

الصكوك

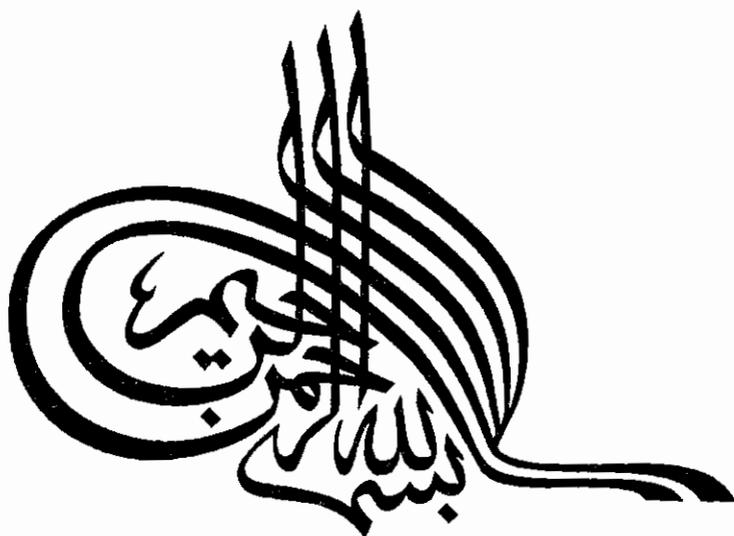
ماهيتها - نشأتها - أنواعها - مشروعيتها
مع عرض بعض التطبيقات

نيرمين زكريا الجندي

ماجستير اقتصاد

الصكوك

ماهيته - نشأتها - أنواعها - مشروعيتها
مع عرض بعض التطبيقات



تقديم

بقلم

الأستاذ الدكتور/ يوسف إبراهيم يوسف

مدير المركز

تئن بلادنا تحت وطأة الكثير من المشكلات الاقتصادية والاجتماعية وغيرها، والأمل في التغلب على الكثير من هذه المشكلات يتمثل في نجاح التنمية الاقتصادية، إذ ينعكس نجاحها على الكثير من الجوانب الاجتماعية التي نأمل أن نحقق فيها استقراراً ينعكس على جودة الحياة.

وتتمثل التنمية في إقامة العديد من المحاور الإنتاجية في الزراعة والصناعة والتجارة وغير ذلك، ويحتاج إقامة كل محور من هذه المحاور إلى رصد المليارات من الجنيهات، وفي ظل ما تعانيه موازنة الدولة من عجز ضخم يربو عن مئات المليارات من الجنيهات فإن موازنة الدولة تعجز عن إقامة هذه المحاور بغير شك، وليس أمامها إلا أحد طريقتين: الطريق الأول يتمثل في استمرار الاقتراض وتحميل الموازنة أعباء فوق أعبائها الحالية، ونكاد نجزم أن هذا الطريق مسدود، أما الطريق الثاني فهو الاعتماد على الجهد الشعبي وإشراك المواطنين في إقامة هذه المحاور عن طريق آلية، تبنى وتُعمَّر دون أن تضع عبئاً جديداً على الموازنة العامة، هذه الآلية هي آلية الصكوك التي جُرِّبت في العالمين المتقدم والمتخلف وأثبتت نجاحاً كبيراً في رفع العبء عن كاهل الموازنة، وقيام المواطنين بحمل العبء كاملاً، هذه الآلية تحتاج في مصر إلى النشر والتوضيح والتعريف بها وبمزاياها وإمكاناتها في البناء والتعمير ونشر المنافع بين المواطنين.

وقد قام مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي بجامعة الأزهر بالإسهام في ذلك عن طريق جعل الصكوك موضوعاً لجائزة معالي الشيخ صالح عبد الله كامل السنوية، وتسابق الباحثون في التعريف بهذه الآلية، وبيان ماهيتها، وكيف تعمل وتدار وكيف استفادت منها دول كبيرة متقدمة ودول غنية وصغيرة تسير في طريق التقدم بخطى حثيثة، وكيف تستفيد مصر منها وتستخدمها في تحقيق التنمية الاقتصادية، وقد فاز بجوائز المسابقة عدد من الباحثين كان في طبيعتهم الباحثة نيرمين زكريا الجندي صاحبة الدراسة التي فازت في هذه المسابقة.

وكعادة مركز صالح كامل في تبني الدراسات الجيدة ونشرها ليستفاد منها، فقد تبني المركز - من بين ما تبني - دراسة الباحثة «نيرمين الجندي» بعنوان: الصكوك: ماهيتها - نشأتها - أنواعها - مشروعيتها - مع عرض بعض التطبيقات.

ومن محاسن هذه الدراسة - بعد سلاسة الأسلوب وجزالة اللفظ وحسن العرض - تعرّضها لبعض التطبيقات العملية التي تعزز الجوانب النظرية وتؤكدّها.

وإننا نأمل أن يتحقق النفع من وراء نشر هذا البحث وأن يجعل ذلك في سجل حسنات الباحثة.

والله الموفق والهادي إلى ما فيه الخير

أ.د/ يوسف إبراهيم يوسف

مدير المركز

الصكوك

طبيعتها ومشروعيتها مع عرض بعض التطبيقات

مقدمة:

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 موضوعه: «الصكوك: ماهيتها - نشأتها - أنواعها - مشروعيتها 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، لأنتهي 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، أسلوب «B.O.T» نموذجاً.

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 أية جهة أخرى قد تكون أسهمت 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» تمييزاً 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 بمدى الاستفادة من «الصكوك الإسلامية» كأداة تمويلية شرعية ذات كفاءة اقتصادية لتمويل مشروعات البنية التحتية، في مقابل النظم المعاصرة، أسلوب «B.O.T» نموذجاً.

٤. التعريف بالتجارب التطبيقية «الصكوك الإسلامية» في الدول التي طبقتها وسبل الاستفادة منها.

٥. التعريف بالمخاطر التي تواجهها «الصكوك الإسلامية»، وآليات مواجهتها.

تساؤلات البحث :

يطرح البحث تساؤلاً رئيساً 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 «للسكوك الإسلامية» وفقاً للمنهج الإسلامي في الدول التي طبقتها وسبل الإفادة منها.

- التساؤل الثالث: الدور المأمول للصكوك الإسلامية في تمويل البنية التحتية للمشاريع الحيوية باعتبارها أحد الصيغ الإسلامية للتمويل، بالمقابلة مع أنظمة المشاركة التقليدية المعاصرة مثل الB.O.T لتمويل وإقامة مشاريع البنية التحتية.

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

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

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 عُدَّت 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.

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 والأطراف ومراحل 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: الصكوك الإسلامية، ودورها في تمويل البنية التحتية للمشاريع العمرانية:

أولاً: الصكوك الإسلامية و تمويل البنية التحتية للمشاريع الحيوية: الحاجة - المقاصد والغايات.

ثانياً: الضوابط العامة للصكوك الاستثمارية.

ثالثاً: تمويل البنية التحتية للمشاريع الحيوية بين أسلوب «B.O.T» والصكوك الاستثمارية.

رابعاً: نماذج (تطبيقية / مقترحة) لاستخدام الصكوك في تمويل البنية التحتية. نتائج المبحث الثالث.

المبحث الرابع: مخاطر الصكوك الإسلامية:

أولاً: مفهوم المخاطر وأنواعها.

ثانياً: قياس المخاطر.

ثالثاً: المخاطر والصكوك الإسلامية.

رابعاً: مفهوم إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية وآلياتها.

نتائج المبحث الرابع.

الخاتمة مشتملة على النتائج والتوصيات.

المراجع.

الصكوك: طبيعتها ومشروعيتها مع عرض بعض التطبيقات

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»:

لايضاح 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 (صكّ)، 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 يهمنا 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 والرهونات 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).

(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.

يلاحظ أن كلمة «التصكيك» والتوريق والتسنيذ 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 «التوريق» أو «التسنيذ» 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

(١) د. أختريتي 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).

التداول، ولكن تصكيكها من حيث هو لا مانع منه شرعاً وحينئذٍ تطبق عليها أحكام التصرف في الديون)^(١).

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»^(٢).

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»^(٣).

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 و نحو ذلك .

(١) 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.

(٢) هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، البحرين، ٢٠٠٧م، البند ٢ من المعيار الشرعي رقم ١٧، ص ٢٨٨.

(٣) انظر: مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي بجدة، الدورة الرابعة، القرار الخامس، العدد الرابع، المجلد الثالث، ١٩٨٨م، ص ٢١٥٩.

*** ويتميز تعريف هيئة المحاسبة ببيان ثلاثة أمور لا يتم اعتبار الصك بدونها لأهميتها وهي^(١):

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 فيها 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).

(١) 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.

القاعدة الأولى: (الغنم بالغرم): تقضى بأن العائد أو الربح على رأس المال (حصيلة إصدار الصكوك) أي الغنم، لا يحل إلا إذا كان صاحب رأس المال (حملة الصكوك) قد عرضه للمخاطرة، أي عرضه للغرم.

أما القاعدة الثانية: (الخراج بالضمان) فتقضى بأن الخراج، وهو العائد أو الغلة لا يحل إلا في مقابل تحمل الضمان، وهو التعرض للمخاطر، أي تحمل تبعه الهلاك والتلف والخسارة إن وقعت^(١).

ومما 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،

(١) 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، ص ٥٨.

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):

- 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 «فالمعرف لا يعرف»^(٢).

(١) د.كوثر عبد الفتاح الأبجي، 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/١٢/٢٠١٢م، ص ٤.

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

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 فإننا وجه النعت بالإسلامية نظراً 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 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 رئيس مفاده: 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.

(١) انظر: 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).

* 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

* 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 المتراضى عليه، كما يمكن للجهة المصدرة التعهد بإعادة شراء الصكوك تشجيعاً منها للجماهير على الإقدام لشراء الصكوك^(٣).

(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 دواية، الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، دار السلام، القاهرة، ٢٠٠٩، ص ١٠٠.

٢. الضوابط الشرعية لاسترداد الصكوك الإسلامية^(١) :

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

(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 هيئة 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»^(٢).

(١) 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.

(٢) انظر: توصيات المجلس الشرعي هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المؤتمر السابع للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، المنامة، البحرين، ١٤٢٩هـ-٢٠٠٨م.

ب) واقتراح رأي اقتصادي تصوراً لدور هيئة الرقابة الشرعية بحيث تكون من مهامها^(١):

- التكييف الشرعي للأنشطة التي تقوم بها الجهة المصدرة أو المستفيدة
- 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 وتصفيتها 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 لالتزام الصكوك بالضوابط الشرعية.

(١) د.كوثر عبد الفتاح الأبيجي، المقومات اللازمة لتشريع الصكوك الإسلامية كمصدر تمويل جديد في السوق المصرية، مرجع سابق، ص ١١ .

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 الأجال: صكوك قصيرة الأجل، (ويطلق عليها البعض شهادات الإيداع أو الاستثمار) لمدة ثلاثة شهور أو ستة شهور أو سنة، وصكوك متوسطة الأجل وأخرى 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 بالمراوحة 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.

(١) لمزيد من التفاصيل انظر:

- د. فياض عبد المنعم حسنين، 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.

ج) حسب طبيعتها: يمكن أن تكون الصكوك ذات أجل محدد (سنة أو سنتين أو ثلاث سنوات..) وصكوك دائمة، حيث يتصف النشاط الاستثنائي 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 وأخرى مخصصة، والصكوك المخصصة هي التي تصدر لتمويل مشروع معين، أما العامة فتوزع حصيلتها على جميع الاستثمارات التي يقوم بها المصرف. وفيما يلي نبذة مختصرة عن أنواع الصكوك:

* صكوك الإجارة: هي / صكوك ذات قيم متساوية تمثل ملكية أعيان مؤجرة، ويتم 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 لمحفظه 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، تحلية 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 المرابحة:** هي صكوك يتم إصدارها من قبل البائع لبضاعة المرابحة والمكتتبون فيها هم المشترون لبضاعة المرابحة وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة شراء البضاعة ويملك حملة الصكوك سلعة المرابحة ويستحقون ثمن بيعها.

❖ **صكوك الوكالة بالاستثمار:** المصدر لتلك الصكوك هو الوكيل بالاستثمار، والمكتتبون 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 لحفظه 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.

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

الصكوك: طبيعتها ومشروعيتها مع عرض بعض التطبيقات

- 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.
- (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 التوريق 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).

(١) أحمد النجار، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل التنمية في مصر، مرجع سابق، ص ٧٢.

رابعاً: الصكوك الإسلامية: الخصائص وأوجه التمايز عن الأسهم والسندات:
١. خصائص الصكوك الإسلامية:

يبين من تعريفات الصكوك وما أسفرت عنه المناقشة السالفة، أن من خصائص صكوك الاستثمار^(١):

- (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.
- (ج) صكوك الاستثمار قابلة للتداول من حيث المبدأ (وفقاً للشروط المطلوبة للتداول وكيفيته).
- (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.

(١) د. علي محي الدين القره داغي، صكوك الاستثمار، تأصيلها، وضوابطها الشرعية، ودورها في تمويل البنية التحتية والمشاريع الحيوية، مرجع سابق، ص ٩.

(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 وصلاحتها للوساطة المالية، وتلبية حاجات تمويلية متعددة، وخضوعها لعوامل السوق.

(ي) أن صكوك الاستثمار تصدر من جهة مالكة للأصول أو المنافع والحقوق ترغب في تسهيلها 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).

(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.

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^(١):

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

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.

(١) 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.

- ❖ 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 الاستثمائي 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 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 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 مُصدرها، 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 يفترون 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 نسبتته 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 الشيوخ في الميزانية، في حين أن الملكية على الشيوخ 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 حينها طرحت في المؤتمر العلمي الأول للاقتصاد الإسلامي عام (١٩٧٦)، ومن ذلك التاريخ بدأ ظهور و تطور 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

(١) 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 ٩.
- د سعيد محمد بوهرارة، د/ أشرف وجدى دسوقي، تقويم نقدي للقضايا الشرعية الإسلامية، ص ١٠٠.
- 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.

التي أصدرتها 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 الاحتياطات، فإذا لم يكف هذا لتغطية الخسارة، يقسم المتبقي بين شهادات المشاركة لأجل وغيرهم من ممولي المشروع على أن تتناسب مقاسمة الخسارة مع مساهمتهم 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 على الصكوك على 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 إقبالا كبيرا 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 ١٩٨٣م السماح للحكومة بإصدار شهادات لا تحمل فائدة، والمعروفة باسم «شهادات الاستثمار الحكومي» من خلال البنك المركزي وتلك الشهادات لا يقتصر التعامل بها على 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 بأجال 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 مُصدر 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 حيثئذ أن المذهب الشافعي يسمح ببيع العينة. ولكن عندما تبين أن الصكوك الماليزية لم تستطع أن تحصل على قبول دولي في الدول الإسلامية، واقتصرت 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 مستول لرويترز: 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 هيكلة 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، وتميز 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 سيما 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 مستوى البلاد الإسلامية، بل تم استخدامها من قبل سلطات بعض الولايات في البلاد غير الإسلامية، فقد شارك بيت

الصكوك: طبيعتها ومشروعيتها مع عرض بعض التطبيقات

التمويل الكويتي في إصدار أول صكوك إجارة لدولة أوروبية وفق الشريعة الإسلامية، ومدة الصك خمس سنوات قيمتها ١٠٠ مليون يورو، لصالح ولاية «سكسوني انهلث» 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 والمناقشة 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، ونجاحاً في عدة مناطق على المستوى العالمي، سواء على مستوى البلدان الإسلامية في منطقة شرق آسيا مثل: ماليزيا واندونيسيا، وكذلك منطقة الخليج العربي والشرق الأوسط مثل: الإمارات والسعودية وقطر 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 بها شابها من أخطاء بشرية تطبيقية ، 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

الصكوك الإسلامية، ودورها في تمويل البنية التحتية للمشاريع العمرانية

تشير التوقعات إلى زيادة حجم سوق الصكوك الإسلامية، والتي تجاوز صدورها في الفترة من عام ٢٠٠٧ إلى نهاية ٢٠١١ نحو ١٢ مليار دولار^(١).

* خصص الباحث المبحث المائل لإجابة التساؤل المثار حول: الدور المأمول للصكوك الإسلامية في تمويل البنية التحتية للمشاريع الحيوية؟

وفي ضوء هذا التساؤل العام، فإن التساؤلات الفرعية هي:

- ما هي الحاجة والمقاصد والغايات الاقتصادية والتمويلية المتحققة من جراء إصدار الصكوك الإسلامية لتمويل مشروعات البنية التحتية؟

- ما هي الضوابط الشرعية اللازمة لذلك؟

- هل الصكوك الإسلامية، باعتبارها أحد الصيغ الإسلامية للتمويل، بديل عن أنظمة المشاركة مثل الـ B.O.T لتمويل وإقامة مشاريع البنية التحتية؟

- هل هناك نماذج معاصرة لاستخدام الصكوك في تمويل البنية التحتية؟ هل يمكن اقتراح نموذج تطبيقي على الحالة المصرية؟

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

(١) د. حسين حامد حسان، مجلة التمويل الإسلامي، صادرة عن الجمعية المصرية للتمويل الإسلامي، السنة الثانية، العدد الثالث، ربيع الأول ١٤٣٤هـ، فبراير ٢٠١٣م، ص ١٨.

أولاً: الصكوك الإسلامية وتمويل البنية التحتية للمشاريع الحيوية - الحاجة والمقاصد والغايات.

ثانياً: الضوابط العامة للصكوك الاستشارية.

ثالثاً: تمويل البنية التحتية للمشاريع الحيوية بين أسلوب الـ B.O.T والصكوك الاستشارية.

رابعاً: نماذج (تطبيقية / مقترحة) لاستخدام الصكوك في تمويل البنية التحتية.

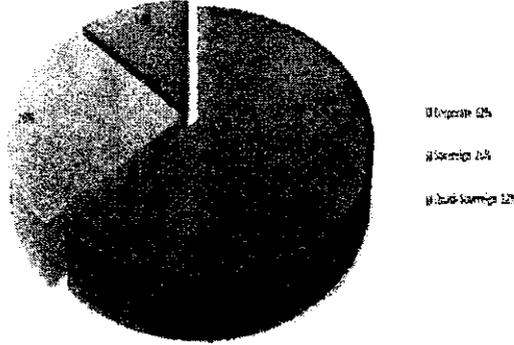
وفيما يلي تناول الباحث للعناصر السالفة.

أولاً: الصكوك الإسلامية وتمويل البنية التحتية للمشاريع الحيوية { الحاجة إلى الإصدار والعمران والمقاصد } :

الجدول التالي (١) يوضح طبيعة الصكوك المصدرة عالمياً والنسبة التي تحتلها مشروعات البنية التحتية

(١) أحمد النجار، دور الصكوك الإسلامية في تمويل عجز الموازنة العامة في الدولة، بحث مقدم إلى ندوة «الصكوك الإسلامية وسبل تطبيقها في مصر»، مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر، ١٤٣٣هـ / ٢٠١٢م، ص ٥٨.

طبيعة الصكوك المصدرة عالمياً في الفترة (2001- 2011)



توزعت اصدارات الصكوك الاسلامية خلال الفترة من عام 2001 وحتى نهاية عام 2011 بين:

62 % صكوك شركات. (تمويل مشروعات خاصة)

26 % صكوك سيادية. (تمويل مشروعات حكومية خاصة بالبنية الأساسية)

12 % صكوك مختلطة. (لتمويل مشروعات مشتركة بين الحكومة والقطاع الخاص)

١. الحاجة إلى إصدار الصكوك الإسلامية:

هناك رؤية اقتصادية ترد احتياج السوق المالية الإسلامية لإصدار صكوك

الاستثمار الإسلامية لما يأتي^(١):

(١) أن هذه الصكوك تساعد على النهوض بالاقتصاد الإسلامي نظرياً فهي، استكمال لبقية الآليات والأدوات الاقتصادية التي يتطلبها الاقتصاد الإسلامي. كما أن المؤسسات المالية الإسلامية أحوج ما تكون إلى هذه الأدوات لتحقيق مقاصدها الشرعية المتنوعة لما يأتي :

(١) د. علي محيي الدين القره داغي، صكوك الاستثمار، تأصيلها، وضوابطها الشرعية، ودورها في تمويل البنية التحتية والمشاريع الحيوية، مرجع سابق، ص ٩.

- إنها تحتاج إلى مزيد من الأدوات وطرح المنتجات لكسب المستثمرين وتوسيع قاعدة الاستثمار الإسلامي.
- إن البنوك المركزية تشترط على البنوك الإسلامية أن تدع نسبة من ودائعها، أو من الحساب الجاري في حساب البنك المركزي في كل بلد ضماناً للسيولة ونحوها.
- إن وجود هذه الأدوات الاستثمارية الإسلامية يرفع الحرج عن شريحة كبيرة من المستثمرين الذين يحتاجون إلى مثلها لأسباب اقتصادية معقولة.
- إن هذه الأدوات الاستثمارية تساعد الدولة في تغطية عجز ميزانيتها.
- إن وجود هذه الصكوك الاستثمارية يثرى بها السوق المالية الإسلامية (البورصة) لأنها الطرف المكمل للأسهم.
- ب) إن هذه الصكوك تعتبر من أهم الوسائل لتنويع مصادر الموارد الذاتية وتوفير السيولة للأفراد والمؤسسات والشركات والحكومات .
- ج) إن هذه الصكوك تساعد الأفراد على توفير مدخراتهم الصغيرة وتجميعها، وثمارتها.
- د) إن وجود هذه الصكوك يغطي حاجة ملحة للشركات التي تحتاج إلى سيولة لأمد معقول.

٢. الصكوك الإسلامية والتنمية والتعمير الاقتصادي:

إن للصكوك الإسلامية إذا توافرت فيها الشروط والضوابط آثار كبيرة في التنمية الاقتصادية وفي التعمير، وتمويل البنية التحتية، والمشاريع الحيوية، تتمثل فيما يأتي^(١):

(أ) أنها تمثل موجودات من الأعيان والمنافع والخدمات، وبالتالي فإنها تحرك السوق، وتساعد على الدورات الاقتصادية، في حين أن السندات تمثل الديون والائتمان فقط.

(ب) إن الصكوك الإسلامية بجميع أنواعها تساعد على تمويل المشاريع طويلة الأجل، والقصيرة، والمتوسطة، وبالتالي فإنها تحقق جميع الأغراض المشروعة التي تصدر سندات الدين المحرمة لتحقيقها، بل إنها أفضل منها اقتصادياً لأن الصكوك تمثل الموجودات. كما سبق بيانه. وما يترتب على ذلك من منافع اقتصادية، إضافة إلى التحريم الشرعي. الذي يصم السندات، والصكوك منه براء.

(ج) إنها وسيلة ناجحة كذلك لجذب المدخرات، وتجميع الأموال اللازمة لتمويل المشروعات في مختلف الوجوه النافعة لخدمة للاقتصاد الوطني .

(د) المساهمة في انتقال رؤوس الأموال من الدول الإسلامية الغنية إلى الدول الفقيرة، ولا سيّما إذا أصدرتها مؤسسات مالية إسلامية محترمة مثل بنك التنمية الإسلامي، حيث يحقق ذلك انتقال رؤوس الأموال بين الدول الإسلامية بهدف دعم مشاريع التنمية التي يمكن أن تقام هنا وهناك في رحاب العالم الإسلامي، حيث يمكن من خلال الصكوك الإسلامية القائمة

(١) المرجع السابق، ص ١٥، مسترشداً بـ «مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي» ع ٤ ج ٣ ص ١٨٠٩ والقرارات الصادرة عن مجمع الفقه الدولي في دورته الرابعة المنعقدة بجدة في المملكة العربية السعودية في الفترة ١٨-٢٣ جمادى الآخرة ١٤٠٨ هـ الموافق ٦-١١ إبريل ١٩٨٨ م.

على الدراسات الجادة المبينة للجدوى الاقتصادية تنمية العالم الإسلامي وغيره.

٣. الصكوك الإسلامية: المقاصد والغايات :

وعليه، وفي ضوء المناقشة السالفة، وما سبق بيانه، يجد البحث أن من المقاصد والغايات المتحققة من تمويل مشاريع البنية التحتية بالصكوك الإسلامية - أيضاً - الآتي:

(أ) تحقيق الكفاءة الاقتصادية، إذ يمكن إقامة مشروعات بتكلفة رأسمالية وتشغيلية أقل ومن ثم تقديم مخرجاتها للجمهور بسعر أقل.

(ب) المساهمة في زيادة الكفاءة التشغيلية للاقتصاد الوطني ككل وتقليل الفاقد وغير المستغل من الطاقات وإيجاد خدمات لا تكفي الموارد الحكومية لتوفيرها.

(ج) تنشيط أسواق المال، من خلال الصكوك التي يمكن أن تطرحها الشركات ذات الغرض الخاص التي تؤسس لتنفيذ مشروعات البنية التحتية.

(د) تقليل الإنفاق العام والاقتراض الحكومي، وهو ما يؤدي إلى انخفاض في عجز الموازنة وفي نسبة الدين العام، وبالتالي قد يؤدي إلى تخفيض معدل التضخم دون أن يكون مصحوباً بزيادة في معدل البطالة. وبالتالي نجد أن هذا النظام يسهم من جهة في تقليل الحاجة إلى زيادة الضرائب لبناء مشروعات البنية الأساسية الضرورية. أي أنه يساعد الدولة على التوجه بمواردها الاقتصادية إلى المشروعات الاستراتيجية التي يعجز القطاع الخاص عن تنفيذها، ومن جهة أخرى يجنب الحكومة التدايعات الاقتصادية والتمويلية التي تواجهها في حالة لجوءها إلى الاقتراض وتبعاته من ناحية خدمة الدين وفوائده، ناهيك عن المخالفة الشرعية المتمثلة في التمويل الربوي.

ثانياً: الضوابط الأساسية للصكوك الاستثمارية:

❖ أوضح مجمع الفقه الإسلامي الدولي في قراره (رقم 30 "4/3") الضوابط الأساسية للصكوك الاستثمارية وهي^(١):

(١) من حيث الصيغة المقبولة شرعاً لصكوك المقارضة:

❖ تعريف سندات المقارضة:

هي أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس مال القراض (المضاربة) بإصدار صكوك ملكية برأس مال المضاربة على أساس وحدات متساوية القيمة ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصاً شائعة في رأس مال المضاربة وما يتحول إليه، بنسبة ملكية كل منهم فيه.

(٢) الصورة المقبولة شرعاً لسندات المقارضة بوجه عام لا بد أن تتوافر فيها العناصر التالية

العنصر الأول: أن يمثل الصك ملكية شائعة في المشروع الذي أصدرت الصكوك لإنشائه أو تمويله، وتستمر هذه الملكية طيلة المشروع من بدايته إلى نهايته. وترتب عليها جميع الحقوق والتصرفات المقررة شرعاً للمالك في ملكه من بيع وهبة ورهن وارث وغيرها، مع ملاحظة أن الصكوك تمثل رأس مال المضاربة.

العنصر الثاني: يقوم العقد في صكوك المضاربة على أساس أن شروط التعاقد تحددها (نشرة الإصدار وأن (الإيجاب) يعبر عنه (الاكتتاب) في هذه الصكوك، وأن (القبول) تعبر عنه موافقة الجهة المصدرة.

(١) مجمع الفقه الإسلامي الدولي في قراره رقم (٣٠ "٤/٣")

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

العنصر الثالث: أن تكون صكوك المقارضة قابلة للتداول بعد انتهاء الفترة المحددة للاكتتاب باعتبار ذلك مأذوناً فيه من المضارب عند نشوء السندات مع مراعاة الضوابط^(١).

العنصر الرابع: إن من يتلقى حصيلة الاكتتاب في الصكوك لاستثمارها وإقامة المشروع بها هو المضارب، أي عامل المضاربة ولا يملك من المشروع إلا بمقدار ما قد يسهم به بشاء بعض الصكوك فهو رب مال بما أسهم به بالإضافة إلى أن المضارب شريك في الربح بعد تحققه بنسبة الحصة المحددة له في نشرة الإصدار وتكون ملكيته في المشروع على هذا الأساس وإن يد المضارب على حصيلة الاكتتاب في الصكوك وعلى موجودات المشروع هي يد أمانة لا يضمن إلا بسبب من أسباب الضمان الشرعية.

٣- مع مراعاة الضوابط السابقة في التداول: يجوز تداول صكوك المقارضة في أسواق الأوراق المالية إن وجدت بالضوابط الشرعية وذلك وفقاً لظروف العرض والطلب ويخضع لإرادة العاقدين، كما يجوز أن يتم التداول بقيام الجهة المصدرة في فترات دورية معينة بإعلان أو إيجاب يوجه إلى الجمهور تلتزم بمقتضاه خلال مدة محددة بشاء هذه الصكوك من ربح مال المضاربة بسعر معين ويحسن أن تستعين في تحديد السعر بأهل الخبرة وفقاً لظروف السوق والمركز المالي للمشروع، كما يجوز الإعلان عن الالتزام بالشراء من غير الجهة المصدرة من مالها الخاص، على النحو المشار إليه.

(١) سبق الإشارة إليهم، المبحث الأول، الضوابط الشرعية لتداول الصكوك، ص ٧ وما تلاها.

٤- لا يجوز أن تشتمل نشرة الإصدار أو صكوك المقارضة على نص بضمان عامل المضاربة رأس المال أو ضمان ربح مقطوع أو منسوب إلى رأس المال، فإن وقع النص على ذلك صراحة أو ضمناً بطل شرط الضمان واستحق المضارب ربح مضاربة المثل .

٥- لا يجوز أن تشتمل نشرة الإصدار ولا صك المقارضة الصادر بناء عليها نص يلزم بالبيع ولو كان معلقاً أو مضافاً للمستقبل، وإنما يجوز أن يتضمن صك المقارضة وعداً بالبيع، وفي هذه الحالة لا يتم البيع إلاّ بعقد بالقيمة المقدرة من الخبراء وبرضا الطرفين .

٦- لا يجوز أن تتضمن نشرة الإصدار ولا الصكوك المصدرة على أساسها نصاً يؤدي إلى احتمال قطع الشركة في الربح فإن وقع كان العقد باطلاً. ويترتب على ذلك: (أ) عدم جواز اشتراط مبلغ محدد لحملة الصكوك أو صاحب المشروع في نشرة الإصدار وصكوك المقارضة الصادرة بناء عليها.

(ب) أن محل القسمة هو الربح بمعناه الشرعي، وهو الزائد عن رأس المال وليس الإيراد أو الغلة، ويعرف مقدار الربح، إما بالتنضيض أو بالتقويم للمشروع بالتقيد، وما زاد على رأس المال عند التنضيض أو التقويم فهو الربح الذي يوزع بين حملة الصكوك وعامل المضاربة، وفقاً لشرط العقد.

(ج) أن يعد حساب أرباح وخسائر للمشروع وأن يكون معلناً ونمحت تصرف حملة الصكوك.

٧- يستحق الربح بالظهور، ويملك بالتنضيض أو التقويم ولا يلزم إلاّ بالقسمة، وبالنسبة للمشروع الذي يدر إيراداً أو غلة فإنه يجوز أن توزع غلته.

وما يوزع على طرفي العقد قبل التنضيف (التصفية) يعتبر مبالغ مدفوعة تحت الحساب.

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

٩- ليس هناك ما يمنع شرعاً من النص في نشرة الإصدار أو صكوك المقارضة على وعد طرف ثالث منفصل في شخصيته وذمته المالية عن طرفي العقد بالتبرع بدون مقابل بمبلغ مخصص لجبر الخسران في مشروع معين، على أن يكون التزاماً مستقلاً عن عقد المضاربة بمعنى أن قيامه بالوفاء بالتزامه ليس شرطاً في نفاذ العقد وترتب أحكامه عليه بين أطرافه ومن ثم فليس لحملة الصكوك أو عامل المضاربة الدفع بطلان المضاربة أو الامتناع عن الوفاء بالتزاماتهم بها بسبب عدم قيام المتبرع بالوفاء بما تبرع به بحجة أن هذا الالتزام كان محل اعتبار في العقد. (انتهى قرار المجمع).

١٠) كذلك تعتبر من الأحكام والضوابط الشرعية العامة أيضاً ما يأتي^(١):

أ) صكوك الاستثمار لا بد أن تصدر على أساس عقد من عقود الاستثمار الشرعية، من بيع، وإجارة ومشاركة... الخ، وحينئذ تخضع لأحكام هذا العقد وشروطه العامة.

ب) إذا أريد للصكوك التداول المطلق فيجب أن تكون ممثلة للأعيان، أو المنافع، أو الخدمات، أو الحقوق المستقرة، أو نحوها، أو كلها مجتمعة.

(١) د. د. علي محي الدين القره داغي، صكوك الاستثمار، تأصيلها، وضوابطها الشرعية، ودورها في تمويل البنية التحتية والمشاريع الحيوية، مرجع سابق، ص ١٢

- ج) أما الديون في الذم فلا تجوز صياغة الصكوك منها لأجل التداول المطلق، لأنه يطبق عليها أحكام التصرف في الديون.
- د) الصكوك معتبرة بما يمثله من موجودات أو ديون أو نقود، فيطبق عليها حسب قاعدة الكثرة والغلبة، أو حسب قاعدة الأصالة والتبعية.
- هـ) تنظم عقود إصدار الصكوك العلاقة بين طرفيها، أي المصدر، والمكتب، وترتب آثار هذه العقود من حقوق والتزامات بين طرفيها بمجرد انعقاد العقد.
- و) يتم العقد بالإيجاب المتمثل في الاكتتاب، وبالقبول الذي يتم بموافقة الجهة المصدرة، من خلال الإعلان عنها، أو تخصيص الصكوك، أو نحو ذلك مما يدل على رضاه، ولا تعتبر نشرة إصدار الصكوك إيجاباً إلا إذا تضمنت أنها إيجاب، وحينئذ يكون الاكتتاب قبولاً، ولكن النشرة هي بيان للشروط التي يلتزم بها المكتب بمجرد اكتتابه في الصكوك .

❖ ومن المناقشة السالفة، يستتج البحث:

١. اعتبار الاتفاقيات والوثائق القانونية لإصدارات الصكوك تعبيراً عن روح المبادئ الشرعية في المعاملات الإسلامية، وقد استشعر مجمع الفقه الإسلامي الدولي أهمية وجود الإطار القانوني المناسب للصكوك الإسلامية، عند بحثه لموضوع الصكوك الإسلامية، وتطبيقاتها المعاصرة، وأصدر التوصية الثانية اللاحقة لقراره رقم ١٨٧ (١٩/٤) التي جاء فيها «حيث إن الإطار القانوني لعملية التصكيك، هو أحد المقومات الأساسية التي تؤدي دوراً حيوياً في نجاح عملية التصكيك، وإن مما يحقق ذلك الدور، قيام السلطات التشريعية في الدول الأعضاء، بإيجاد الإطار القانوني المناسب و البيئة القانونية الملائمة و الحاكمة

لعملية التصكيك بمختلف جوانبها، ويحقق الكفاءة الاقتصادية والمصادقية الشرعية بشكل عملي».

٢. ينظر الفقهاء إلى الصكوك بوصفها أدوات مالية تحقق دخلاً ناتجاً من أصول حقيقية تدعم إصدارتها، في حين ينظر بعض العاملين في الصكوك إليها، بوصفها أدوات ديون تحقق دخلاً ثابتاً يعتمد بشكل أساسي على التصنيف الائتماني الممنوح إلى مُصدر الصكوك، بما يكون دافعاً على ضبط هيكله الصكوك - نظرياً وعملياً - لتعزيز الطابع الشرعي المقصود منها، بدلاً من طابع الدخل الثابت، وصولاً بإصدارات الصكوك إلى التوافق مع أحكام الشريعة الغراء، تجنباً لاعتماد هياكل مغلوطة، تخرج بالصكوك إلى طابع أدوات الديون التقليدية.

٣. يعطي الصك الاستثماري الإسلامي لحامله حصة من الربح، ويلزمه بتحمل مخاطر الاستثمار كاملة.

٤. إن ملكية حامل الصك تتعلق بحصة في الموجودات وليس في العائد فقط، بهذه الخاصية يتميز الصك الإسلامي عن السند الربوي، حيث أن هذا الأخير يمثل ديناً في ذمة المصدر مقابل فوائد محددة سلفاً يستحقها حامله، وهذا ما يجعل العائد على الصك مشروعاً، على أساس تحمل حامل الصك كافة المخاطر التي قد تلحق بهذه الموجودات، بخلاف السندات التي يملك حاملها حقوق الورقة المالية فقط، دون استحقاق ثابت في أصل الموجودات، ويستحق بذلك نسبة محددة من الربح سلفاً دون أن يتحمل شيئاً من تبعات الهلاك، وهذا غير مقبول في المنظور الشرعي الذي يقرر بأن استحقاق الربح يكون بمقدار الاستعداد لتحمل المخاطرة على أساس القاعدة الشرعية «الغُنم بالغُرم».

٥. بالبناء على ما جاء بالفقرات ٣، ٤، يمكن القول «حامل الصك مالك له، له

غنمه وعليه غرمه، فهلاكه كلياً، أو جزئياً أو بعضاً منه عليه وحده، وهذا هو الذي يحقق معنى الملك الحقيقي، في الصكوك الإسلامية .

ثالثاً: تمويل مشاريع البنية التحتية بين أسلوب B.O.T والصكوك الإسلامية:

أعمل في هذه الفقرة على التعرف على صيغ عقود أسلوب B.O.T وتكييفها الفقهي وبيان حكم التعامل بها، تمهيداً لإجابة السؤال التالي: هل الصكوك بديل عن أنظمة المشاركة مثل الـ B.O.T باعتبارها أحد الصيغ الإسلامية البديلة لتمويل وإقامة مشاريع البنية التحتية.

يعمل الباحث في هذه الفقرة على التعريف بالآتي:

- ١- أسلوب B.O.T المفهوم- الأطراف المعنية- مؤسسات التمويل- أهم الخصائص.
 ٢. أسلوب B.O.T : آلية العمل وأهم نماذج عقود وتكييفه الفقهي .
 ٣. الصكوك كصيغة إسلامية مقترحة لتمويل وإقامة مشاريع البنية التحتية.
- وفيا يلي تناول البحث لما سلف بالقدر الذي تسمح به حدود هذه الورقة.

(١) أسلوب B.O.T {المفهوم- الأطراف المعنية- مؤسسات التمويل- أهم الخصائص} (١):

(أ) يمكن صياغة مفهوم لنظام B.O.T على أنه: تعهد من الحكومة أو إحدى

(١) انظر:

- د . أحمد بن حسن بن أحمد الحسني أستاذ بقسم الاقتصاد الإسلامي - كلية الشريعة جامعة أم القرى، دراسة شرعية اقتصادية لخصخصة مشاريع البنية التحتية بأسلوب البناء والتشغيل ثم الإعادة «BOT»، بحث منشور على الشبكة العنكبوتية.
- د. أمل البشبيشي، نظام البناء والتشغيل والتمويل (B.O.T) سلسلة جسر التنمية، عدد ٣٢.
- حسان خضر، خصخصة البنية التحتية، ورقة عمل مقدمة إلى المعهد العربي للتخطيط بالكويت، سلسلة جسر التنمية، عدد ١٨، ٢٠٠٣، السنة الثانية.
- رياض دهال، حسن الحاج، حول طرق الخصخصة، سلسلة أوراق عمل، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، بحث منشور على الشبكة العنكبوتية.

الوزارات أو الهيئات التابعة لها إلى مؤسسة خاصة محلية أو أجنبية أو مشتارة ياتباع وسائل معينة لإنشاء مرفق عام لإشباع حاجة عامة كالطرق والمطارات والموانئ ومحطات الطاقة وغيرها، وذلك على حساب هذه المؤسسة (الإنشاء)، ثم تقوم هذه المؤسسة بإدارة المرفق وتؤدي الخدمة للجمهور المستفيد من ذلك لمدة معينة بشروط محددة تحت إشراف الجهة المتعاقدة ورقابتها (التشغيل)، لتقوم بعد ذلك بنقل أصول المرفق أو المشروع للدولة أو الجهة المتعاقدة في حالة جيدة قابلة لاستمرار تشغيله (التحويل).

بعبارة مختصرة، يقصد بأسلوب البناء - التشغيل - الإعادة «B.O.T»: الاستثمار الذي يتولى فيه القطاع الخاص بناء «Build» وتشغيل Operate أحد مشاريع البنية التحتية على أن يتم تحويله «Transfer» مرة أخرى للحكومة بعد فترة زمنية كافية يتم فيها استرداد رأس المال المستثمر وتحقيق معدّل عائد مناسب للمستثمر.

وقد عرفت لجنة الأمم المتحدة للقانون النموذجي: (الانسرال) عقود ال BOT بأنها: شكل من أشكال تمويل المشاريع تمنح بمقتضاه حكومة ما لفترة زمنية محددة أحد الاتحادات المالية «تسمى بشركة المشروع» امتيازاً لتنفيذ مشروع معين على أن تقوم الشركة المذكورة بالبناء والتشغيل والإدارة لعدد من السنوات وتسترد تكاليف البناء وتحقق أرباحاً من تشغيل المشروع واستغلاله تجارياً على أن تنتقل ملكية المشروع إلى الحكومة بعد نهاية مدة الامتياز. وينشئ عادة المستثمرون والمقاولون الذين منحوا الامتياز من الحكومة لتنفيذ المشروع شركة لتحقيق هذا الغرض وتنتهي بانتهاء فترة امتيازه.

ب) الأطراف المعنية :

يشترك في نظام B.O.T عدة أطراف رئيسية هي :

* الحكومة المضيفة :

يوجد عدد من الأدوار التي يجب أن تلعبها الحكومة عند قيامها بإنشاء مشروع بنظام B.O.T أهمها:

- إعداد الإطار القانوني الذي يعمل المشروع في نطاقه، ويتضمن تشريعات متعلقة بالإعفاء الضريبي، قوانين العمل والهجرة، تحويلات الأرباح، الجمارك، وحماية المستثمر الأجنبي.

- إعداد دراسة جدوى مبدئية توضح الجوانب المختلفة للمشروع، وطرح المشروع في مناقصة عامة.

- إبرام اتفاقية امتياز مع شراة المشروع مع توضيح كافة الحقوق والالتزامات لكل طرف.

- تعيين ممثل حكومي يراقب تنفيذ بنود العقد.

- قد يتطلب الأمر إبرام اتفاقية مع المشروع لشراء منتجاته، كما هو الحال في محطات توليد الكهرباء مثلاً.

* شركة المشروع :

تعتبر هي الوحدة صاحبة الامتياز، وقبل إنشائها يتم تكوين اتحاد مالي بين المؤسسين من القطاع الخاص. ويكون هذا الاتحاد مسئولاً عن إعداد دراسة جدوى للمشروع، وتقديم عرض لتنفيذه، وتكوين شركة المشروع، وتحصيل حصة رأس المال من المؤسسين. أما شركة المشروع فتقوم بعمليات الاقتراض وإبرام العقود مع الأطراف المعنية مثل الحكومة وشركات المقاولات وموردي المواد الأولية، وتعتبر هي المسئولة عن سداد خدمة الدين أمام البنوك.

* مقال الأعمال الهندسية والبناء :

يتطلب المشروع المقام بنظام B.O.T أنشطة معمارية معقدة، وتوريد معدات ثقيلة ولضمان تنفيذ المشروع في الوقت المحدد وبالتكلفة المتفق عليها أمام المساهمين والمقرضين، يجب على مقال البناء أن يعتمد على شركات تتمتع بالثقة والكفاءة والخبرة العالية والقوة المالية وسبق له تنفيذ مشاريع مماثلة. ويعتبر العقد بين المقال وشركة المشروع، عقد تصميم وبناء بسعر ثابت.

* موردو المعدات :

يعمل موردو المعدات كمقاولين من الباطن بالنسبة للمقال الرئيسي للأعمال الهندسية أثناء مرحلة البناء، حيث يوقعون عقوداً لتوريد المعدات بتكلفة معقولة .

* شركة التشغيل والصيانة :

غالباً ما توقع الشركة القائمة بالمشروع عقداً مع مقال من الباطن من أجل التشغيل والصيانة اللازمة للمشروع.. يتوقف نجاح المشروعات على تطوير الحكومات لإطار قانوني متكامل وإعداد دراسة جدوى مبدئية للمشروع وإبرام اتفاقيات واضحة بشأنه.

ج) مؤسسات التمويل: يساهم رعاة المشروع بنصيب كبير من التمويل، بينما يأتي الجزء المتبقي من البنوك التجارية والمؤسسات المالية الدولية عن طريق اتفاقيات الإقراض الثنائية.

د) خصائص أسلوب B.O.T :

ويمكن ذكر أهم خصائص أسلوب B.O.T فيما يلي:

❖ أنها شركة قطاع خاص تمنحها الحكومة امتيازاً تتولى بموجبه إقامة أحد مشاريع البنية التحتية بجميع مراحلها من تصميم وتمويل وإنشاء وتشغيل خلال فترة

زمنية معينة هي مدة الامتياز، وتتقاضى من الجمهور رسوماً إذا استفادوا من خدمة المشروع خلال هذا المدة.

❖ بعد انتهاء فترة الامتياز تقوم الشركة المستثمرة بنقل ملكية المشروع للحكومة، ويتعين أن تكون فترة الامتياز طويلة - نسبياً - بقدر يكفي لتغطية رأس المال المستثمر في المشروع ويحقق معدل ربح أو عائد مناسب للشركة.

❖ إن الاستثمار بهذا الأسلوب في مشاريع البنية التحتية يقلل من العبء الملقى على عاتق الحكومات وخاصة البلدان النامية التي تواجه زيادة مطردة في الإنفاق الحكومي.

❖ إن الاستثمار بهذا الأسلوب يؤدي إلى الزيادة في كفاءة استخدام موارد المجتمع، وكما هو معروف، فالقطاع الخاص أكثر كفاءة في الإنتاج والتسويق من القطاع العام أو الحكومي.

❖ يحقق الاستثمار بهذا الأسلوب أرباحاً مرتفعة للقطاع الخاص، فقد أوضحت عدّة دراسات تطبيقية أن الاستثمار في مشاريع البنية التحتية يحقق عوائد مرتفعة قد تصل في بعض الحالات إلى ٩٦٪.

❖ ينبغي التنبيه أن الحكومات متى ما أرادت تمويل مشاريع البنية التحتية لديها بأسلوب B.O.T وعليها أن تختار عند إجراءات التعاقد مع الشركة التي ستمنحها الامتياز ممثلين لها على درجة عالية من المهارة والمعرفة والقدرة على الدراسة والتحليل والمقارنة واستيعاب التفاصيل المالية والقانونية والإدارية بخفايا هذا الأسلوب لأنه من المحتمل أن ينطوي على بعض المخاطر والمعوقات. فعلى سبيل المثال قد تبلغ الشركة صاحبة الامتياز في زيادة تكاليف الخدمة المنتجة أو في تكاليف التمويل عما هو متاح في الحالات العادية فينعكس ذلك على أسعار الخدمة مما يمثل عبئاً إضافياً على المستهلكين. ولذلك يرى أحد

الباحثين في هذا الأسلوب أن الجمهور حينما يكون هو المشترك النهائي لخدمات المشروع الممول المنفذ بأسلوب B.O.T، فعلى الحكومة أن تتأكد من عدالة وملائمة الرسوم المفروضة على الخدمات المقدمة (أو الممولة) بهذا الأسلوب، كما يجب عليها أن تكون مستعدة للتدخل في إدارة المشروع في حالة إخلال الشركة المنفذة بأي من التزاماتها لتضمن عدم انقطاع الخدمة عن الجمهور.

❖ كما يرى البعض أنه ينبغي على الحكومة أن لا تسمح بتملك مشاريع البنية التحتية الاستراتيجية لشركات أجنبية لفترة طويلة نسبياً وفقاً لنظام أسلوب B.O.T لأن ذلك يفتح الباب أمام سيطرة رأس المال الأجنبي على الاقتصاديات النامية من جديد، ومن ثم يؤثر في سياستها الداخلية والخارجية.

٢) أسلوب B.O.T: {آلية العمل - أهم نماذج عقود - التكيف الفقهي} (١):

أ) آلية العمل بأسلوب B.O.T:

إذا أرادت الحكومة إنشاء مشروع من مشاريع البنية التحتية وترغب في تنفيذه بأسلوب B.O.T تعلن في البداية عن مناقصة تحتوي على الإطار التشريعي والنظامي الذي سيعمل المشروع في نطاقه، وعلى المعايير التي ترغب في تحقيقها والمتعلقة عادة بالوقت اللازم لتنفيذ المشروع وفترة الامتياز التي ستمنحها للشركة التي ستتعهد بتنفيذه، وتكلفة الخدمة للجمهور.

وبناء على الإعلان عن هذه المناقصة يجتمع غالباً عدد من المستثمرين والقانونيين والمهندسين وأصحاب المقاولات العالمية والمحلية، ليكونوا اتحاداً مالياً Consortium يتفقون فيه على نسبة كل منهم في رأس المال «حقوق الملكية أو أسهم المشروع» والتي تشكل عادة من ١٥٪ إلى ٣٠٪ من إجمالي التمويل اللازم للمشروع ويحددون المصادر الخارجية «البنوك ومؤسسات التمويل» التي سيحصلون منها على

(١) المراجع السابقة. ذات الصفحات.

القروض التي تغطي بقية التمويل والتي تتراوح نسبتها بين ٧٠٪ إلى ٨٥٪ من إجمالي التمويل. ثم يقومون بإعداد دراسة جدوى للتأكد من أن تدفقات إيراداته خلال فترة الامتياز كافية لتغطية تكاليفه وتحقيق أرباح مجزية لهم. فإذا اتفقوا على تبني المشروع Sponsors يتقدمون بعرضهم وعطائهم للحكومة، فإذا كان هو العرض والعطاء الأفضل ووافقت الحكومة على إرسائه عليهم يقوم الاتحاد المالي لهذه المجموعة بتأسيس شركة خاصة للمشروع تنتهي بانتهاء فترة امتيازها، وتتولى هذه الشركة تجميع مساهمات الأعضاء وطلب القروض اللازمة لتغطية إجمالي تمويل المشروع، وتصبح هذه الشركة هي المسئول عن سداد القروض وفوائدها للجهات المقرضة، دون التعرض إلى الأصول المالية الخاصة بأعضاء الاتحاد المالي وبقية المساهمين. كما تتولى هذه الشركة إجراءات التعاقد مع الحكومة لتنفيذ المشروع والتوقيع على الاتفاقات اللازمة التي توضح الحقوق والالتزامات لكل منهما. وتقوم الشركة أيضاً بإجراء كل التعاقدات الخارجية الأخرى اللازمة لتنفيذ المشروع كالتعاقد مع شركات المقاولات وموردي الآلات والأجهزة والمواد الأولية وغيرهم.

وبعد إقامة المشروع تتولى الشركة عملية التشغيل بنفسها أو قد تتعاقد مع شركة مشغلة Operator لتتولى عملية التشغيل والصيانة، وتستخدم الإيرادات المحصلة خلال فترة التشغيل لتغطية تكاليف التشغيل والصيانة ودفع التزامات التمويل، والإيراد المتبقي بعد ذلك هو الإيراد الصافي أو الربح المتحقق للشركة.

ومن حق الحكومة وكذلك الدائنين التأكد من أن عملية التشغيل والصيانة تتم وفقاً للمعايير المتفق عليها سلفاً، وبعد أن تنتهي فترة الامتياز الممنوحة للمشروع يتم تحويل ملكيته للحكومة. وقد ترى الحكومة أن من المناسب تجديد التعاقد مع الشركة نفسها لتستمر في التشغيل أو قد تعهد بالتشغيل لطرف آخر من القطاع الخاص أو قد تتولى التشغيل بنفسها.

(ب) أهم نماذج عقود أسلوب الB.O.T :

وبعد هذا العرض المختصر عن آلية العمل بأسلوب الB.O.T أذكر فيما يلي نماذج لأهم عقود هذا الأسلوب:

▪ عقد البناء والتشغيل ثم التحويل: (B.O.T) - Build Operator - Transfer :

يعدّ من أشهر هذه النماذج وبه سميّ أسلوب الB.O.T، ويشتمل هذا العقد على الطرفين المتعاقدين، الطرف الأول الحكومة أو ممثلوها المختارين لإجراء التعاقد، الطرف الثاني شركة المشروع. وبموجب هذا العقد يمنح الطرف الأول (الحكومة) امتيازاً للطرف الثاني (شركة المشروع) لفترة زمنية محددة. لتمويل وبناء واستثمار مشروع من مشاريع البنية التحتية (طريق أو جسر، أو محطة توليد كهرباء، أو تنقية مياه وغير ذلك). وبعد الانتهاء من إقامة وبناء المشروع تتولى الشركة إدارته واستثماره وتشغيله وصيانته وتقاضي الرسوم المفروضة على الجمهور المستفيدين من خدمات هذا المشروع والتي تم الاتفاق عليها سلفاً مع الحكومة، كما تتولى تجميع الإيرادات المتحصلة خلال فترة الامتياز لتغطية تكاليف التشغيل والصيانة ودفع التزامات التمويل وسداد القروض وفوائدها، والإيراد المتبقي بعد ذلك هو ما يكون الربح المناسب للشركة. وبعد انتهاء فترة الامتياز يتم تحويل إدارة واستثمار وتشغيل المشروع للطرف الأول (الحكومة) بدون مقابل.

▪ عقد البناء والتملك والتشغيل ثم الإعادة (BOOT) - Build-Won-Operator- : Transfer

يكون لصاحب الامتياز - شركة المشروع -، حق تملك المشروع ملكية تكفل له سهولة تشغيله وصيانته. ولكنها ملكية مؤقتة حيث تنتقل للدولة بعد انتهاء فترة الامتياز، حيث تقوم - شركة المشروع - بتمويل وبناء المشروع واستثماره وتشغيله وصيانته، وتقاضي الرسوم المفروضة على الجمهور المستفيدين من خدمات هذا

المشروع والتي تم الاتفاق عليها سلفاً مع الحكومة. كما تتولى تجميع الإيرادات المحصلة خلال فترة الامتياز لتغطية تكاليف التشغيل والصيانة ودفع التزامات التمويل وسداد القروض وفوائدها، والإيراد المتبقي بعد ذلك هو ما يكون الربح المناسب للشركة. وبعد انتهاء فترة الامتياز تنازل الشركة عن ملكية وتشغيل المشروع للطرف الأول (الحكومة) بدون مقابل.

▪ عقد البناء والتملك والتشغيل: **Build- Won- Operator (BOO)** :

وهو كالعقدين السابقين إلا أنه يختلف عنها بأن الطرف الثاني في هذا العقد (شركة المشروع) لا تلتزم بعد انتهاء فترة الامتياز بتحويل أو إعادة إدارة أو ملكية المشروع للحكومة، وإنما يقوم أعضاء الاتحاد المالي والمساهمون في ملكية المشروع (مؤسسو الشركة) ببيعه لذلك لا ترحب الحكومات بنموذج هذا العقد إلا في بعض الحالات النادرة كأن تنتهي حاجة الحكومة من الاستفادة من المشروع بعد انتهاء فترة الامتياز، أو يكون المشروع قريباً من نهاية عمره الافتراضي. وتستخدم هذه الصيغة على سبيل المثال في استغلال حقول البترول، أو المناجم، وبالتالي عند نضوب البترول أو خامات المنجم فإن مشروع البنية الأساسية المقام يصبح لا قيمة له.

▪ عقد البناء والتأجير ثم التحويل: **Build- Lease- Transfer (BLT)** :

وبموجب هذا العقد يمنح الطرف الأول (الحكومة) امتيازاً للطرف الثاني (شركة المشروع) لإقامة وبناء مشروع من مشاريع البنية التحتية ويكون في الغالب مبنى حكومة كبناء مدرسة حكومية أو أي بناء خاص بإحدى القطاعات الحكومية، وبعد الانتهاء من إقامته وبناءه يقوم الطرف الأول (الحكومة) باستئجاره من الطرف الثاني طول فترة الامتياز. ومن الطبيعي أن يغطي مجموع قيمة الإيجار طول فترة الامتياز تكلفة إقامة وبناء المشروع، إضافة إلى مقدار من الربح المناسب للشركة، وبعد انتهاء فترة الامتياز يتم تحويل المشروع للطرف الأول (الحكومة) بدون مقابل.

▪ **مشروعات البناء والتأجير والتحويل (BRT):**

هذا النوع من المشروعات له طبيعة خاصة مستمدة من خصوصية المنفعة المحققة للجمهور، وترتبط هذه الخصوصية بالمكان والعائد المتولدة عنه. إذ يستند المشروع إلى قابليته للتأجير مثل: الموانئ والمطاعم النهرية أو الطرق السريعة.

▪ **مشروعات تحديث وتشغيل وتملك ونقل الملكية (MOOT):**

اعتماد هذه الصيغة في مشاريع قائمة لكنها لا تعمل بكفاءة، نظراً لتقدمه التكنولوجيا أو عدم صلاحيتها، وبالتالي تكون بحاجة لعملية تحديث يتم من خلالها استخدام معدات تكنولوجية متقدمة ونظم تشغيل حديثة.

▪ **مشروعات إعادة تأهيل وتملك وتشغيل (ROO):**

تصلح هذه الصيغة لمشروعات قائمة، ولكنها أصبحت غير اقتصادية بحكم إهلاك وتآكل أصولها واحتياجه إلى عمليات إحلال وتجديد وصيانة وتطوير لخطوط الإنتاج. لذلك تقوم الدولة بعرضها على شركات خاصة للقيام بهذه العمليات مقابل عقود امتياز تتضمن الامتلاك والتشغيل.

ج) التكييف الفقهي لمشروعية مشاركة القطاع الخاص للدولة في إقامة وتمويل مشاريع البنية التحتية، الحكم الشرعي على الصيغ التعاقدية لأسلوب B.O.T:

بالتأمل في أهم نماذج عقود أسلوب B.O.T عقد البناء والتشغيل ثم التحويل أو عقد البناء والتملك والتشغيل ثم الإعادة، أو عقد البناء والتملك والتشغيل ثم البيع، أو عقد البناء والتأجير ثم التحويل نجد أن هذه العقود تشتمل صيغتها التعاقدية على طرفين رئيسيين. الطرف الأول هو الحكومة صاحبة الطبيعة أو الأرض التي سيقام عليها مشروع من مشاريع البنية التحتية، وهي صاحبة الحق في الامتياز الذي ستمنحه لمن سيقوم بتنفيذ المشروع، والطرف الثاني هو الشركة المنفذة له والتي أنشئت من أجله وحصلت على حق الامتياز بسببه.

فالتعاقد القائم بين الحكومة من جهة والشركة المنفذة للمشروع من جهة أخرى وبأي صورة من نماذج العقود المتقدمة لا بأس به ، وبالتالي فللحكومة أن تمنح هذه الفرصة للشركة صاحبة العطاء الأفضل لإقامة أي مشروع من مشاريع البنية التحتية يتحقق منه نفع عام ومباح للجمهور، ونفع خاص لمن يقوم بتنفيذه لفترة زمنية معينة ومحددة وهي فترة الامتياز ثم تعود ملكية المشروع بعد انتهائها وللدولة أيضاً الحق في أن تشتري أو تستأجر منفعة المشروع من الشركة خلال فترة الامتياز أو أن تتنازل عن المشروع في بعض الحالات لمن قام بتنفيذه، وكل ذلك مرتبط بتحقيق المصلحة والنفع العام المباح للجمهور. ولكن بالنظر في كيفية تأسيس شركة المشروع ومصادر تكوين رأس مالها والتمويل الذي ستحصل عليه لتغطية عملية التنفيذ.

نجد كما سبق أن مؤسسي مثل هذه الشركات من المستثمرين والقانونيين والمهندسين وأصحاب المقاولات العالمية والمحلية يكونون اتحاداً مالياً *Continuum* يتفقون فيه على نسبة مساهمة كل منهم في رأس المال «حقوق الملكية أو أسهم المشروع» وهي تشكل عادة من ١٥٪ إلى ٣٠٪ من إجمالي التمويل اللازم للمشروع، ويحصلون على بقية إجمالي التمويل التي تتراوح نسبته من ٧٠٪ إلى ٨٥٪ عن طريق الاقتراض من البنوك ومؤسسات التمويل. ولا شك أن هذه المبالغ المقترضة تفرض عليها جهات التمويل المقرضة فوائد ربوية، وبالتالي فهي من قبيل ربا النسئة الذي نزل القرآن الكريم بتحريمه قال تعالى: ﴿يَتَأْتِيهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَذَرُوا مَا بَقِيَ مِنَ الرِّبَا إِن كُنْتُمْ مُؤْمِنِينَ ﴿٢٧٨﴾ فَإِن لَّمْ تَفْعَلُوا فَأْذَنُوا بِحَرْبٍ مِّنَ اللَّهِ وَرَسُولِهِ ۗ وَإِن تُبْتُمْ فَلَكُمْ رُءُوسُ أَمْوَالِكُمْ لَا تَظْلِمُونَ وَلَا تُظْلَمُونَ ﴿٢٧٩﴾ [البقرة: ٢٧٨-٢٧٩].

٣) الصكوك كصيغة إسلامية مقترحة لتمويل وإقامة مشاريع البنية التحتية :

يعود البحث لإجابة السؤال الذي صدرنا به الفقرة الماثلة هل الصكوك بديل عن أنظمة المشاركة مثل ال B.O.T ؟ باعتبارها أحد الصيغ الإسلامية البديلة لتمويل وإقامة مشاريع البنية التحتية.

- قد طرح هذا السؤال نفسه على الخبراء والمتخصصين، وذهب رأي^(١) إلى القول بأن: {الصكوك لا تمثل بديلاً لأنظمة المشاركة مثل B.O.T، وإنما تعتبر مكملتها وتمتمة لها، حيث توفر الصكوك آلية تمويل مناسبة لطبيعة مشروعات المشاركة بين القطاعين العام والخاص، من حيث طبيعة الآجال الزمنية الطويلة وارتباطها بمشروع واحد تنشأ له شركة ذات غرض خاص...، حيث تأتي الصكوك لتلبي الاحتياجات التمويلية اللازمة لهذا النوع من أنظمة المشاركة، ولتكون متممة لها وداعمة لنجاحها مثال ذلك:

* إصدار صكوك لتمويل مشاريع البنية التحتية الاقتصادية: (كمشروع الكهرباء والموانئ والطرق السريعة وغيرها)، والتي غالباً ما تتمتع بالسلامة المالية وبالتالي يتحقق من ورائها عوائد جيدة تكون جاذبة للقطاع الخاص للدخول والاستثمار لمدة محددة، هي مدة الصكوك، ثم تذهب الملكية للدولة، إما عن طريق الشراء التدريجي أو الشراء في نهاية المدة (وفي هذا الإطار تصلح صكوك الاستصناع وصكوك المشاركة).

* أما مشروعات البنية التحتية الاجتماعية: (مثل المدارس والمستشفيات الحكومية) والتي غالباً ما تكون غير جاذبة للقطاع الخاص، فيمكن استخدام (صكوك إجارة الخدمات)، وبالتالي يصبح ملاك الصكوك هم ملاك الصكوك، على أن تتعاقد الحكومة مع شركة المشروع، مقابل دفع عوائد مجزية، ويتم إعادة تقديم هذه الخدمات مجاناً أو برسوم رمزية مدعومة لأفراد الشعب، وبالتالي تصبح العلاقة التعاقدية بين حملة الصكوك، كمالك للخدمة من جهة، والحكومة كمستفيد بمقابل كجهة ثانية، دون أدنى مساس أو علاقة بالمستفيدين من أفراد الشعب}.

(١) الصكوك في ٣٠ سؤال وجواب، نشرة تعريفية صادرة عن الجمعية المصرية للتمويل الإسلامي، مرجع سابق، ص ٢٦.

الباحث يؤيد الرأي السالف لما ساقه من حجج ليس فيها مشاحة، أضف إلى ذلك ما للصكوك من نقاط تفوق:

(أ) أن الصكوك الإسلامية مصدر تمويل حقيقي لا يحمل الدولة مديونيات، فالصكوك الإسلامية تحقق الشراكة الحقيقية بين عوامل الإنتاج في تمويل العمران، بصيغ المشاركة والاستصناع وغيرها من أنواع الصكوك الإسلامية، فإذا تم تطبيق نظام المشاركة، انتهى عبئ الفائدة وخدمة الدين وكلاهما يعد عبئاً على موارد الدولة المحدودة ابتداءً، والمكبلة بأعباء الديون السابقة وخدمتها، فالصكوك ليست من قبيل الاستدانة، ولا ترتب على الموازنة أعباء، وتعطي الشعب فرصة المشاركة في العمران.

(ب) تشريع الصكوك الإسلامية يربط بين الممول الرئيس والقائم على المشروع والإنتاج، فيجعلها في خندق واحد، سواء في المكسب والخسارة^(١)، فالصكوك الإسلامية يمكن الاعتماد عليها في تحقيق العملية العمرانية، فالتمويل من خلالها سيضيف رافداً مهماً إلى أدوات التمويل القائمة^(٢).

(ج) التجربة العملية الناجحة للعديد من الدول التي اعتمدت إصدار الصكوك الإسلامية مصدر التمويل المشاريع الحكومية. ومنها مشاريع البنية التحتية. مثال ذلك صكوك الاستثمار الحكومية (صرح)^(٣): {وهي عبارة عن وثيقة ذات قيمة اسمية محددة بالجنيه السوداني تتيح لحاملها المشاركة في أرباح تمويل المشروعات الحكومية، عن طريق عقود الإجارة والمرابحة والاستصناع والسلم بغرض تحقيق ربح، وهي

(١) د. رفعت العوضي، مقابلة صحفية، مجلة التمويل الإسلامي، صادرة عن الجمعية المصرية للتمويل الإسلامي، العدد الثالث، السنة الثانية، ٢٠١٣م، ص ٥٣.

(٢) د. يوسف إبراهيم، مقابلة صحفية، مجلة التمويل الإسلامي، المرجع السابق، ذات الصفحة.

(٣) د. سليمان ناصر، أريفة بن زيد، ارتباط تسعير الصكوك الإسلامية بمعدل ليور كعامل مهدد لسلامة الاستثمار فيها، ورقة بحثية مقدمة إلى المؤتمر العالمي التاسع للاقتصاد والتمويل الإسلامي، النمو والعدالة والاستقرار، ٢٠١٣م، اسطنبول، تركيا، ص ٢٢.

ذات آجال متوسطة وطويلة نسبياً من ٥ إلى ٧ سنوات، تصدرها وزارة المالية والاقتصاد الوطني نيابة عن حكومة السودان، وتتم إدارتها وتسويقها في السوق الأولية عبر شركة السودان للخدمات المالية، تم إصدارها لأول مرة في مايو ٢٠٠٣م، وكان من بين أهم أهدافها تجميع المدخرات القومية والإقليمية وتشجيع الاستثمار، وإدارة السيولة على مستوى الاقتصاد الكلي عبر ما يعرف بعمليات السوق المفتوحة}. اختار الباحث «لصكوك الصرح» مثلاً مرده لسببين:

أولهما: أن تجربة الصكوك الحكومية السودانية هي لدولة مجاورة لدولة البحث المائل وظروفها الاقتصادية والتمويلية ليست بأحسن حالاً من دولة البحث.

ثانيهما: أن تجربة الصكوك الحكومية السودانية في آلية تحديد عوائدها، باعتبارها إصدارات تتحدد عوائدها اعتماداً على الأرباح المحققة فعلاً من أداء موجودات الصكوك وبناءً على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة تعد نموذجاً لإمكانية استخدام الحكومة لتتأج أداء مشاريع البنية التحتية الممولة بنظام الصكوك في تحسين صورتها وأدائها الداخلي والخارجي وتوفير انطباق إيجابي خاصة لدى الشعب الذي تمتع بالعوائد الفنية والاقتصادية المحققة من المشروع بعدما شارك في تمويله بصيغة منضبطة شرعاً، وهو ما يرومه قطاع كبير من الشعب.

د) ضمانة التمويل برأس مال وطني، من خلال إتاحة الفرصة للشعب في المشاركة في التمويل، الأمر الذي قد لا يتحقق في حال تملك شركات أجنبية لمشاريع البنية التحتية الاستراتيجية لفترة طويلة نسبياً وما يترتب على ذلك من فتح الباب أمام سيطرة رأس المال الأجنبي على الاقتصاديات النامية من جديد، ومن ثم يؤثر في سياستها الداخلية والخارجية.

هـ) تجنب المخالفة الشرعية المتمثلة في التمويل الربوي الذي يفضي إليه التمويل بنظام B.O.T - في بعض صيغته المفضية إلى التمويل بالاقتراض ونظام الفائدة -

وذلك في حالة الالتزام بالضوابط الشرعية لإصدارات الصكوك الإسلامية، إذ يمكن إقامة المشروعات بتمويل يقوم على المشاركة لا الفائدة الربوية، «وهذا يعطي الشعب فرصة الجهاد بالمال في سبيل إقامة المشروعات العمرانية في شتى القطاعات، من زراعة وصناعة وخدمات، وسيتحول الشعب عن طريقها من محاربة الله ورسوله، إلى فضل الله ورضوانه، بأن تطرح البركة المشروعات ويزداد النهاء والرخاء»^(١).

رابعاً: نماذج (قائمة/مقترحة) لاستخدام الصكوك في تمويل البنية التحتية:

١) النماذج التطبيقية القائمة بالفعل:

هناك العديد من التجارب العالمية الناجحة في مجال إصدار الصكوك تُؤكِّد قدرتها على تمويل المشروعات التنموية الكبرى في مختلف دول العالم، وقد سبق وقدم البحث لنماذج من استخدام الصكوك في تمويل البنية التحتية، أحيل إليها منعا للتكرار، وأذكر منها ما قامت به حكومة دبي ممثلة في دائرة الطيران المدني بالتوقيع مع عدة بنوك إسلامية تحت إدارة بنك دبي الإسلامي لإصدار صكوك إجارة إسلامية بالدولار الأمريكي تم تغطيتها بالكامل لتمويل توسعة مطار دبي، كأنموذج لتمويل البنية التحتية بالصكوك الإسلامية.

٢) نموذج مقترح لتمويل مشروع بنية تحتية بنظام إصدار الصكوك عوضاً عن أسلوب ال B.O.T:

يطرح البحث مشروعاً تطبيقياً لبيان الفرق بين التمويل بنظام B.O.T، ونظام الصكوك، ألا وهو مشروع طريق بديل للطريق الزراعي ما بين القاهرة، وبنها.

ففي النظام الأول أسلوب B.O.T: يتولى أحد الرأسماليين الاتفاق مع الدولة

(١) د. يوسف إبراهيم. مقابلة صحفية، مجلة التمويل الإسلامي، صادرة عن الجمعية المصرية للتمويل الإسلامي، مرجع سابق، ص ٥٣.

على إقامة المشروع ويموله ذاتياً، أو بالاقتراض، وعند نهاية المشروع يقوم باستغلاله مدة يحقق فيها استرداد رأسماله المدفوع ويحقق ربحاً، متمشياً لما بذله وقدمه، وعند حلول الأجل يقوم بتسليمه للدولة ليصبح أحد ممتلكاتها العامة.

في نظام الصكوك الإسلامية: تُنشأ شركة ذات غرض خاص تشرف على إصدار الصكوك، وطرحها لعامة الشعب فيكتتبون فيها لإنشاء الطريق محل المثال .

الأرباح المحققة من المشروع، تقوم الشركة بتوزيع نسبة منها على حملة الصكوك تكون قد حددتها في نشرة الإصدار، والجزء الباقي تستخدمه في إطفاء الصكوك بعدد من الوسائل، سواء الشراء من البورصة، أو إبقاء الصكوك حتى نهاية الأجل، ثم تعيد قيمتها لحملتها، ثم في النهاية تسلم المشروع للحكومة.

أرباح المشروع: في الأسلوب الأول، عادت على أصحاب المشروع، وقد شابهها ما شابهها من الناحية الشرعية.

في الأسلوب الثاني عادت الأرباح على عامة الشعب ممن اكتتب في هذا المشروع، محققة النماء لأموالهم بربح منضبط شرعاً.

ملكية المشروع: الأسلوب الأول قد لا يوفر ضمانة التمويل برأس مال وطني، في حال تملك شركات أجنبية للمشروع «يصنف تحت بند مشاريع البنية التحتية الاستراتيجية» لفترة طويلة نسبياً، وما يترتب على ذلك من فتح الباب أمام سيطرة رأس المال الأجنبي على الاقتصاد، ومن ثم يؤثر في السياسة الداخلية والخارجية.

في الأسلوب الثاني: تتوفر ضمانة التمويل برأس مال وطني من خلال «إتاحة

الفرصة للشعب في المشاركة في تمويل مشاريع البنية التحتية الاستراتيجية»، بحسبان العمران مسؤولية مشتركة بين الفرد و الدولة^(١).

والخلاصة: أن الأسلوب الأول أفضى إلى أن الدولة امتلكت مشروعاً لم يكن قائماً، وصاحب رأس المال زاد ماله في المشروع، أما في الأسلوب الثاني، زادت ممتلكات وموجودات المكتتبين من عامة الشعب.

(١) لمزيد من التفاصيل انظر:

- د. يوسف إبراهيم. مقابلة صحفية، مجلة التمويل الإسلامي، صادرة عن الجمعية المصرية للتمويل الإسلامي، مرجع سابق، ص ٥٣.
- نيرمين زكريا الجندي، ملكية الاستخلاف والطبيعة المذهبية للاقتصاد الإسلامي، رسالة ماجستير قيد النشر، المعهد العالي للدراسات الإسلامية، ٢٠١٣م، ص ٤٠٠

نتائج البحث الثالث

ناقشت في هذا البحث موضوع «الصكوك الإسلامية، ودورها في تمويل البنية التحتية للمشاريع العمرانية».

وبالمناقشة توصل الباحث إلى الآتي :

١. أن الصكوك الإسلامية مصدر تمويل حقيقي لا يحمل الدولة مديونيات، بتحققها الشراكة الحقيقية بين عوامل الإنتاج في تمويل العمران، بصيغ المشاركة والاستصناع وغيرها من أنواع الصكوك الإسلامية فينتهي عبء الفائدة وخدمة الدين وكلاهما يعد عبئاً على موارد الدولة، فالصكوك ليست من قبيل الاستدانة، ولا ترتب على الموازنة أعباء، وتعطي الشعب فرصة المشاركة في العمران.

٢. التجربة العملية الناجحة للعديد من الدول التي اعتمدت إصدار الصكوك الإسلامية مصدراً لتمويل المشاريع الحكومية - ومنها مشاريع البنية التحتية - يقوم دليلاً على الكفاءة والفاعلية الاقتصادية لنظام الصكوك الإسلامية، وما لذلك من أثر على المساهمة في انتقال رؤوس الأموال بين الدول الإسلامية، بما يصب في خانة عمران تلك البلاد، امتصاص السيولة، ضبط التضخم، توفير فرص عمل والحد من البطالة وغيرها من النتائج الإيجابية والنهوض باقتصاديات البلاد التي استعرضها البحث تفصيلاً في ثناياه.

٣. الصكوك لا تمثل بديلاً لأنظمة المشاركة مثل B.O.T، وإنما تعتبر مكملية ومتممة لها، بل إن للصكوك الإسلامية نقاط تفوقها، أذكر منها:

أ) إمكانية استخدام الحكومة لنتائج وأداء مشاريع البنية التحتية الممولة بنظام الصكوك في تحسين صورتها وأدائها الداخلي والخارجي وتوفير انطباع إيجابي خاصة لدى الشعب الذي تمتع بالعوائد الفنية والاقتصادية المحققة من المشروع بعدما شارك في تمويله بصيغة منضبطة شرعاً، وهو ما يرومه قطاع كبير من الشعب.

ب) ضمانة التمويل برأس مال وطني، من خلال إتاحة الفرصة للشعب في المشاركة في التمويل، الأمر الذي قد لا يتحقق وفقاً تملك شركات أجنبية لمشاريع البنية التحتية الاستراتيجية لفترة طويلة نسبياً وما يترتب على ذلك من فتح الباب أمام سيطرة رأس المال الأجنبي على الاقتصاديات النامية من جديد، ومن ثم يؤثر في سياستها الداخلية والخارجية.

ج) تجنب المخالفة الشرعية المتمثلة في التمويل الربوي الذي يفضي إليه التمويل بنظام B.O.T - في بعض صيغته المفضية إلى التمويل بالاقتراض ونظام الفائدة - وذلك في حالة الالتزام بالضوابط الشرعية لإصدارات الصكوك الإسلامية، إذ يمكن إقامة المشروعات بتمويل يقوم على المشاركة لا الفائدة الربوية، فتزيد ممتلكات وموجودات المكتتبين من عامة الشعب».

الصكوك: طبيعتها ومشروعيتها مع عرض بعض التطبيقات

المبحث الرابع

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 وآياتها.

وفيما يلي تناول الباحث للعناصر السالف:

أولاً: مفهوم المخاطر وأنواعها:

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

(٢) أنواع المخاطر^(٢): 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»، ومردها 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 بالمقياس المطلق للمخاطر Absolute Measure of Risk.

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

(٢) 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 إلي 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.

- يُقبل الانحراف المعياري مقياساً للمخاطر، في حالة واحدة تساوي القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية للاستثمارات المعروضة، أما في حالة عدم التساوي بينها، فتقاس المخاطر 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 البيوع 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 بطبيعتها 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 المربحة، 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 المربحة 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 سلبيًا 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 سعرا مرجعيا 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 للوازع الديني دور في توجيه المستثمرين، وتحجج بعضهم بشذوذ الفتيا التي أباحت سعر الفائدة خلافا 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 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 كالحوادث 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 آثاراً 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 :

تمثل 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 مخاطر تان: 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 - 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 .. الخ)، وأسبابها، على أن تكون عملية تحديد المخاطر مستمرة، مع تفهم المخاطر على مستوى (العمل الاستثماري - 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 تفرق المنافع التكاليف المترتبة على مخاطر الصكوك الإسلامية.

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

(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 يسهم 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: ﴿قَالَ أَجْعَلْنِي عَلَى خَزَائِنِ الْأَرْضِ إِنِّي حَفِيظٌ عَلَيْكُمْ﴾ [يوسف: ٥٥]، وكذا حسن اختيار الشركاء والمضاربين والعاملين من ذوي الكفاءة والأخلاق الطيبة يقول ﷺ: ﴿إِنَّ خَيْرَ مَنْ أَسْتَجَرْتَ الْقَوَى الْأَمِينُ﴾ [القصص: ٢٦].

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 عبء 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 مالاً متقوماً يجوز تملكه وبيعه - معيناً 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).

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

• **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 يضمن طرف ثالث مستقل عن الإدارة وحملة الصكوك القيمة الاسمية لصكوك المضاربة، وهذا الضمان - وتسميته ضماناً مجازاً 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 أيضاً^(١). وهو ما تؤكد بقرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي بذات الخصوص بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار^(٢). وبما 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 بما جاء بمعايير المحاسبة

(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.

والمراجعة والضوابط للمؤسسات المالية 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 البدلين 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 بعملات 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 سلبياً 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 الآجال الطويلة أكثر عرضة للتعرض للتضخم عن الصكوك ذات الآجال القصيرة، وإن كانت الصكوك الإسلامية أقل عرضة

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

للتعرض لمخاطر التضخم قياساً بالصكوك التقليدية نظراً لطبيعة 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 ويقي 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.

٣) 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 على 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 للتصنيف الدائم للصكوك المصدر.

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:

- هياكل 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. مسلمت 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. تعدد 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، والاحتياطيات، والتحوط وفي مقدمة ذلك استخدام عقد السلم بشروطه الشرعية والخيار الشرعي، وكذلك من هذه الآليات

- التنوع سواء أكان متعلقا بتنوع جهة الإصدار أو تنوع تواريخ الاستحقاق، أو التنوع القطاعي، أو التنوع 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 - المرابحة - 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.

ثامناً: أسلوب B.O.T {المفهوم - الأطراف المعنية - مؤسسات التمويل - الخصائص - آلية العمل وأهم نماذج عقودها وتكييفه الفقهي}.

تاسعاً: الصكوك الإسلامية، ودورها في تمويل البنية التحتية والمشاريع العمرانية {الحاجة - المقاصد والغايات - الضوابط العامة - النماذج المقترحة}.

عاشراً: المخاطر والصكوك الإسلامية: {مفهوم المخاطر - أنواعها - قياسها - مفهوم إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية وآلياتها}.

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 ومباحة 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، المميّزة 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، وعليه فإننا وجه النعت بالإسلامية في الوقت الراهن، هو النظر لظروف الواقع؛ حفاظاً على الخصوصية وتأكيداً 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، ردّها 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، دونها مكابدة التداعيات الاقتصادية والتمويلية المترتبة على الاقتراض وتبعاته من ناحية خدمة الدين وفوائده، ناهيك عن المخالفة الشرعية المتمثلة في التمويل الربوي.

٨. الصكوك لا تمثل بديلاً لأنظمة المشاركة مثل B.O.T، وإنما تعتبر مكملتها ومنتمة لها، بل إن للصكوك الإسلامية نقاط تفوقها، أذكر منها:

أ) استخدام الحكومة لنتائج أداء مشاريع البنية التحتية الممولة بنظام الصكوك في الترويج أدائها الداخلي والخارجي، وضمان لتأييد الشعب الذي تمتع بالعوائد الفنية والاقتصادية المحققة من المشروع بعدما شارك في تمويله بصيغة منضبطة شرعاً، وهو ما يرومه قطاع كبير من الشعب.

ب) ضمان التمويل برأس مال وطني، باكتتاب الشعب في الصكوك والمشاركة في التمويل، الأمر الذي قد لا يتحقق وفقاً لتملك شركات أجنبية لمشاريع البنية التحتية الاستراتيجية لفترة طويلة نسبياً، في أحد صور ما يترتب على ذلك من فتح الباب أمام سيطرة رأس المال الأجنبي على الاقتصاديات النامية من جديد، ومن ثم يؤثر في سياستها الداخلية والخارجية.

ج) تجنب المخالفة الشرعية المتمثلة في التمويل الربوي الذي يفضي إليه التمويل بنظام B.O.T. في بعض صيغته. وذلك في حالة الالتزام بالضوابط الشرعية لإصدارات الصكوك الإسلامية، فتزيد ممتلكات وموجودات المكتتبين من عامة الشعب.

٩. 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.

١٠. 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 تتعرض لها المشروعات الاستثمارية الإسلامية.

١١. 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».

١٢. 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}.

١٣. 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

فتجنبها، 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 و التعليمية 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 المتواجدها 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 حده أزمة البطالة والسيولة والتضخم.
 ٨. دعوة المؤسسات المالية الإسلامية للاهتمام بالبحث العلمي الذي يجمع بين الفقه التنظيري والفقه الميداني على المستويين الشرعي والاقتصادي دعما لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية.
- أخيراً، فإن هذه خطوات ينبغي اتخاذها لتحقيق الفائدة لأمتنا الحبيبة من التزامها بهدى الله ﷻ، لتنال الخير والثوبة في الدنيا والآخرة:
- قال ﷻ: ﴿وَلَوْ أَنَّ أَهْلَ الْقُرَىٰ ءَامَنُوا وَأَتَقُوا لَفَتَحْنَا عَلَيْهِم بَرَكَاتٍ مِّنَ السَّمَاءِ وَالْأَرْضِ وَلَٰكِن كَذَّبُوا فَأَخَذْنَاهُم بِمَا كَانُوا يَكْسِبُونَ﴾ [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 دوابة، 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: الدراسات والأبحاث:

٧. أحمد بن حسن بن أحمد الحسني، دراسة شرعية اقتصادية لخصخصة مشاريع البنية التحتية بأسلوب البناء والتشغيل ثم الإعادة B.O.T، بحث منشور على الشبكة العنكبوتية.

سادساً: المؤتمرات والندوات:

٨. 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.
٩. أختريتي عبد العزيز، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، بحث مقدم لمؤتمر مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة التاسعة عشرة، الشارقة، الإمارات العربية المتحدة.
١٠. البنك الإسلامي للتنمية، إخفاق وإعسار بعض إصدارات الصكوك: الأسباب والآثار، ندوة الصكوك الإسلامية عرض وتقييم.
١١. توصيات المجلس الشرعي بهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المؤتمر
١٢. السابع للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، المنامة، البحرين، ١٤٢٩هـ-٢٠٠٨م.
١٣. 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.
١٤. رياض دهال، حسن الحاج، حول طرق الخصخصة، سلسلة أوراق عمل، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، بحث منشور على الشبكة العنكبوتية.
١٥. 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.

١٦. سليمان ناصر، أربيعة بن زيد، ارتباط تسعير الصكوك الإسلامية بمعدل ليبور كعامل مهدد لسلامة الاستثمار فيها ورقة بحثية مقدمة إلى المؤتمر العالمي التاسع للاقتصاد والتمويل الإسلامي، النمو والعدالة والاستقرار، ٢٠١٣م، استامبول، تركيا.

١٧. 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.

١٨. عبد الستار أبو غدة، مخاطر الصكوك الإسلامية، بحث مقدم للملتقى السنوي الإسلامي السابع، الأكاديمية العربية للعلوم المصرفية، ٢٥-٢٧ سبتمبر ٢٠٠٤م.

١٩. عز الدين بن زغينة، 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.

٢٠. 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.

٢١. 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»، مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر، ١٤٣٣هـ/٢٠١٢م.

٢٢. 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.

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

٢٤. 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.

سابعاً: الدوريات والمقالات:

٢٥. أمل البشبيشي، نظام البناء والتشغيل والتمويل (B.O.T) سلسلة جسر التنمية، عدد ٣٢. سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد «٣٥» نوفمبر، ٢٠٠٤م، السنة الثالثة.

٢٦. حسان خضر، خصخصة البنية التحتية، ورقة عمل مقدمة إلى المعهد العربي للتخطيط بالكويت، سلسلة جسر التنمية، عدد ١٨، ٢٠٠٣م، السنة الثانية.
٢٧. حسين حامد حسان، مجلة التمويل الإسلامي، صادرة عن الجمعية المصرية للتمويل الإسلامي، السنة الثانية، العدد الثالث، ربيع الأول ١٤٣٤هـ، فبراير ٢٠١٣م.
٢٨. رفعت العوضي، مقابلة صحفية، مجلة التمويل الإسلامي، صادرة عن الجمعية المصرية للتمويل الإسلامي، العدد الثالث، السنة الثانية، ٢٠١٣م.
٢٩. الصكوك في ٣٠ سؤال وجواب، نشرة تعريفية صادرة عن الجمعية المصرية للتمويل الإسلامي، ملحق مجلة التمويل الإسلامي.
٣٠. مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي بجدة، أعداد مختلفة.
٣١. هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، البحرين، ٢٠٠٧م، المعيار الشرعي رقم ١٧.
٣٢. يوسف إبراهيم. مقابلة صحفية، مجلة التمويل الإسلامي، صادرة عن الجمعية المصرية للتمويل الإسلامي، العدد الثالث، السنة الثانية، ٢٠١٣م.

ثامناً: الدراسات:

٣٣. نيرمين زكريا الجندي، ملكية الاستخلاف والطبيعة المذهبية للاقتصاد الإسلامي، رسالة ماجستير غير منشورة، المعهد العالي للدراسات الإسلامية، ٢٠١٣م.

الصكوك: طبيعتها ومشروعيتها مع عرض بعض التطبيقات

فهرس المحتويات

الموضوع	الصفحة
تقديم.....	٧
مقدمة.....	٩
المبحث الأول: مفهوم الصكوك: المفهوم والمشروعية والأنواع والخصائص الاقتصادية.....	١٥
أولاً: الصكوك الإسلامية، المفهوم ومغزى وصفها بالإسلامية.....	١٦
ثانياً: في فقه الصكوك.....	٢٢
ثالثاً: الصكوك الإسلامية، الأنواع والأطراف ومراحل التصكيك.....	٢٧
رابعاً: الصكوك الإسلامية، الخصائص وأوجه التمايز عن الأسهم والسندات.....	٣٣
نتائج المبحث الأول.....	٣٧
المبحث الثاني: تجارب تطبيقية لإصدار الصكوك.....	٤١
أولاً: التجربة الباكستانية.....	٤٢
ثانياً: التجربة الماليزية.....	٤٣
ثالثاً: تجربة الإمارات العربية المتحدة.....	٤٤
رابعاً: التجربة السعودية.....	٤٥
خامساً: التجربة البحرينية.....	٤٥
سادساً: التجربة القطرية.....	٤٦
سابعاً: التجربة السودانية.....	٤٦
ثامناً: التجربة الإيرانية.....	٤٧
تاسعاً: التجربة التركية.....	٤٧
عاشراً: التجربة الألمانية.....	٤٧
نتائج المبحث الثاني.....	٤٩

الموضوع	الصفحة
المبحث الثالث: الصكوك الإسلامية، ودورها في تمويل البنية التحتية	
للمشاريع العمرانية.....	٥١
أولاً: الصكوك الإسلامية وتمويل البنية التحتية للمشاريع الحيوية:	
الحاجة - المقاصد والغايات.....	٥٢
ثانياً: الضوابط العامة للصكوك الاستثمارية.....	٥٧
ثالثاً: تمويل البنية التحتية للمشاريع الحيوية بين أسلوب «B.O.T»	
والصكوك الاستثمارية.....	٦٣
رابعاً: نماذج (تطبيقية / مقترحة) لاستخدام الصكوك في تمويل البنية التحتية.....	٧٧
نتائج المبحث الثالث.....	٨٠
المبحث الرابع: مخاطر الصكوك الإسلامية.....	٨٣
أولاً: مفهوم المخاطر وأنواعها.....	٨٤
ثانياً: قياس المخاطر.....	٨٤
ثالثاً: المخاطر والصكوك الإسلامية.....	٨٥
رابعاً: مفهوم إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية وآلياتها.....	٨٩
نتائج المبحث الرابع.....	٩٧
الخاتمة.....	٩٩
النتائج والتوصيات.....	١٠٠
المراجع.....	١٠٥

طبع بمطبعة مركز صالح كامل
للاقتصاد الإسلامي - جامعة الأزهر بمدينة نصر
٢٢٦١٠٣٠٨ : ☎

رقم الإيداع: ٢٠١٦/٤٢٩٠
الترقيم الدولي:
I.S.B.N. 978-977-355-104-9

