

T.C
İSTANBUL SABAHATTİN ZAİM ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İSLAM İKTİSADI VE HUKUKU ANABİLİM DALI
İSLAM İKTİSADI VE HUKUKU BİLİM DALI

Geleneksel Tahvillere Alternatif Olarak Sukuk ve Çağdaş Uygulamaları

YÜKSEK LİSANS TEZİ
Rami Mohamed Kamal Rashad Ibrahim

İSTANBUL
Haziran 2017

T.C.
İSTANBUL SABAHATTİN ZAİM ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İSLAM İKTİSADI VE HUKUKU ANABİLİM DALI
İSLAM İKTİSADI VE HUKUKU BİLİM DALI

Geleneksel Tahvillere Alternatif Olarak Sukuk ve Çağdaş Uygulamaları

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Danışman: Yrd. Doç. Dr. Ensari YÜCEL

Rami Mohamed Kamal Rashad Ibrahim

İSTANBUL

Haziran 2017

الجمهورية التركية

جامعة إسطنبول صباح الدين زعيم

معهد الدراسات الاجتماعية

قسم الاقتصاد الإسلامي

بحث في

الصكوك وتطبيقاتها المعاصرة بديلاً عن السندات التقليدية

مقدمة من الطالب

رامي محمد كمال رشاد إبراهيم

لاستكمال متطلبات نيل درجة الماجستير في الاقتصاد الإسلامي

إشراف

الدكتور / أنصاري يوجل

إسطنبول

حزيران 2017 م

الإهداء

إلى أمي التي ذودتني بالحنان والمحبة والود، رحمها الله وأسكنها فسيح جناته،
إلى أبي الذي علمني معنى الصبر والإصرار وأشهد أنه لم يبخل علي يوماً بشيء، رحمه الله
أقول لهما: أنتم وهبتموني الحياة والأمل والنشأة على شغف الاطلاع والمعرفة فيارب ارحمهما كما ربوني صغيراً.

إلى زوجتي الغالية

إلى أبنائي مريم ورحمة ومحمد

إلى إخوتي وعشيرتي وأساتذتي وزملائي

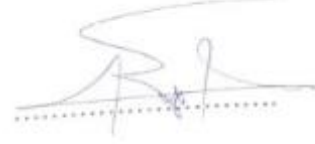
إلى كل من علمني حرفاً أصبح سنا برقه يضيء الطريق أمامي وإلى الشموع التي تحترق لتضيء للآخرين
أهدي هذا البحث المتواضع راجياً من المولى عز وجل أن يجد هذا البحث القبول والنجاح والتوفيق.

رامي محمد كمال

Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğüne,

Bu çalışma jürimiz tarafından İslam İktisadı ve Hukuku Anabilim Dalında YÜKSEK LİSANS TEZİ olarak kabul edilmiştir.

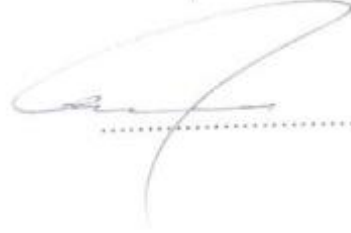
Başkan Yrd. Doç Dr. Ensari Yücel (Danışman)



Üye Yrd. Doç. Dr. Suhel Hawamdeh

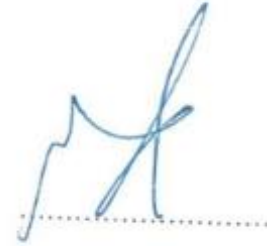


Üye Yrd. Doç Dr. Mohamad Anas Sarımtı



Onay

Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylarım.



Prof. Dr. İbrahim GÜNEY
Enstitü Müdür V.

الشكر والتقدير

أتقدم بخالص الشكر والتقدير والمحبة والإجلال والعرفان إلى الدكتور أنصاري يوجب بما قدمه من وافر جهده المتميز وملاحظاته وتوجيهاته القيمة التي كان لها الأثر البالغ في تذليل الصعوبات التي واجهتني وإنارة الطريق أمامي، فتمكنت من إخراج هذه الرسالة إلى النور.

كما يسرني أن أتقدم بخالص الشكر والتقدير والمحبة والإجلال إلى الأساتذة الكرام أعضاء لجنة المناقشة الدكتور سهيل الحوامدة وكذلك الدكتور محمد أنس سرميني على ما قدموا لي من ملاحظات قيمة أثرت الرسالة وزادت من قوتها العلمية.

كما أتقدم بالشكر إلى الدكتور عبد المطلب أربا رئيس قسم الاقتصاد الإسلامي بالجامعة وجميع أعضاء هيئة التدريس الموقرة وكذلك جميع العاملين بالقسم على ما بذلوه من جهد ليخرج هذا البحث إلى النور. وأخيراً أتقدم بوافر الشكر والتقدير إلى كل من ساعدني ووقف بجانبي أثناء دراستي. سائلاً المولى عز وجل أن يجزيهم خير الجزاء وأن يجعل ذلك في موازين حسناتهم.

الباحث

ÖZET

Geleneksel tahvillere alternatif olarak Sukuk ve Çağdaş Uygulamaları

Kamal, Rami

Yüksek Lisans , İslam İktisadı ve Hukuku

Tez Danışmanı ; Yrd.Doç.Dr.Ensari YÜCEL

Haziran,2017

Bu Çalışma İslami sukuk, onun önemi, doğuşu, İslam hukukuna uygunluk görüşü ve çeşitlerini ortaya koymaktır. Malezya, Birleşik Arap Emirlikleri'nin tecrübelerini dikkate alarak Sukukun iktisadi önemi, ihraç edilen sukuk hacmi tespiti çalışılmıştır. Ayrıca Tahvil ve çeşitleri, şeri durumları ve bu hususta ulemanın ve İslam Fıkıh Akademisinin görüşlerini beyan edilmiştir. Çalışmada, sukukun önemli bir yatırım aracı olduğu ve 2008 yılı dünya finans krizinden sonra likidite ve devletlerin genel bütçe açıklarını gidermede etkin bir araç olduğu sonucuna varılmıştır. Lakin sukukun bazı pratik uygulamalarında İslam hukukuna aykırılıklar tespit edilmiştir. Buna rağmen başta ülkenin kalkınması, gelişmesi ve yol, köprü, sağlık, enerji, hastane, okul v. gibi altyapı yatırımlarında Sukuk yönteminin değerlendirilmektedir. Fakat Sukuk ihracı yapan banka, kurum veya şirketlerin, İslam Fıkıh Akademilerinin belirledikleri ilkelere uygun hareket etmeleri ve itfai dahil Sukuk ihraç süreçlerinin tamamının şeri denetime tabi olması gerekir.

ABSTRACT

This study aimed to detect the Islamic securities, and its importance, creation, and ideal which adopts with the Islamic sharia rules , also its types , and explain the economic importance of the securities , with showing some of the countries experiments (malaysia , united emarites , Saudi Arabia) and the exports volume including the securities , also explaining the bonds fact and its types and its legitimate ruling and scientists speech on , and the opinion of Islamic jurisprudence board , and the study concluded that the securities became very important investment tools , especially after occurring the international crisis of year 2008 , since it is an effective tool for saving liquidity and supporting the deficit of general budget of the country , but with practical application for some securities, it is found some legitimate problems accordingly , the researcher recommends to depend on the idea of securities specially for the countries desiring to develop its nation and for more development , progress and infrastructure projects including roads , bridges , and drainage , electricity networks , hospitals and schools ... etc . But the securities issuer including banks or institutions , companies should comply with the rules issued and agreed on by jurisprudence board , also there should be control on all process of securities' issuing up to the process of amortization .

ملخص البحث

تهدف هذه الدراسة إلى الكشف عن الصكوك الإسلامية وبيان أهميتها ونشأتها وفكرتها التي تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية وكذلك أنواعها، وبيان الأهمية الاقتصادية للصكوك، مع عرض بعض تجارب الدول (ماليزيا والإمارات والسعودية) وحجم الإصدارات منها للصكوك، وكذلك بيان حقيقة السندات وأنواعها وبيان حكمها الشرعي وأقوال العلماء فيها وكذلك رأي مجمع الفقه الإسلامي، وخلصت الدراسة إلى أن الصكوك أصبحت أداة استثمارية هامة جدا وخاصة بعد ظهور الأزمة العالمية عام 2008 حيث أنها أداة فاعلة لتوفير السيولة ودعم العجز للموازنة العامة للدولة ، ولكن مع التطبيق العملي لبعض الصكوك وجد هناك بعض الإشكالات الشرعية ومع ذلك يوصي الباحث بالإعتماد على فكرة الصكوك وخاصة للدول التي تريد نهضة لشعبها ولمزيد من التقدم والنمو ومشاريع البنية التحتية من طرق وجسور وصرف صحي وشبكات كهرباء ومستشفيات ومدارس...إلخ ولكن ينبغي على مصدري الصكوك سواء من المصارف أو المؤسسات أو الشركات الاهتمام بما اتفق عليه في المجمعات الفقهية من ضوابط ، وكذلك ينبغي توفير الرقابة في كافة عمليات اصدار الصكوك وحتى عملية الإطفاء .

الكلمات المفتاحية : الصكوك، إسلامية، إقتصاد، سندات، تطبيقات، معاصرة.

فهرس الموضوعات

vi	الإهداء
vii	توقيع المشرفين
viii	الشكر والتقدير
ix	ملخص بالتركي
x	ملخص البحث بالإنجليزي
xi	ملخص البحث بالعربي
xii	فهرس الموضوعات
1	المقدمة
2	مشكلة البحث
2	أهداف البحث
3	أهمية البحث
3	الدراسات السابقة
5	المنهج المتبع في الرسالة
5	خطة البحث
7	الفصل الأول : الصكوك نشأتها وعلاقتها بالتمويل الإسلامي
7	المبحث الأول: مفهوم التمويل ومبادئه في الاقتصاد الإسلامي
7	المطلب الأول: مفهوم التمويل ومبادئه
9	المطلب الثاني: المبادئ الأساسية التي تحكم عملية التمويل في الاقتصاد الإسلامي

16	المطلب الثالث : الضوابط العامة للتمويل الحكومي
17	المبحث الثاني: الصكوك
7	المطلب الأول: تعريف الصكوك
19	المطلب الثاني: فكرة ونشأة الصكوك
22	المطلب الثالث: الصكوك وأهميتها وأنواعها xii ، استخدامها
31	المطلب الرابع: ما يراعى في نشرة إصدار الصكوك
33	الفصل الثاني: الصكوك والسندات
33	المبحث الأول: السندات
34	المطلب الأول: تعريف السند ومعرفة خصائصه
35	المطلب الثاني: أنواع السندات
39	المطلب الثالث: تحديد القيمة العادلة لإصدار السند
40	المطلب الرابع: الحكم الشرعي للسندات
42	المبحث الثاني: مقارنة بين الصكوك والسندات
45	الفصل الثالث: الصكوك ودورها التنموي مع تجارب بعض الدول
45	المبحث الأول: الأهمية الاقتصادية للصكوك
46	المطلب الأول: الصكوك وأثرها على المنشآت الصغيرة والمتوسطة
47	المطلب الثاني: أثر الصكوك في سد عجز الموازنة
49	المطلب الثالث: أهمية الصكوك بالنسبة للمصدر الأصلي والمستثمر
50	المطلب الرابع: أثر الصكوك على المصارف الإسلامية
51	المطلب الخامس: أهم المؤسسات الدولية التي تصدر الصكوك
55	المبحث الثاني: تجارب الدول في إصدار الصكوك
55	المطلب الأول: التجربة الماليزية
60	المطلب الثاني: تجربة دولة الإمارات العربية المتحدة

62	المطلب الثالث: تجربة المملكة العربية السعودية
64	المطلب الرابع: تجربة الدول الأوروبية (تجربة بريطانيا)
٦6	المبحث الثالث: التطبيقات الحديثة للصكوك
66	المطلب الأول: تقييم التطبيقات الحديثة للصكوك.
70	المطلب الثاني: تحديات تطوير الصكوك ا xiii
71	الخاتمة
71	- نتائج البحث
73	- التوصيات
74	المصادر والمراجع
80	ملحق رقم (1) صكوك الشركة السعودية للكهرباء
89	ملحق رقم (2) صندوق صكوك شركة الراجحي المالية

المقدمة

الحمد لله البر الجواد، الذي جلت نعمه عن الإحصاء بالأعداد، المان باللطف والإرشاد، الهادي إلى سبيل الرشاد، الموفق للتفقه في الدين من لطف به واختاره من العباد. أحمده أبلغ حمد وأكمل، وأزكاه وأشمله، وأشهد أن لا إله إلا الله الواحد الغفار، وأشهد أن محمداً عبده ورسوله، المصطفى المختار صلى الله عليه وسلم. وزاده فضلاً وشرفاً لديه.

أما بعد فقد تطرقت الشريعة الإسلامية إلى موضوع تنمية المال واستثماره بأفضل وأكفأ الوسائل والأساليب المشروعة، ومن أجل ذلك فقد وضعت العديد من الضوابط الشرعية التي تشكل أسس ومبادئ الاقتصاد الإسلامي التي تجمع بين الثبات (تحريم الربا) والمرونة (ملائمتها لكافة الأزمنة) بما يكفل حسن إدارة المال واستثماره بالشكل الذي يحقق الأهداف الإنسانية ويضمن المستوى اللائق للمعيشة لذلك فقد انتشرت فكرة إنشاء المؤسسات المالية التي تتعامل وفقاً للشريعة الإسلامية في العديد من الدول الإسلامية والغربية.

كما شكلت الأدوات الاستثمارية المتنوعة التي تنتجها المؤسسات المالية الإسلامية أثراً كبيراً في نجاحها وانتشارها، ومن أكثر هذه الأدوات انتشاراً وشهرةً الصكوك الإسلامية.

وتتبع فكرة الصكوك بالمشاركة في تمويل مشروع أو عملية استثمارية متوسطة أو طويلة الأجل وفقاً للقاعدة الشرعية " العُثم بالغُرم " أي المشاركة في الربح والخسارة من خلال صيغ المعاملات الشرعية المعهودة من إجارة وسلم واستصناع ومضاربة ومشاركة وغيرها كتطوير مواكب لمتطلبات العصر التمويلية وبديل عن السندات التي تتعامل بالفوائد المصرفية.

وتبرز أهمية الصكوك الإسلامية في استيعابها القدرات الاقتصادية الكبيرة، فقد تعددت مجالات تطبيق الصكوك ومنها استخدامها كأداة فاعلة من أدوات السياسة النقدية وفي تمويل موارد المصارف الإسلامية، واستثمار فائض سيولتها، وفي إعمار الممتلكات، وتمويل المشروعات الحكومية.

وهكذا فإن الصكوك تعتبر صيغة تمويلية جديدة مبعثها فقه المعاملات في الشريعة الإسلامية وآلية تمويلية تعد من أهم مخرجات الفكر الاقتصادي الإسلامي في المعاملات التجارية، كما أنها بديلاً عن السندات التي تعد ربا غير جائز في الفقه الإسلامي.

مشكلة البحث وهي سبب اختيار الموضوع:

تعيش معظم البلاد العربية والإسلامية أوضاعاً اقتصادية مأساوية بل زادت بعد الأزمة الاقتصادية العالمية حسب التقارير السنوية والإحصائيات لمراكز الأبحاث العالمية ولعلاج هذه الأوضاع يتطلب توفير سيولة لإقامة المشروعات الكبيرة وتوفير بنية تحتية جيدة مثل المستشفيات والطرق والكباري والجسور والمدارس والجامعات، ومما لا شك فيه أن الغرب تفوق علينا في هذه الحضارة المادية وبالطبع أنهم لا ينظرون إلى حل أو حرمة الأشياء فأكثروا التعامل بالسندات لأن السندات توفر السيولة اللازمة سواء للشركات أو الحكومات، ولكن هناك شبه إجماع على حرمة السندات من مجامع الفقه المختلفة ، فقام العلماء المعاصرين من ذوي الخبرة بالتفكير في البديل الإسلامي فظهرت فكرة الصكوك التي تقوم على أساس المشاركة في تمويل مشروع أو عملية استثمارية متوسطة أو طويلة الأجل وفقاً للقاعدة الشرعية " العُثمُ بالعُرمُ " أى المشاركة في الربح والخسارة ، ونبعت فكرة استصدار الصكوك من صيغ المعاملات الشرعية المعهودة من إجارة وسلم واستصناع ومضاربة وغيرها كتطوير مواكب لمتطلبات العصر التمويلية وبديل عن السندات التي تتعامل بالفوائد المصرفية.

ولكن كيف يكون استخدام تلك الأداة التمويلية، فلذلك قمت باختيار موضوع الصكوك وتوضيح فكرتها وأهميتها الاقتصادية وتجارب بعض الدول لتكون منوال للبلاد العربية والإسلامية التي تريد وتفكر في نهضة شعوبها وتحقيق مزيد من التقدم والنمو، ولذلك اخترت هذا الموضوع الهام.

أهداف البحث

- 1- - دراسة معنى التمويل الإسلامي.
- 2- بيان حقيقة الصكوك ودراسة أهميتها وأنواعها وخصائصها وأهميتها الاقتصادية
- 3- دراسة السندات وبيان أنواعها وخصائصها وحكمها الشرعي.
- 4- بيان تجارب بعض الدول في إصداراتها للصكوك.
- 5- بيان الدور التموي والإقتصادي للصكوك.
- 6- التعريف بأهم المؤسسات المالية التي تقوم بإصدار الصكوك.

أهمية البحث

الصكوك تعد أحد الأدوات التمويلية الجديدة، وتعد من أهم مخرجات الفكر الاقتصادي الإسلامي في المعاملات التجارية، كما أنها بديل عن السندات التي تعد ربا غير جائز في الفقه الإسلامي، وتقوم فكرة الصكوك على أساس المشاركة بين الممول والجهة متلقية التمويل، من خلال عدد من الصيغ الإسلامية المعروفة مثل: الاجارة والسلم والاستصناع والمضاربة والمشاركة... وغيرها.

و "السندات أحد أساليب التمويل الهامة التي تلجأ إلى اصدارها الشركات والحكومات من أبرز الأدوات المالية التي يقدمها الإقتصاد الغربي إذا رغبت تلك الشركات أو الحكومات فى زيادة مواردها المالية

ويعتبر قرار التمويل أحد أهم القرارات المالية بالنسبة للمؤسسات من خلال بحثها عن مصادر التمويل اللازمة، إذ يمثل المشكل الأساسي الذي يواجهها، ويشمل التمويل على كل المصادر الداخلية والخارجية الضرورية لإنشاء المؤسسة وضمان بقائها، وتخص دراستنا قرار التمويل بين الصكوك والسندات وهما من بين البدائل المتاحة لتمويل وحدات العجز المالي وسواء المؤسسات أو الأفراد يبحثون دائما عن اختيار البديل الذي يعظم الربح من خلال تخفيض التكاليف.

ومصادر التمويل في البنوك التقليدية تختلف عن مصادر التمويل في البنوك الإسلامية حيث لكل منهما طريقته الخاصة في التعامل مع وحدات العجز المالي فالبنوك التقليدية تعتمد على الفائدة بينما في البنوك الإسلامية تطبق أسلوب المشاركة في الربح والخسارة.

الدراسات السابقة

تم مراسلة مكتبة الملك فيصل للأبحاث والدراسات الإسلامية وجاء الرد بعدم دراسة الموضوع من قبل ولكن توجد أبحاث مشابهة للموضوع ومنها:

الرسالة الأولى:

رسالة ماجستير بعنوان صكوك الحقوق المعنوية: دراسة فقهية تأصيلية تطبيقية، عبد الله عبد الرحمن محمد البراك، جامعته الامام محمد بن سعود الاسلاميه، المعهد العالي للقضاء، الفقه المقارن، 1435هـ.

ملخص الرسالة: حيث تحدث الباحث عن تعريف صكوك الحقوق المعنوية على أنها "وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية حقوق معنوية، ترتب لصاحبها حقوق، وتحمله مسؤوليات بحسب ملكيته"، وكذلك الأحكام والضوابط الفقهية المتعلقة بها، كما جاء بالتأصيل الشرعي لصكوك الحقوق المعنوية، وأيضاً لم يغفل عن الجانب التطبيقي، وأقسام الحقوق والفرق بين الحق والمنفعة، نشأة صكوك الحقوق المعنوية، وخصائصها، وأنواعها، وأحكامها الفقهية، كما أرفق الباحث ملحق خاص بنشرة إصدار الشركة السعودية للكهرباء.

الرسالة الثانية:

رسالة ماجستير بعنوان الصكوك المركبة من المرابحة والمضاربة: دراسة فقهية تأصيلية تطبيقية، معاذ بن عبد العزيز بن عبد الكريم السديس، جامعه الامام محمد بن سعود الاسلاميه، المعهد العالي للقضاء، الفقه المقارن، 1436هـ.

ملخص الرسالة: حيث فصل الباحث الحديث عن تعريف الصكوك المركبة من المرابحة والمضاربة وخصائص الصكوك والحكم الشرعي لصكوك المرابحة والمضاربة والتكيف الفقهي لهما وبعض الدراسات التطبيقية لواقع الصكوك المركبة من المرابحة والمضاربة.

وكما نلاحظ أن أغلب الرسائل التي بحثت في الموضوع تحدثت عن الصكوك وحكمها الشرعي وكونها بديلاً عن السندات التقليدية وأغفلت الجانب التنموي والإقتصادي للصكوك مع العلم أنه خلال العشر سنوات الأخيرة انتشرت الصكوك على نطاق واسع في كثير من الدول وخاصة ماليزيا ودول الخليج والشرق الأوسط. وكانت البوابة للدخول للسوق الأوروبية ومن هنا تأتي أهمية البحث للتركيز على الدور التنموي للصكوك وكذلك بعض المشاكل التي واجهت مصدري الصكوك أثناء التطبيق، وكذلك الفرص والتحديات التي تواجه تطبيق الصكوك العملي، مع التركيز أيضاً على خصائص الصكوك وأنواعها ومجالات استخدامها فعلى سبيل المثال صكوك الاستصناع فيمكن استخدامها في تمويل صناعات مهمة وكبيرة مثل استصناع أسطول السفن والطائرات والمصانع وغيره.

وكذلك تم وضع تجارب لدول نجحت فيها فكرة الصكوك مثل دولة ماليزيا والإمارات العربية المتحدة والمملكة العربية السعودية، وكذلك التعريف بأهم المؤسسات المالية الدولية التي تقوم بإصدار الصكوك مثل البنك الإسلامي للتنمية ومركز إدارة السيولة (LMC).

المنهج المتبع فى الرسالة:

لقد اتبعت فى الرسالة المنهج الاستقرائي والمتبع والمعتمد فى كثير من الجامعات لمنهجية البحث العلمي.

خطة البحث:

لقد اشتمل البحث على:

- فهرس الموضوعات
- مقدمة.
- أهداف البحث.
- أهمية البحث.
- سبب اختيار الموضوع.
- الدراسات السابقة.
- المنهج المتبع فى البحث.
- الخطة التفصيلية للبحث.

وبخصوص الخطة التفصيلية لقد قسمت البحث إلى ثلاثة فصول على النحو التالي:

- الفصل الأول: مبحثان

- المبحث الأول: الصكوك ونشأتها وعلاقتها بالتمويل الإسلامي.
 - المطلب الأول: تعريف التمويل والتمويل الإسلامي.
 - المطلب الثاني: مبادئ التمويل الإسلامي.

• المبحث الثاني: الصكوك

- المطلب الأول: تعريف الصكوك
- المطلب الثاني: فكرة ونشأة الصكوك.
- المطلب الثالث: الخصائص العامة للصكوك.
- المطلب الرابع: أهمية وأنواع الصكوك ومجالات الاستخدام.
- المطلب الخامس: إطفاء الصكوك .

- الفصل الثاني: مبحثان

- المبحث الأول : السندات

- المطلب الأول : تعريف السند وخصائصه
- المطلب الثاني : أنواع السندات .
- المطلب الثالث : تحديد القيمة العادلة لإصدار السند
- المطلب الرابع : الحكم الشرعي للسندات .
- المبحث الثاني : مقارنة بين الصكوك والسندات .

– الفصل الثالث : مبحثان

- المبحث الأول : الأهمية الاقتصادية للصكوك .

- المطلب الأول : دور الصكوك وأثرها على المنشآت الصغيرة والمتوسطة.
- المطلب الثاني : دور الصكوك في سد عجز الموازنة.
- المطلب الثالث : دور الصكوك على المصارف الإسلامية.
- المطلب الرابع : التعريف بأهم المؤسسات المالية التي ساهمت بإصدار صكوك.

- المبحث الثاني : تجارب الدول ونهضتها من خلال الصكوك .

- المطلب الأول : تجربة ماليزيا .
- المطلب الثاني : تجربة دولة الإمارات العربية المتحدة.
- المطلب الثالث : تجربة المملكة العربية السعودية .
- المطلب الرابع : تجربة الدول الأوروبية(بريطانيا).

– الخاتمة وجعلتها تحتوي على أهم النتائج والتوصيات .

– المصادر والمراجع.

– الملاحق

الفصل الأول: الصكوك نشأتها وعلاقتها بالتمويل الإسلامي

سيتم في هذا الفصل-إن شاء الله-توضيح مفهوم الصكوك وتمييز مفهوم التمويل وكذلك التمويل الإسلامي وأهم

المبادئ الأساسية للتمويل الإسلامي، وسيكون ذلك من خلال المباحث التالية:

المبحث الأول : مفهوم التمويل ومبادئه في الإقتصاد الإسلامي .

المبحث الثاني: الصكوك وبيان نشأتها وأهميتها وأنواعها.

المبحث الأول

مفهوم التمويل ومبادئه في الإقتصاد الإسلامي

كان لا بد في بداية هذه الأطروحة من توضيح مفهوم التمويل وكذلك مفهوم التمويل الإسلامي وتوضيح أهم

المبادئ الأساسية للتمويل الإسلامي.

المطلب الأول: مفهوم التمويل ومبادئه

أولاً: تعريف التمويل:

لغة: "مَوَّلَ يَمْوِلُ، تمويلاً، فهو مُمَوَّلٌ، والمفعول مُمَوَّلٌ ويقال مَوَّلَ المشروعَ: أمدّه بمال، قدّم له ما يحتاج إليه من

مال"¹

اصطلاحاً: " تقديم المال، وهو يقوم على علاقة تعاقدية بين طرفين أحدهما يملك فائضاً في رصيده من الأموال

والآخر يعاني عجزاً، وعليه فجوهر العملية التمويلية هو تحويل المال من حيث الفائض إلى العجز من أجل تلبية

حاجة استهلاكية أو استثمارية وفق صيغة معينة"²

1- د.أحمد مختار عبد الحميدعمر، معجم اللغة العربية المعاصرة (المتوفى: 1424هـ) الطبعة: الأولى، 1429 هـ -2008 م المجلد الثالث ص2139.

2- د. شوقي بورقبة، التمويل في البنوك التقليدية والبنوك الإسلامية دراسة مقارنة من حيث المفاهيم والإجراءات والتكلفة طبعة عالم الكتاب الحديث -الأردن، ص 11

تعريف آخر: " نقل القدرة التمويلية أو الفوائض المالية من فئات الفائض إلى فئات العجز"¹.

وعرفه البعض أنه: " مجموعة من الفعاليات التي تؤدي إلى توفير الأموال اللازمة للدفع، والغرض منه تزويد

المنشأة أو أي قطاع عامل بالأموال اللازمة لتحقيق أهدافه وتسديد إلتزاماته المالية وتمويل البرامج المقدمة"²

تعريف التمويل الإسلامي:

"هو تقديم تمويل عيني أو معنوي إلى المنشآت المختلفة بالصيغ التي تتفق مع أحكام ومبادئ الشريعة

الإسلامية، ووفق معايير وضوابط شرعية وفنية لتساهم بدور فعال في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية"³.

تعريف آخر: "يتكون مصطلح التمويل الإسلامي من كلمتين لهما معنيين محددين وتشير كلمة "التمويل" إلى

الأسواق والمؤسسات المالية التي تقوم باكتساب الموارد وتخصيصها وإدارتها واستثمارها. كما يتناول القضية

الأساسية المتمثلة في إدارة وتحويل المخاطر.

أما كلمة "الإسلامي" فتوحي ببعض الاختلافات الجوهرية بين التمويل الإسلامي ونظيره التقليدي. فعلى الرغم من

إمكان قيام التمويل الإسلامي بالوظائف الأساسية لنظيره التقليدي، إلا أنه يختلف عنه في بعض الخصائص المميزة

والفريدة التي تستند على قواعد معينة حددتها الشريعة. ومن بين أهم هذه الخصائص: تحريم الربا أو نسبة الفائدة

المحددة مسبقاً، ومنع الغرر في العقود، وتحريم القمار (الميسر) وتحريم القيام بأنشطة اقتصادية أو استثمارية غير

مقبولة أخلاقياً واجتماعياً وإن كانت مربحة (على سبيل المثال التجارة بالمواد الإباحية والقمار والكحول والدعارة)

¹- د. محمد عبد الحليم عمر، ورقة علمية بعنوان "الأدوات المالية الإسلامية للتمويل الحكومي"، مقدم إلى ندوة الصناعة المالية الإسلامية التي عقدها: المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب -التابع للبنك الإسلامي للتنمية بجدة ص 11.

²- د.سهيل أحمد فضل حوامده، رسالة دكتوراة بعنوان"الوساطة المالية في المصارف الإسلامية"، جامعة اليرموك-كلية الشريعة قسم الإقتصاد والمصارف الإسلامية 1432هـ الموافق 2011م، ص 39 .

³- د.محمد البلطاجي، ورقة علمية بعنوان"صيغ مقترحة لتمويل المنشآت الصغيرة والمعالجة المحاسبية لصيغة المشاركة المنتهية بالتملك"، مقمة للمؤتمر السنوي الثاني عشر للأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية 29-31 مايو 2005، عمان-الأردن، ص: 15 .

وتحريم الاحتكار، وفرض الزكاة والتعاون لما فيه مصلحة المجتمع من خلال الالتزام بالأحكام الشرعية عند ممارسة التجارة والاستثمار¹

بالتالي نلاحظ أن الفرق بين مفهوم التمويل ومفهوم التمويل الإسلامي هو إضافة الناحية الشرعية للتمويل الإسلامي بمعنى أن يتم نقل القدرة التمويلية من وحدات الفائض إلى وحدات العجز ولكن بالضوابط الشرعية التي أقرها الشرع الحنيف، فمثلاً إن تمت العملية التمويلية بنوع من أنواع الربا فهي لا تدخل ضمن التمويل الإسلامي.

المطلب الثاني: المبادئ الأساسية التي تحكم عملية التمويل في الإقتصاد الإسلامي

هناك العديد من المبادئ التي تحكم المعاملات المالية ومعرفة هذه المبادئ هام جداً حتى نتجنب فساد المعاملات المعاملات والعقود المالية، وسوف أذكر هنا في هذه الرسالة المبادئ التالية:

- 1- الربا.
- 2- الغرر.
- 3- الإكتناز.
- 4- إنفاق واستثمار المال في الطيبات.

أولاً: تحريم الربا:

يُعرّف الربا لغةً بأنه: الزيادة والنماء، جاء في لسان العرب: (ربا الشيء يربو ربواً ورياءً: زاد ونما)²

اصطلاحاً: "الزيادة على أصل المال من غير بيع"³

وقد جاء تحريمه صريحاً في الكتاب والسنة قال تعالى -: ﴿لِنَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَذَرُوا مَا بَقِيَ مِنَ الرِّبَا إِن كُنْتُمْ مُؤْمِنِينَ﴾⁴.

1- النظام المالي الإسلامي والمبادئ والممارسات ترجمة كرسي سابق لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، بجامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، ص48

²- ابن منظور، لسان العرب، طبعة دار صادر-بيروت، المجلد الرابع عشر، ص304.

3- سعد الدين محمد الكبي، المعاملات المالية المعاصرة في ضوء الإسلام، طبعة المكتب الإسلامي، الطبعة الأولى 2002م، ص154.

4- سورة البقرة آية 287 .

وروى أبى هريرة رضي الله تعالى عنه أن النبي صلى الله عليه وسلم قال: «اجْتَنِبُوا السُّنْعَ الْمُؤَبَّاتِ»، قَالُوا: يَا رَسُولَ اللَّهِ وَمَا هُنَّ؟ قَالَ: «الشِّرْكَ بِاللَّهِ، وَالسَّخْرُ، وَقَتْلُ النَّفْسِ الَّتِي حَرَّمَ اللَّهُ الْإِبْلَاحِقَ، وَأَكْلُ الرِّبَا، وَأَكْلُ مَالِ الْيَتِيمِ، وَالتَّوَلَّى يَوْمَ الرَّحْفِ، وَقَذْفُ الْمُحْصَنَاتِ الْمُؤْمِنَاتِ الْغَافِلَاتِ»¹

الآثار الاقتصادية للربا:

- 1- الربا يشجع على الكسل بالتالي له تأثير على سلبي على الإنتاجية.
- 2- الربا يساعد على تقسيم المجتمع إلى طبقة أغنياء وفقراء مما يساعد على سوء توزيع الثروات.
- 3- الربا يساعد على غلاء الأسعار لأن التاجر أو المستثمر الذي يقترض من أجل توفير المال فسوف يقترض بنسبة فائدة بالتالي يزيد في السعر لتغطية المبلغ الربوي، ويحدث اضطراب في حياة الناس لعدم قدرتهم على الشراء.
- 4- الربا يساعد على البطالة لأن بعض المستثمرين يفضلون استثمار أموالهم بالربا دون الحاجة لإستثمارها في إقامة مشروعات مما يؤدي إلى ارتفاع نسبة البطالة وتعطيل الطاقات البشرية، وهذا ما نلاحظه حتى في الدول الغربية مع تقدمها إلا أننا نجد أيضا هناك نسب بطالة.
- 5- الربا يساعد على الكساد لأن مع ارتفاع الأسعار يحجم الناس على الشراء بالتالي يحدث كساد للبضائع في المخازن، بالتالي يقرر المصنع تخفيض الإنتاجية مما يضطر معه للإستغناء عن بعض العاملين، ولا يكتفى المرابي بذلك بل يضطر هو أيضا لسحب أمواله مما يؤثر على السيولة وتحدث حينها الأزمات الاقتصادية.

• قرارات مجمع البحوث الإسلامية بالأزهر الذي فصل في القضية (قضية فوائد البنوك) وذلك في سنة 1384هـ . 1965م، حيث جاء فيها²:

- 1- الفائدة على أنواع القروض كلها ربا محرّم لا فرق في ذلك بين ما يُسمّى بالاستهلاكي وما يُسمّى بالقرض الإنتاجي؛ لأن نصوص الكتاب والسنة في مجموعها قاطعة في تحريم النوعين: ربا الفضل و ربا النسيئة.
- 2- قليل الربا وكثيره حرام.

¹-أخرجه البخاري كتاب الحدود -باب رَمِي الْمُحْصَنَاتِ حديث 6857، طبعة المكتبة العصرية- خمس مجلدات ،ومسلم كتاب الإيمان - باب بيان الكبائر وأكبرها حديث 189 تحقيق محمد فؤاد عبد الباقي - طبعة دار إحياء التراث العربي - بيروت خمس مجلدات .
²- مجلة الاقتصاد الإسلامي، ص22، عدد 66، جمادى الأولى 1407 هـ، يناير 1977.

3- الإقراض بالربا محرّم لا تبيحه حاجة ولا ضرورة، ولا يرتفع إثمه عن المقترض إلا إذا دعت الضرورة.

ثانياً: الغرر في المعاملات

لغة: الخطر، والتعريض للتهلكة، وبيع الغرر هو بيع ما يجهله المتبايعان، أو ما لا يوثق بتسلمه، كبيع السمك في الماء، أو الطير في الهواء¹.

اصطلاحاً: صفة في المعاملة تجعل بعض أركانها مستورة العاقبة (النتيجة)، أو هو: ما تردد أثره بين الوجود والعدم²

حكم الغرر:

أجمع أهل العلم قاطبة على تحريم الغرر وذلك لورود أحاديث صحيحة عن النبي صلى الله عليه وسلم تنهى التعامل بالغرر ومنها:

- عن أبي سعيد الخدري قال: "نهى رسول الله صلى الله عليه وسلم عن بيع ما في بطون الأنعام حتى تضع وعمّا في ضروعها إلا بكيل وعن شراء الغنائم حتى تقسم وعن شراء الصدقات حتى تقبض وعن شراء العبد وهو آبق وعن ضرية الغائص"

- عَنْ سَعِيدِ بْنِ الْمُسَيَّبِ؛ أَنَّ رَسُولَ اللَّهِ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ نَهَى عَنْ بَيْعِ الْغَرَرِ³.

¹ - المعجم الوسيط المؤلف: مجمع اللغة العربية بالقاهرة، الإدارة العامة للمعجمات وإحياء التراث، مكتبة الشرق الدولية، الطبعة الرابعة 1429هـ-2009م، ص671.

² - المعايير الشرعية، النص الكامل للمعايير الشرعية التي تم اعتمادها حتى صفر 1437هـ-ديسمبر 2015، الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (الأيوبي)، ومقرها المنامة-البحرين، طبعة دار الميمان للنشر والتوزيع-الرياض-المملكة العربية السعودية، المعيار الشرعي 31 والخاص بالغرر ص781.

³ - مالك بن أنس بن مالك بن عامر الأصبحي المدني، الموطأ، طبعة مكتبة الصفا للنشر والتوزيع، مراجعة الشيخ طه عبد الرؤوف سعد حديث 1354 ص387 .

وقال الإمام مالك رحمه الله: "وَالْأَمْرُ عِنْدَنَا، أَنَّ مِنَ الْمُخَاطَرَةِ، وَالْعَزْرِ، اشْتِرَاءَ مَا فِي بُطُونِ الْإِنَاثِ. مِنَ النِّسَاءِ، وَالذَّوَابِّ لَا يُذْرَى أَيْخُرُجُ، أَمْ لَا يَخْرُجُ؟ فَإِنْ خَرَجَ لَمْ يُذْرَ أَيْكُونُ حَسَنًا، أَمْ قَبِيحًا. أَمْ تَامًا، أَمْ نَاقِصًا. أَمْ نَكَرًا، أَمْ أَنْثَى. وَذَلِكَ كُلُّهُ يَتَّقَاضِلُ. إِنْ كَانَ عَلَى كَذَا، فَقِيمَتُهُ كَذَا. وَإِنْ كَانَ عَلَى كَذَا، فَقِيمَتُهُ كَذَا¹."

*ضابط الغرر المفسد للمعاملات:

يفسد الغرر المعاملة إذا توافرت فيه الشروط الأربعة الآتية²:

1- أن يكون الغرر في عقد معاوضة مالية أو ما معناها (مثل البيع أو الإجارة لأن الغرر لا يؤثر في عقود التبرعات)

2- أن يكون الغرر كثيراً (أي أن يغلب على العقد صفة الجهالة حتى يوصف العقد به ومن شأنه أن يؤدي إلى نزاع مثل بيع الثمر قبل ظهوره وهذا الغرر يؤثر في العقد فيفسده، أما الغرر اليسير والذي ليس من شأنه أن يؤدي إلى نزاع فلا يكاد يخلو منه عقد مثل بيع الدار دون رؤية أساسها).

3- أن يكون الغرر في المعقود عليه أصالة.

4- ألا تدعو الحاجة المعتبرة شرعاً إلى العقد المشتمل على غرر (أي سدت جميع الطرق الشرعية الموصلة إلى الغرض ولم يبقى سوى ذلك العقد المشتمل على غرر كثير).

وبخصوص الشرط الرابع وهو ألا تدعو الحاجة المعتبرة شرعاً إلى العقد أرى أنه ضابط ليس محله لأن الله سبحانه وتعالى شرع هذا الشرط وهو الإضرار للحفاظ على الحياة وهي من الضروريات الخمس مثل إباحة أكل الميتة للمضطر، أما في العقود المالية فنحن غير مضطرين وليس به ضرورة للحفاظ على الحياة أو الحفاظ على الأموال، أما كون أننا ضابط للضرورة فسيأتي جميع المستثمرين بالضرورة التي تبيح لهم العقد وسيكون هناك تساهل في الأمور المالية وإبرام العقود.

* الصور الحديثة للغرر:

¹ - المرجع السابق ص 388 .

² - المعايير الشرعية، النص الكامل للمعايير الشرعية التي تم اعتمادها حتى صفر 1437هـ-ديسمبر 2015، الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (الأبوفي)، ومقرها المنامة-البحرين، طبعة دار الميمان للنشر والتوزيع-الرياض-المملكة العربية السعودية ص782.

1- ومن الصور الحديثة للغرر هي المسابقات التي تتم بواسطة الاتصالات الحديثة حيث تقوم الجهة المنظمة برصد عدد من الجوائز يتهاافت عليها الناس من أجل الحصول عليها ويتحمل كل مشارك تكلفته من خلال الإتصال على الجهة المنظمة وتربح هذه الجهة من كل اتصال أو كل رسالة نصية مثلا ، ومثل هذه المسابقات تربي الكسل، وتعتمد على الجهالة ولقد حرم هذه المسابقات عدة علماء مثل د.يوسف القرضاوي ، د.نصر فريد واصل مفتي الديار المصرية الأسبق ، وهنا يدفع المتسابق المال الذي يتمثل في تكلفة المكالمات أو الرسالة ،وقد يحصل على شيء وقد لا يحصل ، والجوائز تؤخذ من تكلفة هذه المكالمات أو تكلفة هذه الرسائل، بل وتزيد الجهة المنظمة في الأسعار ، فالغرر هنا كثير بالتالي يفسد المعاملة ويحرمها¹

2-ومن الصور الحديثة أيضاً للغرر هي عقد التأمين التجاري: فمبلغ التأمين الذي وقع عليه العقد قد يحصل عليه المستأمن وقد لا يحصل عليه، لأن حصوله يتوقف على حصول الخطر المؤمن منه، وهو قد يقع وقد لا يقع، وعقد التأمين يتضمن الغرر في مقدار العوضين فالمستأمن يجهل مقدار ما سيأخذ ، والشركة تجهل مقدار مجموع الأقساط . وعقد التأمين يتمن الغرر في الأجل كما في التأمين العمري حيث تلتزم شركة التأمين بدفع مبلغ التأمين عند وفاة المستأمن وهو أجل مجهول ، بهذا يتبين أن عقد التأمين التجاري يتضمن غرراً كبيراً فاحشاً يفسد العقد².

ثالثاً: تجنب اكتناز المال:

والدليل قوله تعالى: {وَالَّذِينَ يَكْنِزُونَ الذَّهَبَ وَالْفِضَّةَ وَلَا يُنْفِقُونَهَا فِي سَبِيلِ اللَّهِ فَبَشِّرْهُمْ بِعَذَابٍ أَلِيمٍ}³
 الكَنْزُ: "المال المدفون تحت الأرض، هذا هو الأصل، فإذا أخرج منه الواجب عليه لم يبق كنزاً وإن كان مكنوزاً، وفي الحديث: كل مال لا تؤدي زكاته فهو كنز والجمع كُنوز"⁴

¹ - انظر تريجان ترميجان، رسالة ماجستير بعنوان " الغرر وتطبيقاته في المعاملات المالية المعاصرة" جامعة سوراكرتا المحمية -أندونيسيا، عام 2015، ص21.

² - د.محم عثمان بشير، المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي، طبعة دار النفائس للنشر والتوزيع-الأردن، الطبعة السادسة عام 1427هـ-2017م، ص100.

³ - سورة التوبة آية 34 .

⁴ - ابن منظور، لسان العرب، مرجع سابق، الجزء الخامس ص402 .

وجاء في مقاييس اللغة: "الكاف والنون والزاء أصيل صحيح يدل على تجمع في شيء. من ذلك ناقة كزاز اللحم، أي مجتمعة"¹.

ويعرّف الاكتناز اصطلاحاً بأنه: "منع الزكاة وحبس المال الذي يفضل عن الحاجة عن الإنفاق في سبيل الله، وسبيل الله هو النفع العام والخير والمصلحة العامة"²
وقال ابن عمر: "كل مال يؤدي زكاته، فليس بكنز؛ وإن كان مدفوناً، وكل مال لا يؤدي زكاته، فهو كنز، وإن لم يكن مدفوناً"³.

الآثار الاقتصادية للاكتناز⁴:

- يؤدي الاكتناز إلى إلغاء منفعة الأبخار الذي له دور كبير في تنمية المجتمع.
- إن حبس الأموال عن التداول يؤدي إلى ندرتها في السوق ومن ثم يصبح لها ثمن، وثنها هو سعر الفائدة وهو الربا المحرم في الإسلام.
- إن عدم إنفاق المال في سبيل الله وفي مشاريع الخير يؤدي حتماً إلى عدم إخراج الزكاة، وهي حق الفقراء الذي فرضه الله في أموال الأغنياء، والبديل الشرعي للاكتناز هو استثمار المال بالطرق المشروعة المتمثلة في صيغ التمويل الإسلامية.

بالتالي نرى أن الإكتناز يؤدي إلى تعطيل متعمد لنعمة المال في دفع عجلة التنمية وحبس له عن أداء دوره وكثير من المكتنزين ينتظر هذا المال ليضارب به وهنا يأتي دور تحفيز هؤلاء إلى الإستثمار عبر القنوات الشرعية التي ألقها الشرع ، ولذلك من الضروري أن يكون هناك شركات إحصائية وبيانية عن الإستثمار في كل دولة تقوم بتوضيح الطريق أمام المستثمرين من خلال الإحصائيات اللازمة، مجالات الإستثمار في الدولة، وما الذي يحتاجه الناس من ضروريات ثم من تحسينات، وبالطبع هذا يقلل من عملية الإكتناز وبالتالي أستطيع أن أقول أن الإستثمار هو البديل الشرعي للاكتناز.

¹ - ابن فارس، معجم مقاييس اللغة، طبعة دار الفكر، تحقيق عبد السلام محمد هارون، ، الجزء 5 ص 141.

² - مجلة البنوك الإسلامية، عدد 37، ذو القعدة 1404هـ، أغسطس 1984م، ص 47.

³ - الإمام بن مسعود البغوي (صاحب التفسير المعروف)، اللتهذيب في فقه الإمام الشافعي، طبعة دار الكتب العلمية، بيروت، الطبعة الأولى 1418هـ-1997م ، الجزء الثالث ص 95.

⁴ - مجمع البحوث الإسلامية في الأزهر، الأعمال المصرفية في الإسلام، القاهرة 1405 هـ . 1985 م، ص 148-149.

رابعاً: إنفاق واستثمار المال في الطيبات:

والدليل قوله تعالى: {وَيُحِلُّ لَهُمُ الطَّيِّبَاتِ وَيُحَرِّمُ عَلَيْهِمُ الْخَبَائِثَ}¹

إن من أهم الضوابط التي وضعها الإسلام لإنفاق المال أو اكتسابه الالتزام بالطيبات والابتعاد عن الخبائث والمحرمات.

وتعرف الطيبات لغة على أنها: "جمع طيب. والطيب: ضد الخبيث. ويُقال: كل ما يلذ للنفس طيب. فيقال: للطعام المذاق: طيب. وللريح المذاق: طيبة. ويستعار فيما لا اثم فيه. فيقال: هذا كسب طيب، أي: حلال"². ويرى الفقهاء أن الطيبات هي كل ما كان فيه منفعة للإنسان وإن اختلفت ضرورتها، لذلك فهم يصنفون حاجات الناس حسب هذه الضرورة، ويرون أن من واجب المسلم أن يستثمر أمواله حسب الأولوية في هذا الترتيب.

أما عن الخبائث والمحرمات فيقول الإمام الشاطبي: "التي نهى الإسلام عن تمويلها أو الاستثمار فيها، فهي الأعمال والمهن التي جاء تحريمها صريحاً في الكتاب أو السنة أو في اجتهادات الفقهاء؛ لأن بعضها جاء مع تطور الحضارة، وما أفرزته من سلبيات المجتمعات الأخرى غير الإسلامية"³.

والاستثمار في الطيبات يعتبر من المبادئ الهامة التي تحكم الاقتصاد الإسلامي لأنه كما أوضحنا من قبل أن التمويل الإسلامي يحكمه الضوابط الشرعية فلا يجوز الاستثمار مثلاً في مشروع تربية الخنازير لأن هناك نصوص شرعية تنهي عن أكل لحم الخنزير، كذلك لا يجوز الاستثمار ووضع الأموال في مشاريع صناعة المسكرات لورود الآيات والأحاديث الدالة على تحريم المسكرات، وهكذا بخصوص جميع الأعمال التي جاء فيها نصوص صريحة سواء من الكتاب أو السنة.

¹ - سورة الأعراف آية 157.

² - أبو فرج الجوزي، نزهة الأعين الناظر في علم الوجوه والنظائر، المتوفى 597هـ، طبعة مؤسسة الرسالة - بيروت، الطبعة الأولى 1404هـ-1984م، تحقيق محمد عبد الكريم كاظم الراضي، ص417.

³ - الإمام الشاطبي، الموافقات في أصول الشريعة، طبعة دار بن عفان، الجزء الثاني، ص 324.

المطلب الثالث: الضوابط العامة للتمويل الحكومي:

تحتاج الحكومات أيضاً إلى التمويل لكي تستطيع أن تقوم بالدور المنوط بها في كافة المجالات ولكن ينبغي أن يكون ذلك التمويل منضبط ومتماشياً مع أحكام الشريعة الإسلامية ولذلك سوف نذكر أيضاً أهم المبادئ التي ينبغي أن تؤخذ في الاعتبار.

وأهم هذه المبادئ¹:

- 1- عدم قيام أساليب التمويل الحكومي على الفائدة الربوية المحرمة شرعاً.
- 2- مراعاة أحكام العقود الشرعية في العلاقة التعاقدية بين الحكومة ومقدمي التمويل، وفي إجراءات إصدار وتداول وتسييل وتصفية الأدوات المالية.
- 3- مراعاة العدالة بين الأجيال عند اختيار أسلوب التمويل، فعند الحاجة إلى تمويل نفقات جارية تستخدم أدوات مالية قصيرة الأجل حتى لا يدفع الجيل القادم أعباء مالية استقادت منها الجيل الحالي، أما عند الحاجة إلى تمويل نفقات رأسمالية يستفيد الجيل القادم منها فإنه لا مانع من استخدام أدوات طويلة الأجل ومراعاة أن الجيل الحالي يستفيد من مشروعات قام بها الجيل السابق كما جاء "لولا أن الثاني يرتقق - ينتفع- بما أنشأه الأول حتى يصير به مستغنياً لافتقر أهل كل عصر إلى إنشاء ما يحتاجون إليه من منازل السكنى وأراضي الحرث، وفي ذلك من الاعواز وتعذر الامكان ما لا خفاء به".
- 4- تحقيق المنفعة لطرفي العقد وهي للحكومة تجميع المال اللازم، ولمقدم التمويل الحصول على عائد مناسب وفق الأحكام الشرعية.
- 5- قابلية الأدوات المالية للتسييل قبل حلول موعد التصفية لامكان الحصول على ما يلزم لمقدم التمويل وبالطريقة التي تتناسب كل أداة وتتفق مع الأحكام الشرعية.
- 6- العمل على تقليل درجة المخاطرة والتوزيع العادل لها طبقاً للقاعدة الشرعية "الخارج بالضمان".

¹- د. محمد عبد الحليم عمر، ورقة علمية بعنوان "الأدوات المالية الإسلامية للتمويل الحكومي"، مقدم إلى ندوة الصناعة المالية الإسلامية التي عقدها: المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب - التابع للبنك الإسلامي للتنمية، في الفترة 15-18 أكتوبر 2000م - بالإسكندرية، ص22.

المبحث الثاني: الصكوك

سوف أقوم في هذا المبحث بتعريف مفهوم الصكوك وكذلك بيان فكرة الصكوك ونشأتها وتوضيح الخصائص

العامة للصكوك وأنواعه وأهم مجالات الاستخدام

المطلب الأول: تعريف الصكوك

أولاً: الصك في اللغة:

يقول ابن منظور¹: " الصك: الضرب الشديد بالشيء العريض، وقيل: هو الضرب عامة بأي شيء كان، صكه يصكه

صكا ، الأصمعي: صكته ولكمته وصككته ودككته ولككته، كله إذا دفعته. وصكه أي ضربه، ومنه قوله تعالى:

{صككت وجهها}² ، وفي حديث ابن الأكوخ: "فأصك سهما فيرجله"³ : أي أضربه بسهم ، ومنه الحديث: "فاصطكوا

بالسيوف"⁴: أي تضاربوا بها"⁵.

ويقول الجوهري⁶: "الصك في اللغة: والصك: كتاب، وهو فارسيٌّ معرّب، والجمع أْصُكٌ وصِكاكٌ وصُكوكٌ"⁷

وفي المعجم الوسيط: "الكتاب يُكتب في المعاملات، أو وثيقة بمال أو نحوه، أو نموذج مطبوع على شكل معين

يستعمله المودع في أحد المصارف للأمر بصرف المبلغ المحرر به من النقد"⁸.

1- هو محمد بن مكرم بن علي، أبو الفضل، جمال الدين ابن منظور الأنصاري الرويفعي الإفريقي، صاحب (لسان العرب): الإمام اللغوي الحجة من نسل رويغ بن ثابت الأنصاري، ولد بمصر عام 630 هـ (وقيل: في طرابلس الغرب) وخدم في ديوان الإنشاء بالقاهرة، ثم ولي القضاء في طرابلس، وعاد إلى مصر فتوفي فيها عام 711 هـ، وقد ترك بخطه نحو خمسمائة مجلد، وعمي في آخر عمره. قال ابن حجر: كان مغرم باختصار كتب الأدب المطولة، وقال الصفي: لأعرف في كتب الأدب شيئاً إلا وقد اختصره. أشهر كتبه (لسان العرب) طبع في عشرون مجلداً، جمع فيه أمهات كتب اللغة، فكاد يغني عنها جميعاً.

2- سورة الذاريات آية 29 .

3- أخرجه الإمام مسلم : كتاب الجهاد والسير ، باب غزوة ذي قرد وغيرها حديث 1807 طبعة دار إحياء التراث العربي - بيروت.

4- رواه الطبراني في المعجم الكبير باب من اسمه شيبه (لأن الحديث عن مصعب بن شيبه عن أبيه) يوم حنين حديث 7191 طبعة مكتبة ابن تيمية القاهرة .

5- ابن منظور ، لسان العرب، مرجع سابق، الجزء العاشر ص456.

6- هو عالم ولغوي، يكنى بأبي نصر، أصله من «فاراب»، أول من حاول الطيران ومات في سبيله، ودخل العراق صغيراً فقرأ العربية على أبي علي الفارسي، والسيرافي، وسافر إلى الحجاز فطاف البادية، بلاد ربيعة ومضر، فأخذ العربية مشافهة من العرب، قال عنه ياقوت: كان من أعاجيب الزمان، نكاه وفطنة وعلماً. وصنع جناحين من خشب وربطهما بجبل، وصعد سطح داره، ونادى في الناس: لقد صنعت ما لم أسبق إليه وسأطير الساعة، فازدحم أهل نيسابور ينظرون إليه، فتأبط الجناحين ونهض بهما، فخانه اختراعه، فسقط إلى الأرض قتيلاً

7- الجوهري، أبو نصر إسماعيل بن حماد (المتوفى: 393هـ)، الصحاح تاج اللغة وصحاح العربية.

8- المعجم الوسيط، مجمع اللغة العربية بالقاهرة، ص519.

الصك في الإصطلاح:

تعريف هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية¹: " عبارة عن 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، وتعرف هذه الصكوك بالصكوك الإستثمارية تمييزاً لها عن الأسهم وسندات القرض"²

وعرفها البعض: " تطلق في التمويل الإسلامي على أوراق مالية قابلة للتداول، تشبه الأسهم والسندات، الأصل أنها يجب أن تكون شبيهة بالأسهم، ولكنها قد تصبح في الواقع العملي مثل السندات مضمونة الأصل والفائدة"³ كما عرفته هيئة الأوراق المالية الماليزية للصكوك في دليلها الخاص بالأوراق المالية الإسلامية بأنها " وثيقة أو شهادة تمثل قيمة الأصل"⁴ ومن خلال التعريفات السابقة يمكن أن نستخلص الخصائص التالية التي تميز الصكوك عن غيرها من الأدوات المالية:

- 1- وثائق وأوراق مالية متساوية القيمة.
- 2- وثيقة تثبت لحاملها حق ملكية شائعة في موجودات.
- 3- صاحب الصك يستحق المشاركة في أرباح المشروع، فيحصل على نصيبه من العائد ويتحمل نصيب من الخسارة بمقدار حصته.
- 4- قابلية التداول ما لم تمثل نقداً أو ديناً.
- 5- يتم الاستثمار من خلال الصكوك في الأنشطة المباحة شرعاً لأنها متوافقة وأحكامها مع الشريعة الإسلامية.

¹ - تأسست هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، والتي كانت تسمى سابقاً بـ: "هيئة المحاسبة المالية للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية" (الهيئة) بموجب اتفاقية التأسيس الموقعة من عدد من المؤسسات المالية الإسلامية بتاريخ 1 صفر 1410 هـ الموافق 26 فبراير 1990م في الجزائر. وقد تم تسجيل الهيئة في 11 رمضان 1411 هـ الموافق 27 مارس 1991م في دولة البحرين بصفتها هيئة عالمية ذات شخصية معنوية مستقلة غير هادفة للربح.

² - تعريف هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية معيار رقم 17. طبعة صفر 1437 هـ -ديسمبر 2015، ص 467.

³ - د. رفيع يونس المصري، التمويل الإسلامي طبعة دار القلم دمشق، ص 147

⁴ - النظام المالي الإسلامي المبادئ والممارسات ترجمة كرسي سابك لدراسات الأوراق المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص 442.

المطلب الثاني: فكرة ونشأة الصكوك الإسلامية:

الفرع الأول: فكرة الصكوك:

تقوم فكرة الصكوك على " المشاركة في تمويل مشروع أو عملية استثمارية متوسطة أو طويلة الأجل وفقاً للقاعدة الشرعية " العُثم بالْعُرم " أى المشاركة فى الربح والخسارة ، وذلك على منوال الأسهم العادية فى شركات المساهمة ونظام الوحدات الاستثمارية فى صناديق الاستثمار ، حيث تؤسس شركة مساهمة لهذا الغرض ولها شخصية معنوية مستقلة وتتولى هذه الشركة إصدار الصكوك اللازمة للتمويل وتطرحها للاكتتاب العام للمشاركين ، ومن حق كل حامل صك المشاركة فى رأس المال والتداول والهبة والإرث ونحو ذلك من المعاملات فى الأوراق المالية ، وقد تكون الجهة المُصدرة لهذه الصكوك أحد المصارف الإسلامية أو أي بيت تمويل إسلامي أو الحكومات¹.

وتتفق الصكوك وأسهم الشركات المساهمة فى أن كلا منهما شركة تتكون بطريقة يحددها القانون، برأس مال مقسم إلى أجزاء متساوية ويسمى كل منها سهماً أو صكاً ويكتتب فيه دون الحاجة إلى توفير الثقة الشخصية بين المكتتبين فى الأسهم وذلك لتحقيق غرض معين.

ولكن تختلف الصكوك عن الأسهم فى أن صاحب السهم له الحق فى المشاركة فى إدارة الشركة عن طريق انتخاب مجلس الإدارة، أما صاحب الصك فليس له حق المشاركة فى الإدارة.

الفرع الثاني: نشأة الصكوك الإسلامية:

على الرغم من النظر عموماً إلى الصكوك بصفقتها أداة مالية إسلامية معاصرة إلا أن استخدامها يعود إلى القرن الأول فى عهد الخلافة الأموية²، حيث جاء فى كتاب الموطأ للإمام مالك رحمه الله : وحدثني عن مالك أنه بلغه، أن صكوك أخرجت للناس فى زمان مروان بن الحكم من طعام الجار، فتبايع الناس تلك الصكوك بينهم قبل أن يستوفوها، فدخل زيد بن ثابت، ورجل من أصحاب رسول الله صلى الله عليه وسلم على مروان بن الحكم، فقال: "

¹ - د. أحمد شعبان محمد علي، الصكوك ودورها فى تحقيق التنمية الإقتصادية، طبعة دار التعليم الجامعي للنشر والتوزيع-الإسكندرية، ص31.

² - النظام المالي الإسلامي المبادئ والممارسات ترجمة كرسى سابك لدراسات الأوراق المالية الإسلامية ، مرجع سابق، ص444.

أتحل بيع الربا يأمروان؟ فقال: أعوذ بالله، وما ذاك؟ فقال: الصكوك تبايعها الناس، ثم باعوها، قبل أن يستوفوها، فبعث مروان الحرس يتبعونها، يزعونها من أيدي الناس، ويردونها إلى أهلها¹

أما في العصر الحديث يعود سبب ظهور ونشأة الصكوك الإسلامية إلى حاجة المجتمع الإسلامي إلى مصادر تمويلية مستمدة من الشريعة الإسلامية بدلاً عن السندات المقترنة بفوائد ثابتة، حيث بدأ بعض الباحثين بطرح البدائل، وسوف أقوم بطرح نشأة الصكوك على شكل نقاط وهي كالتالي:

1- وترجع نشأة الصكوك إلى عام 1983م، وذلك بعد أن اتضح لمسئولي البنك المركزي الماليزي عزوف "بنك إسلام ماليزيا" - أول بنك إسلامي في ماليزيا- عن تملك السندات الحكومية أو سندات الخزنة؛ كونها مخالفة للشريعة الإسلامية، ولذلك لجأ البنك المركزي الماليزي لإصدار شهادات استثمار لا تحتوي في آلياتها على ربا².

2- أصدر مجمع الفقه الإسلامي المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي في دورته الرابعة المنعقدة في جدة عام 1988م قراراً يتضمن الضوابط الشرعية لسندات المقارضة، وورد في هذا القرار اقتراح تسمية هذه الأداة الاستثمارية بصكوك المقارضة³.

وذلك نص القرار: بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار

إن مجلس مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنعقد في دورة مؤتمره الرابع بجدة في المملكة العربية السعودية من 18-23 جمادى الآخرة 1408 الموافق 6-11 شباط (فبراير) 1988م،

بعد اطلاعه على الأبحاث المقدمة في موضوع سندات المقارضة وسندات الاستثمار، والتي كانت حصيلة الندوة التي أقامها المجمع بالتعاون مع المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب بالبنك الإسلامي للتنمية بتاريخ 6-9 محرم 1408هـ الموافق 2-8 أيلول 1987م تنفيذاً للقرار رقم (3/10) المتخذ في الدورة الثالثة للمجمع وشارك فيها عدد من أعضاء المجمع وخبرائه وباحثي المعهد وغيره من المراكز العلمية والاقتصادية، وذلك للأهمية البالغة لهذا الموضوع وضرورة استكمال جميع جوانبه، للدور الفعال لهذه الصيغة في زيادة القدرات على تنمية الموارد العامة

¹ - أخرجه الإمام مالك في الموطأ كتاب البيوع باب العينة وما يشبهها حديث 1339 طبعة المكتبة العصرية بيروت، الإمام مسلم كتاب البيوع باب بطلان المبيع قبل القبض حديث 1528 طبعة دار إحياء التراث العربي - بيروت

² - انظر د. أحمد جابر بدران، الصكوك كأداة للتمويل بين النظرية والتطبيق في مجلة المسلم لمعاصر العدد 152 عام 2014

³ - القرار رقم 30(4/3)، وتقوم سندات المقارضة على أساس المضاربة.

عن طريق اجتماع المال والعمل. وبعد استعراض التوصيات العشر التي انتهت إليها الندوة ومناقشتها في ضوء

الأبحاث المقدمة في الندوة وغيرها، قرر ما يلي: من حيث الصيغة المقبولة شرعاً لصكوك المقارضة:

سندات المقارضة هي أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس مال القراض (المضاربة) بإصدار صكوك ملكية برأس مال المضاربة على أساس وحدات متساوية القيمة ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصاً شائعة في رأس مال المضاربة وما يتحول إليه، بنسبة ملكية كل منهم فيه، ويفضل تسمية هذه الأداة الاستثمارية صكوك المقارضة¹.

3- ثم انتشر بعد ذلك التعامل بالصكوك الإسلامية في الدول الإسلامية، وقد تميزت بعض هذه الدول بالتوسع والتنوع في مجال إصدار الصكوك كما ليزيا التي تعتبر السوق الأولى للصكوك الإسلامية. وكان أول إصدار

للصكوك في ماليزيا عام 1995 لبناء محطة طاقة كهربائية بقيمة 350 مليون دولار².

4- في عام 2003 أصدر المجلس الشرعي في هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية معياراً شرعياً مفصلاً عن الصكوك عام 2003 م³.

5- ثم توالى بعد ذلك إصدار الصكوك من عدة دول مثل الإمارات، والمملكة العربية السعودية والبحرين وقطر وألمانيا وبريطانيا.

6- في شهر يناير عام 2009 قام مجلس الخدمات المالية الإسلامية بماليزيا بوصف هياكل الصكوك والتعريف بها وتوضيح المخاطر المختلفة التي تتعرض لها مؤسسات الخدمات المالية بالنسبة للصكوك والمتطلبات التشغيلية المتعلقة بالتصكيك والصكوك، كما قام المجلس بمعالجة التعرض لمخاطر الصكوك، ومعالجة تخفيف مخاطر الائتمان، بالإضافة إلى معالجة التعزيز الائتماني المقدم من المصدر، ومعالجة التعزيز الائتماني حسب هيكلته⁴.

¹ - <http://www.iifa-aifi.org/1713.html> الموقع الرسمي لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، ونص قرار المجمع يوجد أيضا في

مجلة مجمع الفقه الإسلامي في العدد الرابع، الجزء الثالث، ص 1809.

² الصكوك الإسلامية مالها وما عليها، موقع المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، مركز أخبار الصناعة المالية الإسلامية <http://www.cibafi.org/NewsCenter/Details.aspx?Id=638&Cat=8&RetId=2>.

³ المعيار الشرعي رقم/17 الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، طبعة ديسمبر 2017، ص 467.

⁴ - د. علاء الدين زعتري، (أمين الفتوى؛ إدارة الإفتاء العام، وزارة الأوقاف السورية عضو الهيئة الاستشارية الشرعية لمجلس النقد والتسليف - مصرف سورية المركزي - عضو اللجنة الاستشارية الشرعية للإشراف على أعمال التأمين التكافلي - هيئة الإشراف على التأمين)، ورقة علمية بعنوان "الصكوك الإسلامية؛ تحديات، تنمية، ممارسات دولية" مقدّمة لورشة العمل التي أقامتها شركة BDO، بعمان -الأردن، بتاريخ 18 . 2010/7/19، ص 13.

المطلب الثالث: الصكوك وأهميتها وأنواعها ومجالات استخدامها

الفرع الأول: أهمية الصكوك:

مما لا شك فيه أن الصكوك الإسلامية أصبحت أهم الأدوات المالية خلال العشر سنوات الماضية وذلك للأسباب التالية:

- تساهم في إنعاش الاقتصاد وذلك بالاستفادة من رؤوس الأموال التي تعزف عن المشاركة في المشاريع التي تمول ريوياً¹.
- تلبي احتياجات الدولة في تمويل مشاريع البنية التحتية والتنمية بدلا من الإعتماد على سندات الخزينة والدين العام²
- تساعد في تحسين ربحية المؤسسات المالية والشركات ومراكزها المالية، وذلك لأن عمليات إصدار الصكوك الإسلامية تعتبر عمليات خارج الميزانية ولا تحتاج لتكلفة كبيرة في تمويلها وإدارتها³.
- تتيح للحكومات والشركات الحصول على تمويلات مشروعة تساعد في التوسع في نشاطها، وتغطية جزء هام من عجز الموازنة بشكل غير مباشر عن طريق زيادة الإستثمارات في الموازنة الإستثمارية⁴
- بديل شرعي لشهادات الاستثمار والسندات⁵.
- وأضيف أيضا أن الصكوك كانت البوابة للدخول للسوق الأوروبية، حيث انتشر إصدار الصكوك كأداة استثمار في السوق الأوروبي مثل بريطانيا وألمانيا بعد الأزمة العالمية بالولايات المتحدة الأمريكية وذلك يبين أهمية الصكوك كبديل عن أدوات الدين.

¹ - د. عبد القوي رمان محمد عثمان، ورقة علمية بعنوان " الصكوك الإسلامية وإدارة السيولة"، مقدمة إلى المؤتمر الرابع للمصارف الإسلامية سورية-دمشق 2009، ص7.

² - د. زياد الدماغ، ورقة بحثية بعنوان " دور الصكوك الإسلامية في دعم الموازنة من منظور إسلامي"، مقدمة للمؤتمر الدولي للمالية الإسلامية من 15-16 يونيو 2010 ، ص2

³ - د. نوال بن عمارة، ورقة علمية بعنوان " الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية - تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية - البحرين " تم نشرها في مجلة الباحث العدد التاسع - عام 2011 ، ص254 .

⁴ - د. أدهم إبراهيم جلال الدين، الصكوك والأسواق المالية الإسلامية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، طبعة دار الجوهرة للنشر والتوزيع، مصر، ص57.

⁵ - المرجع السابق 57 .

الفرع: أنواع الصكوك الإسلامية:

تتنوع الصكوك وفقا لاعتبارات مختلفة، منها ما يكون وفقا للإستمرارية أو الجهة التي أصدرتها أو للتخصيص أو استثمار حصيلتها أو للصيغة أو من حيث آجالها¹.

ولكن سأكتفي بتوضيح الأنواع التي ذكرتها هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية في المعيار رقم 17 والخاص بمعيار صكوك الإستثمار:

1- صكوك الإجارة: وتنقسم إلى

أ- 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 الصكوك².

ب- صكوك ملكية المنافع.

• صكوك ملكية منافع الأعيان الموجودة: وهي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين موجودة بنفسه أو عن طريق وسيط مالي، بغرض إجارة منافعها واستيفاء أجرتها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك³.

• صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها، بغرض إجارة أعيان موصوفة في الذمة واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين الموصوفة في الذمة مملوكة لحملة الصكوك⁴.

ت- صكوك ملكية الخدمات من طرف معين: 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 الاكتتاب فيها ، وتصبح تلك الخدمات مملوكة لحملة الصكوك⁵.

¹- د.علي، أحمد شعبان محمد الصكوك ودورها في تحقيق التنمية الإقتصادية، طبعة دار التعليم الجامعي، جمهورية مصر العربية. ص43

²- المعيار الشرعي رقم/17 الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، طبعة ديسمبر 2017، ص468.

³- المرجع السابق ص468.

⁴- المعيار الشرعي رقم/17 الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، طبعة ديسمبر 2017، ص469.

⁵- المرجع السابق ص469.

2- صكوك السلم :

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها، لتحصيل رأس مال السلم، وتصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك¹.

3- صكوك الإستصناع:

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة، ويصبح المصنوع مملوكاً لحملة الصكوك²

4- صكوك المراجعة:

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المراجعة وتصبح سلعة المراجعة مملوكة لحملة الصكوك³

5- 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 بالإستثمار⁴ فنكر المعيار هنا أن صكوك الشركة لها ثلاث حالات لإدارتها وهي :

- صكوك الشركة : أي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الشركة بتعيين أحد الشركاء أو غيرهم لإدارتها⁵.

- صكوك المضاربة: هي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس المضاربة بتعيين مضارب من الشركاء أو غيرهم لإدارتها⁶.

- صكوك الوكالة بالإستثمار: هي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الوكالة بالإستثمار بتعيين وكيل عن حملة الصكوك لإدارتها⁷.

1- المرجع السابق ص 469.

2- المرجع السابق ص 469.

3- المعيار الشرعي رقم/17، ص 469.

4- المرجع السابق، ص 470

5- المرجع السابق ص 470 .

6- المرجع السابق ص 470.

7- المرجع السابق ص 470.

6- 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 العقد¹.

7- 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 العقد².

8- 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 والغرس³.

- وفيما يلي جدول قمت بتلخيصه لبيان أنواع الصكوك الإسلامية الواردة في معيار هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية مع معرفة مصدر الصك والمكتب فيه وحصيلة الإكتتاب وبيان ملكية حامل كل نوع من أنواع الصكوك:

نوع الصك	الهدف من الصك	مصدر الصك	المكتب في الصك	حصيلة الاكتتاب	ملكية حامل الصك
----------	---------------	-----------	----------------	----------------	-----------------

1- المرجع السابق ص 470.

2- المرجع السابق ص 470.

3- المرجع السابق ص 470.

ملكية الموجودات على الشئوع بغنمها وقرمها	ثمن شراء العين	المشتررون لها	بائع العين المؤجرة أو عين الموعد باستئجارها	بيع العين المؤجرة	صكوك ملكية الموجودات
ملكية المنافع على الشئوع بغنمها وقرمها	ثمن المنفعة	المشتررون لها	بائع المنفعة العين الموجودة أو الموصوفة في الذمة	بيع منفعة العين سواء الموجودة أو الموصوفة في الذمة	صكوك ملكية المنافع
ملكية الخدمات	ثمن الخدمة	المشتررون للخدمة	بائع الخدمة	تقديم خدمات	صكوك ملكية الخدمات
سلعة السلم	ثمن شراء السلعة (رأس مال السلم)	المشتررون للسلعة	البائع لسلعة السلم	تحصيل رأس مال السلم	صكوك السلم
العين المصنوعة	تكلفة المصنوع	المشتررون للعين المراد صنعها	الصانع (البائع)	تمويل تصنيع سلعة	صكوك الاستصناع
سلعة المرابحة	تكلفة شراء البضاعة	المشتررون لبضاعة المرابحة	البائع لبضاعة المرابحة	تمويل شراء سلعة المرابحة	صكوك المرابحة

المشروع أو موجودات النشاط	حصة المكتتبيين في رأس المال	المشاركون في المشروع	الجهة التي تطالب المشاركة معها في مشروع أو نشاط معين	إنشاء مشروع أو تطوير مشروع قائم أو تمويل نشاط على أساس عقد من عقود المشاركة	صكوك مشاركة
موجودات المضاربة والحصة المتفق عليها من الربح لأرباب المال، ويتحملون الخسارة إن وقعت	رأس مال المضاربة	أرباب المال	المضارب	مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس المضاربة	صكوك المضاربة
ما تمثله الصكوك من موجودات بغنمها وغرمها ويستحقون ربح المشاركة إن وجد	المبلغ الموكل في استثماره	الموكلون	الوكيل بالاستثمار	الاستثمار	صكوك الوكالة بالاستثمار
حصة في المحصول مما أنتجته الأرض وفق ما حدده العقد	تكاليف الزراعة	المزارعون (أصحاب العمل بأنفسهم أو بغيرهم)	صاحب الأرض (مالكها أو مالك منافعها)	تمويل مشروع على أساس المزارعة	صكوك المزارعة
حصة من الثمرة مما أنتجته الأشجار وفق ما حدده العقد	تكاليف العناية بالشجر	المساقون	صاحب الأرض (مالكها أو مالك منافعها)	سقي أشجار مثمرة والإنفاق عليها ورعايتها على أساس عقد المساقاة	صكوك المساقاة

الفرع الثالث: مجالات استخدام الصكوك:

يمكن استخدام الصكوك في مجالات متعددة ومتنوعة، حسب نوع الصك، وسوف نذكر في ذلك الفرع مجالات

استخدام كل صك من الصكوك أو مجالات توظيف كل صك على النحو التالي:

1- من صكوك الإجارة بكافة أنواعها في تمويل المشاريع التنموية كما يمكن إصدارها من قبل القطاع الخاص والقطاع الخيري والقطاع العام إذ يمكن للحكومة أن تستعمل صكوك الإجارة بوصفها بديلا إسلاميا لسندات الدين العام بهدف اقتناء الأصول لمشاريع الحكومة أو تمويل مشاريع البنية التحتية مثل المباني والجسور والمعدات ،... وذلك من خلال صكوك إجارة الأعيان ، ويمكن الاستفادة من صكوك إجارة الخدمات في تمويل المشاريع الإنمائية ذات الأجل المتوسط و الطويلة،مثل قطاع التعليم والصحة والنقل والاتصالات ، وكذلك يمكن الاستفادة من صكوك إجارة المنافع في تمويل برامج الإسكان والتنمية العقارية¹

2-صكوك السلم: يمكن الاستفادة منها في مجال النفط والغاز والثروة الحيوانية والزراعية إذ يمكن للحكومة الاستفادة منها في عدم الموازنة العامة أو دعم المشاريع التنموية ، فمثلا تستطيع الحكومة إصدار صكوك البترول بسلم بصفتها منتجة وقادرة على تسليم البترول وذلك من خلال بيع الصكوك للجمهور إذ يمثل الصك كمية محددة من البترول ويستحق لأجل محددة وتدفع قيمته عند شراء الصك من المستثمرين ،وعليه تستلم الحكومة رأس مال السلم (قيمة الصك) واستعماله في المشروعات التنموية ، وعند استحقاق السلم تقوم الحكومة بقبض البترول المبيع ، وبيعه وكالة عن حامل الصك ، ودفع القيمة له ، ويكون ربح حامل الصك الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع² .

3-صكوك الإستهلاك: يمكن للمنشأة أو الحكومة أن تستفيد من صكوك الإستهلاك في مجال إستهلاك المباني أو الحافلات أو السفن أو المصانع، وذلك من خلال إصدار صكوك الإستهلاك على أساس أن يشتري

المكثبون ما يرغبون فيه، ويتعهد مصدر الصك بشراء المصنوع بالربح الذي تعرضه، وبالشروط التي تناسب مصدر الصك لتسديد الأقساط³ .

¹ - د.أدهم إبراهيم جلال الدين، الصكوك والأسواق المالية الإسلامية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، مرجع سابق، ص73.

² - المرجع السابق ص76 .

³ - د.زيد الدماغ، ورقة علمية بعنوان دور الصكوك الإسلامية في دعم الموازنة العامة من منظور تمويل إسلامي، مقدمة إلى المؤتمر الدولي للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، يونيو 2010، ص14.

4-صكوك المرابحة: يمكن من خلال صك المرابحة القيام العديد من الأنشطة مثل : توفير احتياجات بعض القطاعات الإنتاجية منها قطاع التجارة سواء الداخلية أو الخارجية،بالإضافة إلى القطاعات الإنتاجية من سلع وسيطة ومواد خام لتار الجملة والتجزئة وذلك عن طريق شراء السلع وإعادة بيعها مرابحة¹.

5-صكوك المشاركة: تعد الأسلوب الأمثل للإستثمار الجماعي في النشاط الاقتصادي المعاصر فهي توفر السيولة الكافية وتشارك في نتائج النشاط من ربح أو خسارة فيمكن تطبيقها في القطاع الخاص إذ يمكن لأي شركة نقل مثلاً في إصدار صكوك مشاركة لشراء حافلات نقل وعلى أساس إعطاء جهة العمل حصة من الإيراد، ويمكن تطبيقها من قبل القطاع العام إذ يمكن لأي حكومة أن تصدر صكوك مشاركة بهدف تعبئة الموارد المالية لإنشاء مرافق عامة مثل الموانئ والمطارات والجامعات، وكذلك بخصوص القطاع الخيري².

بعض الأمثلة على إصدارات الصكوك:

1-أصدر مصرف دبي الاسلامى صكوكا إسلامية بقيمة 2.8 مليار دولار لتمويل مشاريع مؤسسة الموانى والجمارك والمنطقة الحرة.

2-عدد ستة مصارف إسلامية بقيادة مصرف دبي الاسلامى أصدرت صكوك إجارة بقيمة مليار دولار وذلك لتطوير مطار دبي.

3-مؤسسة النقد البحرينى إصدار صكوك بقيمة 1.3 دولار تم طرحها في سوق البحرين للأوراق المالية.

4-تقوم مؤسسة النقد البحرينى بإصدار شهري بقيمة 25 مليون دولار (سلم) لامتصاص السيولة الزائدة.

5-أصدر قطر الاسلامى صكوك بقيمة 700 مليون دولار وذلك لتطوير مدينة حمد الطبية.

6-البنك السودانى المركزى قام بإصدار شهادات مشاركة لتمويل العجز في الموازنة.

ولم يقتصر إصدار الصكوك الإسلامية على الدول الإسلامية فقط ، فقد قامت ولاية سكسوني في ألمانيا بإصدار صكوك إسلامية بقيمة 100 مليون يورو ، كما قامت إحدى شركات الغاز الأمريكية بإصدار صكوك إسلامية بقيمة 166 مليون دولار وذلك لتطوير مكامن نفطية في لويزيانا الأمريكية ، من خلال ما سبق يتضح لنا الدور الكبير الذي تؤديه المصارف الإسلامية من خلال إصدارها للصكوك المتنوعة والتي لها القدرة الكبيرة على تمويل

1- د.أدهم إبراهيم جلال الدين، الصكوك والأسواق المالية الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، مرجع سابق ص 79.

2- المرجع السابق ص 82.

المشاريع التنموية الرائدة ذات الصيت العالمي الواسع والتي تعد واحدة من أهم روافد اقتصاد البلدان التي صدرت بها مثل مساهمة المصارف الإسلامية في تطوير مطار دبي أو المساهمة في مشاريع مؤسسة مواني دبي والتي تدير مشاريع ومواني عالمية وفي بلدان متعددة ، وحتى مساهمتها في سد العجز في ميزانية الدولة مثل صكوك شهاب السودانية وغيرها الكثير¹ .

مما سبق نجد أن الصكوك الإسلامية تتنوع لتلبي مختلف الرغبات سواء القطاع الحكومي أو القطاع الخاص أو حتى القطاع الخيري، فهي تعود بالنفع على مصدري الصكوك وكذلك المدخرين، فهي أداة فعالة للإستثمار والتمويل وكذلك كما أنها تخلص من جانب الربا الموجود في السندات التقليدية.

¹ - د. سامي عبيد محمد والباحث عدنان هادي، ورقة علمية بعنوان : الدور التمويلي للمصارف الإسلامية (التمويل بالصكوك) تجربة ماليزية ، منشورة في مجلة العلوم الإقتصادية العدد 38 عام 2015 ص115، وأصل البحث رسالة ماجستير للباحث عدنان هادي بعنوان "الدور التتموي للمصارف الإسلامية -تجارب في بلدان مختارة - السعودية - ماليزيا-العراق"

المطلب الرابع: ما يراعى في نشرة إصدار الصك:

تمثل نشرة الإصدار الدعوة التي يوجهها مصدرها إلى المكتتبين ويمثل الإكتتاب في الصك الإيجاب، وهناك عدة ضوابط لابد وأن تراعى في نشرة الإصدار من أهمها¹:

1- أن تتضمن شروط التعاقد وبيانات كافية عن المشاركين في الإصدار وصفاتهم الشرعية وحقوقهم وواجباتهم، وذلك مثل وكيل الإصدار ومدير الإصدار، ومنظم الإصدار، وأمين الإستثمار، ومتعهد التغطية، ووكيل الدفع وغيرهم كما تتضمن شروط تعيينهم وعزلهم.

2- أن تتضمن تحديد طبيعة العقد الذي تصدر الصكوك على أساسه، كبيع العين المؤجرة، أو الإجارة، أو المrabحة، أو الاستصناع أو السلم أو المضاربة أو المشاركة أو الوكالة أو المزارعة أو المغارسة أو المساقاة.

3- أن يكون العقد الذي أصدر الصك على أساسه مستوفياً لأركانه وشروطه، وألا يتضمن شرطاً ينافي مقتضاه أو يخالف أحكامه.

4- الإلتزام بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، وعلى وجود هيئة شرعية تعتمد آلية الإصدار وتراقب تنفيذه طوال مدته.

5- استثمار حصيلة الصكوك وما تتحول إليه تلك الحصيلة من موجودات بصيغة من صيغ الإستثمار الشرعية.

6- اشتراك حملة الصكوك في المغام والمغرم بنسبة ما يحملونه منها.

7- ألا تشمل أي نص يضمن به مصدر الصك لمالكه قيمة الصك الاسمية في غير حالات التعدي أو التقصير، ولا قدرأ معيناً من الربح.

8- يجوز أن تشمل تبرع طرف ثالث مستقل بالضمان، كما يجوز أن يقدم مصدر الصك بعض الضمانات العينية أو الشخصية لضمان مسؤوليته في حالات التعدي أو التقصير.

9- أن تتعهد مؤسسة بشراء ما لم يكتتب فيه من الصكوك ويكون الإلتزام من متعهد الاكتتاب على أساس الوعد الملزم، ولا يجوز أن يتقاضى المتعد عمولات مقابل ذلك التعهد.

10- أن تصدر الصكوك لآجال قصيرة أو متوسطة أو طويلة بالضوابط الشرعية وقد تكون دون تحديد أجل وذلك حسب طبيعة العقد.

¹ - المعايير الشرعية لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص 477.

11- أن ينظم مصر الصكوك أو حملة الصكوك طريقة مشروعة للتحوط من المخاطر أو التخفيف من تقلبات العوائد الموزعة (احتياطي معدل التوزيع)، مثل إنشاء صندوق تأمين إسلامي بمساهمات من حملة الصكوك، أو الاشتراك في تأمين تكافلي بأقساط تدفع من حصة حملة الصكوك في العائد أو من تبرعات حملة الصكوك فهذه بعض الضوابط التي وضعتها هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية في المعيار الخاص بصكوك الإستثمار، وينبغي على مصدرى الصكوك العمل بها وأن تتضمن نشرة الإصدار كافة التفاصيل التي يحتاج إليها المستثمر فلذلك يجب أن تحتوي نشرة الإصدار على المعلومات المطلوبة بشكل واضح ودقيق ومفهوم وتتفق مع مبادئ الشريعة الإسلامية وأحكامها دون أن تحتوي على بيانات غير ذات صلة أو غير ملائمة، وعلى العلم أن هذه المعلومات تتحملها الجهة المصدرة ولا تتحملها أي جهة أخرى مثل هيئة الأوراق المالية وغيرها، وكذلك يجب أن يرفق بنشرة الإصدار جميع المرفقات اللازمة مثل شهادة المستشار القانوني وشهادة هيئة الرقابة الشرعية

الفصل الثاني: الصكوك والسندات

سوف نتناول في هذا البحث- إن شاء الله - موضوع هام وهو السندات وبيان أنواعها وحكمها الشرعي ، وكذلك

عمل مقارنة بين الصكوك والسندات، وسوف يكون ذلك من خلال المباحث التالية :

- المبحث الأول : السندات .
- المبحث الثاني : مقارنة بين الصكوك والسندات .

المبحث الأول: السندات

تعد مسألة اختيار أسلوب التمويل من أهم المسائل التي تحظى باهتمام الإدارة المالية نظراً لما يترتب على ذلك أمور هامة تتعلق بمستقبل المنشأة وحقوق المساهمين ومقدرة المنشأة على الوفاء بالتزاماتها ، وتعد السندات أحد أساليب التمويل الهامة التي تلجأ إلى إصدارها الشركات وأحيانا الحكومات من أبرز الأدوات المالية التي يقدمها الغربيون على سائر البدائل بما فيها الأسهم العادية إذا رغبت تلك الشركات في زيادة مواردها المالية ، ونظراً لأن الفائدة التي تغلها السندات يتم استقطاعها من الأرباح المحققة وصولاً للوعاء الخاضع للضريبة فيما اصطلح عليه الغربيون أنها Tax deductible- فإن مؤدى ذلك انخفاض تكاليف التمويل ، وكان أحد الأسباب التي دفعت أنصار هذا الفكر إلى التشبث بأفضلية التمويل عن طريق الدين¹.

وسوف نتناول في هذا المبحث العناوين التالية:

- المطلب الأول: تعريف السند وخصائصه.
- المطلب الثاني: أنواع السندات.
- المطلب الثالث: الحكم الشرعي للسندات.

¹- د.سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية ص362.

المطلب الأول: تعريف السند وخصائصه

أولاً تعريف السند:

يقول ابن منظور: "السند هو ما ارتفع من الأرض في قبل الجبل أو الوادي، والجمع أسناد، لا يكسر على غير ذلك. وكل شيء أسندت إليه شيئاً، فهو مسند"¹.

ويقول ابن فارس: " السِّينُ وَالنُّونُ وَالذَّالُّ أَصْلٌ وَاحِدٌ يُدُلُّ عَلَى انْضِمَامِ الشَّيْءِ إِلَى الشَّيْءِ"²

أما اصطلاحاً: " هي صكوك متساوية القيمة تمثل ديوناً في ذمة الشركة التي أصدرتها وتثبت حق حاملها فيما قدموه من مال على سبيل القرض للشركة وحقهم في الحصول على الفوائد المستحقة دونما ارتباط بنتائج أعمالها ربحاً كانت أو خسارة، واقتضاء قيمة الدين المثبتة على الصكوك في مواعيد استحقاقها وتكون قابلة للتداول بالطرق التجارية، فينتقل السند بطريق القيد في الدفاتر التجارية إن كان اسماً، وبالتسليم للمشتري إن كان لحامله"³

تعريف آخر: " الصكوك القابلة للتداول التي تصدرها الشركات أو المؤسسات ويمثل هذا الصك قرصاً طويلاً للأجل يعقد عادة عن طريق الإكتتاب العام"⁴

ومن خلال التعريفات السابقة نستطيع أن نلخص أهم خصائص السندات على النحو التالي:

- 1- تصدر السندات بقيمة متساوية لجميع المستثمرين.
- 2- السندات تمثل التزاماً على الشركات المصدرة.
- 3- حامل السند الحق في قيمة القرض الذي قدمه مع فوائده سواء ربحت الشركة أو خسرت.
- 4- قابلية السند للتداول.
- 5- أداة استثمار توفر التمويل اللازم للشركات أو الحكومات دون تدخل حامل السند في الإدارة.

¹ - لسان العرب لابن منظور، مرجع سابق، الجزء الثالث ص 220.

² - ابن فارس، معجم مقاييس اللغة، مرجع سابق، الجزء الثالث، ص 105.

³ - د.سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، مرجع سابق ص 364 .

⁴ - د.محم عثمان بشير، المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي، طبعة دار النفائس للنشر والتوزيع-الأردن، الطبعة السادسة عام 1427هـ-2017م، ص 213.

المطلب الثاني: أنواع السندات¹

تقسم السندات إلى عدة أنواع بناء على معايير عدة أهمها²:

أولاً: نوع الضمان:

عادة ما تقوم الشركات بإصدار سندات مضمونة، وهنا نفرق بين نوعين أساسيين هما:

- سندات مضمونة بأصول (كالأراضي، المباني...) وفي حالة تصفية الشركة أو عدم وفائها بالتزاماتها يحق لحملة السندات التصرف بالأصول من أجل استيفاء حقوقهم. وهي طريقة تلجأ إليها بعض الشركات لاجتذاب رؤوس الأموال عن طريق تقديم ضمانات عينية للوفاء بالقرض.
- سندات غير مضمونة بأصول معينة، والضمانات الفعلية في هذه الحالة هي إجمالي أصول الشركة المصدرة ومركزها المالي.

ثانياً: إمكانية التداول:

حسب هذا المعيار نميز بين السندات القابلة للتداول والسندات غير القابلة للتداول:

- يكون السند لحامله وبذلك يعد ورقة مالية قابلة للتداول بالبيع أو الشراء، وفي تاريخ استحقاق الفائدة يتقدم المستثمر للبنك المتخصص أي الأمين بالكوبون المرفق لتحصيل قيمة الفائدة وتعرف هذه السندات بسندات الكوبون.
- أما السند المسجل باسم المستثمر فالفائدة تدفع بال شيكات للشخص المسجل باسمه السند وهذا النوع من السندات يوفر مزيد من الحماية لحامله من مخاطر السرقة أو الضياع إلا أنه غير قابل للتداول.

¹ –There are many types of bonds that can be issued, each of which is tailored to the specific needs of either the issuer or investors. The large number of bond variations is needed to create the best possible match of funding sources and investment risk profiles."http://www.accountingtools.com/types-of-bonds"

²– انظر للأستاذة بلجبلية سمية، رسالة ماجستير بعنوان "أثر التضخم على عوائد الأسهم" إشراف أ.د. بوراس أحمد كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير جامعة منتور يقسنطينة ص18

ثالثاً: القيمة التي تصدر بها السندات:

و نميز هنا بين ثلاث حالات:

- أن تباع السندات بالقيمة الاسمية التي أصدرت بها، و هذا في حالة اعتقاد المستثمرين بأن معدل الكوبون لهذه السندات يتناسب مع حجم المخاطر التي يتعرض لها الاستثمار في تلك السندات.
- تباع السندات بخصم على القيمة الاسمية (At a discount) ، و يكون ذلك في حالة ما إذا كان معدل الكوبون لتلك السندات أقل من مثليه لسندات أخرى في ذات المستوى من المخاطر و بذلك يعتبر هذا الخصم تعويض للمستثمر الذي سيدفع فعليا قيمة أقل من القيمة الاسمية عند الشراء و لكنه يحصل على القيمة الاسمية كاملة في تاريخ الاستحقاق.
- تباع السندات بقيمة أعلى من قيمتها الاسمية (At a premium) ، وهذا في حالة كون معدل الكوبون لهذه السندات أعلى من مثيله للسندات التي على نفس المستوى من المخاطر و في هذه العلاوة تعويض للشركة.

رابعاً: الجهة المصدرة للسندات:

- السندات التي تصدرها الشركات بهدف الحصول على تمويلات لاستثماراتها المتوسطة وطويلة الأجل.
- السندات الحكومية الصادرة من الخزينة العمومية أو الهيئات العمومية الأخرى.
- السندات الدولية، الصادرة عن المنظمات الدولية.

خامساً: العملة التي تحرر بها السندات

- سندات تحرر بالعملة الوطنية للجهة المصدر.
- سندات تحرر بالعملات الأجنبية، ومثالها السندات التي تتداول في سوق العملات الأجنبية، ومثالها أيضا ما تم إصداره في الولايات المتحدة الأمريكية في النصف الثاني للستينات، حيث أن التقلبات الحادة في قيمة الدولار في تلك الفترة كانت تضعف من الإقبال على السندات الحكومية.

سادساً: الحقوق والامتيازات المقدمة للمالكين:

بموجب هذا المعيار توجد مجموعة كبيرة من السندات يمكن تلخيص أهمها من خلال النقاط التالية:

- 1- السندات القابلة للتحويل إلى أسهم: وهو امتياز يمكن حامل السند من تحويله إلى أسهم عندما يجد أن الأرباح التي يحققها حملة الأسهم تفوق الفائدة التي يحصل عليها من سندات.ه.
- 2- السندات المشاركة في الأرباح: في هذا النوع يمكن أن يحصل حملة السندات على توزيعات للأرباح بعد حصولهم على الفوائد السنوية وذلك على أساس مؤشرات محددة تقررها الشركة.
- 3- السندات بمعدل كوبون متغير (متحرك): تقوم بعض الشركات بربط معدل الفائدة على سنداتها بالأرقام القياسية المتعلقة بمعدل الإنتاجية أو متوسط أسعار منتجاتها، وكلما ارتفعت قيمة هذه المقاييس تقوم الشركة برفع معدل الفائدة على السندات.
- 4- السندات المرتبطة بالمعيار النقدي: كما هو الحال بالنسبة للنوع السابق فإن معدلات الفائدة على هذه السندات مرتبطة بالتغيرات الحاصلة على مجموعة من الأرقام القياسية؛ و لكنها في هذه الحالة تخص الجانب النقدي للاقتصاد، حيث ترفع الشركة معدلات الفائدة على السندات كلما ارتفع مؤشر الأسعار أو معدل التضخم أو انخفضت القدرة الشرائية للنقود و العكس.

سابعاً: السندات ذات العوائد المرتبطة بأسعار الذهب:

ظهرت لأول مرة في فرنسا في السبعينات، حيث كانت فائدة السندات مرتبطة مباشرة بالتغيرات في أسعار الذهب، وذلك كمحاولة لتعويض حملة السندات عن انخفاض قيمة عوائدهم في فترات التضخم.

ثامناً: طريقة السداد:

يمكن التمييز بين نوعين من السندات:

- سندات تسدد عند تاريخ الاستحقاق.
- سندات تسدد قبل تاريخ الاستحقاق، وذلك باستدعائها من طرف الجهة المصدرة طريق الاختيار العشوائي لبعض السندات وسدادها مع تقديم مكافئات لحملتها أو عن طريق دخول الشركة إلى سوق رأس المال مشترية لسندات.ها.

تاسعاً: أجال استحقاق السندات

- سندات قصيرة الأجل: لا تتجاوز العام ومن أمثلتها سندات الخزينة وغالباً تصدر بمعدلات فائدة منخفضة، ويتك تداولها في سوق النقد.

- سندات متوسطة الأجل:

- سندات طويلة الأجل.

عاشراً: أسلوب تحديد سعر الفائدة

- سندات ذات أسعار فائدة ثابتة.

- سندات ذات أسعار فائدة متحركة.

في الأخير تجدر الإشارة إلى أنه لا يوجد انفصال تام بين الأنواع التي وردت سابقاً، حيث يمكن أن نجد نوع من السندات يمكن تصنيفه تحت أكثر من معيار كأن يكون السند لحامله وطويل الأجل وبمعدل فائدة متحرك مثلاً.



المطلب الثالث: تحديد القيمة العادلة لإصدار السند وتكلفته

هناك أربعة عوامل تلعب دوراً هاماً في تحديد القيمة العادلة لسعر إصدار السند، وهذه العوامل هي¹:

- 1- القيمة الإسمية للسند: وهي القيمة التي يُردُّ بها السند في تاريخ استحقاقه، وعلى أساسها يتم احتساب الفائدة التي ستدفع لحملة الأسهم.
- 2- معدل الفائدة السوقي: وهو معدل الفائدة السائد في سوق رأس المال في تاريخ الإصدار.
- 3- مدة السند: وهي المدة المتفق عليها في عقد الإصدار.
- 4- معدل الفائدة على السندات: وهو المعدل المتفق عليه بين الشركة المصدرة للسند وحملة السندات.

واستناداً لهذه العوامل هناك ثلاث قيم عادلة لإصدار السندات وهي:

- بيع بالقيمة الإسمية: معدل فائدة السندات = معدل فائدة السوق.
 - بيع بعلاوة الإصدار: معدل فائدة السندات أكبر من معدل فائدة السوق.
 - بيع بخصم إصدار: معدل فائدة السندات أقل من معدل فائدة السوق.
- وتتغير قيمة السند أثناء التداول في السوق المالي إرتفاعاً أو هبوطاً بحسب التغير في أسعار الفائدة المصرفية والأسهم، حيث هناك علاقة تبادلية بين القيمة السوقية للسند وأسعار الفائدة المصرفية فإذا إرتفعت أسعار الفائدة بشكل يزيد عن سعر الفائدة على السند تتجه القيمة السوقية للسند نحو الإنخفاض لأن حملة السندات يميلون إلى بيع مالديهم وإيداع أموالهم في البنوك للحصول على ربح أكبر وإذا إنخفضت أسعار الفائدة المصرفية ترتفع القيمة السوقية للسند ويزيد الإقبال على شرائه للحصول على فائدة أعلى وبالتالي تحقيق أرباح إضافية²

¹- د. رضوان حلوة وآخرون، محاسبة الشركات أموال-أشخاص التأصيل النظري والتطبيق العملي، الفصل الرابع قروض السندات، دار إثراء للنشر والتوزيع-الأردن، ص124.

²- مصطفى البيك ولطيفة فرجاني، بحث بعنوان تكلفة وتركيب رأس المال إعداد قسم المحاسبة الإدارية كلية الإقتصاد جامعة حلب ص9

المطلب الرابع: الحكم الشرعي للسندات:

تم تعريف السندات على أنها أداة استثمار عن طريق الدين حيث تأخذ الشركة قروض من المستثمرين ثم ترد إليهم أموالهم عن طريق أقساط دورية أو حسب ما يتفقون عليه بالإضافة إلى فوائد ذلك المبلغ، ولذلك فإن معظم العلماء والمجامع الفقهية حرموا التعامل بالسندات لوجود شبهة الربا واضحة في السندات، ولذلك أدلة تحريم السندات هي نفسها أدلة تحريم الربا ونذكر منها:

أما الكتاب فلقوله تعالى: ﴿وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا﴾¹

وقوله تعالى ﴿يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَذَرُوا مَا بَقِيَ مِنَ الرِّبَا إِن كُنْتُمْ مُؤْمِنِينَ (278) فَإِن لَّمْ تَفْعَلُوا فَأْذَنُوا

بِحَرْبٍ مِّنَ اللَّهِ وَرَسُولِهِ وَإِن تُبْتِغُوا فَكُمُ رُءُوسُ أَمْوَالِكُمْ لَاتُظْلَمُونَ وَلَا تَظْلَمُونَ (279)﴾²

وأما السنة فقد صح عن رسول الله صلى الله عليه وسلم فيما رواه عن جابر، قال: «لعن رسول الله صلى الله عليه وسلم أكل الربا، ومؤكله، وكاتبه، وشاهديه»، وقال: «هم سواء»³ وعن أبي هريرة، أن رسول الله صلى الله عليه وسلم قال: «اجْتَنِبُوا السَّبْعَ الْمُوبِقَاتِ»، قيل: يَا رَسُولَ اللَّهِ، مَا هِيَ؟ قَالَ: «الشِّرْكَ بِاللَّهِ، وَالسَّحْرُ، وَقَتْلُ النَّفْسِ الَّتِي حَرَّمَ اللَّهُ إِلَّا بِالْحَقِّ، وَأَكْلُ الرِّبَا، وَأَكْلُ مَالِ الْيَتِيمِ، وَالنَّوْءِيُّ يَوْمَ الرَّحْفِ، وَقَذْفُ الْمُحْصَنَاتِ الْغَافِلَاتِ الْمُؤْمِنَاتِ»⁴

وكذلك لما انتهت إليه المجامع الفقهية على حرمة الزيادة مقابل القرض ومنها:

- فتوى مجمع الفقه الإسلامي التابع لرابطة العالم الإسلامي في الدورة السابعة عام 1404 هـ: حول سوق الأوراق المالية والبضائع (البورصة): "رابعاً: أن العقود العاجلة والآجلة، على سندات القروض بفائدة، بمختلف أنواعها غير جائزة شرعاً، لأنها معاملات تجري بالربا المحرم"⁵.

¹ - سورة البقرة الآية: 275

² - سورة البقرة (الآية 278-279).

³ - رواه الإمام مسلم كتاب المساقاة-باب لعن أكل الربا ومؤكله حديث رقم 1590، طبعة دار إحياء التراث العربي، تحقيق الشيخ محمد فؤاد عبد الباقي.

⁴ - سبق تخريجه.

⁵ - د.سمير رضوان مرجع سابق ص381.

"الربا من كبائر الذنوب، وهو محرم في جميع الأديانا السماوية؛ لما فيه من الضرر العظيم، فهو يسبب العداوة بين الناس، ويؤدي إلى تضخم المال على حساب سلب مال الفقير، وفيه ظلم للمحتاج، وتسلب الغني على الفقير، وإغلاق باب الصدقة والإحسان، وقتل مشاعر الشفقة في الإنسان، حيث ينطبع قلب المرابي بالأثرة، والبخل، وضيق الصدر، وقساوة القلب، والعبودية للمال"¹.

- وكذلك قرار مجمع الفقه الإسلامي رقم: (6/11/ 62) بشأن / السندات إن مجلس مجمع الفقه الإسلامي المنعقد في دورة مؤتمره السادس بجدة في المملكة العربية السعودية من 17-23 شعبان 1410 هـ الموافق 14-20 آذار (مارس) 1990م، بعد اطلاعه على الأبحاث والتوصيات والنتائج المقدمة في ندوة (الأسواق المالية) المنعقدة في الرباط 20 - 24 ربيع الثاني 1410 هـ / 20 - 24 / 10 / 1989 م بالتعاون بين هذا المجمع والمعهد الإسلامي للبحوث والتدريب بالبنك الإسلامي للتنمية ، وباستضافة وزارة الأوقاف والشؤون الإسلامية بالمملكة المغربية ، وبعد الاطلاع على أن السند شهادة يلتزم المصدر بموجبها أن يدفع لحاملها القيمة الاسمية عند الاستحقاق ، مع دفع فائدة متفق عليها منسوبة إلى القيمة الاسمية للسند ، أو ترتيب نفع مشروط سواء أكان جوائز توزع بالقرعة أم مبلغاً مقطوعاً أم حسماً ، قرر ما يلي :

- أولاً: إن السندات التي تمثل التزاماً بدفع مبلغاً 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 شهادات أو صكوكاً استثمارية أو ادخارية أو تسمية الفائدة الربوية الملتزم بها ربحاً أو ريعاً أو عمولة أو عائداً .

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

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

رابعاً: من البدائل للسندات المحرمة - إصداراً أو شراءً أو تداولاً - السندات أو الصكوك القائمة على أساس المضاربة لمشروع أو نشاط استثماري معين، بحيث لا يكون لمالكها فائدة أو نفع مقطوع، وإنما تكون لهم نسبة من ربح

1- د. محمد التويجري، مختصر الفقه الإسلامي في ضوء القرآن والسنة، طبعة دار أصداء المجتمع، الطبعة: الحادية عشرة، 1431 هـ

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 المقارضة¹.

المبحث الثاني: مقارنة بين الصكوك والسندات

في هذا المبحث سأحاول توضيح الفرق بين الصكوك والسندات، وقد أفردت له مبحث خاص لأهمية معرفة أهم الفروقات بينهما.

ويمكن بيان تلك الفروقات من خلال العناصر المبينة بالجدول التالي:

عناصر المقارنة	الصكوك	السندات
الطبيعة والشكل القانوني	حصة شائعة للموجودات، أي مشاركة في ملكية الموجودات طبقاً لمبدأ المشاركة في الربح والخسارة، وتعد من الاستثمارات متوسطة وطويلة الأجل. والصك يمثل سهماً مالياً في الأصول والمنافع والحقوق.	قرض بفائدة دورية، ومالكة لا يتحمل أية خسائر، حيث لا يمت بصلة للأصول المالية للشركة، ويعد من الاستثمارات طويلة الأجل، ويمثل حصة في التمويل المالي التقليدي.
آلية الإصدار والإلتزام بالضوابط الشرعية	الإكتتاب العام، وتتضمن نشرة الإصدار الضوابط الشرعية التي يجب أن تلتزم بها الجهة المصدرة إلتزاماً تاماً.	الإكتتاب العام، ولا تتضمن نشرة الإصدار أية ضوابط شرعية، ولا تلتزم الجهة المصدرة بالقواعد الشرعية.
التداول	قابليتها للتداول، مع مراعاة حالة الموجودات حيث يعد الصك دليلاً على نقل الملكية في عمليتي البيع والشراء (استثناءً فإن صكوك البيوع لا تتداول)	قابليتها للتداول، وتداول السند لا يعني نقل الملكية بالحصة، بل بالمبلغ النقدي.

¹ - انظر د. علي محيي الدين القرة داغي، بحوث في الاقتصاد الإسلامي، دار البشائر الإسلامية، بيروت، لبنان، الطبعة الأولى 1423هـ-

الأجل / المدة	مدة استمرارية المشروع أو النشاط المعني، وترتبط المدة به وتنتهي بانتهائه.	المدة لا ترتبط بإنهاء المشروع أو النشاط، وقد تزيد أو تنقص عن مدة المشروع.
الأرباح والعوائد	الريح غير مقطوع أو غير محدد إنما قائم طبقاً لقاعدة " الغنم بالغُرم " أى مبدأ المشاركة فى الأرباح والخسائر.	الفوائد دورية ومحددة مسبقاً، بغض النظر عن تحقق أرباح للمشروع من عدمه (خسائر)
القابلية للتحويل إلى أسهم	غير قابلة للتحويل إلى أسهم، لأن الصكوك عبارة عن مشروعات أو أنشطة قائمة.	قابلة للتحويل إلى أسهم.
التمثيل القانوني للمالكين	تنشأ هيئة ذات شخصية مستقلة مملوكة لحاملي الصكوك، لتمثيلهم مع الجهات الأخرى بإعتبارهم أرباب أو أصحاب الأموال.	تنشأ هيئة ذات شخصية مستقلة مملوكة لحاملي السندات، لتمثيلهم مع الجهات الأخرى بإعتبارهم مقرضين القيمة النقدية
ضمان رأس المال	لا يوجد ضمان لرأس مال حاملي الصكوك، ويمكن شرعاً أن يتبرع طرف ثالث بالضمان، شريطة أن يكون منفصلاً فى شخصيته، مستقلاً بذمته المالية عن طرفى العقد.	تضمن الجهة المصدرة رأس المال والفوائد بغض النظر عن أية نتائج مالية تحدث للجهة المصدرة أو المشروع أو النشاط.
الإطفاء	يمكن أن يكون كلياً فى نهاية مدة الإصدار، أو جزئياً بالتدرج خلال سنوات الإصدار، مع مراعاة الضوابط الشرعية المتعلقة بإصدار الصكوك وتداولها ومبدأ العدل والمساواة بين حملة الصكوك.	يمكن أن يكون كلياً فى نهاية مدة الإصدار أو جزئياً بالتدرج خلال سنوات الإصدار، وفق المنصوص عليه فى نشرة الإصدار.

من خلال ذلك الجدول أوضحنا أهم عناصر المقارنة بين الصكوك والسندات¹.

ويمكن تبسيط الفرق الأساسي بين الصك الإسلامي والسند التقليدي في التالي:

1- انظر د. أحمد شعبان محمد علي، الصكوك ودورها في تحقيق التنمية الاقتصادية، مرجع سابق ص 38

1- أن حامل الصك يملك حصة في ملكية أصول مشروع أو نشاط استثماري خاص، في حين أن حامل السند يمثل ديناً في ذمة الشركة التي تصدره ولا يتعلق بأصول عينية.

2- حامل السند لا يتأثر بنتيجة أعمال الشركة، سواء ربحت الشركة أم خسرت، لأن مالكه يستحق القيمة الاسمية لسنده في مواعيد الاستحقاق المدونة فيه، مضافاً إليها الفوائد المحددة سلفاً، بخلاف الصك الذي يتأثر بنتيجة أعمال المشروع، ويشارك في تحمل المخاطر، فله الغنم الذي يحققه المشروع، وعليه الغرم الذي يتعرض له، فالصك يشارك في الأرباح المتحققة، ويتحمل الخسارة التي قد يتعرض لها المشروع.



الفصل الثالث

الصكوك ودورها التنموي مع تجارب بعض الدول

سوف نتناول في هذا الفصل-إن شاء الله-أهمية الصكوك ودورها التنموي من خلال المباحث التالية:

المبحث الأول: الأهمية الاقتصادية للصكوك.

المبحث الثاني: تجارب الدول في إصدارات الصكوك.

المبحث الأول: الأهمية الاقتصادية للصكوك

للصكوك أهمية إقتصادية كبيرة خاصة مع واقع الصيرفة الإسلامية ومن الهدف المنشود من إنشاء هذه المصارف حيث تحتاج المصارف لأدوات استثمارية تغطي العملية التمويلية وكذلك تكون متوافقة مع الشريعة الإسلامية والصكوك تتميز بذلك أنها أداة استثمار ومتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية وفي ذلك المبحث سوف نتعرف على الأهمية الاقتصادية للصكوك من خلال:

المطلب الأول: الصكوك وأثرها على المنشآت الصغيرة والمتوسطة

المطلب الثاني: أثر الصكوك في سد عجز الموازنة

المطلب الثالث: أهمية الصكوك بالنسبة للمصدر الأصلي

المطلب الرابع: أثر الصكوك على مستوى المصارف الإسلامية

المطلب الخامس: أهم المؤسسات المالية الدولية التي قامت بإصدار الصكوك

المطلب الأول: الصكوك وأثرها على المنشآت الصغيرة والمتوسطة

تمثل المشروعات الصغيرة والمتوسطة أحد أهم دعائم الاقتصاد في معظم دول العالم، وأحد أهم مجالات خلق فرص العمل، وتمثل الشركات الصغيرة والمتوسطة حوالي 95% من إجمالي الشركات في الغالبية العظمى من دول العالم، وتوفر ما بين 40 إلى 60% من مجموع فرص العمل، وتشير دراسة صادرة عن مؤسسة التمويل الدولية (IFC) إلى أن المشروعات الصغيرة والمتوسطة 'الرسمية' تساهم في 33% من الناتج المحلي الإجمالي للاقتصادات النامية، كما أنها تساهم بما يصل إلى 45% من فرص العمل، أما في البلدان ذات الدخل المرتفع، فتساهم المشروعات الصغيرة والمتوسطة بحوالي 64% من الناتج المحلي الإجمالي، وتؤمن 62% من فرص العمل¹.

ورغم هذا الدور المحوري للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلا أنها مازالت تعاني من العديد من الإشكاليات في الدول العربية وفي مقدمة ذلك إشكالية التمويل، ومن هنا يأتي دور الصكوك بما تضمنه من مزايا وتنوع، فالصكوك أداة تنقل أسلوب التمويل من أسلوب الضمان والعائد الثابت (لأن هذه المؤسسات تقتض من البنوك فعليها سداد القرض بالإضافة إلى فوائده) إلى أسلوب المخاطرة والغرم بالغرم فلا مجال لاستفادة طرف على حساب آخر، ولن تكون هناك حاجة لكثير من المشاكل الناتجة عن تلك القروض مثل رفع الأسعار والتضخم.

¹ - الموقع الرسمي لإتحاد المصارف العربية، مارس 2017

المطلب الثاني: أثر الصكوك في سد عجز الموازنة

وتلجأ الدول لتغطية العجز في ميزانياتها إلى إحدى الوسائل التقليدية التالية:

1- السحب من الاحتياطي العام: حيث ينتج عن ذلك تخفيض هذه الاحتياطيات وفقدان العوائد الناتجة عن هذه الاحتياطيات.

2- الاقتراض من الأسواق الدولية: والدولة قد لا تفضل اللجوء إلى الاقتراض من الخارج نظراً للتبعات التي قد تترتب على ذلك.

3- أسلوب الاقتراض من الأسواق المحلية: حيث إن السوق المحلية تمثل البديل الأنسب وذلك من خلال إصدار سندات أو أنونات الخزنة.

ولما كان التعامل بالسندات وأذون الخزنة كوسيلة لجذب المدخرات وجمع الأموال وإدارة السيولة لا يتفق والضوابط الشرعية كان من الضروري البحث عن أدوات استثمارية إسلامية لتحل محل الأدوات التقليدية وتكون بمثابة وسيلة لسد العجز في الموازنة العامة للدولة وتمويل التنمية. ويمكن للصكوك الإسلامية أن تحل محل هذه الأدوات التقليدية، حيث تتميز الصكوك بتعدد أنواعها فمنها على سبيل المثال :

1- التمويل بصيغة المضاربة أو المشاركة: وهي تناسب المشاريع المدرة للدخل أو الإيراد مثل محطات الطاقة الكهربائية والموانئ وغيرها. ويمكن للدولة أن تقوم بشراء حملة صكوك المضاربة أو المشاركة بالتدريج وفق برنامج محدد وعلى مدى فترة زمنية معينة من خلال المشاركة المتناقصة. وقد صدر في تركيا عام ١٩٨٤ نوع من صكوك المشاركة المخصصة لتمويل بناء أحد الجسور على مضيق البوسفور بمبلغ ٢٠٠ مليون دولار أمريكي وقد لاقى الإصدار قبولاً جماهيرياً واسعاً، ولاسيما من المواطنين الأتراك المغتربين خارج البلاد. وقد استعملت حصيلة الإصدار في تمويل بناء الجسر الذي أفاد في تسهيل حركة المرور عبر شطري اسطنبول ويعطي دخلاً جيداً، حيث تعتبر ورقة المشاركة فيه من أقوى الأوراق المتداولة في بورصة اسطنبول منذ أكثر من عشرين عاماً متواصلة¹.

¹ - أسامة عبد الحليم الجورية، رسالة ماجستير بعنوان "عن الصكوك ودورها التنموي في الاقتصاد"، معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية قسم الدراسات العليا، بيروت، ص 179.

2- التمويل بصيغة صكوك الإجارة: تعبئة الموارد اللازمة لتمويل كثير من المشروعات والنفقات الحكومية، إذ يمكن تمويل الإنشاءات العقارية وتمويل شراء الآلات والمعدات والأجهزة والأثاث، وما شابه ذلك من أعيان ذات عمر طويل¹.

3- التمويل بصيغة صكوك السلم: وهذا الأسلوب مناسب للدول التي لديها موارد طبيعية تتبعها كالنفط والفسفات²

4- التمويل بصيغة صكوك الاستصناع: يمكن للمنشأة أو الحكومة أن تستفيد من صكوك الإستصناع في مجال استصناع المباني أو الحافلات أو السفن أو المصانع، وذلك من خلال إصدار صكوك الإستصناع على أساس أن يشتري المكتتبون ما يرغبون فيه، ويتعهد مصدر الصك بشراء المصنوع بالربح الذي تعرضه، وبالشروط التي تتناسب مصدر الصك لتسديد الأقساط³.

فمن خلال تنوع الصكوك وتعدد مجالات استخدامها يمكن أن تساهم بنسبة كبيرة في عجز الموازنة للدولة كوسيلة لجذب المدخرات وجمع الأموال وإدارة السيولة بطريقة شرعية تتناسب مع أحكام الشرع الحنيف ودون اللجوء لأدوات الدين.

¹ - د. أحمد شعبان محمد علي، الصكوك ودورها في تحقيق التنمية الاقتصادية، مرجع سابق ص 220.

² - المرجع السابق ص 220 .

³ - د. زياد الدماغ، ورقة علمية بعنوان "دور الصكوك الإسلامية في دعم الموازنة العامة من منظور تمويل إسلامي"، مقدمة إلى المؤتمر الدولي للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، يونيو 2010، ص 14.

المطلب الثالث: أهمية الصكوك بالنسبة للمصدر الأصلي:

حيث هناك عدة عوامل تجذب مصدري الصكوك ومن أهمها¹:

1-تساعد عمليات التصكيك في المواءمة بين مصادر الأموال واستخداماتها بما يسهم في تقليل مخاطر عدم التماثل بين اجال الموارد واستخدامها.

2-يضاعف التصكيك من قدرة المنشآت على إنشاء الأموال أي تحريرها لتأمين السيولة اللازمة لتمويل احتياجاتها المختلفة، بالإضافة لتنويع مصادر التمويل متعدد الآجال والمكملة للمصادر التقليدية وبالذات للمنشآت التي لا تستطيع الوصول مباشرة لسوق المال.

3-يساعد التصكيك في تحسين نسبة كفاية رأس المال لانه عبارة عن عمليات خارج الميزانية Off-Balance Sheet.

4-يتيح التصكيك للمصارف وسائر المؤسسات المالية وغير المالية الأخرى إمكانية منح التمويل والتسهيلات ثم تحريكها واستبعادها من ميزانياتها العمومية خلال فترة قصيرة، وبالتالي فانه يغنيها عن تكوين مخصصات للديون المشكوك في تحصيلها.

5-يعتبر التصكيك وسيلة جيدة لادارة المخاطر الائتمانية بالبنوك والمؤسسات المختلفة وذلك بسبب أن الأصل محل التصكيك Proper Risk Management مخاطره محددة بينما تكون المخاطر أكبر بالنسبة لنفس الأصل إذا كان موجودا ضمن خارطة أصول المنشأة كلها.

6-يزيد التصكيك من قدرة المنشأة علي زيادة نشاطها دون الحاجة إلى زيادة رأسمالها.

7-يساعد التصكيك في تحسين ربحية المؤسسات المالية والشركات ومراكزها المالية، وذلك لان عمليات التصكيك تعتبر عمليات خارج الميزانية ولا تحتاج لتكلفة كبيرة في تمويلها وادارتها كما انه يؤدي إلى تحسين النسب المالية للمصدر.

¹د.فتح الرحمن على محمد صالح، ورقة بحثية بعنوان "دور الصكوك في تمويل المشروعات التنموية"، مقدمة لمتددي الصيرفة الاسلامية - بيروت - الجمهورية اللبنانية، يوليو 2008، ص12.

هذا وتلعب أيضاً الصكوك أهمية بالنسبة للمستثمرين حيث أن الصكوك تمثل استثمار حقيقي وفرص استثمارية متنوعة سواء الأفراد أو المؤسسات أو الحكومات بصورة تمكنهم من إدارة السيولة بصورة مربحة، فهي أداة استثمار تعتمد على المشاركة في الربح أو الخسارة.

المطلب الرابع: أثر الصكوك على مستوى المصارف الإسلامية

تعد الصكوك أداة محورية في نشاط المصارف الإسلامية حيث يمكن من خلالها:

1- تطوير هيكل الموارد والاستخدامات ، وتفعيل دورها الاستثماري والتمويلي ، وتقليل المخاطر فيها والحد من مشكلة السيولة ، فالميزة الفريدة لصكوك مصرفياً أنها تربط الموارد باستخداماتها في الأجل فتتخفف المخاطر الناتجة عن اختلاف آجال الموارد عن الاستخدامات ، وبالغرض من النشاط الممول ، فترتفع الكفاءة لسهولة المراقبة ومتابعة الأداء ، مع مصداقية في توزيع العائد الناتج عن فرصة ونشاط محدد ، بالإضافة إلى تأثير ذلك على رفع الكفاءة ، حيث أن المشروعات ذات العائد المتدني لن تتوفر لها فرصة أخرى للتمويل من موارد الصكوك التي ستوجه إلى مشروعات أخرى أكثر كفاءة ، ويمكن للمصارف وفقاً للصكوك توفير فرصة الاختيار الواعي للأغراض والمجالات والمشروعات التي تخصص لها حصيلة موارد الصكوك ، وما في ذلك من التنمية الإيجابية لدى المدخرين ، والتعرف على تفضيلاتهم ، ويمكن اعتبار المدخرين عند اقبالهم على الاكتتاب في هذا الصك دون غيره بمثابة قناة معلومات عن الأسواق والاستثمارات أو بمثابة مؤشر على تقييم الأداء في وضع قريب من المتعاملين على الأوراق المالية في البورصات¹.

2- الصكوك تستخدمها المصارف الإسلامية في تلطيف المخاطرة أي تدنيها والتعامل معها بكفاءة من خلال: التوزيع في الصكوك (أجلاً، استخداماً) وبالترابط بين هيكل الأصول والخصوم فتتخفف مخاطرة اختلاف الآجال وتكون الاستخدامات ممولة بمصادر منسجمة في خصائصها وطبيعتها مع خصائص وطبيعة الاستخدامات وبمعدلات الربحية الناتجة عن التوظيف في الاقتصاد الحقيقي واختلاف القيم الحقيقية للأصول الاستثمارية والنمو في الناتج².

1- د.أدهم إبراهيم جلال الدين، الصكوك والأسواق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، مرجع سابق ، ص105

2- المرجع السابق ، ص105

وهكذا نرى أن استخدام آلية الصكوك الإسلامية في المصارف الإسلامية في جذب المدخرات سينتج عنها التفاعل بين المصارف والمستثمرين وتوظيف أكفأ وأكثر فاعلية، مع تخفيض المخاطر التي تتعرض لها هذه المصارف في تعاملها مع آلية الودائع القابلة للسحب، وسوف توفر موارد طويلة الأجل لتمويل الاستثمارات طويلة الأجل دون أن يكون هناك أعباء على هيكل الموارد في المصارف الإسلامية.

المطلب الخامس: أهم المؤسسات المالية الدولية التي قامت بإصدار الصكوك

أولاً: البنك الإسلامي للتنمية:

يقوم البنك الإسلامي للتنمية بتمويل المشروعات والبرامج المنتجة في القطاعين العام والخاص في الدول الأعضاء. فهو يستثمر أمواله في مشاريع البنية الأساسية الاقتصادية والاجتماعية، ويقدم المساعدة الفنية إلى الدول الأعضاء، كما يساعد في تنمية التجارة الخارجية ولاسيما في السلع الرأسمالية؛ كما يساعد المجتمعات المسلمة في الدول غيرالأعضاء. كما يقوم البنك بإجراء الدراسات والبحوث الشرعية في الاقتصاد الإسلامي والمعاملات البنكية الإسلامية عن طريق الصناديق الخاصة التي تُنشأ لهذا الغرض، كما يمول البنك مشروعات التنمية في الدول الأعضاء بعدد من أشكال التمويل المتوافقة مع أحكام الشريعة (كالقروض والإجارة والبيع لأجل والمساهمة في رأس المال واعتمادات التمويل والصكوك وغيرها)، كما يقوم بتنمية التجارة بين الدول الأعضاء عن طريق برامج تمويل التجارة، كعمليات تمويل تجارة الواردات، وبرنامج تمويل الصادرات ومحفظة البنوك الإسلامية وصندوق حصص الاستثمار وغيرها¹.

ويقول الدكتور بشير فضل الله: " فإن البنك الإسلامي للتنمية هو إحدى المؤسسات المالية الدولية القلائل ضمن منظومة مؤسسات التمويل متعددة الأطراف التي تقوم بعمليات تمويل التجارة وذلك لمساعدة الدول الأعضاء في جهودها التنموية عن طريق تقديم التسهيلات التي تمكنها من استيراد سلع ذات طبيعة تنموية، وعن طريق تمويل الصادرات لدعم موازينها التجارية وموازن المدفوعات، وللحصول على النقد الأجنبي الذي دائماً ما تكون هي في أمس الحاجة إليه. كما إن البنك هدف من هذا البرنامج إلى تعزيز التعاون التجاري والاقتصادي بين الدول الأعضاء عن طريق تشجيع التبادل السلعي بينها ودعم ذلك التعاون وتحفيزاً لها للبحث عن فرص التكامل بين

¹ - <http://www.isdb-pilot.org/> (موقع البنك الإلكتروني)

اقتصاداتها، وقد طُوِّر البنك أدوات تمويلية عديدة تتماشى مع أحكام الشريعة الإسلامية لهذا الغرض، نذكر منها على سبيل المثال لا الحصر، برنامج تمويل الواردات وبرنامج تمويل الصادرات والمرابحة على مرحلتين وأنماط مختلفة من هيكل التمويل وتقديم خطوط الائتمان قصيرة الأجل للبنوك التجارية في الدول الأعضاء وتقديم تسهيلات مالية بضمان عائدات التصدير. وكما هو معروف، فإن البنك قد أنشأ المؤسسة الإسلامية لضمان الاستثمار وائتمان الصادرات لتكون ذراعه الرئيس في عملية حفز الاستثمار وزيادة التبادل التجاري بين دوله الأعضاء¹.

إصدارات البنك للصكوك²:

- 1- أطلق البنك أول إصداراته من الصكوك في يوليو من عام ٢٠٠٣ م.
- 2- كان الإصدار الأول المبدئي بمبلغ ٣٠٠ مليون دولار أمريكي، ولكن وفي ضوء الطلب القوي من المستثمرين فقد تمت زيادة حجم الإصدار إلى ٤٠٠ مليون دولار، والإصدار مدته خمس سنوات، وهو أول إصدار في سوق مال إسلامي من جهة غير سيادية عقب عروض ماليزيا والبحرين، وثاني إصدار سندات دولية كسند إسلامي.
- 3- تعهد البنك بعرض كبير للصكوك (يغطي الشرق الأوسط وآسيا وأوروبا)، وقد وزعت العملية بصورة جيدة وكان معظم الطلب من الشرق الأوسط كما تحقق التوزيع في الشرق الأقصى وأوروبا.
- 4- نجح البنك في توسعة نوع المستثمرين لهذه الأصول وكانت العملية أصلاً إصداراً إسلامياً، إلا أنها اجتذبت مشترين تقليديين، فقد جاء نحو ٧٠% من الطلبات من السوق التقليدية.
- 5- نجح الغرض من العملية في تطوير أسواق مال إسلامية، فقد كان هناك عدد من المستثمرين من قطاع التمويل الإسلامي الذين اشتروا سندات قابلة للتعامل لأول مرة، وحقق البنك أهدافه في إشراك البنوك المركزية التي تمثل نحو ٤٠% تقريباً من طلبات الشراء.
- 6- شارك البنك، كمدير مشارك، في إصدار صكوك قطرية بمبلغ ٦٠٠ مليون دولار أمريكي عام ٢٠٠٣
- 7- يكتتب البنك أيضاً في عدد من عروض الصكوك من حكومة البحرين.

١- د. بشير عمر محمد فضل الله، ورقة علمية بعنوان "تجربة البنك الإسلامي للتنمية في دعم التنمية في الدول الإسلامية والتحديات المستقبلية التي تواجه الصناعة المصرفية الإسلامية"، مقدمة لمنظمة المؤتمر الإسلامي، الثلاثاء 13 ربيع الأول 1427 هـ الموافق 11 أبريل 2006م، ص 10

٢- أسامة عبد الحليم الجورية، بحث رسالة ماجستير صكوك الإستثمار ودورها في التنمية الاقتصادية، مرجع سابق ص 184 .

8- يقوم البنك حالياً بجهود لتطوير سوق الصكوك وذلك بإيجاد سندات قابلة للتعامل تتسق وأحكام الشريعة.
9- حصل البنك على تصنيف (AAA)¹ بواسطة "Standard Poor's" للتصنيف الائتماني في ديسمبر ٢٠٠٣ م في خطوة مهمة لتعبئة الموارد من السوق الدولية كأول مؤسسة في العالم الإسلامي تحصل على هذا التصنيف.

10- اعترفت لجنة بازل في يونيو ٢٠٠٤ م بأن البنك بنك تنموي متعدد الأطراف معدل الخطر المرجح لديه صفر، وقد سهل هذا التصنيف دخول البنك إلى السوق الدولية (لتعبئة موارد إضافية بغية تلبية الاحتياجات المالية المتزايدة للدول الأعضاء

11- وتجدر الإشارة إلى أن النجاح الذي قابله البنك في إصداره الأول دفعه إلى الموافقة على الإصدار الثاني في ٢٠٠٥ م بمبلغ مليار دولار تكون الشريحة الأولى منه ٥٠٠ مليون دولار
12- تعتبر صكوك البنك أول أوراق مالية تقليدية تتوافق مع الشريعة الإسلامية.

ثانياً: مركز إدارة السيولة (LMC)

مركز إدارة السيولة هو شركة مساهمة بحرينية تأسست في ٢٠٠٢، وحصلت على ترخيص كمصرف استثمار إسلامي يهدف إلى تمكين المؤسسات المالية الإسلامية من إدارة سيولتها من خلال استثمارات قصيرة ومتوسطة الأجل وفقاً لمبادئ الشريعة الإسلامية، ومعالجة مشكلة زيادة أو نقص السيولة لدى تلك المؤسسات باستخدام صكوك الاستثمار وتشجيع التعامل مع مركز إدارة السيولة. كما يساهم المركز في إعداد خطط إستراتيجية لإدارة السيولة والموازنة بين موارد البنوك مع السيولة واستخداماتها²

بعض إصدارات مركز إدارة السيولة

وفيما يلي هذه بعض إصدارات الصكوك³:

1- قام مركز إدارة السيولة المالية بإصدار الصكوك الإسلامية للعديد من البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية كما فعل مع (بنك الاستثمار الإسلامي الأول) بطرح أول إصدار له من الصكوك الإسلامية بقيمة ٧٥

1- هو يعني أن قدرة العميل على الوفاء بالتزاماته ممتازة ووزن المخاطرة 0%. (تصنيف مؤسسة موديز) .

2- <http://www.lmc Bahrain.com/about-corporate-profile.aspx> (الموقع الرسمي لمركز إدارة السيولة) .، تاريخ الدخول مارس 2017.

3- حكيم براضية، بحث رسالة ماجستير "التصكيك ودوره في إدارة السيولة بالبنوك الإسلامية"، جامعة حسيبة بن بو علي الشلف، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير عام 2010-2011، ص 156 .

مليون يورو في 2006/10/3 والذي عرف باسم "يورو فرسان" مشيراً إلى أن الاكتتاب في الصكوك فاق التوقعات بقيمة ٢٥ مليون يورو، خاصة فيما يتعلق بكونها صكوكاً إسلامية توافق أحكام الشريعة الإسلامية.

2- اختار مرفأ البحرين المالي "مركز إدارة السيولة المالية" لإدارة عملية تمويل المرحلة الأولى من مشروع المرفأ والتي تشمل البرجين والمجمع المالي وبيت المرفأ والبالغة تكلفتها ٢٥٠ مليون دولار، حيث سيقوم المركز بإدارة وتنظيم عملية التمويل الإسلامي، حيث تم إصدار صكوك إجارة لمدة خمس سنوات تستحق الدفع في ٢٠١٠ م، وتقدم عائدات فصلية ل ٢٥٠ نقطة أساس وفقاً لـ (LIBOR).

3- كما زاد المركز ومصرف الإمارات الإسلامي القوة الهامة لعائدات صكوك أريبيكو لشركة مشروع الأهلية للعقارات، وهي صكوك مستمرة لسنتين مع معدل ربح ٨% واجب الدفع كل نصف سنة.

4- نظم المركز عرض صكوك مشاركة مدينة (لاكون)، كجزء من مشروع مدينة (خيران بيرل) الأوسع.

5- أعلن المركز اختتام أضخم إصدار في الكويت في ٢٨ كانون الأول ٢٠٠٦ لصالح الشركة القابضة الأهلية التابعة لمدينة (لاكون) والبالغة ٢٠٠ مليون دولار.

المبحث الثاني

تجارب الدول في إصدارات الصكوك

وفى ذلك المبحث سوف نستعرض التجارب لدولة ماليزيا والإمارات والمملكة العربية السعودية وبريطانيا من

خلال المطالب التالية :

- المطالب الأول : التجربة الماليزية.
- المطالب الثاني: تجربة دولة الإمارات العربية المتحدة.
- المطالب الثالث : تجربة دولة المملكة العربية السعودية
- المطالب الرابع: تجربة الدول الأوروبية (بريطانيا)

المطلب الأول: التجربة الماليزية

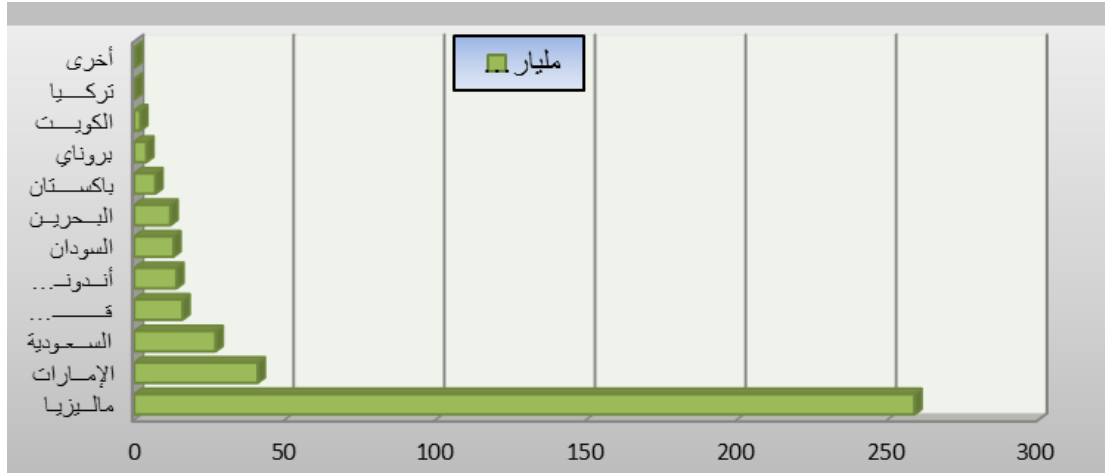
ماليزيا وتفوقها في اصدار الصكوك

عرف سوق الصكوك الإسلامية الماليزية نشاطا ملحوظا في نهاية القرن العشرين، وهذا تم عن طريق عدة إصدارات مختلفة ومتنوعة للصكوك جعل منها رائدة في هذا الميدان سواء للحكومة الماليزية، أو للشركات الخاصة، وبالعملة المحلية أو الأجنبية، فقد تصدرت ماليزيا قائمة البلدان المصدرة للصكوك الإسلامية في سوق الإصدار الأولي بحسب القيمة والعدد على طول الفترة الممتدة من سنة 2001 إلى 2002 مقارنة بباقي البلدان الأخرى، فهي تمثل أكبر سوق للصكوك في العالم حيث تم إصدار 278.08 مليار دولار أي ما نسبته 65% من مجموع الإصدارات العالمية¹

- إجمالي حجم إصدارات الصكوك العالمية خلال الفترة من (2001-2012)²

1- د.قوريش نصيرة، أ.بدروني هدى، ورقة علمية بعنوان "أهمية الصكوك الإسلامية في تمويل بعض المؤشرات الاقتصادية للتنمية المستدامة -الإشارة إلى حالة التجربة الماليزية"، منشورة في مجلة إقتصاديات شمال أفريقيا، العدد العاشر، ص102

2- أ.كتاف شافية، ورقة علمية بعنوان "أهمية الصكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية"، تم نشرها في مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 14، ص95.



يتضح من الشكل أنّ ماليزيا تتقدّم وتتصدّر دول العالم في إصدار الصكوك الإسلامية، حيث سيطرت خلال الفترة الممتدة من سنة 2001 إلى سنة 2012 بعدد كبير من الإصدارات المتنوعة بلغت قيمتها أكثر من 260 مليار دولار تمثل أكثر من 70 % من إجمالي قيم الإصدارات العالمي.

نموذج على تجربة ماليزيا في إصدار الصكوك:

تجربة رهن مطار كوالالمبور مقابل إصدار صكوك بنحو 100 مليار دولار:

وما حدث في عملية مطار كوالالمبور هو أنه تم إصدار الصكوك مقابل بيع المطار لجماعة حملة الصكوك لمدة عشر سنوات ثم توقيع عقد شراء المطار مرة أخرى - في نفس اللحظة وبنفس قيمة البيع لإعادته إلى ملكية الدولة ولكن بعد عشر سنوات وخلال هذه السنوات العشر تذهب عائدات تشغيل المطار إلى حملة الصكوك وإذا تحققت خسائر في أي من هذه السنوات يتحملها حملة الصكوك أيضا ، وفي نهاية المدة تقوم الدولة بسداد قيمة هذه الصكوك لأصحابها وبنفس قيمتها بعد أن تكون قد استخدمت هذه الحصيلة في بناء مشروعات جديدة طيلة السنوات العشر والاستفادة من فروق التضخم في الأسعار العالمية، وهكذا نجحت ماليزيا في تنفيذ العديد من المشروعات العملاقة في مدي زمني قصير للغاية مما صنع ما يسميه البعض بالمعجزة الماليزية¹ .

وهكذا استطاعت الدولة بناء مطار ضخم وعملاق دون أن تنتظر عشرات السنوات لتوفير السيولة الكافية لتكلفة ذلك المشروع، مع العلم أنه ترتفع أسعار المواد الخام والمدخلات في الأسواق العالمية بشكل شبه يومي، وبالتالي

فإن الصكوك الإسلامية وفرت على ماليزيا الكثير من الوقت وفروق التكلفة، وبذلك استطاعت ماليزيا بالاعتماد على إصدارات الصكوك تحقيق نهوض اقتصادي واجتماعي قوي.

• تتبع مراحل الصكوك في ماليزيا:

يمكن تتبع مراحل اصدار الصكوك في ماليزيا على النحو التالي:

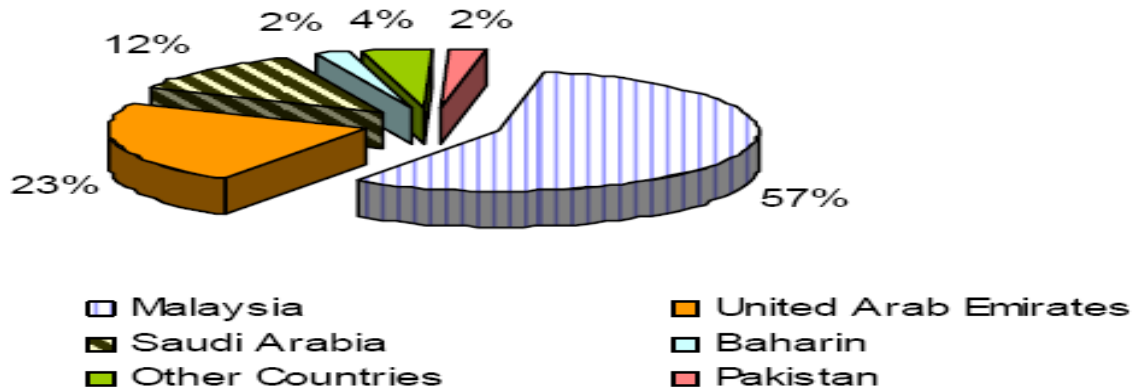
المسلسل	أهم المراحل	العام
1	أصدرت شركة Shell MDS Sdn Bhd أول السند الإسلامي	1990
2	شركة Khazanah الوطنية أطلقت مرابحة سندات Khazanah وكان على صفر كيون على أساس المرابحة وبيع الدين. وكان هذا السند قد أصدر من قبل الحكومة من أجل إيجاد سند بديل لسوق السندات المحلية.	1997
3	من الضوابط التي قررتها لجنة مراقبة عمليات البورصة على مصدري السندات الإسلامية تعيين المستشارين الشرعيين المستقلين.	2000
4	أصدرت شركة Kumpulan Guthrie Bhd أول صكوك الإجارة بمبلغ US\$150 million وهو أول الصكوك الإسلامية التابعة لشركة إعتبارية في التاريخ وكان الإصدار مدرجة في قائمة Labuan الدولي للتبادل (LFX) وكان من الطبقة الأولى التي كونت مشروع صكوك الإجارة الذي كان بمبلغ US\$395 million قد أطلقت الحكومة الماليزية صكوك الإجارة المشهورة (الصكوك الماليزية الدولية) بمبلغ US\$600 million حيث أصبحت بهذا الإصدار أول دول العالم تصدر الصكوك الحكومية الدولية. قد سمحت الحكومة الماليزية خصم مصرفات إصدارات الصكوك الإسلامية من ميزانيتها الفدرالية سنة 2003 وكان الإصدار على مبادئ شرعية من الإجارة والمضاربة والمشاركة	2002
5	حل شامل لمشاكل الضريبة في السندات الإسلامية كما هو الحال في السندات التقليدية وقد أعلن عن هذا في الميزانية الفدرالية سنة 2004.	2003

	إن الحكومة الماليزية قد سمحت بخصم مصروفات إصدار السندات الإسلامية التي أصدرت على مبدأ الإستصناع من ميزانيتها الفدرالية سنة 2004.	
2004	<p>أصدرت لجنة مراقبة عمليات البورصة ضوابط عرض السندات الإسلامية وكان إصدار هذه الضوابط بمثابة الهيكل التيسيري في إصدار السندات الإسلامية والتنمية جوانب الإبتكار لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.</p> <p>شركة Ingress الإعتبارية أصدرت أول السندات الإسلامية الإعتبارية بنموذج الصكوك الماليزية الدولية. صكوك Sarawak الإعتبارية التي تم بموجبها إنشاء الكيان ذات الأغراض الخاصة من قبل الإعتبارية الإقتصادية للتنمية التابعة لـ Sarawak (SEDC) والتي أطلقت أول صكوك الإجارة الدولية لمدة خمس سنوات بمبلغ US\$350 million وأصدرت على شكل قيمة سندات ترست الجارية يحل أجلها في سنة 2009 و هذه الصكوك مدرجة وتباع في LFX</p> <p>الإعتبارية المالية الدولية (IFC)، جناح من أجنحة البنك الدولي للقطاع الخاص أصدرت السندات الإسلامية بمبلغ RM 500 million التي كانت أول الإصدار الإسلامي على رنجت من قبل الإعتبارية ذات التعامل بالدول المتعددة.</p>	6
2005	<p>أصدر البنك الدولي السندات الإسلامية التي يحل أجلها في 2010 بمبلغ RM 760 million وهذا الإصدار من رنجت هو أكبر عمليات سوق السندات على رنجت تشمل دولا متعددة.</p> <p>شركة مشاركة واحد لرأس مال Bhd أصدرت RM2.5 billion الذي هو أول صكوك مشاركة. وكان الإصدار موضوع على انتزاع مستحقات من حقوق وملكية والربا ومنافع تسوية ذمم حكومة ماليزيا في صالح TIME System Integrators Sdn Bhd.</p> <p>أول سندات بيع وبناء العقار أصدرت على مستوى دولي وكان الإصدار من قبل Cagamas MBS Bhd على مبدأ المشاركة. وسميت هذه الأداة صكوك المشاركة وكان الإصدار على توريق مجموعة من موظفي الحكومة في التمويل الإسلامي للسكن وكان المبلغ RM2.05 billion.</p> <p>أول سندات المضاربة بقيمة RM80.0 million الذي أصدر من قبل PG Municipal Assets Bhd. ومثل هذا الإصدار أول الإصدار يكون منظما على ضرائب الممتلكات يجيبها الجهة المحلية -</p>	6

	<p>Pihak Berkuasa Tempatan Pasir Gudang. وهو كذلك أول إصدار الدولة للسندات الإسلامية على مبدأ عقد المضاربة حسب ضوابط التي أصدرتها لجنة مراقبة عمليات البورصة في يوليو سنة 2004 .</p>	
2006	<p>أول مؤشر دولي للصكوك أطلق في كوالالمبور وعرف هذا المؤشر Dow Jones Citigroup وهذا المؤشر يزن عمل السندات الإسلامية ذات الإيرادات الثابتة ذات ضوابط الاستثمار الشرعي والسبب الأساسي لإنشاء هذا المؤشر هو المستثمرون الذين يريدون التعرف على استثمارات الإيرادات الثابتة الشرعية. إثنان من سبعة صكوك مكونة من المؤشرات من ماليزيا. وهما صكوك دولية تابعة لحكومة ماليزيا وصكوك Sarawak تابعة لإعتبارية Sarawak</p> <p>Khazanah Nasional Berhad أطلقت أول صكوك المشاركة الموافقة للشريعة القابلة للتبادل إضافة إلى كونها مدرجة في شركة Labuan الدولية للتبادل المالي وقد أدرج كذلك في بورصة Hong Kong Ltd (HKSE) وبهذا أصبح أول الصكوك أدرجت في قائمة بورصة HKSE,</p>	7

(المصدر د نور الدين أنجدمون، محاضرة عن تطوير الصكوك في ماليزيا، مركز الملك فهد للمؤتمرات بالرياض 25 أكتوبر 2008)

Sukuk Issued By Country



إحصائية توضح حجم إصدار الصكوك عام 2007 حسب البلاد ويوضح تفوق ماليزيا في إصدار الصكوك حيث بلغت نسبتها 57% من حجم الإصدار العالمي (المصدر د نور الدين أنجدمون، محاضرة عن تطوير الصكوك في ماليزيا، مركز الملك فهد للمؤتمرات بالرياض 25 أكتوبر 2008).

المطلب الثاني: تجربة دولة الإمارات العربية المتحدة في إصدار الصكوك

في دولة الإمارات فقد تصدر بنك دبي الإسلامي¹ المركز الأول لإصدارات الصكوك على مستوى العالم منذ بداية عام 2011 وحتى منتصف سبتمبر عام 2011 حيث قام البنك بإدارة إصدارات صكوك بقيمة 1,775 مليار دولار ليستحوذ بذلك على نسبة 20,8% من حصة السوق لإصدارات الصكوك في العالم ، كما حصل البنك على تفويض من مركز دبي للسلع والمعادن لإدارة وترتيب إصدار صكوك مرتبطة بالذهب وهو أول إصدار لصكوك مرتبطة بالذهب ، أيضاً أدار البنك صكوكاً بقيمة 500 مليون دولار لمصلحة البنك الإسلامي للتنمية ، ذلك إلى جانب مشاركته في إدارة أول إصدار صكوك لمصلحة حكومة باكستان بقيمة 600 مليون دولار ، وأدار صكوكاً أخرى لمصلحة حكومة ماليزيا بقيمة 600 مليون دولار، ووفقاً لبيانات صدرت عن دراسة على هامش المؤتمر العالمي للمصارف الإسلامية عام 2012 في سنغافورة فدولة الإمارات احتلت المركز الثاني بعد ماليزيا بصكوك تربو قيمتها الإجمالية 39 مليار دولار²

تطور الصكوك في دبي:

وتشير الإحصائيات أنه: "في نهاية 2013، بلغت القيمة الإسمية للصكوك المدرجة في سوق دبي المالي 13.3 مليار دولار مع 10 إدراجات جديدة، وفي نهاية عام 2014، شهدت دبي 18 إدراجاً جديداً وصلت قيمتها الإجمالية إلى 24.1 مليار دولار، أما في العام 2015، فشهدت 12 إدراجاً جديداً لتبلغ القيمة الإجمالية للصكوك 36.7 مليار دولار. وفي 2016 بلغت القيمة الإسمية للصكوك المدرجة في بورصة ناسداك أكثر من 41 مليار دولار، مقابل 44,56 مليار دولار لإجمالي إدراجات الصكوك الحالية في سوق دبي المالي"³.

1- هو بنك تم تأسيسه عام 1975 كأول بنك إسلامي متكامل الخدمات، أصبح بنك دبي الإسلامي رائداً في مجال الخدمات والمنتجات المصرفية الإسلامية، وهو يرسي المعايير في هذا المجال مع زيادة الطلب على المنتجات والخدمات المصرفية الإسلامية في المنطقة والعالم.

2- د.أدهم إبراهيم جلال الدين، الصكوك والأسواق المالية الإسلامية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، مرجع سابق ص112.

3- الموقع الرسمي لمركز دبي للإقتصاد الإسلامي http://www.iedcdubai.ae/page/view/2/about_the_centre

نموذج على إصدار الصكوك في دولة الإمارات:

صكوك جفزا:

وهي المنطقة الحرة لجبل علي حيث أصدرت الشركة في عام 2007 صكوك مشاركة بقيمة 7500 مليون درهم إماراتي تستحق في عام 2012، ويأتي الإدراج بعد نجاح عملية الاكتتاب بالصكوك الإسلامية وتغطيتها بالكامل حيث تم إصدارها بالعملة المحلية (الدرهم) في بورصة دبي العالمية، واقتصر الاكتتاب بها على الشركات والمؤسسات، ورتب لعملية إصدار الصكوك الإسلامية بنك دبي الإسلامي و" باركليز كابيتال" و" دويتشه بنك" و" ليمن برانرز"¹.

¹ - د. معبد الجارحي، مع د. عبد العظيم جلال أبو زيد، ورقة علمية بعنوان "أسواق الصكوك الإسلامية وكيفية الإرتقاء بها"، مقدمة إلى ندوة الصكوك الإسلامية عرض وتقديم) والمقامة في جامعة الملك عبد العزيز بجدة من 24-26 مايو 2010، بالتعاون مع مجمع الفقه الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامية، والمعهد الإسلامي للبحوث والتدريب التابع للبنك الإسلامي للتنمية، ص332.

المطلب الثالث: تجربة المملكة العربية السعودية في إصدار الصكوك

بدأت المملكة في إصدار الصكوك عام 2004م ، لإصدار صكوك مؤسسية لصالح إحدى الشركات لتأجير السيارات وتم تسميتها "صكوك القافلة"، وهي عبارة عن صكوك إجارة مدتها ثلاث سنوات بعائد متغير يدفع للمستثمرين على أساس شهري¹

ثم توالى بعد ذلك اصدار صكوك شركة سابقك وصكوك الشركة السعودية للكهرباء، كما ساهم البنك الإسلامي للتنمية بجدة بإصدار صكوك إجارة واستصناع ومرابحة، وبلغت إصدارات المملكة في النصف الأول من عام 2013 حوالي تسعة مليارات دولار محتلة بذلك المرتبة الثانية بعد ماليزيا.

• نموذج على إصدار المملكة العربية السعودية للصكوك:

أصدرت الشركة الوطنية السعودية للنقل البحري² صكوك مرابحة بقيمة 3,900,000,000 ريال في عام 2015م تنتهي في عام 2022م، وكان وكيل حملة الصكوك هو شركة إتش إس بي س العربية السعودية المحدودة ، واتفاقية المرابحة تقوم على أن الشركة (بصفتها المشتري) وشركة إتش إس بي س ي العربية السعودية المحدودة بصفتها البائع ، هما طرفان في اتفاقية المرابحة الرئيسية والتي بموجبها يستفيد المشتري من التسهيلات التمويلية المبنية على المرابحة التي سيوفرها له البائع ، ومع مراعاة شروط وأحكام اتفاقية المرابحة الرئيسية يوافق البائع على بيع السلع التي تم شرائها من الموردين المرشحين إلى المشتري بالأسعار التي تم التفاوض عليها بين البائع والمشتري، وذلك نيابة عن المصدر وحملة الصكوك وعلى أساس المرابحة بمجرد أن يحوز البائع على السلع³.

1- د. أحمد شعبان محمد، الصكوك ودورها في تحقيق التنمية الاقتصادية، مرجع سابق ص234.

2- شركة سعودية مساهمة تأسست بموجب أنظمة المملكة العربية السعودية، بموجب المرسوم الملكي رقم م 5/بتاريخ

1398/2/12 هـ الموافق 1978/1/22م،

3- هيئة السوق المالية <https://cma.org.sa> بتاريخ 2017/7/3 .

والجدول الجدول التالي يوضح الصكوك المدرجة في سوق الصكوك والسندات السعودية سنة 2013:

المصدر	اسم الصك	النوع	القيمة (مليون ريال)	تاريخ الإصدار	تاريخ الاستحقاق
شركة أوركس للتأجير السعودية التمويلي	أوركس صكوك السعودية	صكوك استثمار	240	2012-12-26	2015-12-26
البنك السعودي الهولندي	صكوك الهولندي 2	صكوك المضاربة	725	2009-12-30	2019-12-31
الشركة السعودية العالمية للبتروكيماويات	صكوك سبكييم	صكوك المضاربة	1800	2011-7-6	2016-7-6
شركة صدارة للخدمات الأساسية	صكوك صدارة	استصناع صكوك وإجارة مع مشاركة	7500	2013-4-2	2028-12-15
شركة ارامكو توتال العربية للخدمات	صكوك ساتورب	صكوك استصناع وإجارة مع مشاركة	3749	2011-10-9	2025-12-20
الشركة السعودية للكهرباء	صكوك كهرباء السعودية 2	صكوك استثمار	7000	2009-7-6	2029-7-6
الشركة السعودية للكهرباء	صكوك كهرباء السعودية 3	صكوك استثمار	7000	2010-5-10	2030-05-10

المصدر (أ/كتاف شافية، أهمية الصكوك الإسلامية في تنشيط السوق المالية، ورقة علمية مقدمة لمجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير،

العدد 14 لسنة 2014، ص79)

المطلب الرابع: تجربة الدول الأوروبية في اصدار الصكوك

سوف أكتفى في ذلك البحث بالتجربة البريطانية حيث هناك عدة إصدارات من بعض الدول الأوروبية مثل ألمانيا وتركيا وغيرها،

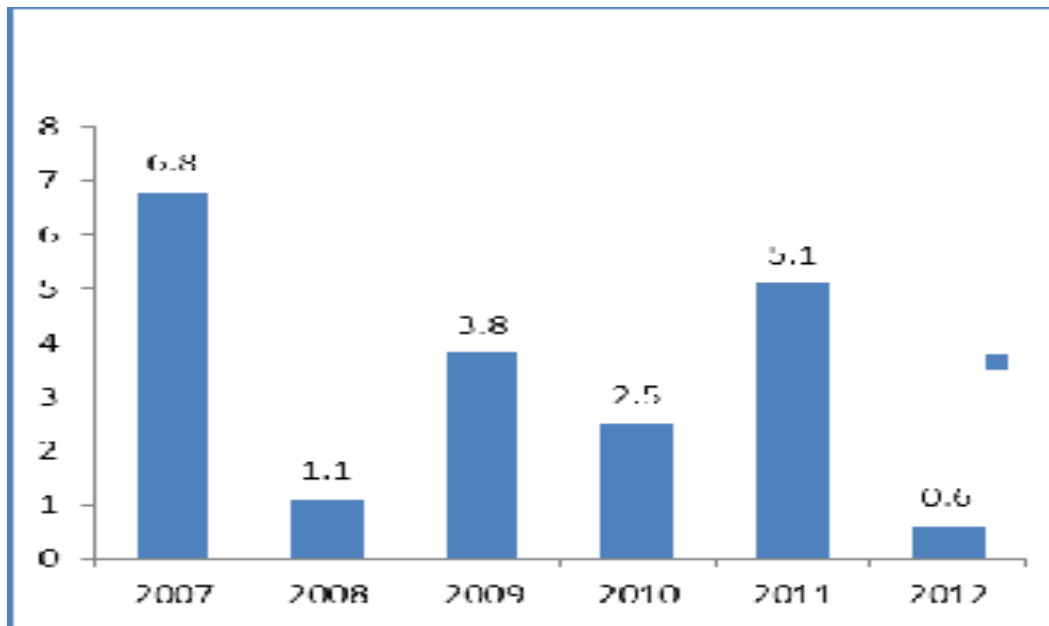
التجربة البريطانية:

بعد عام 2008، أصدرت الحكومة البريطانية قرارات جديدة خصت بمنح إعفاءات ضريبية على الصكوك الإسلامية، وهو ما اعتبره الخبراء الماليون في لندن أهم اجراء تتخذه السلطات البريطانية لتشجيع نمو المصارف الإسلامية وجذب رؤوس الأموال، تم إصدار صكوك إسلامية في 21 أكتوبر 2009 بقيمة 100 مليون دولار ببورصة البحرين ودبي من طرف المؤسسة المالية الدولية SFI وهي فرع للبنك الدولي، وتتميز هذه الصكوك أنها بدون مدفوعات مسبقة وبآجال إستحقاق خمس سنوات، وكان بنك جيتهاهوس Gatehouse Bank قد اصدر صكوك إسلامية بقيمة مليار دولار بداية سنة 2011، في أول خطوة للتعامل بالصكوك الإسلامية ببريطانيا¹.

وكان أول صك إسلامي تم إصداره UScorporate و Kuveyt sukuk turk من طرف بنك أروبي، وتعد هذه العملية الأولى من نوعها، أما عن النوع الآخر من الصكوك الإسلامية فكانت صكوك المشاركة التي تم إصدارها سنة 2010 من طرف IIT international innovate technologies، كما قامت بورصة لندن LSE بإدراج صك GEcapital سنة 2009².

والشكل التالي يوضح تطور حجم التعامل بالصكوك في بريطانيا:

1- د. نوال سمرد، ورقة علمية بعنوان " دور السوق المالي الإسلامي في معالجة السيولة النقدية-الصكوك الإسلامية نموذجاً"، مقدمة إلى المؤتمر الدولي الثاني للمالية والمصرفية الإسلامية، في الجامعة الأردنية، 28 - 30/7/2015، ص19
2- المرجع السابق ص19.



(Source : islamic finance,financials markets series, march 2012)

المبحث الثالث

التطبيقات الحديثة للصكوك

وفى ذلك المبحث سوف أقوم بتوضيح بعض المشاكل الشرعية التي تواجه مصدري الصكوك وتقييمها مع إعطاء نموذج عملي على إصدار أحد الشركات للصكوك ووجود مشاكل شرعية فى ذلك الإصدار ، وسوف يكون ذلك من خلال:

- **المطلب الأول : تقييم التطبيقات الحديثة للصكوك.**
- **المطلب الثاني : أهم التحديات التي تقف أما تطوير سوق الصكوك الإسلامية.**

المطلب الأول: تقييم التطبيقات الحديثة للصكوك

يقول د.محمد تقى العثماني: "إن إصدار الصكوك المبنية على أحكام الشريعة الإسلامية الغراء كان من أهم أهداف العمل المصرفى الإسلامى ومن أعظم الوسائل المرموقة لتنمية الاقتصاد الإسلامى فى المجتمع، بشرط أن تراعى فى آلياتها جميع المبادئ الأساسية التى تميز الاقتصاد الإسلامى من غيره .وإن النظام الربوى السائد فى العالم اليوم متعود بإصدار السندات القائمة على أساس الفائدة الربوية للمشاريع الكبيرة التى تقتضى أموالاً جمّة وتُدرّ ربحاً أودخلاً كبيراً .ولكن حاملى السندات لايتجاوزون من أن يكونوا مقرضين لأصحاب هذه المشاريع على أساس الفائدة، ولادخل لهم فى ملكية أصول المشروع ولا فى الربح أو الدخل الذى ينتج من هذه المشاريع، وإنما يستحقون الفائدة على قروضهم بنسبة متوافقة مع سعر الفائدة فى السوق .أما ربح المشاريع بعد التكاليف، ومنها الفائدة

المدفوعة، فكله يرجع الى أصحاب المشاريع .وكانت الفكرة الأساسية من وراء إصدار الصكوك الإسلامية :أن يشارك حملة الصكوك فى ربح المشاريع الكبيرة أو الدخل الناتج منها"¹.

ولكن مع التطبيق العملي للصكوك هناك بعض القصور فمثلاً:

1- د.محمد تقى العثماني، ورقة علمية، الصكوك وتطبيقاتها المعاصرة، مقدمة لمجمع الفقه الإسلامى الدولى، الدورة العشرون، ص3

1- ملكية حملة الصكوك لموجوداتها:

يقول الشيخ محمد على التسخيري: " فإن معظم الصكوك تختلف فيها من السندات الربوية اختلافا واضحا، فإن الصكوك في عامة الأحوال تمثل حصة شائعة في أصول تُدرّ ربحا أو دخلا، مثل الأعيان المؤجرة، أو مشروع تجارى أو صناعى، أو وعاء استثمارى يحتوي على عدة من المشاريع. وهذه هي النقطة الوحيدة التي تميزها عن السندات الربوية، غير أنه ظهرت في الآونة الأخيرة بعض الصكوك التي يُشكّ في كونها ممثلة للملكية. فمثلا: قد تكون الأصول الممثلة بالصكوك أسهم الشركات بدون ملكيتها الحقيقية، وإنما تخوّل حملة الصكوك حقا في عوائدها، وليس هذا إلا شراء عوائد الأسهم، وهو لا يجوز شرعا. وكذلك انتشرت بعض الصكوك على أساس خطة من عمليات الإجارة والاستصناع والمرابحة التي دخل فيها بنك من البنوك، فتباع هذه الخطة إلى حملة الصكوك، ليحصلوا على عوائد هذه العمليات. وإدخال عمليات المرابحة في هذه الخطة لا يخلو من شبهة بيع الدين، وإن كانت نسبتها قليلة بالنسبة إلى عمليات الإجارة والمشاركة والاستصناع، ويحتاج إلى إعادة النظر في الموضوع.¹

2- التوزيع الدوري على حملة الصكوك:

يقول الشيخ محمد تقى العثماني: " معظم الصكوك المصدرة قد اكتسبت فيها خصيصة السندات الربوية سواء بسواء من حيث إنها توزع أرباح المشروع بنسبة معينة مؤسسة على سعر الفائدة الليبور (هو سعر الفائدة المعروف بين البنوك في لندن - وهو عبارة عن متوسط سعر الفائدة على المدى القصير والذي تقوم عنده البنوك بإقراض واقتراض الأموال من بعضها البعض لتخفيف مراكزها التي تؤثر على السعر لأمر أخرى). ومن أجل تبرير ذلك وضعوا بندا في العقد يصرح بأنه إذا كان الربح الفعلي الناتج من الاستثمار زائدا على تلك النسبة المبنية على سعر الفائدة، فإن المبلغ الزائد كله يدفع إلى مدير العمليات (سواء أكان مضاربا أو شريكا أو وكيل الاستثمار) على كونه حافزا له على حسن الإدارة، حتى أنى رأيت في هيكلة بعض الصكوك أنها لا تصرح بكون الزائد مستحقا للمدير كحافز، بل تكتفي بقولها إن حملة الصكوك يستحقون نسبة معينة مؤسسة على أساس سعر الفائدة في التوزيع الدوري (فكأن

¹ - الشيخ محمد على التسخيري- الأمين العام للمجمع العالمي للتقريب بين المذاهب الإسلامية، ورقة علمية بعنوان "الصكوك المعاصرة وحكمها"، مقدمة إلى الدورة التاسعة عشرة لمجمع الفقه الإسلامى الدولي، إمارة الشارقة - دولة الإمارات العربية المتحدة، ص 2

كون الزائد حافظاً ثبت تقديراً أو اقتضاءً). أما إذا كان الربح الفعلي ناقصاً من النسبة المذكورة المبينة على سعر الفائدة، فإن مدير العمليات يلتزم بدفع الفرق (بين الربح الفعلي وبين تلك النسبة) إلى حملة الصكوك على أساس قرض بدون فائدة يقدم إلى حملة الصكوك. وإن هذا القرض يسترده المدير المقرض إما من المبالغ الزائدة على سعر الفائدة في فترات لاحقة، وإما من تخفيض ثمن شراء الموجودات عند إطفاء الصكوك¹.

3-ضمان استرداد رأس المال:

يقول د.فهد المرشدي: "غنم الربح الحقيقي في الشريعة الإسلامية يتبع الغرم دائماً، فكان الأصل في الصكوك أن لا يضمن فيها رأس المال لحملتها، وإنما يستحقون القيمة الحقيقية للأصول، سواء أزدت من قيمتها الإسمية أم نقصت، ولكن الصكوك الرائجة اليوم كلها تضمن رأس المال لحملة لصكوك بطريق غير مباشر، وذلك أن مدير الصكوك يتعهد تجاه حملتها بشراء الأصول التي تمثلها بالصكوك بالقيمة الإسمية عند نهاية مدتها، بقطع النظر عن قيمتها الحقيقية يومئذ، ومعنى ذلك أنه عند إطفاء الصكوك يرجع لحملة الصكوك رأس مالهم مضموناً لا غير، فإن كان المشروع أصيب بخسران فإنه يتحملة المدير، وإن كان فيه ربح فإنه يحوزه المدير بالغا ما بلغ، ولا حق لحملة الصكوك إلا في استرداد رأس مالهم، كما في السندات الربوية تماماً"²

نموذج على عدم شرعية بعض الصكوك:

صكوك شركة دانة غاز تم صدورها في 8 مايو 2013 بقيمة 700 مليون دولار مستحقة في 31 أكتوبر 2017 بناء على التطور المستمر الذي طرأ على أدوات التمويل الإسلامية نتيجة المراجعات التي تمت خلال السنوات القليلة الماضية، تلقت الشركة مؤخراً نصيحة قانونية تقيد بأن صكوك المضاربة بصيغتها الحالية لا تتوافق مع أحكام الشريعة وتخالف أحكام قانون دولة الإمارات العربية المتحدة. ونتيجة لذلك، فإن إعادة هيكلة الصكوك، الحالية أمر ضروري لضمان توافيقها مع القوانين المرعية ذات الصلة لما فيه مصلحة جميع الأطراف.

1- د. محمد تقي العثماني، ورقة علمية بعنوان الصكوك وتطبيقاتها المعاصرة، مرجع سابق، ص4.

2- د.فهد بن بادي المرشدي، الصكوك أحكامها وضوابطها وإشكالاتها، طبعة دار كنوز إشبيليا للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية-الرياض، الطبعة الأولى، 1435هـ-2014م، ص89.

وعليه، تقترح الشركة استبدال الصكوك بأداة جديدة قابلة للتنفيذ ومتوافقة مع أحكام الشريعة، وأن تكون مدة استحقاقها 4 سنوات وتمنح حقوقاً بتوزيعات أرباح بنسبة تقل عن نصف نسبة الأرباح الحالية من دون خيار التحويل، على أن تشمل دفعيات الأرباح الجديدة مدفوعات نقدية ومدفوعات عينية.

وبما أنه يتعذر التكهّن بمواعيد استلام مستحقات الشركة المتأخرة وتعويضات الأضرار المرتقبة تقترح دانة غاز أن يكون لها بموجب الصكوك الجديدة حق السداد المبكر إما كلياً أو جزئياً بسعر الإصدار قبل موعد الاستحقاق من دون أي غرامة، الأمر الذي يتيح لحملة الصكوك الاسترداد بشكل مبكر.

ونظراً لأن الصكوك الحالية لا تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية فإنه لا يمكن دفع توزيعات الأرباح في 31 يوليو 2017، 31 أكتوبر 2017، إلا أنه سيتم احتساب هذه التوزيعات كجزء من الصكوك الجديدة المتوافقة مع القوانين المرعية¹.

وهنا اعترفت الشركة بعدم شرعية الصكوك التي أصدرتها في عام 2013، ولم تصرح لماذا هي غير متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية؟ وكان ينبغي على الشركة توضيح لماذا هذه الصكوك غير متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، فحملة الصكوك لهم الحق في معرفة ذلك وكذلك الباحثين والمهتمين بالصكوك والصيرفة الإسلامية حتى يتم معالجة هذه الجزئية، ولماذا الشركة منذ مايو 2013 حتى يونيو 2017 لم تعلم أن هذه الصكوك غير متوافقة مع أحكام الشريعة أي بعد مضي 4 أعوام تقريباً ومع قرب موعد الاستحقاق فالتوقيت أيضاً مبهم. ولكن هذا نموذج على أن هناك بعض الإشكالات الشرعية التي تواجه مصدري الصكوك ولعل ذلك يعتبر أكبر التحديات التي تواجه تطوير الصكوك الإسلامية.

المطلب الثاني: تحديات تطوير الصكوك الإسلامية

رغم التطور الذي تشهده الصناعة المالية الإسلامية في العديد من النواحي، وتزايد الطلب محلياً ودولياً على تداول الصكوك الإسلامية، فإن هناك كثير من التحديات التي تواجه تطوير الصكوك الإسلامية، ولعل أبرزها:

¹ - الموقع الرسمي لشركة دانة غاز بتاريخ 13 يونيو 2017

- 1-الإشكالات الشرعية: كما أوضحنا في ذلك البحث أن هناك بعض الإشكالات الشرعية مثل ضمان استرداد رأس المال وغيرها، فيجب العمل على إيجاد الحلول الشرعية السليمة لتلك الإشكاليات.
- 2-غياب الإطار التشريعي والتنظيمي: ينظم عمل هذه الإصدارات ويوحدها وخاصة بالنسبة للاختلافات الشرعية التي تظهر من فترة إلى أخرى حول شرعية بعض الصكوك الإسلامية.
- 3-التصنيف الائتماني ورقابة المؤسسات المالية الدولية: لابد قبل إصدار الصكوك الإسلامية من تصنيفها ائتمانياً من قبل وكالات تصنيف ائتمانية دولية، وكذلك مشورة صندوق النقد الدولي وغيره من المؤسسات المالية الدولية، وفي ذلك تكلفة كبيرة على حملة الصكوك تخفض كثيراً من العوائد المتوقعة¹.
- 4-نقص الشفافية في بعض الإصدارات: الأمر الذي دعا إلى الحصول على تصنيف ائتماني من مؤسسات التصنيف الائتماني التي ذكرناها سابقاً، وذلك لتقليل المخاطر ومخاوف الاكتتاب في بعض الإصدارات².
- 5-نقص الموارد البشرية المؤهلة: لقد شهدت صناعة الخدمات المالية الإسلامية تطوراً سريعاً، وخاصة الصكوك إلا أنها تعاني من نقص واضح في الموارد البشرية المؤهلة والمدربة في مجال التعامل بالأدوات المالية الإسلامية، ومما لا شك فيه إن ضعف العاملين سيعيق إمكانية نمو وتطور تداول الصكوك الإسلامية.

¹ - د.نوال بن عمارة، بحث بعنوان: الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية تجربة السوق المالية الإسلامية، مرجع سابق ص258.

² - المرجع السابق ص258.

الخاتمة

بعد أن بينا في هذا البحث أهمية وأنواع الصكوك ودورها التتموي وكذلك مجالات توظيفها وتجارب بعض البلدان وكذلك السندات وخصائصه وأنواعها والحكم الشرعي لها فسوف نذكر أهم النتائج والتوصيات والتي أسأل الله عز وجل أن يجعلها خالصة لوجهه الكريم ونافعة لعموم المسلمين في مشارق الأرض ومغاربها:

أولاً: نتائج البحث

- 1- هناك مبادئ أساسية تحكم التمويل الإسلامي أهمها: الالتزام بالضوابط الشرعية للمعاملات المالية في الإسلام ومنها: تحريم الربا، تحريم الاكتناز، استثمار المال في الطيبات، الإلتزام بالأخلاق الإسلامية في المعاملات المالية.
- 2- تقوم الصكوك على المشاركة في تمويل مشروع أو عملية استثمارية متوسطة أو طويلة الأجل وفقاً للقاعدة الشرعية " العُثم بالْعُثم " أي المشاركة في الربح والخسارة، وهي متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، تم ابتكارها لتكون بديلاً عن السندات التقليدية التي تعتمد في فلسفتها على الربا المحرم شرعاً.
- 3- على الرغم من النظر عموماً إلى الصكوك بصفتها أداة مالية إسلامية معاصرة إلا أن استخدامها يعود إلى القرن الأول بعد الهجرة في عهد الخلافة الأموية.
- 4- الصكوك تلبي احتياجات الدولة في تمويل مشاريع البنية التحتية والتنمية بدلا من الإعتماد على سندات الخزينة والدين العام، كما تساعد في تحسين ربحية المؤسسات المالية والشركات ومراكزها المالية.
- 5- الصكوك كانت البوابة للدخول للسوق الأوروبية فهناك بعض الدول اتجهت لإصدار الصكوك بعض الأزمات العالمية في عام 2008 مثل بريطانيا وألمانيا.
- 6- للصكوك مجالات استخدام متعددة ويرجع ذلك لتعدد أنواع الصكوك من إجارة وسلم واستصناع ومرابحة ومزارعة ومساقاة وكل من هذه الأنواع لها مجالات استخدامها وتوظيفها فمثلاً صكوك السلم: يمكن الاستفادة منها في مجال النفط والغاز والثروة الحيوانية والزراعية إذ يمكن للحكومة الاستفادة منها في عدم الموازنة العامة أو دعم المشاريع التنموية ، فمثلا تستطيع الحكومة إصدار صكوك البترول بسلم بصفتها منتجة وقادرة على تسليم البترول وذلك من خلال بيع الصكوك للجمهور إذ يمثل الصك كمية محددة من

البتروول ويستحق لأجال محددة وتدفع قيمته عند شراء الصك من المستثمرين ،وعليه تستلم الحكومة رأس مال السلم (قيمة الصك) واستعماله في المشروعات التتموية ، وعند استحقاق السلم تقوم الحكومة بقبض البتروول المبيع ، وبيعه وكالة عن حامل الصك ، ودفع القيمة له ، ويكون ربح حامل الصك الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع .

7- تعرف السندات على أنها أداة استثمار عن طريق الدين حيث تأخذ الشركة قروض من المستثمرين ثم ترد إليهم أموالهم عن طريق أقساط دورية أو حسب ما يتفقون عليه بالإضافة إلى فوائد ذلك المبلغ، ولذلك فإن معظم العلماء والمجامع الفقهية حرموا التعامل بالسندات لوجود شبهة الربا واضحة في السندات.

8- يزداد سوق إصدارات الصكوك عاما بعد عام حيث أنها أتاحت للحكومات والشركات الحصول على تمويلات مشروعة تساعدها في التوسع في نشاطاتها ومشاريعها وتمويل العجز في الموازنة.

9- مع أن الصكوك أحكامها تتوافق مع الشريعة الإسلامية إلا أنه هناك بعض الإشكالات الشرعية عند التطبيق مثل ملكية حملة الصكوك لموجوداتها، التوزيع الدوري لحملة الصكوك وكذلك مسألة ضمان استرداد رأس المال، ولذلك تحتاج لمزيد من الأبحاث وعلاج لهذه الإشكاليات الشرعية.

10- هناك العديد من التجارب العالمية الناجحة في مجال إصدار الصكوك تُؤكّد قدرتها على تمويل المشروعات التتموية الكبرى في مختلف دول العالم، حيث سعت عدة دول لوجود إطار قانوني منظم لإصدارات الصكوك بحيث توفر غطاء لازماً ومشجعاً للمؤسسات المستثمرة في الصكوك، وأيضاً للجهات المستفيدة منها، وهو ما أدى إلي تحقيق معدلات نمو غير مسبوق للصكوك كأحد أهم الأدوات المالية التي تشهد معدلات نمو متسارعة، ونجاحاً في عدة مناطق على المستوى العالمي، سواء على مستوى البلدان الإسلامية في منطقة شرق آسيا مثل: ماليزيا وإندونيسيا، وكذلك منطقة الخليج العربي والشرق الأوسط مثل: الإمارات والسعودية وقطر، أو حتى على مستوى الدول الغربية مثل: ألمانيا وإنجلترا والولايات المتحدة، إضافة إلى دول في مناطق أخرى من العالم.

ثانياً: التوصيات

1- اعتماد المنهج الإسلامي كبديل للعمل المصرفي التقليدي.

- 2- زيادة الوعي عن الأدوات الاستثمارية الإسلامية مثل الصكوك وغيرها لدى العملاء من خلال التثقيف والندوات العلمية.
- 3- السعي لتطوير آليات إصدار الصكوك الإسلامية لجذب المستثمرين الذين لا يزالون يحجمون عن التعامل بها.
- 4- ضرورة تبني دول أخرى غير ماليزيا فكرة الصكوك لنشرها على نطاق أوسع.
- 5- إتباع الأساليب الحديثة في إدارة المصارف الإسلامية.
- 6- ضرورة البحث عن بدائل أخرى للتمويل الإسلامي تتوافق مع الشريعة الإسلامية.
- 7- توفير مراكز معلومات للبحث عن الفرص الاستثمارية وربحياتها والمستثمرين وأوضاع الشركات والسوق والأسعار، والمنافسة وتحليلها وتصنيفها وتقديمها إلى متخذي القرار، حيث تصدر القرارات المالية على أساس معلومات صحيحة، وهي عملية ضرورية لترشيد القرار ورفع الكفاءة.
- 8- طرح صكوك تلبي الاحتياجات الأساسية لأفراد المجتمع.
- 9- طرح صكوك للقطاعات النفعية والخيرية، من خلال الاستفادة من الأفكار المتعلقة بالزكاة والوقف والصدقات في المصادر الفقهية وتطبيقها في الواقع العملي، حتى تتميز في خدمة المجتمع وتلبية حاجاته الروحية.
- 10- ضرورة وجود بنى تشريعية تنظم عمل الصكوك.
- 11- ضرورة وجود هيئات ومنظمات تقيم إصدار الصكوك على المستوى العالمي.
- 12- ضرورة الإلتزام بقرارات مجمع الفقه الإسلامي والهيئات الشرعية حيال الصكوك لتتم الاستفادة من هذه الهيئات.
- 13- توفير الرقابة في كافة عمليات اصدار الصكوك وحتى عملية الإطفاء.

المصادر والمراجع

- 1- القرآن الكريم.
- 2- محمد بن إسماعيل أبو عبد الله البخاري، صحيح البخاري، دار طوق النجاة، تحقيق محمد زهير بن ناصر الناصر.
- 3- مسلم بن الحجاج أبو الحسن القشيري النيسابوري، صحيح مسلم، دار إحياء التراث العربي - بيروت، تحقيق محمد فؤاد عبد الباقي.
- 4- مالك بن أنس بن مالك بن عامر الأصبحي المدني، الموطأ، طبعة مكتبة الصفا للنشر والتوزيع، مراجعة الشيخ طه عبد الرؤوف سعد.
- 5- سليمان بن أحمد بن أيوب بن مطير اللخمي الشامي، أبو القاسم الطبراني (المتوفى: 360هـ)، مكتبة ابن تيمية - القاهرة، تحقيق حمدي بن عبد المجيد السلفي.
- 6- محمد بن مكرم بن علي، أبو الفضل، جمال الدين ابن منطور الأنصاري الرويفعي الإفريقي (المتوفى: 711هـ)، لسان العرب، طبعة دار صادر - بيروت، الطبعة الثالثة - 1414 هـ.
- 7- الإمام بن مسعود البغوي (صاحب التفسير المعروف)، اللتهذيب في فقه الإمام الشافعي، طبعة دار الكتب العلمية، بيروت، الطبعة الأولى 1418هـ - 1997م.
- 8- أحمد بن فارس بن زكرياء القزويني الرازي (المتوفى: 395هـ)، معجم مقاييس اللغة، طبعة دار الفكر، تحقيق عبد السلام محمد هارون.
- 9- أبو نصر إسماعيل بن حماد الجوهري الفارابي (المتوفى: 393هـ)، الصحاح تاج اللغة وصحاح العربية، دار العلم للملايين - بيروت، تحقيق أحمد عبد الغفور عطار.
- 10- جمال الدين أبو الفرج عبد الرحمن بن علي بن محمد الجوزي (المتوفى: 597هـ)، نزهة الأعين النواظر في علم الوجوه والنظائر، المتوفى 597هـ، طبعة مؤسسة الرسالة - لبنان/ بيروت، الطبعة الأولى 1404هـ - 1984م، تحقيق محمد عبد الكريم كاظم الراضي.
- 11- إبراهيم بن موسى بن محمد اللخمي الغزنطي الشهير بالشاطبي (المتوفى: 790هـ)، الموافقات في أصول الشريعة، طبعة دار بن عفان، تحقيق أبو عبيدة مشهور بن حسن آل سلمان.

- 12- المعجم الوسيط المؤلف: مجمع اللغة العربية بالقاهرة، الإدارة العامة للمعجمات وإحياء التراث، مكتبة الشرق الدولية، الطبعة الرابعة 1429هـ-2009م.
- 13- د. محمد عبد الحليم عمر، ورقة علمية بعنوان "الأدوات المالية الإسلامية للتمويل الحكومي"، مقدم إلى ندوة الصناعة المالية الإسلامية التي عقدها: المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب - التابع للبنك الإسلامي للتنمية، في الفترة 15-18 أكتوبر 2000م - بالإسكندرية.
- 14- د.سهيل أحمد فضل حوامده، رسالة دكتوراة بعنوان "الوساطة المالية فى المصارف الإسلامية"، جامعة اليرموك-كلية الشريعة قسم الإقتصاد والمصارف الإسلامية 1432هـ الموافق 2011م.
- 15- د.محمد البلتاجي، ورقة علمية بعنوان "صياغة مقترحة لتمويل المنشآت الصغيرة والمعالجة المحاسبية لصيغة المشاركة المنتهية بالتمليك"، مقمة للمؤتمر السنوي الثاني عشر للأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية 29-31 مايو 2005، عمان-الأردن.
- 16- النظام المالي الإسلامي المبادئ والممارسات ترجمة كرسي سابق لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، بجامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية.
- 17- سعد الدين محمد الكبي، المعاملات المالية المعاصرة في ضوء الإسلام، طبعة المكتب الإسلامي، الطبعة الأولى 2002م.
- 18- د.رفيق يونس المصري، التمويل الإسلامي، طبعة دار القلم للنشر والتوزيع، دمشق، الطبعة الأولى
- 19- د. أحمد شعبان محمد علي(خبير مصرفي إسلامي)، الصكوك ودورها فى تحقيق التنمية الاقتصادية مفهوما-أنواعها-آليات التعامل بها- الرقابة عليها-المخاطر وعلاجها-دورها التنموي-سبل تحقيقها، طبعة دار التعليم الجامعي للنشر والتوزيع-الإسكندرية.
- 20- المعايير الشرعية، النص الكامل للمعايير الشرعية التي تم اعتمادها حتى صفر 1437هـ-ديسمبر 2015، الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية(الأيوبي)، ومقرها المنامة-البحرين، طبعة دار الميمان للنشر والتوزيع-الرياض-المملكة العربية السعودية.
- 21- د. علاء الدين زعتري(أمين الفتوى؛ إدارة الإفتاء العام، وزارة الأوقاف السورية عضو الهيئة الاستشارية الشرعية لمجلس النقد والتسليف -مصرف سورية المركزي-عضو اللجنة الاستشارية الشرعية للإشراف على

- أعمال التأمين التكافلي -هيئة الإشراف على التأمين)، ورقة علمية بعنوان "الصكوك الإسلامية؛ تحديات، تنمية، ممارسات دولية" مقدّمة لورشة العمل التي أقامتها شركة BDO، بعمان-الأردن، بتاريخ 18 .
2010/7/19.
- 22- د. عبد القوي ردمان محمد عثمان، ورقة علمية بعنوان "الصكوك الإسلامية وإدارة السيولة"، مقدمة إلى المؤتمر الرابع للمصارف الإسلامية سورية-دمشق 2009.
- 23- د.زياد الدماغ، ورقة علمية بعنوان "دور الصكوك الإسلامية في دعم الموازنة من منظور إسلامي"، مقدمة للمؤتمر الدولي للمالية الإسلامية من 15-16 يونيو 2010 .
- 24- د. نوال بن عمارة، ورقة علمية بعنوان " الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية -تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية - البحرين " تم نشرها في مجلة الباحث العدد التاسع - عام 2011.
- 25- د.أدهم إبراهيم جلال الدين(باحث في الاقتصاد الإسلامي)، الصكوك والأسواق المالية الإسلامية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، طبعة دار الجوهرة للنشر والتوزيع-القاهرة -جمهورية مصر العربية، 2014.
- 26- د. سامي عبيد محمد والباحث عدنان هادي، ورقة علمية بعنوان " الدور التمويلي للمصارف الإسلامية (التمويل بالصكوك) تجربة ماليزية"، منشورة في مجلة العلوم الاقتصادية العدد 38 عام 2015 ص115، وأصل البحث رسالة ماجستير للباحث عدنان هادي بعنوان "الدور التمويلي للمصارف الإسلامية -تجارب في بلدان مختارة - السعودية - ماليزيا-العراق.
- 27- د.محم عثمان بشير، المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي، طبعة دار النفائس للنشر والتوزيع-الأردن، الطبعة السادسة عام 1427هـ-2017م.
- 28- أ/ بلجيلية سمية، رسالة ماجستير بعنوان "أثر التضخم على عوائد الأسهم" إشراف أ.د بوراس أحمد كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير جامعة منتور يقسنطينة،الجزائر.
- 29- د. رضوان حلوة وآخرون، محاسبة الشركات أموال-أشخاص التأصيل النظري والتطبيق العملي، دار إثراء للنشر والتوزيع-الأردن، الطبعة الأولى عام 2009.
- 30- أ/مصطفى البيك وأ/لطيفة فرجاني، بحث بعنوان تكلفة وتركيب رأس المال إعداد قسم المحاسبة الإدارية كلية الاقتصاد جامعة حلب .

- 31- د. محمد التويجري، مختصر الفقه الإسلامي في ضوء القرآن والسنة، طبعة دار أصدقاء المجتمع، الطبعة: الحادية عشرة، 1431 هـ - 2010 م.
- 32- د.علي محيي الدين القرة داغي، بحوث في الاقتصاد الإسلامي، دار البشائر الإسلامية، بيروت، لبنان، الطبعة الأولى 1423هـ-2002.
- 33- أسامة عبد الحلیم الجورية، رسالة ماجستير بعنوان "عن الصكوك ودورها التتموي في الاقتصاد"، معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية قسم الدراسات العليا، بيروت، الجمهورية اللبنانية.
- 34- د.فتح الرحمن على محمد صالح، ورقة علمية بعنوان "دور الصكوك في تمويل المشروعات التتموية"، مقدمة لمتندي الصيرفة الإسلامية - بيروت - الجمهورية اللبنانية، يوليو 2008.
- 35- د.بشير عمر محمد فضل الله، ورقة علمية بعنوان "تجربة البنك الإسلامي للتتموية في دعم التتموية في الدول الإسلامية والتحديات المستقبلية التي تجابه الصناعة المصرفية الإسلامية"، مقدمة لمنظمة المؤتمر الإسلامي، الثلاثاء 13 ربيع الأول 1427هـ الموافق 11 ابريل 2006م.
- 36- حكيم براضية، رسالة ماجستير "التصكيك ودوره في إدارة السيولة بالبنوك الإسلامية"، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير عام جامعة حسيبة بن بو على الشلف- الجزائر، 2010-2011.
- 37- د.قوريش نصيرة، أ.بدروني هدى، ورقة علمية بعنوان "أهمية الصكوك الإسلامية في تمويل بعض المؤشرات الاقتصادية للتتموية المستدامة -بالإشارة إلى حالة التجربة الماليزية"، منشورة في مجلة إقتصاديات شمال أفريقيا، العدد العاشر.
- 38- أ/كتاف شافية، ورقة علمية بعنوان "أهمية الصكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية"، تم نشرها في مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير (مجلة متخصصة في الدراسات والأبحاث الاقتصادية) تصدرها كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، الجزائر، العدد 14 عام 2014.
- 39- تريحان ترميجان، رسالة ماجستير بعنوان "الغرر وتطبيقاته في المعاملات المالية المعاصرة" جامعة سوراكرتا المحمية -أندونيسيا، عام 2015.
- 40- د. معبد الجارحي، مع د. عبد العظيم جلال أبوزيد، ورقة علمية بعنوان "أسواق الصكوك الإسلامية وكيفية الإرتقاء بها"، مقدمة إلى ندوة الصكوك الإسلامية والمقامة في جامعة الملك عبد العزيز بجدة من 24-26

مايو 2010، بالتعاون مع مجمع الفقه الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامية، والمعهد الإسلامي للبحوث والتدريب التابع للبنك الإسلامي للتنمية.

41- د. أحمد جابر بدران، مقال بعنوان "الصكوك كأداة للتمويل بين النظرية والتطبيق" منشور في مجلة المسلم لمعاصر العدد 152 عام 2014.

42- د. نور الدين أنجدمون، محاضرة بعنوان "تطوير الصكوك في ماليزيا"، مركز الملك فهد للمؤتمرات بالرياض 25 أكتوبر 2008.



المواقع الإلكترونية:

- 1- الموقع الرسمي لمجلة الاقتصاد الإسلامي [/http://giem.kantakji.com](http://giem.kantakji.com)
- 2- الموقع الرسمي لمجلة البنوك الإسلامية الصادرة عن الإتحاد الدولي للبنوك الإسلامية
<http://www.isegs.com/forum/showthread.php?t=3698>
- 3- الموقع الرسمي لمجمع الفقه الإسلامي الدولي [/http://www.iifa-aifi.org](http://www.iifa-aifi.org)
- 4- الموقع الرسمي للمجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، مركز أخبار الصناعة المالية الإسلامية
[.http://www.cibafi.org/NewsCenter/Details.aspx?Id=638&Cat=8&RetId=2](http://www.cibafi.org/NewsCenter/Details.aspx?Id=638&Cat=8&RetId=2)
- 5- الموقع الرسمي د.أحمد سالم ملحم، مستشار شرعي للمؤسسات المالية والإسلامية
http://www.drahmadmelhem.com/p/blog-page_58.html
- 6- الموقع الرسمي لإتحاد المصارف العربية، مارس 2017 [/http://www.uabonline.org/ar](http://www.uabonline.org/ar)
- 7- الموقع الرسمي للبنك الإسلامي للتنمية [/http://www.isdb-pilot.org](http://www.isdb-pilot.org)
- 8- الموقع الرسمي لمركز دبي للإقتصاد الإسلامي
http://www.iedcdubai.ae/page/view/2/about_the_centre
- 9- الموقع الرسمي لمركز إدارة السيولة <http://www.lmcbahrain.com/about-corporate-profile.aspx>
- 10 - هيئة السوق المالية بالمملكة العربية السعودية - <https://cma.org.sa/Pages/default.aspx>

ملحق (1) نشرة إصدار صكوك الشركة السعودية للكهرباء



نشرة إصدار

الشركة السعودية للكهرباء

(شركة مساهمة مؤسسة وفقاً لأنظمة المملكة العربية السعودية في ٣٠/١٢/١٤٢٠هـ الموافق ٥/٤/٢٠٠٠م)

رقم السجل التجاري ١٠١٠١٥٨٦٨٣

تطرح

صكوك الاستثمار التي تنتهي في ٢٠٥٤م

تصدر الشركة السعودية للكهرباء ('المصدر' أو 'الشركة') صكوك استثمار تنتهي في ٢٠٥٤م ('الصكوك') وذلك بالقيمة الإسمية دون خصم أو علاوة إصدار. ووفقاً لاتفاقية تحويل ملكية موجودات الصكوك ('اتفاقية تحويل ملكية موجودات الصكوك') توزع في أو قريباً من تاريخ الإقفال (كما هو معرف أثناء) بين المصدر وشركة الكهرباء للصكوك ('أمين موجودات لصكوك') وشركة سعودي لفرنسي كابيتال ('وكيل حملة للصكوك'). سيُقدم للمصدر بتحويل موجودات لصكوك (كما هي معرفة في قسم 'شروط ولحكام للصكوك' من نشرة الإصدار هذه ('الشروط')) إلى أمين موجودات لصكوك لمدة أربعين سنة. ووفقاً لإعلان الوكالة ('إعلان الوكالة') الذي يورخ في أو قريباً من تاريخ الإقفال بين المصدر وأمين موجودات الصكوك ووكيل حملة للصكوك ووفقاً للشروط، يحتفظ أمين موجودات الصكوك بموجودات لصكوك لصالح حملة الصكوك ('حملة للصكوك') وفقاً للقيمة الإسمية للصكوك التي يمتلكها كل منهم.

ستكون توزيعات الأرباح الدورية ربع سنوية وذلك في يوم ٣٠ من يناير وأبريل ويوليو وأكتوبر من كل سنة، ابتداءً من ٣٠ أبريل ٢٠١٤م وانتهاءً بـ ٣٠ يناير ٢٠٥٤م، أو إذا لم يكن أي من هذه الأيام يوم عمل (كما هو معرف في قسم ('الشروط'))، فيكون يوم العمل التالي ما لم يكن ذلك اليوم يقع في الشهر التقويمي التالي، وفي تلك الحالة، يكون يوم العمل السابق مباشرة (ويطلق على كل يوم منها 'تاريخ لتوزيع لدوري')، يُتوقع من المصدر أن يدفع لحملة للصكوك مبلغاً يعادل مبلغ لتوزيع لدوري (كما هو معرف في 'الشروط') محسوباً على أساس معدل العسولة الأساسي والهامش (كما هو معرف في 'الشروط') من إجمالي القيمة الإسمية (كما هي معرفة في الصفحة ٤٨) للصكوك القائمة في تاريخ قيد لتحويل (كما هو معرف في 'الشروط') الذي يسبق مباشرة اليوم الأخير من فترة لتوزيع لدوري المعنية (كما هي معرفة في 'الشروط').

وفقاً لتعهد شراء يتم إبرامه من المصدر لصالح أمين موجودات الصكوك ووكيل حملة للصكوك (كل كما هو معرف في 'مصطلحات وتعريفات') (لصالح حملة للصكوك ونيابة عنهم) في أو قريباً من تاريخ الإقفال ('تعهد الشراء') يتعهد المصدر بشراء موجودات لصكوك من وكيل حملة للصكوك ودفع سعر الشراء (كما هو معرف في 'الشروط') للمحدد مسبقاً، والذي يتناقص مع مرور الزمن، في تواريخ التوزيع لدورية التي تقع في شهر يناير من أعوام ٢٠٢٤م و٢٠٣٤م و٢٠٤٤م (كل منها تاريخ شراء) إلى جانب أي مبالغ سارية من مبلغ إضافي أو مبلغ لتوزيع في حالة الإخلال أو مبلغ محدد (فضلاً راجع الشرط ١١ (حالات الممارسة)).

ملخص الإصدار

ينبغي قراءة ملخص الإصدار هذا ('الملخص') كمقدمة للمعلومات الأكثر تفصيلاً الواردة في نشرة الإصدار هذه مفيدة بالكامل بتلك المعلومات، وقد لا يحتوي هذا الملخص على كل المعلومات التي يجب على المستثمرين المحتملين مراعاتها قبل اتخاذ قرار الاستثمار في لصكوك، وعليه ينبغي أن يستند أي قرار يتخذه مستثمر محتمل بالاستثمار في لصكوك على دراسة نشرة الإصدار هذه في مجملها، مع مراعاة أن المفردات والمصطلحات التالية المستخدمة في هذا الملخص وغير المعرفة فيه ستكون لها المعاني المحددة لها في قسم **المصطلحات وتعريفات**.

يجب قراءة قسم **إشعار مهم** وقسم **عوامل المخاطرة** من نشرة الإصدار هذه بعناية تامة قبل اتخاذ أي قرار بالاستثمار في لصكوك بموجب نشرة الإصدار هذه.

لمصدر ومدير موجودات لصكوك
الشركة السعودية للكهرباء ('الشركة')، تأسست كشركة مساهمة سعودية في ١٤٢٠/١٢/٣٠ هـ (الموافق ٢٠٠٠/٤/٥ م) وفقاً للأنظمة المملكة العربية السعودية، بسجل تجاري رقم ١٠١٠١٥٨٦٨٣ والتي يقع عنوانها المسجل في أبراج غرناطة - المبنى أ - ١، ص.ب. ٢٢٩٥٥، الرياض، المملكة العربية السعودية.

أنشطة لمصدر
تتمثل الأنشطة الرئيسية للشركة في توليد ونقل وتوزيع الكهرباء داخل المملكة.

ملكية لمصدر
تملك حكومة المملكة العربية السعودية في تاريخ نشرة الإصدار هذه تقريباً ٧٤,٣% من أسهم لشركة المصدر كما تملك أرامكو لسعودية ٦,٩% تقريباً من الأسهم المصدرة، وهذه الأخيرة مملوكة بالكامل لحكومة المملكة العربية السعودية. أما النسبة المتبقية البالغة ١٨,٨% من أسهم الشركة فيملكها الجمهور في المملكة.

رأس لمال
كما في تاريخ نشر نشرة الإصدار هذه، يبلغ رأس مال المصدر المصرح به ٤١,٦٦٥,٩٣٨,١٥٠ ريال سعودي مضمناً على ٤١,٦٦٥,٥٩٣,٨١٥ سهم عادي مصرح به بقيمة اسمية قدرها ١٠ ريالات سعودية للسهم الواحد، وكلها صادرة ومدفوعة القيمة بالكامل.

مديرا الإصدار ومديرا استقبال لعروض ومتعهدا لتغذية
شركة **إتش إس بي سي** لعربية لسعودية المحدودة التي يقع عنوانها المسجل في طريق العليا، ص.ب. ٩٠٨٤، الرياض ١١٤١٣، المملكة العربية السعودية، وشركة **لسعودي لفرنسي** كابيتال، التي يقع عنوانها المسجل في الطابق الرابع، مبنى المكتب

الرئيسي، طريق الملك فهد، برج ليجند، المبنى ٧٤٩، ص. ب. ٢٣٤٥٤، الرياض ١١٤٢٦، المملكة العربية السعودية.

وكيل حملة لصكوك

شركة السعودي الفرنسي كابيتال، التي يقع عنوانها المسجل في الطابق الرابع، مبنى المكتب الرئيسي، طريق الملك فهد، برج ليجند، المبنى ٧٤٩، ص. ب. ٢٣٤٥٤، الرياض ١١٤٢٦، المملكة العربية السعودية.

أمين موجودات لصكوك

شركة لكهرباء للصكوك، وهي شركة تابعة ومملوكة بالكامل للشركة لسعودية للكهرباء وذات مسؤولية محدودة بسجل تجاري رقم ١٠١٠٢٣٣٧٧٥ صادر بتاريخ ١٦/٠٥/١٤٢٨ هـ (الموافق ٢ يونيو ٢٠٠٧م) برأس مال قدره ٥٠٠٠٠٠٠٠ ريال سعودي والتي يقع عنوانها المسجل هو ص. ب. ٢٢٩٥٥، الرياض، المملكة العربية السعودية.

مدير لدفعات

شركة السعودي الفرنسي كابيتال، التي يقع عنوانها المسجل في الطابق الرابع، مبنى المكتب الرئيسي، طريق الملك فهد، برج ليجند، المبنى ٧٤٩، ص. ب. ٢٣٤٥٤، الرياض ١١٤٢٦، المملكة العربية السعودية.

لمسجل

السوق المالية السعودية (تداول) والذي يقع عنوانه المسجل في بداية أبراج التعاونية للتأمين - البرج الشمالي، طريق الملك فهد، ص ب ٦٠٦١٢، الرياض ١١٥٥٥، المملكة العربية السعودية.

لقائمة رسمية

تم تقديم طلب للهيئة لإدراج الصكوك ضمن القائمة الرسمية المذكورة في قواعد التسجيل والإدراج.

إجمالي لقيمة الإسمية للصكوك لمطروحة

٤,٥٠٠,٠٠٠,٠٠٠ ريال سعودي.

استخدام لمتحصلات

سوف يستخدم لمصدر صافي متحصلات إصدار لصكوك، للأغراض العامة للمصدر بما في ذلك النفقات الرأسمالية.

لمستثمرون لمستهدفون

إن طرح وبيع وتسليم لصكوك مقتصر على الأشخاص المؤهلين (كما هم معروفون في لشرط 1 (تعريفات))، وسيكون التوزيع الأساسي للصكوك على لشركات ولهينات الاستثمارية (كما هي معرفة في قسم (الاكتتاب وبيع)) فقط، ولكن يمكن للأشخاص المؤهلين الذين ليسوا بشركات أو هيئات استثمارية شراء لصكوك من لشركات ولهينات الاستثمارية بعد انتهاء فترة الطرح وإتمام عملية الاكتتاب.

طريقة الاكتتاب

يجوز لمديري الإصدار ومديري استقبال العروض ومتعهدي التغطية استقطاب طلبات مبدئية لشراء لصكوك من المستثمرين المحتملين خلال فترة تقديم طلبات الاستثمار، وعلى كل من يرغب في شراء لصكوك أن يقدم نموذج طلب الاستثمار معاً على الوجه المطلوب إلى أي من مديري الإصدار ومديري استقبال العروض قبل نهاية فترة تقديم طلبات الاستثمار. ويمكن للأشخاص الذين ليسوا بشركات وهيئات استثمارية شراء لصكوك من المكتتبين من الشركات والهينات الاستثمارية بعد انتهاء فترة الطرح وإتمام عملية الاكتتاب (للمزيد من المعلومات، فضلاً راجع قسم (الاكتتاب وبيع) من نشرة الإصدار هذه)

صك واحد.

الحد الأدنى للصكوك

سيكون الحد الأدنى لمبلغ الاكتتاب ١,٠٠٠,٠٠٠ ريال سعودي.

الحد الأدنى لمبلغ الاكتتاب

٤,٥٠٠ صك.

الحد الأقصى للصكوك

سيكون الحد الأقصى لمبلغ الاكتتاب ٤,٥٠٠,٠٠٠,٠٠٠ ريال سعودي.

الحد الأقصى لمبلغ الاكتتاب

سيكون تخصيص لصكوك بناءً على تقدير لمصير ومديري الإصدار ومديري استقبال العروض ومتعهدي التغطية وسيتم بعد انتهاء فترة تقديم طلبات الاستثمار. ولمزيد من التفصيل حول هذه القيود وغيرها من القيود الخاصة بطرح لصكوك وبيعها وتسليمها،

قيود لتخصيص ولعرض

طريقة رد الفائض إلى المستثمرين

في حال عدم قبول أي نموذج طلب استثمار لأي سبب، سواء كان كلياً أو جزئياً وسواء لوجود فائض أو غير ذلك، فسيتم رد أي أموال تم تعميمها فيما يتعلق بالطلب المرفوض (أو بالجزء المرفوض من الطلب، حسبما يقتضي الحال) إلى المستثمر بدون خصومات وذلك بتحويل المبلغ المعني إلى الحساب البنكي الذي تم تحويله منه.

الفترة التي تبدأ في ٢٠١٤/١/٩م وتنتهي في ٢٠١٤/١/٢٠م.

نسبة ١٠٠% من القيمة الاسمية الإجمالية للصكوك.

تُصدر للصكوك في شكل غير ورقي مسجل فقط وتُمثل للصكوك في جميع الأوقات على شكل حصص مسجلة في صك رئيس بدون كويونات مرفقة ويودع لدى وكيل حملة للصكوك (كما هو موضح في لشرط ٢ (الصيغة والفئة)).

تُصدر للصكوك بالريال السعودي.

تمثل الصكوك حصص ملكية مشاعة في منفعة موجودات الصكوك، وهي متكافئة القيمة دون أي أفضلية أو أولوية فيما بينها كما أن التزامات لمصدر بالدفع بموجب الصكوك هي التزامات مباشرة وغير مخفضة في الأولوية وغير مضمونة بأي نوع من الرهونات وستكون مطالبات حملة للصكوك المالية تجاه لمصدر بموجب للصكوك متساوية في رتبته مع سائر المطالبات غير المضمونة وغير المخفضة الأولوية التي يطلبها دائنو المصدر الآخرون ما عدا تلك التي تملك الأولوية بموجب الأنظمة السارية.

تنتهي للصكوك في ٢٠٥٤م. ولكن يحق لوكيل حملة للصكوك، بناءً على توجيهات حملة للصكوك، بيع موجودات للصكوك للمصدر

فترة ل طرح

سعر الإصدار

صيغة للصكوك

لعنة

لوضع لنظامي للصكوك

مدة الصكوك

بسر الشراء في نهاية السنة العاشرة والسنة العشرين والسنة الثلاثين في الحالات المذكورة في الشرط ١١-١ (تاريخ لشراء).

يمكن استرداد لصكوك في وقت مبكر وفقاً للشرط ١١ (حالات لممارسة) في تاريخ الشراء أو عقب حالة بإخلال. يجوز لحملة لصكوك إلزام لمصدر بشراء موجودات لصكوك في الأوقات التالية:

١) في أي تاريخ من تواريخ لشراء (كما هو موضح في الشرط ١١-١ (تاريخ لشراء) من نشرة الإصدار هذه؛ أو
٢) في غيره من الحالات المحددة في الشرط ١١-٢ (حالات لإخلال) من نشرة الإصدار هذه،

وذلك بسر لشراء الذي يتم احتسابه حسبما هو موضح في تعريف سعر الشراء في الشرط ١ (تعريفات) من نشرة الإصدار هذه.

مبلغ مستحق الدفع عند الشراء الإلزامي لموجودات لصكوك من قبل لمصدر. وسيكون سعر الشراء المنطبق على لصكوك (يعبر عنه بنسبة مئوية من القيمة الاسمية للصكوك) ٩٥% في تاريخ الشراء الواقع في يناير ٢٠٢٤م، و ٦٠% في تاريخ الشراء الواقع في يناير ٢٠٣٤م، و ٣٠% في تاريخ الشراء الواقع في يناير ٢٠٤٤م كما هو موضح في الشرط ١ (تعريفات). ولا يدفع سعر لشراء إلى حملة لصكوك في تاريخ انتهاء لصكوك بعد انقضاء أربعين عاماً.

في نهاية كل ربع سنة بتاريخ ٣٠ من يناير وأبريل ويوليو وأكتوبر من كل سنة، لبتداءً من ٣٠ أبريل ٢٠١٤م ولتنتهاء بـ ٣٠ يناير ٢٠٥٤م، شريطة أنه إذا لم يكن أي من هذه الأيام يوم عمل (كما هو معرّف في قسم "الشروط")، يكون تاريخ لتوزيع لدوري هو يوم لعمل التالي ما لم يكن ذلك اليوم يقع في الشهر التقريبي التالي، وفي تلك الحالة، يكون تاريخ التوزيع الدوري هو يوم لعمل السابق مباشرة.

استرداد لصكوك

شراء الصكوك الإلزامي على الشركة

سعر لشراء

تواريخ لتوزيع لدورية

<p>معدل لعمولة الأساسي زائد الهامش ويحسب كنسبة مئوية سنوياً (يرجى مراجعة قسم <i>الاكتتاب والبيع</i> من نشرة الإصدار هذه) يدفع في نهاية كل ربع سنة من صافي الدخل المتحصل من موجودات لصكوك.</p>	<p>مبلغ لتوزيع لدوري</p>
<p>هو إجمالي الدخل الناتج من موجودات لصكوك بعد خصم تكاليف مدير موجودات الصكوك المسموح بها والأتعاب الإدارية وتعايب لوكالة كما هي موضحة بالتفصيل في الشرط ٥ (موجودات لصكوك) من نشرة الإصدار هذه.</p>	<p>صافي لدخل</p>
<p>مبلغ مستحق الدفع (ما يساوي ٥% من إجمالي القيمة الإسمية للصكوك) من الاحتياطي في كل تاريخ شراء يقع في يناير ٢٠٢٤م ويناير ٢٠٣٤م ويناير ٢٠٤٤م وتاريخ الانتهاء طبقاً لما هو وارد بالتفصيل في الشرط ٥ (ج) (استخدام لمحصلات - الاحتياطي) من نشرة الإصدار هذه).</p>	<p>المبلغ الإضافي</p>
<p>تصدر لصكوك بفترة ١,٠٠٠,٠٠٠,٠٠٠ ريال سعودي.</p>	<p>فئة الإصدار</p>
<p>تتمتع الصكوك بتعهد سلبي كما هو موضح في الشرط ٦ (التعهد لسلي) حيث بموجبه يتعهد <i>المصدر</i> والتابعون له بعدم إنشاء أو السماح بإنشاء أو وجود أي رهونات (سوى رهونات معينة مسموح بها) على أعماله أو موجوداته أو إيراداته لضمان مديونية على شكل أوراق مالية (في حدود المعنى المنصوص عليه في نظام السوق المالية) أو ضمان كفالة تلك المديونية.</p>	<p>لتعهد لسلي</p>
<p>تتفع لصكوك من الإخلال المتقابل كما هو موضح في الشرط ١١-٢ (حالات الإخلال).</p>	<p>إخلال متقابل</p>
<p>يجوز نقل ملكية لصكوك وفقاً للوائح والإجراءات التي يضعها المسجل، ومن خلال تقديم تلك المعلومات للمسجل حسبما تقتضيه اللوائح والتعليمات. يرجى مراجعة لشرط ٣ (السجل وحق لملكية ولتحويل) و <i>الاكتتاب والبيع</i> في الصفحتين ١٦٩ و ٢٠٥ من نشرة</p>	<p>لتحويل</p>

الإصدار هذه، على التوالي.

لضرائب

يتم دفع جميع الدفعات المتعلّقة بالصكوك خالية من أية استقطاعات ضريبية لحكومة المملكة (الحكومة) ما لم تكن تلك الضرائب متطلبية بموجب الأنظمة السارية. وفي تلك الحالة، سيدفع المصدر تلك المبالغ الإضافية التي ينتج عنها تسليم حملة لصكوك المبالغ التي كانوا سيتسلمونها لو لم يلزم إجراء تلك الاستقطاعات أو الخصومات، وذلك في حدود توفر تلك المبالغ للتوزيع على حملة لصكوك من صافي لدخل والاحتياطي (كما هو معرف في الشرط ٥(ب) (استخدام المتحصلات - صافي الدخل).

لقانون لوجب لتطبيق

تخضع لصكوك ووثائق لصكوك للأنظمة المعمول بها في المملكة وتقر بموجبها.



ملحق رقم (2) صندوق صكوك شركة الراجحي المالية



(يخضع هذا الصندوق لللائحة صناديق الاستثمار الصادرة عن مجلس هيئة السوق المالية – المملكة العربية السعودية)

صندوق الراجحي للصكوك

(صندوق مفتوح)

الشروط والأحكام

يجب على المستثمرين قراءة الشروط والأحكام هذه بعناية ودقة قبل اتخاذ أي قرار استثماري في هذا الصندوق، ويجب على المستثمر أن يأخذ في الاعتبار وضعه المالي وخبرته في الاستثمار وأهدافه الاستثمارية. وإذا كان لدى المستثمر المحتمل أي شك في ملاءمة هذا الاستثمار له، فإنه يجب عليه استشارة خبير مالي مستقل، كما أن اشتراك المستثمر في هذا الصندوق يكون على مسؤوليته الشخصية التامة وسيتحمل أية مخاطر تتعلق بهذا الاستثمار.



إشعار هام

الحمد لله والصلاة والسلام على رسول الله محمد بن عبدالله وعلى آله وصحبه ومن وآله وبعد:

رغبة من شركة الراجحي المالية (الراجحي المالية أو الشركة) في توفير فرص الاستثمار لعملائها في مجال أسواق الصكوك والأصول الأخرى المحققة للدخل تقدم الشركة صندوق الراجحي للصكوك والذي يعرف لاحقاً بـ "الصندوق"، حيث تقوم الشركة بدور "مدير الصندوق" ويقوم المستثمرون بدور "المالك للوحدات". ووفقاً لذلك، فإن علاقة مدير الصندوق بالمستثمرين تخضع لشروط وأحكام الصندوق والبنود الصادرة عن مجلس الهيئة وقواعد الشريعة الإسلامية، وهذا الصندوق يصنف ضمن قائمة الصناديق ذات المخاطر المتوسطة، ولمزيد من التفاصيل يجب على المستثمرين المحتملين مراجعة أحكام البند الخاص بعوامل المخاطر.

الصندوق عبارة عن صندوق استثماري مفتوح، يخضع للأئحة صناديق الاستثمار الصادرة عن مجلس هيئة السوق المالية بالمملكة العربية السعودية بموجب القرار رقم 1-219-2006 وتاريخ 1427/12/3 هـ الموافق 2006/12/24 م بناء على نظام السوق المالية الصادر بالمرسوم الملكي رقم م/30 وتاريخ 1424/6/02 هـ، وتم إجراء آخر تحديث لها بتاريخ 2017/04/23 م، ويستثمر الصندوق أصوله في الأدوات الاستثمارية المتوافقة مع الضوابط الشرعية المعتمدة لدى الراجحي المالية والتي تتكون من:

- الصكوك
- المرابحة بالبخائع
- استثمارات في حسابات إسلامية
- المنتجات المركبة الإسلامية
- صناديق المضاربة بالبخائع / صناديق المرابحة ذات الطرح العام المرخصة من هيئة السوق المالية

تم إعداد الشروط والأحكام هذه بهدف تقديم جميع المعلومات التي تساعد المستثمرين على اتخاذ قراراتهم بشأن الاشتراك في الصندوق. ومع ذلك، فإنه لا يجب تفسير أي معلومات في هذه النشرة أو آراء مدير الصندوق على أنها تشكل توصية لشراء وحدات هذا الصندوق.



ملخص الصندوق

اسم الصندوق	صندوق الراجحي للصكوك
مدير الصندوق	شركة الراجحي المالية
نوع الصندوق	صندوق مفتوح
تاريخ بدء الصندوق	2014/09/14
عملة الصندوق	ريال سعودي
مستوى المخاطرة	متوسطة
المؤشر الاسترشادي	3 شهور ليبور دولار + 75 نقطة أساس
هدف الاستثمار	لتصديق نمو رأس المال والتدخل في المدى المتوسط إلى الطويل عن طريق الاستثمار في الأدوات الاستثمارية المتوافقة مع الضوابط الشرعية المعمول بها لدى الراجحي المالية والتي تتضمن من: <ul style="list-style-type: none"> • الصكوك • المرابحة بالخصم • استثمارات في حسابات إسلامية • المنتجات المرابحة الإسلامية • صناديق المرابحة بالخصم / صناديق المرابحة ذات الطرح انعام المرحمة من هيئة السوق المالية
المصرح لعم الاشتراك في الصندوق	أي شخص طبيعي، أو اعتباري تقرر له أنظمة المملكة بهذه الصفة
الحد الأدنى للاشتراك	100,000 ريال سعودي
الحد الأدنى للاشتراك الإضافي	25,000 ريال سعودي
الحد الأدنى للاسترداد	25,000 ريال سعودي
أيام قبول طلبات الاشتراك والاسترداد	جميع أيام العمل الرسمية في المملكة (الأحد إلى الخميس)
الموعد النهائي لاستلام طلبات الاشتراك والاسترداد	قبل الساعة الخامسة عصراً في اليوم ما قبل يوم التقويم
أيام التعامل	يوم الخميس الثاني ويوم الخميس الرابع من كل شهر ميلادي
أيام التقويم	يوم الخميس الثاني ويوم الخميس الرابع من كل شهر ميلادي
أيام الإعلان	هو يوم العمل التالي ليوم التعامل
موعد دفع قيمة الوحدات المستردة	يدفع لمالك الوحدات عوائد الاسترداد المناسبة قبل إقفال العمل في اليوم الرابع التالي لحظة التقويم التي تم فيها تحديد سعر الاسترداد، أو الوقت الذي تكون فيه جميع الوسائل والبراهين (أو وحيث) المناسبة لتحويل الوحدات متوافرة لدى مدير الصندوق، أيهما يأتي لاحقاً
رسوم الاشتراك	بحد أقصى 1% من مبلغ الاشتراك تخصم مباشرة عند كل عملية اشتراك بالصندوق
رسوم إدارة الصندوق	يستحق مدير الصندوق تعاب إدارة بنسبة 0.5% سنوياً من صافي قيمة أصول الصندوق، وتختص هذه النسبة عند كل عمارة تقويم و تسقط من أصول الصندوق عند نهاية كل شهر ميلادي
إجمالي نسبة المصروفات الأخرى	بحد أقصى 0.25% سنوياً من متوسط صافي قيمة الأصول للصندوق، ويتم حساب المصروفات الفعلية فقط راجع البند رقم 36 لمعرفة طريقه حساب المصاريف وطريقه و وقت تحصيلها.
مصاريف التعامل	• سيتحمل الصندوق أي مصاريف خاصة بالتعامل بالأوراق المالية للصكوك المرابحة بالخصم، المنتجات المرابحة الإسلامية، الاستثمارات في الحسابات الإسلامية التي تتشكل أجزاء من أصوله. • سيتحمل الصندوق 25 دولار لكل عملية للصكوك والأصول العالمية التي تشمل المنتجات المرابحة الإسلامية.
سعر الوحدة عند بداية الطرح	100 ريال سعودي



الملاحق (2) الضوابط الشرعية للصكوك

تعريف الصكوك:

هي وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو حقوق معنوية أو في ملكية موجودات مشروعة معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله.

الضوابط الشرعية:

من أهم الضوابط الشرعية التي تحكم الاستثمار في الصكوك ما يأتي:

1. أن يكون الصك مجازاً من الهيئة الشرعية لشركة الراجحي المالية.
2. أن يحكم الصك أحد عقود المعاملات الشرعية، كالمشاركة، أو السلم، أو الاستصناع، أو الإجارة أو البيع وغيرها، وأن تكون مستوفية لأركانها وشروطها.
3. ألا تشمل وثائق الصكوك على أي شرط أو تعهد، يؤدي إلى الربا أو الغرر أو الضرر وغيرها من المحرمات في الشريعة الإسلامية.
4. ألا تشمل وثائق الصكوك على أي شرط أو تعهد يضمن به المصدر لمالك الصك رأس ماله أو قدره معيناً من الربح، في غير حالات التعدي أو التفريط.
5. لا مانع من تداول الصكوك في سوق الأوراق المالية أو غيرها على أن تكون مجازة من الهيئة الشرعية.

كذلك من أهم الضوابط الشرعية التي تحكم الاستثمار في المرابحة ما يأتي:

1. في حال تعامل الصندوق بشراء السلع (المعادن) ثم بيعها بالأجل يلتزم مدير الصندوق بالآتي:
 - أن تكون السلع مملوكة للصندوق ومتعينة له - بأرقامها ومكانها - ونموذج الوثائق المعينة لها، قبل البيع على المشتري.
 - لا يجوز أن يبيع الصندوق أو يشتري سلعة لا يجوز فيها التأجيل من الذهب والفضة والعملة.
 - لا يجوز أن يشتري الصندوق من العميل ما قد باعه إياه بالأجل.
 - إذا باع الصندوق السلعة على عميل فلا يجوز له أن يبيعها وكالة عنه على من اشتراها الصندوق لنفسه.
2. لا يجوز تداول وحدات الصندوق إلا بعد بدء نشاطه واستمرار مزاولته لهذا النشاط في موجوداته الاستثمارية.
3. لا يجوز تداول وحدات الصندوق بعد توقفه عن مزاولته لنشاطه كالتوقف للتصفية إذا كانت في موجودات الصندوق ديون أو نفود، إذ يجب في هذه الحال تطبيق أحكام الصرف وشروطه وأحكام بيع الدين.

الضوابط الشرعية للأدوات الاستثمارية الأخرى غير الصكوك والمرابحة :

سوف يتم عرض كل فرصة استثمارية متعلقة بالأدوات الاستثمارية الأخرى (استثمارات في حسابات إسلامية، المنتجات المركبة الاستثنائية، صناديق المضاربة بالبيضاغ الأخرى / صناديق المرابحة ذات الطرح العام المرخصة من هيئة السوق المالية) على الهيئة الشرعية لدى الراجحي المالية لطلب الموافقة.

إقرار

لقد فهمت/ قمنا باستلام/ مراجعة وفهم شروط وأحكام والملاحق الخاصة بصندوق الراجحي للصكوك، كما هي مبينة أعلاه، وبهذا فإنني أقر بقبولها كلها، وإقراراً لما تقدم ذكره، فإنني / فإننا نوقع عليهما على النحو التالي:

الإسم:	الإسم:
التوقيع:	التوقيع:
التاريخ:	التاريخ:

يتم التوقيع على نسختين من هذه الشروط والأحكام، إحداها للمستثمر، والثانية يتم الاحتفاظ بها لدى مدير الصندوق