

الصكوك الإسلامية كبديل شرعي للتوريق التقليدي

د. رابع خويي جامعة بسكرة

أ. إبتسام ساعد جامعة الوادي

الملخص:

يعد التوريق (التسديد) أحد أهم منتجات الهندسة المالية في أسواق رأس المال منذ أوائل السبعينات حيث تقدم هذه العملية زيادة في السيولة وتوفير مصادر تمويل بديلة، لكن المبالغة في عمليات المضاربة (الإقراض) المثقلة بالديون التي بدأت تزحف نحو التوريق خلال السنوات العشر الأخيرة (مثل سندات القروض برهن موجودات، عمليات الرهن بأسعار فائدة متدنية...) والتعاملات الربوية على اختلاف ألوانها ومصادرها أسهمت في انفجار الأزمة المالية العالمية وعقدت الوضع في أسواق المال الدولية، مما دفع بعض الأصوات للمناداة بضرورة التوجه إلى نظام التمويل الإسلامي لطرحة بدائل أكثر أمانا وفعالية واعتباره السبيل الوحيد للخروج من المأزق الحالي.

Abstract:

Since the early seventies, the securitization is one of the main products of the financial engineering in the capital markets, but the exaggeration in speculative operations (lending) Heavily Indebted which began crawling toward securitization during the last ten years (such as Bond loans mortgage assets, processes mortgage interest rates low ...) and transactions usury of different colors and sources contributed to the explosion of the global financial crisis and held the situation in the international financial markets, Contributed Increased orientation to the Islamic finance to put safer alternatives, effective is only way out of the current crisis.

تخطو المصرفية الإسلامية خطوات واسعة في سبيل تثبيت بصماتها على خريطة صناعة المال المحلية والعالمية، إذ أن صناعة المال الإسلامية، وعلى الرغم من حداثة عهدها مقارنة بالنظام المالي التقليدي إلا أنها استطاعت ابتكار كم من المنتجات لا يستهان بها. حيث زادت قوة ونفوذ الأدوات الاستثمارية الإسلامية في العمليات المصرفية والاقتصادية المختلفة، وبرزت الصكوك الإسلامية بأنواعها المختلفة (من صكوك إجارة، وصكوك سلم، ومضاربة...) كواحدة من أهم هذه الأدوات التي استطاعت أن تجد لها موطئ قدم في أسواق المال العالمية. فقد تمكنت الصكوك الإسلامية من استقطاب أعداد كبيرة من المستثمرين من مختلف دول العالم، وليس في العالم الإسلامي فحسب، إذ أصبحت الصكوك الموازية للسندات في الاستثمار المصرفي التقليدي متاحة للجميع أفراداً وشركات وحكومات في دول أوروبا وآسيا وأمريكا.

في خضم هذا الانتشار الكبير والأهمية التي ميزت التصكيك الإسلامي يأتي هذا البحث للإجابة على التساؤل التالي: إلى ما هي البدائل التي توفرها الصكوك الإسلامية لسندات الدين التقليدي؟

هدف البحث:

يهدف البحث إلى التعرف بماهية الصكوك الإسلامية وأنواعها وخصائصها، وأسس إصدارها وتداولها، وواقعها العملي ومقارنتها بالسندات والأدوات الاستثمارية التقليدية. ومحاولة التوصل إلى البدائل الشرعية التي يمكن أن توفرها الهندسة المالية الإسلامية للتوريق التقليدي.

أهمية البحث:

ترجع أهمية الموضوع إلى الدور الكبير الذي باتت تلعبه الصكوك في الاقتصاد العالمي وقدرتها على الربط بين الاقتصاد الحقيقي والمالي، فقد شهدت السنوات الماضية تطورات هائلة في عملية التوريق كانت في معظمها في مجال توريق الديون وقد رافق ذلك موجة حادة من المضاربات، أدت إلى اتساع الفجوة بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المالي. باعتبار أن عقود الربا تفصل الربح عن النشاط الاقتصادي الحقيقي وعلى عكس التجربة الغربية فإن التصكيك الإسلامي يشترط وجود الأصول قبل تصكيكها، الأمر الذي يحفظ لها قيمتها.

خطة البحث:

ينقسم البحث إلى أربع نقاط رئيسية كما يلي:

أولاً. المفاهيم الأساسية للتصكيك الإسلامي واختلافها عن التوريق من المنظور التقليدي.

ثانياً. واقع صناعة الصكوك الإسلامية

ثالثاً. تقييم دور الصكوك الإسلامية مقارنة بالتورق التقليدي والبدايل الشرعية المتاحة.

رابعاً. التحديات التي تواجه صناعة الصكوك.

أولاً. المفاهيم الأساسية للتصكيك الإسلامي واختلافها عن التوريق من المنظور التقليدي:

تصدر الصكوك الإسلامية مقابل أصول غالباً ما تكون عقارية أو أصول أوراق مالية ذات عائد.

واصطلح الفقهاء تسمية عمليات التوريق في الاطار الاسلامي بعمليات التصكيك ، لسببين هما:

• كلمة تصكيك مشتقة من كلمة صكوك وهي تمثل البديل الاسلامي لكلمة سندات

وهي تعني ضمناً التعامل بأداة مالية قائمة على المداينة والفائدة المحرمة.

• كلمة التوريق في الفكر المالي التقليدي قائمة بصفة أساسية علي مكون الديون وهو ما

ينهي عنه الشرع في التبادل تفاضلاً.

I. تعريف الصكوك الإسلامية:

ورد تعريف التصكيك في قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي بأنه: إصدار وثائق أو شهادات مالية

متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية موجودات (أعيان أو منافع أو حقوق أو خليط من

الأعيان والمنافع والديون) قائمة فعلاً، أو سيتم انشاؤها من حصيلة الاكتتاب وتصدر وفق عقد

شرعي، وتأخذ أحكامه.¹

وجاء تعريفها في المعيار الشرعي رقم (17) الخاص بصكوك الاستثمار لهيئة المحاسبة والمراجعة

للمؤسسات المالية الإسلامية 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 وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله.²

وتعرف هذه الصكوك في هذا المعيار بالصكوك الاستثمارية تمييزاً لها عن الأسهم وسندات القرض.

يبين التعريفان السابقان أن إصدار الصكوك الإسلامية يكون في مقابل منافع سواء كانت أعيان

موجودة بأغراضها المتنوعة مثل إجارة المنافع واستيفاء أجرهما من حصيلة الاكتتاب فيها وتصبح

بعد ذلك منفعة عين مملوكة لحملة الصكوك، أو بغرض إعادة إجارتها واستيفاء أجرها من حصيلة الاكتتاب فيها وبذلك تصبح منفعة عين مملوكة لحملة الصكوك. ومن أنواع صكوك ملكية المنافع هي المنافع الموصوفة بالذمة أو من مصدر موصوف بالذمة مثل منفعة التطب من مركز صحي يتم تحديد منافعها دون تسميتها.

وبالتالي فإن الصك وفق هذا التصور يعتبر وسيلة من وسائل الاستثمار والمشاركة الفعلية التي يكون فيها رأس المال عرضة للربح والخسارة، ويكون العائد الحقيقي غير محدد من حيث الكم والعدد. تأسيسا على التعريفات السابقة لعملية التصكيك يمكن توضيح عدة سمات تتصل بهذه العملية علي الوجه التالي:

- التصكيك يمكن أن يُوَطر بإطار زمني محدد.
- تمثل الصكوك حصص ملكية شائعة في الموجودات
- الذمة المالية المفصولة تعني نظريا وجود الشركة ذات الأغراض الخاصة
- ضرورة أن تكون الأصول محل التصكيك مقبولة شرعا والغلبة فيها للأعيان.
- القابلية للتداول في السوق المالية متي ما توفرت الشروط الشرعية المطلوبة للتداول.
- الصك الاستثماري الإسلامي تخصص حصيلة الاكتتاب فيه للاستثمار في مشاريع أو أنشطة تتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية
- الصك الاستثماري الإسلامي يعطي حامله حصة من الربح
- الصك الاستثماري الإسلامي يلزم صاحبه بتحمل مخاطر الاستثمار كاملة.

II. الأهمية الاقتصادية للصكوك الإسلامية :

توفر عملية التصكيك عدة مزايا للمتعاملين في حقلها ، يمكن تقسيم هذه المزايا وفق الآتي³:

1. أهمية الصكوك بالنسبة للمصدر الأصلي

- تساعد عمليات التصكيك في الموازنة بين مصادر الأموال واستخداماتها بما يسهم في تقليل مخاطر عدم التماثل بين آجال الموارد واستخداماتها.
- يضاعف التصكيك من قدرة المنشآت علي إنشاء الأموال اي تحريرها لتأمين السيولة اللازمة لتمويل احتياجاتها المختلفة . بالإضافة لتنويع مصادر التمويل متعدد الآجال و

المكاملة للمصادر التقليدية وبالذات للمنشآت التي لا تستطيع الوصول مباشرة لسوق المال.

- يساعد التصكيك في تحسين نسبة كفاية رأس المال لانه عبارة عن عمليات خارج الميزانية

2. أهمية التصكيك بالنسبة للمستثمرين:

تتمثل أهمية الصكوك بالنسبة للمستثمرين في الجوانب الآتية:

- ينتج التصكيك أداة قليلة التكلفة مقارنة بالاقتراض المصرفي وذلك بسبب قلة الوسطاء والمخاطر المرتبطة بالورقة المالية المصدرة.

- تتميز أداة التصكيك بأنها غير مرتبطة بالتصنيف الائتماني للمصدر حيث تتمتع الأوراق المالية المصدرة بموجب عمليات التصكيك بصفة عامة بتصنيف ائتماني عالي نتيجة دعمها بتدفقات مالية محددة عبر هياكل داخلية معرفة بدقة بالإضافة للمساندة الخارجية بفعل خدمات التحسين وهذا قد لا يتوفر للسندات المصدرة بواسطة مؤسسات الأعمال الأخرى

- تعطي الصكوك الاسلامية عوائدا أعلي مقارنة ببقية الاستثمارات المالية الأخرى (الأوراق المالية الحكومية والسندات ذات الآجال المتقارب).

- توفر عمليات التصكيك فرصا استثمارية متنوعة للأفراد والمؤسسات والحكومات بصورة تمكنهم من إدارة سيولتهم بصورة مربحة.

III. أنواع صكوك الإسلامية: صكوك الاستثمار الإسلامية أنواع منها:⁴

1. صكوك ملكية الموجودات المؤجرة: هي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين مؤجرة أو عين موعود باستئجارها، أو يصدرها وسيط مالي ينوب عن المالك، بغرض بيعها واستيفاء ثمنها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح العين مملوكة لحملة الصكوك.

2. صكوك ملكية المنافع، وهي أنواع:

1/2. صكوك ملكية منافع الأعيان الموجودة وهي نوعان:

- وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين موجودة، بنفسه أو عن طريق وسيط، بغرض إجارة منافعها واستيفاء أجرتها من حصيلة الاككتاب فيها، وتصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك.
- وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك منفعة عين موجودة (مستأجر)، بنفسه أو عن طريق وسيط مالي، بغرض إعادة إيجارها واستيفاء أجرتها من حصيلة الاككتاب فيها، وتصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك.

2/2 صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة:

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض إجارة أعيان موصوفة في الذمة واستيفاء الأجرة من حصيلة الاككتاب فيها. وتصبح منفعة العين الموصوفة في الذمة مملوكة لحملة الصكوك.

3/2. صكوك ملكية الخدمات من طرف معين:

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

4/2. صكوك ملكية الخدمات من طرف موصوف في الذمة:

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض تقديم الخدمة من مصدر موصوف في الذمة (كمنفعة التعليم من جامعة يتم تحديد مواصفاتها دون تسميتها) واستيفاء الأجرة من حصيلة الاككتاب فيها، وتصبح تلك الخدمات مملوكة لحملة الصكوك.

3. صكوك السلم: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها؛ لتحصيل رأس مال السلم، وتصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك.

4. صكوك الاستصناع: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاككتاب فيها في تصنيع سلعة، ويصبح المصنوع مملوكا لحملة الصكوك.

5. صكوك المراجعة: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المراجعة، وتصبح سلعة المراجعة مملوكة لحملة الصكوك.

6. صكوك المشاركة: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع أو تطوير مشروع قائم، أو تمويل نشاط على أساس عقد من عقود المشاركة، ويصبح المشروع أو موجودات النشاط ملكاً لحملة الصكوك في حدود حصصهم، وتدار صكوك المشاركة على أساس الشركة أو على أساس المضاربة أو على أساس الوكالة بالاستثمار.

1/6. صكوك الشركة

هي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الشركة بتعيين أحد الشركاء أو غيرهم لإدارتها.

2/6. صكوك المضاربة

هي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس المضاربة بتعيين مضارب من الشركاء أو غيرهم لإدارتها.

3/6. صكوك الوكالة بالاستثمار

هي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الوكالة بالاستثمار بتعيين وكيل عن حملة الصكوك لإدارتها.

7. 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.

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

9. 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

IV مقارنة الصكوك الإسلامية بأدوات الاستثمار التقليدية⁵.

تتفق الصكوك الإسلامية مع أدوات الاستثمار التقليدية في بعض الأمور وتختلف معها في أمور أخرى كما يتضح مما يلي:

1. أوجه الاتفاق بين الصكوك والسندات:

- كلاهما أوراق مالية متداولة، غرضهما الأساسي هو التمويل.
- يمكن من خلال الصكوك أو السندات أداء وتنفيذ كثير من الوظائف المهمة، كالتحكم في حجم السيولة النقدية، وتمويل الأغراض المختلفة.
- تُصنّف الصكوك والسندات بشكل عام بأنها أوراق مالية ذات استقرار كبير، ومخاطر متدنية.

2. أوجه الاختلاف بين الصكوك والسندات:

- السندات ورقة مالية محرمة، والصكوك ورقة مالية مباحة مهيكلّة على عقود شرعية.
- الصك يمثل حصة شائعة في العين أو الأعيان المصكّكة، أو في العقود والأعيان المدرّة للربح والمثلة في صيغة صكوك متداولة، في حين أن السند التقليدي يمثل قرصاً في ذمة مصدره.
- عوائد الصكوك ليست التزاماً في ذمة المصدر، وإنما عوائد الصكوك ناشئة عن ربح أو غلة العقود التي بُنيت هيكلّة الصكوك عليها؛ فلو كان الصكُّ صكاً أعيان مؤجرة فعائد الصك متحقق من الأجرة التي يدفعها مستأجر الأعيان المصكّكة، وإن كان صكاً مضاربة فعائد الصك يتحقق من ربح المضاربة والمتاجرة في المجال الذي أنشئت الصكوك لأجله، بينما عوائد السندات هي التزام من المقرض (مصدر السند) وهي ثابتة في ذمته يلزمه

الوفاء بها في مواعيد استحقاقها وعليه فيكون عائد السند التقليدي زيادة في القرض؛ ويكون بذلك من الربا المحرم.

- من الأهمية بمكان الإشارة إلى أن من أنواع السندات التقليدية المحرمة ما يُسمى بالسندات المدعّمة بأصول Securities - backed asset ، والفرق بينها وبين الصكوك: أن الصكوك ورقة مالية تمثل أصولاً، وأما هذا النوع من السندات التقليدية هي أوراق مالية تمثل قرضاً في ذمة المصدر موثقاً برهن و ضمان هو الأصول؛ وعليه فحق حامل الصك مقتصر على الأصول التي تمثلها الصكوك فحسب، بينما هذا النوع من السندات حق حامله متعلق بذمة المصدر والأصول ضمان ورهن.

VI. الخطوات العملية للتوريق : تمر عملية التصكيك بالخطوات الآتية⁶ :

1. تقوم المؤسسة المالية (التي لها ديون مضمونة بالرهون ، ونحوها) ببيع (ديونها) — بسعر مخفض — أو بعضها إلى بنك، أو مؤسسة، أو شركة أخرى ذات غرض خاص (S.P.V)* أي لأجل شراء هذه الأصول ، ونقلها من الذمة المالية للمؤسسة البائعة إلى ذمة (S.P.V) حتى تكون هذه الأصول بمنأى عن المطالبات الأخرى ، وعن إفلاس المؤسسة البائعة.
2. تتم الإجراءات القانونية لنقل الديون ورهونها وبقية ضماناتها أيضاً إلى الشركة ذات الغرض الخاص للقيام بإجراءات الإصدار .
3. تقوم الشركة (S.P.V) بإصدار سندات بعلاوة إصدار ، وبقيمة تعادل قيمة الديون محل التوريق للحصول على السيولة من خلال بيعها للمستثمرين ، وتكون فوائد هذه السندات متوافقة مع فوائد الديون نفسها ، وغالباً ما تلجأ إلى القروض المصرفية البسيطة لتمويل شراء السندات مع مراعاة التوافق في نسبة الفوائد والآجال للأمرين معاً
4. تقوم الشركة (S.P.V) بدفع ثمن الديون المشتراة من حصيلة بيع هذه السندات إلى الشركة أو المؤسسة المالية (البنك) البائعة .
5. يتعين على البنك البادئ للتوريق والمؤسسة المصدرة (S.P.V) ضرورة الاتفاق على التوفيق بين تواريخ استحقاق المتحصلات من المدينين وتواريخ استحقاق المستثمرين

لفوائد ديونهم ، وبين قيم الفوائد المقررة على الديون الأصلية ، وقيم فوائد السندات المتوافرة بحوزة المشترين.

ثانيا. واقع صناعة الصكوك الإسلامية:

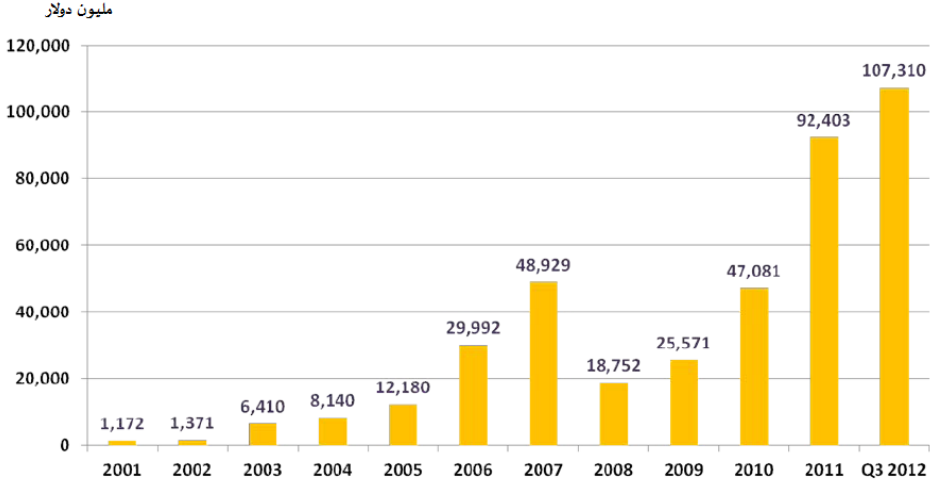
ظهر مفهوم الصكوك وفق مجمع الفقه التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي في فيفري من عام 1988 حين أصدر الصيغة المقبولة شرعا لصكوك المقارضة. وخلال فترة وجيزة، و على وجه الدقة في مارس من عام 1990 قام المجمع بإصدار فتوى مفادها تحريم السندات⁷.

واقترح البديل لها وهو الصكوك أو السندات القائمة على أساس المضاربة. وبذلك شهد العالم في نفس السنة أول صكوك إسلامية وهي الصكوك المصدرة من طرف شركة Shell MDS الماليزية بحجم إصدار متواضع آنذاك بلغ 125 مليون رينجيت ماليزي (أي ما يعادل حوالي 30 مليون دولار أمريكي)، استنادا إلى مبدأ "البيع بثمن آجل".

بقيت الصكوك الإسلامية بعد ذلك تصدر بأحجام منخفضة وعلى فترات متباعدة إلى حين إصدار أول صكوك سيادية دولية من طرف الحكومة البحرينية في شهر سبتمبر 2001 بلغ حجم إصدارها 100 مليون دولار أمريكي من صكوك الإجارة مع معدل ثابت هو 5.25% و وتاريخ استحقاق 5 سنوات.

أعقب ذلك ظهور سوق رأس المال الإسلامية الدولية المنبثقة عن دول مجلس التعاون الخليجي (قطر والسعودية والإمارات العربية المتحدة). وبذلك شهدت الفترة ما بين جويلية 2003 ومارس 2004 على التوالي إصدار صكوك البنك الإسلامي للتنمية الناشئة عن المملكة العربية السعودية الصكوك السيادية للحكومة القطرية، "صكوك التبريد" المصدرة من الإمارات العربية المتحدة.⁸ ثم انتشر العمل بالصكوك فصدرت بعد ذلك في ماليزيا وقطر والإمارات العربية المتحدة وباكستان والسعودية ولم تقتصر على الدول الإسلامية فصدرت في ألمانيا وهونج كونج . ونما حجم الصكوك المصدرة بمعدلات مرتفعة، حتى تجاوز 48 مليار دولار عام 2007، و 19 مليار دولار في 2008، و 26 مليار دولار في نهاية 2009. وسادت توقعات متفائلة باستمرار نمو المعروض من الصكوك. وقد قدر خبراء الاقتصاد الإسلامي أن تصل حجم إصدارات الصكوك الإسلامية إلى نحو ثلاثة تريليونات دولار بحلول عام 2015. ويوضح الشكل التالي حجم الإصدارات من الصكوك على المستوى الدولي خلال الفترة 2001-2012.

الشكل رقم(1): الإصدارات العالمية للصكوك في الفترة 2001-2012



Source: IIFM sukuk issuance database

ويوضح الشكل أن الصكوك اكتسبت حيوية كبيرة من حيث التوسع في إصداراتها بين عامي 2002 و2007، إلا أن إصدار الصكوك شهد انخفاضا حادا في العام 2008 وما تلاه نتيجة تداعيات الأزمة المالية العالمية. حيث تسبب النقص العالمي في السيولة، نتيجة أزمة الديون العقارية في العالم وكذلك الخلاف بين الفقهاء حول الأساليب التي كانت تستخدم في تقديم ضمانات لحملة الصكوك في انحسار النمو في إصدارها بدرجة كبيرة، ولم يتجاوز مجمل ما أصدر منها خلال ذلك العام 19 مليار دولار. إلا أن السوق عادت للانتعاش بداية من عام 2009.

وهيمنت ماليزيا على سوق الاصدارات من حيث الحجم حيث شكلت الإصدارات الماليزية من الصكوك خلال النصف الأول من سنة 2013 نحو 48 في المائة من حصة السوق في ظل غياب ملحوظ للصكوك الاندونيسية والإماراتية.

وبنظرة أكثر دقة فقد احتلت الإمارات المرتبة الأولى في إصدار الصكوك منذ 2006 حتى عام 2009 بقيمة 29.1 مليار دولار، وشهد عام 2009 عودة ماليزيا إلى الصدارة كما عرف عدداً كبيراً من الإصدارات من البحرين والكويت وقطر.

والجدول التالي يوضح ترتيب الدول حسب حجم الإصدار والحصة السوقية لكل منها خلال الفترة 2009-2010.

الجدول رقم (1): الدول التي أصدرت صكوكا في الفترة من 2009 / 05 / 18 إلى 2010 / 05 / 18 ونسبة الحصة السوقية لكل منها				
الرقم	الدولة	القيمة (بملايين الدولارات)	عدد الإصدارات	الحصة السوقية %
1	ماليزيا	7,940	42	45
2	السعودية	5,222	5	29,6
3	الإمارات	3,338	3	18,9
4	البحرين	750	1	4,3
5	باكستان	174	1	1
6	سنغافورة	93	3	0,5
7	إندونيسيا	84	5	0,5
8	هونغ كونج	29	1	0,2
9	قطر	21	1	0,1
	المجموع	17,652	62	100

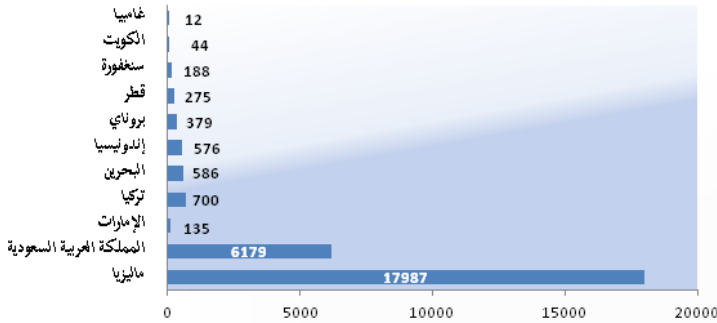
المصدر: من إعداد الباحثين بالإعتماد على بيانات سوق المال الإسلامية الدولية

واستمرت ماليزيا في الاحتفاظ بمركز المقدمة بين مصدري الصكوك حتى عام 2013. ولا شك أن الخبرة الماليزية وتطور قطاعها المالي قد ساعدها كثيرا في أخذ السبق في هذا المجال. رغم الانتقادات الكثيرة لطبيعة الصكوك الماليزية التي بدت في الغالب مبنية على بيوع العينة⁹ المحرمة وبيع الدين.

ولكن عندما تبين أن الصكوك الماليزية لم تستطع أن تحصل على قبول دولي في الدول الإسلامية واقتصر تداولها على الأسواق المجاورة وأسواق الدول الغربية، بدأت ماليزيا بالإقلاع عن الاعتماد على بيوع العينة والديون. ومن المنتظر أن يتم استبعاد الصكوك المبنية على العقود المحرمة تدريجيا.

والشكل الموالي يوضح حجم الإصدارات العالمية للصكوك حسب كل دولة خلال النصف الأول من سنة 2013.

الشكل رقم (2): حجم الإصدار العالمي للصكوك حسب الدولة
بالمليون دولار



source:Zawya Research, MENA Sukuk Quarterly Bulletin, Issue 18, Q2 2013.

كما يوضح الجدول التالي استحواذ ماليزيا وبنك نيجارا (البنك المركزي الماليزي) على أعلى مبالغ للإصدار في نهاية 2012:

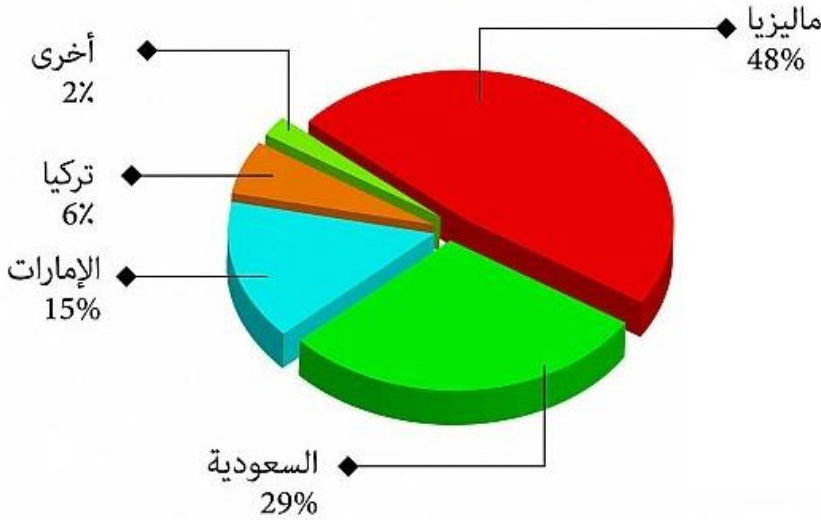
الجدول رقم (2): أعلى 10 إصدارات للصكوك من حيث مبلغ الإصدار (ديسمبر 2012)					
مدة الإصدار	حجم الإصدار (مليون دولار)	العملة	هيكل الإصدار	بلد الإصدار	جهة الإصدار
14,5 سنة	656,60	رينجيت ماليزي	بيع عينه	ماليزيا	حكومة ماليزيا
4 أشهر	651,19	رينجيت ماليزي	مرابحة	ماليزيا	بنك نيجارا الماليزي
7 سنوات	506,56	ريال سعودي	شركة	السعودية	البنك السعودي الفرنسي
3 أشهر	490,91	رينجيت ماليزي	مرابحة	ماليزيا	بنك نيجارا الماليزي
3 أشهر	490,82	رينجيت ماليزي	مرابحة	ماليزيا	بنك نيجارا الماليزي
5 أشهر	490,16	رينجيت ماليزي	مرابحة	ماليزيا	بنك نيجارا الماليزي
6 أشهر	489,41	رينجيت ماليزي	مرابحة	ماليزيا	بنك نيجارا الماليزي
5 سنوات	328,33	رينجيت ماليزي	مرابحة	ماليزيا	بنك نيجارا الماليزي
4 أشهر	328,33	رينجيت ماليزي	مرابحة	ماليزيا	بنك نيجارا الماليزي
5 أشهر	327,22	رينجيت ماليزي	مرابحة	ماليزيا	بنك نيجارا الماليزي

المصدر: دائرة المعلومات المالية الإسلامية، زاوية، بلومبرج، بيتك للأبحاث

وبالنسبة للسوق الأولية في 2012، كانت حصة ماليزيا فيها بنسبة 74% من مجموع الإصدارات تليها المملكة العربية السعودية (8%) ثم الإمارات (4.7%) ثم اندونيسيا (4.6%). وكان للإصدارات الحكومية والهياكل السيادية الحجم الأكبر من الإصدارات بنسبة 70.1% خلال شهر

ديسمبر من نفس السنة في حين كان هناك عدد كبير من الإصدارات من قبل قطاع الخدمات المالية.

الشكل رقم (3): نسبة الإستحواذ من الإصدار الكلي للصكوك العالمية خلال النصف الأول من سنة 2013



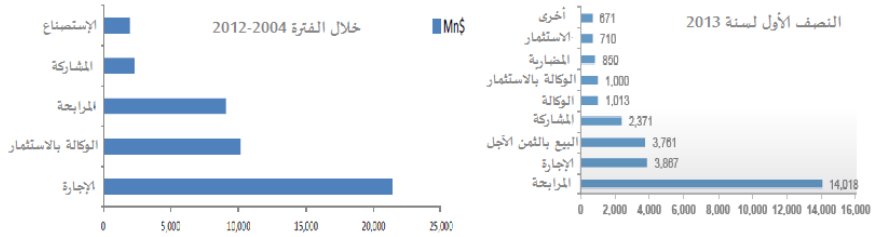
source: IIFM, op cit.

وبلغ نصيب المؤسسات الحكومية نسبة 61.8% من إصدارات سوق الصكوك الأولية لعام 2012 فيما كانت إصدارات قطاع الخدمات بنسبة 11.4% من السوق الأولية، بينما شكل قطاع الخدمات نسبة 13% من إجمالي الإصدارات للعام نفسه.

أما من حيث النوع فقد جاءت صكوك الإجارة في المقدمة لعدد الصفقات المصدرة سنة 2012 حيث بلغ العدد 54 إصدار، بالمقارنة بصكوك المشاركة التي بلغ عددها 33 إصدار. وجاءت صكوك المشاركة في المرتبة الأولى من حيث حجم الإصدار حيث بلغ 3.9 مليار دولار، تليها صكوك الإجارة بقيمة 0.3 مليار دولار وظلت إصدارات المراجعة بمثابة الهيكل المفضل للإصدارات، حيث زادت إصدارات صكوك المراجعة من نسبة 48.6% في نهاية يونيو من جميع الإصدارات إلى نسبة 53.1% في نهاية سبتمبر.

ويخصص الشكل التالي حجم الإصدارات حسب النوع خلال الفترة 2004-2012 والنصف الأول من 2013.

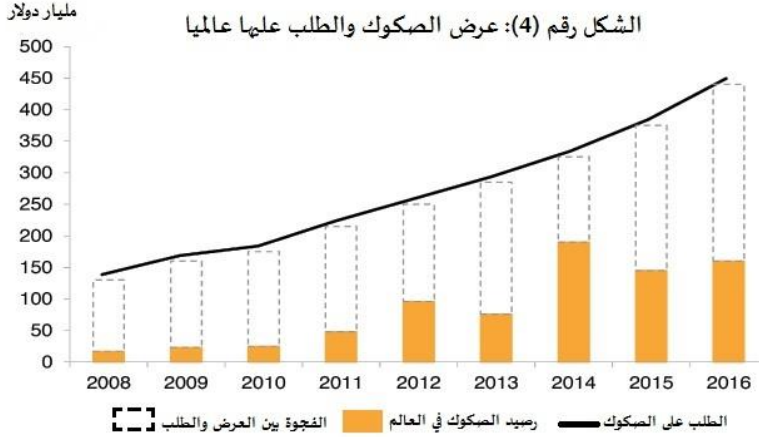
الشكل رقم (5): الإصدارات العالمية للصكوك حسب النوع



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على تقارير Zawya

والملاحظ زيادة حجم الإصدارات من صكوك المراجعة سنة 2013 على حساب الإجارة التي بدورها عرفت زيادة في حجم الإصدار مقارنة بالسنوات السابقة حيث ارتفعت النسبة من 14.7% إلى 18.1% وذلك نتيجة لزيادة حجم الإصدارات القطرية والتركية من إصدارات الإجارة. وفي الوقت نفسه، كان هناك انخفاض في حجم صكوك المشاركة على الرغم من الإصدارات الجديدة في الإمارات العربية المتحدة وسنغافورة.

انطلاقاً من كل ما سبق تشير التوقعات إلى أن الطلب العالمي على الصكوك سيرتفع من 240 مليار دولار عام 2012 إلى 421 مليار دولار عام 2016، بحسب نتائج دراسة أجرتها مؤسسة تومسون رويترز بالتعاون مع موقع «زاوية»¹⁰ في نوفمبر 2013 وتشير نتائج الدراسة التي أعلنت نتائجها تحت عنوان «توقعات وآفاق الصكوك الإسلامية» إلى أن معروض الصكوك بالأسواق العالمية سيشهد نمواً أيضاً متوقعة أن تزيد الفجوة بين الطلب والعرض إلى أكثر من 280 مليار دولار في السنوات الأربع المقبلة. والشكل التالي يوضح تزايد هذه الفجوة تدريجياً:



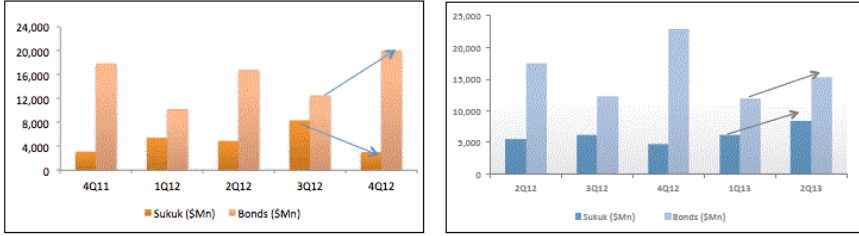
Source: IIFM, Database

واتساع هذه الفجوة راجع إلى الارتفاع الكبير للطلب على الصكوك مقارنة بعرضها حيث لقيت الصكوك الإسلامية قبولا واسعا على مستوى العالم ككل وبات ينظر إليها على أنها البديل الأنسب لسندات الدين.

ثالثا. تقييم دور الصكوك الإسلامية مقارنة بالتوريق التقليدي والبدائل الشرعية المتاحة:

تكتسب الصكوك الإسلامية أهمية بالغة في هذه المرحلة من تطور المصرفية الإسلامية، وذلك لما تقدمه من ميزات مالية واستثمارية فريدة. وهي تسد جزءاً من الحاجة لباقة متكاملة من الأدوات المالية الإسلامية ذات المخاطر المتنوعة قادرة على بناء سوق مالية متكاملة من حيث أنواع الأدوات. وتعتبر الصكوك الإسلامية هي البديل الشرعي للسندات التقليدية إذا ما لم تحد عن الضوابط والمعايير الشرعية التي وضعت لها، حيث إنها تحافظ على المعايير الإسلامية للتمويل والاستثمار. وبالمقارنة بين إصدارات الصكوك الإسلامية ونظيرتها التقليدية نجد أن أحجام هذه الأخيرة ما تزال كبيرة كما يبين الشكل الموالي.

الشكل رقم (6): مقارنة بين حجم الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية



Source: Zawya, sukuk quarterly bulletin, Issue: 16,17,18.

والملاحظ أنه رغم النمو الملحوظ للصكوك إلا إنها لا تزال صغيرة نسبياً مقارنة بالسندات التقليدية ولا تشكل سوى نسبة قليلة نظراً لأن فارق العمر بينهما كبير كما أن السندات التقليدية مع عراققتها وقدمها تحظى باهتمام العالم أجمع بعكس الصكوك الإسلامية لكن المميزات التي تتوفر عليها الصكوك الإسلامية تجعلها قادرة على منافسة السندات التقليدية في المستقبل فاعتمادها على أصول عقارية أو أصول حقيقية أخرى، يعطي المزيد من الثقة للشركات الكبرى في العالم للدخول في مشاريع البنية التحتية والطاقة والتطوير العقاري. كما يعد الانتشار الملحوظ للبنوك في السنوات الأخيرة وبالذات البنوك الإسلامية وزيادة اهتمامها بالصكوك من الأسباب الداعمة لنمو حجم الصكوك الإسلامية.

وبهدف المقارنة بين الصكوك الإسلامية والتوريق التقليدي نعرض فيما يلي طرق التوريق التي تأخذ أشكالاً مختلفة، ونذكر معها الحكم الشرعي، والتكييف الفقهي والبديل المتاح لها: ¹¹

الطريقة الأولى: عن طريق حوالة الحق: هذا النوع من التوريق ينطبق عليه ما يأتي:

I — سندات الدين المحرمة التي صدر بشأنها قرار من مجمع الفقه الإسلامي الدولي ، قرار رقم: 60 (6/11) السابق ذكره. حيث إنها أوراق مالية متساوية القيمة " يلتزم المصدر بموجبه أن يدفع لحاملها القيمة الاسمية عند الاستحقاق ، مع دفع فائدة متفق عليها منسوبة إلى القيمة الاسمية للسند.

II — أن التوريق بالمعنى الشائع لدى الاقترصاديين يتضمن بيع الدين بأقل من قيمته، حيث إن المصدر لهذه الصكوك الخاصة بالتوريق يصدرها بأقل من أصل الدين بنسبة

الفوائد العالمية (ليبور) بل تصدر بأقل منها بكثير حتى يكون ذلك دافعاً للشجيع على شرائها وتداولها وحينئذ تضاف إلى مشكلة بيع الدين مشكلة حسم الدين لأجل الزمن، وهي محرمة بالاتفاق، وصدّرت بها قرارات من الجامع الفقهي منها قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي رقم 64 (7/2) الذي نص على أن حسم (خصم) الأوراق التجارية غير جائز شرعاً. لأنه يؤول إلى ربا النسيفة المحرم¹²

البدائل الشرعية المتاحة: لا شك أنه لا يوجد بديل شرعي بالمواصفات التي تتوفر في سندات التوريق، لأنها تتضمن الأمرين المحرمين السابقين. غير أن عملية التوريق إذا كانت ديونها مشروعة يمكن أن نجد لها بدائل للمؤسسات المالية الإسلامية من خلال طريقتين مشروعيتين بضوابطهما وهما:

1. عن طريق الحوالة على غير المدين عند من يجيزها :

فالإشكالية الأساسية في التوريق هي فوائد الديون والحل الإسلامي لذلك هو: الحوالة الفقهية مع توسع في دائرتها لتشمل الحوالة على من ليس عليه دين، وذلك بأن تكون المؤسسة مالية ديون مشروعة على العملاء، وأرادت بالتوافق مع الدائنين تحويلها إلى مؤسسة أخرى.

2. بيع الديون بالأعيان، أو الحقوق المالية، أو المنافع:

وهذا البديل يمكن أن تتوفر منه عدة صور مشروعة، وهي:

الصورة الأولى: أن تبيع المؤسسة الدائنة ديونها بيعاً عادياً نهائياً لمن عليه الديون أو لغيره بالأعيان كلها، أو نسبة منها (شركة ملك) سواء كانت عقارات، أو مَصانِع أو نحوها، أو التنازل عنها في مقابل منافع أو خدمات. وبذلك تستفيد المؤسسة البائعة من آثار ديونها، وكذلك استفادت المؤسسة المشترية من الأعيان، أو المنافع، أو الخدمات أو الحقوق التي حصلت عليها.

الصورة الثانية: بيع هذه الديون بالأعيان، أو المنافع، أو الحقوق المالية لمؤسسة مالية أخرى تقوم بتأجيرها على المؤسسة البائعة عن طريق الإجارة التشغيلية، أو الإجارة المنتهية بالتملك.

الصورة الثالثة: قيام المؤسسة المشترية لهذه الديون بالأعيان أو الحقوق المالية بتصكيكها بصكوك وعرضها للاكتتاب فيها من قبل الجمهور.

الصورة الرابعة: إنشاء شركة ذات غرض خاص (S.P.V) تقوم بشراء هذه الديون بالأعيان أو الحقوق المالية لصالح الدائنين، ثم توجر الأعيان بإجارة تشغيلية ثم تصفى بالبيع أو عن طريق الإجارة المنتهية بالتملك.

3. نقل الأصول (الديون) عن طريق التجديد:

وهي تحويل الديون الأصلية كلها ، أو بعضها (محل التوريق) بكل حقوقها إلى ديون أخرى جديدة من خلال إصدار سندات الدين بنفس الآجال بالاستعانة بجهة متخصصة للإصدار تقوم بهذه العملية مقابل رسوم تأخذها من الدائن ، أو المدين أو من كليهما حسب الاتفاق — وهذه الطريقة تحتاج إلى موافقة جميع الأطراف ذات الصلة بالقرض.

رابعاً. التحديات التي تواجه صناعة الصكوك:

تضمنت التقارير والبيانات المالية التي نسبت إلى وكالة (رويترز العالمية) أن نحو 85 في المائة من الصكوك أو السندات الإسلامية لا تتفق مع الضوابط الشرعية التي من أجلها تمت إجازة هذه الصكوك كإحدى المنتجات الإسلامية المالية المتداولة في الأسواق المالية المحلية والعالمية. حيث عانى هذا المنتج من تضارب كثير من الفتاوى بخصوصه، واختلط الأمر على كثير من عملاء المصارف حيث تطرح كميات كبيرة من الصكوك الإسلامية التي تصدر عن عدة مصارف محلية وإقليمية وعالمية لا أحد يستطيع التمييز أو تحديد شرعيتها، وهل هي متوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية أم أنها تقليدية مثل السندات التي تصدرها البنوك التقليدية، وهو ما أدى إلى تضارب الأقوال عن هذه الصكوك. ومن بين التحديات التي تواجهها صناعة الصكوك مايلي¹³:

- الاختلافات الشرعية : تواجه الصكوك الإسلامية حملات متزايدة من قبل الحريصين على الصيرفة الإسلامية وغيرهم ، حيث يبالغون أحيانا في تشدهم و يحرمون هذه الصكوك أو المنتجات المالية الإسلامية لأقل الشبهات، وهو ما يؤدي إلى فقدان الثقة به.

- لا بد قبل إصدار الصكوك الإسلامية من تصنيفها ائتمانيا من قبل وكالات تصنيف ائتمانية دولية ، وكذلك مشورة صندوق النقد الدولي وغيره من المؤسسات المالية الدولية، وفي ذلك تكلفة كبيرة على حملة الصكوك تخفض كثيرا من العوائد المتوقعة.
 - غياب الإطار التشريعي والتنظيمي الذي ينظم عمل هذه الإصدارات ويوحدها
 - نقص الشفافية في بعض الإصدارات.
 - نقص الموارد البشرية المؤهلة والمدرّبة في مجال التعامل بالأدوات المالية الإسلامية.
- كما تتميز الصكوك الإسلامية عن السندات التقليدية ببعض المخاطر التي يجب على كل مصدر ومستثمر أخذها في الحسبان والنظر إليها بجدية كاملة. وتبين المخاطر التي تتعرض لها الصكوك وفقا لهيكل الصك؛ فمخاطر صكوك المراجعة تختلف عن صكوك المشاركة وصكوك الاستصناع عن الإجارة والصكوك المركبة من عقود عن البسيطة القائمة على عقد واحد. كما تختلف هذه المخاطر باختلاف الأصول المكونة لهذه الصكوك بين الأصول الثابتة والمنقولة والمنافع والخدمات، إلا انه يمكن إجمال هذه المخاطر فيما يلي:

1. مخالفة أحكام الشريعة الإسلامية، حيث أن 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؛ فمثلا عندما تكون مكونات الصك ديون مراجحات وأصولا مؤجرة فيجب أن لا تزيد نسبة الديون على 33% من مكونات الصك طوال عمر الصك حتى يجوز تداوله. وفي حال زادت الديون على هذه النسبة فإن الصك لا يجوز تداوله وبالتالي يصبح الصك ضعيف السيولة، أو أن يكون تملك أصول صكوك الإجارة تملكا صوريا.

2. المخاطر التشغيلية، حيث أن هياكل الصكوك الإسلامية التي يجوز تداولها يجب أن تكون قائمة على أصول، وان العائد على هذه الصكوك ناتج عن هذه الأصول. فإن المخاطر التشغيلية لهذه الأصول يجب أن تدرس بعناية؛ فمثلا نعلم أن العائد التجاري في صكوك الإجارة هو عائد الصك فلو تعطلت منافع العين المؤجرة المكونة لصك الإجارة فلا يجب على المستأجر دفع الأجرة وبالتالي لن يعود للصك أي عائد.

3. المخاطر القانونية، نظراً لأن الكثير من النظم والتشريعات في كثير من الدول هي أنظمة وضعية ما يجعلها في الكثير من موادها تخالف أحكام الشريعة الإسلامية، فقد يحدث تعارض بين هذه الأنظمة وأحكام الشريعة الإسلامية. كما انه يتم إهمال تطبيق أحكام الشريعة الإسلامية عند التحاكم.

النتائج والتوصيات:

بعد التطرق للصكوك الإسلامية من حيث المفهوم والخصائص والأنواع وأوجه التشابه والاختلاف فيما بينها وبين أدوات الاستثمار الأخرى. خلصت هذه الورقة إلى مجموعة من النتائج والتوصيات.

أولاً / النتائج:

- تنوع وتعدد هياكل إصدارات الصكوك الإسلامية ما بين صكوك إجارة ، وسلم ، واستصناع ومراجعة ، ومشاركة ، ومضاربة ، ومزارعة ، ومساقاة ، ومغارسة ، ووكالة وذلك من شأنه ان يعرض حلولاً متنوعة للشركات والحكومات الراغبة من الاستفادة من تقنية البنوك الإسلامية.
- لا تمثل الصكوك ديناً يستحق من قبل المصدر لحامل الشهادة كما هو الحال في الصكوك التقليدية ذات الفائدة. بل تمثل حصة مشاعة في ملكية أصول متاحة للاستثمار، سواء كانت تلك الأصول أصولاً غير مالية، أو منافع، أو خدمات أو مزيجاً من ذلك كله.
- ينطلق الاجتهاد في المستجدات في المعاملات المالية عموماً وفي عملية التصكيك خصوصاً على أصل الإباحة الأصلية وتحقيق مصالح الناس في أموالهم ومعاملاتهم ودرء المفاسد عنهم.
- هناك أربعة أركان رئيسة لعملية التصكيك وهي الجهة المنشئة والمصدرة وجماعة المستثمرين ومحفظة التصكيك أو الأصول.
- حظي موضوع الصكوك الإسلامية بمزيد من الأهمية إبان تنامي وازدهار المصرفية الإسلامية ناهيك عن التطورات التي طرأت مع نمو الصكوك وازدهارها، وإزاء ما أثارته

كثير من التطبيقات العملية لها؛ مما دعا إلى الحاجة الماسة لضبط أحكامها بشكل أعم
يجمع جوانب مستجدة، ويراعي آليات تطبيقها.

ثانياً / التوصيات : يمكن القول ان العوامل التالية عوامل تساعد في نجاح تجربة اصدار
الصكوك:

- ضرورة وجود بنى تشريعية تنظم عمل الصكوك.
- ضرورة وجود سوق ثانوي للصكوك الإسلامية.
- أهمية اجراء مزيد من الدراسات والابحاث الاقتصادية التي تبين الفوائد الاقتصادية لإصدار هذه الصكوك.
- اتخاذ التدابير واحداث تغييرات على التشريعات ذات الصلة لإزالة أو تقليل العقبات القانونية على المعاملات المالية الإسلامية، بما في ذلك الصكوك.
- ضرورة تحليل طبيعة الصكوك التي يتم تداولها في الواقع العملي، خاصة في ظل الوظائف الاقتصادية لها؛ كي تتوافق مع المتطلبات الشرعية، من خلال رؤية مقاصدة، بغية الحرص من جهة على صحة العقود وموافقة أحكامها وتحقيق مقتضياتها ومن جهة أخرى تمييزاً وتميزاً لها عن السندات في الاقتصاد الوضعي أو اجتناباً لما عساه أن يكتنفها من عمليات تحايل .
- العمل على تمييز الصكوك الاسلامية من خلال ربطها بمعيار جودة (حلال) اسلامي شرعي يزيد من توثيقها وقبولها وانتشارها محليا وعالميا. وإعداد مؤشر خاص بتقوى الصكوك المصدرة في الدول الإسلامية وقوىام وكالات تصنيف إسلامية .

Islamic Rating agency

- العمل على الاستفادة من التجربة السودانية والتجربة الماليزية في إصدارات الصكوك .
- ضرورة الالتزام بالقرارات الصادرة عن مجمع الفقه الإسلامي والمتعلقة بإصدارات الصكوك

¹ القرار رقم (178) (19/4) الدورة التاسعة عشر، الإمارات العربية المتحدة، 26-30 أبريل 2009.

² معيار رقم (17)، المعايير الشرعية لطيفة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، ص 310.

³ فتح الرحمن محمد صالح، دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية، منتدى الصيرفة الإسلامية، بيروت لبنان، 2008، ص: 12.

⁴ معيار رقم (17)، المعايير الشرعية لطيفة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية ، ص: 310-312.

⁵ حامد بن حسن ميرة، ماهية الصكوك، منشور على الموقع: <http://islamfin.go-forum.net/t1512-topic>

1 علي محيي الدين القره داغي، الصكوك الإسلامية وتطبيقاً المعاصرة، بحث مقدم للدورة التاسعة عشرة لجمع الفقه الإسلامي، الإمارات العربية المتحدة، ص: 7.

* SPV: Special Purpose Vehicle (الشركة ذات الغرض الخاص)

⁷ قرار الجمع قرار رقم: 60 (6/11)[1] بشأن ال سندتات، إن مجلس مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنعقد في دورة مؤتمره ال سادس بجدة في المملكة العربية ال سعودية من 17-23 شعبان 1410 الموافق 14 - 20 آذار (مارس) 1990م، بعد اطلاعه على الأبحاث والتوصيات والنتائج المقدمة في ندوة "الأسواق المالية" المنعقدة في الرباط 20-24 ربيع الثاني 1410هـ - الموافق 20-24 تشرين أول (أكتوبر) 1989م بالتعاون بين هذا الجمع والمعهد الإسلامي للبحوث والتدريب بالبنك الإسلامي للتنمية، وباستضافة وزارة الأوقاف والشؤون الإسلامية بالمملكة المغربية، قرر ما يلي:

أولاً: إن السندات التي تمثل التزاماً بدفع مبلغها مع فائدة منسوبة إليه أو نفع مشروط محرمة شرعاً من حيث الإصدار أو الشراء أو التداول، لأنها قروض ربوية سواء أكانت الجهة المصدرة لها خاصة أو عامة ترتبط بالدولة. ولا أثر لتسميتها بشهادات أو صكوكاً استثمارية أو ادخارية أو تسمية الفائدة الربوية الملتزم بها ربحاً أو ربيعاً أو عمولة أو عائداً.

ثانياً: تحرم أيضاً ال سندتات ذات الكوبون ال صفري باعتبارها قروضاً يجري بيعها بأقل من قيمتها الاسمية، ويستفيد أصحابها من الفروق باعتبارها حسماً لهذه السندات.

ثالثاً: كما تحرم أيضاً ال سندتات ذات الجوائز باعتبارها قروضاً شرط فيها نفع أو زيادة بالنسبة لمجموع المقرضين، أو لبعضهم لا على التعيين، فضلاً عن شبهة القمار.

رابعاً: من البدائل للسندات الحرمية - إصداراً أو شراءً أو تداولاً - السندات أو الصكوك القائمة على أساس المضاربة لمشروع أو نشاط استثماري معين، بحيث لا يكون للملكية فائدة أو نفع مقطوع، وإنما تكون لهم نسبة من ربح هذا المشروع بقدر ما يملكون من

هذه السندات أو الصكوك ولا ينالون هذا الربح إلا إذا تحقق فعلاً. ويمكن الاستفادة في هذا من الصيغة التي تم اعتمادها بالقرار رقم 30(4/5) لهذا المجمع بشأن سندات المقارضة [2]. والله أعلم؟؟.

⁸ International Islamic financial market, sukuk report 1st edition :A comprehensive study of the International Sukuk market, 2009, p: 7-8.

⁹ بيع العينة: هو أن يقوم الشخص المحتاج للنقد بشراء سلعة من شخص آخر بثمن مؤجل، ثم يقوم ببيع هذه السلعة بثمن حالي (فوري) أقل من ثمنها المؤجل إلى من اشتراها منه، وسمي ببيع العينة لأن عين السلعة عادت إلى بائعها الأول. ولذا كان بيع العينة بيعاً محرماً على قول أكثر أهل العلم لأن الغالب على الظن أن هذا التصرف قد اتخذ وسيلة إلى القرض الربوي الحرم شرعاً.

¹⁰ Thomson Reuters Zawya, Sukuk Perceptions and Forecast Study 2013.

¹¹ محي الدين القره داغي، صكوك الاستثمار تأصيلها، وضوابطها الشرعية ودورها في تمويل البنية التحتية والمشاريع الحيوية، منتدى الاستثمار والتمويل الإسلامي الأول للشرق الأوسط الأردن 1 - 2 مارس 2010 ، ص: 13.

(12) يراجع لمزيد من التفصيل: نزيه حماد: بيع الدين، بحث منشور في مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي ع11 ج 1 ص 186 ود. محمد علي القرني: بيع الدين وسندات القرض، منشور في نفس المجلة، ص 238، وأحكام التصرف في الدينون — دراسة فقهية مقارنة — للدكتور علي محي الدين القره داغي، المنشور في مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد (11)، ج 1 (ص94 — 107)

¹³ كمال توفيق حطاب، الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دبي، 2009، ص: 28.