

صكوك التنمية

(دراسة إقتصادية فقهية)

إعداد

أ.د / هيثم محمد حرمى شريف
أستاذ مساعد المالية العامة والتشريعات الاقتصادية
كلية القانون - الجامعة الأمريكية بالامارات

توطئة

تنبّهت الدول في الآونة الأخيرة إلى أهمية صكوك التنمية باعتبارها طوق النجاة للخروج من أزمتها التمويلية^(١). علاوة على اعتبارها من الاستثمارات الأقل خطورة، وما تتميز به من قدرة على حشد الأموال اللازمة للتنمية الاقتصادية، واستقطاب فريق من العملاء كان لديه قناعة بعدم التعامل في سوق الأوراق المالية.

من هنا كان هذا البحث الذي يهدف إلى دراسة نظام صكوك التنمية دراسة اقتصادية فقهيّة مسترشداً بتجارب بعض الدول الناجحة التي أخذت بنظام الصكوك وكيفية تكيف بنائاتها الاقتصادية مع الطبيعة الخاصة للصكوك^(٢)، والعمل على تطبيق ذلك بهدف تلاشي البداية من الصفر، حيث لا يمكننا إجراء تمييز بين الأشياء دون الأخذ بالتجارب الناجحة للدول، ولا يعد ذلك هدفاً في حد ذاته، ولكنه يعد طريقاً أو منهجاً يتم استخدامه لتحقيق مختلف الأهداف التي يصبو إليها أي نظام اقتصادي.

(١) بلغ عجز الموازنة العامة في مصر ٢٠٣ مليار جنية عند العام المالي ٢٠١١ م، ٢٠١٢ م.

ولمزيد من التفاصيل انظر:

• قرار رئيس الجمهورية ٩٩ لسنة ٢٠١٢ م " الخاص بربط الحساب الختامي للموازنة العامة للدولة للسنة المالية ٢٠١١، ٢٠١٢ م"، صادر من رئاسة الجمهورية في ٢٢ محرم ١٤٣٤ هـ الموافق ٦ ديسمبر ٢٠١٢ م.

(٢) أعلن صاحب السمو الشيخ محمد بن راشد آل مكتوم نائب رئيس الدولة، رئيس مجلس الوزراء، حاكم دبي رعاة الله، دبي عاصمة للاقتصاد الإسلامي تدعم منتجاته بشتى القطاعات وتؤمن إطارها لاستثمار يضمن معايير متوافقة مع الشريعة الإسلامية.

ولمزيد من التفاصيل انظر:

• جريدة الاتحاد، الإمارة العربية المتحدة، السنة الرابعة والأربعون، العدد ١٣٧٠٣، الخميس ٢٨ صفر ١٤٣٤ هـ - ١٠ يناير ٢٠١٣ م.

تمهيد:

برهنت التجربة العلمية على أن تحرير تدفقات رؤوس الأموال عبر حدود الدول والقارات، وفتح الأبواب أمام الاستثمارات هي إجراءات معززه لقدرة السوق المصرفي، وسوق رأس المال باعتبارهما سوقين مكملين لبعضهما البعض، وإن ازدهار السوقين معا يعد حجر الزاوية للنمو الاقتصادي، وتراكم رؤوس الأموال وتطور الإنتاج^(١).

وإذا كانت عملية الصكوك معلومة منذ القدم حيث أخذت المشروعات منذ القدم شكل الرحلة البحرية بمعنى أن المشروع كان يبدأ بتجميع أموال من الأفراد المشاركين، ثم شراء البضاعة، واستئجار سفينة، والإبحار بها إلى مدن أخرى، وبيع البضاعة فيها، ثم العودة إلى المدينة التي بدأ بها المشروع، والتحاسب مع المشاركين وتوزيع الأرباح والخسائر بينهم حسب نسبة مشاركتهم وبعد خصم المصاريف الإدارية "إيجار السفينة، أجور ومكافآت العمال" وكان الأمر لا يختلف في البيئة الصحراوية حيث كانت هناك رحلة الشتاء والصيف، التي كانت تقوم بها قريش للتجارة^(٢). قال تعالى "إيلاف قريش إيلافهم رحلة الشتاء والصيف" قريش: ١-٢.

تم تطوير الأمر في الوقت الحاضر، حينما قامت الهيئة الوطنية الحكومية في الولايات المتحدة الأمريكية في عام ١٩٧٠م للرهن العقاري بإصدار صكوك تستند على

(1) International capital flow liberalization and stock market Development: across country Event study "world Bank December 1999.

دراسة أعدها البنك الدولي للإنشاء والتعمير، وشملت ٤١ دولة في الفترة ما بين ١٩٧٦م - ١٩٩٤م
(٢) د/ طارق عبد العال حماد: مفهوم صكوك التمويل الإسلامي - المحاذير والتحديات، بحث إلى مؤتمر صكوك التمويل الإسلامية بين الواقع والمأمول، كلية التجارة، جامعة عين شمس، المؤتمر العلمي الرابع، مصر الثلاثاء ٢٢/١/٢٠١٣م، ص ٧.

القروض المضمونة بالرهن العقاري، وكان يسمح بتداول القروض والديون حتى وصلت الإصدارات إلى أكثر من ١٥٠ إصداراً.

وأصبح من الواضح الآن أن معدل نمو الصكوك جعلها صناعة موازية للمصارف الإسلامية بل ربما زادت عليها في الحجم، وشهد العقد الأخير تزايد كبير في إصدارات الصكوك، حيث زادت من ٨،١ مليار دولار عام ٢٠٠٤ إلى ٣٠ مليار دولار عام ٢٠٠٦، ورغم انخفاضها إلى ١٦،٨ مليار دولار عام ٢٠٠٨ بسبب الأزمة المالية العالمية، إلا أنها زادت بشكل مضطرد لتصل إلى ١١٩،٧ مليار دولار في عام ٢٠١٣، حيث ساهمت الأزمة نحو التوجه لإصدار الصكوك كبديل تمويلي منافس للأدوات، التمويلية التقليدية طويلة الأجل. بلغت إصدارات الصكوك السيادية منها متوسط قدره ٥٤% خلال الفترة ٢٠٠٦ / ٢٠١٣.

بينما استحوذت الإمارات على نسبة ٩،٦%، واستحوذت ماليزيا على نسبة ٦٢،٦% من قيمة إصدارات الصكوك العالمية خلال نفس الفترة. ونجحت هذه الفئة من الأصول التي تميزت بتقاسم المخاطر بين المؤسسات المالية وعمالها في تجنب العديد من العواقب السيئة للأزمة المالية العالمية^(١).

(١) يراجع هنا

- د/حاتم أحمد عديلة: أثر إصدارات الصكوك علي النمو الاقتصادي في ماليزيا والإمارات، مؤتمر الشارقة الدولي الأول في التمويل الإسلامي، الإمارات - الشارقة ٥-٦ نوفمبر ٢٠١٤ ص ٣
- د/ علاء الدين زعتري: الصكوك تعريفها، أنواعها، أهميتها، دورها في التنمية، حجم إصداراتها، تحديات الإصدار بحث إلى ورشة العمل التي أقامتها شركة BDO بعنوان " الصكوك الإسلامية، تحديات، تنمية، ممارسات دولية" عمان المملكة الأردنية الهاشمية ١٩، ١٨، ١٧/٧/٢٠١٠ م ص ٦.
- د/ نعمان الزياتي: دراسة عن النموذج الإسلامي في التنمية، مجلة الأهرام الاقتصادي، العدد ٢٠٣٠٢ الصادر في ٤ مارس ٢٠١٣، القاهرة، ص ٣٤-٣٥

وفي مصر سبق طرح صك مصري في نهاية السبعينات، وكان الطرح بقيمة ٣٠٠ مليون دولار، وتمت تغطيته بالكامل في أيام، وتولته وقتها شركة الشارقة للاستثمار بالتعاون مع بنك فيصل الإسلامي، ثم صدر القانون ١٤٦ لسنة ١٩٨٨م وأجاز إصدار " صكوك الاستثمار صكوك التمويل ذات العائد المتغير " وقد حدد القانون قواعد إصدار الصكوك، وقواعد توزيع الربح على حملة الصكوك، وأجاز إصدار صكوك تمويل إلى أسهم، وتقيد صكوك التمويل في البورصة خلال سنة من تاريخ التغطية، أو قفل باب الاكتتاب وعلى الرغم من تمتع هذا النظام بقدر كبير من المرونة إلا أنه لم يتم تفعيل هذا القانون عملياً^(١).

وأخيراً صدر القانون رقم ١٠ لسنة ٢٠١٣م الخاص "بالصكوك"^(٢) الذي عقد عليه آمال كبيرة من الدولة والمواطنين في أن يكون خطوة على الطريق الصحيح، ولكن ذلك بشرط أن تُفعل آلياته وأن تدور عجلة الإنتاج والتنمية.

وفي أوروبا عام ٢٠٠٤م شارك بيت التمويل الكويتي في إصدار أول صكوك إجارة لدولة أوروبية وفق الشريعة الإسلامية، وكانت مدة الصك خمس سنوات قيمتها ١٠٠ مليون يورو لصالح ولاية " سكسوني أنهلت " الألمانية، وبلغت حصة التمويل الكويتي ٣٠ مليون يورو^(٣).

(١) د/فياض عبدالمنعم حسنين : أهمية ودور الصكوك الإسلامية في تمويل الموازنة العامة، ندوة الصكوك الإسلامية وسبل تطبيقها في مصر، جامعة الأزهر الشريف، القاهرة الأربعاء ٢١ من ربيع الآخر ١٤٣٣هـ الموافق ١٤ مارس ٢٠١٢م ص ٢٦.

(٢) نشر بالجريدة الرسمية : العدد ١٨ مكرر ب ، مصر ٢٧ جمادى الآخرة ١٤٣٤هـ الموافق ٧ مايو ٢٠١٣م السنة السادسة والخمسون.

(٣) د/ فياض عبد المنعم حسنين: أهمية دور الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص ٢٧.

أهمية البحث:

في الآونة الأخيرة نتيجة لعدم كفاية الإيرادات لتغطية النفقات الحكومية بما فيها الاستثمار العام، وفي ظل السعي الدعوي من الدول لإيجاد وسائل تمويلية لتمويل الاستثمارات، خاصة بعد فشل سياسة الخصخصة ومشاركة القطاع الخاص في مشروعات البنية التحتية.

برزت أهمية الصكوك كأداة تمويلية مبتكرة استخدمتها كثير من الدول في إيجاد تمويل لموازنة الدولة، أو الهيئات والشركات العامة التابعة للحكومة، علاوة على نجاح الصكوك في جذب المزيد من السيولة للمشروعات التنموية الكبرى، ورغبة من الدول في اللحاق بدول أخرى سبقتها في هذا المضمار، وحقت فيه نجاحات باهرة، خاصة مع نضج "الأسواق المالية، والمعايير والتشريعات" وكل ما ينظم الصكوك وتداولها وتوحيدها على مستوى دول العالم المختلفة.

أهداف البحث:

- ١- بيان ضرورة التنسيق بين علماء الشريعة والمالية بشأن صكوك التنمية.
- ٢- التعرف على ماهية الصكوك، وأنواعها وفلسفة التعامل بها، نظراً لحدائتها كأداة جديدة من أدوات التمويل.
- ٣- التعرف على مخاطر الصكوك، وأنواع تلك المخاطر، ومصادرها، ووضع آليات لمعالجة مخاطر الصكوك اعتماداً على أدوات الهندسة المالية الإسلامية.

منهج البحث:

اعتمد البحث منهجاً علمياً موضوعياً يتلخص في الآتي:

- أ- البحث الاستقرائي: من خلال تحديد المخاطر التي تتعرض لها صكوك التنمية، وتحديد نطاق المشكلة، وفهم العلاقات القائمة بين صورها، ومصادرها، وأسبابها المختلفة، وكذلك استيعاب علاقات الربط بين أسبابها ونتائجها
- ب- المنهج الاستنباطي: وذلك من خلال استنباط آليات لمعالجة مخاطر الصكوك اعتماداً على الهندسة المالية الإسلامية .

خطة البحث:

في ضوء ما تقدم سوف يتم تقسيم هذا البحث إلى:

المبحث الأول: طبيعة صكوك التنمية.

المبحث الثاني: مخاطر الصكوك.

الخاتمة.

المراجع.

المبحث الأول

طبيعة صكوك التنمية

تمهيد :

تعد صكوك التنمية من الأوراق المالية التي يتم تداولها في الأسواق كأداة من أدوات التمويل والاستثمار، وهي لها أهمية في تيسير وتنمية أسواق رأس المال، فضلاً عما تتصف به من التنوع وفقاً للأجل، والأغراض - وفي مجال الاستخدام

علاوة على أنها تتيح حرية الاختيار للمدخرين للأداة المالية التي تتلاءم مع احتياجاتهم، كما أنها تحرر المصارف من ضغوط الودائع قصيرة الأجل القابلة للسحب، مما يجبرها على اللجوء إلى التوظيف قصير الأجل سعياً وراء تحقيق عائد سريع، مع الاحتفاظ بأصول شبة سائلة.

وتمثل الصكوك آلية فعالة لربط الموارد بالاستخدامات، والادخار بالاستثمار، ويمكن مراقبة الأداء من واقع الشفافية والإفصاح للمعلومات، مما يساعد على ارتفاع مستوى الأداء. إذا فهي أداة مالية تستطيع بكل يسر وسهولة، تنمية جانب الطلب في السوق المالي، فهو الجانب الهام في تنمية السوق المالية، حيث أن أهم محرك للأموال في أي نظام مالي هو جانب الطلب، والذي يتكون من الأدوات المالية ذاتها^(١).

ومن ثم فإن الأمر لا يتطلب مجرد إصدار قانون صكوك، بل يجب تطوير المنظومة الاقتصادية ككل بما فيها إعادة هيكلة أسواق المال بهدف زيادة عرض

(١) د/ يوسف كمال : فقه الاقتصاد النقدي، دار القلم، مصر ٢٠٠٢م ص ٣٨٥.

الأدوات المالية، مع زيادة الطلب عليها، وإيجاد أطر فعالة للتداول وخدمات مالية مساندة؛ لأنها تحتاج دائماً إلى تنمية وتحسين للقواعد والمؤسسات بجانب تطوير البنية الأساسية^(١).

في ضوء ما سبق يتم تقسيم هذا المبحث إلى

المطلب الأول: الصكوك من المنظور الاقتصادي والإسلامي .

المطلب الثاني: التطبيق العملي للصكوك.

المطلب الأول

الصكوك من المنظور الاقتصادي والإسلامي

الصكوك أداة مالية تصدرها الشركات والحكومات للحصول على تمويل مثلها مثل الأسهم، والسندات، ولكنها تتصف بضوابط شرعية تجعلها تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية.

ومصطلح الصكوك ليس مصطلح حديث، حيث كان يطلق على السهم صك ملكية والسند صك دائنية، ومع ظهور أوراق مالية لها بعض أوصاف السندات، لكنها متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، فأطلق عليها "السندات الإسلامية" إلى أن تم الاتفاق على تسميتها بالصكوك "صكوك التمويل، صكوك الاستثمار" تميزاً لها عن الأوراق المالية الأخرى. وأصبحت تعرف أيضاً باللغة الإنجليزية بالصكوك، وقد أصبح

(١) د/ وجيه إبراهيم عبده محمد: الصكوك الإسلامية بين الجدوى الاقتصادية وتحديات الإصدار، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي السنوي السابع "الأفاق القانونية والاقتصادية للاستثمارات في مصر"، كلية الحقوق جامعة بنها، مصر من ٢٨: ٢٩ أبريل ٢٠١٣م.

مصطلحاً معترفاً به دولياً كأحد آليات التمويل ، ويطلق على عملية إصدار الصكوك عملية التصكيك^(١).

وهناك عدة مزايا يمكن أن تتحقق عن طريق إصدار الصكوك منها :

- تعبئة المدخرات.
- سهولة تدفق الأموال للاستثمارات.
- تطوير تشكيلة الأوراق المالية.
- توسيع قاعدة سوق الأوراق المالية.
- تسهيل تدفق التمويل، وبشروط وأسعار أفضل ، وفترات سداد أفضل .
- تقليل مخاطر انتمان الأصول.
- اندماج اقتصاديات الدول العربية فيما بينها.

وفي إطار ذلك العرض ، يمكن أن يتم تقسيم هذا المطلب إلى:

الفرع الأول

ماهية الصكوك

الصكوك عبارة عن وثيقة بقيمة مالية معينة تصدرها مؤسسة بأسماء من يكتتبون فيها مقابل دفع القيمة المحررة بها ، وتستثمر حصيلة البيع سواء بنفسها أو

(١) أحمد محمد حسنين إبراهيم الهايج : استخدام الصكوك لتمويل الاستثمارات العامة ، رسالة ماجستير ، جامعة القاهرة كلية الاقتصاد والعلوم السياسية ، مصر ٢٠١٢ م ص ١٤ .

بدفعة إلى الغير لاستثماره نيابة عنها، وتعمل على ضمان تداوله ويشارك المكتتبون في الصكوك في نتائج هذا الاستثمار حسب الشروط الخاصة بكل إصدار^(١).

من هنا يمكن تعريف الصك في اللغة ، بأنه ما يكتب في الأوراق من حقوق مالية، وهو على عمومة يشمل جميع الأوراق المنطوية على حقوق مالية " كالسندات، الشيكات، العقود".

وأصل الكلمة صكه صكاً أي دفعة بقوة وضربة، وصكت الباب أي أغلقته ، والصك وثيقة

بمال مقبوض ونحوه ، أو نموذج مطبوع على شكل معين يستعمله المودع في أحد المصارف للأمر بصرف المبلغ المحرر به من النقد .وهو لفظ معرب يقصد به ما يكتب للعهد ، أو كتاب الإقرار بالمال ، أو وثيقة حق في ملك ونحوه^(٢).

وفي القرآن الكريم "فَأَقْبَلْتُ امْرَأَتَهُ فِي صِرَّةٍ فَصَكَتْ وَجْهَهَا" الذاريات: ٢٩.

أي لطمته بيدها تعجباً^(٣).

(١) د/ محمد سراج : النظام المصرفي الإسلامي ، طبعة دار الثقافة القاهرة ١٩٨٩م ص ٢٧٢.

(٢) انظر:

- جمال الدين أبو الفضل محمد بن مكرم بن علي بن أحمد بن منظور : لسان العرب، طبعة دار إحياء التراث العربي بيروت ١٩٩٤م، الجزء العاشر ، مادة صك، ص ٤٥٧ .
- المعجم الوجيز: مجمع اللغة العربية - مصر ١٤١٠هـ - ١٩٩٠م ص ٣٦٧.
- د/ علي أبو الخير : تفسير مفردات القرآن، دار الخير- دمشق سوريا ١٤٢٣هـ، ٢٠٠٣م ص ٥٢٠.

(٣) أول ظهور لفكرة الصكوك في الإسلام هو ما ذكره المؤرخون من أن عبد الله بن عباس كان يأخذ الأموال بمكة ويسلمها أعوانه بالكوفة للمستفيد، وكذلك عبد الله بن الزبير كان يأخذ الدراهم في مكة ويكتب بها إلى مصعب بن الزبير في العراق فيأخذونها منه "وهذا يشبه الحوالات المصرفية"، وعرف المسلمون الشيكات، فقد زار سيف الدولة الحمداني بغداد متكرراً ، فخدمه =

تعريف الصك اصطلاحاً:

يطلق في اصطلاح الفكر المالي التقليدي كأحد الأوراق المالية ، وشاع استخدام الصك في العمل المالي الإسلامي للتمييز بينها وبين الأوراق المالية التقليدية، ولبيان ذلك سوف نتناول مفهوم الصكوك من المنظور الاقتصادي ،ومن منظور الفقه الإسلامي المعاصر.

أولاً: تعريف الصكوك من المنظور الاقتصادي.

ورد في الفكر الاقتصادي عدة تعريفات للصك ، نذكر منها ما يلي :

- هو الحصول على الأموال استناداً إلى الديون المصرفية القائمة عن طريق ابتكار أصول مالية جديدة ، بمعنى تحويل الأصول المالية من القرض الأصلي إلى الآخرين من خلال الشركات المالية المتخصصة به^(١).
- لذلك عرفها بعض آخر^(٢) بأنها أدوات مالية إسلامية في شكل وثائق أو شهادات اسمية تصدر لحاملها ، وتصدر بموجب عقود شرعية وضوابط تفصل مالكيها

= بنو خاقان فكتب لهم رقعة بألف درهم إلى صيرفي المدينة فصرفها لهم ، وفي نهاية القرن الرابع الهجري كان الصيرفي لا يستغنى عنه في سوق البصرة وعرف المسلمون بعض صور الصكوك الأخرى ، كعقود الملكية ، والمدائبات... وغيرها . وفيها نزلت أطول آية في كتاب الله وهي آية الدين - سورة البقرة "٢٨٢".

ولمزيد من التفصيل انظر:

- د/عباس شومان: صكوك التنمية المعوقات والحلول ،بحث قدم إلى مؤتمر صكوك التمويل الإسلامية،مرجع سابق ص ٣٥.

(1) Dina Audion, The Rating Agency Approach to credit, Euro money Publication Pic 1996 P.14.

(٢) د/محمد صابرالحسن: دور الجهات الرقابية في الضبط الشرعي للصكوك والادوات المالية الأخرى تجرية بنك السودان المركزي في إصدار وضبط الصكوك،بحوث ندوة البركة (٣١) للاقتصاد الإسلامي ،موقع الفقه الإسلامي ، جدة ، ٢٠١٠.

ومصدرها ، ويحدد العقد شروط إدارتها وتداولها ، وتصدر الصكوك مستندة إلى أصول حقيقية أو منافع ، أو خدمات ، وتعطى لصاحبها ملكية جزئية في هذه الأصول والخدمات والمنافع "ملكية على الشيوع" وهي قابلة للتداول ، هذا من جهة الصكوك في ذاتها ، أما من وجهة نظر السلطات الرقابية فهي بالإضافة إلى ما ذكر، فإنها أداة من أدوات السياسة النقدية والسيولة في الاقتصاد.

• وعرفها مجمع الفقه الإسلامي الدولي بأنها : إصدار أوراق مالية قابلة للتداول مبنية على مشروع استثماري يدر دخلاً^(١).

ثانياً: تعريف الصكوك من منظور الفقه الإسلامي .

وقد أشار البعض^(٢)، إلى أن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية قد عرفت صكوك الاستثمار بأنها "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 وفتح باب الاكتتاب، ويتم استخدامها فيما أصدرت من أجله".

وتعرف هذه الصكوك، بالصكوك الاستثمارية، وذلك تمييزاً عن الأسهم، وسندات القرض.

(١) مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي : منظمة المؤتمر الإسلامي بجدة، الدورة الرابعة، المجلد الثالث، ١٩٨٨م، ص ٢١٤٠.

(٢) هي منظمة دولية غير هادفة للربح تختص بإصدار معايير المحاسبة المالية والمراجعة لضبط أخلاقيات العمل المصرفية المالية الإسلامية، تأسست وفق اتفاقية التأسيس التي وقعت عدد من المؤسسات المالية الإسلامية، في ١ من صفر ١٤١٠ هـ الموافق ٢٦ فبراير ١٩٩٠ م في الجزائر وتم تسجيل الهيئة في ٢٧ مارس ١٩٩١ م في مملكة البحرين. ولمزيد من التفصيل، انظر:

• د/ محمد فهد سمحان العجمي : إدارة مخاطر الصكوك ، مجلة مركز البحوث والدراسات الإسلامية ، جامعة القاهرة ، كلية دارالعلوم، مصر العدد ٣٥ ، ٢٠١٣ م، ص ٥٤٣.

تعريف مجمع الفقه الإسلامي :

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^(١).

من العرض السابق لهذه التعريفات نجد أنها ركزت فقط على الشكل القانوني للصك من حيث أنه ورقة مالية متساوية القيمة، قابلة للتداول متعلقة بملكية شائعة في الأصول، طبقاً لما تحدده نشرات الاكتتاب، دون أن تحدد الضوابط الشرعية عند التعامل بهذه الصكوك^(٢).

ومن ثم يمكن تعريف الصكوك الإسلامية بأنها: عبارة عن أوراق مالية متساوية القيمة، تمثل كل منها حصة شائعة مع ملكية أصول حقيقية أو منافع أو موجودات في مشروع معين، وهي قابلة للتداول، وتصدر من جهات حكومية أو مؤسسات مالية أو شركات عامة أو خاصة بموجب صيغ أو عقود تحددها ضوابط وضمانات خاصة بها في إطار الشريعة الإسلامية^(٣).

(١) مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي ، ...مرجع سابق، الدورة الرابعة المجلد الثالث ، ص ٢١٤ .

(٢) د/ وجيه إبراهيم عبده: الصكوك الإسلامية... مرجع سابق ، ص ٦ .

(٣) د/ محمد الشحات الجندي: معاملات البورصة في الشريعة الإسلامية ، دار النهضة العربية، مصر ١٤٠٩ هـ، ١٩٨٨ م، ص ١٠ .

تعريف الصكوك في القانون المصري قانون ١٠ لسنة ٢٠١٣م^(١).

نصت المادة الأولى " هي أوراق مالية اسمية متساوية القيمة، تصدر لمدة محددة لا تزيد عن خمسة وعشرين عاماً على أساس عقد شرعي، بالجنية المصري، أو بالعملة الأجنبية، عن طريق الاكتتاب العام، أو الخاص، وتمثل حصصاً شائعة في ملكية مجوداتها وفقاً لما تحدده نشرة الاكتتاب"

ويتضح من هذا التعريف الآتي :

- ١ - حدد القانون حد أقصى لمدة الصكوك " خمسة وعشرين عاماً"
- ٢ - اشترط أن يكون إصدارها على أساس عقد شرعي.
- ٣ - نص في المادة ١٩ قانون ١٠ لسنة ٢٠١٣م على إنشاء هيئة شرعية تتكون من أحد عشر عضواً تكون مختصة بالآتي:
 - أ- إبداء الرأي الشرعي في شأن الصكوك الحكومية والمزمع إصدارها ، واعتماد هيكلها، وعقود ونشرة اكتتابها .
 - ب- التحقق من إصدار وتداول واسترداد الصكوك وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية.
 - ج- التحقق من استخدام حصيلة الصكوك وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية.

(١) شهد قانون الصكوك الكثير من الجدل والتعديلات، تمثل ذلك في إصرار مجمع البحوث الإسلامية وهيئة كبار العلماء بالأزهر الشريف على الآتي:

أ- يجب أن تكون الصكوك محددة المدة

ب- استبعاد الأصول الحكومية من إصدار الصكوك التأجيرية "

وتم الاستجابة لهذه المتطلبات في قانون الصكوك ١٠ لسنة ٢٠١٣م.

د- الرقابة والتدقيق على الأنشطة والمشاريع والصفقات التي تمولها حصيلة إصدار الصكوك للتأكد من التزامها بأحكام الشريعة الإسلامية، وتقديم تقرير دوري إلى جماعة مالكي الصكوك.

ه- إعداد سجل لقياد أعضاء الهيئات الشرعية ممن تتوافر فيهم الشروط المنصوص عليها .

و- أية اختصاصات أخرى شرعية تتعلق بتطبيق أحكام هذا القانون.

كنت أتمنى الحفاظ على اسم الصكوك الإسلامية ، والذي تم تعديله إلى صكوك التنمية، وذلك لسبب الفقهية التي تحمل في طياتها، وتحت مظلتها الحلول لكل المشكلات، فأينما وجدت المصلحة النافعة للناس فثم شرع الله ، فلا تعارض ولا عراق، ولكنه حراك، ولو ترك لأهل العلم فقط لأظهروا للجميع أن مظلة الشريعة داخلها الحلول لكل المشكلات، ولكن كثرة الجدل أدت إلى رفع كلمة إسلامية!!!.

ويتضح مما سبق، أنهم خصائص الصكوك في القانون المصري والتي تتمثل في الآتي.

- ١- تمثل وثائق متساوية القيمة.
- ٢- تمثل ملكية حصص شائعة في موجودات لها دخل، ولا تمثل ديناً في ذمة مصدرها.
- ٣- تقوم على المشاركة في الغنم "المكسب" بمقدار ما دفع وأن تتحمل الغرم "الخسارة" بنسبة ما تمثله صكوكه من حقوق مالية .

٤- يتم تداول الصكوك بأي وسيلة من وسائل التداول الجائزة شرعاً وقانوناً ، حيث إن لمالك الصك حق نقل ملكيته، أو رهنه أو هبته ، أو نحو ذلك من التصرفات المالية من خلال شركات الوساطة المالية .

٥- أطراف الصكوك:

أ- الجهة المصدرة للصكوك " شركة ذات شخصية معنوية"

ب- المشاركون في الصكوك " ملاك الصكوك - ويمثلون الشركاء بالمال، ويطلق عليهم المستثمرون.

٦- العلاقة بين حامل الصك والجهة المصدرة له ، هي علاقة رب مال بمضارب وليست علاقة دائن بمدين.

٧- يجب أن ينص صراحة في نشرة الاكتتاب على طريقة توزيع العائد بين المشاركين في الصكوك ، وبين الجهة المصدرة للصكوك ، ولا يجوز إرجاء ذلك لما بعد انتهاء المشروع أو العملية الممولة من الصكوك.

٨- يجب أن تتضمن نشرة الاكتتاب تحديد العقد الذي تصدر الصكوك على أساسه.

الفرع الثاني

الأسانيد الشرعية لمشروعية الصكوك

هناك أسس تنظم عملية إصدار الصكوك وهي مستمدة من مقاصد وقواعد وأحكام الشريعة الإسلامية التي تقوم على حث الإنسان على السعي في الأرض على نحو من الصلاح والعدالة

قال تعالى "قُلْ سِيرُوا فِي الْأَرْضِ فَانظُرُوا كَيْفَ بَدَأَ الْخَلْقَ ثُمَّ اللَّهُ يُنشِئُ النَّشْأَةَ الْآخِرَةَ إِنَّ اللَّهَ عَلَىٰ كُلِّ شَيْءٍ قَدِيرٌ" سورة العنكبوت: ٢٠.

ويجب أن يكون السعي والإعمار في الأرض قائم على الأخلاق والقيم السديدة ومبنياً على مجموعة من الضوابط والأحكام الشرعية منها كالآتي:

١- تداول الأموال مقصد شرعي :

من المقاصد الشرعية في الأموال أن يتم تداولها بين أيدي الناس بوجه حق، وليس أدل على ذلك من حث الأوصياء على الاتجار في مال اليتامى منعاً من أن تستهلكه الصدقة.

قال صلى الله عليه وسلم " من ولى يتيماً له مال فليتجر له ، ولا يتركه حتى تأكله الصدقة " أخرجه الدار قطني^(١).

إذاً حث الإسلام الأوصياء على اليتامى والمجانين بالتجارة ، وابتغاء الربح وتنمية الأموال. ومن هنا شرعت عقود المعاملات لنقل الحقوق المالية بمعاوضة أو تبرع، كما أباح الشرع بعض العقود المشتملة على شيء من الغرر مثل "السلم، المزارعة".

قال تعالى " يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا لَا تَأْكُلُوا أَمْوَالَكُمْ بَيْنَكُمْ بِالْبَاطِلِ إِلَّا أَنْ تَكُونَ تِجَارَةً عَنْ تَرَاضٍ مِّنْكُمْ " النساء: ٢٩ .

(١) يراجع هنا:

- أبو محمد عبد الله بن أحمد بن محمد بن قدامه: المعنى ويليه شرح الكبير ، دار الكتاب العربي، بيروت ١٤٠٣ هـ ١٩٨٣ م، ج ٢ ، ص ٤٩٣ .
- محمد علي بن أحمد بن سعيد بن حزم : المحلى ، تحقيق وتعليق، أحمد شاكر ، دار الأوقاف الجديدة بيروت ج ٥ بند ٦٣٨ ، ص ٢٠٢ .
- السيد سابق: فقه السنة، مكتبة دار الريان للتراث، القاهرة ج ١ ، ص ٢٨٣ .

إذا المقصد هو حرية التداول بين أيدي الكثير من أفراد المجتمع الإسلامي وانطلاقاً من تلك القاعدة التي حث عليها النظام المالي الإسلامي، فإن الصكوك تعد من مقاصد الشريعة، لأنها تعمل على تداول الأموال في قنوات ومشروعات متفككة مع أحكام الشريعة الإسلامية .

٢- الأدوات المالية الإسلامية:

إن النظام المالي الإسلامي قادرٌ تماماً على إنتاج أدوات مالية متنوعة فهناك المرابحة ، المضاربة ، وغيرها. وهي تستخدم أحجار البناء الأساسية التي تقوم عليها أدوات مالية أكثر تطوراً، فالأساس يوحى بوجود إمكانية كبيرة للتجديد، والتوسع المالي في الأسواق المالية الإسلامية (١).

وهناك مبدأ آخر يدعم هذا الاتجاه ، وهو القاعدة الشرعية التي تقول " أن الأصل في الأشياء الإباحة " مما يؤكد بأن عقود المعاملات وغيرها هي نماذج لعقود المعاملات في الشريعة الإسلامية وليست حصر لجميع العقود الجائزة في الشريعة.

إذاً يمكن أن تعد صكوك التنمية أصلاً يقاس عليه مع إمكانية استحداث عقود جديدة انطلاقاً من عدم التعارض مع القواعد والأحكام الشرعية.

٣- تحريم الربا:

تحرم الشريعة الإسلامية في المعاملات الربا قال تعالى "يَمْحَقُ اللَّهُ الرِّبَا وَيُرْبِي الصَّدَقَاتِ وَاللَّهُ لَا يُحِبُّ كُلَّ كَفَّارٍ أَثِيمٍ" البقرة: ٢٧٦.

(١) رامز إقبال: النظم المالية الإسلامية، مجلة التمويل والتنمية، البنك الدولي، يونيو ١٩٩٧ م، ص ٢٩.

والصكوك الإسلامية تخلو تماماً من الربا؛ لأنها وثائق تمثل حصة في ملكية موجودات وأعيان ومنافع وديون مختلطة، والغالب فيها الأعيان، فخلت من الربا.

وإن كان هناك خلاف فقهي حول مدى مشروعية التعامل مع البنوك، وانقسم العلماء بين من يجيز ذلك التعامل، ويرى أنه لا شبهة فيه، وبين معارض تماماً للتعامل مع البنوك باعتبار ذلك هو عين الربا^(١).

من هنا تظهر أهمية الصكوك في قدرتها على توحيد رأي علماء الأمة على أنها تتفق مع أحكام الشريعة الغراء، ومن ثم يمكنها استقطاب وحشد الأموال من كافة الأفراد خاصة، وأن الصكوك لا تتضمن فائدة، وإنما ربح ناتج عن العملية الإنتاجية في صكوك المشاركات، وصكوك المتاجرات. وبذلك تقدم صكوك التنمية أدوات مالية تتداول في السوق فينشأ لدينا سوق أوراق مالية محررة من أي نزاع أو خلاف فقهي بين العلماء.

٤- منع الاحتكار:

تحرم الشريعة الإسلامية الضرر بالغير، سواء كان هذا الضرر في المال أو في النفس، ومن وسائل الأضرار: الاحتكار "حجب السلع عن السوق حتى يغلوا سعرها، بفعل المنع، وليس بفعل تغير الطلب، نتيجة لتغير الأذواق أو زيادة السكان".

(١) من القائلين بإباحة فوائد البنوك د/علي جمعة، د/ عبد الرحمن العدوي، د/أحمد عبد الرحيم السايح... وغيرهم. ومن القائلين بحرمة فوائد البنوك د/ أسامة عبد السميع، د/عبد الفتاح إدريس، د/ يوسف القرضاوى... وغيرهم.

- انظر: جريدة الشرق الأوسط: العدد ١٠٤٣ - الخميس ٢٥ جمادى الثاني ١٤٢٨هـ - ١٢ يوليو ٢٠٠٧م.

ويظهر الاحتكار في أسواق الأوراق المالية حينما يتم حبس الصكوك التي من نوع واحد في يد واحدة، ثم التحكم في السوق، حيث لا يجد المتعاملون في هذه الصكوك ما يوفون به التزاماتهم التي حان أجلها، الأمر الذي يجعلهم تحت ضغط هؤلاء المتحكمين^(١).

لذلك فإن السوق الإسلامي يقوم على استبعاد الممارسات الاحتكارية، والمضاربات غير المشروعة مع ضرورة التفرقة بين الأرباح الناتجة عن التوقعات الرشيدة في سوق الأوراق المالية، والأرباح الناتجة عن المضاربات، فالأولى لا غبار عليها، بل هي مطلوبة لتنشيط الطلب في السوق، وأما الثانية فهي الضارة والتي يحكم عليها بالتحريم^(٢).

٥- الإفصاح :

تقوم الصكوك على عدة قواعد وهي:

- أ- قاعدة المشاركة، أي اقتسام الربح والخسارة، الناتجتين عن نشاط الممول.
- ب- قاعدة الاتجار: وهي مثل المرابحة، وينتج عنها ربح عبارة عن الفرق بين تكلفة الشراء وسعر البيع.

(١) يراجع هنا:

- د/ عبد المطلب عبد الرازق حمدان: المضاربة كما تجرّيها المصارف الإسلامية وتطبيقاتها المعاصرة - دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر ٢٠٠٥ م ص ٩.
- عبد التواب سيد محمد: البديل الشرعي عن الربا في الشريعة الإسلامية " المضاربة"، بدون دار نشر، ٢٠٠٢ م، ص ٩٧.

(٢) يوسف كمال: فقه الاقتصاد النقدي،....مرجع سابق ص ٣٨٥.

ج- صكوك قائمة على التأجير للمعدات والأصول ، وهي تولد عائداً محدداً كمبلغ مقطوع كل فترة.

ويعد الإفصاح عن قواعد توزيع الربح أو العائد على المكتتبين "حملة الصكوك" من شروط صحة التعامل بالصكوك، مما يعنى ضرورة موافاة حملة الصكوك بمعلومات كافية عن الأداء المالي وربحيته، وتفسير مدلولاته ، وكيفية إدراج البيانات في القوائم المالية الممكنة.

وهذا الإفصاح هو طريق كسب ثقة المدخرين ، وهو مبدأ إسلامي أصيل في عقود الشركات حيث يجب إعلام الطرف المشارك بقواعد توزيع الربح، وهي مسألة جوهرية ، لأن مقصود الشركة هو الحصول على الربح ، إذاً الربح القائم على الغش أو التدليس سماه الشرع مكسب خبيث

قال تعالى "قُلْ لَا يَسْتَوِي الْخَبِيثُ وَالطَّيِّبُ وَلَوْ أَعْجَبَكَ كَثْرَةُ الْخَبِيثِ فَاتَّقُوا اللَّهَ يَا أُولِي الْأَلْبَابِ لَعَلَّكُمْ" المائدة : ١٠٠

قال صلى الله عليه وسلم "من كسب خبيثاً لم تطيبه الزكاة" رواة الطبراني في الكبير^(١).

٦- تداول الصكوك :

أي انتقال ملكية الصك من شخص إلى آخر، وهو من التصرفات الجائزة شرعاً . فالصك ليس إلا وثيقة بما يمثله من أعيان ومنافع وديون، ويراعى في التعامل

(١) الإمام الحافظ زكى الدين عبد العظيم المنذرى: الترغيب والترهيب من الحديث الشريف، طبعة دار إحياء التراث العربي ، بيروت ، ١٩٦٨م ، ج١ ، ص ٥٤٥.

والتصرفات المتعلقة بالصكوك الأحكام الفقهية في التصرف في أنواع الملكية التي يمثلها الصك.

فالصك إذا كان ممثلاً لخليط من الديون والأعيان والمنافع، فيجوز التعامل فيه بالبيع والشراء؛ لأن الديون هنا لا تباع منفردة وإنما تباع متداخلة مع غيرها استناداً إلى القاعدة الفقهية القاضية "بأنه يجوز تبعاً مالا يجوز قصداً"^(١).

إذاً يجوز تداول الصكوك وبيعها بمثل ثمنها أو أكثر أو أقل، لما تمثله من ديون، وأعيان، ومنافع وهو الحاصل في الواقع.

صفوة القول: أنه عند دراسة الصكوك، أيا كان نوعها، ينبغي البحث جدياً في توفير تداولها بصور تساعد على جذب المستثمرين، ونظراً لحداثة التعامل في مجال الصكوك فيمكن القيام بالآتي^(٢):

- ١ - قيام المصرف المصدر بالتعهد بشراء الصكوك المعروضة للبيع من قبل المكتتبين، ويجوز أن ينص في شروط الإصدار إعادة شرائها بنفس سعر الشراء، أو بسعر مختلف لكن يظل أساس احتساب هذا السعر معلق للمكتتبين.
- ٢ - عمل ترتيبات بين مجموعة من البنوك للقيام بشراء وبيع الصكوك التي تصدر عن هذه المجموعة ويكون هذا بمثابة سوق نقدية على نطاق محدود.

(١) د/ محمدرج: النظام المصرفي الإسلامي،...مرجع سابق، ص ٢٧٤ .

(٢) يراجع هنا:

- د/عبدالمك منصور المصعبي: الصكوك، مجله الجامعة الإسلامية، رابطة الجامعات الإسلامية، العدد ٣٧، مصر، ١٤٢٥هـ - ٢٠٠٤م، ص ١٧.
- د/ فياض عبد المنعم حساتين: أهمية ودور الصكوك الإسلامية، مرجع سابق ص ١٠ - ١٣ .

٣- طرح هذه الصكوك في السوق المالي للدول الإسلامية، ثم في الأسواق الخارجية، وذلك بعد اتساع قاعدة هذه الصكوك من المتعاملين بالأفراد والمؤسسات والبنوك الإسلامية الأخرى.

٤- يمكن قيام البنوك المركزية في الدول الإسلامية بشراء حصة من الصكوك، كنوع من الأوراق المالية التي يتعامل فيها البنك المركزي..

المطلب الثاني

التطبيق العملي للصكوك

يكاد يجمع الباحثون في علم المالية العامة على اتجاه الإنفاق العام نحو الزيادة المستمرة في مختلف دول العالم ، وهو ما يؤكد صحة القانون المشهور باسم الاقتصادي الألماني فاجنر " معدل الزيادة في النفقات العامة أكبر من معدل الزيادة في الدخل القومي"^(١)، حيث شهدت مختلف دول العالم زيادة هائلة في حجم الإنفاق العام، وبصفة خاصة منذ نهاية الحرب العالمية الثانية.

وذلك نتيجة تنوع الأدوار التي أصبحت تمارسها الدول من دعم الضمان الاجتماعي ، التعليم ، والبحث العلمي، والصحة وغير ذلك...بل و أصبح من الضروري على الدول، البحث عن مصادر تمويل أخرى بخلاف الموارد العامة السيادية. ومع التخوف من اللجوء إلى الاقتراض، ظهرت أهمية الصكوك وقدرتها على توفير الاحتياجات الرسمية، علاوة على ما تتميز به عن الأوراق المالية التقليدية "السندات ، الأسهم".

(١) د/ طارق محمود عبد السلام السالوس: المالية العامة ، دراسة تطبيقية على دولة الإمارات، طبعة جامعة الجزيرة ، دبي ٢٠١٢م، ص ٤٧.

إذ تعرف السندات بأنها: صكوك إقراض للحكومة أو الشركات، ونحوها ، تحمل قيمة مالية متساوية يلزم مصدرها دفع فائدة لحاملها.

بينما تمثل الأسهم: صكوك ملكية شائعة في رأس مال شركة أو مشروع معين ، وهي بذلك أقرب لصكوك من السندات؛ حيث أنها تتفق مع الصكوك في الآتي:

متساوية القيمة ، لها قيمة اسمية ، قابلة للتداول، ليست مالا مقوما في ذاتها ، صاحبها معرض للربح والخسارة^(١).

التفرقة بين الصكوك والأسهم والسندات

م	وجه المقارنة	السندات	الأسهم	الصكوك
١	المشاركة في الربح	تمثل جزء من قرض طويل الأجل	يشارك في حصة شائعة في ملكية الشركة والملكية دائمة لمنشأة مستمرة لمدة غير محددة	يشارك في حصة شائعة في ملكية صفقة أو عملية لمدة محددة
٢	الربح والخسارة	تكون بفائدة ثابتة	يشارك في الربح أو الخسارة حسب حصته	يشارك في الربح أو الخسارة حسب حصته
٣	المدة	مدة محددة	مدة غير محددة	مدة محددة
٤	استرداد القيمة	تسترد عند نهاية المدة المحددة للاستحقاق	تسترد عند التصفية أو يتم التداول بالبيع في البورصة	تسترد القيمة عند نهاية المدة المحددة للاستحقاق

(١) د/ عباس شومان : صكوك التنمية ، مرجع سابق ص ٣٦ .

المصدر: د/ محيسن فؤاد محمد أحمد: نحو نموذج تطبيق إسلامي لتوريق الموجودات، رسالة دكتوراه مقدمة للأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية - عمان - الأردن، ٢٠٠٦م، ص ٦٥، ٦٦.

في ضوء ما سبق يتم تقسيم هذا المطلب إلى :

الفرع الأول

أنواع الصكوك

تتميز الصكوك بتعدد أنواعها ، بشكل يجعلها تلائم مختلف أنواع المشروعات والقطاعات ومنها الآتي:

أولاً: صكوك المشاركات: وهي تقوم على أساس المضاربة أو المشاركة

أ- صكوك المضاربة^(١)

وهي وثائق متساوية القيمة صادرة عن البنك أو الشركة بأسماء من يكتتبون فيهما مقابل دفع القيمة المحررة بها على أساس المشاركة في نتائج الأرباح المتحققة سنوياً ، حسب الشروط الخاصة بكل إصدار على حده .

(١) المضاربة أو المقارضة لفظان مترادفان تفيدان الاشتراك في عقد من عقود الاستثمار، وتعنى عقد على الشركة بمال من أحد الجانبين وهو الصك، والعمل من الجانب الآخر ، ويكون الربح بينهما بالنسبة التي يتفقان عليها ، أما الخسارة فتكون على المال، وليس على العامل منها شيء يكفي أنه عمل بلا أجر ولا ربح.

ولمزيد من التفصيل انظر :

- مجمع الفقه الإسلامي الصكوك الإسلامية " التوريق " وتطبيقاتها المعاصرة، الدورة التاسعة عشر، الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، ٢٠٠٨م ، ص ٢١٤٠.

ويمكن أن تكون هذه الصكوك وفقاً لصيغة المشاركة المتناقصة، وفيها يتخرج حملة الصكوك على مدى سنوات ، حيث يتناقص حجم تمويلهم سنوياً حتى يوصف نهائياً.

وقد شرعها الإسلام وأباحها تيسيراً على الناس ، فقد يكون بعض الناس ذا مال، وليس لديه القدرة على العمل أو الخبرة فيه، ويكون العامل خبيراً بلا مال فتكون المضاربة لتحقيق التكامل والتكافل بينهما، وهي جائزة بالإجماع، فقد ضارب رسول الله صلى الله عليه وسلم لخديجة رضي الله تعالى عنها بمالها، ويتم التعامل في هذه الصكوك وفقاً للقاعدة الفقهية " الغنم بالغرم"

ب- صكوك المشاركة

تختلف عن المضاربة في أن حامل المضاربة ليس له الحق في الإدارة ، أما حامل صك المشاركة فله الحق في المشاركة في الإدارة. وتصدر في عدة صور ، من أهمها ما يلي:

- الأسهم بجميع أنواعها

- المشاركة المحددة بفترة زمنية محددة

وهي مشروعة لقولة تعالى "وإن كثيراً من الخُطأءِ لَيَبْغِي بَعْضُهُمْ عَلَى بَعْضِ
إِلَّا الَّذِينَ آمَنُوا وَعَمِلُوا الصَّالِحَاتِ وَقَلِيلٌ مَا هُمْ" ص: ٢٤ .

ثانياً: صكوك الإجارة^(١).

هي صكوك يتم إصدارها من المصارف والمؤسسات المالية لشراء معدات أو عقارات ، ثم تأجيرها لمن يرغب في ذلك ، فيكون ثمن الإيجار هو العائد الذي يتحصل أصحاب هذه الصكوك، ولها عدة أنواع هي:

أ- صكوك ملكية الأصول المؤجرة:

هي وثائق متساوية القيمة عن إصدارها، تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان مؤجرة أو موعود باستئجارها ، ولا تقبل التجزئة، ويصدرها وسيط مالي ينوب عن المالك بغرض بيعها واستيفاء ثمنها من حسيلة الاكتتاب فيها، وتصبح مملوكة لحملة الصكوك.

ب- صكوك ملكية المنافع وتنقسم إلى**● صكوك ملكية منافع الأعيان الموجودة وهي نوعان**

النوع الأول: وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين موجودة ، أو عن طريق وسيط مالي يعرض إجارة منافعها واستيفاء أجرتها من حسيلة الاكتتاب فيها وتصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك

النوع الثاني: وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك منفعة عين موجودة ومستأجر بنفسه، أو عن طريق وسيط مالي ، بغرض إعادة إيجارها، واستيفاء أجرتها من حسيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك.

(١) د/ علي محي الدين القرة داغي : فقه البنوك الإسلامية ، دراسة فقهية واقتصادية، الطبعة الأولى ، دار البشائر الإسلامية، بيروت لبنان ١٤٢٨ هـ - ٢٠٠٧ م، ص ٣٧٢.

ج- صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة :

هي وثائق متساوية القيمة، يتم إصدارها بغرض إجازة أعيان موصوفة في الذمة واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح الخدمات مملوكة لحملة الصكوك.

د- صكوك ملكية الخدمات وهي نوعان

النوع الأول: صكوك ملكية الخدمات من طرف معين: وهي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض تقديم الخدمة من طرف معين ، واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها وتصبح الخدمات مملوكة لحملة الصكوك.

النوع الثاني: صكوك ملكية الخدمات من طرف موصوف في الذمة ، وهي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض تقديم الخدمة من طرف موصوف في الذمة " كمنفعة التعليم من جامعة يتم تحديد مواصفاتها دون تسميتها" واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح الخدمات مملوكة لحملة الصكوك .

والأصل فيها قولة تعالى "قالت إحداهما يا أبتِ استأجره إن خير من استأجرت القوي الأمين قال إني أريد أن أنكحك إحدى ابنتي هاتين على أن تأجرني ثمانية حجج فإن أتممت عشراً فمن عندك وما أريد أن أشق عليك ستجدني إن شاء الله من الصالحين" القصص : ٢٦-٢٧ .

وأجمعت الأمة على مشروعيتها لحاجة الناس إليها ، فالناس يحتاجون إلى السكن والخدمة، والركوب ، والعلاج، ومن عنده ذلك من الناس لا يوجد به مجاناً

،والآخرون لا يستغنون عن ذلك ، وكانت الإجارة لرفع الحرج عن الناس وتحقيق التعاون بينهم^(١).

ثالثاً: صكوك الإعمار:

هي صكوك تقوم بإصدارها المؤسسات المالية لإنشاء مشاريع محددة ذات جدوى اقتصادية ، وتكون مخصصة لإعمار مشاريع قابلة للتنفيذ، كإعمار أراضي الأوقاف، بناء المدارس والجامعات، والمصانع ، والأسواق التجارية ، والمدن الصناعية وغير ذلك^(٢).

وهذه الصكوك يمكن أن تكون مضاربة ، مشاركة ، إجارة،

ودليها: قوله تعالى "وَتَعَاوَنُوا عَلَى الْبِرِّ وَالتَّقْوَىٰ وَلَا تَعَاوَنُوا عَلَى الْإِثْمِ وَالتَّوَدُّونَ وَأَنْتُمْ عَلَىٰ اللَّهِ إِنَّ اللَّهَ شَدِيدُ الْعِقَابِ" المائدة ٢.

(١) يراجع هنا:

- د/ أشرف محمد دوابية: إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية – بحث مقدم لمؤتمر المصارف الإسلامية اليمنية تحت عنوان " الواقع وتحديات المستقبل " اليمن مارس ٢٠١٠م ، ص ١٨٠.
- د/ عبدالمجيد عبدالله ديه : نحو نموذج إسلامي لصكوك الإجارة في الإجارة المنتهية بالتمليك ، مجلة مؤتة للبحوث والدراسات، سلسلة العلوم الإنسانية والاجتماعية تصدر عن جامعة مؤتة، الكرك المملكة الأردنية الهاشمية ،المجلد السابع والعشرون ،العدد الخامس، ٢٠١٢م ص ١٩.
- أعمال الندوة الفقهية الثالثة، بيت التمويل الكويتي ،الكويت ٦- ٨ ذوالقعدة ١٤١٣هـ - ٢٧ - ٢٩ ابريل ١٩٩٣م ص ٢٣٥ - ٢٤٨ .

- (٢) حصل بنك أبو ظبي الإسلامي على جائزة أفضل صفقة لتمويل الشركات - نظراً لدورة كمنسق رئيسي في صفقة صكوك لمصلحة مجموعة ماجد الفطيم بقيمة ٤٠٠ مليون دولار ، وحصل على جائزة أفضل صفقة تمويل مشترك عن دوره كمنسق في إصدار صكوك وكالة لمصلحة منطقة جبل على الحرة بدبي "جافزا" بقيمة ٤,٤ مليار درهم
- مجلة الاقتصاد اليوم : مجلة شهرية اقتصادية تصدر عن غرفة تجارة وصناعة أبو ظبي ،دولة الإمارات العربية المتحدة ، العدد ١٠٤ ، ابريل ٢٠١٣م، ص ٢٩.

رابعاً: صكوك السلم:

وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها ، لتحصيل رأس مال السلم ، وتصبح سلعة السلم مملوكة لحمله الصكوك ، أو هو بيع شيء موصوف في الذمة كميلاً أو وزناً، أو عدداً بثمن حال إلى وقت معين^(١).

ومن ثم فهي صيغة يمكن الاعتماد عليها كوسيلة للتمويل العاجل - وعلى حساب الإنتاج الآجل في مختلف الأصناف والمواد ، كالزروع ، البترول، المطاط... وغير ذلك. ودليلاً: قوله تعالى "يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا إِذَا تَدَايَنْتُمْ بِدِينٍ إِلَى أَجَلٍ مُّسَمًّى فَاكْتُبُوهُ" البقرة: ٢٨٢

هذا وللسلم صورتان ، هما :

أ- أن يكون البائع فيه هو المنتج .

ب- يكون هناك تعهد من البنك أو الشركة بتسليم المسلم فيه في الوقت المحدد بعد استيراده .

خامساً: صكوك الاستصناع.

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة ويصبح المصنوع مملوكاً لحملة الصكوك. أي أنها تستخدم لتمويل إنتاج شيء معين "سيارات - طائرات" وتسليمها في وقت معين ، ثم إعادة الصكوك لأصحابها مع عائدها من الربح ، أو الإفادة منها في إنتاج آخر. والاستصناع نوع من أنواع الإجارة - والأصل في مشروعيته ما روى في الإجارة

(٢) هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، المعيار ١٧، مرجع سابق، ص ٣١٢ .

سادساً: صكوك المراجعة.

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة ، ثم بيعها بسعر يغطي سعر شرائها مع هامش ربح محدد متفق عليه بين الطرفين^(١) أي أنها صكوك لتمويل عمليات البيع والشراء، وتحقيق المراجعة بضوابطها الشرعية، ويكون الربح هو الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع هو عائد الصكوك التي يتم تقسيمها بين المصرف وصاحب الصك.

سابعاً: صكوك الأنشطة الزراعية

هناك عدة أنواع من الصكوك تتعلق بالنشاط الزراعي وهي:

أ- صكوك المزارعة^(٢)

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

(١) المرجع السابق مباشرة: ص ٣١٢.

(٢) للمزارعة عند صاحبين أربعة أحوال ، تصح في ثلاثة وتبطل في واحدة .

الأولى : أن تكون الأرض والبذر من واحد ، والعمل والحيوان واسطة الزراعة من آخر " تجوز المزارعة ، وصار صاحب الأرض والبذر مستأجراً للعامل، والحيوان المستخدم للحراثة تبعاً له، الثانية : أن تكون الأرض ، والحيوان ، والبذر لواحد ، والعمل لواحد " جازت المزارعة، وصار العامل مستأجراً للأرض ببعض الخارج " الثالثة : أن تكون الأرض لواحد، والحيوان والبذر لواحد ، والعمل لواحد جازت أيضاً المزارعة ، الرابعة: إذا كانت الأرض والحيوان لواحد ، والبذر والعمل لأخر " فهي فاسدة في ظاهر الرواية للآتي:

أ- لأنه لو قدر العقد إجارة للأرض فاشتراطاً لحيوان على صاحبها مفسد للإجارة ، إذ لا يمكن جعل الحيوان تبعاً للأرض، لاختلاف المنفعة " منفعة الحيوان ليست من جنس منفعة الأرض؛ لأن الأرض للنماء، والإنبات، والحيوان للعمل

ب- ولو قدر العقد إجارة للعامل، فاشتراط البذر عليه مفسد؛ لأنه ليس تبعاً له.

ولمزيد من التفصيل يراجع هنا

• د/ وهبه الزحيلي : الفقه الإسلامي وأدلته، الطبعة الثانية، دار الفكر، دمشق، سوريا، ١٤٠٥هـ — ١٩٨٥م، الجزء الخامس، ص ٦٢٢.

إذا المزارعة معاملة الأرض ببعض ما يخرج منها ، وهي أيضاً إعطاء الأرض لمن يزرعها على أن يكون له نصيب مما يخرج منها كالنصف ، أو الثلث، أو أكثر من ذلك أو أدنى حسب ما يتم الاتفاق. وهي نوع من التعاون علاوة على حث المسلمين على الزراعة ، إذ ربما يكون صاحب الأرض غير ماهر بالزراعة، ويكون الماهر بالزراعة بلا أرض فيتحقق بالزراعة التكامل بينهما.

وقد عمل بها النبي صلى الله عليه وسلم؛ حيث عامل أهل خيبر لشطر ما يخرج منها من زرع وتمر^(١). وقد فرض الخليفة عمر بن الخطاب رضي الله تعالى عنه حينما فتح بلاد العراق وضع على كل جريب "أرض تصلح للزراعة" قفيز مما تزرع ودرهما^(٢).

ب- صكوك المساقاة .

هي وثائق متساوية القيمة، يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في سقي أشجار مثمرة والإنفاق عليها ورعايتها على أساس عقد المساقاة، ويصبح لحملة الصكوك حصة من الثمر وفق ما حدده العقد.

إذا هي شركة زراعية تقوم على استثمار الشجر ، ويكون فيها الشجر من جانب والعمل من جانب آخر ، والثمرة الحاصلة مشتركة بينهما بنسبة يتفقان عليها، وقد تكون الأشجار كبيره تحتاج إلى شركة كبرى تتولى إدارتها ، وتحتاج إلى تمويل كبير

(١) شمس الدين محمد بن أبي بكر بن القيم الجوزية: أحكام أهل الذمة - تحقيق: سيد عمران ، دار الحديث الجزء ١، القاهرة ، ٥١٤٢٦ - ٢٠٠٥م، ص ٣٣.

(٢) د/ إسماعيل شلبي : مقدمة عن النظام المالي في الإسلام - طبعة ٢٠٠٠م، ص ٣٠٨.

فتصدر صكوكاً لذلك ، وتكون أرباح هذه الثمار بين الشركة وأصحاب الصكوك مما يتفقان عليه^(١)

أ- صكوك المغارسة .

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في غرس أشجار ، وفيما يتطلبه هذا الغرس من أعمال ونفقات على أساس عقد المغارسة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الأرض والغرس^(٢) .

ثامناً: الوكالة بالاستثمار

هي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الوكالة بالاستثمار بتعيين وكيل عند حملة الصكوك لإدارتها. تختلف عن صكوك المضاربة أن الوكيل قد يحصل على أجر محدد ثابت مقابل إدارته للمشروع بدون أن يكون له حصة من الربح ، وقد يجدد في بعض الحالات مع الأجر الثابت حصة من الربح تشجيعاً له على تعظيم الأرباح من المشروع.

أي أن الصك حصة شائعة في ملكية موجودات الوكالة، وتشمل الأعيان والمنافع والديون والنقود والحقوق المالية الأخرى ، وفي ثمنها بعد بيعها ويستحق حملة

(١) أسامة عبدالحليم الجورية: صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد، رسالة ماجستير ، معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية ، مصر ، ٢٠٠٩م، ص ٨٩.

(٢) عرفها الشافعية " بأن يسلم إليه أرضاً ليغرسها من عنده ، والشجر بينهما ، وتسمى عند أهل الشام المناصبة ، أو المشاطرة ؛ لأن الشجيرة الغرسة تسمى عند العامة نصباً أي منصوباً ، ولأن الناتج يقسم بينهما مناصفة لكل واحد منهما الشطر.

ولمزيد من التفصيل انظر:

• د/ وهبة الزحيلي: الفقه الإسلامي،..... مرجع سابق، ص ٦٥٠.

صكوك الوكالة عائد استثمار موجوداتها ، ويتحملون مخاطر هذا الاستثمار بنسبة ما يحمله كل منهم من صكوك ، ويستحق الوكيل أجرا معلوماً مضموناً على حملة الصكوك، وقد يتحقق مع الأجر حافزا يتمثل في جزء مما زاد من العائد على حد معين أو بعضه.

وتحدد نشرة إصدار الصكوك ومستنداتها شروط وأحكام عقد الوكالة في الاستثمار وأحكامه وأجر الوكيل^(١)..

وهي من الناحية الشرعية، استنابه الإنسان غيره فيما يقبل النيابة وتفويضه فيه، وقد شرعها الإسلام للحاجة إليها ، فليس كل إنسان قادراً على مباشرة أموره بنفسه أو بصورة صحيحة، وخاصة أمور المال والاستثمار. قال تعالى "قال اجعلني على خزائن الأرض إني حفيظ عليم" يوسف: ٥٥

(١) الوكالة قد تكون مطلقة ، وقد تكون مقيدة.

أولاً: من وكل غيره لبيع شيءٍ وأطلق الوكالة فلم يقيده بثمن معين، ولا أن يبيعه معجلاً أو مؤجلاً، فليس له أن يبيعه إلا بثمن المثل ، ولا أن يبيعه مؤجلاً"

فلو باعه بمالاً يتغابن الناس بمثله ، أو باعه مؤجلاً فلم يجز البيع إلا برضا الموكل ؛ لأنه هنا يتنافى مع مصلحته فيرجع إليه. أي ليس معنى الإطلاق أن يفعل الوكيل ما يشاء ، بل معناه الانصراف إلى البيع المتعارف عليه لدى التجار ، وبما هو أنفع للموكل .

ثانياً: أما إذا كانت الوكالة مقيدة فعلى الوكيل أن يتقيد بما قيده به الموكل، ولا يجوز مخالفته إلا إذا خالفه على ما هو خير للموكل.

ولمزيد من التفصيل انظر:

• د/ محمد نبيل غنايم: التأصيل الشرعي للصكوك الإسلامية، بحث قدم إلى مؤتمر صكوك التمويل الإسلامية بين الواقع والمأمول، جامعة عين شمس، كلية التجارة، المؤتمر العلمي الرابع، مصر الثلاثاء ٢٢/١/٢٠١٣م مرجع سابق ص ١٩ - ٢٦.

• د/ منير إبراهيم هندي : أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف ، الإسكندرية، مصر ١٩٩٩م، ص ٢٥٠ - ٢٥

وهي من العقود الجائزة التي يجوز لأي المتعاقدين إلغاؤها ، وقد وضع الفقهاء ضابطاً لما تجوز فيه الوكالة فقال " كل عقد جاز أن يعقده الإنسان لنفسه جاز أن يوكل فيه غيره ، ومتى تمت الوكالة كان الوكيل أميناً فيما وكل فيه ، ولا يضمن إلا بالتعدي والتفريط.

من هنا قام الفقهاء ببيان جميع الصيغ والأدوات المالية التي تمكن الاقتصاد من النهوض والتقدم ، وتقدم له الحلول الصحيحة للخروج من الأزمات

جدول يوضح حجم إصدار الصكوك بالدولار من الدول المختلفة

خلال الفترة من ٢٠٠٥م – ٢٠٠٩م مرتبة طبقاً لحجم الإصدار

الدولة	٢٠٠٥م	٢٠٠٦م	٢٠٠٧م	٢٠٠٨م	٢٠٠٩م	الإجمالي
ماليزيا	٧،٣١١	١٥،٠٦٠	٢٦،٥٢٩	٥،٨٩٧	١٢،٤٧٧	٦٧،٢٧٤
الإمارات	٩٥٠	٨،٢٤٥	١٠،٤١٧	٦،١٥٩	٣،٩٥٠	٢٩،٧٢١
السعودية	٥٠٠	٨٠٠	٥،٦٨٣	١،٨٧٤	٢،٥٧٦	١١،٤٣٣
السودان	١،٢٨٣	١،٨٧٢	٢،٤٢٧	٢،٥٠٩	٣،٢٢١	١١،٣١٢
البحرين	١،١١٣	٤١٨	١،١٣٧	٨٩١	١،٤٠٥	٤،٩٦٤
اندونيسيا	٦٠	—	١٩٣	٦٨١	١،٥٥٥	٣،٠٢٩

Source: International Islamic financial Market (IIFM). Sukuk Report, A comprehensive Study of the international sukuk Market, op. cit, p15.

من خلال الجدول السابق نجد مدى التطور الذي مرت به الصكوك خلال الفترة من ٢٠٠٥م حتى ٢٠٠٩م ومدى أهميتها بالنسبة لاقتصاد كثير من الدول ، فنجد أن ماليزيا تقدر قيمة الصكوك التي أصدرتها خلال تلك الفترة ٦٧،٢٧٤ مليار دولار تليها الإمارات العربية بقيمة ٢٩،٧٢١ مليار دولار ثم تتساوى كل من السعودية والسودان بنفس القيمة تقريباً، وهي ١٢ مليار دولار خلال نفس الفترة.

وقد احتفظت الإمارات بالصدارة من حيث قيمة الإصدارات خلال عام ٢٠١٣م بقيمة ٧،١ مليار دولار في سوق الصكوك الخليجية، واحتلت المرتبة الثانية عالمياً بعد ماليزيا التي بلغت إصداراتها ١٧،٨ مليار دولار^(١).

الفرع الثاني

الضوابط الفنية للصكوك

هناك مجموعة من الضوابط والأحكام التي يجب أن تصدر الصكوك موافقة

لها وهي:

- ١- يجب أن يتم تقسيمها إلى حصص متساوية، وإصدار الصكوك بقيمتها، أما الديون فلا يجوز أن يتم تداولها.
- ٢- يجوز أن تتعهد مؤسسة شراء ما لم يكتتب فيه من الصكوك، ويكون الالتزام من متعهد الاكتتاب مبنياً على أساس الوعد الملزم ، ولا يجوز أن يتقاضى المتعهد بالاكتتاب عمولات مقابل هذا التعهد.

(١) د/حاتم أحمد عديلة: أثر إصدارات الصكوك علي النمو الاقتصادي، مرجع سابق ص ٧

٣- يجوز أن تصدر الصكوك لآجال قصيرة ، أو طويلة ، أو متوسطة بالضوابط الشرعية، وقد تصدر دون تحديد أجل ، وذلك حسب طبيعة العقد الذي تصدر الصكوك على أساسه.

٤- يجوز أن ينظم مصدر الصكوك ، أو حملة الصكوك طريقة مشروعة لتحوط من المخاطر أو للتخفيف من تقلبات العوائد الموزعة، مثل إنشاء صندوق تأمين إسلامي بمساهمات حملة الصكوك، أو الاشتراك في تأمين إسلامي "تكافلي" بأقساط تدفع من حصة حملة الصكوك في العائد، أو من تبرعات حملة الصكوك ، ولا يوجد مانع شرعي من اقتطاع نسبة معينة من العائد.

٥- يراعى في نشرة الإصدار ما يلي:

- أن تتضمن شروط التعاقد والبيانات الكافية عن المشاركين في الإصدار وصفاتهم الشرعية وحقوقهم وواجباتهم ، وذلك مثل وكيل الإصدار، ومدير الإصدار ، ومنظم الإصدار ، وأمين الاستثمار، ومتعهد التغطية ، وكيل الدفع وغيرهم، كما تتضمن شروط تعيينهم وعزلهم.
- تحديد العقد الذي تصدر الصكوك على أساسه (الإجارة - المرابحة - السلم) وغير ذلك من أنواع الصكوك .
- أن تنص على مشاركة مالك كل صك في الغنم بمقدار ما دفع، وأن يتحمل الغرم " الخسارة" بنسبة ما تمثله صكوكه من حقوق عالية وذلك وفقاً للقاعدة الفقهية " الخراج بالضمان" ^(١).

(١) الخراج : العائد أو الغلة لا يحل إلا في مقابل تحمل الضمان، وهو التعرض للمخاطر أي تحمل تبعه الهلاك والتلف والخسارة إن وقعت.

- لا تشتمل النشرة على أي نص يضمن به مصدر الصكوك لمالكة قيمة الصك الاسمية في غير حالات التعدي والتقصير.
- لا تشتمل على نص يلزم أحد الشركاء ببيع حصته ، ولو كان معلقاً أو مضافاً إلى المستقبل، وإنما يجوز أن يتضمن الصك وعداً بالبيع ، وفي هذه الحالة لا يتم البيع إلا بعقد وبالقيمة التي يرتضيها الخبراء ، وبرضا الطرفين.
- لا تتضمن نشرة الإصدار، ولا الصكوك المصدرة على أساسها نصاً يؤدي إلى احتمال قطع الشركة في الربح، فإن وقع كان الشرط باطلاً، ويصح العقد، وتوزيع الأرباح بحسب رؤوس الأموال، إن لم يكن قد تم الاتفاق على نسب التوزيع.

ويترتب على ذلك:

- أ- عدم جواز اشتراط مبلغ محدد لحملة الصكوك، أو صاحب المشروع في نشرة الإصدار والصكوك الصادرة بناء عليها.
- ب- محل القسمة هو الربح بمعناه الشرعي، وهو الزائد على رأس المال وليس الإيراد أو الغلة ، ويعرف مقدار الربح إما عند التصفية ، أو بالتقويم للمشروع بالنقد، وما زاد على رأس المال يوزع بين حملة الصكوك وفقاً لشروط العقد .
- ج- يعد حساب أرباح وخسائر للمشروع، ويجب أن يكون معلناً وتحت تصرف حملة الصكوك^(١) .

(١) د/ علاء الدين زعتري: الصكوك تعريفها،....مرجع سابق، ص ٤٢ .

- لا تثبت ملكية الأرباح الموزعة "الفترية" تحت الحساب إلا بعد سلامة رأس المال وفقاً لمبدأ الربح ووقاية لرأس المال " أي لا ربح إلا بعد سلامة رأس المال .
- يتم تداول الصكوك في سوق الأوراق المالية أو بأي وسيلة بديلة مناسبة وفق الضوابط الشرعية، ويتم تقويم الصك عند التداول عن طريق المساومة والتراضي بين البائع والمشتري، وذلك كله في ضوء اللوائح والشروط التي تنظم ذلك .
- يجوز للجهة المصدرة للصكوك أن تتعهد بإعادة شراء الصكوك من حاملها حسب القيمة السوقية لها، أو بالسعر الذي تعرضه، ويتم ذلك بالتراضي بين الطرفين .
- يتم استهلاك الصكوك إما مرة واحدة في نهاية أجل المشروع أو العملية أو على فترات
- دورية وهذا ما يطلق عليه إطفاء الصكوك^(١)، ويجب الإشارة إلى ذلك في نشرة الاكتتاب

(١) د/ يراجع هنا :

- ZamirIqbal& Abbas Mirakhor: An Introduction to Islamic Finance: Theory and Practice ،Singapore: John Wiley & Sons ،2007 ،p. 178-180
- أحمد النجار: الصكوك الإسلامية ودورها في تمويل الموازنة العامة للدولة ندوة الصكوك الإسلامية وسبل تطبيقها في مصر، جامعة الأزهر الشريف، القاهرة، الأربعاء ٢١ من ربيع الآخر ١٤٣٢هـ، ١٤ مارس ٢٠١٢م، ص ١-١٠
- د/إيهاب عيسى : التطبيق العلمي للصكوك الإسلامية مؤتمر صكوك التمويل..... مرجع سابق، ص ٣٠.

الفرع الثالث

المشكلات المثارة حول الصكوك

معظم الصكوك لا تعاني مشكلة من حيث التكيف الشرعي؛ لأنها عبارة عن مشاركة في معاملات مالية مشروعة ، ومع ذلك فهناك بعض المشكلات المثارة حولها. بعضها واقعي يمكن التغلب عليه، وبعضها وهمي، ويمكن التعرض لهذه المشكلات كالتالي:

أولاً: المشكلات القانونية والتنفيذية .

١- طول مدة الصكوك يزيد من مشكلاتها ، وخصوصاً ما يتعلق بتوزيع عوائدها، وميراثها عند موت مالكيها. ويمكن التغلب على ذلك بواسطة تصنيف الصكوك إلى مجموعات مختلفة الأجل يمكن ربطها بخطط التنمية " القصيرة - المتوسطة - الطويلة"

٢- إصدار صكوك تملك الأعيان المملوكة للدولة " استمراراً للخصصة " ويمكن تجنب ذلك بالآتي:

● إما أن يتولى القطاع الخاص إصدار الصكوك وإدارتها، وتقوم الحكومة بإصدار التشريعات المنظمة والرقابة عليها ، حتى لا تتكرر تجربة شركات توظيف الأموال.

● أن تكون هناك صكوك حكومية ، وأخرى غير حكومية ، وتقتصر الصكوك الحكومية على صكوك الاستثمار الإنتاجية " كاستصلاح الأراضي واستغلالها - إنشاء المطارات " ويكون حملة الصكوك شركاء في الربح لمدد محددة ، وتبقى ملكية الأصول للدولة ، ولا فرق في ذلك بين المستثمر الأجنبي والمحلي ، بينما

ينفرد القطاع الخاص بإصدار صكوك تملك الأعيان الخاصة الغير مملوكة للدولة.

● أن ينص القانون صراحة على بقاء أملاك الدولة، وعدم تملكها بواسطة الصكوك^(١).

٣- يخشى تمكين الأجانب من الاستثمار بواسطة الصكوك " يعد إضراراً بالأمن القومي " خاصة في المناطق الحدودية، مجالات التصنيع العسكري"، ويمكن تجنب ذلك عن طريق "قصر الاستثمار في المشروعات الإستراتيجية التي لها علاقة بالأمن القومي على المواطنين فقط".

٤- يخشى من انحراف التطبيق وإصدار صكوك تخالف أحكام الشريعة الإسلامية ، ويمكن تجنب ذلك بالآتي " يتم اختيار هيئة شرعية تكون قراراتها نهائية وملزمة لجميع الجهات المشاركة في إصدار الصكوك"^(٢).

٥- توزيع العائد قبل انتهاء استثمار الصكوك، يخالف قواعد توزيع الربح في الشريعة، حيث إن الربح لا يستقر إلا عند انتهاء الاستثمار .

ويمكن حل هذه المشكلة بإتباع الآتي:

(١) نصت المادة ٣ قانون ١٠ لسنة ٢٠١٣ م " يحظر استخدام الأصول الثابتة والمنقولة المملوكة للدولة ملكية عامة، أو منافعها لإصدار صكوك حكومية في مقابلها ، ويجوز للحكومة والهيئات العامة ، والمحافظات ، وغيرها من الأشخاص الاعتبارية العامة إصدار الصكوك في مقابل حق الانتفاع بالأصول الثابتة المملوكة للدولة ملكية خاصة دون ملكية الرقبة

(٢) انظر: المادة ٢٠ قانون ١٠ لسنة ٢٠١٣

اعتبار المحاسبة السنوية في كثير من أنواع الصكوك؛ إنهاءً لعمل الصكوك محاسبياً، ويكون توزيع العائد مستحقاً لا مشكلة فيه، ويكون العام الجديد مستأنفاً بالاتفاق المسبق بين حملة الصكوك ، وهكذا كل عام.

• المشروعات التي يتأخر حصول العائد منها، فلا يتم توزيع عائد قبل التشغيل الحقيقي للمشروع ، وعند التوزيع بعد التشغيل إذ لا يمكن حسابياً تقدير الأرباح، يكون ما يأخذه حملة الصكوك تحت الحساب ، ولا يعتبر عائداً ، وهو جائز شرعاً "رب المال في المضاربة إذا أخذ من مال المضاربة قبل انتهائها فهو من رأس المال وليس ربحاً".

• أصحاب الأموال القليلة الذين هم بحاجة لعائد قريب يمكن أن يقوموا بالاستثمار في الصكوك قصيرة الأجل ، ولأصحاب الاستثمارات الذين لا يتعجلون العائد امتلاك الصكوك متوسطة ، أو طويلة الأجل، ومن ثم يجب تصنيف الصكوك على هذا النحو^(١).

ثانياً: المشكلات المتعلقة ببعض أنواع الصكوك.

هناك بعض مجالات الاستثمار لأموال الصكوك محل خلاف بين الفقهاء وهي:

أ- تمليك المنافع الموصوفة في الذمة:

وذلك كالاتفاق على تأجير حافلات غير مملوكة للمؤجر وقت التعاقد لنقل البضائع ، لأنها بيع معدوم ولم يملك ، وهو من الغرر المنهي عنه شرعاً " منعها أكثر المعاصرين "

ب- السلم الموازي " بيع المشتري للسلعة قبل قبضها سلماً " فهو بيع لما لم يقبض بيع غرر منهي عنه.

(١) د/ عباس شومان: صكوك التنمية المعوقات والحلول... مرجع سابق ، ص ٣٦.

ج- الاستصناع الموازي " تعاقد الصانع مع مصنع آخر للسلعة" منهي عنه لما يقضى إليه من الغرر.

د- صكوك صادرة عن تملك موجودات فيها نقد " كالمصارف - محافظ استثمارية" لأن تملك النقد يجب أن يكون في الحال " الاكتتاب" حتى لا يقضى إلى خلاف فقهي، هل يعد ربا أم لا ، وقد أجازة بعض المعاصرين على اعتبار تبعية النقد للموجودات العينية كالمباني ونحوها، ومنعة البعض.

يمكن علاج ذلك باشتراط أن تكون نسبة النقد الذي يجوز إصدار صكوك تملك على الأعيان التابعة لها بنسبة قليلة حتى يمكن اعتبارها تابعاً.

ولقد ذهب بعض الفقهاء إلى أنه لا بد لصحة التداول أن تزيد الأعيان والمنافع والحقوق " أو أحدها أكثر من ٥٠% استناداً إلى قاعدة الكثيرة والقلّة ، أو قاعدة الأصالة والتبعية"^(١).

إلا إنه يجب النظر في نشاط الشركة وعملها وأغراضها المصرح بها في النظام الأساسي، فإذا كان غرض الشركة ونشاطها هو العمل في تجارة الأعيان والمنافع والحقوق عن طريق العقود الشرعية، فإن النقود والديون الناتجة منها لا تؤثر في تداول أسهمها إلا في حالات البداية قبل العمل، أو النهاية عند التصفية، لأن العمل التجاري هو العمل المتبوع المقصود، وأن الديون أو النقود نتجت تبعاً.

(١) نصت المادة الثامنة : البند الخامس قانون ١٠ لسنة ٢٠١٠م " قانون الصكوك" على صكوك الصناديق والمحافظ الاستثمارية وهي تصدر على أساس عقد شراء صندوق أو محفظة استثمارية متوافقة مع الشريعة الإسلامية ، تتمتع بشخصية اعتبارية ، وذمة مالية مستقلة عن الجهة المستفيدة، وتكون من أعيان ومنافع ، وديون ، ونقود ، وحقوق مالية، لا تقل فيها الأعيان والمنافع عن الثلثين عند إنشائها ، ويمثل الصك حصة شائعة في ملكية هذه المحفظة.

المبحث الثاني

مخاطر الصكوك

تمهيد :

كأي أداة مالية يرتبط بالصكوك عدد من المخاطر، وتتعدد تلك المخاطر وفقاً لهيكل الصكوك. وتعرف المخاطر بأنها الحالة التي تتضمن الانحراف عن الطريق الذي يوصل إلى نتيجة متوقعة أو مأمولة^(١). وتعد المخاطر من الأسباب الرئيسية وراء تغيير القرارات الاستثمارية، باعتبارها المؤثر الرئيسي في العوائد المتوقعة في الاستثمار، والمخاطر تعنى احتمال الخسارة أو التقلب في العائد المتوقع^(٢).

وقيل عن المخاطر حقيقية ثابت حدوثها، حيث تنشأ هذه المخاطر عندما يكون هناك احتمال لأكثر من نتيجة. وهنا تظهر أهمية إدارة المخاطر التي تهدف إلى التحديد والتحليل والسيطرة الاقتصادية على المخاطر التي تهدد الأصول أو القدرة الإيرادية للمؤسسة^(٣).

إذا فإدارة المخاطر تهدف إلى تعيين حالات التعرض للمخاطر وقياسها ومتابعتها

وإدارتها.

(١) صفية أبوبكر : الصكوك الإسلامية، بحث قدم إلى مؤتمر البنوك الإسلامية بين الواقع والمأمول، دبي، الإمارات العربية المتحدة، المنعقد في ٧- ١٠ جمادى الآخرة ١٤٣٠هـ- ٣١ مايو- ٣ يونيو ٢٠٠٩م، ص ١٧.

(٢) د/ أشرف محمد دوابة: مخاطر الصكوك،.....مرجع سابق، ص ١١.

(٣) د/ خالد وهيب الراوي: إدارة المخاطر المالية، دار الميسرة للنشر، عمان، الأردن، ٢٠٠٩م، ص ١٠.

والاستثمار في الإسلام لا يتعارض مع المخاطر، فهو لا يقوم عليها من خلال مبدأ " الغنم بالغرم" بخلاف المقامرة والتي حرمها، لأنها تقوم على تحقيق مغنم لطرف على حساب مغرم الطرف الآخر، والإسلام يحث على الأخذ بالأسباب في التعامل مع المخاطر، ومن ثم يتعين على المنشآت المالية، وضع آليات للتعامل مع ما يواجهها من مخاطر بعد تحديدها سواء بتجنبها إن أمكن ذلك، أو توزيعها، أما المخاطر التي لا يمكن التخلص منها، فينبغي قبولها وتحملها والتعايش معها من خلال حسن إدارتها.

وفي ضوء ما سبق يمكن تقسيم هذا المبحث إلى:

المطلب الأول : أنواع مخاطر صكوك.

المطلب الثاني: طرق قياس المخاطر.

المطلب الثالث: إدارة مخاطر الصكوك

المطلب الأول

أنواع مخاطر الصكوك

الصكوك باعتبارها تمثل موجودات تحتوى على خليط من النقود، والديون، والأعيان، والمنافع أو بعض هذه المكونات منفردة، ونظراً لآليات إصدارها، فإنها من الطبيعي أن تتعرض للمخاطر التي تتعرض لها المشروعات الاستثمارية، ومن خلال النظر إلى المخاطر نجد أن هناك مخاطر عامة، وخاصة.

النوع الأول: المخاطر العامة.

وهي مخاطر منتظمة لا يمكن تجنبها بالتنوع ، حيث تصيب هذه المخاطر عوائد كافة الأوراق المالية بصرف النظر عن المنشأة المصدرة لتلك الأوراق، ويطلق عليها "مخاطر السوق".

النوع الثاني: المخاطر الخاصة.

وهي جزء من المخاطر الكلية الذي يمثل مخاطر غير منتظمة ، يمكن تجنبها أو تخفيضها بالتنوع، وترجع هذه المخاطر إلى ظروف المنشأة ، أو ظروف الصناعة التي تنتمي إليها المؤسسة ويطلق عليها المخاطر اللانظامية.

وإن كنا نقر بوجود هذه المخاطر إلا إنه يمكن تجنبها أو على الأقل الحد من خطورتها قدر الإمكان ، مع العلم بأن الصكوك تظل من الاستثمارات الأقل خطورة، ومن الأدوات المالية التي لها قدرة على تمويل الموازنة العامة للدولة وحشد الأموال .

وفي ضوء ما سبق يتم تقسيم هذا المطلب إلى:

الفرع الأول

المخاطر العامة للصكوك

وتتمثل المخاطر العامة للصكوك في الآتي:

أولاً: مخاطر السوق.

حيث ترجع الاتجاهات الصعود والنزول التي تطرأ على الأسواق لعوامل اقتصادية، اجتماعية، سياسية، سواء كانت أسواق الأصول الحقيقية، الأسواق المالية،

والتي تكون بدورها في أسواق النقد، وأسواق رأس المال بسوقها "الإصدار – التداول".

ومن مخاطر السوق مايلي:

أ- مخاطر سوق الأصول الحقيقية.

وهي مرتبطة بطبيعة الصكوك الإسلامية من حيث كونها تمثل حصصاً شائعة في ملكية أصول ، ونظراً لأن تلك الأصول تباع في الأسواق، فإنها قد تتعرض للنقص في قيمتها بفعل عوامل العرض ، والطلب، أو السياسات الحكومية – وغيرها من عوامل السوق.

ب- مخاطر سوق المال. وتصنف تلك المخاطر كالاتي:

• مخاطر سعر الصرف^(١).

وهي تنشأ في سوق النقد نتيجة لتقلبات سعر صرف العملات في المعاملات الآجلة، ومثال ذلك " لو تم شراء سلعة بعملة أجنبية، ومن ثم انخفض سعر تلك العملة، فإن ذلك يترتب عليه خسائر بمقدار انخفاض سعر العملة الأجنبية، مقابل العملات الأخرى".

وتظهر أيضاً عند إصدار الصكوك بعملة معينة واستثمار حصيلتها بعملات آخري، أو لو كانت المنشأة المصدرة للصكوك لديها التزامات للدفع بعملات أجنبية خاصة في عمليات المرابحة الدولية.

(١) Mohammed Obaidullah, « Islamic Risk Management: Towards greater ethics and efficiency », International Journal of Islamic Financial Services, Volume 3, Number 4

• مخاطر سعر الفائدة.

وتنشأ نتيجة للتغيرات في مستوى أسعار الفائدة في السوق بصفة عامة، وهى تؤثر في كافة الاستثمارات بغض النظر عن طبيعة وظروف الاستثمار ذاته . ومن المعلوم أن القيمة السوقية للأوراق المالية تتأثر بأسعار الفائدة، والصكوك، وإن كان لا مجال لسعر الفائدة في التعامل بها أو في أنشطتها ، إلا أنها تتأثر بسعر الفائدة باعتبارها هى الآلية التي يقوم عليها النظام النقدي المصرفي في غالبية الدول.

• مخاطر التضخم .

وتنشأ نتيجة انخفاض القوة الشرائية للنقود بارتفاع الأسعار، وهو ما يعنى تعرض الأموال المستثمرة لانخفاض قيمتها الحقيقية، والصكوك باعتبارها ذات عائد متغير، وذات مكونات من نقود، وديون ، وأعيان، ومنافع فإن تأثرها بالتضخم يرتبط ارتباطاً طردياً.

ثانياً: مخاطر التشغيل^(١).

وتنشأ هذه المخاطر نتيجة أخطاء بشرية أو فنية أو حوادث إذا كانت هذه المخاطر بفعل عوامل خارجية كالكوارث الطبيعية مثل " هلاك الأصل المؤجر - هلاك الزرع والثمار، فتندرج تحت المخاطر العامة".

ويمكن أن تندرج تحت المخاطر الخاصة . إذا كانت بفعل عوامل داخلية، كعدم كفاية وسائل التقنية، الموارد البشرية المؤهلة والمدربة " فساد الذمم" عدم الكفاءة

(١) د/ محمد فهد سمحان العجمي: إدارة مخاطر الصكوك مرجع سابق ، ص ٥٣٥.

الإدارية القادرة على القيام بمهام الوكالة عن الملاك وتحقيق الأرباح مع نموها واستقرارها مستقبلاً

الفرع الثاني

المخاطر الخاصة

وهي تتمثل في مخاطر صيغ التمويل الإسلامي، ويمكن حصرها في الآتي:

أ. مخاطر صكوك المضاربة، المشاركة.

تكمن في سوء الإدارة، وعدم كفاءة الشريك المضارب ، اضطراب في السوق للسلعة المنتجة وانخفاض السعر.

العلاج: يجب على حملة الصكوك أن يحسنوا اختيار المضارب ، والمدقق الداخلي، ومراعاة هذه المخاطر، ووضعها بعين الاعتبار؛ حتى يمكن التعامل معها حال حدوثها.

ب . مخاطر صكوك الإجارة.

تكمن تلك المخاطر في ارتفاع نسبة التضخم النقدي^(١) مقرونة بطول فترة السداد. "تأخر أو عدم السداد " مشاكل صيانة العين المؤجرة"^(٢).

(١) التضخم النقدي انخفاض في السلع والخدمات التي يمكن الحصول عليها بنفس عددالوحدات النقدية عن المقدار الذي يمكن الحصول عليه قبل التدهور في قيمة النقود .

لمزيد من التفاصيل ، انظر

• د/ طارق محمود عبدالسلام السالوس: المالية العامة،مرجع سابق، ص ٤٩ .

(٢) تعد مسألة صيانة العين المؤجرة ضمن مايلزم به شرعاً المؤجر ،أوالمستأجر ،ولذلك تحدث الفقهاء عن التزامات المؤجر والمستأجر فقالوا: على المؤجر مايمكن به من الانتفاع كتسليم المفتاح وبناء حائط إن سقط ،وماكان لاستيفاء المنافع " كالحبل،الدلو،البكرة" في إجارة البئر فطى المكترى " المستأجر" . =

ج - مخاطر صكوك الاستصناع:

وتتمثل مخاطر صكوك الاستصناع فيما يلي :

- عملية التخزين والنقل ويطلق عليها المخاطر الزمنية.
- عدم سداد الأقساط نتيجة عدم زيادة السعر.
- اختلاف الموصفات بسبب احتمال عدم توافر مواد المستصنع.

د - مخاطر صكوك البيوع:

وتتمثل في عدم التمكن من زيادة السعر نتيجة التأخر في دفع الأقساط ؛
" لأنه مخالف شرعاً" وإن كان ذلك محل خلاف بين الفقهاء ، فهناك من يرى جواز أخذ تعويض مالي للبنك نتيجة عما فاتته من أرباح متوقعة ، أو مظنون بها .
ونعرض هذا الخلاف بشيء من التفصيل :

- ١- هناك من يرى جواز أن يكون هناك تعويض مالي نتيجة الضرر، وهو " التأخير في دفع الأقساط" وأما حديث: " ليس في المال حق سوى الزكاة" فهو يتحدث عن الحقوق المفروضة فقط، ولذلك ينص عليها وحدها، ولا يتطرق إلى غيرها من الغرامات ، والتعويضات.

= لمزيد من التفاصيل ، انظر ما يلي:

- أبو عبدالله أحمد بن قدامة: المغنى ويليها لشرح الكبير، دارالكتاب العربي، بيروت، ١٤٠٣هـ - ١٩٨٣م، ص ٤٨٥.

ودليل هذا الرأي:

حديث بهز عن حكيم عن جده، قال النبي صلى الله عليه وسلم: " في كل سائمة إبل، ومن منعها فإننا أخذوها وشطر ماله غرمه من غرامات ربنا عز وجل، ليس لمحمد ولا لآل محمد منها شيء"^(١).

فتلك العقوبة تعد نتيجة طبيعية للخيانة في الصدقة، حيث لا يستوي المحسن والمسيء، وأما عدم تطبيقها في عهد النبي صلى الله عليه وسلم؛ فلأنه لم يثبت امتناع أحد عن دفع الزكاة في حياته صلى الله عليه وسلم.

• الفرق بين التعويض المالي والفائدة:

هناك فرق بين التعويض المالي والفائدة يكمن في " أن الفائدة مثبتة في البداية، في حين أن غرامة التأخير محتملة حيث أن المدين لو لم يتأخر لم يدفع شيئاً، الفوائد تلزم المدين مطلقاً سواء كان معسراً أو موسراً، أما غرامة التأخير فلا تلزم إلا عند المماثلة". ومما استند إليه القائلون بجواز فرض غرامة التأخير استنادهم لقوله صلى الله عليه وسلم " لىُّ الواجد يحلُّ عرضه وعقوبته"^(٢).

وصفوة القول هنا: أنه يجب الالتزام بالضوابط الشرعية التي تعد من أهم خصائص المؤسسات المالية الإسلامية، لأن وجود أي مخالفة شرعية في فترة

(١) الإمام الحافظ جلال الدين السيوطي: جامع الأحاديث، جمع وترتيب عباس أحمد صقر، وأحمد عبد الجواد، طبعة ١٩٨٤م، الجزء الرابع بند، ١٤٩١، ص ٦٦٢.

(٢) الليُّ: منع قضاء ما استحق أداءه بغير عذر، الواجد: القادر على الأداء.

لمزيد من التفاصيل انظر ما يلي:

• أبو عبد الله محمد بن يزيد القزويني: سنن ابن ماجة، حققه محمد فؤاد عبد الباقي، دار الفكر، بيروت، باب الصدقات، الجزء الثاني، بند ٢٤٤٧، ص ٨١١.

عمر الصك تؤدي إلى أضرار تختلف باختلاف المخالفة، ودرجة خطورتها، وصور المخالفة للشريعة الإسلامية كثيرة ، فكل هيكل من هياكل الصكوك له ضوابطه الشرعية التي تعتبر مخالفتها من المخاطر التي يجب دراستها، وكيفية الحد منها ، وطرق معالجتها، ولتجنب هذه المخاطر كان النص على إنشاء هيئة شرعية تكون مهمتها التأكد من الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية "مادة ١٩ قانون رقم ١٠ لسنة ٢٠١٣م" (١).

المطلب الثاني

طرق قياس المخاطر

تعدد طرق قياس المخاطر كلما زاد احتمال تشتت العائد عن قيمته المتوقعة، ولقياس المخاطر بشكل عام هناك بعض الأساليب لقياس مخاطر الصكوك باعتبارها أداة تمويل معرضة لنفس المخاطر التي قد تتعرض لها الأدوات المالية الأخرى، وتنقسم هذه الأدوات إلى :

(١) يراجع في ذلك ما يلي:

- السيد يونس أبو جليل : الضريبة في الإسلام والتشريع الوضعي، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، ١٩٨١م، ص ١٩٩.
- د/ على أحمد السالوس : مخاطر التمويل الإسلامي، بحث قدم إلى المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، المملكة العربية السعودية، ١٤٢٦ هـ - ٢٠٠٥م، ص ٤٠.
- د/هيثم محمد حرمي : مكافحة التهرب الضريبي في ضوء القانون المصري، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة بنها، ١٤٣٢ هـ - ٢٠١١م، ص ٢٧٠.
- د/ يوسف القرزاوي : فقه الزكاة "دراسة مقارنة" الجزء الثاني، الطبعة الخامسة والعشرون، مكتبة وهبة، مصر، ١٤٢٧ هـ - ٢٠٠٦م، ص ٧٩٢.

أولاً: معامل الاختلاف coefficient variation

هو مقياس نسبي "معياري" لدرجة التشتت حيث يربط الخطر " مقياس الانحراف المعياري" وبين العائد "مقاساً بالقيمة المتوقعة"، ولذلك يصبح معامل الاختلاف أكثر دقة وتفصيلاً عن الانحراف المعياري عند المقارنة بين عدة أصول مستقلة، ومختلفة فيما بينها من حيث العائد والخطر. لأنه يعبر عن درجة الخطر لكل وحدة من العائد، وكلما ارتفعت قيمته دل ذلك على ارتفاع مستوى الخطر^(١).

ثانياً: معامل الانحراف المعياري standard deviation

لا يكون مقبولاً لقياس المخاطر إلا في حالة تساوى العائد المتوقع لكافة الصكوك " الأوراق المالية" لذلك يتم به قياس مدى انحراف عائد الصك عن العائد المتوقع، ويؤخذ بعين الاعتبار عائد الصك لسنوات سابقة، أي أنه يقيس مقدار التشتت عن الوسط الحسابي " يحسب المتوسط الحسابي لعائد الصك لسنوات سابقة، ثم مقارنة العائدات السنوية مع متوسطها الحسابي للحصول على درجة الانحراف، وكلما كانت درجة الانحراف كبيرة كلما كانت المخاطر كبيرة^(٢).

ثالثاً: معامل بيتا Beta coefficient

يعد من أهم المقاييس المستخدمة في حساب المخاطر النظامية، لقياس حساسية عائد الورقة المالية " الصك" نتيجة للتغيرات التي تطرأ على عائد السوق، وهو أحد مقاييس المخاطر الأكثر شيوعاً في الاستخدام، والمعامل هو عبارة عن رقم، فإذا كان

(١) د/محمد على محمد على: إدارة المخاطر المالية في الشركات المساهمة المصرية، رسالة دكتوراه، جامعة القاهرة، كلية التجارة، مصر، ١٤٢٥هـ - ٢٠٠٥م، ص ١٦ - ١٧.

(٢) المرجع السابق، ص ١٨.

الرقم أقل من واحد فمعناه " أن نسبة تذبذب السهم أقل من نسبة تذبذب السوق " ومن ثم يكون السهم متدني مستوى الخطورة .

وإذا كان الرقم يساوي واحد معناه " السهم يسير وفقاً لتذبذب المؤشر العام للسوق " وإذا كان

أكبر من واحد فمعناه " السهم يكون تذبذبه أعلى من تذبذب المؤشر العام للسوق وفق بعد الرقم من الرقم واحد^(١) .

إذاً تتميز الصكوك عن السندات التقليدية ببعض المخاطر التي يجب وضعها في حسيان، والمستثمرون Issuers عند عملية الإصدار بواسطة المصدرون ويمكن حصر هذه المخاطر كالاتي Investors^(٢):

(١) يمكن التوصل إلى قياس "B" من خلال الآتي:-

$$\beta_i = \text{cov}(\bar{R}_i, R_m) / \sigma^2(\bar{R}_m)$$

Bi المعامل بيتا للصك

Rm معدل عائد مؤشر السوق

Ri معدل عائد الصك

2(Rm) σ : تباين معدل عائد مؤشر السوق

cov(Ri, Rm) : التباين المشترك أو التباين المشترك : هو حاصل ضرب معامل الارتباط (p بين عائد

الصك (Ri ومعدل عائد السوق) (Rm مضروب في الانحراف المعياري لعائد مؤشر السوق

(σ m) والانحراف المعياري للصك (σ i)

لمزيد من التفصيل انظر:

- د/ سليمان ناصر & ربيعة بن زيد : إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي الخامس حول الصيرفة الإسلامية والتمويل الإسلامي تحت عنوان إدارة المخاطر ، التنظيم والإشراف ، معهد الدراسات المصرفية ، عمان المملكة الأردنية الهاشمية - ٦ - ٧ أكتوبر ٢٠١٢ م ، ص ١٤ .

(٢) د/ محسن أبو عوض: مخاطر الصكوك الإسلامية، دراسة صادرة عن البنك العربي الإسلامي، عمان، الأردن ص ٣٢ .

- مخاطر التعثر من جانب الملتزمين.
- مخاطر التسويقية Market Risk "سواء المخاطر النظامية، أو المخاطر الخاصة بالورقة المالية"
- مخاطر تذبذب العائد " تتشابه مع مخاطر أسعار الفائدة في السندات التقليدية"
- مخاطر تغير أسعار الموجودات - محل الصكوك.
- مخاطر ارتفاع تكاليف الإصدار .
- مخاطر عدم تلبية احتياجات المستثمرين التقليديين ، مثل عمليات التحوط والمبادلات ، وغيرها من عمليات المشتقات المالية.

المطلب الثالث

إدارة مخاطر الصكوك

لا شك أن أهم فارق بين صكوك التنمية والسندات هو أن الأخيرة مضمونة بقيمتها إضافة إلى ضمان الفوائد المحددة لها ،. في حين أن الاستثمار في الصكوك يقوم على قاعدة المشاركة في الغرم والغنم.

إذاً فإن إدارة المخاطر المالية : هي العمليات التي تتضمن معرفة المخاطر التي تواجه المنشأة ، وتحديد الأثر المالي الذي يمكن أن يحدثه كل خطر بالنسبة للمنشأة ، ثم اتخاذ قرارات مدروسة لتجنب تلك المخاطر ، أو تقليصها أو تحويلها، أو قبولها كما هي^(١).

(1) Bozzo,NL Enhancing shareholder value through risk management,TMA journal 1998. vol 18 .No.6 p4.

وذلك بإتباع منهج علمي في إدارة المخاطر كآلاتي:

١- تحديد المخاطر.

أولى الخطوات في إدارة المخاطر ، هو تحديد نوعية المخاطر التي يتوقع أن تتعرض لها الصكوك " مخاطر عامه - مخاطر خاصة " وتحديد مصدر هذه المخاطر سواء كانت مخاطر ائتمان - سوق - سلع وخدمات - سعر صرف - سعر فائدة - تضخم - مخاطر شرعية" ويجب الوقوف على أسباب تلك المخاطر ، وضرورة أن تكون عملية تحديد المخاطر عملية مستمرة.

٢- تقييم المخاطر.

يستخدم تقييم المخاطر كأداة تخطيط، ويجب أن يعطى صورة شاملة عن المخاطر ، فبعد

أن يتم تحديد المخاطر يجب أن يتم قياسها وتقييمها للوقوف على احتمالات الخسارة.

٣- دراسة اختيار البدائل المناسبة للتعامل مع المخاطر.

يجب دراسة البدائل اللازمة للتعامل مع كل نوع من أنواع مخاطر الصكوك، واتخاذ القرار اللازم باختيار البديل المناسب سواء بتجنب تلك المخاطر ، أو توزيعها أو قبولها والتعامل معها ، خاصة في حالة وجود إدارة جيدة لإدارة المخاطر .

٤- تنفيذ القرار.

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

● آليات إدارة مخاطر صكوك التنمية

هناك آليات متعددة تستخدم في إدارة مخاطر الصكوك، ومن هذه الآليات التي أقرها الفقه الإسلامي للاستثمار منها :

أ- ضمان المضارب ونحوه من القائمين بالاستثمار في حالة التعدي أو التقصير أو مخالفة القيود والالتزامات التي فرضها الشارع على المضارب في عقودهم، وتصرفاته، وإدارته للمشروع ، أو مخالفته للشروط أو العرف التجاري.

ب- ضرورة القيام بكل ما تقتضيه مستجدات العصر مثل دراسات الجدوى، والاعتماد على أهل الخبرة ، وذلك من الأهمية لتخفيض ، أو تجنب المخاطر قدر الإمكان ، كما أن هذه الأمور تقتضيها قواعد الاستثمار في عصرنا الحاضر ، حيث إذا ثبت عدم القيام بذلك يكون ضامناً مع العلم بأن كفاءة إدارة الصكوك هو سر نموها ، وبقدر حسن الإدارة بقدر ما يتحقق لتلك الصكوك من الربحية ، والسيولة، والأمان، فضلاً عن مراعاة القواعد الإسلامية الأخلاقية. قال تعالى "قَالَتْ إِحْدَاهُمَا يَا أَبَتِ اسْتَأْجِرْهُ إِنَّ خَيْرَ مَنِ اسْتَأْجَرْتَ الْقَوِيُّ الْأَمِينُ" القصص: ٢٦.

ويمكن إعطاء الحق لحملة الصكوك في مراقبة الإدارة من خلال جمعية تمثلهم " عدا صكوك المضاربة"^(١). ولا شك أن دراسة الجدوى المقدمة من المضارب

(١) صكوك المضاربة لا يجوز لحملة الصكوك التدخل في الإدارة، وإن كان من حقهم متابعة تصرفات المضارب للتأكد من التزامه بشروط المضاربة .

لمزيد من التفاصيل انظر ما يلي:

● د/ سليمان ناصر : إدارة الصكوك الإسلامية -مرجع سابق ، ص ٣.

والبيانات التي بنيت عليها هذه الدراسة، تتضمن الربح المتوقع من المشروع ، والتي أشار إليها في نشرة الإصدار تعد قرينه قوية على بطلان دعوى الخسارة المجردة عن دليل.

وما يحكم عليه بضمان الربح المعلق المتوقع في دراسة الجدوى، حتى يقدم الدليل على الخسارة التي يدعيها ، ويثبت أن ما ورد في الدراسة لم يحقق لسبب لا يد له فيه، بل لظروف طارئة لم يكن من الممكن توقعها أو قياس نتائجها^(١).

من هنا كانت محاسبة ومراقبة من تولى من أمر المسلمين شيئاً أمر واجب شرعا حتى تتم مكافأة المحسن، وعزل من قصر، لذا نجد الفاروق عمر بن الخطاب رضي الله تعالى عنه ، قد عين محمد بن سلمه كبير المفتشين على العمال ، علاوة على أنه كان يأمر عماله أن يوافقوه بالمواسم، وإذا اجتمعوا يقول لهم " أيها الناس إني لم أبعث عمالي عليكم ليصيبوا من أبتاركم ، ولا من أموالكم، وإنما بعثتهم ليحجزوا بينكم، وليقسموا فيكم"^(٢)

(١) د/ حسان حامد: ضمان رأس مال أو الربح ف صكوك المقارضة ، مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي الدورة الرابعة مرجع سابق مجلد ٣ ، ص ١٨٧ .

(٢) د/ عيسى عبده: النظم المالية في الإسلام ، مطبوعات معهد الدراسات الإسلامية مصر، ١٩٧٣م، ص ٣٠ .

ج - ضمان الطرف الثالث^(١).

يجوز تعهد طرف ثالث غير المضارب، أو وكيل الاستثمار، وغير أحد الشركاء بالتبرع بالتعويض عن الخسارة، دون ربط بين هذا التعهد، وبين عقد التمويل بالمضاربة أو عقد الوكالة بالاستثمار

ح- تأمين مخاطر الاستثمار لدى شركة تأمين إسلامية، على الديون المشكوك في تحصيلها.

(١) أحيانا تعتمد البنوك الأوروبية على ما يسمى أسلوب التمويل المنتظم : ويتم ذلك بفصل مصدر الوفاء بقيمة فوائد سندات الديون ، وأصل مبلغ القرض عن البنك نفسه ،مثال ذلك : أن يقوم البنك ببيع بعض أصوله المضمونة بسعر منخفض لمنشأة متخصصة غالباً ما تكون في صورة بنك متخصص في ذلك النشاط يطلق عليها S.P.v وسيلة ذات غرض خاص **Speacial Purpose vehicle** ،ومن المستبعد تعرضها للإفلاس من خلال دعمها ائتمانياً ، فتدخل الأصول في الذمة المالية للبنك المتخصص، وتبتعد عن مخاطر البنك الراغب في التوريق ، هذه الأصول تكون في معظم الأحيان سندات مديونية، مضمونه بحقوق رهن أو ملكية لدى البنك =الذي يكون دانناً لمجموعة المدينين الذين يكونون غالباً مقترضين، وتجسد هذه السندات مديونية البنك ، فتنتقل الأصول " سندات المديونية " بضماناتها للمنشأة المتخصصة S.P.V. ،وتصدر المنشأة ذات الغرض الخاص أوراقاً مالية مالهية تكون غالباً سندات بعلاوة إصدار وبقيمة تعادل قيمة الديون، وذلك للحصول على سيولة نقدية تمكنها من شراء سندات المديونية ، وتلجأ إلى القروض المصرفية البسيطة لتمويل شراء السندات مع مراعاة آجال الوفاء بقيمة القرض المصرفي ،الفصل بين البنك البادئ لعملية التوريق – وبين السندات يمكنه بسرعة وقبل حلول تاريخ استحقاق مديونياته لدى المدينين الأصليين ، زيادة قدرته التحويلية بكلفة منخفضة عن طريق ما تصدره S.P.V من الأوراق المالية، أكثر مما لو كان البنك هو الذي أصدر هذه الأوراق المالية، وتحمل مصاريف إصدارها وما يرتبط بذلك من عمليات الترويج والدعاية ، والاكتتاب ،ويتم الاتفاق بين البنك البادئ للتوريق ، وال S.P.V على ضرورة التوفيق بين تواريخ استحقاق المتحصلات النقدية من المدينين ، وتواريخ استحقاق المستثمرين لفوائد ديونهم .

يراجع هنا:

- Frank J. fabozzi, the hand book of Mortgage Backed .securities, pub, Mc Grew Hill4 ed

د - الاحتياطات .

يمكن ترتيب صندوق خاص بالجهة المصدرة وحدها، أو بالتعاون مع المؤسسات

الاستثمارية، يستخدم للتعامل مع كافة مخاطر الصكوك ، وبالطبع فإن تكوين الاحتياطات رهين بتحقيق أرباح^(١).

هـ - القيام بالرهن ، أو الكفالة^(٢).

عند التأكد من وجود حالات تعدى أو تقصير، أو مخالفة الشروط الموضوعية، أو العرف التجاري.

(١) قرار مجمع الفقه الإسلامي بشأن سندات المقارضة، وسندات الاستثمار " ليس هناك ما يمنع شرعاً من النص في نشرة الإصدار على اقتطاع نسبة معينة في نهاية كل دوره ، إما من حصة حملة الصكوك من الأرباح ، وإما من حصصهم في الإيرادات الموزعة تحت الحساب ووضعها في احتياطي خاص لمواجهة مخاطر خسارة رأس المال ... ولمزيد من التفاصيل ، انظر:

• مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي مرجع سابق، المجلد الثالث ، ص ٢١٦٤ .

(٢) الرهن: للدائن أن يشترط على المدين تفويضة ببيع الرهن عند حلول أجل الدين للاستيفاء من ثمناً دون الرجوع إلى القضاء.

- الكفالة: التزام طرف آخر على سبيل التبرع ، وكفالة الشخص المليء ذو الخلق الحسن وسيله ناجحة في تخفيض مخاطر توظيف حصيلة الصكوك لإسلامية.

لمزيد من التفصيل انظر:

• المعايير الشرعية: هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية-...مرجع سابق ، معيار رقم ٥ ص ٦٠ .

و- التحوط

يقوم على حماية الاستثمارات في الصكوك من التقلبات التي تحدث في أسواق الأصول ، والأسواق المالية، ويمكن التحوط بالآتي:-

ز- عقد السلم.

يعتبر بيع دين السلم قبل قبضة من القضايا التي تثير خلافات فقهية؛ حيث يتم شراء احتياجاته المستقبلية، ولكن بثمن حال، وبالتالي يحقق بيع السلم التحوط المطلوب، بتثبيت ثمن الشراء المستقبلي، وهو يعد صيغة لمعالجة مخاطر الأسعار، عند بيع سلعة موصوفة في الذمة، فإن البائع ينقل المخاطرة إلى من هو أقدر على التعامل معها.

وقد أجاز الإمام مالك بيع دين السلم قبل قبضة أن يدفع الثمن بحد أقصى ثلاثة أيام، ومنع ذلك سائر الأئمة. وقد روى مالك في الموطأ عن سعيد بن المسيب ، وسليمان بن يسار ، وابن شهاب ، وأبي بكر بن حزم، أنهم نهوا عن بيع الرجل حنطة بذهب إلى أجل ، ثم يشتري بالذهب تمراً قبل أن يقبض الذهب ، فقد كان تعقيب الإمام مالك على ذلك " إنما نهى هؤلاء أن يبيع الرجل حنطة بالذهب ، ثم يشتري الرجل بالذهب تمراً قبل أن يقبض الذهب من بائعه الذي اشتري منه الحنطة ، فأما أن يشتري بالذهب الذي باع به الحنطة إلى أجل تمراً من غير بائعه الذي باع من الحنطة قبل أن يقبض الذهب، ويحيل الذي اشتري منه التمر على غريمه الذي باع منه الحنطة بالذهب الذي له عليه في ثمن التمر فلا بأس بذلك ، وقد سألت عن ذلك غير واحد من أهل العلم فقلما يروا به بأساً"^(١).

(١) مالك بن أنس: الموطأ، دار إحياء التراث العربي، بيروت، لبنان، ج ٢، ص ٦٤٣.

وتخريجاً على المشهور في مذهب الإمام مالك، ووجه عند الشافعية، وفي رواية رجحها ابن تيمية وتلميذه ابن القيم عند الإمام أحمد جواز بيع الدين النقدي المؤجل لغير المدين بسلعة حاضرة إذا انتفي غرر عدم القدرة على تسليم الدين في وقت محله^(١).

• البيع مع استثناء المنفعة.

وهي من أبسط أدوات الحماية من المخاطر المتعلقة بالأعيان، سواء مخاطر تلفها أو تغير قيمتها، فإذا أراد المستثمر الحصول على عائد من عقار مثلاً، وتحديد المخاطر السوقية أو الطبيعية " فيمكنه بيع عقار بثمن مؤجل مع استثناء منافع العقار مدة العقد، سواء كانت المنافع تتعلق بوحدات سكنية، أو تجارية، واستثناء هذه المنافع يعني أن المستثمر لا يزال يمكنه أن يؤجر هذه الوحدات والحصول على الأجرة دون التعرض لمخاطر

• السلم بسعر السوق يوم التسلم.

السلم بسعر السوق وقت التسليم، للمشتري أن يدفع مبلغاً من المال مقابل كمية من السلعة محددة القيمة لكنها غير محددة المقدار وقت التعاقد، ويتم تحديد المقدار عند حلول الأجل من خلال معرفة سعر الوحدة من السوق^(٢).

(١) د/ عبدالكريم أحمد قندور: إدارة المخاطر بالمؤسسات المالية الإسلامية من الحلول الجزئية إلى التأصيل مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول - دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، الإمارات العربية المتحدة، ٣١ مايو - ٣ يونيو ٢٠٠٩م، ص ٣٣

(٢) د/ سامي إبراهيم السويلم: البحث عن أدوات مبتكرة لمعالجة المخاطر، حولية البركة، دله البركة، الأمانة العامة للهيئة الشرعية، مكة المكرمة، العدد السادس، رمضان ١٤٢٥ هـ - ٢٠٠٤م، ص ٣٢٥.

• التحوط باستخدام العربون.

أن يشتري العميل السلعة، فيدفع من ثمنها جزءاً، ويقول للبائع إذا لم أشتري منك غداً فيحق لك أخذ الجزء المدفوع مقدماً من الثمن ، ويعد هذا العقد ملزماً في حق البائع " لا يستطيع أن يمتنع عن تنفيذه" أما المشتري فهو بالخيار خلال المدة المتفق عليها، وحكمة جائز عن الحنابلة بخلاف الجمهور^(١).

• خيار الشرط:

يمكن استخدام الخيار الشرعي، و " هو ما يثبت للمتعاقدين، أو أحدهما، أو الغير من الحق في إمضاء العقد، أو فسخه خلال مدة معينة بناء على اشتراط سابق " في التحوط ضد مخاطر عدم الوفاء بالوعد من قبل مشتري السلعة بالمرابحة من خلال الاتفاق مع البائع على مدة خيار معلومة للسلعة عند شرائها - طالبت تلك المدة أم قصرت^(٢).

ح - التنويع:

تقوم تلك الآلية على تنويع استثمارات الصكوك الإسلامية من أجل تخفيض درجة المخاطر دون أن يترتب على ذلك تأثير على العائد ، وهو ما يعرف بالتنويع الكفاء ، وتوجد أسس مختلفة للتنويع أهمها :-

(١) أبو محمد عبدالله بن أحمد بن محمد بن قدامة: المغنى ويليه شرح الكبير، دارالكتب العلمية، بيروت ١٩٨٠م، ج ٤ ، ص ٥٨ - ٥٩.

(٢) د/ رانية زيدان شحاتة العلوانه: إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، حالة الأردن، رسالة ماجستير، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، الأردن، ٢٠٠٥م ، ص ٩٠.

• تنويع جهة الإصدار:

ويقوم على تنويع جهة الإصدار، ويوجد أسلوبان شائعان في هذا الصدد :

أ- التنويع البسيط:

ويقوم على المثل القائل " لا تضع كل ما تملكه من بيض في سلة واحدة " Not putting ALLEggs in on Baske ويعتمد على التنويع في جهات الإصدار مع عدم المغالاة في ذلك ، لما له من كثير من العيوب ، والتي يأتي في مقدمتها صعوبة إدارة الاستثمارات ، واحتمال اتخاذ قرارات استثمارية غير سليمة ، أو ارتفاع متوسط تكاليف الشراء.

ب- تنوع ماركوتز Markowitz Diversification :

يقض بضرورة الاختيار الدقيق للاستثمارات المكونة للمحفظة، وذلك بمراعاة درجة الارتباط بين العوائد المتولد عنها. فعندما تكون هناك علاقة طردية بين عوائد الاستثمارات التي تتكون منها المحفظة فإن المخاطر التي تتعرض لها تكون أكبر مما لو كانت تلك العوائد مستقلة ولا يوجد بينها علاقة ، أو توجد علاقة عكسية .

ولما كانت معامل الارتباط يتراوح بين (+1) و (-1) فقد استنتج ماركوتز أنه كلما انخفض معامل الارتباط بين عوائد الاستثمارات الفردية ، انخفضت المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة.

وهذا الأسلوب في التنويع قد ينجح ليس فقط من التخلص من المخاطر الخاصة، بل والتخلص من جزء من المخاطر العامة "المنتظمة" إذاً يعتبر أفضل استثمار مفتوح هو ذلك الاستثمار الذي يكون معامل الارتباط بين العائد المتوقع من ورائه ، وبين معدل المتوقع من الاستثمارات القائمة بالفعل ارتباط سالب^(١) .

(١) عبد الغفار حنفي: الاستثمار في الأدوات المالية" الأسهم ، السندات ، وثناق استثمار الخيارات"، الدار الجامعية ، الإسكندرية، مصر ٢٠٠٢م ، ص ١٧

• تنوع تواريخ الاستحقاق:

يتم إتباع سياسة رشيدة بشأن توزيع الأموال المستثمرة في المحفظة المالية طويلة الأجل ، وقصيرة الأجل ، وتوجد مئة عدة أنواع.

١. الأسلوب الهجومى :

يقوم ذلك الأسلوب على التحول المستمر من الصكوك طويلة الأجل إلى الصكوك قصيرة الأجل وفقاً للظروف ، أي وفقاً للاتجاهات المتوقعة لأسعار العائد، فإذا أشارت الدراسات إلى أن هناك ارتفاع في عائدات الصكوك قصيرة الأجل، فإنه يمكن أن يتم بيع الصكوك طويلة الأجل واستخدام حصيلتها في شراء صكوك قصيرة الأجل " بعد دراسات مستفيضة " وذلك على اعتبار أن الصكوك طويلة الأجل هي الأكثر عرضة لمخاطر التضخم، كما أن القدرة على التنبؤ بالمخاطر التي يتعرض لها صك يستحق بعد ثلاث سنوات هي أكثر بكثير من القدرة على التنبؤ بالمخاطر التي يتعرض لها صك بعد خمسة وعشرين عاماً .

٢. تدرج تواريخ الاستحقاق :

يمكن لإدارة البنك توزيع مخصصات المحفظة على استثمارات ذات تاريخ استحقاق متدرج ، ويقضى هذا الأسلوب قيام إدارة البنك بوضع حد أقصى لتاريخ الاستحقاق الذي يمكن قبوله ، وبعد ذلك تقوم إدارة المحفظة بوضع هيكل لتواريخ الاستحقاق توزع على أساس الموارد المتاحة للاستثمار .

٣. التنويع القطاعي:

يهدف إلى تخفيض المخاطر الخاصة بالصكوك، بناء على ارتباط بين الصكوك الإسلامية والسوق بصفة عامة، بحيث يمتد إصدار الصكوك لكافة قطاعات النشاط الاقتصادي

٤. التنويع الدولي :

يهدف إلى استغلال تطور أسواق المال العالمية عن طريق إصدار صكوك في أكثر من دولة، وينعش عملة كل دولة ، وذلك يسهم في التحوط ضد مخاطر أسعار الصرف^(١).

(١) المرجع السابق مباشرة ، ص ١٨ - ١٩ .

الخاتمة

اللهم اجعل عملي صالحاً، واجعله لوجهك خالصاً، وتقبله يا ذا الجلال والإكرام فقد وفقنا الله عز وجل إلى الانتهاء من هذا البحث الذي تناول تعريف الصكوك وأدلة مشروعيتها، وإدارة مخاطر الصكوك، وطرق قياسها، والتجارب الدولية في مجال استخدام الصكوك، والدور الذي يمكن أن تقوم به صكوك التنمية كأداة تستطيع توفير احتياجات الدول من السيولة اللازمة لتمويل مشاريع البنية التحتية، والمشروعات التنموية المخطط لها والاستثمارات العامة.

وتعرض البحث لنظرة الشريعة الإسلامية للمخاطر باعتبارها من مقومات المنهج الاستثماري الإسلامي، حيث إنه يقوم على مبدأ الغنم، والغرم، وهذا لا يمنع من آلية للتعامل مع مخاطر الصكوك تقوم على منهج علمي، ويتمثل في تحديد المخاطر، وتقييمها، ثم دراسة البدائل واختيار الأنسب منها المناسبة للتعامل مع المخاطر، والعمل على تجنب المخاطر، أو توزيعها، أو قبولها.

علاوة على إثبات انفراد النظام المالي الإسلامي، باستقلالية كماله، وشموله لأنواع وأنظمة يمكن أن توفر حلولاً شرعية متنوعة للشركات، والحكومات الراغبة في الاستفادة من التمويل عن طريق الصكوك، وبذلك تجمع بين الكفاءة الاقتصادية والمصدقية الشرعية.

وبالفراغ مما سبق بيانه من إيضاحات حول موضوع البحث، فإننا نخلص منه إلى عدد من النتائج، ثم يعقب هذه النتائج توصيات مواتية لها، وذلك على النحو التالي:-

أولاً : نتائج الدراسة.

- ١- إن إصدار المصارف للصكوك ، كأداة مالية لتعبئة المدخرات ، وتوجيه الاستثمارات ، بأنواع مختلفة من حيث الأجل والصيغ : صكوك مضاربة، مشاركة، إجارة، سلم، استصناع ، يعتبر استجابة عملية للتطوير والابتكار ، وتوسيع قاعدة الأوراق المالية الإسلامية ، وجذب متعاملين جدد يوسع قاعدة المتعاملين ، ويحقق خصائص السوق الجيدة .
- ٢- عدم مجارة الاقتصاد الغربي في ممارسات التوريق ، وإنما يجب ابتكار أدوات مالية إسلامية جديدة ومتطورة نابعة من الفقه الإسلامي في مجال المعاملات ، حيث إن في الحلال ما يغنى عن الوقوع في الحرام، بل وحتى الوقوع في الشبهات .
- ٣- تختلف الصكوك عن الأوراق المالية الأخرى كالأسهم ، والسندات وأذون الخزانة.
- ٤- تشهد إصدارات الصكوك معدلات نمو مرتفعة ، مما يؤكد وجود فرص حقيقية للسوق المالية للأدوات الإسلامية طويلة ، ومتوسطة ، وقصيرة الأجل ، وإلى تنامي هذه الفرص، وتزايد الطلب على الأدوات، واتساع سوق الأوراق المالية الإسلامية في المستقبل .
- ٥- تجمع الصكوك بين خصائص أدوات الدين ، وأدوات المشاركة؛ حيث تميل بعض أنواع الصكوك من حيث الخصائص لأدوات الدين أكثر كصكوك الإجارة، وهناك صكوك تميل لصيغ المشاركة أكثر كصكوك المضاربة والمشاركة والوكالة، مما يجعلها تخلق نوعاً من التوازن بين الدين والملكية.

- ٦- يمثل الإطار التشريعي عاملاً حيويًا للتوسع في سوق الصكوك؛ نظراً لما يوفره من حماية، وضبط المعاملات، وإرساءٍ للأعراف، واستقرار لها، وبتيح جذب متعاملين جدد إلى السوق.
- ٧- على الرغم من النجاح الذي حققته الصكوك خلال فترة قصيرة، إلا إنها مازالت تعاني من مشاكل تنظيمية، وتشريعية، وشرعية، هذا إلى جانب اختلاف معاييرها من دولة إلى أخرى على الرغم من محاولات توحيد تلك المعايير.
- ٨- تعد تجربة كلٍ من "ماليزيا، الإمارات، السعودية، البحرين" في إنشاء سوق مالي إسلامي تجربة تستوجب الدراسة لاستخلاص الدروس المستفادة، والايجابيات و السلبيات، وسبل التخلص من السلبيات، وتعظيم الايجابيات.
- ٩- من آليات تجنب المخاطر، دراسة الجدوى، وكفاءة الإدارة، والضمانات بما تتضمنه من الكفالة، الرهن، وضمان الطرف الثالث، والتأمين التعاوني.
- ١٠- النظام المالي الإسلامي تشريع هداية، وعبادة، وتنظيم، وأنه فريضة دينية خالدة، وباقية بقاء الإسلام، ويصلح في كل الظروف والأحوال.

ثانياً: التوصيات

- ١- ضرورة تكاتف جهود الحكومات مع المؤسسات المالية بصفة عامة، والإسلامية بصفة خاصة على تشجيع الاعتماد على الصكوك في مجال استقطاب وتوظيف الموارد لتمويل موازنة الدولة.
- ٢- استغلال الشركات العامة الرباحة، في طرح صكوك مشاركة بتوريق حصة الحكومة في تلك الشركات " بديلاً عن الخصخصة" وطرحها للمستثمرين.

- ٣- استخدام الصكوك في تمويل الهيئات ، والشركات ، والقطاعات التي تستحوذ على نصيب كبير من الاستثمار العام كالكهرباء ، والنقل ، والمياه.
- ٤- استخدام الصكوك قصيرة الأجل كصكوك المرابحة ، والسلم في إدارة السياسة النقدية ، من خلال البنك المركزي ، وآليات السوق المفتوح .
- ٥- السعي لتصنيف الصكوك التي يتم إصدارها من قبل مؤسسات تصنيف دولية معترف بها ؛سعيًا لتقليل المخاطر ودعمًا للثقة فيها .
- ٦- مراعاة المخاطر المختلفة للصكوك عند إصدارها، مما يسهم في توفير منتج مالي إسلامي منخفض المخاطر .
- ٧- توفير السيولة لحاملي الصكوك عند الطلب ، من خلال توفير التداول في سوق الأوراق المالية ، وتشجيع مؤسسات الاستثمار الأساسي ، والبنوك والمؤسسات الوسيطة على التعامل بهذه الصكوك مما يساعد على نمو وازدهار حجم التعامل في الصكوك.
- ٨- ضرورة أن تتم عملية إصدار الصكوك وتداولها ممن هم على معرفة فنية متخصصة بجانب معرفة شرعية ، مما يقتضى تزاوج المعرفة الفنية مع الشرعية في عملية تصميم وطرح الصكوك، حتى تأتي متسقة مع ضوابط وأحكام الشريعة الغراء

المراجع

أولاً: القرآن الكريم

ثانياً: المراجع باللغة العربية.

١. الحافظ أحمد بن على العسقلاني : فتح الباري بشرح صحيح البخاري ، راجعة قصي محب الدين الخطيب ، دار الريان للتراث، القاهرة ، ١٤٠٧ هـ - ١٩٨٦ م
٢. أحمد محمد حسنين إبراهيم الهايج : استخدام الصكوك لتمويل الاستثمارات العامة، رسالة ماجستير، جامعة القاهرة، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، ٢٠١٢ م
٣. أحمد النجار: الصكوك الإسلامية ودورها في تمويل الموازنة العامة للدولة، ندوة الصكوك الإسلامية وسبل تطبيقها في مصر، جامعة الأزهر الشريف، القاهرة ، الأربعاء ٢١ من ربيع الآخر ١٤٣٢ هـ - ١٤ مارس ٢٠١٢ م
٤. أسامة عبد الحليم الجورية: صكوك الاستثمار، ودورها التنموي في الاقتصاد، رسالة ماجستير، معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية، مصر، ٢٠٠٩ م
٥. إسماعيل شلبي : مقدمة عن النظام المالي في الإسلام ، بدون دار نشر، طبعة ٢٠٠٠ م.
٦. أشرف محمد دوابة: إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، مؤتمر المصارف الإسلامية اليمنية تحت عنوان " الواقع وتحديات المستقبل"، اليمن، مارس ٢٠١٠ م.

٧. الحافظ جلال الدين السيوطي: جامع الأحاديث، جمع وترتيب عباس أحمد صقر، وأحمد عبد الجواد، القاهرة، ١٩٨٤م
٨. جمال الدين أبو الفضل محمد بن مكرم بن أحمد بن منظور : لسان العرب، طبعة دار إحياء التراث العربي ، بيروت، ١٩٩٤م .
٩. حاتم أحمد عديلة: أثر إصدارات الصكوك علي النمو الاقتصادي في ماليزيا والإمارات، مؤتمر الشارقة الدولي الأول في التمويل الإسلامي، الإمارات ، ٥-٦ نوفمبر ٢٠١٤
١٠. حسان حامد: ضمان رأس المال أو الربح في صكوك المقارضة، مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة الرابعة، جدة، المملكة العربية السعودية، ١٨-٢٣ جمادى الآخرة ١٤٠٨، الموافق ٦ - ١١ فبراير ١٩٨٨م
١١. خالد وهيب الراوي : إدارة المخاطر المالية العامة، دار الميسرة للنشر، عمان، الأردن، ٢٠٠٩م.
١٢. رانية زيدان شحاتة العلونه : إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، حالة الأردن، رسالة ماجستير، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، الأردن، ٢٠٠٥م
١٣. الحافظ زكي الدين عبد العظيم المنذرى : الترغيب والترهيب من الحديث الشريف، طبعة دار إحياء التراث العربي، بيروت، ١٩٨٦م
١٤. السيد سابق : فقه السنة ، مكتبة دار الريان للتراث، القاهرة، ١٩٨٥.

١٥. السيد يونس أبو جليل : الضريبة في الإسلام والتشريع الوضعي، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، ١٩٨١م
١٦. شمس الدين محمد بن أبي بكر بن القيم الجوزية: أحكام أهل الذمة، تحقيق: سيد عمران، دار الحديث، ١٤٢٦ هـ - ٢٠٠٥م.
١٧. صفية أبو بكر: الصكوك الإسلامية، مؤتمر البنوك الإسلامية بين الواقع والمأمول، دبي، الإمارات العربية المتحدة، المنعقد في ٧-١٠ جمادى الآخرة ١٤٣٠هـ-٣١مايو-٣يونيو ٢٠٠٩م
١٨. طارق عبد العال حماد : مفهوم صكوك التمويل الإسلامي، المحاذير والتحديات ، مؤتمر صكوك التمويل الإسلامية بين الواقع والمأمول ، جامعة عين شمس ، كلية التجارة ، المؤتمر العلمي الرابع ، مصر، الثلاثاء ٢٢/١/٢٠١٣م.
١٩. طارق محمود عبد السلام السالوس ، المالية العامة ، جامعة الجزيرة ، دبي ، الإمارات العربية المتحدة، ٢٠١٢م .
٢٠. عباس شومان: صكوك التنمية المعوقات والحلول، مؤتمر صكوك التمويل الإسلامية بين الواقع والمأمول، المؤتمر العلمي الرابع، جامعة عين شمس ، كلية التجارة ، القاهرة، مصر ٢٢/١/٢٠١٣م.
٢١. عبد التواب سيد محمد : البديل الشرعي عن الربا في الشريعة الإسلامية "المضاربة" طبعة ٢٠٠٢م.
٢٢. عبدالغفار حنفي : الاستثمار في الأدوات المالية ، الأسهم والسندات ، وثائق استثمار الخيارات ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ٢٠٠٢م.

٢٣. أبو محمد عبد الله بن أحمد بن قدامه: المغنى ويليه شرح الكبير، دار الكتاب العربي بيروت ١٤٠٣ هـ - ١٩٨٣ م
٢٤. عبد المجيد عبد الله ديه: نحو نموذج إسلامي لصكوك الإجارة في الإجارة المنتهية بالتملك - مجلة مؤتة للبحوث والدراسات - سلسلة العلوم الإنسانية والاجتماعية تصدر عن جامعة مؤتة - الكرك - المملكة الأردنية الهاشمية - المجلد السابع والعشرون - العدد الخامس ٢٠١٢ م
٢٥. عبد الملك منصور المصعبي: الصكوك، مجله الجامعة الإسلامية، رابطة الجامعات الإسلامية، مصر، العدد ٣٧، ١٤٢٥هـ-٢٠٠٤ م .
٢٦. عبد المطلب عبد الرازق حمدان: المضاربة كما تجربها المصارف الإسلامية وتطبيقاتها المعاصرة، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، ٢٠٠٥ م .
٢٧. علاء الدين زعتري: الصكوك تعريفها، أنواعها، أهميتها، دورها في التنمية، حجم إصداراتها، تحديات الإصدار - بحث إلى ورشة العمل التي أقامتها شركة BDO بعنوان " الصكوك الإسلامية، تحديات، تنمية، ممارسات دولية"، عمان المملكة الأردنية الهاشمية ١٩، ١٨/٧/٢٠١٠ م.
٢٨. على أحمد السالوس: مخاطر التمويل الإسلامي، بحث قدم إلى المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، المملكة العربية السعودية، ١٤٢٦ هـ - ٢٠٠٥ م
٢٩. على محي الدين القرعة داغى: فقه البنوك الإسلامية دراسة فقهية واقتصادية، الطبعة الأولى، دار البشائر الإسلامية، بيروت، لبنان، ١٤٢٨ هـ - ٢٠٠٧ م.

٣٠. فياض عبد المنعم حسانين : أهمية ودور الصكوك الإسلامية في تمويل الموازنة العامة ندوة الصكوك الإسلامية وسبل تطبيقها في مصر ، جامعة الأزهر الشريف، القاهرة، يوم الأربعاء ٢١ من ربيع الآخر ١٤٣٣هـ - الموافق ١٤ مارس ٢٠١٢م
٣١. مالك بن أنس : الموطأ ، دار إحياء التراث العربي ، بيروت، لبنان .
٣٢. محمد سراج : النظام المصرفي الإسلامي ، طبعة دار الثقافة ، القاهرة، ١٩٨٩م.
٣٣. محمد على محمد على: إدارة المخاطر المالية في الشركات المساهمة المصرية، رسالة دكتوراه، كلية التجارة، جامعة القاهرة، ١٤٢٥هـ - ٢٠٠٥م
٣٤. محمد فهد سمحان العجمي : إدارة مخاطر الصكوك، مجلة مركز البحوث والدراسات الإسلامية، جامعة القاهرة، كلية دار العلوم، مصر، العدد ٣٥ ، عام ٢٠١٣م
٣٥. محمد الشحات الجندي : معاملات البورصة في الشريعة الإسلامية ، دار النهضة العربية ، مصر، ١٤٠٩هـ - ١٩٨٨م.
٣٦. محمد على بن أحمد بن سعيد بن حزم : المحلى، تحقيق وتعليق: أحمد شاكر، دار الأفاق الجديدة ، بيروت ، لبنان.
٣٧. محمد نبيل غنايم: التأصيل الشرعي للصكوك الإسلامية ، مؤتمر صكوك التمويل الإسلامية بين الواقع والمأمول، جامعة عين شمس، كلية التجارة، المؤتمر العلمي الرابع، مصر الثلاثاء ٢٢/١/٢٠١٣م

- ٣٨ . محيسن فؤاد محمد أحمد: نحو نموذج تطبيق إسلامي لتوريق الموجودات ، رسالة دكتوراه مقدمة للأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، الأردن ، ٢٠٠٦
- ٣٩ . أبو عبدالله محمد بن يزيد القزويني: سنن ابن ماجة، حققه: محمد فؤاد عبد الباقي، دار الفكر، بيروت، لبنان
- ٤٠ . مجمع اللغة العربية المعجم الوجيز، القاهرة، ١٤١٥ هـ - ١٩٩٤ م .
- ٤١ . هيثم محمد حرمي : مكافحة التهرب الضريبي في ضوء القانون المصري، رسالة دكتوراه ، كلية الحقوق، جامعة بنها، ٥١٤٣٢-٢٠١١م
- ٤٢ . وجيه إبراهيم عبده محمد: الصكوك الإسلامية بين الجدوى الاقتصادية ، وتحديات الإصدار، مؤتمر العلمي السنوي السابع، تحت عنوان الأفق القانونية والاقتصادية للاستثمارات في مصر، كلية الحقوق، جامعة بنها، مصر ، الفترة من ٢٨ : ٢٩ ابريل ٢٠١٣م
- ٤٣ . وهبة الزحيلي : الفقه الإسلامي وأدلته ، دار الفكر، دمشق، سوريا ، ١٤٠٥ هـ - ١٩٨٥ م .
- ٤٤ . يوسف القرضاوى : فقه الزكاة - دراسة مقارنة لأحكامها وفلسفتها في ضوء القرآن والسنة ، الطبعة الخامسة والعشرون ، مكتبة وهبة، مصر، ١٤٢٧ هـ - ٢٠٠٦ م .
- ٤٥ . يوسف كمال : فقه الاقتصاد النقدي، دار القلم، مصر، ٢٠٠٢م

ثالثاً: المراجع الأجنبية.

- 1- Bozzo, N.L. : Enhancing shareholder value through risk management, TMA journal 1998
- 2- Dina Audion: The Rating Agency Approach to credit, Euro money Publication Pic 1996
- 3- Frank J. fabozzi: the hand book of Mortgage Backed .securities, pub, Mc Grew Hilled
- 4- Mohammed Obaidullah: «Islamic Risk Management: Towards greater ethics and efficiency», International Journal of Islamic Financial Services ‘
- 5- Zamir Iqbal & Abbas Mirakhor: An Introduction to Islamic Finance: Theory and Practice ‘Singapore: John Wiley & Sons ‘2007.
- 6- International capital flow liberalization and stock market Development: across country Event study “world Bank December 1999.
- 7- International Islamic financial Market (IIFM) : Sukuk Report, A comprehensi Study of the international sukuk Market.