



الجمهورية العربية السورية

جامعة دمشق

كلية الاقتصاد

قسم المصارف والتأمين

أثر الصكوك الاستثمارية في تمويل الأنشطة الاستثمارية للمصارف الإسلامية
(دراسة تطبيقية على مصرف دبي الإسلامي وكيفية الاستفادة منها في سورية)

The effect of investment Sukuk in financing the investment activities of Islamic banks.

(Applied study on Dubai Islamic Bank and how to benefit from it in Syria)

رسالة مقدمة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في العلوم المالية والمصرفية

إعداد الباحث:

قتيبة علي احمد

إشراف الدكتور:

مطيع أسعد الشلبي

1440هـ – 2019 م

Syrian Arab Republic
Damascus University
Faculty of Economics
Department of Banking & Insurance



The effect of investment Sukuk in financing the investment activities of Islamic banks.

(Applied study on Dubai Islamic Bank and how to benefit from it in Syria)

A Thesis was submitted in fulfillment to the requirements of obtaining the master's degree in finance and banking sciences.

Prepared by the researcher

Qutayba ali Ahmad

Supervision by

Dr. Motee Asaad Al - Shalaby

2019 AD – 1440 H

إقرار وتعهد

أقر واتعهد أنا الباحث بأنّ هذا البحث أصيل وغير منشور سابقاً، لا من قبل الباحث نفسه ولا من قبل باحثين آخرين، وأنّ هذا البحث من نتاج عملي وجهدي.

الباحث

قتيبة علي احمد

أعوذ بالله من الشيطان الرجيم

بسم الله الرحمن الرحيم

[اقْرَأْ بِاسْمِ رَبِّكَ الَّذِي خَلَقَ (1) خَلَقَ الْإِنْسَانَ مِنْ عَلَقٍ (2) اقْرَأْ وَرَبُّكَ الْأَكْرَمُ (3) الَّذِي
عَلَّمَ بِالْقَلَمِ (4) عَلَّمَ الْإِنْسَانَ مَا لَمْ يَعْلَمْ (5)] [سورة القلم 1-5]

اللَّهُمَّ لَا عِلْمَ لَنَا إِلَّا مَا عَلَّمْتَنَا إِنَّكَ أَنْتَ عَلَّامُ الْغُيُوبِ

الإهداء

الى تاجي الأسمى، وقدوتي الثانية، الى ذلك الجبل الأشم الذي لم يترنح امام ظروف الحياة القاسية، فبذل
أعلى ما يملك حتى يوصلنا الى هذه المرتبة العالية، فكان خير مرشد وناصح لي على طول هذا
الدرب.....

ابي الغالي (جزاك الله عنا خير الجزاء وأمد الله في عمرك).

الى صاحبة القامة الرفيعة والهمة العالية، يامن عانت مرارة الحياة وقساوتها ولم تستسلم لها، وتحملت
لأجلنا الكثير، فبذلت أعلى ما تملك حتى تذلل لنا طريق النجاح، فكانت لأجل ذلك القلب الدافئ الذي يعطينا
الحنان والرحمة عندما نبثه همومنا واليد التي تلمم عني غبار التعب وتسقيني إذا جفت عني ينابيع
الحياة....

أمي الغالية (جزاك الله عنا خير الجزاء وأمد الله في عمرك).

الى من شاركوني مرارة الحياة وحلوها.....

الى من جعلهم الله سنداً وعوناً لي في هذه الحياة.....

اخوتي (رعاكم الله وحماكم)

الى جامعتي التي منحتني الكثير...

كلية الاقتصاد

الى كل من اثار بصيرتي وأرشدني طريق الصواب....

إليهم جميعا اهدي عملي المتواضع

الباحث

شكر وتقدير

الحمد لله أقصى مبلغ الحمد، والشكر لله من قبل ومن بعد، الذي أعانني ووفقني على إنجاز هذه الرسالة من غير حول لي ولا قوة، والصلاة والسلام على المبعوث رحمةً للعالمين، سيدنا محمد وعلى آله وصحبه أجمعين.

أما بعد:

لا يسعني في هذا المقام إلا أن أتقدم بأسمى آيات الشكر والعرفان والتقدير، لكل من كان عوناً وسنداً لي في إنجاز هذه الرسالة، وأخص بالشكر الجزيل، والامتنان الكبير الدكتور مطيع أسعد الشلبي الذي أشرف مشكوراً على هذه الرسالة، فقد كان صديقاً ومرشداً لي طيلة فترة إعداد هذا البحث كما تحمّل الكثير من العناء من أجل أن تخرج هذه الرسالة بأبهى صورة وأفضل مضمون، كما أتقدم بخالص الشكر والامتنان الكبير للسادة أعضاء لجنة التحكيم الأستاذ الدكتور علي كنعان، والدكتور غسان إبراهيم، لما قدموه من ملاحظات وتصويبات وتوجيهات قيمة بهدف إغناء هذه الرسالة.

الباحث

فهرس المحتوى

الصفحة	الموضوع
	الإطار العام للدراسة
أ	آية قرآنية
ب	الإهداء
ت	الشكر والتقدير
ث	فهرس المحتوى
د	فهرس الجداول
ر	فهرس الأشكال
ز	ملخص الدراسة بالعربي
س	ملخص الدراسة بالأجنبي
1	الاطار العام للدراسة ويتضمن:
2	أولاً - المقدمة
2	ثانياً - مشكلة البحث
3	ثالثاً - أهمية البحث
3	رابعاً - أهداف البحث
4	خامساً - متغيرات البحث
4	سادساً - الدراسات السابقة
10	سابعاً - اهم ما توصلت اليه الدراسات السابقة
11	ثامناً - ما يميز هذه الدراسة
11	تاسعاً - مصادر البيانات والمعلومات
11	عاشراً - فرضيات البحث
11	أحد عشر - منهجية البحث
12	اثنا عشر - محددات البحث
12	ثلاثة عشر - حدود البحث
	الفصل الأول: المصارف الإسلامية
14	المقدمة
15	المبحث الأول: المصارف الإسلامية
15	أولاً: تعريف المصارف الإسلامية

16	ثانياً: نشأة المصارف الإسلامية
18	ثالثاً: خصائص المصارف الإسلامية
21	رابعاً: أهداف المصارف الإسلامية
23	المبحث الثاني: الأنشطة الاستثمارية
23	أولاً - المربحة:
23	1- تعريف المربحة ومشروعيتها
24	2- شروط صحة المربحة
25	3- تطبيقات المربحة في المصارف الإسلامية
27	4- الآثار الاقتصادية للمربحة
27	5- مجالات تطبيق المربحة
28	ثانياً: المضاربة:
28	1- تعريف المضاربة ومشروعيتها
29	2- شروط صحة المضاربة
31	3- تطبيقات المضاربة في المصارف الإسلامية
35	4- الآثار الاقتصادية للمضاربة
36	5- مجالات تطبيق المضاربة
37	ثالثاً: المشاركة:
37	1- تعريف المشاركة ومشروعيتها
38	2- شروط صحة المشاركة
39	3- تطبيقات المشاركة في المصارف الإسلامية
47	4- الآثار الاقتصادية للمشاركة
47	5- مجالات تطبيق المشاركة
48	6- مقارنة بين المشاركة والمضاربة
48	7- صيغ استثمارية أخرى
52	المبحث الثالث: منتجات الهندسة المالية الإسلامية المستحدثة
52	1- مفهوم الهندسة المالية الإسلامية
52	2- خصائص الهندسة المالية الإسلامية
53	3- منتجات الهندسة المالية الإسلامية المستحدثة
	الفصل الثاني: التوريق والتصكيك الإسلامي

65	المقدمة
66	المبحث الأول: التوريق المصرفي التقليدي
66	أولاً: المفاهيم الأساسية في التوريق
66	1- نشأة ظاهرة التوريق
67	2- مفهوم التوريق وتعريفه
68	3- دوافع عملية التوريق
69	ثانياً: ضوابط عملية التوريق
70	ثالثاً: أركان عقد التوريق
73	رابعاً: إجراءات عقد التوريق (كيف تتم عملية التوريق)
75	خامساً: أنواع التوريق
77	سادساً: فوائد التوريق
79	المبحث الثاني: التصكيك
79	أولاً: المفاهيم الأساسية للتصكيك
79	1- نشأة التصكيك وتطوره
82	2- مفهوم التصكيك وتعريفه
83	3- دوافع عملية التصكيك
84	ثانياً: ضوابط عملية التصكيك
85	ثالثاً: أركان عملية التصكيك
88	رابعاً: إجراءات عملية التصكيك (كيف تتم عملية التصكيك)
89	خامساً: أنواع التصكيك
90	سادساً: التمييز بين التوريق والتصكيك
91	سابعاً: فوائد التصكيك
95	المبحث الثالث: منتجات التصكيك الاسلامي
95	أولاً: الإطار المفاهيمي للصكوك الاستثمارية
95	1- فكرة الصكوك الاستثمارية والهدف من اصدارها
96	2- مفهوم الصكوك الاستثمارية وأحكامها
97	3- خصائص الصكوك الإسلامية
97	ثانياً: أنواع الصكوك الاستثمارية
102	ثالثاً: هيكلية اصدار الصكوك الاستثمارية

102	أ- النموذج العام لهيكلية إصدار الصكوك الاستثمارية
105	ب- هيكلية إصدار الصكوك بحسب أنواعها
118	رابعاً: الضوابط الشرعية والاقتصادية للصكوك الاستثمارية
121	خامساً: متطلبات نجاح الصكوك الاستثمارية
122	سادساً: تقييم الصكوك الاستثمارية
128	سابعاً: التطبيقات المعاصرة للصكوك الاستثمارية
129	ثامناً: تطور صناعة الصكوك الاستثمارية
138	تاسعاً: العقبات والتحديات
	الفصل الثالث: واقع تجربة مصرف دبي الإسلامي في إصدار الصكوك الاستثمارية
142	المبحث الأول: لمحة عن مصرف دبي الإسلامي.
143	المبحث الثاني: تطور حجم الصكوك الاستثمارية في مصرف دبي.
144	المبحث الثالث: اختبار فرضيات البحث.
162	النتائج والمقترحات
164	الملاحق
187	المصادر والمراجع

فهرس الجداول

الرقم	الموضوع	الصفحة
1	خطوات تنفيذ المراقبة للأمر بالشراء	26
2	خطوات تنفيذ المضاربة المشتركة	35
3	الفروقات بين المشاركة والمضاربة	48
4	أهم المؤشرات المالية الإسلامية العالمية	61
5	أهم لفروقات بين التوريد والتصكيك	90
6	تطور حجم قيمة إصدارات الصكوك عالمياً رقمياً خلال الفترة 2001-2017	130
7	تطور حجم قيمة إصدارات الصكوك حسب الدول رقمياً خلال الفترة 2001-2017	131
8	تطور حجم قيمة إصدارات الصكوك حسب صيغة التمويل رقمياً خلال الفترة 2001-2017	133
9	تطور حجم قيمة إصدارات الصكوك الحكومية (السيادية) رقمياً خلال الفترة 2001-2017	134
10	تطور حجم قيمة إصدارات صكوك الشركات رقمياً خلال الفترة 2001-2017	135
11	تطور حجم قيمة إصدارات صكوك المؤسسات المالية رقمياً خلال الفترة 2001-2017	136
12	تطور حجم قيمة إصدارات الصكوك شبه الحكومية رقمياً خلال الفترة 2001-2017	137
13	تطور حجم الصكوك الاستثمارية في مصرف دبي الإسلامي خلال الفترة 2007-2018	143
14	الخصائص الإحصائية لمتغيرات الدراسة (الصكوك – المراقبة)	145
15	نتائج اختبار استقرار السلاسل الزمنية ADF لكلا المتغيرين (الصكوك – المراقبة)	146
16	نتائج اختبار التكامل المشترك لكلا المتغيرين (الصكوك – المراقبة)	147
17	معايير اختيار فترة الابطاء المثلى باستخدام نموذج VAR لكلا المتغيرين (الصكوك – المراقبة)	147
18	نتائج اختبار VAR لمتغيرات النموذج (الصكوك – المراقبة)	148
19	نتائج اختبار التوزيع الطبيعي لبواقي النموذج (الصكوك – المراقبة)	149
20	نتائج اختبار الارتباط الذاتي لبواقي النموذج (الصكوك – المراقبة)	149
21	نتائج اختبار مشكلة عدم تجانس التباين لبواقي النموذج (الصكوك – المراقبة)	150

150	الخصائص الإحصائية لمتغيرات الدراسة (الصكوك – المضاربة)	22
151	نتائج اختبار استقرار السلاسل الزمنية ADF لكلا المتغيرين (الصكوك – المضاربة)	23
152	نتائج اختبار التكامل المشترك لكلا المتغيرين (الصكوك – المضاربة)	24
153	معايير اختيار فترة الابطاء المثلى باستخدام نموذج VAR لكلا المتغيرين (الصكوك – المضاربة)	25
153	نتائج اختبار VAR لمتغيرات النموذج (الصكوك – المضاربة)	26
154	نتائج اختبار التوزيع الطبيعي لبواقي النموذج (الصكوك – المضاربة)	27
155	نتائج اختبار الارتباط الذاتي لبواقي النموذج (الصكوك – المضاربة)	28
155	نتائج اختبار مشكلة عدم تجانس التباين لبواقي النموذج (الصكوك – المضاربة)	29
156	الخصائص الإحصائية لمتغيرات الدراسة (الصكوك – المشاركة)	30
157	نتائج اختبار استقرار السلاسل الزمنية ADF لكلا المتغيرين (الصكوك – المشاركة)	31
158	نتائج اختبار التكامل المشترك لكلا المتغيرين (الصكوك – المشاركة)	32
158	معايير اختيار فترة الابطاء المثلى باستخدام نموذج VAR لكلا المتغيرين (الصكوك – المشاركة)	33
159	نتائج اختبار VAR لمتغيرات النموذج (الصكوك – المشاركة)	34
160	نتائج اختبار التوزيع الطبيعي لبواقي النموذج (الصكوك – المشاركة)	35
161	نتائج اختبار الارتباط الذاتي لبواقي النموذج (الصكوك – المشاركة)	36
161	نتائج اختبار مشكلة عدم تجانس التباين لبواقي النموذج (الصكوك – المشاركة)	37

فهرس الأشكال

الرقم	الموضوع	الصفحة
1	إجراءات عقد التوريد	74
2	النموذج العام لهيكلية اصدار الصكوك الاستثمارية	103
3	هيكلية اصدار صكوك المراجعة	105
4	هيكلية اصدار صكوك السلم	106
5	هيكلية اصدار صكوك الاستصناع	108
6	هيكلية اصدار صكوك الاجارة	110
7	هيكلية اصدار صكوك المضاربة	112
8	هيكلية اصدار صكوك المشاركة	113
9	هيكلية اصدار صكوك الاستثمار	115
10	هيكلية اصدار صكوك الوكالة	117
11	تطور حجم قيمة إصدارات الصكوك عالمياً بيانياً خلال الفترة 2001-2017	130
12	تطور حجم قيمة إصدارات الصكوك حسب الدول بيانياً خلال الفترة 2001-2017	132
13	تطور حجم قيمة إصدارات الصكوك حسب صيغة التمويل بيانياً خلال الفترة 2001-2017	133
14	تطور حجم قيمة إصدارات الصكوك الحكومية (السيادية) بيانياً خلال الفترة 2001-2017	135
15	تطور حجم قيمة إصدارات صكوك الشركات بيانياً خلال الفترة 2001-2017	136
16	تطور حجم قيمة إصدارات صكوك المؤسسات المالية بيانياً خلال الفترة 2001-2017	137
17	تطور حجم قيمة إصدارات الصكوك شبه الحكومية بيانياً خلال الفترة 2001-2017	138
18	دور الصكوك الاستثمارية المصدرة في مصرف دبي الإسلامي في الناتج المحلي الاجمالي GDP لامارة دبي خلال الفترة 2007-2018	143

ملخص الدراسة:

هدفت الدراسة الى التعرف على أثر الصكوك الاستثمارية التي يصدرها مصرف دبي الإسلامي في حجم الأنشطة الاستثمارية التي يقدمها (المربحة – المضاربة – المشاركة)، من أجل إمكانية الاستفادة من هذه الأداة التمويلية في دعم موارد المصارف الإسلامية في سورية وتمويل أنشطتها، وقد تمّ اختيار هذه الأداة باعتبار أنّها جزء من الهيكل التمويلي لدى المصارف الإسلامية الكبيرة، ولما لها من مساهمات تمويلية ضخمة حتى على مستوى حكومات الدول. ولتحقيق أهداف الدراسة تمّ استخدام المنهج الوصفي التحليلي في دراسة الظاهرة محل الدراسة خلال الفترة من (عام 2007- الربع الثاني لعام 2018) وباستخدام البرنامج الإحصائي **E-views10**. وتوصلت الدراسة الى وجود أثر معنوي للصكوك الاستثمارية في تمويل الأنشطة الاستثمارية، حيث أنّ زيادة 100% في حجم الصكوك الاستثمارية تؤدي الى زيادة قدرها 0.29 في حجم الأنشطة الاستثمارية، إلّا أنّ أغلب هذه الزيادة تتركز في المربحة، ذلك لأنّ النتائج بيّنت أنّ زيادة حجم الصكوك بنسبة 100% تؤدي إلى زيادة في حجم المربحة بنسبة 0.22، وبزيادة ضعيفة في حجم المضاربة 0.09، أمّا المشاركة فهي على عكس تلك الصيغتين حيث انخفضت بنسبة ضعيفة 0.02 عند كل زيادة 100% في حجم الصكوك.

واقترحت الدراسة بناءً على النتائج بعدد من المقترحات أهمها: يمكن لمصرف دبي الإسلامي الاستفادة من نتائج هذه الدراسة في توجيه النسبة الأكبر من عمليات التمويل بالصكوك التي يصدرها الى جانب نشاط المضاربة والمشاركة التي يقوم بهما نظراً لمزاياهما العديدة والمتنوعة والتي تساهم في نمو المصرف والاقتصاد.

إمكانية استفادة المصارف الإسلامية في سورية من تجربة بنك دبي الإسلامي في إصدار الصكوك وذلك من خلال الاطلاع على الإجراءات المتعلقة بإصدار الصكوك وتداولها واستردادها وضوابطها الشرعية والاقتصادية. إيجاد التشريعات النازمة للصكوك الاستثمارية حتى يتم تضييق الخلافات الشرعية وبالتالي تحقيق الجدوى من إصدارها على جميع المستويات.

Abstract:

The study aimed to identify the effect of investment Sukuk which it issues by Dubai Islamic Bank in the volume of its investment activities (Murabaha – Mudaraba – Musharaka) in order to benefit from this financing tool in support of the resources of Islamic Banks in Syria and finance their activities. The tool was chosen as part of the financing structure of large Islamic banks and because of their substantial funding contributions even at the level of State Governments. To achieve the objectives of the study was used Descriptive Analytical method in studying the phenomenon studied during the period (2007- Q2 2018) and using statistical program E-views10. The study reached to there is a significant effect of investment Sukuk in financing investment activities. Where 100% increase in the volume of investment Sukuk leads to 0.29 increase in the volume of investment activities. However, most of this increase is concentrated in Murabaha, Because the results showed that the increase in the volume of investment Sukuk by 100% leads to 0.22 increase in the volume of murabaha, and 0.09 slightly increased in the volume of mudaraba, The Musharaka was in contrast to the previous two formulas, which decreased by a weak percentage 0.02 at each increase of 100% in the volume of Sukuk.

Based on the results, the study recommended a number of recommendations, the most important its: Dubai Islamic Bank (DIB) can benefit from the results of this study in directing the greater proportion of its Sukuk issuances to its mudarabah and musharaka activity due to their numerous and varied features that contribute to the bank's growth and economy.

The possibility of benefiting the Islamic banks in Syria from experience of Dubai Islamic Bank in Sukuk issuance through reviewing the procedures related to issuing, trading and redeeming the Sukuk and its legitimacy and economic controls. Finding regulatory legislation of investment Sukuk in accordance with Islamic law in order to narrow the legitimate differences and thus achieve the feasibility of issuing them at all levels.

الإطار العام للدراسة

أولاً - المقدمة

ثانياً - مشكلة البحث

ثالثاً - أهمية البحث

رابعاً - أهداف البحث

خامساً - متغيرات البحث

سادساً - الدراسات السابقة

سابعاً - اهم ما توصلت اليه الدراسات السابقة

ثامناً - ما يميز هذه الدراسة

تاسعاً - مصادر البيانات والمعلومات

عاشراً - فرضيات البحث

أحد عشر - منهجية البحث

اثنا عشر - محددات البحث

ثلاثة عشر - حدود البحث

أولاً - المقدمة:

تعتبر الصكوك الاستثمارية إحدى أهم أدوات التمويل الحديثة في العصر الحالي، فنطاق قبولها يتزايد من سنة إلى سنة أخرى وخاصةً بعد الأزمة المالية العالمية الأخيرة "2008" والتي فقدت ثقة أغلب المستثمرين تجاه الاستثمارات المالية التقليدية، حيث أخذوا يتوجهون نحو الاستثمارات المالية الأكثر أماناً، والتي تتميز الصكوك الاستثمارية بها، كما أنّ خاصيتها الشرعية ودورها الكبير في تمويل المشاريع الاستثمارية الضخمة لعبا دوراً كبيراً إلى جانب ميزة الأمان في اتساع نطاق قبولها عالمياً ومحلياً.

إنّ الصكوك الاستثمارية ليست وليدة هذا العصر، فتاريخها يعود إلى العصور الإسلامية، فقد ورد عن الزبير بن العوام رضي الله عنه أنّه كان يستخدم هذه الصكوك في تجارته الخارجية (سندات تجارية في الوقت الحاضر)، فقد كان لا يقبل الودائع، ولكنّه يطلب إلى المودع أن يجعلها قرضاً عنده، ويكتب بذلك صكاً، فكان حامل الصك يعود إليه بعد فترة ليأخذ نقوده، أو يسلم الصك عامل الزبير في المدينة التي سيسافر إليها ويأخذ نقوده.

يعود تبلور الصكوك الاستثمارية وتطورها في هذا الوقت إلى ظهور وتطور المؤسسات المالية الإسلامية على مستوى العالم (وذلك بشهادة المؤسسات النقدية الدولية التي فتحت نوافذ إسلامية لها في البلدان الإسلامية)، حيث تراكمت لدى هذه المؤسسات أصول ضخمة من الذمم والتمويل والاستثمارات، بجانب الموجودات الأخرى في ميزانياتها السنوية بصورة جعلت المصرف بحاجة إلى السيولة من أجل تمويل أنشطته الاستثمارية المختلفة ودعم أرباحه نظراً لانخفاض العائد باستمرار بسبب صعوبة تدوير هذه الأصول وتسييلها.

وتزامن مع هذه الظروف تطور ظاهرة التوريق securitization في الأسواق المالية الدولية وبخاصة الولايات المتحدة الأمريكية ودول أوروبا الغربية، لذا كانت هذه الفرصة ملائمة للمؤسسات المالية الإسلامية للاستفادة من هذه الظاهرة.

وقد استفادت المؤسسات المالية الإسلامية من هذه التقانة، من خلال قيام الهندسة المالية الإسلامية بإنتاج بديل شرعي عن التوريق تمثل في التصكيك، والذي كان لهذه الأداة دوراً مهماً في تحقيق عدة أهداف للمصارف الإسلامية من تمويل الأنشطة الاستثمارية للمصارف الإسلامية وإدارة سيولتها ومخاطرها ودعم ربحيتها، بالإضافة إلى أن هذه الأداة تمثل فرصة استثمارية للمستثمرين تساعد في تنويع محافظهم الاستثمارية.

ثانياً - مشكلة البحث:

عندما تجد البنوك التقليدية نفسها في حالة عجز في السيولة عن تمويل أنشطتها المصرفية، تلجأ إلى الأدوات والأساليب الأخرى القائمة على الفائدة الربوية، في أي وقت وحسب أي مدة تريدها، حيث يمكنها أن تقترض من المؤسسات المالية والبنوك بما فيها البنك المركزي أو من الأسواق المالية، كما يمكنها أن تلجأ إلى توريق القروض المصرفية لديها وذلك في حال وجود تشريع يخدم هذه العملية.

أما البنوك الإسلامية فهي تجد عوائق كبيرة في إدارة السيولة في حال ظهور عجز في السيولة وعدم قدرة على تمويل الأنشطة الاستثمارية نظراً لصعوبة الحصول على نقدية بتكلفة معقولة إما بالاقتراض أو بيع الأصول، لأنّ القروض بفوائد لا تجوز شرعاً، لذلك فإنها لا تستطيع أن تقترض

أموالاً بفوائد لمقابلة احتياجاتها التمويلية، ولا يمكنها اللجوء إلى أدوات السوق النقدية، وكما أن الأدوات المتاحة في تعاملها مع البنك المركزي للاستفادة من وظيفة المقرض الأخير للسيولة غير متوافقة مع الشريعة الإسلامية، لذلك كان من التحديات التي تواجهها البنوك الإسلامية هو ابتكار أدوات تمويلية متوافقة مع الشريعة الإسلامية تلبي الأغراض التمويلية. لذلك بدأت حركة دؤوبة وواسعة من الاجتهاد المالي، وظهرت الهندسة المالية الإسلامية من أجل تطوير أدوات مالية إسلامية تلبي الاحتياجات التمويلية للمصارف الإسلامية.

فكانت منتجات التصكيك أبرز منتجات الهندسة المالية الإسلامية، حيث تمت هيكلتها للمساهمة وبشكل أساسي في تلبية الاحتياجات التمويلية، لتمكين المؤسسات المالية الإسلامية من تسهيل الأصول غير السائلة في ميزانيتها، واستخدام السيولة المتوفرة في دعم أنشطتها الاستثمارية.

لكن السؤال الذي يتبادر إلى الأذهان هو:

هل تلعب الصكوك الاستثمارية دوراً جوهرياً في تمويل الأنشطة الاستثمارية للمصرف الإسلامي؟

ثالثاً - أهمية البحث:

تتبع أهمية البحث مما يلي:

1. استكمالاً لما تم بحثه من بحوث سابقة في هذا المجال، وحافزاً مهم للدارسين والباحثين الذين يودون التعرف على أثر الصكوك الاستثمارية في المصارف الإسلامية، وبالتالي هي نقطة البداية لمزيد من الأبحاث والدراسات حول هذا الموضوع.
2. تقديم المشورة ومساعدة إدارة المصرف الإسلامي، حيث يمكن الاستفادة من نتائج البحث في تطوير خطط التمويل لمصارفهم.
3. استفادة إدارة السياسة النقدية من نتائج البحث في معرفة إذا كان هنالك علاقة جوهريّة للصكوك الاستثمارية، وبالتالي إصدار تشريعات خاصة بالصكوك تدعم وتطور الواقع التمويلي للمصرف.
4. دراسة تجربة مصرف دبي الإسلامي وإمكانية الاستفادة منها في سورية.
5. عدم تعامل المصارف الإسلامية في سورية بالصكوك الاستثمارية وغياب أي تشريع خاص بها.

رابعاً - أهداف البحث:

تتجلى أهداف البحث بما يلي:

1. التعرف على المصارف الإسلامية، نشأتها، أهدافها، خصائصها.
2. التعرف على الأنشطة الاستثمارية التي يقدمها البنك.
3. تسليط الضوء على التوريق المصرفي والتصكيك الإسلامي والتفريق بينهما.
4. التعرف على الصكوك الاستثمارية: مفهومها، خصائصها، أهدافها، أنواعها، هيكلية إصدارها، عناصر تقييم مرحلة إصدارها وضوابطها، تقييمها وتطبيقاتها المعاصرة، واقع تطورها، وأبرز العقبات والتحديات.
5. تحديد درجة تأثير إصدار الصكوك الاستثمارية في تمويل الأنشطة الاستثمارية في مصرف دبي الإسلامي، وذلك من خلال نموذج قياسي مختبر إحصائياً.
6. تقديم النتائج والمقترحات للاستفادة منها في تطوير عمل المصارف الإسلامية في سورية.

7. تقديم مقترح مشروع للصكوك الاستثمارية في سورية.

خامساً - متغيرات البحث:

المتغير المستقل: الصكوك الاستثمارية.
المتغير التابع: الأنشطة الاستثمارية للمصرف الإسلامي ومتمثلة بما يلي:

1. المرباحة
2. المضاربة
3. المشاركة

سادساً - الدراسات السابقة:

أولاً - الدراسات العربية:

1. حامد، أحمد اسحاق الأمين. (2005). الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها. رسالة ماجستير، جامعة اليرموك، الأردن.
تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على الصكوك الاستثمارية الإسلامية وأنواعها، ومخاطر هذه الصكوك ومصادرها، وتقديم آليات لعلاج تلك المخاطر.
وقد توصل الباحث إلى أن طبيعة الصكوك الإسلامية تختلف عن الصكوك التقليدية مما يترتب مخاطر ذات طبيعة مختلفة بالإضافة إلى المخاطر المشتركة بين جميع أنواع الصكوك، واقترح الباحث حلولاً لعلاج تلك المخاطر.
2. محيسن، فؤاد محمد أحمد. (2006). نحو نموذج تطبيقي إسلامي لتوريق الموجودات. رسالة دكتوراه، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، الأردن.
واستندت الرسالة المقدمة إلى تصور أساسي مفاده أن نماذج التوريق التي يجري تطبيقها في المصارف الإسلامية حالياً تعاني من اضطراب وقصور في الجوانب الفقهية والعملية، وبالتالي فإنه يمكن صياغة نموذج تطبيقي لتوريق الموجودات يكون محكوماً بالضوابط الشرعية وملتزماً بالأحكام الفقهية، ولاختيار إمكانية تطبيق النظام المطور الجديد.
3. صالح، فتح الرحمن علي محمد. (2008، يوليو). دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية. قدم إلى المنتدى الصيرفة الإسلامية، بيروت.
تناقش الورقة بصورة أساسية موضوع الصكوك الإسلامية ودورها في تعبئة الموارد المالية لتمويل المشروعات التنموية، والمخاطر التي تواجهها وكيفية إدارتها.
وتوصل الباحث من خلال النتائج أن الصكوك وسيلة مفيدة لتمويل المشروعات التنموية الكبرى ومشروعات البنية التحتية ومكافحة الفقر. وأن الصكوك تواجه العديد من المخاطر الائتمانية والتسويقية والتشغيلية، وبالتالي يجب مراعاة هذه المخاطر عند إصدار الصكوك بما يساهم في توفير منتج إسلامي منخفض المخاطر.
4. بني عامر، زاهرة علي محمد. (2008). التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية. رسالة ماجستير، جامعة اليرموك، الأردن.

هدفت هذه الدراسة إلى تجلية مفهوم التصكيك الاسلامي وبيان آلياته وضوابطه ومقارنته بالتصكيك التقليدي، كما هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على أهمية التصكيك الإسلامي للاقتصاد بمستوياته الكلي والجزئي.

خلصت الباحثة من هذه الدراسة إلى أن التصكيك الإسلامي يشابه التصكيك التقليدي من حيث كونه آلية لتجزئة الأصول والحصول على السيولة، ولكنه يختلف من حيث انضباط الأول بأحكام المعاملات المالية الإسلامية، كما بينت الباحثة أنه يمكن أن يكون للتصكيك الإسلامي تأثير على مستوى الاقتصاد الكلي من حيث قدرته على جذب المدخرات وتمويل المشاريع الاستثمارية ومشاريع البنى التحتية، وحل مشكلة المديونية من خلال استبدال سندات الدين العام بصكوك استصناع وصكوك منافع عامة إسلامية، والتأثير على كفاءة العمل المصرفي الإسلامي، كما توصلت الدراسة أنه يمكن للتصكيك الإسلامي التأثير على كفاءة العمل المصرفي الإسلامي وذلك من خلال حل بعض المشاكل التي تواجهها المصارف الإسلامية مثل مشاكل لسيولة وإدارة المخاطر وغياب الاستثمار طويل الأجل، وغياب إطار إشرافي ملائم لهذه المصارف، كما أن التصكيك الإسلامي قد يعمل على تطوير الأسواق المالية الإسلامية من خلال الزيادة الكمية والتنوعية للأدوات المالية الإسلامية المطروحة فيها، وإيجاد مؤسسات مالية جديدة متعاملة في الأسواق المالية.

5. منصور، عبد الملك. (2009، 31 مايو-3 يونيو). العمل بالصكوك الاستثمارية على المستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جديدة. قدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي. يستهدف البحث دراسة وتحليل دور الصكوك الإسلامية في تنمية المدخرات وتوجيه الاستثمارات القومية، وتوفير الموارد لتغطية الاحتياجات الرسمية، ودراسة الإطار التشريعي اللازم لتفعيل التعامل بالصكوك الإسلامية في مجال توفير الاحتياجات الرسمية، وعرض مقترح تشريع الصكوك.

وتوصل الباحث: أن هناك توسع مضطرد في اتجاه الحكومات الإسلامية وغير الإسلامية نحو الصكوك الإسلامية كوسيلة لتوفير الموارد المالية لتغطية الاحتياجات الرسمية، وأن سوق الصكوك الإسلامية يشهد ارتفاعاً ملحوظاً في السنوات الأخيرة، كما توصل الباحث إلى غياب الإطار التشريعي للصكوك الإسلامية في بعض الدول الإسلامية وعدم استكمالها في دول أخرى.

6. خطاب، كمال توفيق. (2009). الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة. قدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي.

تهدف هذه الدراسة إلى الكشف عن حقيقة الصكوك الاستثمارية الإسلامية، وذلك من خلال عرض مكوناتها وآلياتها وتنظيماتها على الأصول الشرعية التي تنظم العقود الشرعية. وقد خلصت الدراسة أن عملية تصكيك الأصول الاستثمارية عملية هامة جداً للحياة الاقتصادية، ولكنها تتطلب الالتزام بالضوابط والمقاصد الشرعية، ولذلك لابد من خضوع هذه العملية باستمرار للرقابة الشرعية، وفي ذلك وقاية لها من الوقوع في الأزمات أو التعرض لأثار الأزمة المالية المعاصرة.

7. جورية، عبد الحليم. (2009). صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد. رسالة ماجستير، معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية، لبنان. يهدف البحث إلى:

- ✓ جمع وترتيب وتنسيق ما يخص صكوك الاستثمار
- ✓ استعراض التأصيل الفقهي لها.
- ✓ بيان أهمية الضوابط الشرعية في دور كل نوع من أنواعها في تحقيق التنمية بما يناسب مجال تطبيقه.
- ✓ رصد تأثيرها على تنمية الاقتصاد عموماً.
- وقد اعتمد الباحث على منهجية تمزج ما بين الوصف والاستقراء.
- وتوصل من خلال بحثه أن الصكوك لها دور تنموي في الاقتصاد، حيث يمكن استخدامها في تمويل عجز الموازنة، واستخدامها أيضاً في تمويل المشروعات التنموية ومكافحة الفقر.

8. الغزي، سعد بن ملح. (2010). الصكوك الإسلامية ضوابطها وتطبيقاتها المعاصرة. أطروحة دكتوراه، كلية الدراسات العليا، الجامعة الأردنية، الأردن.

تهدف هذه الدراسة إلى البحث في الصكوك الإسلامية، وضوابطها، وتطبيقاتها المعاصرة، هادفة إلى تبين مفهوم الصكوك في الاقتصاد التقليدي والاقتصاد الإسلامي، والفرق بينها وبين سندات الدين والأسهم، ثم تتطرق إلى تاريخ نشأة الصكوك، وتوضح أهميتها، والعوامل التي ساعدت على انتشارها، وتعرض أنواع الصكوك الإسلامية، وضوابط كل نوع، كما تتناول الأحكام الفقهية المتعلقة بالصكوك، ثم ختمت هذه الدراسة بذكر بعض الأمثلة على التطبيقات التي تمت على الصكوك الإسلامية.

وتوصل الباحث: أن الصكوك الإسلامية كغيرها من الأدوات المالية عرضة لعدد من المخاطر التي يمكن تقليلها من خلال بعض الآليات، أما منع المخاطر بالكلية، فهو أمر يتنافى مع طبيعة المعاملات في الشريعة الإسلامية القائمة على قاعدة الغنم بالغرم والخراج بالضمان، ولذلك لما غالى البعض في التقليل من مخاطر الصكوك، انحرف بها عن مقاصدها وضوابطها الشرعية، فاتسمت صكوكهم التي أصدروها بخصائص السندات الربوية وإن بطريقة ملتوية، ولم تعد تلك الصكوك ممثلة لملكية حقيقية في أصول موجودة فعلاً ومملوكة لحملة الصكوك.

9. بن عمارة، نوال. (2011). الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية-البحرين. مجلة الباحث، 09، 253-264.

تهدف هذه الورقة إلى استعراض واقع إصدار وتداول الصكوك الإسلامية، وأهم التحديات التي تواجهها، وكذا إبراز دور السوق المالية الإسلامية الدولية في تطوير هياكل الأدوات والعقود المالية، وتأسيس سوق مالية تركز على أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية.

وخلصت الدراسة إلى ضرورة تطوير أدوات مالية إسلامية تتميز بالمصادقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية، والاستفادة من الاعتراف الدولي للصكوك الإسلامية.

إن تطوير سوق مالية إسلامية وتوسيع نطاقها يتطلب تطوير وابتكار صكوك إسلامية وتشجيع تسويقها، والابتعاد عن محاكاة الأدوات المالية التقليدية.

10. مركن، بدور. (2011). دور الصكوك الإسلامية في التمويل الإسلامي. رسالة ماجستير، جامعة حلب، سورية.

هدفت الباحثة إلى التعرف على:

- I. الصكوك الإسلامية وخصائصها وأهميتها.
- II. التعريف بالأنواع المختلفة للصكوك الإسلامية وما يترتب عليها من تنوع المنتجات التابعة للصكوك، وتوضيح آليات التصكيك وإصدار الصكوك الإسلامية.
- III. التعريف بالمخاطر المتعلقة بالصكوك الإسلامية والفروق الجوهرية بينها وبين الأدوات التقليدية.
- IV. بيان أثر الأزمة المالية العالمية على إصدارات الصكوك الإسلامية، وتناول التجربة السعودية في إصدار الصكوك.

واستخدمت الباحثة أداة البحث "الاستبيان" في دراستها الإحصائية بالإضافة إلى إجراء المقابلات الشخصية مع المسؤولين في المؤسسات محل الدراسة. وتوصلت الدراسة إلى: وجود تأثير للأزمة المالية العالمية على إصدارات الصكوك الإسلامية، ووجود تأثير للصكوك الإسلامية في تحقيق وظيفة الأسواق المالية، بالإضافة إلى وجود تأثير للصكوك الإسلامية في تلبية حاجة مصدريها من المؤسسات المالية لتمويل المشاريع الاستثمارية المختلفة.

11. البقوم، علي هلال. (2012، 14-16 ايار). مستجدات العمل المصرفي الإسلامي والتقليدي "الواقع والمشكلات والافاق المستقبلية". قدم إلى فعاليات المؤتمر الدولي الأول، الأردن.

هدفت دراسة الباحث إلى بيان أثر الصكوك الإسلامية على الاستثمار في دول العينة وهي (البحرين، السعودية، الامارات، السودان، ماليزيا). وقد توصلت الدراسة إلى ان هنالك علاقة ما بين حجم اصدارات الصكوك الاسلامية والاستثمارات في الدول عينة الدراسة وقد كانت الاقوى تأثيرا في السودان والاقول تأثيرا في دولة الامارات العربية المتحدة.

12. محمد، غزال. (2012). دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية-دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية. رسالة ماجستير، جامعة فرحات عباس، الجزائر.

تهدف الدراسة إلى الكشف عن أنواع الصكوك الإسلامية وخصائصها، وما يحكمها من ضوابط عامة وخاصة تتميز به عن غيرها وهيكلية إصدارها، بالإضافة إلى أنها تدرس تأثير نشاط الصكوك الإسلامية على فاعلية سوق الأوراق المالية وخاصة سوق الأوراق المالية الماليزية.

حيث توصلت الدراسة أن هناك علاقة إيجابية بين إجمالي إصدار الصكوك ومؤشرات سوق الأوراق المالية الماليزية وهذه النتيجة تنطبق على مؤشر COMPOSITE، إذ تساهم هذه الإصدارات في دفع المؤشر نحو الصعود. في حين لا توجد علاقة بين إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية للقطاع الخاص الشهرية على أي من المؤشرات الشهرية لـ COMPOSITE,FBM EMAS SHARIA,FBM EMAS ويرجع ذلك إلى حجم الإصدارات الشهرية الصغيرة التي لا تلقى لنفس الصدى مقارنة بإجمالي الإصدارات السنوية الممثلة بالخصوص في القطاع العام التابع للحكومة الماليزية.

13. العيفة، عبد الحق، وبني عامر، زاهرة. (2014، 5-6 ماي). دور الصكوك الإسلامية في تمويل مشاريع البنى التحتية- دراسة حالة مشروع توسيع مطار 8 ماي 1945 الدولي بسطيف. قدم إلى المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية، جامعة سطيف، الجزائر.

تهدف الدراسة إلى إبراز الدور الفعال للصكوك الإسلامية في النمو الاقتصادي وبشكل دقيق في تمويل مشاريع البنى التحتية وذلك من خلال دراسة حالة مشروع توسعة مطار 8 ماي 1945 الدولي بمدينة سطيف.

إضافة إلى اقتراح صيغة المشاركة المتناقصة (المنتهية بالتمليك) كصيغة للصكوك الإسلامية التي يمكن تطبيقها في مشروع المطار وإبراز مزايا هذا التطبيق في الاقتصاد الجزائري. وكذا طرح نموذج لهيكل هذه الصيغة المقترحة من الصكوك، من خلال العلاقة التي تربط بين أطراف الصكوك. ناهيك عن اقتراح صيغة مبتكرة للصكوك الإسلامية، تحت مسمى الصكوك الذهبية، التي تتميز بصفات محددة للحفاظ على المنشآت التي تعود ملكيتها للحكومة.

وقد توصل الباحث إلى:

- الصكوك الإسلامية أداة فعالة لتوفير السيولة لمختلف مشاريع التنمية وخاصة مشروع توسعة مطار 8 ماي 1945 الدولي.
- صكوك المشاركة المتناقصة (المنتهية بالتمليك) هي الأنسب لمشروع المطار بحيث تتناقص ملكية حملة الصكوك للمطار من خلال الإطفاء الدوري للصكوك، وبالتالي تنزايد ملكية الحكومة للمطار إلى أن تؤول كل الملكية لها.
- إصدار صكوك إسلامية تكتتب فيها الحكومة بنسبة قليلة مع ميزة تخولها أخذ القرارات المصيرية بشأن المطار من شأنه أن يحافظ على المنشآت التي تعود ملكيتها للحكومة.

ثانياً – الدراسات الأجنبية:

1. Tareq, A. A. (2004). Managing Financial Risks of Sukuk Structures. Master, loughborough university, UK.

"إدارة المخاطر المالية للصكوك الإسلامية."

يهدف البحث إلى:

- عمل مراجعة لتطور سوق الصكوك الإسلامية، وصف هيكلية الصكوك، وتحليل مختلف أنواع المخاطر لهياكل الصكوك الإسلامية، والتي تصدرها الشركات.
- مقارنة المخاطر التي تندرج تحت الأدوات المالية ذات دخل الفائدة الثابت مع تلك التي تندرج تحت الصكوك الإسلامية.
- تحليل عملية التصكيك، واقتراح نموذج متناسق ومنسجم يكون بديلاً عن المشتقات المالية في إدارة مخاطر الصكوك.
- سد الفجوة لدى الأسواق الناشئة: بالتحديد تحليل آلية إدارة مخاطر الصكوك، بالإضافة إلى أن الدراسات حول الصكوك الإسلامية تعتبر نادرة مقارنة بغيرها من الدراسات.

2. Ali, E. R. (2005, 29-30 June). Securitization in Islamic Contract. Workshop on Islamic Bonds, Sukuk and Securitization center for research and training, Kuala Lumpur, Malaysia.

"التصكيك في العقود الإسلامية."

وقد تناولت الدراسة مفهوم التصكيك والتطبيقات الأولى للتصكيك الإسلامي، والتجارب الأولى للتصكيك الإسلامي، ومبررات القائلين بجواز هذه التطبيقات، كما قدم الباحث حلولاً وبدائل مقترحة لسندات الدين.

3. J.T McMillen, M. (2013, jul,15). Asset Securitization Sukuk and Islamic Capital Markets: Structural Issues in These Formative Years University of Pennsylvania Law School.

Retrieved August 1, 2017 from https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2276578

"توريق الأصول (الصكوك) وأسواق رأس المال الإسلامية": القضايا الهيكلية في هذه السنوات. تهدف هذه المقالة إلى:

- وصف تمويل الاستثمارات التي تستخدم لإضافة استثمارات جديدة في الولايات المتحدة الأمريكية، فالإجارة تستخدم لاستثمار الأبنية العقارية في مختلف السلطات القضائية (بما في ذلك التطوير المبكر لتلك الأبنية). ونموذج الاستثمار في الأسهم أو حقوق الملكية (بما في ذلك الاختبارات المعمول بها) من أجل جعل الاستثمارات في الأسهم متوافقة مع الشريعة الإسلامية على النحو المبين في الفتوى الرئيسية حول الموضوع.
- التعرف على توريق الأصول، تلخيص الاعتبارات أو العمليات الأساسية في تنفيذ عملية التوريق.
- مناقشة الصكوك المستندة إلى الأصول (التصكيك المتوافق مع الشريعة الإسلامية) بما في ذلك المعايير الأساسية المحددة من قبل هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية المدرجة تحت معيار الصكوك. والتي تمت مناقشتها وإيضاحها في عام 2008 تحت ذلك المعيار، كما أن التوضيح في عام 2008 يتناول صكوك المشاركة (المشاركة في الأرباح) وتناقش العناصر الهامة في هيكل المشاركة.
- عرض هياكل الصكوك، وبالأخص تلك التي تستخدم في مجال الإجارة. اثنان من عملية التوريق حدثت في عام 2007 تمت مناقشتها بشكل مختصر على شكل دراسات حالة: الدراسة الأولى تتعلق بصكوك تمويل الإجارة للفيلا السكنية في دبي. والدراسة الثانية تتعلق بالأوراق المالية المسندة بالقروض العقارية التي تتعلق بالمنطقة الحرة في دبي "تيكوم".
- مناقشة الهيكل الثاني من الصكوك: صكوك المضاربة المتعلقة بمشاركة الأرباح- شركاء رأس المال، حيث يتم مناقشتها بعد مراجعة أحكام الشريعة الإسلامية المطبقة على ترتيبات المضاربة.
- مناقشة الهيكل الثالث والأخير لهيكل الصكوك وهي صكوك المشاركة، حيث يتم مناقشتها بعد مراجعة أحكام الشريعة الإسلامية المطبقة على ترتيبات المشاركة.

4. Rosly, S. A, & M. sanusi, M.(n.d.) The application of Bay Al-Inah and Bay al Dayn in Malaysian Islamic Bonds: An Islamic Analysis. Retrieved July 26,2017 from [www.ukm.my/hairun/kertas kerja assignment/saiful azhar.pdf](http://www.ukm.my/hairun/kertas%20kerja%20assignment/saiful%20azhar.pdf)

"بيع العينة وبيع الدين في السندات الماليزية الاسلامية."

تستهدف هذه الدراسة السندات الماليزية الاسلامية التي تقوم على بيع العينة وبيع الدين وخطوات ومراحل إصدارها، كما تستهدف عرض إجراءات بيع العينة في التصكيك الإسلامي وآراء الفقهاء فيها. وتوصل البحث لنتيجة أن هذه الآليات غير مقبولة من قبل غالبية علماء المسلمين، واقترحت سندات المقارضة والمشاركة كبديل عن سندات الدين أو الأدوات المالية التي تحمل الفائدة.

5. J. Godlewski, C., Turk-Ariss, R., & Weill, L. (2010, April,23). Are Islamic Investment Certificates Special? Evidence on the Post-Announcement Performance of Sukuk Issues.

Retrieved July 26, 2017 from https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1594716

"هل شهادات الاستثمار الاسلامية مميزة؟ الدليل من خلال إعلانات سابقة عن أداء صكوك مصدرة."
تهدف هذه الدراسة إلى معرفة هل الأسواق المالية تتلقى الصكوك والسندات التقليدية على أنها أدوات مالية مختلفة؟

خلال هذه الدراسة المقدمة تم استخدام مدخل السوق للتحقق فيما إذا كان المستثمرون لهم ردة فعل مختلفة تجاه إعلان إصدارات الصكوك عن السندات التقليدية. وتبين من خلال الدراسة أن سوق الأسهم يتجاوب حيادياً تجاه إعلان إصدار السندات التقليدية، لكن تجاه إعلان إصدار الصكوك كانت له ردة فعل عكسية أو سلبية.

سوق الأسهم له ردة فعل مختلفة باستخدام آليات اختيار معاكسة، حيث يفضل إصدارات الصكوك من الشركات المدينة منخفضة الجودة.

بخلاف المناقشات المقدمة في الأدبيات السابقة، نتائج هذه الدراسة تدعم الرأي القائل بوجود اختلافات بين الصكوك والسندات التقليدية لأن السوق قادر على التمييز بين هذه الأوراق المالية.

سابعاً - أهم ما توصلت إليه الدراسات السابقة:

- I. كيفية علاج مخاطر الصكوك الاسلامية.
- II. تقديم إطار عمل نموذج اسلامي للتوريق.
- III. الصكوك لها دور في تمويل المشاريع التنموية الكبرى والبنى التحتية ومكافحة الفقر.
- IV. الصكوك لها دور في تفعيل سوق الأوراق المالية حيث أن هناك علاقة إيجابية بين إجمالي إصدار الصكوك ومؤشرات سوق الأوراق المالية الماليزية كما أشارت إليه دراسة سابقة..
- V. وجود تأثير للأزمة المالية العالمية على إصدارات الصكوك الإسلامية في السعودية.
- VI. وجود علاقة ما بين حجم إصدارات الصكوك الاسلامية والاستثمارات في الدول عينة الدراسة (البحرين -السعودية-الامارات-السودان-ماليزيا) وقد كانت الاقوى تأثيراً في السودان.

- VII. التعرف على السندات المالية الإسلامية وخطوات ومراحل إصدارها، وطرح سندات المقارضة بديل سندات الدين.
- VIII. سوق الأوراق المالية قادر على التمييز بين الصكوك والسندات التقليدية.

ثامناً - ما يُميز هذه الدراسة:

تتميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة من حيث الموضوع، كونها تبحث دور الصكوك الاستثمارية في تمويل الأنشطة الاستثمارية في المصارف الإسلامية، حيث تتم هذه الدراسة على مصرف دبي الإسلامي كونه أقدم مصرف إسلامي في العالم، وأول مصرف يتعامل بعملية إصدار الصكوك، كما وأنّ هذه الدراسة ستساعد المصارف الإسلامية في سورية على اتخاذ قرار حول الصكوك الاستثمارية كونها أداة تمويلية تساهم في دعم موارد المصرف الإسلامي وتمويل أنشطته.

تاسعاً - مصادر البيانات والمعلومات:

- سوف يتم الاعتماد في هذه الدراسة على المصادر الأولية والمتمثلة في جمع البيانات الأساسية المتعلقة بمتغيرات الدراسة من التقارير المالية الربعية المتعلقة بمصرف دبي الإسلامي والصادرة من موقع سوق دبي للأوراق المالية: <http://www.dfm.ae/ar> وذلك بهدف إيضاح العلاقة بين المتغير المستقل والمتغيرات التابعة.
- في حين تمثلت المصادر الثانوية بالمراجع والكتب والتقارير والأبحاث والرسائل العلمية والمقالات ومواقع الإنترنت التي لها صلة بموضوع الدراسة.

عاشراً - فرضيات البحث:

يقوم البحث على الفرضية الرئيسية التالية:

لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم الصكوك الاستثمارية التي أصدرها مصرف دبي الإسلامي وحجم الأنشطة الاستثمارية التي يقدمها.

ويتفرع من الفرضية الرئيسية الفرضيات الفرعية التالية:

الفرضية الفرعية الأولى:

لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم الصكوك الاستثمارية التي أصدرها مصرف دبي الإسلامي وحجم المراجعة المقدمة.

الفرضية الفرعية الثانية:

لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم الصكوك الاستثمارية التي أصدرها مصرف دبي الإسلامي وحجم المضاربة المقدمة.

الفرضية الفرعية الثالثة:

لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم الصكوك الاستثمارية التي أصدرها مصرف دبي الإسلامي وحجم المشاركة المقدمة.

أحد عشر - منهجية البحث:

- انسجماً مع أهداف وفرضيات البحث سوف يتبع الباحث المنهج الوصفي التحليلي كونه المنهج الأكثر ملائمةً للظاهرة محل الدراسة، وذلك باتباع أسلوبين:

- **الأسلوب الأول:** يتمثل بالاعتماد على الكتب والمراجع العربية والأجنبية والمقالات والأبحاث والتقارير والدراسات السابقة وغير ذلك لتغطية الجانب النظري، بالإضافة الى الاعتماد على التقارير المالية الربعية لمصرف دبي الاسلامي والصادرة عن سوق دبي للأوراق المالية لتغطية الجانب التطبيقي من الدراسة.
- **الأسلوب الثاني:** هو أسلوب التحليل الإحصائي والذي يقوم على تجميع البيانات الخاصة للظاهرة محل الدراسة من خلال التقارير المالية الربعية لمصرف دبي الاسلامي والصادرة عن بورصة دبي للأوراق المالية خلال الفترة (عام 2007 – الربع الثاني لعام 2018)، ومن ثم معالجتها بالاعتماد على البرنامج الاحصائي (E-views10) من اجل تحديد درجة تأثير الصكوك الاستثمارية في مصرف دبي الاسلامي على مركز السيولة لديه.

اثنا عشر - محددات البحث:

- واجه هذا البحث بعض الصعوبات والعوائق منها:
 - ❖ قلة الدراسات المتخصصة حول هذا الموضوع.
 - ❖ عدم توافر مراجع كافية حول هذا الموضوع، ويمكن إرجاء ذلك إلى حداثة هذا الموضوع.
 - ❖ صعوبة الحصول على نسخ لكتب مصدرة حديثاً عن الصكوك، وهذا لكونها محل النشر، مما دفعني للاستئجار بالأوراق البحثية التي أسهبت في تطرقها لهذا الموضوع.

ثلاثة عشر - حدود البحث:

- **حدود مكانية:** اقتصر البحث على الدراسة في مصرف دبي الاسلامي باعتباره المصرف الأول في إصدار الصكوك الاستثمارية.
- **حدود زمانية:** اقتصر البحث على سلسلة زمنية مكونة من 43 مشاهدة، تبدأ منذ بدء إصدار الصكوك الاستثمارية في مصرف دبي الاسلامي في عام 2007 وتنتهي في الربع الثاني من عام 2018.

الفصل الأول

المصارف الإسلامية

المقدمة

المبحث الأول – المصارف الإسلامية:

أولاً: تعريفها.

ثانياً: نشأتها.

ثالثاً: خصائصها.

رابعاً: أهدافها.

المبحث الثاني – الأنشطة الاستثمارية وتشمل ما يلي:

أولاً – المرابحة.

ثانياً – المضاربة.

ثالثاً – المشاركة.

رابعاً – الهندسة المالية الإسلامية.

المقدمة:

تلعب المصارف دوراً مهماً في الحياة الاقتصادية، فهي تعتبر بمثابة القلب في الجسد، حيث تقوم بضخ الأموال إلى كافة أنحاء القطاعات الاقتصادية ومن ثم تعود إليها لتساهم بذلك في دفع عجلة الاقتصاد وتحقيق التنمية الاقتصادية.

إلا أن هذه المؤسسات النقدية لم تتكامل بالنجاح في مسيرتها النقدية، فقد تعرضت عبر الزمن إلى العديد من العثرات والعقبات والتي أدت بنهايتها إلى إفلاس العديد منها، نذكر منها ما يلي:¹

- 1929-1939م (أزمة الكساد الكبير) تعرض حوالي 5000 بنك في الولايات المتحدة الأمريكية للإفلاس.

- 1982م توقفت كل من البرازيل والأرجنتين والمكسيك عن سداد ديونها (وفي أغلبها لمصارف تجارية)، حيث وصلت الديون إلى 256 مليار \$ من أصل ديون العالم الثالث 445.9 مليار \$.

- 1987م، حدثت أزمة الاثنين الأسود وتعرضت بعض المصارف للإفلاس.

- 1992-2000م، حصلت أزمة القروض المصرفية في اليابان وبلغت حجم القروض المتعثرة 1077 مليار \$.

- 1997م، حصلت الأزمة المالية الآسيوية والتي ألقت بظلالها على الاقتصاد الآسيوي وانتشرت إلى الاقتصاد العالمي محدثة بذلك ركود كبير من عام 1997-2000 م ومؤدياً بذلك إلى إفلاس العديد من المصارف.

- 2008: الأزمة المالية العالمية والتي أدخلت العالم تحت أزمة كساد تشابه أزمة الكساد الكبير في الثلاثينات من القرن الماضي.

فإذا رجعنا إلى السبب الرئيسي لهذه الأزمات، نجد أن السبب يكمن في عنصر الفائدة، باعتبار أنها وسيط بين القطاعين المالي والحقيقي وهذا الوسيط لا يرتبط بمعدل الناتج الحقيقي، كما أن عامل الفائدة له ارتباطات بالأسواق المالية والنقدية وجميع النواحي الأخرى حيث يترك تأثيراً كبيراً عليها في حال تقلباته. ودليل ذلك مقولات كثيرة للاقتصاديين المرتبطين بالاقتصادات الوضعية الذين انتقدوا الفائدة والزموا تحييد دورها عند معالجة الأزمات الاقتصادية بالإضافة لإخراجها من النظرية الاقتصادية².

بينما المصارف الإسلامية فقد كان تأثيرها بالأزمات المالية وخاصة الأزمة المالية الأخيرة تأثيراً محدوداً، ذلك أن المصارف الإسلامية لا تتعامل بالفائدة أخذاً وعطاءً. كما أن المصارف الإسلامية ترتبط بالاقتصاد الحقيقي ارتباطاً مباشراً دون وجود وسيط فهي تقوم على قاعدة "الغنم بالغرم"، بالإضافة إلى أنها لا تتعامل بالتعاملات الوهمية أو الصورية على عكس المصارف التقليدية، مما أدى مؤخراً إلى ظهور العديد من الأصوات المطالبة بإنشاء هذه المصارف، وكان هنالك استجابة لهذه النداءات من قبل حكومات الدول التي تعرضت بعض مصارفها للإفلاس.

¹ - كنعان، علي. (2015). إدارة المصارف والسياسات المصرفية. دمشق: منشورات جامعة دمشق، ص 225 - 226.

² - السالوس، علي احمد. (1998). الاقتصاد الإسلامي والقضايا الفقهية المعاصرة (ط.1). بيروت: دار الريان للنشر والطباعة والتوزيع،

المبحث الأول: المصارف الاسلامية

شهد الربع الأخير من القرن الماضي انطلاقة مسيرة عمل المصارف الاسلامية كإحدى أهم منجزات الصحوه الاسلامية المعاصرة من أجل التخلص من أفكار ونظريات التبعية الغربية التي تتضارب مع أحكام الشريعة الاسلامية، حيث استطاعت تلك البنوك خلال مسيرتها وإلى وقتنا الحاضر أن تحقق نجاحاً في ميدان العمل المصرفي وتحرز تطوراً ملحوظاً، ولا شك أن تسابق البنوك التقليدية على تقديم خدمات مصرفية اسلامية من أكبر الأدلة على ذلك.

أولاً - تعريف المصارف الاسلامية:

هناك عدة تعريف للمصارف الاسلامية يمكن أن نورد بعضها فيما يلي:

(1) تعريف د. محسن أحمد الخضيرى: "تلك المؤسسات النقدية المالية التي تعمل على جذب الموارد النقدية من أفراد المجتمع وتوظيفها توظيفاً فعالاً يكفل تعظيمها ونموها في إطار القواعد المستقرة للشريعة الاسلامية وبما يخدم شعوب الأمة ويعمل على تنمية اقتصاداتها".¹

من خلال هذا التعريف، تم التطرق للبعد الاقتصادي ولكنه لم يتم التطرق للبعد الاجتماعي والذي تسعى المصارف لتحقيقه أيضاً، وكذلك الخدمات المصرفية التي يقدمها.

(2) تعريف د. سامي حمود: "أي مؤسسة تقوم بتقديم الخدمات المصرفية على أساس غير ربوي وتزاول فتح الحسابات الجارية وقبول الودائع الاستثمارية لاستخدامها في نطاق أنظمة السيولة السائدة إلى جانب موارد المصرف المالية في تمويل المشروعات التجارية وفقاً للمبادئ الاسلامية".²

تم التركيز في الجانب التمويلي للمصارف الاسلامية من خلال هذا التعريف على تمويل المشروعات التجارية فقط، على الرغم من أن المصارف الاسلامية لا تقوم على تمويل المشروعات التجارية فحسب، بل تقوم على تمويل المشروعات الزراعية من خلال عقود السلم وعقود المزارعة والمساواة والمغارسة، وتقوم على تمويل المشروعات الصناعية من خلال عقود الاستصناع، بالإضافة إلى تقديمها للعديد من الخدمات المصرفية، وكما أن التعريف لم يذكر الهدف التنموي للمصارف الاسلامية.

(3) تعريف د. غريب الجمال: "المصارف وبيوت التمويل الاسلامية هي تلك المؤسسات التي تباشر الأعمال المصرفية مع التزامها باجتناب التعامل بالفوائد الربوية-أخذاً وعطاءً - بوصفه تعاملًا محرماً شرعاً واجتناب أي عمل آخر مخالف لأحكام الشريعة الإسلامية".³

ركز على عدم التعامل بالفائدة واجتناب الأعمال المخالفة لأحكام الشريعة الاسلامية ولم يتطرق لآلية عمل المصرف الإسلامي بشكل عام والخدمات التي يقدمها، عدا عن ذكر رسالة المصرف الإسلامي المتمثلة بالهدف التنموي الاقتصادي والاجتماعي.

¹ - الخضيرى، محسن احمد. (1990). البنوك الاسلامية. القاهرة: دار الحرية للصحافة والنشر، ص17.

² - دراسة أعدتها لجنة خبراء المصارف الاسلامية، (1980، 30 - 31 كانون الاول). تشجيع وتنظيم ومراقبة المصارف الاسلامية. قدم إلى الاتحاد الدولي للبنوك الإسلامية، الرياض، السعودية، ص16.

³ - الجمال، غريب. (1978-). المصارف وبيوت التمويل الاسلامية. جدة: دار الشروق للنشر، ص42.

4) تعريف د. وهبة الزحيلي: "هي المؤسسات المصرفية التي تتعامل بالنقد على أساس الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها، وتعمل على استثمار الأموال بطرق شرعية، وتهدف إلى تحقيق آفاق التنمية الاقتصادية والاجتماعية السليمة".¹

تطرق هذا التعريف إلى المرجعية التي يستند إليها المصرف في تعاملاته، والهدف الاقتصادي والاجتماعي الذي يسعى لتحقيقه، لكنّ المصرف وظيفته ليست مقتصرة على الايداع والاستثمار فهو يقوم أيضاً بتقديم جملة من الخدمات المصرفية وهذا ما لم يتم ذكره بالتعريف.

5) تعريف د. عائشة الشرقاوي: "مؤسسة مصرفية تجارية، تجمع الأموال وتستثمرها دون اللجوء لنظام الفوائد".²

بيّن التعريف الركن الأساسي الذي تقوم عليه المصارف الإسلامية وآلية عملها بشكل عام، لكن هذا التعريف غير مكتمل لأنه بحاجة لإضافة ركن آخر وهو الالتزام بقواعد الشريعة الإسلامية في جميع نشاطاته ومعاملاته المختلفة وبالتالي يبتعد عن تمويل أنشطة مخالفة للشريعة الإسلامية، وكما أنه بحاجة لذكر أنّ المصارف تقوم على تقديم الخدمات المصرفية وتحقيق التنمية بشقيها الاقتصادي والاجتماعي.

وبناء على ما سبق يقترح الباحث التعريف الآتي للمؤسسة المصرفية الإسلامية: "هي مؤسسة مالية تلتزم بمبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية في جميع تعاملاتها ومعاملاتها المصرفية، والتي تتضمن قبول الودائع بكافة أنواعها من المودعين وفق عقد المضاربة واستثمارها وفق صيغ التمويل الإسلامية، بالإضافة لتقديم الخدمات المصرفية وأية منتجات مصرفية أخرى مبتكرة ومتفقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، بما يضمن تحقيق أهداف المصرف المتمثلة في الربحية والتنمية الاقتصادية والاجتماعية".

ثانيا - نشأة المصارف الإسلامية وتطورها:³

لقد مرت المصارف الإسلامية خلال نشوئها بعدة مراحل، نوجزها فيما يلي:

1. المرحلة النظرية والتمهيدية.
2. المرحلة التطبيقية والاستقلالية.
3. مرحلة التوسع والعالمية.

أولا - المرحلة النظرية والتمهيدية 1950-1970 ومما اشتملت:

1. قيام العلماء والمفكرين المسلمين بالتخلص من سطوة البنوك التقليدية، حيث تميزت هذه المساهمات بالدعوة إلى البحث عن البديل الإسلامي، وهو البديل عن النظام الربوي القائم على الفائدة، وشهد العالم هذا الحراك الاقتصادي الحر والتمهيدي ولتحقيق قبوله المطلوب، فقد تم تنظيم عدد من المؤتمرات لبيان حكم الاسلام من الربا ومنها: أسبوع الفقه الاسلامي

¹ - الزحيلي، وهبة. (2006). المعاملات المالية المعاصرة (ط3). دمشق: دار الفكر، ص516.

² - المالقي، عائشة الشرقاوي. (2000). البنوك الإسلامية بين الفقه والقانون والتطبيق (ط1). الدار البيضاء: المركز الثقافي العربي، ص27.

³ - هذه المعلومات مستفادة من المصادر التالية:

- المصري، عبد اللطيف حمزة. (2011). المصارف الإسلامية- النظرية والتطبيقات. ليبيا: دار الكتب الوطنية، ص15-19.
- شيخون، محمد. (2002). المصارف الإسلامية. (ط1). عمان: دار وائل للطباعة والنشر والتوزيع، ص109.
- العمري، حسن سالم. (2005، 3-2 تموز). المصارف ودورها في تعزيز القطاع المصرفي. ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر مستجدات العمل المصرفي في سورية في ضوء التجارب العربية والعالمية، دمشق، ص3-4.

المنعقد لأول مرة في باريس عام 1951م، حلقة الدراسات الاجتماعية للدول العربية بدمشق عام 1952م، المؤتمر الثاني لمجمع البحوث الإسلامية بالقاهرة عام 1965م، مؤتمر الفقه الإسلامي الأول بالمغرب عام 1969م.

2. ظهور النماذج الأولى للبنوك الإسلامية في كل من: باكستان، مصر، ماليزيا، فقد استمر النموذج الماليزي إلى الآن، أما النموذج المصري والباكستاني فقد توقف في وقت مبكر.
3. ظهور صندوق الحجاج عام 1962م، حيث يهدف هذا الصندوق إلى تجميع مدخرات الأفراد الراغبين في القيام بفريضة الحج مع استثمارها بما يتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، وقد تطورت هذه التجربة بشكل سريع وانتشرت في أرجاء ماليزيا حتى أصبحت من أوسع المؤسسات التي تقدم خدمات مالية إسلامية.
4. ظهور بنوك الادخار المحلية: حيث بدأت هذه التجربة في مدينة ميت غمر المصرية عام 1963م، ويقوم عملها على تجميع مدخرات الناس وإعادة توظيفها على أساس المشاركة، تحت إشراف المؤسسة العامة للادخار، إلا أنها لم تتكامل بالنجاح بسبب التحديات والظروف المحيطة التي حالت دون استمرارها.

ثانيا - المرحلة التطبيقية المستقلة 1970-1980 ومما اشتملت:

1. تأسيس أول بنك إسلامي بشكل رسمي عام 1971م وهو بنك ناصر الاجتماعي في مصر، حيث تولى مهمة تلقي الودائع واستثمارها في المشروعات وتوزيع أرباحها على المودعين بحسب حصة أموالهم في الاستثمارات. وقد حقق المصرف نجاحا كبيرا وخاصة لدى الطبقات المتوسطة، يدل على ذلك استمراره لغاية الآن.
2. اجتماع وزراء خارجية الدول الإسلامية بمدينة جدة في السعودية عام 1972م، حيث ورد النص بضرورة إنشاء بنك إسلامي دولي للدول الإسلامية، وإنشاء بنوك الإسلامية تعمل طبقا لأحكام الشريعة الإسلامية، وقد تأسس أول مصرف إسلامي باكستاني في منتصف السبعينيات بلندن.
3. تأسيس المصرف الإسلامي للتنمية في جدة عام 1975م، وهو بنك إسلامي دولي تشترك فيه معظم الدول الإسلامية الأعضاء في منظمة المؤتمر الإسلامي، ويهدف إلى دعم التنمية الاقتصادية والاجتماعية لشعوب الدول وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية.
4. انعقاد المؤتمر العالمي الأول للاقتصاد الإسلامي 1976م، حيث ضم عدد كبير من الباحثين والمهتمين بقضايا الاقتصاد الإسلامي، وقد تناول المؤتمر فكرة البنوك الإسلامية.
5. ظهور الاتحاد الدولي للبنوك الإسلامية 1977م.
6. هذه التطورات المتسارعة والمتلاحقة للتجربة المصرفية الإسلامية، ساعد على إنشاء مصارف إسلامية فيما بعد، حيث تأسس مصرف دبي الإسلامي عام 1975م، وبنك فيصل الإسلامي المصري و فيصل الإسلامي السوداني وبيت التمويل الكويتي عام 1977م، وبنك البحرين الإسلامي عام 1979م، وتأسس أول بنك إسلامي في الغرب عام 1987م وهو المصرف الدولي في الدنمارك.

ثالثا - مرحلة التوسع والعالمية، بدأت منذ 1980، ومما اشتملت:

1. التوجه نحو العالمية والتنافسية المالية الإسلامية، حيث ظهرت مجموعات مالية مكونة من العديد من البنوك الإسلامية مثل: مجموعة "دار المال الإسلامي"، "ومجموعة البركة"، كما

- اشتملت هذه المرحلة على محاولات رائدة قامت بها دول مثل: باكستان، إيران، حيث أصرت في تشريعاتها المصرفية على العمل وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية.
2. تعتبر مجموعة دار المال الإسلامي أول مجموعة مالية إسلامية ظهرت إلى العلن بقيادة الأمير محمد بن فيصل، ولمجموعة دار المال الإسلامي العديد من البنوك (بنوك فيصل) في مصر والسودان والبحرين وتركيا والنيجر وغينيا والسنغال وسويسرا وغيرها.
3. تعتبر مجموعة البركة ثاني مجموعة ظهرت بعد مجموعة دار المال الإسلامي بقيادة الشيخ صالح عبد الله كامل، حيث لها العديد من البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية (بنوك البركة) في البحرين وتونس والسودان ومصر والجزائر وتركيا وجنوب أفريقيا وغيرها، وقامت بالإضافة لذلك بتأسيس عدد من مراكز الأبحاث الاقتصادية الإسلامية وعقد ندوات فقهية سنوية لدعم فكرة البنوك الإسلامية.
4. استمرت عملية التوسع التأسيسي للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية حيث وصل في نهاية عقد الثمانينات إلى 90 مصرفا إسلاميا، ولا تزال عملية التوسع مستمرة إلى الآن حيث وصل عدد المصارف الإسلامية حول العالم إلى ما يقارب 700 مؤسسة مصرفية.
5. ظهور صناديق الاستثمار الإسلامية التي تعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، ولم يكن نشاطها مقتصرًا على الأسواق المالية الإسلامية للدول الإسلامية، إذ أن هناك تعاملًا واسعًا بهذه الأدوات في الأسواق العالمية وخاصة بعد إحداث مؤشر داو جونز والفائينشال تايمز للأسواق المالية الإسلامية عام 1999م، الأمر الذي أدى إلى توسيع وتنويع الأنشطة التي تمارسها المصارف الإسلامية.
6. لجوء البنوك التقليدية إلى تقديم الخدمات المصرفية الإسلامية تلبية لرغبات العملاء، حيث قام العديد منها بإنشاء أقسام إسلامية متخصصة، والبعض الآخر قام بتأسيس فروعًا إسلامية كالبنك الأهلي التجاري السعودي، بينما بعض البنوك قامت بتحويل كامل نشاطها للعمل المصرفي الإسلامي مثل بنك الشارقة الوطني، بينما بنوك أخرى أسست بنوك إسلامية مستقلة تمامًا منها من حيث رأسمالها وميزانيتها ونشاطها كبنك المؤسسة العربية المصرفية الإسلامي وسيتي بنك الإسلامي وبنك فرعي تابع لبنك يوبي UBS السويسري وغيرها.
7. ظهور قوانين حكومية تشجع اهتمام البنوك المركزية بالتجربة الإسلامية، مثل المرسوم السوري رقم 35/ لعام 2005.
8. ظهور المؤسسات المالية الداعمة للصناعة الإسلامية: هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المجلس العام للبنوك والمؤسسات الإسلامية، مجلس الخدمات المالية الإسلامية، الوكالة الدولية الإسلامية للتصنيف، السوق المالية الإسلامية الدولية، المعهد الدولي للبنوك الإسلامية والاقتصاد الإسلامي، الهيئة العليا للفتاوى والرقابة الشرعية.

ثالثا - خصائص المصارف الإسلامية:

- تعتبر البنوك الإسلامية مؤسسات بنكية حديثة العهد نسبيا، مقارنة بالبنوك التقليدية، حيث تمتاز عنها بميزات واضحة مستمدة من الشريعة الإسلامية، نذكر منها ما يلي:
1. **المرجعية:** حيث تستمد المصارف الإسلامية أسسها وتشريعاتها من مصادر التشريع الإسلامي، وترجع إليه في جميع تعاملاتها.¹

¹ - الزامل، بدر بن علي بن عبد الله. (2010). الحسابات الاستثمارية لدى المصارف الإسلامية-تأصيلها الشرعي وأساليب توزيع أرباحها (ط.1). السعودية: دار ابن الجوزي للنشر والتوزيع، ص27.

2. الالتزام بالأحكام الشرعية المتعلقة بالمعاملات المالية¹:

أ. استبعاد الفوائد الربوية: الأساس الذي قامت عليه المصارف الإسلامية هو تطهير العمل المصرفي من إثم الربا وهذا هو الفارق الجوهرى بينهما، فالمصارف التقليدية تعتمد على أسلوب الفائدة (القرض نظير نسبة محددة من العائد مرتبطة بالزمن) وهذا الأسلوب هو من الربا الذي حرّمته الشريعة الإسلامية تحريماً قاطعاً وتوعد سبحانه وتعالى مرتكبيه بالحرب كما يقول في كتابه الكريم:

(يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَذَرُوا مَا بَقِيَ مِنَ الرِّبَا إِن كُنْتُمْ مُؤْمِنِينَ) (*) فَإِن لَّمْ تَفْعَلُوا فَأْذَنُوا بِحَرْبٍ مِّنَ اللَّهِ وَرَسُولِهِ وَإِن تُبْتِغُوا فَلََكُمْ رُؤُوسُ أَمْوَالِكُمْ لَا تَظْلِمُونَ وَلَا تُظْلَمُونَ) [البقرة: 278-279].

وتستعيض المصارف الإسلامية عن أسلوب الفائدة بأسلوب المشاركة والذي يقوم على توزيع مخاطر العمليات الاستثمارية بين الأطراف (الممول وطالب التمويل)، فالممول مشارك لطالب التمويل في العملية الإنتاجية وما نتج عنها من أرباح وخسائر، لذا فهو يحصل على عائد إذا ربح المشروع ويشارك في الخسارة في حالة حدوثها فلا يوجد ضمان للعائد أو رأس المال كما تنص القاعدة الشرعية (الغنم بالغرم).

ب. حرمة كل ما يضر المسلمين في دينهم ودنياهم، ووجوب تحري الحلال، أي الابتعاد عن الاستثمار في أي مشروع تشوبه الحرمة كالربا والاحتكار والغش، والمشاريع التي تضر بالمجتمع والبيئة.

ت. حرمة أكل أموال الناس بالباطل.

ث. وجوب الصدق، والوضوح في المعاملة.

ج. حرمة اكتناز المال بحبسه عن المداولة.

ح. أداء فريضة الزكاة والإعانة عليها.

3. اختلاف علاقة المتعاملين مع المصارف الإسلامية عنها في المصارف التقليدية:

فالعلاقة لدى المصارف الإسلامية تستبعد أهم ما تعول عليه المصارف التقليدية، وهو عنصر الفائدة على الاقتراض والإقراض، حيث تقتض أموال الغير على أساس الفائدة الربوية، ثم تقرر تلك الأموال بالفائدة في حين أن المصارف الإسلامية تستقبل أموال الغير على أساس المضاربة (المشاركة في الربح بتقديم المال من المستثمر والجهد من المصرف) وذلك من خلال حسابات الاستثمار، ثم يقوم المصرف باستثمار تلك الأموال بصيغ استثمارية بعضها على أساس المضاربة أو المشاركة في الربح والخسارة وبعضها على أساس المعاملات الآجلة المشروعة² أي اعتماد عنصر العمل مع المال كمصدر للكسب على عكس المصارف التقليدية التي تعتبر المال المصدر الوحيد للكسب.

4. الاستناد إلى القاعدتين الأساسيتين في استثمار وتشغيل أموال المسلمين: قاعدة الغنم بالغرم، قاعدة الخراج بالضمان:

¹ - انظر:

- العمري، حسن سالم. (2005، 2-3 تموز). مرجع سبق ذكره، ص2.

- الزامل، بدر بن علي بن عبد الله. (2010). مرجع سبق ذكره، ص 28.

² - أبو غدة، عبد الستار. (2006، 13-14 آذار). المصرفية الإسلامية: خصائصها، آلياتها، تطويرها. بحث مقدم إلى المؤتمر الأول للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، دمشق، سورية، ص5.

✓ **قاعدة الغنم بالغرم:** أي أن الحق في الحصول على الربح (العائد) يكون بقدر تحمل المشقة (المخاطر أو الخسائر)، وباعتبار أن عميل البنك هو شريك في أعماله، فإن الحق في الربح (الغنم) يكون بقدر الاستعداد لتحمل الخسارة (الغرم).

وتعتبر هذه القاعدة الأساس الفكري لكل المعاملات القائمة على المشاركة أو المعاوضة، فالمتعامل مع البنك يكون شريكا في الربح وفي الخسارة أيضا.

✓ **قاعدة الخراج بالضمان:** أي أن الذي يضمن أصل شيء جاز له أن يحصل على العائد المتولد عنه، فمثلا يقوم البنك الاسلامي بضمان أموال المودعين لديه في شكل ودائع أمانة تحت الطلب، ويكون الخراج (أي ما خرج من المال) المتولد عن هذا المال جائز الانتفاع لمن ضمن وهو البنك، لأنه يكون ملزما باستكمال النقصان الذي يحتمل حدوثه وتحمل الخسارة حالة وقوعها، أي أن الخراج غنم والضمان غرم.¹

5. التركيز على الانتاجية مقارنة بالتركيز على الملاء المالية للمقترض:

في النظام المصرفي التقليدي ما يهم البنك هو استرجاع قروضه مع الفوائد في الوقت المحدد، ولذا فإن الاعتبار الغالب هو مدى قدرة المقترض على الوفاء بالدين، أما في النظام الاسلامي فإن البنك يتلقى عائدا فقط إذا نجح المشروع وحقق ربحا، وبالتالي فإن البنك يهتم أكثر بسلامة المشروع ومدى جدواه، أضف إلى ذلك أن التمويل في هذا الأخير يكون مرتبطا بالاقتصاد الحقيقي المنتج للثروات (سلع وخدمات) عكس ما هو سائد لدى البنوك الربوية (التقليدية)، التي تقوم غالبا بتمويل أصول وهمية كالمضاربة على العقود والمشتقات.²

6. ربط التنمية الاقتصادية بالتنمية الاجتماعية: إن للمال وظيفة اجتماعية، لذلك كان

الاهتمام بالنواحي الاجتماعية أصلا من أصول هذا الدين، ويتجلى اهتمام المصرف الاسلامي بالتنمية الاجتماعية من خلال ما يلي:³

أ. تعبئة مدخرات الأفراد واستثمارها في مختلف أوجه النشاط الاقتصادي خدمة لمصالح المجتمع، ومن هنا يكون ارتباط التنمية الاقتصادية بالتنمية الاجتماعية أي أن البنك من وراء توظيفه لأمواله لا يهتم فقط بالحصول على العوائد، إنما يتعدى ذلك إلى اهتمامه بالعائد الاجتماعي.

ب. من المجالات الاجتماعية التي يخدمها المصرف الاسلامي: توزيع الزكاة، القرض الحسن، تقديم الخدمات الاستشارية للعملاء وغير العملاء، الفعاليات الثقافية وغيرها.

ت. التعامل الإيجابي مع المجتمع من خلال تقديم الخدمات الاستثمارية، التي ترقى بالمجتمع رقيا نوعيا، والقضاء على سلبات المصارف الربوية، التي تقسم المجتمع إلى دائن ومدين.

¹ - حشوف، نسيم. (د.ت.). ماهية البنوك الإسلامية. استرجعت في تاريخ 12 كانون الأول، 2017 من

www.kantakji.com/search.aspx?s=

² - ناصر، سليمان، وبوشرمة، عبد الحميد. (2009). متطلبات تطوير الصيرفة الإسلامية في الجزائر. مجلة الباحث، 07، 305-314.

³ - انظر:

- ناصر، سليمان، وبوشرمة، عبد الحميد. (2009). مرجع سبق ذكره، ص 306.

- الزامل، بدر بن علي بن عبد الله. (2010). مرجع سبق ذكره، ص 29.

ث. تقديم الخدمات لكافة طبقات المجتمع، من الأغنياء أو متوسطي الدخل أو حتى من العمال وأصحاب الحرف، وعدم إهمال هذا الجزء من المجتمع، لأنه يمثل الأغلبية، والاهتمام بهم يعد من أهم عناصر التنمية الاجتماعية.

ج. الأخذ بمبادئ الرحمة، والتسامح، واليسر، التي جاءت بها الشريعة الإسلامية.

رابعاً - أهداف المصارف الإسلامية:

إنّ البنوك الإسلامية ليست مجرد بنوك لا تتعامل بالربا، وتمتنع عن تمويل الأنشطة المحرمة فقط، وإنما هي بنوك لها دور رئيسي في التنمية الاقتصادية، بما يخدم الصالح العام لمجتمع يسير وفق منظور إسلامي، ومن بين الأهداف التي يسعى البنك لتحقيقها ما يلي:

- أ. إحياء المنهج الإسلامي في المعاملات المالية والمصرفية: حيث تهدف البنوك الإسلامية إلى إحياء المنهج الإسلامي في المعاملات المالية والمصرفية من خلال:¹
- الالتزام بالقواعد والمبادئ الإسلامية في المعاملات المالية والمصرفية.
 - تقديم البديل الإسلامي للمعاملات البنكية التقليدية لرفع الحرج عن المسلمين، وذلك من خلال انتاج منتجات مصرفية جديدة.
 - التركيز على الجانب المصرفي الإسلامي في المعاملات المالية والمصرفية، من خلال التزامها هي أولاً، ثم النصح والإرشاد لأفراد المجتمع باتباع السلوك الإنساني في استثمار وتوظيف أموالهم.
 - تنمية القيم العقائدية والأخلاقية في المعاملات، وتنشيتها لدى العاملين والمتعاملين معها.

- ب. تحقيق آمال وطموحات أصحاب البنك والعاملين به: ويمكن أن تحقق البنوك الإسلامية ذلك إذا هي تمكنت من الوصول إلى:²
- قدر مناسب من الأرباح للمساهمين.
 - تعزيز موقف البنك، وتكوين سمعة طيبة عنه، وتحقيق الانتشار الجغرافي لوحده، والعمل على زيادة عدد المتعاملين معه.
 - تنمية الكفاءات والمهارات الإدارية لمديري البنك وموظفيه حتى يتمكن من الاستمرار في تقديم خدماته وتطويرها.

- ج. تحقيق التنمية الاقتصادية: حيث يسعى البنك إلى تحقيق هدف التنمية الاقتصادية من خلال:³

- تحقيق مستوى توظيف تشغيلي مرتفع لعوامل الإنتاج المتوافرة في المجتمع، والقضاء على البطالة، وكذلك كافة صور سوء الاستخدام لهذه العوامل.
- العمل على إنماء وتنشيط الاستثمار في مختلف الأنشطة الاستثمارية الاقتصادية عن طريق الاستثمار المباشر الذي يقوم على تأسيس شركات جديدة بمختلف

¹ - ناصر، سليمان، وبوشرفة، عبد الحميد. (2009). مرجع سبق ذكره، ص 307.

² - زيتون، منذر عبد الهادي رجب. (2010). تقييم جودة أداء وسائل الاستثمار. رسالة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا، الأردن، ص 35.

³ - احمد، جميل. (2005). الدور التنموي للبنوك الإسلامية. رسالة دكتوراه، جامعة الجزائر، الجزائر، ص 85.

- أنواعها، أو المساهمة في توسيع خطوط الإنتاج للشركات القائمة، والقيام بعمليات المشاركة في تجديد وتطوير هذه الخطوط.
- تحسين الأداء الاقتصادي للمؤسسات المختلفة سواء التي يشرف عليها البنك أو المؤسسات الأخرى، وبالتالي القضاء على الإسراف.
 - توفير خدمات الاستشارات الاقتصادية والفنية والمالية والإدارية المختلفة (خدمات نظم الإنتاج والمنتج، خدمات التسويق المتعددة كالترويق والتوزيع).
 - ترويق المشروعات سواء لحساب الغير، أو لحساب البنك الإسلامي ذاته، أو بالمشاركة مع أصحاب الخبرة والمعرفة والدراسة والقدرة الفنية ممن يحوزون سمعة حسنة.
 - تحقيق مستوى مناسب من الاستقرار السعري في أسعار السلع والخدمات المطروحة للتداول في الأسواق، وبما يتناسب مع مستوى الدخل وبالتالي القضاء على أهم صور الاحتكار والاستغلال.
 - تحقيق العدالة في توزيع الناتج التشغيلي للاستثمار بما يسهم في عدالة توزيع الدخل لأصحاب عوامل الإنتاج المشاركة في العملية الإنتاجية.
 - ويرتبط هذا الهدف التنموي بهدف آخر أصيل وهو محاربة الاحتكار، وما قد ينجم عنه من استغلال حاجات الناس.¹

خ. **تحقيق التكافل الاجتماعي:** تسعى المصارف الإسلامية إلى إحياء روح التكافل الاجتماعي بين أفراد الأمة، وذلك من خلال عدة وسائل أهمها ما يلي:²

- العمل على ازكاء وتطوير ثقة المواطنين بالنظام الاقتصادي الإسلامي، باعتباره الطريق الوحيد لرفاهية الأمة وإصلاح حالها.
- حصر كافة المستحقين للزكاة، والاتصال بهم، وترتيب تلقيهم لأموالها، وفي الوقت ذاته ترتيب إخراجهم من حالة الفقر الخاملة إلى حالة الاستغناء الفاعلة وزيادة قدرتهم على العمل.
- العمل على إنشاء دور العلم التي تقدم خدماتها مجاناً للمسلمين، سواء كانت دوراً لإكساب المعرفة، أو للتدريب العلمي، أو التأهيل الفني، أو للارتقاء التعليمي والوظيفي والمهني بهدف القضاء على الجهل بين أفراد المجتمع الإسلامي.
- إنشاء المستشفيات والمعاهد العلمية الصحية التي تقدم خدماتها مجاناً لأبناء الأمة الإسلامية وبالشكل الذي يقضي تماماً على مشاكل الأمراض المتوطنة والشعبية التي تعاني منها الأمة الإسلامية خاصة الفقراء الذين لا يجدون المال للعلاج، وفي الوقت ذاته زيادة قدرة الأمة على تطوير العلاج المناسب لهذه الأمراض.
- زيادة التكاتف والالتحام والتكافل بين أفراد الأمة الإسلامية بإيجابية الزكاة، من خلال إعطاء كل ذي حق حقه من المستحقين في مصارف الزكاة الشرعية، والتعامل مع طموحات وأحلام الأمة بالتعرف على مشاكلها، وأحلامها

¹ - يقصد بالاحتكار لغة: هو حبس مال أو منفعة أو عمل، والامتناع عن بيعه وبذله حتى يغلو سعره غلاءً فاحشاً غير معتاد، بسبب قلته، أو انعدام وجوده في مظهره، مع شدة حاجة الناس أو الدولة أو الحيوان إليه، وهو محرم شرعاً نظراً لقوله صلى الله عليه وسلم: "من دخل في شيء من أسعار المسلمين ليغلبه عليهم كان حقا على الله تبارك وتعالى أن يقعه بعظم من النار يوم القيامة" رواه الإمام أحمد في مسنده (27/5) وغيره. وقد روي عن عمر بن الخطاب رضي الله عنه أنه قال: سمعت الرسول صلى الله عليه وسلم يقول: "من احتكر على المسلمين طعامهم ضرب الله بالجدام والإفلاس" أخرجه ابن ماجه في كتاب التجارات برقم (2155). المصدر: موقع رسالة الإسلام، موقع صيد الفوائد.

² - الحناوي، محمد صالح، وعبد السلام، عبد الفتاح. (2000م). المؤسسات المالية البورصة والبنوك التجارية (ط1). مصر: الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع، ص387.

وطموحاتها، والعمل على معالجة هذه المشاكل وتحقيق تلك الأحلام والوصول إلى تلك الطموحات، وتعظيم المنفعة بين أفراد الأمة.

المبحث الثاني: الأنشطة الاستثمارية

تعد الصيغ الاستثمارية للمصارف الإسلامية العنصر الجوهري الذي يعكس فلسفة تلك المصارف ورسالتها، فهي تتميز عن الصيغ الاستثمارية لدى المصارف التقليدية بأنها قائمة على أحكام الشريعة الإسلامية.

من خلال هذا المبحث سيتم التطرق لأهم الأنشطة الاستثمارية للبنوك الإسلامية، حيث سيتم التعرف على المربحة والمشاركة والمضاربة، وتعتبر هذه الأنشطة من الأساليب والعقود ذات الربحية السريعة التي لا تحتاج عادة إلى وقت طويل لتحقيق إيراداتها.

أولاً: المربحة

تعتبر المربحة من أهم أدوات توظيف الأموال في البنوك الإسلامية، فهي تسيطر على معظم عمليات الاستثمار التي تقوم بها البنوك الإسلامية وتمثل الجانب الأكبر منها، كونها تناسب طبيعة معظم الموارد المتاحة في البنوك الإسلامية، وتتسم بالسهولة واليسر في التعامل والبساطة وعدم التعقيد، وانخفاض درجة المخاطرة فيها.

أ- تعريف المربحة ومشروعيتها:

هناك عدة تعريفات للمربحة نذكر منها ما يلي:

- المربحة هي:¹
- أن يذكر البائع للمشتري الثمن الذي اشترى به السلعة ويشترط عليه ربحاً ما للدينار أو الدرهم.
- بيع السلعة بالثمن الذي اشترى بها زيادة ربح معلوم للعاقدين.
- تعريف ابن قدامة: إنَّ بيع المربحة يشير إلى البيع برأس المال وربح معلوم، ويشترط علمها برأس المال، فيقول البائع: رأس مالي فيه أو هو علي بمائة مع زيادة ربح معلوم للبائع والمشتري، ولهذا يجب أن تدخل المنتجات حيازة البائع قبل أن يقوم ببيعها إلى المشتري، كما يجب أن يكون الثمن معلوماً للمشتري مع اشتراط ربح معين محدد المقدار، فلا تصح المربحة مع جهالة مقدار الربح أو نسبته.²
- نستنتج من التعريفات السابقة أنَّ المربحة هي أحد صور بيوع الأمانة التي تقوم على كشف البائع الثمن الذي كان قد اشترى به السلعة أو قامت عليه³ مع زيادة ربح معلوم يتم الاتفاق عليه بينه وبين المشتري.
- بينما البيوع التي نراها في الأسواق والمحلات وغيرها هي ليست بيوع مربحة بل هي بيوع مساومة، حيث يتم التفاوض بين البائع والمشتري وصولاً لسعر مناسب متفق عليه دون النظر لرأس المال الذي قامت به السلعة على البائع.

¹ - محمد الطاهر، قادري، البشير، جعيد، وعبد الكريم، كاكى. (2014). المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول (ط.1). لبنان: مكتبة حسن العصرية، ص43.

² - المغربي، عبد الحميد، والشربيني، صفاء. (2004). الإدارة الاستراتيجية في البنوك الإسلامية (ط.1). جدة: البنك الإسلامي للتنمية - المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، ص152.

³ - يقصد ب(قامت): رأسمال السلعة وما تعلق بها من تكاليف أخرى، مثل: تكلفة الشحن وتكلفة التخليص الجمركي وتكلفة النقل و...

مشروعية المراجعة:

اتفق العلماء على جواز بيع المراجعة ومشروعيتها، وأصل ذلك من الكتاب والسنة. من قوله تعالى: "وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا" [البقرة: 275]. من السنة: قوله صلى الله عليه وسلم: "الذهب بالذهب، والفضة بالفضة، والبر بالبر، والشعير بالشعير، والتمر بالتمر، والملح بالملح، مثلاً بمثل، سواء بسواء، يداً بيد، فإذا اختلفت الأصناف فبيعوا كيف شئتم، إذا كان يداً بيد". [البخاري: 2071 – مسلم: 1588] الإجماع: أجمع الفقهاء على جواز بيع المراجعة. إذاً يلاحظ من قوله صلى الله عليه وسلم أن البيع عند اختلاف جنس المعقود عليه بأكثر من ثمنه جائز، لكن بشرط التقابض إذا كان المال ربوياً.

ب- شروط صحة بيع المراجعة:¹

أولاً: أن يكون العقد الأول صحيحاً، فإذا كان فاسداً لم يجز بيع المراجعة.

ثانياً: العلم بالثمن الأول، فإذا لم يُعلم الثمن الأول فسُدَّ العقد.

ثالثاً: ألا يكون الثمن في العقد الأول مقابلاً بجنسه من أموال الربا. حيث أن الزيادة في أموال الربا يكون رباحاً لا ربحاً، أما إذا اختلف الجنس فيكون ربحاً.

رابعاً: أن يكون الربح معلوماً: العلم بالربح ضروري لأنه بعض الثمن والعلم بالثمن شرط في صحة البيوع، فإذا كان الثمن مجهولاً حال العقد لم تجز المراجعة. ولا فرق في تحديد الربح بين أن يكون مقداراً مقطوعاً أو بنسبة عشرية في المئة، ويضم الربح إلى رأس المال ويصير جزءاً منه، سواء كان نقدياً أو مؤجلاً أو مقسطاً.

خامساً: أن يكون رأس المال من المثليات (المكيلات، موزونات، عدديات متقاربة) ويجوز أن يكون من غير المثليات، لكن يجب أن يخبر المراجيح بالعرض وقيمتها يوم الشراء.

سادساً: وضوح البيانات المتعلقة بالمراجعة وفهمها من قبل المشتري حتى يقف على كافة خصائصها فلا تكون هناك جهالة أو غرر.

سابعاً: كل كذب أو خيانة في عملية البيع بالمراجعة تفسدها، ويرتب ذلك للمشتري الخيار في المضي في العقد أو عدمه.

¹ - انظر:

- المغربي، عبد الحميد، والشربيني، صفاء. (2004). مرجع سبق ذكره، ص 153-154.
- زعتري، علاء الدين. (2005). فقه المعاملات المالية المقارن - صياغة جديدة وأمثلة معاصرة (ط.1). دمشق: دار العصماء، ص 163 - 164.
- الخماش، لنا محمد إبراهيم. (2007). البنوك الإسلامية بين التشريع الضريبي والزكاة. رسالة ماجستير، جامعة النجاح الوطنية، فلسطين، ص 30.

ت- تطبيقات المراجعة في المصارف الاسلامية:



فأما المراجعة البسيطة ينطبق عليها ما تم ذكره سابقاً. ونادراً ما تستخدمها البنوك الاسلامية وهي تلجأ إليها في حال كانت تملك مشاريع إنتاجية لوحدها أو مشاركة تقوم على إنتاج سلع معينة، أو مشاريع تجارية بمشاركة مع تاجر أو مجموعة.

أما المراجعة المصرفية فهي من الصيغ الاستثمارية الاسلامية الحديثة التي أحدثها الفقهاء المعاصرون وتم هيكلتها كي تتلاءم مع البنوك الاسلامية، وهي بديل شرعي عن الصيغ الاستثمارية في البنوك التقليدية، وذلك تأسيساً على قواعد المعاملات في الشريعة الإسلامية.

تتخذ المراجعة حالات مختلفة في العمل المصرفي الاسلامي ونميز ذلك في حالتين:

- 1) بيع المراجعة أو الوكالة بالشراء بأجر.
- 2) بيع المراجعة للأمر بالشراء أو المراجعة المركبة.

الحالة الأولى - بيع المراجعة أو الوكالة بالشراء بأجر:

في هذا النوع يطلب العميل من البنك شراء سلعة معينة يحدد جميع أوصافها كما يحدد ثمنها، يدفع ذلك للمصرف مضافاً إليه أجراً معيناً (يحدد المصرف الأجر بناءً على خبرته وأمانته)، مقابل قيام المصرف بهذا العمل، ويجب أن تكون السلعة المباعة مملوكة للمصرف.¹

الحالة الثانية - بيع المراجعة للأمر بالشراء أو المراجعة المركبة:

اتفاق بين المصرف والعميل على أن يبيع الأول للآخر سلعة بثمنها وزيادة متفق عليها وعلى كيفية سدادها، حيث يتقدم العميل الى المصرف طالباً منه شراء سلعة معينة بالموصفات التي يحددها هو وعلى أساس الوعد من قبله بشراء تلك السلعة مرابحة بنسبة محددة يتفق عليها، بعد ذلك يقوم المصرف بشراء السلعة ويمتلكها، ومن ثم يقوم بعرضها على العميل الذي أمر بشرائها، وعليه الالتزام بشرائها بناءً على وعده المسبق، كما أن له الحق في رفضها والعدول عنها.² من التعريف يتبين أن هناك عدة خطوات لتنفيذ المراجعة للأمر بالشراء، فما هي تلك الخطوات؟

¹ - سحنون، محمد. (2003). الاقتصاد النقدي والمصرفي (ط1). الجزائر: بهاء الدين للنشر والتوزيع، ص106.

² - كريمة، كريبي، وحفيظة، غماري. (2014). صيغ التمويل في البنوك الإسلامية - دراسة حالة بنك البركة الجزائري. رسالة ماجستير، جامعة ألكلي محند أوالحاج - البويرة، الجزائر، ص55.

الجدول رقم (1) يبين خطوات تنفيذ المراجعة للآمر بالشراء

الرقم	الخطوات المتبعة
1	يتقدم العميل بطلب إلى البنك معبراً عن رغبته الحصول على تمويل بالمراجعة لشراء سلعة معينة ويحدد نوعها ومواصفاتها.
2	يقوم البنك بدراسة الطلب والموافقة عليه.
3	يتقدم العميل بـ <<الوعد بالشراء>> حيث يتضمن هذا الوعد ثمن السلعة والمصروفات المتعلقة بها ومقدار الربح بالإضافة لطريقة سداد الثمن والضمانات ودفعة هامش الجدية والعربون وغير ذلك.
3	يقوم البنك بشراء السلعة الموصوفة من البائع الأصلي للسلعة من أجل تملكها.
4	يقوم البائع الأصلي بتسليم السلعة المباعة إلى البنك، كما يمكن له تسليمها لطرف ثالث بأمر البنك، وقد يكون هذا الطرف الثالث عميل البنك الواعد بالشراء.
5	بعد تملك البنك للسلعة ودخولها في ضمانه، يقوم بإرسال إشعار للعميل الواعد بالشراء يخبره بتملكه للسلعة، ويعلن إيجاباً ببيعها له حسب ما تم الاتفاق عليه في وثيقة الوعد. وفي مقابل ذلك يرسل العميل الواعد بالشراء إشعاره المعبر على قبوله وموافقته إتمام الشراء للسلعة مربحة وبهذا ينعقد بيع المراجعة، أو قد ينعقد بتلاقي الطرفين وتوقيعها مباشرة على عقد بيع المراجعة.
6	يقوم البنك بعد ذلك بإرسال وتسليم السلعة للعميل إما مباشرة أو بتفويض البائع الأصلي بذلك.
7	يدفع العميل الثمن في الأجل المحددة المتفق عليها.

الجدول من إعداد الباحث

بالنسبة للوعد، فقد ذهب مجمع الفقه الاسلامي الدولي أنه يكون هناك خيار للمتوادين كليهما، أو أحدهما، أما المواعدة الملزمة للطرفين لا تجوز في المراجعة لأنها تصبح أشبه بالبيع نفسه، وعندئذ يجب أن يكون البائع مالكا للسلعة حتى لا يدخل في نهى النبي صلى الله عليه وسلم في بيع الإنسان ما ليس عنده، حيث قال صلى الله عليه وسلم: "لا تبع ما ليس عندك" [الترمذي:1232]. وعادةً ما يكون تنفيذ الوعد ملزم للمشتري والبنك غير ملزم. كما توجد هناك تطبيقات أخرى للمراجعة في البنوك الاسلامية:1

المراجعة الخارجية
بواسطة وكيل مراسل

المراجعة الخارجية

المراجعة الداخلية

المراجعة الداخلية: حيث يشتري البنك السلعة من داخل البلد، ويبيعها مربحة إلى عميل داخل نفس البلد.

المراجعة الخارجية: من خلال فتح اعتماد المراجعة حيث يشتري البنك السلعة من الخارج ويتملكها ثم يقوم ببيعها إلى العميل مربحة. وهذا يكون إما بناء على طلب العميل أو في حال لم تتوفر السلعة داخل البلد.

¹ - محمد الطاهر، قادري، البشير، جعيد، وعبد الكريم، كاكى. (2014). مرجع سبق ذكره، ص45.

المرابحة الخارجية بواسطة وكيل مراسل: حيث يشتري البنك السلعة من الخارج، ويبيعها مرابحة في الخارج، وغالباً ما يتم ذلك في السوق الدولية. وتطبق الخطوات نفسها للمرابحة التي ذكرت سابقاً على المرابحة الداخلية والخارجية بواسطة وكيل مراسل.

ث- الآثار الاقتصادية للمرابحة:

للمرابحة أثر في تنشيط القطاعات التالية:

- ❖ **تنشيط التجارة الداخلية:** من خلال توفير التمويل اللازم للتجارة الداخلية لكافة السلع الاستهلاكية المختلفة.
 - ❖ **تنشيط التجارة الخارجية:** من خلال التوفير التمويل اللازم لاستيراد السلع والمواد الأولية وتصدير السلع.
 - ❖ **تنشيط عجلة الإنتاج:** من خلال توفير التمويل اللازم لشراء الآلات والمعدات والأدوات والمواد الأولية والمواد الخام والسلع الوسيطة التي يحتاجها المنتجين لإقامة مشاريعهم الإنتاجية أو توسيع ما هو قائم منها ويستهدف البنك بذلك قطاعي الصناعة والزراعة.
 - ❖ **للمرابحة أيضاً أثر في تنشيط قطاعي العقارات والخدمات.**
- كما يمكن للمرابحة أن تحقق ما يلي:

- ❖ بما أن المرابحة تحقق أرباح جيدة ومقبولة للمصرف الإسلامي خلال آجال قصيرة فإنّ هذا يُعتبر عامل جذب للناس لإيداع أموالهم بالمصرف الإسلامي.
- ❖ استطاعت المصارف الإسلامية من خلال صيغة المرابحة منافسة المصارف التقليدية في تمويل الأنشطة الاستثمارية قصيرة الأجل.
- ❖ تُؤمن المرابحة للمصارف الإسلامية السيولة النقدية من خلال الأقساط الدورية التي تُحصّلها من عملائها مما يُساعد ذلك على وفاء المصرف بالتزاماته تجاه المودعين.
- ❖ كون المرابحة بديلاً شرعياً عن التعاملات الربوية، فهذا يُعتبر عامل جذب للزبائن الذين يهتمون بالمعاملات المالية وفق منظور شرعي إسلامي.

ج- مجالات تطبيق المرابحة:

المرابحة هي ليست حجراً على تمويل التجارة فقط، بل تدخل في تمويل عدة مجالات، منها الصناعة والزراعة والعقارات والخدمات وغير ذلك..، فهي تقوم على تمويل القطاع الصناعي أو الزراعي أو... بالسلع التي يحتاجها بناءً على رغبته.

ثانياً: المضاربة

شرعت المضاربة لتحقيق مقاصد شرعية تراعي حاجة الناس ومصالحهم، فبعض الناس يملك المال ولا يعرف طرائق استثماره، ومن الناس من يملك الخبرة بوجوه استثمار المال ولا يملك المال، فعن طريق المضاربة يتعاون صاحب المال مع صاحب الخبرة وحينئذ تتحقق مصلحتهما.

أ- تعريف المضاربة ومشروعيتها:

ويتم تصنيف المضاربة ضمن مشاركة (مال - عمل) ويطلق عليها المشاركة في الأرباح، حيث أنَّ هنالك ثلاثة أنواع للمشاركة: مشاركة (مال - مال) وهي المشاركة المعروفة التي سيتم البحث فيها بعد المضاربة، مشاركة (مال - عمل) وهي المضاربة، المشاركة (في الانتاج أو الناتج) وتندرج تحتها المزارعة والمساقاة والمغارسة. للمضاربة عدة تعريفات منها:

- أن يدفع مالاً إلى غيره ليعمل فيه بحصة معينة من ربحه.¹
 - اتفاق بين طرفين- يبذل أحدهما فيه ماله ويبذل الآخر جهده ونشاطه في الاتجار والعمل بهذا المال، على أن يكون ربح ذلك بينهما على حسب ما يشترطان، من النصف أو الثلث أو الربع الخ، وإذا لم تربح الشركة لم يكن لصاحب المال غير رأس ماله، وضاع على المضارب كده وجهده- لأن الشركة بينهما في الربح- أما إذا خسرت الشركة فإنها تكون على صاحب المال وحده ولا يتحمل عامل المضاربة شيئاً منها مقابل ضياع جهده وعمله. إذ ليس من العدل أن يضيع عليه جهده وعمله ثم يطالب بمشاركة رب المال فيما ضاع من ماله ما دام ذلك لم يكن عن تقصير وإهمال.²
- وبشكل مختصر هي: اتفاق بين صاحب الأموال وصاحب الخبرات، يقدم الأول ماله والثاني خبراته، ويقسمان الربح بحسب الاتفاق، ولا يضمن الثاني المال إلا في حالة التعدي والتقصير.
- ملاحظة:** يجوز للمضارب أن يقدم تمويلاً جزئياً للمضاربة وفي هذه الحالة يكون المضارب شريكاً في المضاربة بما وضعه فيها من مال، ومضارباً لرب المال في رأس مال المضاربة، فإذا حدثت الخسارة يتحمل المضارب جزءاً من الخسائر عن حصته في رأس مال المضاربة بالإضافة إلى جهده وعمله.

وتعتبر عقود المضاربة من العقود الملائمة لمعاملات المصارف الإسلامية، بل وتعد من أهم صيغ استثمار الأموال فيها.

وتستخدم البنوك الإسلامية هذا النوع من العقود بحيث تعقد اتفاق مشاركة بينها وبين المضارب الذي قد يكون فرداً أو شركة لفترة متفق عليها مسبقاً فقد تكون قصيرة أو متوسطة أو طويلة الأجل، ويجوز للبنك أن يستثمر في شركة قائمة أو جديدة بعد أن يكون قد تم الاتفاق على نسبة الربح العائدة للبنك.

إلا أنَّ بعض البنوك تحجم عن التعامل بهذه الصيغة، وتعزي سبب ذلك إلى عدم استيعاب المتعاملين لأسلوب تطبيق هذه الصيغة بالإضافة إلى أنها تتطلب الأمانة والثقة العالية لدى المضارب.

1 - الياسري، إبراهيم جاسم جبار. (2009). إشكالية تطبيق عقد المضاربة في المصارف الإسلامية. رسالة ماجستير، جامعة الكوفة، العراق، ص18.

2 - الأمين، حسن. (2000). المضاربة الشرعية وتطبيقاتها الحديثة (ط3). جدة: البنك الإسلامي للتنمية- المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، ص19.

مشروعية المضاربة:

المضاربة مشروعة من القرآن والسنة والاجماع.

من القرآن: قوله تعالى: {وَأَخْرُونَ يَضْرِبُونَ فِي الْأَرْضِ يَبْتَغُونَ مِنْ فَضْلِ اللَّهِ} [المزمل:20]

من السنة: المضاربة مشروعة بالسنة التقريرية، فإن النبي صلى الله عليه وسلم بُعث والناس يتعاملون بها فأقرهم عليها، وقد فعلها النبي صلى الله عليه وسلم بمال السيدة خديجة رضي الله عنها التي أرسلت معه غلامها ميسرة وذلك قبل بعثته بالرسالة، وقد تعامل بها الصحابة رضوان الله عليهم وكان العباس بن عبد المطلب رضي الله عنه إذا دفع مالا مضاربة شرط على المضارب ألا يسلك به بحراً أو ينزل به وادياً، ولا يشتري ذات كبدٍ رطبة، فإن فعل ذلك ضمن، فبلغ ذلك النبي عليه الصلاة والسلام فاستحسنه.¹

الاجماع: اجمع العلماء على جوازها ومشروعيتها.

ب- شروط صحة المضاربة:

هناك شروط عامة وشروط خاصة للمضاربة، فالشروط العامة هي ما تتعلق بالعاقدين والصيغة، والشروط الخاصة هي ما تتعلق بالمضاربة دون غيرها وهي: رأس المال - الربح - العمل.

أولاً- الشروط الخاصة برأس المال:²

1- أن يكون رأس المال نقداً: أي من الدراهم الذهبية والدنانير الفضية التي كانت تمثل العملات النقدية فيما مضى، أو من العملات المعدنية والورقية المتداولة في الوقت الحاضر، ويجوز أن يكون رأس المال من العروض بشرط تقويمها وقت العقد وجعل قيمتها هي رأس مال المضاربة، حيث يصبح رأس المال معلوماً لا جهالة فيه.

2- أن يكون رأس المال معلوماً عند العقد: أن يكون رأس المال معلوماً قدرأً وجنسأً وصفةً لكل من رب المال والمضارب بطريقة ترفع عنه الجهالة المفضية للنزاع.

3- أن يكون رأس المال عيناً لا ديناً: يجب النظر لهذا الشرط من حيث نوعية الشخص المدين، ما إذا كان شخصية طبيعية أم شخصية اعتبارية، وإذا كان معسراً أم موسراً.

ففي حالة الشخص الطبيعي المدين، يجب عليه سداد الدين أولاً ثم يقوم صاحب المال بدفعه ثانياً له ليضارب به وذلك حتى تتأكد قدرة المدين على السداد، لأنه إذا لم يتيسر له السداد فإنه يحاول تأخير السداد مقابل زيادة في الدين ويتحايل على ذلك من خلال المضاربة وبالتالي يدخل في الربا، أما إذا كانت الشخصية اعتبارية كالمصرف فإنه يحول حسابه الجاري إلى مضاربة دون القيام بعملية الاسترداد والدفع ذلك لأن شبهة الإعسار منتفية تقريباً لدى المصرف.

4- تسليم رأس المال للمضارب: ولا يقتصر ذلك على حالة التسليم الفعلي للمال فقط إلى المضارب عند العقد أو في المجلس، إنما يتضمن ذلك أيضاً تمكين المضارب من التصرف في رأس مال المضاربة بإطلاق يده في التصرف فيه مع عدم بقاء رب المال يده على المال وذلك حتى يتمكن المضارب من تحقيق الربح.

¹ - الأمين، حسن. (2000). مرجع سابق، ص 23.

² - أبو زيد، محمد عبد المنعم. (2000). نحو تطوير نظام المضاربة في المصارف الإسلامية (ط.1). القاهرة: المعهد العالمي للفكر الإسلامي، ص 17-21.

وفي حالة المصرف يقوم صاحب المال بتسليم ماله إلى المصرف تسليماً فعلياً، وبدوره المصرف يقوم بفتح حساب جارٍ خاص للمستثمر يسحب منه في أي وقت حسب ظروف الإنفاق على المشروع.

ثانياً- الشروط الخاصة المتعلقة بالربح:¹

- 1- **معلومية نصيب كل من رب المال والعامل عند التعاقد:** وذلك بمعرفة كيفية توزيع الربح بينهما لأن المعقود عليه الربح وجهالة المعقود عليه توجب فساد العقد.
- 2- **أن يكون نصيب كل من رب المال والعامل حصة شائعة من الربح:** كالنصف أو الثلث أو الربع ولا يجوز تحديده بمبلغ معين، أو أن يشترط أحدهما مبلغ محدد والباقي للآخر، وسبب ذلك يعود أن المضاربة شركة في الربح وتحديد مبلغ معين يؤدي إلى قطع الشركة في الربح لجواز ألا يربح العامل غيرها فيكون ذلك لأحدهما دون الآخر وقد لا يربح ويأخذ من رأس المال.
- 3- **أن يكون الربح مختصاً بهما دون غيرهما:** أي لا يكون هنالك طرف ثالث له حصة في الربح من دون عمل أو تقديم مال لأن الربح في المضاربة لا يستحق إلا بمال أو عمل، وهذا يفسد العقد.
- 4- **أن يكون الربح مشتركاً بينهما:** أي لا يختص به أحدهما دون الآخر، ولو اشترط أن يكون جميع الربح للمضارب فإن ذلك يجعل المضاربة قرضاً، أو اشترط جميعه لرب المال تصبح المضاربة إضاعاً.
- 5- **الخسارة على رب المال ما لم تكن راجعة على العامل:** رب المال هو الذي يتحمل الخسارة ما لم يكن المضارب قد أخلّ شروط التنفيذ أو إحداها أو أهمل أو قصر في ذلك.

ثالثاً- الشروط الخاصة المتعلقة بالتنفيذ:²

- 1- **أن يقدم صاحب المال ما اتفق عليه من رأس مال المضاربة لتمكين المضارب من العمل:** رب المال عليه تقديم المال وإفصاح المجال للمضارب لتحريكه واستثماره أو الإتجار فيه بما يحقق أهداف المضاربة.
- 2- **طبيعة نطاق المضاربة:** يمكن لصاحب المال أن يشترط على المضارب العمل في بلد معين أو ممارسة نشاطه في منتجات معينة أو غيرها من الشروط التي فيها مصلحة للطرفين.
- 3- **طبيعة نشاط المضارب:** يجوز للمضارب أن يمارس أعمال الرهن والارتهان، والإيجار والاستئجار، وتأخير الثمن لأجل متعارف عليه. ويمكن أن تكوزن المضاربة مطلقة غير مشروطة.
- 4- **حدود المضاربة:** لا يجوز للمضارب القيام ببعض الأعمال مثل قرض مال المضاربة، والعقق أو الهبة.... وذلك لأن المضارب أمين في عمل المضاربة وأمين على مالها لأنه مودع لديه، فقد قبض مالها وهو وكيل بالتصرف يعمل بإذن صاحب المال.
- 5- **جزاء المضارب في حال مخالفة الشروط:** في حال مخالفة المضارب للشروط المتفق عليها يصبح حينئذ ضامناً لا أميناً.

¹ - أبو زيد، محمد عبد المنعم. (2000). مرجع سابق، ص 25-27.

² - المغربي، عبد الحميد، والشربيني، صفاء. (2004). مرجع سابق، ص 162-163.

ح- تطبيقات المضاربة في المصارف الاسلامية

تتخذ المضاربة في المصارف الاسلامية عدة أشكال منها:



أولاً- المضاربة المشتركة: سيتم التطرق إلى تعريفها - خطوات تنفيذها - أطرافها- حكم ضمان رأس مال المضاربة المشتركة.

هذه الصورة من المضاربة هي المطبقة في المصارف الاسلامية، لذلك سيتم الاستفاضة في شرحها.

أ- تعريف المضاربة المشتركة: هي الصيغة التعاقدية المطورة لشركة المضاربة الفردية أو الثنائية، وهي تقوم على أساس أن يعرض المصرف الاسلامي - باعتباره مضارباً - على أصحاب الأموال استثمار مدخراتهم لهم، كما يعرض المصرف باعتباره صاحب مال أو وكيل عن أصحاب الأموال - على أصحاب المشروعات الاستثمارية استثمار تلك الأموال، على أن توزع الأرباح حسب الاتفاق بين الأطراف الثلاثة، وتقع الخسارة على صاحب المال.

ومعظم الأموال التي تستثمر بهذه الطريقة في المصارف الاسلامية هي من الودائع الادخارية والودائع الاستثمارية الثابتة.¹ أما الودائع الجارية فيقوم المصرف على خلطها مع الودائع الاستثمارية بإذن أصحابها ويضارب بها مباشرة أو غيره، ويمتلك المصرف نصيب استغلال الحسابات الجارية من غير أن يشترك معه أصحاب الودائع الاستثمارية باعتبارها أموالاً مضمونة في ذمته الاعتبارية على أن يتحمل التكاليف والمصاريف الخاصة بالمضاربة.²

ب- خطوات تنفيذ المضاربة المشتركة:³

- 1- يتقدم أصحاب رؤوس الأموال بمدخراتهم بصورة فردية إلى المصرف الاسلامي، وذلك لاستثمارها لهم في المجالات المناسبة.
- 2- يقوم المصرف بدراسة فرص الاستثمار المتاحة والمرشحة للتمويل.
- 3- يخطط المصرف أصحاب رؤوس الأموال ويدفع بها إلى المستثمرين كل على حدة، وبالتالي تنعقد مجموعة شركات المضاربة الثنائية بين المصرف والمستثمر.

¹ - شبيب، محمد عثمان. (2007). المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الاسلامي (ط.6). الاردن: دار النفائس للنشر والتوزيع، ص342-343.

² - الأمين، حسن. (2000). مرجع سابق، ص57.

³ - المغربي، محمد الفاتح محمود. (2016). التمويل والاستثمار في الاسلام (ط.1). الأردن: دار الجنان للنشر والتوزيع، ص216.

4- تحسب الأرباح في كل سنة بناءً على ما يسمى بالتنضيق التقديري¹ أو التقويم لموجودات الشركة بعد حسم النفقات.

5- توزع الأرباح بين الأطراف الثلاثة، صاحب رأس المال، المصرف، المضارب. **ملاحظة:** في المضاربة المشتركة يمكن لأحد المستثمرين أن يسحب ماله أو جزء منه قبل موعد استحقاق الربح المتفق عليه، فإذا سحب كل ماله تنفسخ المضاربة في حصته ويستحق ربح هذا المال للمدة الزمنية التي استثمر فيها فقط. أما إذا سحب جزءاً منه، فإن المضاربة تنفسخ في الجزء المأخوذ، وتبقى في الجزء الباقي، ويستحق صاحب المال ربح الجزء المسترد.²

ت- أطراف المضاربة المشتركة:³

الطرف الأول: أصحاب الأموال، ويشترط المصرف في توكله عنهم لاستثمار أموالهم عن طريق المضاربة ما يلي:

- 1- أن يوافق رب المال بعقد شرعي على إبقاء رأس ماله مدة لا تقل عن سنة تحت تصرف المضارب المشترك.
- 2- أن يوافق رب المال على الصيغة والشروط التي يقترحها المضارب المشترك للمضاربة.
- 3- يستحب لرب المال أن يفتح حساباً جارياً لدى المصرف الإسلامي (المضارب المشترك) ليودع فيه ما تحقق من أرباح تسهياً للمعاملة.
- 4- أن يلتزم رب المال بالحد الأدنى المسموح به في المضاربة المشتركة على الأقل مثلاً يحدده مجلس الإدارة.
- 5- الاتفاق على نسبة الأرباح فيما بينهما عند العقد.

الطرف الثاني: أصحاب الأعمال (المضاربون) ويشترط فيهم ما يلي:

- 1- أن يكون أميناً ويقوم بتزكيته شخصان معروفان لدى المصرف الإسلامي.
- 2- أن يكون للمضارب خبرة سابقة في المجال الاستثماري.
- 3- يفضل من كان له سابقة حسنة وتعامل جيد مع المضارب المشترك (المصرف).
- 4- أن يكون المشروع المراد عمله محدداً ومعلوماً لدى المضارب المشترك لدراسته، وتقدير نتائجه المحتملة.

5- الموافقة على الشروط المشروعة التي يملئها عليه المصرف وهي ما يلي:
أ- أن تكون جميع الأعمال المالية المتصلة بالاستثمار بواسطة المضارب المشترك (المصرف)، وذلك بفتح حساب جارٍ للمضاربة.

ب- الالتزام بسجلات مضبوطة في حدود استثمار مال المضاربة.

ت- فتح ملف خاص لكل عملية مضاربة، يوجد فيها كل ما يتعلق بالمضاربة.

¹ - يقصد بالتنضيق التقديري: من نضّ المال إذا ظهر وحصل، فيقال نضّ الدين إذا تيسر الدائن، ويقال نضّ الثمن إذا حصل وتعلج، وفي الاصطلاح الفقهي هو تحويل المتاع إلى عين (دراهم ودنانير) ويستعمل الفقهاء هذا اللفظ في باب المضاربة. فيقولون: نضّ المال ويعنون به صيرورته نقداً بعد أن كان متاعاً (سلع وبضائع). وبالتنضيق يظهر الربح في المضاربة، لكن في المضاربة المشتركة يصعب فيها التنضيق الحقيقي فيتم اللجوء إلى التنضيق التقديري، أي يتم تقدير الأرباح في كل سنة بالنسبة إلى رأس المال ومن ثم توزيعها على أصحاب الأموال بحسب كل مال وفترة استثماره. محمد عثمان شبير: المعاملات المالية المعاصرة.

² - العلي، صالح حميد. (2013). المصارف الإسلامية (ط.1). دمشق: منشورات جامعة دمشق، ص265.

³ - النجار، طلال أحمد اسماعيل. (2002). المضاربة المشتركة ومدى تطبيقها في المصارف الإسلامية في فلسطين. رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة، ص34 - 36.

- ث- تزويد المصرف بجميع المعلومات التي تتعلق بسير عملية المضاربة، ابتداءً من ساعة التنفيذ وحتى نهاية العقد.
- ج- الاتفاق على كيفية توزيع الأرباح.

الطرف الثالث: المضارب المشترك (المصرف الاسلامي)

- الأعمال التي تكون على عاتق المضارب المشترك هي ما يلي:
- أ- يقوم المضارب المشترك بجمع الأموال من المودعين، ودفعها إلى الراغبين من المضاربين، لاستثمارها في المجالات الانتاجية وفق ضوابط معينة.
- ب- يتولى الاشراف على مجريات تنفيذ عقد المضاربة حسب شروط العقد، فيعمل على تطبيق عقد المضاربة المطلقة مع الطرف الأول (أصحاب الأموال)، وتطبيق عقد المضاربة المقيدة مع الطرف الثاني (رجال الأعمال) وذلك من أجل الحفاظ على أموال المودعين.¹
- ت- القيام بعمل عدد من المضاربات الفرعية المختلفة، بهدف تحقيق تنمية رأس مال المضاربة، ويكون حساب كل مضاربة منفصلاً عن الأخرى.
- ث- يتحمل المصرف جزءاً من الخسارة التي تقع على رأس المال أثناء عملية المضاربة إذ شارك بجزء من ماله في عملية الاستثمار، لأنه شريك في رأس المال باعتباره رب مال.

ث- حكم ضمان رأس مال المضاربة المشتركة:

- لا يصح ضمان رأس مال المضاربة سواء كانت مضاربة خاصة أم مشتركة ولو تبرعاً وإلا فسدت المضاربة، وبناءً عليه لا يجوز للمصرف التبرع بالضمان للمودعين، لأنّ المضارب أمين وكما أنّه تبرع بضمان ما ليس مضموناً بالأصل، وكذلك ينطبق هذا الحكم الشرعي على الكفيل المشروط على المضارب، لكن يجوز لطرف ثالث غير أطراف المضاربة التبرع بالضمان باعتباره إحساناً.²
- إلا أنّ هنالك تخريج فقهي لهذه القضية وهو: "تخريج رأس مال المضاربة على أساس التكافل الاجتماعي بين المستثمرين، فينشأ صندوق اسلامي تعاوني يقوم على أساس اقتطاع جزء من أرباح المضاربة لمواجهة مخاطر الاستثمار، وممن ذهب إلى ذلك الدكتور حسن عبد الله الأمين. حيث اعتمد في تخريجه هذا على قول بعض فقهاء المالكية بجواز اشتراط جزء من ربح المضاربة لغير رب المال والمضارب فيه لأنه من باب التبرع. وذكر أنّه قد يضاف إلى ذلك سهم الغارمين من مصارف الزكاة. والتبرعات التي يضعها أصحابها لهذا الغرض. وهذا من قبيل التأمين التعاوني الذي أجازته الاسلام.³
- ونلاحظ استخدام هذا التخريج الفقهي في المصارف الاسلامية حيث تعتمد البنوك الاسلامية إلى تكوين ما يسمى احتياطي مخاطر الاستثمار.⁴

1 - المضاربة المطلقة: هي التي تتم بدون قيود وذلك بأن يمنح صاحب المال مال إلى المضارب بدون قيد يذكر في إطار السريعة الإسلامية. أمّا المضاربة المقيدة: فهي عكس المطلقة فيتم تقييدها من قبل صاحب المال بالمكان أو الزمان أو بالأشخاص الذي سيتم التعامل معهم وغير ذلك من القيود في إطار الشريعة الإسلامية.

2 - الزحيلي، وهبة. (2002). مرجع سبق ذكره، ص499.

3 - شبير، محمد عثمان. (2007). مرجع سبق ذكره، ص351.

4 - احتياطي مخاطر الاستثمار: وهو المبلغ الذي يجنيه البنك من أرباح أصحاب حسابات الاستثمار المطلق بعد اقتطاع نصيب المضارب لتغطية أية خسائر محتملة لأصحاب حسابات الاستثمار ناجمة عن الاستثمار المشترك في نهاية الدورة المالية. وفي سورية يتم اقتطاع ما لا يقل عن 10% من إجمالي دخل الاستثمارات المشتركة وفقاً لأحكام المرسوم التشريعي رقم (35) لعام 2005م.

ثانياً- المضاربة المنفردة: سيتم التطرق إلى تعريفها - خطوات تنفيذها.

أ- تعريف المضاربة المنفردة: وهي أن يقدم المصرف الاسلامي التمويل لمشروع معين ويقوم العامل بالأعمال اللازمة، والأرباح حسب الاتفاق، وقد قللت المصارف الاسلامية من هذا النوع إلى حد انعدامه، وذلك نتيجة ممارسات الأفراد البعيدة عن روح الشرع الحنيف، ويصلح هذا النوع من التمويل للمشروعات الصغيرة. وفي حال وجود دور للقيم والأخلاق في المعاملات المالية كالصدق والأمانة وغيرها فإن هذا النوع من التمويل له دور كبير في بناء الصناعات الصغيرة والحرف وغيرها.¹

ب- خطوات تنفيذ المضاربة المنفردة:²

- ❖ **طلب التمويل**: يتقدم العميل بطلب تمويل بالمضاربة من أجل تمويل مشروع معين، ويقوم المسؤولون بالبنك بطرح بعض الاسئلة والاستفسارات عليه من أجل تكوين وجهة نظر مبدئية عن العملية.
- ❖ **البحث والدراسة**: يقوم القسم المختص أو الادارة بتقييم جدوى المشروع وتقييم السمعة المالية والانتمائية عن العميل وخبراته وممارساته في النشاط المطلوب تمويله مضاربة، ومن ثم إعداد تقرير شامل ورفعها إلى السلطة المفوضة.
- ❖ **اتخاذ القرار**: تقوم السلطة المفوضة إما بالموافقة أو الرفض المسبب أو التعديل على بعض بنود التقرير بما فيه مصلحة الطرفين.
- ❖ **تنفيذ القرار**: في حال الموافقة يتم إخطار العميل لإعداد المستندات المطلوبة وتجهيز العقد للتوقيع بين الطرفين (العميل - المسؤول عن البنك الاسلامي).
- ❖ **المتابعة والتقويم**: بعد توقيع العقد، تبدأ عملية المتابعة وقد تكون إما ميدانية، عن طريق زيارات ميدانية وإجراء المقابلات الشخصية مع العملاء، أو مكتبية، عن طريق طلب تقارير دورية من العميل.
- ❖ **قياس النتائج وتوزيع العوائد**: في نهاية مدة المضاربة يتم إعداد الحسابات الختامية، فإذا كانت تشير إلى وجود ربح فيتم توزيعه حسب الاتفاق، وإن كانت تشير لوجود خسارة فيتحملها المصرف (صاحب المال) ما لم يكن للمضارب يد في الخسارة عن طريق التعدي أو الإهمال أو التقصير أو مخالفة الشروط.

ثالثاً- المضاربة المنتهية بالتملك: سيتم التطرق إلى تعريفها - خطوات تنفيذها.

- أ- تعريف المضاربة المنتهية بالتملك: وهي مضاربة استثمارية بين المصرف وعميله، يكون المصرف هو صاحب المال، ويحق للمضارب (العميل) الحلول محلّ المصرف في الملكية دفعةً واحدة، أو على دفعات، حسب الشروط.³
- ب- خطوات تنفيذ المضاربة المنتهية بالتملك: من خلال التعريف السابق نستنتج خطوات تنفيذ هذه المضاربة.

¹ -- المغربي، محمد الفاتح محمود. (2016). مرجع سبق ذكره، ص217.

² - المغربي، عبد الحميد، والشريني، صفاء. (2004). مرجع سبق ذكره، ص164.

³ - العلي، صالح حميد. (2013). مرجع سابق، ص264.

الجدول رقم (2) يبين خطوات تنفيذ المضاربة المشتركة

1	يقوم العميل بالتقدم إلى المصرف بطلب لتمويل مشروع معين على أن يرفق مع هذا الطلب دراسة جدوى للمشروع. أو يقوم بتقديم فكرته عن المشروع بحيث يكون محدداً ومعلوماً لديه من أجل أن يقوم المصرف بدراسته وتقدير نتائجه المحتملة.
2	يقوم المصرف بدراسة جدوى المشروع وتقدير نتائجه المحتملة. بالإضافة إلى دراسة المركز المالي والائتماني للعميل في ضوء استراتيجية التمويل بالمضاربة.
3	بعد الدراسة والموافقة من قبل المصرف، يقدم المصرف وعداً للمضارب بالتنازل عن حصته له.
4	يمنح المصرف التمويل اللازم للمضارب من خلال فتح حساب جارٍ للمضاربة.
5	يتقاسم البنك والمضارب الأرباح، على أن يُجَنَّب نصيب المضارب أو جزء منه حسب الاتفاق المسبق إلى أن يبلغ حصة المصرف في المشروع.
6	بعد استرجاع المصرف حصته، يتنازل عن ملكيته في المشروع للمضارب ويصبح المشروع مملوكاً للمضارب.

الجدول من إعداد الباحث

فهذا النوع من المضاربة يتضمن العناصر التالية:1

- ❖ شركة مضاربة في بدايتها.
- ❖ وعد من المصرف ببيع حصته للمضارب.
- ❖ بيع المصرف حصته للشريك جزئياً أو كلياً، (فالمضارب يصبح شريكاً في السلعة عندما يدفع أول قسط، بالإضافة لكونه مضارباً).
- ❖ شركة عنان ومضاربة عند تسديد المضارب أول حصة للمصرف.

خ- الآثار الاقتصادية للمضاربة:2

1. الإسهام في عملية التنمية من خلال توسيع النشاطات الاقتصادية وذلك اعتماداً على الربط بين المال الذي يمتلكه أحد طرفي المضاربة والعمل الذي يستخدم هذا المال.
2. الإسهام في توفير فرص الاستخدام لكل من العمل الذي لا تتاح له الفرصة لاستخدامه وكذلك رأس المال الذي لا يتم استخدامه، وبالتالي فإنها تسهم في حل مشكلة البطالة من جهة، ومشكلة تجميد الأموال (الاكتناز) من جهة أخرى.
3. تسهم المضاربة في التقليل من التفاوت في توزيع الدخل، وذلك من خلال حصول العمل على حصة من الأرباح التي تتحقق نتيجة المضاربة، وأيضاً من خلال عدم انفراد رأس المال في الحصول على عائد ممارسة النشاطات الاقتصادية.

1 - العلي، صالح حميد. (2013). مرجع سابق، ص264.

2 - خلف، فليح حسن. (2005). البنوك الإسلامية (ط.1). إربد: عالم الكتاب الحديث للنشر والتوزيع، 228.

4. تحقيق درجة أكبر في تخصيص الموارد، وذلك من خلال توجيه الموارد نحو المجالات التي يمكن أن تحقق أكبر عائد ممكن فيها نتيجة استخدام المال من قبل المضاربين والذي يفترض توفر الخبرة والقدرة فيهم من أجل استخدام هذه الأموال بالشكل الذي يحقق أكبر عائد ممكن.

5. إيجاد شركات كبيرة في الاقتصاد، حيث تقوم بتلقي الأموال الضخمة من أرباب الأموال ومن ثم استثمارها في المشاريع والقنوات الاستثمارية الضخمة والتي تلعب دوراً في دفع عجلة النمو الاقتصادي.

ج- مجالات تطبيق المضاربة

إنَّ عقد المضاربة يدخل في جميع الأنشطة الاقتصادية من: زراعة – صناعة – تجارة – ومختلف الأنشطة الخدمية الحديثة حيث أنَّ هذه الأنشطة تعتبر العنصر الأساسي لعملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية عكس ما كان قديماً باقتصار المضاربة على التجارة حيث كانت تمثل النشاط الأساسي آنذاك.¹

¹ - ابو زيد، محمد عبد المنعم. (2000). مرجع سابق، ص45.

ثالثاً: المشاركة

يُعتبر أسلوب التمويل بالمشاركة من أبرز المنتجات المالية التي أنتجتها الهندسة المالية الإسلامية في المصارف الإسلامية على الرغم من قدمها، وقد برزت أهميتها في الأزمنة المالية الأخيرة كأسلوب شرعي بديل عن الإقراض بالفائدة وهي أسلوب مرن يمكن أن يلبي احتياجات الكثر من المتعاملين من خلال إحداث توازن اجتماعي عادل متماشياً مع القاعدة الفقهية قاعدة الغنم بالغرم (الربح والخسارة).

أ- تعريف المشاركة ومشروعيتها:

ويطلق عليها المشاركة التمويلية أو المشاركة في رأس المال (مشاركة مال - مال). ولها عدة تعريفات لكن أوسعها شمولاً هو التعريف الآتي:

هي عقد بين اثنين فأكثر على إنشاء عمل أو مشروع صناعي أو تجاري أو زراعي، بقصد الاسترباح أو تحقيق الربح. وشركات العقود ثلاثة أنواع: شركة أعمال أو صنائع، شركة وجوه، شركة أموال.

فإذا تساوى الشريكان في رأس المال والتصرف والدين أو الملة، فهي شركة مفوضة وهي نادرة في الحياة العملية.

وإذا تفاوت الشريكان في المال أو التصرف أو العمل أو المسؤولية بأن يكون رأس مال أحدهما أكثر من الآخر، أو يكون أحدهما مسؤولاً عن إدارة الشركة والآخر غير مسؤول، فهي شركة عنان وهي كثيرة الحصول في الحياة العملية ولا سيما في المصارف الإسلامية، حيث يساهم المصرف في تمويل المشروع، ويفوض العميل بإدارة أعمال الشركة واستثمار المال، ويكتفي المصرف بالرقابة.

وهذه الشركات كلها من شركات الأشخاص، وتتصف بصفة الاشتراك الدائم إلى انتهاء مدة الشركة أو فسخها أو إنجاز مهمتها وعملها، والعمل فيها إما من كلا الشريكين أو أحدهما.

ويوزع الربح بحسب الاتفاق، والخسارة بنسبة حصة كل منهما في رأس المال مالم يتلف بيد الشريك بالتعدي أو التقصير في الحفظ، ويمكن أخذ ضمان أو رهن من الشريك¹.

وتم الاعتماد على هذا التعريف لأنَّ هناك تعاريف تخلط ما بين المشاركات التي تقوم بها المصارف الإسلامية وما بين استثمارات تلك المصارف في الأوراق المالية، ذلك لأنَّ التقارير المالية للمصارف الإسلامية تفصل ما بين المشاركة وما بين الاستثمار في الأوراق المالية (أدوات حقوق ملكية - صكوك - صناديق استثمارية...) في قوائمها المالية.

مشروعية المشاركة:

أدلة مشروعية المشاركة كثيرة من الكتاب والسنة والإجماع.

❖ من القرآن الكريم: قوله تعالى "إِنَّ هَذَا أَخِي لَهُ تِسْعٌ وَتِسْعُونَ نَعَجَةً وَلِي نَعَجَةٌ وَاحِدَةٌ فَقَالَ أَكْفُلْنِيهَا وَعَزَّنِي فِي الْخِطَابِ (23) قَالَ لَقَدْ ظَلَمَكَ بِسُؤَالِ نَعَجَتِكَ إِلَى نِعَاجِهِ وَإِنَّ كَثِيرًا مِّنَ الْخُلَطَاءِ لِيَبْغِي بَعْضُهُمْ عَلَى بَعْضٍ إِلَّا الَّذِينَ آمَنُوا وَعَمِلُوا الصَّالِحَاتِ وَقَلِيلٌ مَّا هُمْ وَظَنَّ دَاوُودُ أَنَّمَا فَتَنَّاهُ فَاسْتَغْفَرَ رَبَّهُ وَخَرَّ رَاكِعًا وَأَنَابَ ﴿٢٤﴾" [ص:24]

¹ - الزحيلي، وهبة. (2002). مرجع سبق ذكره، ص432.

❖ **السنة الشريفة:** ما يرويه رسول الله صلى الله عليه وسلم عن ربه، فيقول: **إنَّ الله تعالى يقول: "أنا ثالث الشريكين ما لم يخن أحدهما صاحبه، فإذا خانه خرجت من بينهما"** [رواه أبو داود: 256/3 رقم 3383]

❖ **الاجماع:** وقد نقل غير واحد من أهل العلم الاجماع على جواز الشركة في الجملة. قال ابن قدامة: وأجمع المسلمون على جواز الشركة في الجملة وإنما اختلفوا في أنواع منها.¹

ب- شروط صحة المشاركة:²

- 1- أن يكون رأس مال المشاركة من النقود المحددة والمعروفة ومن العملات المتداولة. وإذا كانت حصة بعض الشركاء عينية فيجب تقييمها بدقة مراعاة للعدل في تقدير وتقييم حصص الشركاء، إذ ستتخذ كأساس لتوزيع الأرباح والخسائر بعد ذلك.
- 2- يجوز عدم تساوي حصة الشركاء في رأس مال المشاركة، وكل شريك غير مجبر على إدخال جميع نقوده وأمواله في رأس المال.
- 3- يجوز أن تكون السمعة التجارية – الشهرة والصورة الذهنية الطيبة – والثقة الفنية حصة في الشركة، مثل شركات الوجوه والصنائع.
- 4- أن يكون رأس المال معلوماً وموجوداً ويمكن التصرف فيه ولا يكون ديناً.
- 5- أن يكون الربح نسبة شائعة ومعلومة وليس محدداً بمقدار معين من المال، وكل ما يؤدي إلى الجهالة في الربح أو قطع الشركة فيه يفسد المشاركة.
- 6- يجوز أن ينفرد أحد الشركاء بالعمل ويشتركوا في الربح بنسبة متساوية، كما يجوز أن يختلفوا في الربح برغم تساويهم في المال.
- 7- في حالة عمل جميع الشركاء في إدارة الشركة، يجوز أن يكون حصص بعضهم في الربح أكبر من نسبة حصصهم في رأس المال، نظراً لأنَّ الربح في شركة العنان هو عائد رأس المال والعمل، والعمل مما يجوز التفاوت فيه، فقد يكون أحد الشركاء أبصر بالتجارة من غيره.
- 8- أن تكون الخسارة بقدر حصة كل شريك أو رأس المال، أي أنَّ تحمل الخسارة تكون بقدر حصة كل شريك في رأس المال في جميع الأحوال وليس على ما اشترطوا عليه.
- 9- أن يكون كل شريك أهلاً للتوكيل والتوكّل، بمعنى أن يكون متمتعاً بالأهلية التي تمكنه من أن يكون أصيلاً في عمله للشركة ووكيلاً في آن واحد، فهو أصيل باعتبار أنَّه يعمل في ماله، ووكيل باعتبار أنَّه لا يعمل في ماله فحسب بل مخلوطاً بمال غيره.
- 10- أن تكون يد كل شريك في كل ما يتعلق بأموال وأعمال الشركة يد أمانة، فلا يضمن ما أُلّف إلا حيث قصّر أو تجاوز حدود الأمانة، وإذا لم يُقَصَّر يلزم به كل الشركاء.
- 11- أنَّ عقد الشركة غير لازم في حق الطرفين، فلكل شريك أن يفسخ العقد متى شاء بشرط أن يكون ذلك بحضور الطرف أو الأطراف الأخرى. وإن لم يتم ذلك الحضور فلا يتحقق الفسخ ولا تصبح له أهمية، وجواز الفسخ هنا مقيد بما إذا لم يترتب عليه ضرر، فإن تترتب عليه ضرر مُنِع من الفسخ حتى يزول المانع.

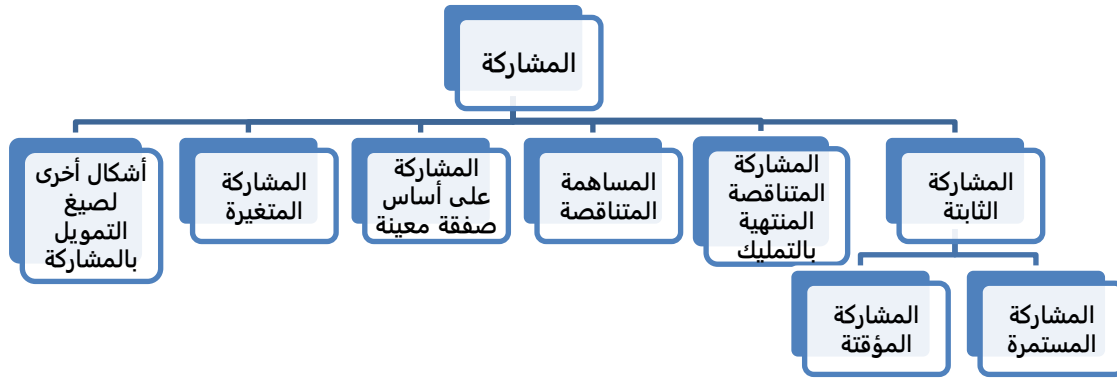
¹ - أبو الهيجاء، إلياس عبد الله. (2007). تطوير آليات التمويل بالمشاركة في المصارف الإسلامية. رسالة ماجستير، جامعة اليرموك، الأردن، ص43.

² - انظر:

- الاسرج، حسين. (2011، 30 أكتوبر). تفعيل دور التمويل الإسلامي في تنمية المشروعات الصغيرة والمتوسطة. استرجعت في تاريخ 29 كانون الثاني، 2018 من <https://mpira.ub.uni-muenchen.de/34398/>
- المغربي، عبد الحميد، والشربيني، صفاء. (2004). مرجع سبق ذكره، ص169-170.

ت- تطبيقات المشاركة في المصارف الاسلامية:

تتخذ المشاركة في المصارف الاسلامية أشكال عديدة منها



أولاً- المشاركة الثابتة: سيتم التطرق إلى تعريفها وأنواعها وخطواتها.

أ- تعريف المشاركة الثابتة:

وتسمى مشاركة ثابتة عندما يدخل شريكين أو عدة شركاء (الذي قد يكون مصرفاً) في تمويل مشروع معين، في إطار القواعد الشرعية الحاكمة لعملية المشاركة، ويترتب عليها أن يكون المصرف شريكاً ليس فقط في رأس المال ولكن أيضاً في إدارة المشروع والإشراف عليه، أما نتائج هذه المشاركة فهي تتوزع بين أطرافها كل حسب حصته في رأس المال، سواء في حالة الربح أو الخسارة، مع تخصيص جزء من العائد للشريك القائم على إدارة الشركة.¹ وتسمى أيضاً المشاركة الدائمة أو المشاركة في رأس مال المشروع وفيها يشارك المصرف شخصاً واحداً أو أكثر في تمويل جزء من رأس مال مشروع معين لا يقل عن 15% من رأس مال المشروع.² ويأخذ المشروع الممول بطريقة المشاركة أحياناً شكلاً قانونياً ثابتاً مثل المساهمة أو التوصية بأسهم أو التوصية البسيطة أو التضامن أو المسؤولية المحدودة (حسب طبيعة المشروع وحجمه)، فتحدد العلاقة بين المصرف والشريك أو الشركاء في ضوء هذا الإطار القانوني الوضعي، فإذا كانت شركة مساهمة كان المصرف مالكا لأسهم معينة تمكنه من التأثير في سياسة الشركة من خلال الجمعية العمومية أو مجلس الإدارة، كما أن نصيبه من النتائج يتوقف على هذه الملكية.

ب- ويمكن تقسيم المشاركة الثابتة إلى:

✓ المشاركة الثابتة المستمرة (الدائمة).

✓ المشاركة الثابتة المنتهية (المؤقتة).

المشاركة الثابتة المستمرة (الدائمة): وفيها يشترك المصرف مع طرف آخر أو أكثر دون تحديد مدة للشركة، ويكون المصرف شريكاً في المشروع طالما أنه موجود يعمل، وهذا النوع من المشاركة يجب أن يوضع في الإطار القانوني الذي يكفل له الاستمرار، وعند ذلك تتحدد العلاقة بين الأطراف في ضوء القواعد القانونية الواردة على مثل هذه الأشكال القانونية وفيما لا يتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية.

¹ - طابيل، مصطفى كمال السيد. (1999). القرار الاستثماري في البنوك الإسلامية (ط1). طنطا: مطابع غباشي، ص193.

² - محمد الطاهر، قادري، البشير، جعيد، وعبد الكريم، كاكى. (2014). مرجع سبق ذكره، ص40.

³ - الغريب، ناصر. (2005). التمويل المصرفي الإسلامي. قُدم إلى ندوة التطبيقات الاقتصادية الإسلامية المعاصرة، البنك الإسلامي للتنمية

- المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، ص289.

المشاركة الثابتة المنتهية (المؤقتة): وفيها يشترك المصرف مع طرف آخر أو أكثر لفترة معينة يتم في النهاية تصفية الشركة وحصول كل طرف على حقوقه. بمعنى أن المشاركة الثابتة المنتهية تكون في ملكية مشروع معين، إلا أن الاتفاق بين المصرف والشركاء يتضمن توقيتاً معيناً للتمويل مثل دورة نشاط تجاري أو دورة مالية أو عملية مقاولات أو توريد صفقة معينة بالمشاركة أو غيرها. فالمشاركة الثابتة المنتهية تكون فيها الواجبات التي يتحملها المصرف أو الحقوق التي يحصل عليها ثابتة لأن مشاركتها ثابتة، وتسمى منتهية لأن الشركاء حددوا أجلاً للعلاقة فيما بينهم.

ت- إجراءات عملية التمويل بالمشاركة (خطواتها):¹

- 1. طلب التمويل بالمشاركة:** يتقدم العميل المستثمر إلى البنك الاسلامي بمشروعه مقترحاً الصيغة التي يريد أن يتعامل بها. والبنك الاسلامي بشكل عام لا ينتظر حتى يأتيه العملاء فهو يقوم أيضاً ببحث الفرص الاستثمارية المتاحة في البيئة من خلال عدة مصادر منها: الدراسات والتحليلات الميدانية والمكتبية التي يقوم بها، البيانات الاحصائية المنشورة عن خطة الدولة، دراساته عن السوق والعملاء والمنافسين وغيرها، الدراسات التي تقوم بها إدارات البحوث والتطوير وإعداد دراسات الجدوى وغيرها من المصادر التي تجذب المستثمرين.
- 2. إعداد الدراسات المبدئية لجدوى المشاركات المطروحة:** يقوم البنك الاسلامي بدراسة جدوى المشاركات المطروحة من خلال ما يلي:
 - معلومات عن العميل وسمعته، وخبراته في موضوع مشروعه، وكفاءته وحسن إدارته.
 - جدوى المشاركات من الناحية الاقتصادية والفنية لضمان الربحية المناسبة.
 - جدوى المشاركات من الناحية الاجتماعية لضمان أهميتها على المستوى الاجتماعي العام.
- 3. الاتفاق على الاسلوب المناسب للتمويل بالمشاركة:** بعد اجتياز المشروع الدراسات المبدئية بنجاح، يتفق المصرف مع عميله حول الأسلوب الأفضل للتمويل بالمشاركة وذلك مع مراعاة مختلف ظروف وقدرات كل منهما سواء كانت مالية – مادية – فنية.
- 4. استكمال البيانات والمستندات والوثائق:** استكمال البيانات الناقصة عن العميل من مختلف النواحي الاقتصادية والفنية والمالية والموقف السوقي والقانوني وغيرها. وقد يلجأ البنك إلى زيارات ميدانية للعميل.
- 5. تحليل حالة العميل:** بعد تجميع البيانات عن العميل، وفي ضوء الزيارات الميدانية، يتم إجراء التحليل المالي عن العميل من أجل الوقوف على أبعاد عملية المشاركة من حيث المخاطر المتعلقة بها، مقدار المشاركة من كل طرف ومدتها ومقدار الأرباح أو الخسائر وغيرها..
- 6. اتخاذ قرار التمويل:** بعد تجاوز الخطوات السابقة بنجاح، يتخذ البنك قراره بالموافقة، ويتم إبلاغ العميل بذلك مع تحديد نصيب كل طرف في المشاركة في رأس المال.
- 7. تحديد إدارة مشروع المشاركة:** في المشاركات التي تتم بين البنك وعملائه، غالباً ما يؤدي العميل الجزء الأكبر من العمل كإدارة المشروع، ويحتفظ البنك الاسلامي لنفسه بحق الاشراف، وترتفع النسبة المخصصة للإدارة وتنقص بحسب حجم العمل المطلوب، والمدة

¹ - المغربي، عبد الحميد، والشربيني، صفاء. (2004). مرجع سبق ذكره، ص171- 174.

التي تستغرقها المشاركة، وغالباً ما تتراوح 15 - 45% والباقي يتم تقسيمه بين البنك وعميله حسب حصصهما في رأس المال.

8. توقيع عقد المشاركة.

9. تنفيذ عملية المشاركة: في هذه الخطوة يتم دفع كامل قيمة رأس المال أو تُحضر السلع، وتُجهز الآلات والمعدات، ويُجهز المكان المعد لممارسة المشروع، وتُنشط عمليات الإنتاج أو البيع والشراء.... ويتم فتح حسابات المشاركة لتُسجل بها نتائج الأعمال أول فأول.

10. ضمانات عملية المشاركة: يتم أخذ الضمانات تحسباً لعمليات التعدي والتقصير.

11. توزيع عوائد المشاركة: يتم توزيع العوائد حسب الاتفاق بين الطرفين.

12. متابعة وتقويم المشاركة: يتم المتابعة والتقويم من قبل الشركاء حتى يتم اكتشاف الانحرافات وتصويبها قبل أن تتراكم وتزداد أعبائها على الشركاء.

13. تصفية عملية المشاركة: يتم عادةً تحديد مدة تقريبية لتصفية المشاركة، وكما أن للمشاركين أن يتفقوا على تصفية المشاركة قبل الوقت المحدد، وللمشاركين بصفة عامة أن يغيروا من شروط عقد المشاركة ما لم يكن هناك محذور شرعي.

ثانياً- المشاركة المتناقصة المنتهية بالتمليك: سيتم التطرق إلى تعريفها وصورها وخطوات تطبيقها.

أ- تعريف المشاركة المتناقصة المنتهية بالتمليك:

وهي شركة يعطي المصرف فيها الحق للشريك في الحلول محله في الملكية دفعة واحدة، أو على دفعات حسبما تقتضيه الشروط المتفق عليها.

فهي تتفق مع الشركة الدائمة من حيث أن المصرف الذي يأخذ صفة الشريك يتمتع بكامل حقوق الشريك في الشركة الدائمة، وعليه التزامات الشريك.

وتختلف عن الشركة الدائمة في عنصر الدوام والاستمرار، فالمصرف في الشركة المنتهية بالتمليك لا يقصد الاستمرار في الشركة، ويعطي الحق للشريك الآخر في الإحلال محله في ملكية المشروع، في حين أن المصرف في الشركة الدائمة يقصد الاستمرار في الشركة حتى نهايتها وتصفيتها.¹

أهم شروطها:²

✓ عدم التعهد بشراء أحد الطرفين حصة الطرف الآخر بمثل قيمة الحصة عند إنشاء الشركة، لما في ذلك من ضمان الشريك حصة شريكه، بل ينبغي أن يتم تحديد ثمن بيع الحصة بالقيمة السوقية يوم البيع، أو بما يتفق عليه عند البيع.

✓ منع النص على حق أحد الطرفين في استرداد ما قدمه من مساهمة (تمويل).

ب- صور المشاركة المتناقصة المنتهية بالتمليك:

تتعدد صور المشاركة المنتهية بالتمليك إلا أن أهم صور لها هي ما يلي:

الصورة الأولى - المشاركة المتناقصة الحرة: أن يتفق المصرف مع الشريك على أن يكون إحلال هذا الشريك محل المصرف بعقد مستقل يتم بعد إتمام التعاقد الخاص بعملية المشاركة، بحيث يكون للشريكين حرية كاملة في التصرف ببيع حصته لشريكه أو غيره.³

¹ - شبير، محمد عثمان. (2007). مرجع سبق ذكره، ص334.

² - زعتري، علاء الدين. (2005). مرجع سبق ذكره، ص444-445.

³ - عيسى، خلفان حمد. (2016). صيغ الاستثمار الاسلامي (ط1). الأردن: الجندرية للنشر والتوزيع، ص72.

الصورة الثانية - المشاركة المتناقصة بالتمويل المشترك: أن يتفق المصرف مع الشريك على المشاركة في التمويل الكلي أو الجزئي لمشروع ذي دخل متوقع وذلك على أساس اتفاق المصرف مع الشريك الآخر لحصول المصرف على حصة نسبية من صافي الدخل المحقق فعلاً مع حقه بالاحتفاظ بالجزء المتبقي من الأيراد أو أي قدر ما يُتفق عليه ليكون ذلك الجزء مخصصاً لتسديد أصل ما قدمه المصرف من تمويل، وعندما يقوم الشريك بتسديد ذلك التمويل تؤول الملكية له وحده.¹

الصورة الثالثة - المشاركة المتناقصة بالمشاركة بطريقة الأسهم: يحدد نصيب كل من المصرف وشريكه في الشركة على صورة أسهم تمثل مجموع قيمة الشيء موضوع المشاركة، يحصل كل من الشريكين على نصيبه من الأيراد المحقق، وللشريك إذا شاء أن يقتني من هذه الأسهم المملوكة للمؤسسة عدداً معيناً كل سنة، بحيث تكون الأسهم الموجودة في حيازة المصرف، متناقصة إلى أن يتم تملك شريك المصرف الأسهم بكاملها، فتصبح له الملكية المنفردة للمشروع أو المؤسسة دون شريك آخر. وهذه الصورة هي الأكثر شيوعاً وانتشاراً بين المصارف الإسلامية.²

ت- الخطوات العملية لتطبيق المشاركة المتناقصة المنتهية بالتمليك:

تمر المشاركة المتناقصة المنتهية بالتمليك بعدد من المراحل المختلفة، يتخللها خطوات عملية، تتنوع حسب طبيعة ونوع المشروع المراد إنشاؤه، وهي تختلف بين مصرف وآخر، وهي بشكل عام كما يلي:³

- 1- يقدم العميل طلباً للمصرف الإسلامي للمشاركة المتناقصة في مشروع استثماري، مع تقديم دراسة الجدوى الاقتصادية للمشروع، وبعض الوثائق كسند الملكية والترخيص الرسمي من الدولة التي يوجد فيها المشروع.
- 2- يدرس المصرف الموضوع والمستندات المرفقة.
- 3- إذا وافق المصرف على المشاركة تحدد الأمور الآتية:
 - أ- قيمة التمويل الذي يقدمه المصرف وكيفية الدفع وشروطه.
 - ب- تحديد الضمانات المطلوبة رهن عقار لصالح المصرف.
 - ج- كتابة العقد والتوقيع عليه.
 - د- فتح حساب خاص بالشركة.
 - هـ- توزيع الأرباح يكون بحسب الاتفاق الخسارة بقدر رأس المال.
- 4- يتفق المصرف مع عميله على طريقة معينة لبيع حصته في رأس المال تدريجياً، جزئياً أو كلياً. وذلك وفق صور المشاركة المنتهية بالتمليك.

ثالثاً- المساهمة المتناقصة:

التمويل بالمساهمة المتناقصة في المصرف الإسلامي هي صيغة بديلة عن التمويل بالقروض المتوسطة والطويلة الأجل في المصارف التقليدية لأنّ المساهمة تعني استمرارية المشاركة بين المصرف والعميل لمدة أطول منه في حالة المشاركة المتناقصة التي توحى بأنّ المصرف سيخرج

¹ - القراري، عبد اللطيف حمزة. (2011). مرجع سابق، ص39.

² - الكواملة، نور الدين عبد الكريم. (2006). المشاركة المتناقصة وتطبيقاتها المعاصرة - البنك الإسلامي الأردني نموذجاً. رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية العالمية، ماليزيا، ص39.

³ - انظر:

- الزحيلي، وهبة. (2002). مرجع سبق ذكره، ص435.

- شبير، محمد عثمان. (2007). مرجع سبق ذكره، ص335.

بعد مدة معينة بشكل تدريجي في إطار ترتيب منظم ومتفق عليه، وبالتالي تمثل المساهمة المتناقصة وسيلة لتمويل الاستثمارات المتوسطة والطويلة الأجل في جميع مجالات الاستثمار والتنمية.¹

رابعاً- المشاركة على أساس صفقة معينة:

دخول المصرف شريكاً في عمليات استثمارية مستقلة عن بعضها- حتى بالنسبة للمشروع الواحد، وتختص بنوع معين أو عدد محدد من السلع، ويطلب البنك من العميل مساهمة مالية تصل إلى 30% أو أكثر من رأس المال خاصة في عمليات التجارة الداخلية أو الخارجية، ويمكن أن تنتقل الملكية للشريك إذا رغب في شراء نصيب المصرف بعقد جديد ووافق على ذلك المصرف.² وتتميز هذه المشاركة في أنها تجعل دورة رأس المال أكثر سرعة إذ كلما انتهت العملية استخلص البنك رأس ماله وقدمه في عملية أخرى، كما أنها تجعل البنك يخفض من النسب التي يطالب بها في الأرباح، علماً أنه في النهاية يربح أكثر بالنظر لعدد العمليات التي يشارك فيها، وتتميز أيضاً بتوزيع المخاطر الناتج عن تنوع الاستثمارات وتوزيعها بين عمليات مختلفة.³

خامساً - المشاركة المتغيرة: سيتم التطرق إلى مفهومها وآلية تطبيقها.

أ- مفهوم المشاركة المتغيرة:

وهي البديل عن التعامل بالحساب الجاري المدين في المصارف التجارية حيث يتم تمويل العميل بدفعات نقدية حسب احتياجه ثم يأخذ البنك حصته من الأرباح الفعلية في نهاية العام وفقاً للنتائج المالية للمشروع.

وصيغة المشاركة قد تكون طويلة الأجل (والتي تأخذ شكلاً قانونياً كشركة تضامن أو شركة توصية) أو متوسطة الأجل (كالمشاركة المنتهية بالتملك) أو قصيرة الأجل (كالاعتمادات المستندية). وبالتالي فإن صيغة المشاركة تتميز بتعدد أنواعها.⁴

ب- آلية تطبيق المشاركة المتغيرة في المصارف الإسلامية:

يتم تنفيذ المشاركة المتغيرة وفق الخطوات الآتية:⁵

1. يتقدم العميل بطلب إلى البنك يحدد فيه مقدار التمويل الذي يتوقع أن يحتاجه لتغطية متطلبات تمويل رأس المال العامل في نشاط قائم مشروع.
2. يرفق العميل مع طلبه دراسة جدوى توضح حجم الأموال المستثمرة ومقدار التمويل المطلوب ومواعيد الاحتياج لهذا التمويل (جدول التدفقات النقدية) ونسبة الربح المتوقع تحقيقه على رأس المال المستثمر.
3. يتم دراسة طلب العميل وفي حالة الموافقة عليه يتم توقيع عقد مشاركة متغيرة بين البنك والعميل يحدد فيه مقدار رأس مال المشاركة وحصّة كل من البنك والعميل في رأس مال المشاركة وحصّة كل منهما في الربح ومدة المشاركة.
4. يتم فتح حساب مشاركة في البنك يتم السحب منه وفقاً للاحتياج الفعلي للتمويل.¹

1 - لعمارة، جمال. (1996). المصارف الإسلامية. الجزائر: دار النبأ، ص93.

2 - الكواملة، نور الدين عبد الكريم. (2006). مرجع سابق، ص26.

3 - المالقي، عائشة الشرفاوي. (2000). مرجع سبق ذكره، ص375.

4 - الأنصاري، بلال صلاح. (2016). الاقتصاد بين الإسلام والنظم المعاصرة (ط1). اليمن: مركز الكتاب اليمني لطباعة ونشر وتوزيع الكتب الجامعية والعلمية، ص251.

5 - البلتاجي، محمد. (2011، 20-19 كانون الثاني). المشاركة المتغيرة - صيغة مقترحة لتمويل رأس المال العامل. قُدم إلى الندوة الفقهية الثالثة لمصرف أبو ظبي الاسلامي - التمويل بالمشاركة الآليات العملية لتطويره، الامارات، ص5-6.

5. حصة العميل في المشاركة تمثل صافي حقوق ملكية الشركاء وفقاً لما هو مثبت في المركز المالي للنشاط كما في 20/ / م والمعتمد من محاسب قانوني خارجي.
6. يودع الشريك في حساب المشاركة الإيرادات المحققة من نشاط المشاركة أولاً بأول ويسحب احتياجاته من التمويل من نفس الحساب.
7. يتم احتساب ربح البنك على حصته في التمويل بطريقة النمر حسب مبالغ وتواريخ كل سحب ونسبة الربح المتوقعة الواردة في دراسة الجدوى.
8. يتم تصفية المشاركة في نهاية مدتها ويتم توزيع الأرباح حسب النتائج الفعلية وبالنسب المتفق عليها في عقد المشاركة، وفي حال زيادة الأرباح الفعلية عن الربح المتوقع- حسبما ورد في دراسة الجدوى- يُعدُّ الفرق حافزاً تشجيعياً للعميل الشريك مقابل حسن إدارته في عملية المشاركة.
9. في حالة تحقق خسارة يتحمل كل طرف حصته منها (البنك والعميل) بقدر حصته في رأس مال المشاركة (بشرط أن يثبت العميل الشريك أن الخسارة تحققت لأسباب ليس له يد فيها وأنه التزم بكل شروط وأحكام عقد المشاركة ولم يقصر في إدارة عملية المشاركة) أما الخسارة الناتجة عن إهمال وتقصير الشريك فيتحملها الشريك ويعوض البنك عن أية خسائر وأضرار لحقت به بسبب هذه الخسارة.
10. في حال رغبة العميل في تجديد التمويل، يتقدم العميل بطلب للبنك لتمديد العقد فترة أخرى.
11. إذا تأخر العميل-المماطل- في سداد مستحقات البنك عن عملية المشاركة، يلتزم بدفع% إضافية من المبلغ المتأخر تصرف في أوجه الخير.
12. ما يتم أخذه من ضمانات من العميل ليس لجبر الخسائر المحققة أو تراجع الأرباح الفعلية عن المتوقعة ولكن مقابل تعدي وتقصير العميل ومخالفته لشروط عقد المشاركة.

سادساً - أشكال أخرى لصيغ التمويل بالمشاركة:

- أولاً: التمويل بالمشاركة مع وعد بشراء حصة الشريك.
 - ثانياً: صيغة المشاركة في رأس المال التشغيلي.
 - ثالثاً: المشاركة بشراء بضاعة وإعادة بيعها.
- هذه الصيغ تختلف عن الصيغ السابقة، إلا أنها لا تخرج عن مضمون حقيقة المشاركة المعروف في الفقه الاسلامي، ولا تخرج كذلك عن المحددات الشرعية لها.

أولاً - التمويل بالمشاركة مع وعد بشراء حصة الشريك:2

أ- مفهوم التمويل بالمشاركة مع وعد بشراء حصة الشريك:

في هذه المشاركة، يتم إنشاء شركة بين المصرف والعميل لشراء السلعة، ثم يقوم المصرف ببيع حصته إلى شريكه.

وهذه الصيغة يمكن أن تكون بديلاً عن المرابحة خاصة فيما يتعلق بالتجارة عن طريق الاعتمادات المستندية.

حيث يقوم المصرف في هذه الصيغة من المشاركة، بمشاركة العميل في تمويل الصفقة التجارية، فيدفع جزءاً منه والجزء الآخر يدفعه العميل، ويوكل المصرف العميل بشراء البضاعة من بلد المنشأ

¹ - من هنا جاءت تسمية المشاركة المتغيرة، حيث أنّ المصرف يقوم بدفع السيولة النقدية المطلوبة وفق التواريخ المحددة والتي قد تتغير وفق الاتفاق الفعلي للمشروع.

² - أبو الهيجاء، إلياس عبد الله. (2007). مرجع سابق، ص 89- 90.

بعد إثبات قيمتها الفعلية في المستندات الخاصة بذلك، ويقوم المصرف بفتح اعتماد مستندي بكامل قيمة البضاعة المراد استيرادها. ويتم تحديد نسبة الأرباح بين المصرف والعميل. ويكون هناك عقد بيع آخر فيما بينهم يتضمن، أنه بعد وصول البضاعة إلى بلد المستورد، يتم شراء حصة المصرف من قبل العميل وقد يكون العقد بينهما بصيغة المراجعة.

ب- آلياتها وخطواتها:

- ❖ طلب تمويل بالمشاركة ووعده بشراء حصة المصرف فيها بتاريخ لاحق.
- ❖ عقد مشاركة لإتمام شراء السلعة، وهذا العقد يتضمن حكم وكالة للعميل بصفته شريكاً.
- ❖ عقد بيع بين العميل (بصفته شريكاً) والبائع لشراء السلعة.
- ❖ المصرف يدفع جزء من الثمن بصفته شريكاً.
- ❖ عقد بيع جديد (بين المصرف وعميله) يتضمن بيع السلعة للعميل بسعر الكلفة، مضافاً إليها مقدار الربح الموعود، وبمواعيد الدفع الموعودة.
- ❖ تنفيذ البيع الجديد بتسليم البضاعة من المصرف (بواسطة وكيله) إلى المشتري.

ثانياً - صيغة المشاركة في رأس المال التشغيلي:

أ- مفهوم صيغة المشاركة في رأس المال التشغيلي:

تقوم هذه الصيغة على إنشاء شراكة بين المصرف وصاحب المنشأة لتمويل رأس المال اللازم لتمويل مشروع معين قائم من ناحية الأصول، ويحتاج فقط لرأس المال لتشغيله، وينسب يتفق عليها. وهنا يتكفل المصرف بتوفير التمويل لشراء احتياجات الانتاج من مواد خام وغيره، ويصبح شريكاً في نتائج أعمال الدورة الانتاجية التي يقوم بتمويلها.¹ وهذه الصيغة مطبقة في المصارف الاسلامية السودانية ويتم فيها دمج صيغة المشاركة مع الاجارة، بحيث يقوم رأس المال التشغيلي كجهة منفصلة باستئجار المنشأة لحساب المشاركة، وتعتبر هذه الشراكة شخصية اعتبارية قائمة بذاتها.

ب- آليات تنفيذ صيغة المشاركة في رأس المال التشغيلي:²

- 1- تقوم هذه الطريقة على احتساب رأس المال الذي تحتاجه المنشأة، وتنشأ مشاركة بين البنك وصاحب المنشأة لتمويل رأس المال اللازم للتشغيل بنسب يتفق عليها، وعادة ما تكون مساهمة الشريك لا تقل عن 10% من جملة رأس المال المقدر للتشغيل.
- 2- تعتبر المشاركة ذات شخصية اعتبارية قائمة بذاتها من الناحية القانونية، وتقوم بموجب ذلك بإيجار (باستئجار) المنشأة الصناعية (المملوكة للشريك) وتدفع مصاريف الإيجار التي ستخصم لاحقاً من عائدات المشاركة وليس لهذه الاجارة علاقة بربح المشروع أو خسارته، ويمكن أن تتم بأحد الأسلوبين:

- ✓ إما أن تكون إجارة معلومة لكل المشروع لسنة مالية معينة أو فترة زمنية متفق عليها للإنتاج، وفي هذه الحالة يتم سداد قيمة الاجارة سواء عملت المنشأة بكامل طاقتها الانتاجية أم لم تعمل، مادام صاحب المنشأة قد وضع موجوداتها تحت التصرف لتنفيذ المشاركة في الانتاج للفترة المتفق عليها.
- ✓ ان يتم الاتفاق على إعطاء إجارة معينة للوحدة المنتجة تدفع عند الانتاج مباشرة.

1 - أبو الهيجاء، إلياس عبد الله. (2007). مرجع سابق، ص90.

2 - لاشين، محمود المرسى. (2003، 25-28 ماي). من أساليب التمويل الإسلامية التمويل بالمشاركة للمشروعات الصغيرة والمتوسطة. بحث مقدم إلى الدورة التدريبية الدولية حول: تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتطوير دورها في الاقتصاديات المغاربية سطيف، الجزائر، ص7-8.

- 3- يتفق على توزيع الارباح والخسائر على الشكل الآتي:
- ✓ نسبة من صافي الربح تعطى للشريك مالك المنشأة كحافز لتسويق المنتجات، وتختلف هذه النسبة من نشاط لآخر ومن مشاركة لأخرى حسب الجهد المبذول في الترويج والتسويق.
 - ✓ يوزع الربح المتبقي بين البنك وشريكه حسب نسبة مساهمة كل منهما في رأس المال وكذلك في حالة الخسارة.
 - 4- بعد الاتفاق على النقاط السابقة، يفتح حساب خاص للمشاركة يورد فيه كل طرف مساهمته.
 - 5- يقدم الشريك ضماناً عقارياً للبنك لضمان عدم التعدي والتقصير.
 - 6- يعين البنك مندوباً يشارك في ادارة أعمال المشاركة في المنشأة، وغالباً ما يكون مسؤولاً عن الادارة المالية والحسابات الخاصة بأعمال المشاركة ويرفع تقارير دورية (شهرية) لإدارة البنك توضح المشتريات والانتاج والمخزون والمصروفات المختلفة والمبيعات ويقوم بإعداد ميزان المراجعة.
 - 7- الإيرادات الناجمة عن بيع المنتجات أو غيرها توضع في حساب خاص للمشاركة، ولا يتم السحب منها إلا بشيكات عليها توقيعين معتمدين أحدهما للشريك والآخر لمندوب البنك.
 - 8- للبنك الحق في مراجعة حسابات المشاركة ومتابعة الانتاج والتسويق في الوقت الذي يراه مناسباً.
 - 9- المصروفات والمشتريات الخاصة بأعمال المشاركة تمول من مال المشاركة، على أن يتحمل الشريك مصروفات أي أصول ثابتة تضاف للمشروع أثناء تنفيذ المشاركة.
 - 10- يتم تصفية أعمال المشاركة في نهاية المدة المتفق عليها، ويكون التصفية إما بواسطة طرفي المشاركة أو بواسطة مراجع قانوني يتفقان عليه، ويتم احتساب قيمة المخزون على النحو الآتي:
 - ✓ المخزون المشتري (مخزون المواد الأولية ونصف المصنعة وغير ذلك) يحسب بأسعار الشراء (التكلفة التاريخية).
 - ✓ المخزون المصنع (المنتجات التامة) يحسب بأسعار السوق.

ثالثاً - المشاركة بشراء بضاعة وإعادة بيعها:

يتم الاتفاق بين المصرف والتاجر طالب التمويل على المشاركة في تمويل شراء بضاعة ما بتكلفة معلومة، ثم يفتح حساب بالمصرف خاص بالصفقة تورد فيه مساهمة كل من الشريكين وتسجل فيه كل المعاملات المتعلقة بتلك الصفقة، ويفوض المصرف شريكه في عرض وتسويق البضاعة المشتراة، ويأخذ عليه من الشروط ما يطمئنه على انجاز العملية بما يحقق مصلحة الطرفين، ويتقاضى الشريك نسبة من الربح مقابل قيامه بالعرض والتسويق، ويوزع الباقي بنسبة مساهمة كل منهما.¹

¹ - مرزوق، لقمان محمد. (2001). البنوك الإسلامية ودورها في تنمية اقتصاديات المغرب العربي (ط.2). السعودية: المعهد الاسلامي للبحوث والتدريب، ص285-286.

ث- الآثار الاقتصادية للمشاركة¹:

- 1- خلو التمويل بالمشاركة من أسعار الفائدة المحددة والذي يؤدي إلى تخفيض تكلفة السلعة المنتجة وهو ما يؤدي إلى انخفاض سعرها.
- 2- لا يحمل أسلوب التمويل بالمشاركة في طياته أي آثار تضخمية كما هو الحال في التمويل بالقروض، وذلك لأنّ ذلك لأنّ نظام المشاركة لا يؤدي إلى خلق الائتمان ولا يعين عليه ومن يضيق فرص التضخم النقدي.
- 3- تكافل وحرص الأطراف المتعاقدة وفق الأسس والضوابط المتفق عليها في إنجاح المشروع باعتبارهم شركاء مساهمين في رأس مال المشروع مما يعكس الفائدة على الشركاء والمصرف والاقتصاد القومي للبلد.
- 4- يسهم أسلوب التمويل بالمشاركة في زيادة فرص العمل وفرص التكاتف بين الأطراف المتعاقدة والقوى العاملة في المشروع الممول بالمشاركة.
- 5- مرونة أسلوب التمويل بالمشاركة وملائمته لكافة أوجه النشاط الاقتصادي.
- 6- يحفز البنوك على الدخول في المشروعات التنموية ذات العوائد الجيدة، ففي التمويل بالمشاركة يحرص الممول على ان يكون المشروع الذي يموله يحقق عائداً مناسباً له، لأنّ ربحه سيكون من ذلك العائد، بخلاف التمويل بالمداينة الذي لا يلتفت فيه الممول إلى جدوى المشروع بقدر اهتمامه بملاءة الممول ومدى قدرته على سداد الدين.
- 7- يفتح المجال لاستفادة الكثير من أصحاب المشروعات الناشئة والصغيرة ممن لا تتحقق فيهم الملاءة المالية والضمانات المطلوبة للتمويل بالمداينة، فواقع البنوك اليوم - بما في ذلك البنوك الإسلامية - أنها توجه تمويلاتها إلى المشروعات التي قامت على أرجلها وثبت نجاحها وتتأكد من ذلك بطلب القوائم المالية لتلك الشركات لسنوات سابقة، لأنّ هدفها في الأخير هو استعادة رأس المال -الممول به- مع هامش ربح محدد سلفاً- فلا يعنيتها مقدار الربح الذي يحققه ذلك المشروع، بينما في التمويل بالمشاركة يدخل الممول ونصب عينه مقدار المخاطرة التي سيتحملها في مقابل العائد الكبير الذي سيحققه في حال نجاح المشروع. ولا شك أنّ هذا الأمر يحقق أهم المقاصد الشرعية من جعل المال دولة بين الناس غنيهم وفقيرهم وليس حكراً على فئة معينة كما هو التوجه المشاهد في النظام المصرفي السائد.

ج- مجالات تطبيق المشاركة²:

المشاركة من الأدوات الاستثمار المالية الإسلامية طويلة الأجل، وذات الصفة الجماعية، حيث تستخدمها البنوك الإسلامية للإسهام في رأس مال مشروعات جديدة أو قائمة، فيصبح البنك المشارك مالكاً لحصته في رأس المال بصفة دائمة، تستحق نصيباً من الأرباح، وتستثمر هذه المشاركة إلى حين انتهاء الشركة. كما أنّ هذه البنوك تقدم - من خلال المساهمة في المشروع- جزءاً من تكاليف المشروع يعادل نسبة مشاركتها في التمويل، وتوفر له السيولة النقدية، وتستعمل المشاركة المتناقصة المنتهية لتمويل منشآت زراعية أو صناعية أو إقامة مستشفيات ونحو ذلك

¹ - انظر:

- لاشين، محمود المرسى. (2003، 25-28 ماي). مرجع سابق، ص5.
- المدني، ابراهيم أبو بكر. (2010، 27-28 أبريل). أسلوب التمويل والاستثمار بالمشاركة في النظام المصرفي الإسلامي مع دراسة حالة بنك التضامن الإسلامي بالسودان. ورقة عمل مقدمة لمؤتمر الخدمات المالية الإسلامية الثاني بطنابلس، ليبيا، ص6.
- الشبيلي، يوسف. (2011، 19-20 يناير). التمويل بالمشاركة - الآليات العملية لتطويره. بحث مقدم إلى الندوة الفقهاء الثالثة لمصرف أبو ظبي الإسلامي، أبوظبي، ص2.

² - الزحيلي، وهبة. (2002). مرجع سبق ذكره، ص433.

مما يدر دخلاً منظماً، وتستعمل لتمويل الأفراد المحتاجين لرأس مال بسيط للقيام ببعض الأعمال أو المشاريع المهنية أو الحرفية الضرورية في المجتمع، كورش الحدادة والنجارة وتصليح السيارات ونحوها، وفتح عيادات ومكاتب محاماة وهندسة، ومكاتب نقل عامة، وسفن صيد أو نقل، ويكون البنك طرفاً فعالاً في المشروع، فيساهم في تحديد وسائل الانتاج والتوزيع أو التسويق، ويراقب ويتابع نشاط الشركة من ربح أو خسارة دون أن يقع العميل في عبء تحمل شيء من الديون والالتزامات المالية بفائدة ربوية، ويمكن للبنك عن طريق المشاركة المنتهية بالتملك أن يبيع حصته في رأس المال.

ح- مقارنة بين المشاركة والمضاربة:

الجدول رقم (3) يبين الفروقات بين المضاربة والمشاركة

المضاربة	المشاركة	
المضارب	من جميع الأطراف	• الحق في العمل
رب المال (ليس من المضارب)	من جميع الشركاء	• المال
رب المال في حال لم يثبت التعدي والتقصير	حسب حصة الشريك في رأس المال	• تحمل الخسارة
محدودة بمساهمته	غير محدودة	• مسؤولية الشركاء
رب المال فقط	لجميع الشركاء	• ملكية الأصول

الجدول من إعداد الباحث

هذا وأن الأنشطة الاستثمارية التي يمارسها المصرف الاسلامي لا تقتصر على ما تم ذكره سابقاً، بل هنالك أنشطة أخرى يمارسها كالإجارة والسلم والاستصناع والوكالة الاستثمارية والمزارعة والمساقاة والمغارسة والقرض الحسن... وغير ذلك. وسنقوم بإيراد تعريفات مختصرة لكل منها.

هذا وتُصنّف كل من صيغ التمويل السابقة بتصنيفين وهما، **الصنف الأول: صيغ تمويل قائمة على المشاركة في عائد الاستثمار مثل: المشاركة - المضاربة - الوكالة الاستثمارية - المزارعة - المساقاة - المغارسة. الصنف الثاني: صيغ تمويل قائمة على البيوع أو المديونية مثل: المرابحة - السلم - الاستصناع - الإجارة.**

❖ صيغ التمويل القائمة على المشاركة في عائد الاستثمار: 1

أ- **الوكالة الاستثمارية:** هي اتفاقية بين طرفين، يكون أحد الطرفين هو الممول "الموكل" وهو الذي يقوم بتقديم مبلغ مالي محدد (رأس مال الوكالة) إلى الوكيل، وهو الذي يقوم باستثمار رأس مال الوكالة بطريقة تتفق مع الشريعة الاسلامية وفق خطة الاستثمار/ دراسة الجدوى التي يقدمها الوكيل للموكل، يستحق الوكيل أتعاباً محددة (أتعاب الوكالة) كمبلغ مقطوع أو نسبة مئوية من رأس مال الوكالة، وقد يتم منح الوكيل أي مبالغ إضافية تزيد على نسبة الربح أو العائد المتفق عليه كحافز على حسن الأداء، يتم غالباً توزيع ربح الوكالة عند إعلانها أو توزيعها من قبل الوكيل، وعلى الرغم من ذلك، وحيث أنّ

¹ - انظر:

- أيمن، زيد، وأمنية، بودراع. (2017، جانفي). صيغ التمويل الاسلامي ودورها في الحد من مشكلة البطالة. مجلة الاجتهاد للدراسات القانونية والاقتصادية، 11، 387 - 403.

- حميدان، تقي الدين، وبلعيد، لطفي. (2016). دور الهندسة المالية في تطوير منتجات المصارف المالية الإسلامية. رسالة ماجستير، جامعة العربي التبسي، الجزائر، ص45.

- التقرير المالي السنوي لبنك دبي الاسلامي. (2016). <https://www.dfm.ae/ar>

ربح الوكالة يتم تقديره دائماً بشكل موثوق، يتم احتساب ربح الوكالة داخلياً على أساس زمني خلال مدة الوكالة بناء على رأس مال الوكالة قيد السداد. ويتحمل الوكيل الخسارة في حال الإهمال أو التعدي أو التقصير أو مخالفة شروط وأحكام اتفاقية الوكالة، وإلا فإنّ الموكل يتحملها، شريطة حصول الموكل على دليل مقنع يفيد أنّ تلك الخسارة نتيجة قوى قاهرة، وأنّ الوكيل لم يكن بوسعها التنبؤ بتلك القوى القاهرة أو تفادي تبعاتها السلبية.

ب- المزارعة: وهي عبارة عن دفع الأرض من مالكةا إلى من يزرعها أو يعمل عليها، ويقومان باقتسام الناتج بينهما، وتعتبر المزارعة عقد شركة وذلك بأن يُقدم الشريك الآخر العمل في الأرض، وتمويل المصرف الإسلامية للمزارعة هو نوع من المشاركة بين طرفين:

الطرف الأول: يمثله المصرف الإسلامي باعتباره مقدم التمويل المطلوب للمزارعة.

الطرف الثاني: يمثله صاحب الأرض أو العامل (الزارع) الذي يحتاج إلى تمويل.

ت- المساقاة: هي معاهدة على دفع الشجر والكروم إلى من يصلحها بجزء معلوم من ثمرها، أو هي نوع من الشركة على أن تكون الأشجار من طرف والتربية من طرف آخر وأن يُقسّم الثمر الحاصل بينهما، والمساقاة مشروعة كالمزارعة وفيها سد حاجة أصحاب الأشجار الذين لا دراية لهم في تعهد الأشجار فيحتاجون إلى من له خبرة في ذلك، فأجيزت المساقاة تحقيقاً لمصلحتهما.

ث- المغارسة: تقديم الأرض المحددة لمالك معين إلى طرف ثان ليقوم بغرسها بأشجار معينة حسب الاتفاق المبرم بينهما، ويكون الشجر والإنتاج بينهما.

تعليقاً على ما سبق: في الصيغ الثلاث الأخيرة يمكن أن تكون التكاليف على أحد الطرفين، فعلى سبيل المثال يمكن العامل أن يقدم التمويل المطلوب لتغطية تكاليف عملية المزارعة أو المساقاة أو المغارسة، أو عكس ذلك بأن يقوم صاحب الأرض بتغطية تلك التكاليف. وهذه الصيغ الثلاث هي من ضمن الأنواع الثلاث للمشاركة وهي "المشاركة في الإنتاج".

❖ صيغ التمويل القائمة على البيوع أو المديونية:¹

أ- السّلم: ويقصد بعقد السلم قيام المشتري بدفع التمويل مسبقاً لشراء سلعة معينة بكمية محددة وبمواصفات محددة وبسعر محدد مسبقاً على أن يتم تسليمها في تاريخ مستقبلي متفق عليه. وينحصر استخدامها في السلع القابلة للاستبدال وأكثرها استخداماً لأغراض الإنتاج الزراعي، حيث يتم تأمين رأس المال مسبقاً والتسليم فيما بعد. أمّا من الناحية المصرفية، فالمصارف الإسلامية تستخدم عقود السلم في شراء سلعة موصوفة بالذمة وتدفع التمويل مسبقاً للعميل محددة بذلك تاريخ تسليم السلعة في المستقبل، ومن ثم يقوم المصرف ببيع السلعة المحددة لطرف ثالث عبر إبرام عقد سلم موازي، ويصبح للمصرف بذلك عقدان سلم، ويجب أن تكون السلعة المُستلزم تسليمها في عقد السلم الموازي بنفس المواصفات والكمية الواردة في العقد الأول.

¹ - انظر:

- Hassan, M., & K. Lewis, M. (2007). Handbook of Islamic Banking (1sted.) UK: Edward Elgar publishing Limited, page: 52-53, 119-121.

- الشلبي، مطيع أسعد. (2009). دور المصارف في تمويل الاستثمار في سورية. أطروحة دكتوراه، جامعة دمشق، سورية، ص136.

وعقود السلم تشابه العقود الآجلة من ناحية تأجيل تسليم السلعة إلى وقت معلوم في المستقبل مقابل الدفع الفوري.

ب- الاستصناع: هو عقد من قبل أي طرف (على سبيل المثال: المستهلك) يطلب فيه إنتاج سلعة وفق مواصفات محددة على أن يتم تسليمها في تاريخ محدد في المستقبل مع تحديد مسبق لسعر السلعة وتواريخ دفعاتها في العقد.

عقد الاستصناع قابل أن يلغى في أي وقت من قبل أي طرف بإعطاء إشعار مسبق بمدة قبل بدء عملية التصنيع، وإلا يصبح غير قابل للإلغاء بعد ذلك. مثل هذه الترتيبات تُستخدم على نطاق واسع في مجال العقارات، على سبيل المثال، عائلة ترغب في اقتناء بيت بمواصفات محددة وبثمن \$100,000 وتريد تمويل عملية الشراء من البنك الاسلامي، يعقد البنك عقد استصناع مع العميل وقد يطلب منه مثلاً دفعة مقدمة 20% على ان يتم دفع الـ 80% بعد تسليم العقار على شكل دفعات إيجار شهرية بحيث تتضمن الدفعة قسط الايجار وقسط يمثل جزء من حصة البنك. ودفعات الايجار هذه شرعية لأنها تستخدم من أجل الحصول على أصل ملموس لا تملكه العائلة، وكما أنّ هذه الدفعات ليست عبارة عن إعادة الأموال المقترضة بفائدة. والبنوك الاسلامية تستخدم عقود الاستصناع لتمويل مشاريع البناء والتصنيع.

تعليقاً على المثال السابق، قد يتبادر إلى أذهاننا أنّ العقد السابق المبرم بين البنك والعائلة هو عقد إجارة منتهية بالتملك وليس عقد استصناع، لكنّه عقد استصناع لأنّ البنك طلب دفعة مقدمة من العميل لتمويل عملية الاستصناع وهذا ليس موجوداً في عقد الإجارة المنتهية بالتملك حيث أنّه في الإجارة المنتهية بالتملك يكون البنك مالكاً للعقار عند توقيع العقد أو يقوم بشرائه إذا لم يكن موجوداً بدون أن يدفع العميل أي شيء فقط يدفع دفعات الإيجار الشهرية بعد توقيع عقد الإجارة المنتهية بالتملك مع البنك واستلامه للعقار. أمّا طريقة دفع الثمن في عقد الاستصناع فهي ليست محصورة مثل عقد السلم بأن يُدفع الثمن في مجلس العقد، فقد يُدفع الثمن معجلاً أو مقسطاً أو مؤجلاً أو يدفع جزء منه والجزء الآخر يؤجل فيما بعد كما في المثال السابق.

ت- البيع المؤجل: يقدم المصرف لزبائنه خدمة بيع سلعة معينة ما أو أصل ما بسعر متفق عليه يسدد بعد فترة معينة، ويستلم الزبون السلعة أو الأصل. السعر المتفق عليه يتضمن سعر شراء السلعة إضافة الى تكاليف المصرف وأجور الشحن والنقل والتخزين وأخيراً نسبة من الأرباح.

يتم التسديد بطريقتين: إمّا بسداد كامل المبلغ المتفق عليه في تاريخ الاستحقاق، أو يتم السداد على دفعات وبأقساط متفق عليها. إنّ قياس معدل الخصم يتم حسابه وفق طريقة حساب معدل العائد الداخلي الذي يأخذه المصرف.

ث- الإجارة: تشابه الإجارة العادية فهي بيع المنفعة (حق استخدام السلع) لفترة زمنية محددة. في البلدان الاسلامية، عقد الإجارة كان يُنظّم على أنّه نشاط تجاري لكن فيما بعد أصبح نموذج للتمويل. الإجارة هي عقد يقوم من خلاله البنك بشراء وتأجير أصل أو معدات مطلوبة من قبل العميل مقابل أقساط أجرة، والبنك بما أنّه مالك للأصول المؤجرة فهو

المسؤول عن تأمين المنفعة أي أنه يتحمل مخاطر ملكية الأصول المؤجرة بما فيها الالتزامات بإصلاح الأضرار والتلفيات الناجمة عن الاستخدامات وليس عن سوء استخدام المستأجر أو إهماله. في عقد الإجارة، المؤجر له الحق في إعادة التفاوض على دفعات الإيجار في فترة زمنية فاصلة متفق عليها ضمن فترة العقد وهذا يؤكد على أن أقساط الأجرة تخضع لتقلبات معدلات الأجرة السوقية والقيمة المتبقية للأصل المؤجر. في هذا العقد، المستأجر ليس له خيار شراء الأصل خلال أو نهاية فترة العقد، على أية حال هذا الخيار يمكن تحقيقه من خلال عقد مماثل لعقد الإجارة العادية وهو عقد "إجارة واقتناء" (استئجار - شراء). في عقد "إجارة واقتناء"، المستأجر يتعهد بشراء الأصل في نهاية مدة الإجارة بسعر متفق عليه إما بسعر حقيقي أو بسعر رمزي أو هبة. على سبيل المثال: البنك يشتري بناء، معدات أو مشروع بأكمله ويؤجره للعميل، لكن مع موافقة الأخير على دفع أقساط الأجرة (حيث تتضمن قسط الإيجار وقسط يمثل جزء من حصة البنك) بحيث يؤدي في نهاية المطاف إلى شراء المستأجر للأصل المادي من المؤجر. الأصل المؤجر يجب أن يكون لديه استخدامات منتجة مثل: الأبنية، الطائرات، السيارات، وكما أن أقساط الأجرة ينبغي أن يكون متفق عليها حتى لا يقع البنك في التخمين فيما بعد.

والاجارة تمثل ما نسبته 10% من المنتجات المالية الاسلامية في الأسواق العالمية.

المبحث الثالث: منتجات الهندسة المالية الاسلامية المستحدثة

لقد أثبتت الهندسة المالية الاسلامية نجاحها في كثير من البنوك الاسلامية، حيث ابتكرت العديد من الأدوات والمنتجات المالية التي مكّنت البنوك الاسلامية من إدارة سيولتها بصورة مربحة والاستجابة للمتغيرات في البيئة الاقتصادية. وهذا النجاح بالطبع يتفاوت من بنك إلى بنك آخر ومن مجال تطبيق إلى مجال تطبيق آخر.

أولاً - مفهوم الهندسة المالية الاسلامية:

مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة، بالإضافة إلى صياغة حلول ابداعية لمشاكل التمويل، وكل ذلك في إطار موجّهات الشرع الحنيف.

وتنشأ الحاجة للهندسة المالية إما استجابة لفرص استثمارية وفقاً لتطلعات المستثمرين والمؤسسات معاً، و/أو للتعامل مع قيود المنافسة الدولية، و/أو درء للمخاطر واللايقين المحيط بالأنشطة الاستثمارية، وهي في ذلك تعتبر من أدوات التحوط المالي Financial Hedging. وتتحدد مقاصد الهندسة المالية وفقاً للحالة التي تواجه المؤسسة المعنية.¹

ثانياً - خصائص الهندسة المالية الاسلامية:2

تتمتع الهندسة المالية الاسلامية بمجموعة من الخصائص تميزها عن الهندسة المالية التقليدية، ومن هذه الخصائص:

1. **الابتكار الحقيقي بدل التقليد:** إذ تتنوع منتجات الهندسة المالية الاسلامية تنوعاً حقيقياً وليس صورياً كما هو الحال في أدوات الهندسة المالية التقليدية، حيث أنّ كل أداة من أدوات الهندسة المالية الاسلامية لها طبيعة تعاقدية وخصائص تميزها عن غيرها من الأدوات الأخرى، سواء تعلق الأمر بالمخاطر أو الضمانات أو التسعير، وذلك انطلاقاً من كون أنّ الهندسة المالية الاسلامية تعمل على تلبية مصالح حقيقية للمتعاملين في الاسواق وليس مجرد عقد صوري.

2. **التمويل بدل الاستثمار:** تعمل الهندسة المالية الاسلامية على جذب رؤوس الأموال المتوفرة لدى فئة معينة من الأفراد الذين يرفضون التعامل مع الهندسة المالية التقليدية، واستخدامها في عمليات التمويل بدل الاستثمار لأنها أقل مخاطرة، بمعنى أنّ هدفها الرئيس إدارة السيولة على عكس التقليدية التي تسعى إلى إيجاد أدوات مالية لغرض التحوط، المضاربة، الاستثمار.

3. **المصادقية الشرعية:** تختص الهندسة المالية الاسلامية بالمصادقية الشرعية، ومعنى ذلك أن تكون المنتجات المالية الاسلامية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، وبعبارة قدر الإمكان عن الاختلافات الفقهية، كما أنّ أساس الهندسة المالية الاسلامية هو مبدأ المشاركة في المخاطر أي تقاسم الأعباء بين مختلف الأطراف وليس مبدأ درء المخاطر وتحويلها لأطراف أخرى وهو مبدأ الهندسة المالية التقليدية.

¹ - صالح، فتح الرحمن علي محمد. (2002، ديسمبر). أدوات سوق النقد الاسلامية: مدخل للهندسة المالية الاسلامية. استرجعت في تاريخ

11 تشرين الأول، 2018 من <http://www.kantakji.com>

² - انظر:

- الأمين، خنيرة محمد، وموسى، حنان علي. (2011، 23-24 فيفري). منتجات الهندسة المالية الاسلامية: الواقع والتحديات ومناهج التطوير. قدم إلى الملتقى الدولي: "الاقتصاد الاسلامي: الواقع ورهانات المستقبل" في جامعة غرداية، الجزائر، ص4-5.

- قروف، محمد كريم. (2011، 23-24 فيفري). الهندسة المالية الاسلامية كمدخل علمي لتطوير صناعة المنتجات المالية الاسلامية. قدم إلى الملتقى الدولي: "الاقتصاد الاسلامي: الواقع ورهانات المستقبل" في جامعة غرداية، الجزائر، ص13.

4. **تحقيق الكفاءة الاقتصادية:** إذ يمكن لمنتجات الهندسة المالية الإسلامية تحقيق الكفاءة الاقتصادية عن طريق توسيع الفرص الاستثمارية من خلال المشاركة في المخاطر، وتخفيض تكاليف المعاملات، وتكاليف الحصول على المعلومات وعمولات الوساطة والسمسة.

ثالثاً - منتجات الهندسة المالية الإسلامية المستحدثة:

من المنتجات التي أنتجتها الهندسة المالية الإسلامية في الآونة الأخيرة ما يلي:

- التَّوْرُق المصرفي
- الصكوك الاستثمارية
- شهادات الايداع القابلة للتداول
- شهادات الاستثمار الإسلامية
- صناديق الاستثمار الإسلامية
- البطاقات المصرفية الإسلامية
- المشتقات المالية الإسلامية
- المؤشرات المالية الإسلامية
- المنتجات المالية المركبة:
- الاجارة المنتهية بالتملك
- عقد السلم الموازي
- عقد الاستصناع الموازي
- المرابحة للأمر بالشراء من خلال عقد المشاركة
- المغارسة المقرونة بالبيع والاجارة

❖ **التَّوْرُق المصرفي:** في هذه الفقرة سيتم ذكر أنواع التورق: التَّوْرُق الفقهي أو الفردي - التَّوْرُق المصرفي المنظم - التَّوْرُق العكسي.

• **التَّوْرُق الفقهي:** شراء سلعة بثمن أجل مساومة أو مرابحة ثم بيعها إلى غير من اشترت منه للحصول على النقد بثمن حال.¹ والثمن الحال يكون أقل من الثمن الآجل، وهي تختلف عن بيع العينة المنهي عنها.² وهذا التورق الفقهي هو محل اختلاف فقهي ما بين المجيزين والمانعين، وقد أقرت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية التَّوْرُق الفقهي لكن بعدد من الضوابط الشرعية.³

• **التَّوْرُق المصرفي المنظم:** هو أن يشتري شخص سلعة من إحدى المصارف الإسلامية بالأجل، ومن ثم يوكله ببيعها قبل أن يقبضها، وأحياناً يكلف المصرف بائع السلعة ببيعها لصالح العميل والثمن بعد قبضه يُسلم للعميل مباشرةً. والأغلب أن التورق المنظم يجري في السلع المحلية كالحديد والأرز والآلات الميكانيكية والسيارات وغيرها.⁴

¹ - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية. (2010). المعايير الشرعية. البحرين: هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، ص412.

² - بيع العينة: شراء السلعة بثمن أجل ومن ثم بيعها إلى من اشترت منه بثمن حال أقل. وهي من البيوع المنهي عنها.

³ - يمكن الرجوع للمعيار الشرعي رقم 30 الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية.

⁴ - الدبو، ابراهيم فاضل. (2009، 30-26 نيسان). التورق، حقيقته، أنواعه (الفقهي المعروف والمصرفي المنظم). قدم إلى الدورة التاسعة عشر لمجمع الفقه الإسلامي بالشارقة، الامارات، ص3.

✓ واقع التورق المصرفي المنظم في المصارف الإسلامية:1

وينقسم واقع التورق المصرفي المنظم في المؤسسات المصرفية الإسلامية إلى ثلاثة أقسام:
الأول: مصارف إسلامية لا تمارس التورق المصرفي مطلقاً آخذين بالقول أنه: تورق مختلف عن التورق الفقهي لوجود فوارق بينهما، بالإضافة أنه يجمع بين عدة عقود وتصرفات متداخلة تجعله أشبه ببيع العينة، ذلك لأن البيع فيه ليس حقيقياً وإنما صوري وهمي لا يتم فيه قبض المبيع.

الثاني: مصارف ومؤسسات مالية ونواذ إسلامية تمارس التورق المصرفي بجميع صوره، آخذين بالقول أنه: مشابه للتورق الفقهي في عدد الأطراف والعقود والغاية منه.
الثالث: مصارف ومؤسسات إسلامية تقتصر تطبيقه على بعض صوره، حيث يقتصر التورق على سداد الديون لأصحاب الديون، الذين يريدون السداد للخروج من الربا المحرم.

• **التورق العكسي:** هو أن العميل (المودع) يوكل المصرف الإسلامي في شراء سلعة معينة، ويسلم العميل المصرف الثمن نقداً، ثم يقوم البنك بشراء هذه السلعة من العميل بثمن مؤجل، وبربح يتم الاتفاق عليه مع العميل. وصورة هذه المعاملة أن يقوم العميل بتسليم المصرف الإسلامي مبلغاً معيناً من المال (100 ألف ريال) ويوكل المصرف بشراء سلعة محددة بذلك المبلغ، فيشتريها المصرف من الأسواق الدولية ومن ثم يقوم الوكيل (المصرف) ببيعها لنفسه بثمن مؤجل، وبهامش ربح يتفق عليه بين المصرف والعميل.

✓ واقع التورق العكسي في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية:2

الأول: مصارف ومؤسسات ونواذ إسلامية لا تمارس التورق العكسي آخذين بالقول أنه: يتضمن التورق المصرفي المنظم بالإضافة إلى أمور ممنوعة شرعاً، من ذلك: أن يبيع الوكيل لنفسه، والدخول في مسألة "ضع وتعجل"³، وأنها قرضاً جر نفعاً.
الثاني: مصارف ومؤسسات ونواذ إسلامية تطبقه على الصعيد الفردي والمؤسسات المصرفية للحصول على السيولة آخذين بالقول أنها: منتج بديل عن الوديعة لأجل⁴، وتُكفي على أنها تورق فقهي، بالإضافة أنها تتضمن مسألة "ضع وتعجل".
الثالث: مصارف إسلامية تقتصر تطبيقه على المؤسسات المصرفية الإسلامية، لتوفير السيولة وذلك في حالات الضرورة.
والتورق العكسي مطبق في المؤسسات المالية الإسلامية على نطاق ضيق.

❖ **الصكوك الاستثمارية:** هي 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.⁵

1 - شبير، محمد عثمان. (2009، 26-30 نيسان). التورق الفقهي وتطبيقاته المصرفية المعاصرة في الفقه الإسلامي. بحث مقدم إلى الدورة التاسعة عشر لمجمع الفقه الإسلامي بالشارقة، الإمارات، ص23.

2 - شبير، محمد عثمان. (2009، 26-30 نيسان). مرجع سابق، ص30-31.

3 - "ضع وتعجل": إذا أراد العميل سحب (تعجيل) بعض الثمن أو المبلغ المؤجل قبل حلول الأجل المتفق عليه بينه وبين المصرف فإنه يتنازل (يضع) عن الربح المتعلق بذلك المبلغ.

4 - تفصيل ذلك: أن يقوم العميل بتحويل المبالغ المودعة لدى المصرف من قروض في ذمة المصرف إلى ودائع استثمارية، يتولى مالكة مباشرة نشاط البيع والشراء بها، فيقوم المصرف "بتوكيل من العميل" بشراء سلعة معينة من السلع الدولية من خلالها، ثم يقوم المصرف بشرائها من العميل بما قامت عليه مع ربح يتم الاتفاق عليه، وفي حال أراد العميل تعجيل بعض الثمن يدخل مع البنك في مسألة "ضع وتعجل"، وفي حال أراد زيادة حجم الوديعة الاستثمارية بمبلغ معين فإنه يقوم بالإجراءات المتعلقة بالتورق العكسي لذلك المبلغ.

5 - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية. (2010). مرجع سابق، ص238.

وتشمل الصكوك انواع عديدة منها: صكوك المراجعة، السلم، الاستصناع، الاجارة، المشاركة، المضاربة، الوكالة الاستثمارية، المزارعة، المساقاة، والمغارسة، بالإضافة إلى نماذج لمنتجات مالية تصدرها هيئات سيادية، وسيتم تناولها بالتفصيل في الفصل القادم ان شاء الله.

❖ **شهادات الايداع القابلة للتداول:** هي اوراق مالية تصدرها المصارف مقابل الودائع الاستثمارية المودعة لديها، حيث تقوم على أساس المضاربة باعتبار حاملها رب المال و المصرف مضارباً بها، وتعطي لحاملها الحق في الحصول على الربح قبل تاريخ استحقاق الورقة وبالنسب المتفق عليها، كما تعطيه الحق في بيعها من أجل الحصول على السيولة خلال مدة استحقاقها.¹ وشهادات الايداع تصدر على أساس المضاربة المطلقة.

❖ **شهادات الاستثمار الاسلامية:** وهي شهادات تصدرها المصارف وفقاً لنظام المضاربة مقابل أموال المستثمرين (الودائع الاستثمارية) وتستثمر حصيلتها في المشاريع الاستثمارية طويلة الأجل.² وهي تصدر على أساس المضاربة المقيّدة. تنقسم شهادات الاستثمار إلى نوعين:³ شهادات الاستثمار المخصصة لتمويل مشروع معين، شهادات الاستثمار المخصصة لتمويل نشاط أو قطاع اقتصادي معين.

➤ **شهادات الاستثمار المخصصة لتمويل مشروع معين:** وهي شهادات يصدرها المصرف بالحجم المطلوب لتغطية الثغرة التمويلية للمشروع بذاته، على مراحل وبفئات متعددة تتلاءم والقدرات الادخارية المختلفة، لتغطي حصيلة إصداراتها الثغرة التمويلية المتوقعة بكل مرحلة من مراحل تنفيذ المشروع. ويكون العائد على هذه الشهادات بشكل عام عند إتمام بيع المشروع بالكامل، إلا أنه في المشاريع التي تستغرق عدة سنوات من الملائم أن تُصرف نسبة مُعيّنة من قيمة الشهادة كل فترة دورية يتم تحديدها في ضوء التقارير المالية الدورية للمشروع، ويمكن تداول هذه الشهادة في السوق المالي حيث يتحدد السعر طبقاً لمراحل تقدم المشروع ووفقاً لآخر تقرير مالي.

➤ **شهادات الاستثمار المخصصة لتمويل نشاط معين:** تصدر هذه الشهادات لتمويل نشاط محدد (نشاط زراعي – صناعي – عقاري) ويمكن أن يضع المصرف حداً أقصى لكل نوع من الشهادات والإصدار حسب احتياجه، ويكون دور المؤسسة هنا دور المضارب المقيّد على عكس شهادات الإيداع، ويكون العائد على هذه الشهادات سنوياً في ضوء ما يتحقق من نتائج التوظيف، وتصدر هذه الشهادات لمدة تتراوح بين 3 و5 سنوات، ويمكن تداولها في الأسواق المالية.

❖ **صناديق الاستثمار الاسلامية:** يعرف الصندوق بأنه تجميع للأموال عبر الاكتتاب في صكوكه من أجل استثمارها في مجال استثماري معرف بدقة في نشرة الإصدار، وتتعدد مجالات استخدامه، حيث يمكن أن تشمل فروع الاقتصاد كافة ومنها المجالات المالية، وتصدر الصناديق على شكلين:

¹ - وهيبية، بوخدوني. (2016، 27-28 أبريل). منتجات الهندسة المالية الاسلامية: واقع وآفاق، قدم إلى ملتقى صفاقس الدولي الرابع للمالية الاسلامية، تونس، ص9.

² - العززي، شهاب أحمد سعيد. (2012). إدارة البنوك الاسلامية (ط.1). عمان: دار النفائس للنشر والتوزيع، ص32.

³ - لمسلم، عبلة. (2005). الدور الاقتصادي للمشاركة المصرفية. رسالة ماجستير: جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، ص51.

بآجال وأحجام معينة (صناديق مغلقة)، آجال وأحجام غير محددة (الصناديق المفتوحة)، وتكيف
شرعياً على أساس صيغة المضاربة المقيدة.¹
والصناديق لها أنواع عديدة منها على سبيل المثال: صناديق الأسهم، صناديق السلم، صناديق
الاستصناع، صناديق المراهجة، والاجارة، وصناديق رأس المال المخاطر²....

❖ **البطاقات المصرفية الإسلامية:** وهي بطاقات الكترونية يصدرها المصرف لعملائه من
أجل تمكينهم من الحصول على السلع والخدمات، وذلك عبر تمرير البطاقة عبر أجهزة الكترونية
تابعة للمصرف، أو لغيره، حيث تخصم العملية من الحساب الجاري الدائن للعميل فوراً، أو يقوم
المصرف بسدادها، ومن ثم يعود على العميل بعد فترة بفواتير لتسديد قيمتها وذلك حسب الاتفاق
المبرم بينهما.

ومنها: بطاقة الخصم الفوري – بطاقات شرعية بديلة عن بطاقات الائتمان التقليدية.

● **بطاقة الخصم الفوري Debit Cards:** تعطى هذه البطاقة للشخص الذي يكون لديه
رصيد في حسابه لدى المصرف المصدر للبطاقة، إذ تمكن حاملها من الحصول على السلع
والخدمات والسحب منها نقداً دون أن يدفع شيئاً، حيث تخصم قيمة مشترياته من السلع
والخدمات بالإضافة لمسحوباته النقدية من حسابه في المصرف مباشرة، وذلك من خلال
أجهزة الكترونية تابعة للمصرف المصدر.

والأجرة التي يأخذها المصرف الإسلامي على هذه البطاقات جائزة، سواء كانت مقابل
الاصدار أم السحب النقدي أم دفع ثمن المشتريات، وسواء كان ذلك بمبلغ مقطوع أم بنسبة
من المبلغ المسحوب أو من ثمن الشراء، لأنّ هذه الاجور مقابل الخدمات المقدمة من
المصرف.³

ومن البطاقات التي أصدرتها المصارف الإسلامية مؤخراً على سبيل المثال، بطاقة فيزا
الراجحي حيث تتم عملية سداد الفواتير من الحساب الجاري للعميل، وفي حال انكشف
الحساب تخصم من التأمين النقدي، وليس لحامل البطاقة حق التسهيلات على السلف أو
السحب على المكشوف على عكس بطاقة فيزا التمويل الصادرة عن بيت التمويل الكويتي
حيث تمنح قرضاً ييسر أحياناً بغير فائدة.⁴

● **بطاقات مصرفية شرعية بديلة عن بطاقات الائتمان التقليدية:**

➤ **بطاقة الخصم الشهري Charge Card:**⁵ وهي البطاقة التي تصدرها المصارف

الإسلامية كبديل شرعي عن بطاقة الائتمان التقليدية (بطاقة الخصم الشهري)، حيث
يُحدد سقف السحوبات بمقدار الراتب الشهري، أو بنسبة 80% من الراتب، بضمان
الراتب أو بضمان أي شيء آخر، على ألا يستوفي البنك فائدة بنكية على ذلك.
ويطالب البنك حاملها بتسديد المبالغ المستحقة عليه دفعة واحدة بدون زيادة، بعد

1 - النجار، اخلاص باقر. (2004، حزيران). قراءة في مفردات الهندسة المالية الإسلامية. مجلة العلوم الاقتصادية، 5(21)، 164-183.

2 - صناديق رأس المال المخاطر: وهي صناديق تقوم على تقديم الدعم المالي للمشروعات الناشئة والتي لا تتوافر لها السيولة الكافية ولا
الملاءة المالية ويتوقع لها تحقيق نمو عائد عالي ومرتفع، وقد كان لهذا النوع من التمويل أثر كبير في دعم كثير من المشروعات التي بدأت
بأفكار ابداعية وبراءات اختراع، حيث تحولت هذه المشروعات بعد الدعم المالي والفني والإداري من شركات رأس مال المخاطر إلى
شركات عملاقة. يوسف الشبيلي: التمويل بالمشاركة – الآليات العملية لتطويره، مقدم إلى الندوة الثالثة لمصرف أبو ظبي الإسلامي.

3 - الشبيلي، يوسف. (2005). مقدمة في المعاملات المالية وبعض التطبيقات المعاصرة. استرجعت في تاريخ 28 شباط، 2018 من

www.shubily.com/books/tradingshort.pdf، ص55.

4 - الزحيلي، وهبة. (2004، 11-6 مارس). بطاقات الائتمان. قدم إلى الدورة الخامسة عشر لمجمع الفقه الإسلامي بمسقط، عمان، ص14.

5 - انظر:

- الزحيلي، وهبة. (2004، 11-6 مارس). مرجع سابق، ص13.

- الشبيلي، يوسف. (2005). مرجع سبق ذكره، ص55-58.

مضي فترة سماح متفق عليها، تتراوح عادة ما بين 30 الى 60 يوماً، ومن أمثلتها بطاقة "الأمريكان اكسبرس" وبطاقنا "الفيزا" و "الماستر كارد" اللتان تصدرهما المصارف الاسلامية.

وتستخدم هذه البطاقة في أمرين:

✓ **استخدامها في السحب النقدي:** الحصول على النقد في حدود مبلغ معين من أجهزة الصراف الآلي، حيث يقرضه المصرف المصدر للبطاقة تلك النقود على أن يردها بعد أجل متفق عليه، وفي هذه الحالة لا يجوز للمصرف أن يأخذ فائدة على القرض، لكن يجوز له أن يأخذ أجرة مقطوعة ثابتة بقدر التكلفة الفعلية التي يتحملها لإتمام هذه العملية، لا تزيد بزيادة المبلغ المسحوب، ولا أن يجعل الأجر بنسبة من مبلغ القرض.

✓ **استخدامها في الشراء عبر نقاط البيع:** وفي هذه الحالة يدفع المصرف مبلغ الشراء عن العميل للبائع، ثم يطالب العميل بدفع ذلك المبلغ لاحقاً، ولا يدفع حامل البطاقة أي عمولة للمصرف، وإنما يحصل على عمولته من قبل التاجر (قابل البطاقة) على مبيعاته أو خدماته، وتتراوح العمولة ما بين 1-8% من الثمن.

➤ **بطاقة التقسيط:** وهي بديل شرعي مقترح عن بطاقات الائتمان التقليدية ذات الأقساط، حيث تتمثل هذه البطاقة بأن ينشئ البنك الاسلامي أو البنوك الاسلامية مجموعة متاجر بالتقسيط، مملوكة لها ملكاً كاملاً، أو بالمشاركة مع مؤسسة تجارية، فيشتري حامل البطاقة ما يريده بالأقساط، والربح الحلال الذي يجنيه البنك من هذه المعاملة هو الفرق بين ثمن السلعة حالاً و ثمنها مؤجلاً.

لكن هذا قد يصعب تحقيقه على أرض الواقع، ويمكن ذكر بديل مقارب له، وهو أن يتفق البنك المصدر مع التاجر أنفسهم على بيع السلع والخدمات لحملة بطاقات التقسيط، ومن ثم يلتزم البنك بسداد الأقساط للتاجر في مواعيدها، ثم يرجع على العملاء بعد اداء كل قسط، وبالتالي يحصل العميل على ما يريده مقدماً، ويرتفع هامش الربح لدى التاجر، ويستفيد البنك من هذه العملية من خلال النسبة التي يأخذها من التاجر على إجمالي المبيعات لحامل البطاقة. هذا ويعتمد اتساع نطاق العمل بالبطاقة على مدى قدرة البنك في التعاقد مع مؤسسات تجارية مختلفة، سواء كانت محلية أو عربية أو أجنبية.¹

➤ **بطاقة المراجعة:** وهي بطاقة يصدرها المصرف لعميله ويترتب على ذلك توكيل البنك عميله الشراء نيابة عنه، ثم البيع لنفسه وكالة عن البنك بيعاً مقدماً مع ربح معلوم (مراجعة للأمر بالشراء) لأجل محدد متفق عليه.

وكان على هذه البطاقة خلاف فقهي باعتبار أن هذه البطاقة يتولى حاملها طرفي العقد لأن فيها استرخاخص الوكيل لنفسه والاستقصاء لموكله أي اجتمع فيها غرضان متضادان ولكن هناك من قال أن ذلك لا يقع إلا في بيع المساومة لا في بيع المراجعة

¹ - عرفات، فتحي شوكت مصطفى. (2007). بطاقات الائتمان البنكية في الفقه الاسلامي. رسالة ماجستير، جامعة النجاح الوطنية، نابلس، فلسطين، ص125-126.

لأن في المراجعة كل شراء يجريه حامل البطاقة يتبعه بيع بنفس الثمن مع زيادة ربح معلوم متفق عليها.¹

ومن أجل الخروج من هذا الخلاف، أصدر مصرف الراجحي بطاقة مرابحة تقوم على إجراء اتصال هاتفي بين التاجر والمصرف، يتضمن شراء المصرف للبضاعة التي طلبها حامل البطاقة وقبضها، ثم توكيل المصرف للتاجر ببيع البضاعة على حامل البطاقة بالأجل. ومن المتوقع أن تقوم شركة الراجحي بتطوير برنامج آلي بينها وبين التجار، من أجل تسهيل تلك الإجراءات التي تتصف بالتعقيد.²

➤ **البطاقات المعتمدة على التورق المصرفي:** وهي بطاقة بديلة عن بطاقة الدين المتجددة³، التي تصدرها البنوك التقليدية، ويخير حاملها ما بين السداد الكامل في نهاية فترة السماح أو التورق، "أي تتيح للعميل أن يؤجل الدين الذي حلّ عليه من خلال الدخول في عملية تورق مع المصرف، وذلك بأن يقوم المصرف ببيعه بضاعة بالأجل وهو يوكل المصرف ببيع البضاعة بالنقد ليستوفي المصرف الدين الذي حل، ويثبت في ذمة الحامل الثمن الآجل، ويتم هذا الأمر في كل شهر"⁴. إلا أنّ هذا البديل واجه اعتراضاً كبيراً، باعتبار أنها حيلة ربوية تقوم على قلب الدين بدين زائد، لكن المجيزين لها اعتبروا البديل قائم على التورق المصرفي المنظم في حال عجز العميل عن السداد، ومن هذه البطاقات بطاقة الخير للبنك السعودي الأمريكي "سامبا" وبطاقة التيسير لبنك الأهلي التجاري.

❖ المشتقات المالية الإسلامية:

- عقود الخيارات في إطار بيع العربون والضمان.
- العقود الآجلة في إطار السلم.
- العقود المستقبلية في إطار الاستصناع.
- المؤشرات المالية الإسلامية.

أولاً - عقود الخيارات في إطار بيع العربون والضمان:

1- **عقد خيار الشراء في إطار بيع العربون:** خيار الشراء هو أشبه ما يكون ببيع العربون، وبيع العربون جائز عند الحنابلة، بخلاف جمهور الفقهاء، ومثاله أن يشتري شخص ما سلعة بألف دينار فيدفع جزء من ثمنها حالاً، ويتفق مع البائع على أنه إذا لم يشتري السلعة خلال الأجل المتفق عليه فإن الجزء من الثمن (الدنانير العشرة على سبيل المثال) تذهب له، ويعد هذا ملزماً في حق البائع خلال المدة المتفق عليها، أما المشتري فله الخيار. وبيع العربون يحقق المقاصد الشرعية، المتمثلة في دفع الضرر والحرص والمشقة عن الناس، بشرط أن يخلو العقد من المخالفات الشرعية التي تمس الأصل المتعاقد عليه، وأن يتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية.

¹ - القره داغي علي محيي الدين. (2000). بطاقات الائتمان غير المغطاة. مجلة مجمع الفقه الإسلامي، 12، ص1396.

² - مشعل، عبدالباري. (2003، 21-22 آذار). موقف الشريعة الإسلامية من الخدمات المصرفية المستحدثة. بحث مقدم إلى المؤتمر

المصرفي الإسلامي الأول - مستقبل المصارف الإسلامية في الكويت: دفع المسيرة وتصحيح المسار، الكويت، ص13.

³ - بطاقة الدين المتجددة: وهي النوع الثاني من البطاقة الائتمانية بعد بطاقة الخصم الشهري charge card حيث تتميز عنها بأنها تُخير حاملها ما بين تسديد مبلغ الدين كله عند موعد حلول الأجل أو خلال فترة السماح، أو تسديد جزء منه حسب الاتفاق 10% مثلاً وتدوير الباقي إلى شهور تالية بفائدة أي يزداد الدين بزيادة فترة التقسيط. ومن هذه البطاقات بطاقة فيزا و ماستر كارد اللتان تصدرهما البنوك التقليدية.

⁴ - مشعل، عبدالباري. (2003، 21-22 آذار). مرجع سابق، ص14.

⁵ - الأمين، خنيوة محمد، وموسى، حنان علي. (2011، 24-23 فيفري). مرجع سابق، ص15-19.

2- عقد خيار البيع هو التزام أو ضمان أو كفالة: الأرجح من آراء الفقهاء جواز أخذ الأجرة على الالتزام أو الضمان أو الكفالة، ويتحقق من خلالها مكاسب ومصالح طرفي المعاملة، وبما لا يخالف المقاصد الشرعية.

فمالك الأوراق المالية الذي يدفع العمولة مقابل أن يكون له الحق بالبيع خلال الفترة المتفق عليها، يقوم بحماية ممتلكاته من الأوراق المالية بشراء التزام من الطرف الآخر بشراء تلك الأوراق.

وهذا ينسجم مع تحقيق المقاصد الشرعية المتمثلة في دفع الضرر والحرص والمشقة، بشرط أن يخلو العقد من المخالفات الشرعية.

ثانياً - العقود الآجلة في إطار السلم: من أوجه التكييف الشرعي للعقود الآجلة هي عقود السلم، فإذا ما كانت السلعة طيبة مباحة وكانت العقود التي تمثلها، أو الاسهم المتداولة تمثل شركات مشروعة فإن العقود الآجلة والمستقبليات في هذه الحالة هي أشبه ما تكون بعقود السلم الجائزة شرعاً. هناك تشابه كبير بين عقد السلم والعقود الآجلة، حيث أن الثمن يكون معلوم والسلعة الموصوفة وصفاً مضبوطاً يتم تأجيلها إلى وقت معلوم، إلا أن هنالك اختلافات من بينها:

- ✓ أن المسلم فيه (السلعة) يباع قبل قبضه.
- ✓ رأس المال في العقود الآجلة لا يدفع معجلاً بل يدفع نسبة منه، فكأن البديلين فيه مؤجلان.
- ✓ لا غرض للبائع والمشتري في السلعة بل الغرض هو الربح.

ثالثاً - العقود المستقبلية في إطار الاستصناع: ومن أوجه التكييف الشرعي لعقود المستقبلية هي عقود الاستصناع، حيث يعرف هذا الأخير على أنه عقد مع صانع على عمل شيء معين، موصوف في الذمة، كالاتفاق مع نجار على صناعة مقاعد أو طاولات أو أثاث، أو الاتفاق مع شركة سيارات على صناعة سيارة بمواصفات مضبوطة، وتكون العين المصنوعة ومادتها الأولية من الصانع، ويكون المعقود عليه هو العمل فقط.

وهذا العقد يسد حاجة من حاجات المجتمع لم يكن مسموحاً بها، من خلال عقد السلم وهي السماح بتأخير تسليم الثمن نقداً، خاصة عندما تكون السلعة المطلوب صنعها باهظة الثمن، بحيث يمكن للمشتري القيام بتمويل الصانع من خلال دفعات محددة، لأجل محددة. وقد قرر مجمع الفقه الإسلامي عدم اشتراط تعجيل الثمن في الاستصناع.

رابعاً - المؤشرات المالية الإسلامية:1

مع انتشار المؤسسات المالية الإسلامية التي تمارس أنشطتها بعيداً عن الإقراض والاقتراض بفائدة، ورغبة الكثير من المستثمرين في معرفة مسار وتوجهات الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، فقد بادر مزودوا المؤشرات المالية بإطلاق مؤشرات مالية إسلامية بالتنسيق مع هيئات الرقابة الشرعية، وتم اصدار العديد منها مثل: مؤشر داو جونز وفوتسي الاسلاميين.

فما هو المؤشر المالي الإسلامي؟

المؤشرات المالية الإسلامية: أداة تقييمية عبارة عن رقم يُحسب بطريقة احصائية معينة، للدلالة على الظواهر والتغيرات في السوق المالي، ويُستخدم في تقييم أداء الشركات في السوق وتحليل تأثيرها

1 - انظر:

- العابدین، محمد وفیق محمد زین. (2017، 3مايو). المؤشرات الإسلامية في سوق رأس المال - دراسة تطبيقية. تم استرجاعها بتاريخ 25

فبراير، 2018 من www.aliqtisadalislami.net

- الخليلشي، عبد الباري. (2016، مايو). مؤشرات سوق الأوراق المالية الإسلامية بين الواقع والمأمول. استرجعت بتاريخ 25 فبراير،

2018 من

<https://giem.kantakji.com/article/details/ID/956>

عليه، وتقوم بإعداده مؤسسات متخصصة، ويشمل المؤشر أسهم الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية، التي تتفق أنشطتها ونسب أصولها المالية مع أحكام الشريعة الإسلامية.

الأسباب التي دعت إلى إطلاق هذه المؤشرات:

- 1- تيسير تمويل المؤسسات الصناعية والتجارية والخدمية، الحكومية وغير الحكومية التي تتوافق أنشطتها مع الشريعة.
 - 2- دعم وتطوير حركة الاستثمار على حساب حركة الادخار، بتوجيه أصحاب الأموال إلى المشروعات الاستثمارية الحقيقية التي تعتمد على أساليب التمويل الإسلامي، لتفعيل الانتاج دون الاعتماد على سعر الفائدة.
 - 3- التعرف على أسعار الأسهم والحالة الاقتصادية للمؤسسات والعرض والطلب.
 - 4- التعرف على حجم التغير في سوق معينة والتنبؤ بحالته المستقبلية.
 - 5- تقييد تصرفات المضارب أو الوكيل بحركة المؤشر، تكوين فكرة عن أداء محفظة الأوراق المالية وتقدير مخاطرها.
 - 6- ربط تنفيذ الوعد الملزم للواعد بالبيع أو بالشراء بمعدل زيادة أو نقص مؤشر معين على ثمن السلعة في تاريخ محدد.
- وتتميز هذه المؤشرات عن غيرها بما يلي:**

- ✓ هذه المؤشرات تقيس أداء الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية فقط.
- ✓ مراعاة تحقق الضوابط (الشرعية والفنية) في حساب المؤشرات وطرق استخدامها.
- ✓ وجود هيئة شرعية مستقلة تعمل على مراجعة التقارير المالية الخاصة بالشركات بشكل دوري (كل 3 أشهر) غالباً لاتخاذ القرار المناسب بشأن ضمها، أو استبعادها من عملية الاحتساب.

أما الاسهم التي يضمها المؤشر ويستبعدها فهي على ثلاثة أصناف:

- ✓ أسهم شركات أصل نشاطها مباح ولا تتعامل بالربا مطلقاً سواء في الاقتراض عند نقص السيولة، أو الاقراض في حال وجود سيولة زائدة، وهذه من الأسهم التي يضمها المؤشر.
- ✓ أسهم شركات أصل نشاطها محرم، كالشركات التي تتعامل بالخمور أو القمار...، وهذه يستبعدها المؤشر.
- ✓ أسهم شركات أصل نشاطها مباح، ولكن تتعامل بالربا أخذاً وعطاءً وهي ما تسمى أسهم الشركات المختلطة، وقد اختلف الفقهاء فيها، فمنهم من لم يُجزها ومنهم أجازها لكن بشروط، ومن هذه الشروط:
- ✓ أن الجواز مرتبط بالحاجة، لعدم وجود بديل عنها في السوق المالي، ويُنتفى هذا الشرط بتوفر أسهم شركات لا تتعامل بالربا.
- ✓ أن يكون الاسهم في الشركة لغرض التغيير لمن كانت له القدرة على التغيير باتخاذ قرار التحول وفقاً للشريعة الغراء في الجمعية العامة.
- ✓ ألا يتجاوز المبلغ المقترض بالربا عن نسبة محددة.
- ✓ ألا يتجاوز المبلغ المودع بالربا عن نسبة محددة.
- ✓ ألا يتجاوز نسبة الإيراد الناتج عن جزء محرم نسبة محددة من مجموع إيرادات الشركة.
- ✓ أن يتم التخلص من عوائد الإيراد المحرم الذي شاب تلك الشركات.

أهم المؤشرات المالية الإسلامية العالمية:

الجدول رقم (4) يبين أهم المؤشرات المالية الإسلامية العالمية

المؤشر	المزود	تاريخ الانطلاق
دار المال الإسلامي	بنك فيصل الإسلامي بشراكة مع بنك سويسري	ابريل 1998
سامي	بنك استثماري أمريكي	نوفمبر 1998
داو جونز الإسلامي	داو جونز	فبراير 1999
فوتسي شريعة	فوتسي للاستشارات ويسار	اكتوبر 1999
ستاندارد أند بورز	ستاندارد أند بورز	2006
مورغان الإسلامي الدولي	مورغان كابيتال انتيرناشيونال ستانلي	مارس 2007
ستوكس الإسلامي	البورصة الألمانية بشراكة مع مجموعة مالية سويسرية	فبراير 2011

❖ **المنتجات المالية المركبة:** مع تطور حاجات العملاء، والتغيرات التي تحدث في البيئة الاقتصادية على المستوى المحلي والدولي، لم تعد المصارف تقتصر في عملها على الصيغ المعروفة، حيث سعت الهندسة المالية الإسلامية على إنتاج منتجات مالية مكونة من عقدين ماليين أو أكثر توائم التغيرات التي تحدث وتسمى المنتجات المالية المركبة.

المنتجات المالية المركبة: هي مجموع المنتجات المالية المتعددة التي يشمل عليها المنتج الجديد، بحيث تعامل جميع الحقوق والأعباء المترتبة على تلك المنتجات وكأنها منتج واحد.¹

من المنتجات المالية المركبة:

❖ **الإجارة المنتهية بالتملك:** عقد بين المستأجر والمؤجر (المصرف)، يطلب فيه المستأجر إجارة عين من المؤجر ويأخذ منه وعداً - يثبت بوثيقة مستقلة عن العقد - بتمليك العين المؤجرة في نهاية مدة الإجارة أو في أثنائها إذا دفع جميع أقساط الأجرة بعقد جديد مستقل، وهذا العقد الجديد المستقل عن عقد الإجارة قد يكون هبة أو بيعاً بسعر حقيقي أو رمزي.²

إذن الإجارة هي عقد مالي مركب من عقدين: عقد إجارة وعقد بيع أو عقد هبة.

إجارة + بيع ← إجارة منتهية بالتملك

إجارة + هبة ← إجارة منتهية بالتملك

❖ **عقد السلم الموازي:** وهو عبارة عن صفقتي سلم كل واحدة منفصلة عن الأخرى، بالرغم من مراعاة تماثل الصفقات بين العقدين، فلا يفضي ذلك إلى البيعتين فيبيعة واحدة المنهي

1 - دربال، عبد القادر، وميلود، مهدي. (2014، 5-6 ماي). المنتجات المالية المركبة في البنوك الإسلامية بين حتمية الابتكار والمصادقية الشرعية - الإجارة المنتهية بالتملك أنموذجاً. قدم إلى المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، الجزائر، ص1.

2 - العلي، صالح حميد. (2013). مرجع سابق، ص192.

عنها. فإذا دخل المُسلم إليه بعقد مستقل مع طرف ثالث للحصول على سلعة مواصفاتها مطابقة للمواصفات في عقد السلم الأول فإنّ هذا العقد يسمى عقد السلم الموازي.¹
صورته: يتعاقد عميل مع المصرف عقد سلم للحصول على قمح بمواصفات معينة، ثم يعقد المصرف عقد سلم موازي مع مزارع للحصول على قمح بمواصفات مطابقة للمواصفات في عقد السلم الأول ليتمكن من الوفاء بالتزاماته فيه.

أو العكس حيث يتعاقد المزارع مع المصرف بعقد سلم، ويتم الاتفاق على منتج محدد بمواصفات محددة في أجل محدد ويتم قبض المال في مجلس العقد، ثم يعقد المصرف سلفاً موازياً مع عميل ليبيع له هذه المنتجات بسعر محدد (أعلى من سعر شرائها) وبتاريخ بعد تاريخ العقد الأول، ودون أن يعلق العقد الثاني على نفاذ العقد الأول.

إذن عقد السلم الموازي لا يمكن أن يحدث بدون وجود عقد أولي، لكن كل واحد منهما مستقل عن الآخر، وبهذه الحالة يصبح لدينا منتج مالي مركب من عقدين: عقد أول وعقد ثانٍ أو موازي.

عقد الاستصناع الموازي:² ولهذا العقد صورتان، الأولى: أن تُبرم المؤسسة بصفقتها مستصنعاً عقد استصناع مع الصانع للحصول على سلعة مواصفاتها منضبطة، وبثمن محدد يدفع نقداً لتوفير السيولة للصانع، وتبيع لطرف آخر بعقد استصناع موازي مصنوعات تلتزم بصنعها بنفس مواصفات ما اشترته، وإلى أجل بعد أجل الاستصناع الأول، بشرط عدم الربط بين العقدين.

أما الثانية: أن تجري المؤسسة بصفقتها مستصنعاً عقد استصناع مع عميل بثمن مؤجل، وتتعاقد مع صانع، أو مقاول للشراء منه بالاستصناع الموازي مصنوعات أو مبانٍ بنفس المواصفات بثمن حال، بشرط عدم الربط بين العقدين.

المرابحة للأمر بالشراء من خلال عقد المشاركة:³ وتقوم هذه الصيغة على إعادة هندسة بيع المربحة للأمر بالشراء على الشكل الآتي:

✓ يتقدم التاجر الذي يرغب بجعل جزء من مبيعاته بالتقسيط بفتح حساب مشاركة في المصرف الإسلامي، ويودع فيه حصته من المشاركة، ويودع المصرف مبلغ مماثل أو مختلف في الحساب.

✓ يتم تقاسم المهام بين المصرف والتاجر، حيث يتولى التاجر عملية البيع بالتقسيط، ونقل الملكية وكافة الأمور الفنية بالبضاعة، ويتولى المصرف متابعة الأقساط والتسديد وكافة الأمور المالية.

✓ الأرباح تُوزَّع بين المصرف والتاجر حسب الاتفاق.
من خلال هذه الصيغة يُقلَّل المصرف التكاليف الإجرائية المتعلقة بالمربحة للأمر بالشراء، ويتعد عن الشبهات الشرعية المتعلقة بالحيازة والقبض، ويكون مكماً لعمل التجار وليس منافساً لهم.

المغارة المقرونة بالبيع والاجارة:⁴ وتقوم فكرتها على تملك المصرف للأرض الصالحة للزراعة، حيث يقوم ببيع جزء منها بسعر رمزي للخبراء الزراعيين، على أن يقرن هذا البيع

1 - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (2010). مرجع سابق، ص 140-141.

2 - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (2010). مرجع سابق، ص 150.

3 - وهيب، بوخدوني. (2016، 27-28 أبريل). مرجع سابق، ص 13.

4 - وهيب، بوخدوني. (2016، 27-28 أبريل). مرجع سابق، ص 12.

بعقد إجارة على العمل في الجزء المتبقي من الأرض، ويكون الأجر جزءاً من الشجر والثمر.

والمغارة من المنتجات التي تسهم في توظيف أصحاب الخبرة الزراعية، وتحقيق الاكتفاء الذاتي من المحاصيل الزراعية، بالإضافة إلى تحقيق التنمية الاقتصادية.

هذا وأنّ منتجات الهندسة المالية الإسلامية لا تقتصر على ما تم ذكره سابقاً، بل هناك العديد من المنتجات الأخرى، وقد تم ذكر بعض منها في هذا الفصل كالمضاربة المنتهية بالتمليك، والمشاركة المنتهية بالتمليك، المشاركة المتغيرة، المشاركة مع وعد بشراء حصة الشريك، المشاركة بشراء البضاعة وإعادة بيعها وغير ذلك من المنتجات المتعددة... وتستمر الهندسة المالية الإسلامية باستحداث منتجات مالية مُطوّرة متوافقة وأحكام الشريعة الإسلامية كي تُواكب التغيّرات في الأسواق المالية والعالمية.

الفصل الثاني

التوريق والتصكيك الإسلامي

المقدمة

أولاً – المبحث الأول: التوريق المصرفي التقليدي.

ثانياً – المبحث الثاني: التصكيك الإسلامي.

ثالثاً – المبحث الثالث: منتجات التصكيك الإسلامي.

المقدمة:

شهد النظام المالي الدولي في بداية السبعينات مجموعة من التحولات السريعة، أدت إلى تطور العمل المصرفي، وابتكار العديد من الأدوات المالية الجديدة التي لم يشهد استعمالها من قبل، ومن أهم ما تم استحداثه في هذا المجال ما يعرف بالتوريق، وهي آلية تقوم بها البنوك من أجل الاسترجاع المعجل لقيمة القروض الممنوحة، وتوفير السيولة اللازمة لتقديم قروض جديدة، أو القيام باستثمارات أخرى. وبرزت هذه الأداة كظاهرة بشكل خاص في نهاية الثمانينات بالولايات المتحدة الأمريكية، لحد إطلاق وصف "جنون الثمانينات" لإظهار تهاافت البنوك على توريق ديونها، ومن ثم انتشرت فيما بعد في مختلف أنحاء العالم. وتشير الإحصائيات إلى أنّ إصدارات التوريق العالمية بلغت 931 بليون\$ عام 2017م، ومن المتوقع أن يصل حجمها عام 2018م إلى ما بين 980-1050 بليون\$.¹ ورغم نجاح هذه الأداة وقيام كثير من الدول بوضع تشريعات لتنظيم آليتها، إلا أنّ هذا لم يمنع البنوك الإسلامية من إيجاد البديل الشرعي عنها، حيث عمدت الهندسة المالية الإسلامية باستحداث صيغة تمويلية شرعية، بديلة عن التوريق التقليدي، يُطلق عليها التصكيك، حيث يتم إصدار وتداول الصكوك وفق عقود التمويل الإسلامية المعروفة، وقد أثبتت هذه الصكوك نجاعتها الاقتصادية، ودورها في توفير التمويل، وإدارة السيولة بصورة مربحة، بالإضافة إلى تزايد الإقبال عليها، خاصة بعد الأزمة المالية الأخيرة عام 2008م، حيث اعتُبرت عمليات التوريق السبب الرئيسي في حدوث تلك الأزمة. وتنشط عمليات التصكيك بشكل كبير في كل من دول مجلس التعاون الخليجي، وماليزيا، واندونيسيا، ففي دول مجلس التعاون الخليجي تم إصدار صكوك نخيل دبي العالمية، وصكوك مجموعة دار السعد الاستثمارية عام 2009م، وفي ماليزيا سجلت حالات من إصدار الصكوك مثل:

Johor corporation, Ingress Sukuk Berhad, Tracoma Holdings Berhad and Nam Fatt corporation Berhad

أما في باقي الدول، فقد حصلت صكوك شركة ايسست كامبرون للغاز على ثقة سوقية في صناعة التمويل الاسلامي². كما قامت ولاية Saxony-Anhalt الألمانية بإصدار صكوك في عام 2004، وكذلك شركة جنرال الكتريك الأمريكية عام 2009م، كما اتخذت حكومات الدول الأوروبية بما في ذلك فرنسا وبريطانيا خطوات قانونية تجاه إصدارات الصكوك.³

ومن المتوقع أن يبلغ حجم إصدارات الصكوك عالميا لعام 2018م ما بين 90 إلى 100 مليار\$ حسب توقعات وكالة موديز للتصنيف الائتماني.

ونظراً لأهمية التوريق والتصكيك في الساحة المحلية والعالمية، سيتم في هذا الفصل مناقشة العمليات المتعلقة بالتوريق والتصكيك من كل جوانبها وكذلك الصكوك.

¹ Standard & poor's financial Services LLC. (2018, July 24). Global Securitization On Pace for \$1 Trillion in 2018. Retrieved December 1, 2018 from <https://www.spratings.com>

² -Ab Majid,H.,Shahimi,S.,Abdullah,M.(n.d.). Sukuk Defaults and Its Implication- A case study of Malaysian Capital Market. 8th International conference on Islamic Economics and Finance, page:2.

³ - J. Godlewski, C., Turk-Ariss, R., & Weill, L. (2010, April,23). Are Islamic Investment Certificates Special? Evidence on the Post-Announcement Performance of Sukuk Issues. Retrieved March 19,2018 from https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1594716, page:2.

المبحث الأول - التوريق المصرفي التقليدي:

يُعدّ موضوع التوريق من الموضوعات الحديثة في الفكر والتطبيق المالي المعاصر، وهي أنشطة ذات أغراض مهمة لكل المنشآت الائتمانية الكبرى وخاصة البنوك. حيث يتم النظر إليها على أنها الحل المناسب لمشكلة نقص السيولة لدى المصارف والشركات، وتدبير الأموال اللازمة للإقراض في أوقات الأزمات، وهو أقل تكلفة من المصادر التقليدية التي تلجأ إليها البنوك لإعادة التمويل، بالإضافة إلى رفع القدرة التمويلية والاستثمارية للمصارف وشركات ومؤسسات التمويل العقاري، ناهيك على أنها تعمل على تجزئة وإدارة المخاطر، وتحويل بعضها إلى طرف آخر.

أولاً - المفاهيم الأساسية في التوريق:

1. **نشأة ظاهرة التوريق:**¹ ظهر التوريق وهو أداة تمويلية، وقانونية، نتيجة البحث المتواصل عن حل ناجع، يساعد مؤسسات الإقراض الأمريكية على مواجهة مخاطر القروض العقارية المضمونة برهن، ففي أعقاب الكساد الكبير (1928م)، الذي كان من نتائجه انهيار قطاع الرهن العقاري، وعزوف المؤسسات المالية الخاصة عن تقديم قروض، قامت إدارة الرئيس روزفلت 1938م بإنشاء الهيئة الوطنية الفدرالية للرهن العقاري "فاني ماي" Fanny Mae وهي مؤسسة مملوكة للدولة، مهمتها شراء قروض الرهن من مؤسسات الإقراض الخاصة، لتوفير مزيد من السيولة لهذا القطاع. نجحت هذه المؤسسة إلى حد ما في مهمتها، غير أنه أثقلت بالمقابل ميزانية الدولة بالمبالغ التي استلمتها لتمويل مشترياتها من القروض العقارية، إذ شكلت تلك المبالغ حصة مهمة من الدين العمومي للولايات المتحدة الأمريكية، وللتخلص من تلك الديون وطرحها خارج الميزانية قامت إدارة الرئيس جونسون 1968 Johnso من تلك الديون وطرحها خارج الميزانية قامت إدارة الرئيس جونسون 1968 Johnso بإنشاء الهيئة الوطنية الحكومية للرهن العقاري "جيني ماي" Ginnie Mae للإشراف على قطاع القروض العقارية المدعومة برهن، والمضمونة من قبل الدولة في إطار برامج الإسكان الاتحادية، وخصخصة ما تبقى من مؤسسة Fanny Mae لنقل جزء من أعباء الإشراف على قطاع الرهن العقاري إلى القطاع الخاص.

في مطلع 1970م، تمكنت مؤسسة Ginnie Mae من استحداث آلية تمويلية جديدة، تقوم على فكرة بيع الدين Securitization (التوريق)، واعتمدتها لتحويل القروض المدعومة بالرهن العقاري، والمضمونة من قبل الدولة إلى أوراق مالية قابلة للتداول في السوق الثانوية أطلق عليها سندات الرهن العقاري (MBS).

نجحت Ginnie Mae بهذه الآلية الجديدة في نقل مخاطر السوق إلى المستثمرين حاملي السندات، وفي حذف جزء مهم من الديون التي كانت تلتزم بها في إطار تمويل برامج الإسكان الحكومية من ميزانية التشغيل الفدرالية.

وتم في 1970م أيضاً إنشاء الشركة الوطنية الاتحادية للرهن العقاري Freddie Mac وكان الهدف من إنشائها توريق الرهونات العقارية التقليدية، وفي عام 1971م بدأت هذه المؤسسة بإصدار أوراق MBS، وفي 1975م قامت بإصدار السندات المؤمنة برهونات عقارية من

¹ - تم الاستفادة من المعلومات من المصادر الآتية:

- عمري، آمال عبد الوهاب. (2017). الصكوك دراسة فقهية مقارنة (ط1). تونس: مطبعة تونس قرطاج-الشرقية، ص8-10.

- عثمان، حسين فتحي. (2002، 24-22 كانون الأول). مرجع سابق، ص4.

-جريدان، نايف بن جمعان، والشيخ، بابكر مبارك عثمان. (2017، 17 آذار). التمويل عبر توريق الديون من وجهة نظر مالية اسلامية. IUG

مجلة الاقتصاد والأعمال، 25(2)، ص52.

الدرجة الأولى ليتم خلق جو من المنافسة على مستوى السوق الثانوية، لتداول المحافظ العقارية.

وفي الثمانينات من القرن الماضي، تنافست البنوك على توريق ديونها، لحد إطلاق وصف "جنون الثمانينات" حيث تشير الإحصائيات إلى أن سوق التوريق قد ناهز 500 بليون \$ عام 1994م، كما وقدرت قيمة القروض المورقة بالسندات الأوروبية Euro Bonds في العالم ذاته في أوروبا بمبلغ مماثل، حيث شهدت السنوات القليلة الماضية من القرن الماضي حلول آجال سندات دين في السوق الأوروبي بمبلغ 200 بليون \$ سنوياً.

هذا ولم يقتصر التوريق على القروض المضمونة برهون عقارية بل امتدت إلى مجالات أخرى، مثل قروض السيارات، والديون المترتبة على استخدام بطاقات الائتمان، وديون شركات التأمين، ثم توسعت لتشمل معظم التدفقات النقدية.

كما انتقلت عمليات التوريق إلى المستوى الدولي، ففي الثمانينات من القرن العشرين، تم تحويل ديون دول أمريكا اللاتينية إلى سندات قابلة للتداول، ونجحت نجاحاً كبيراً، وتمكنت هذه الدول من سداد الديون التي كانت مستحقة عليها، وتحسن النمو الاقتصادي فيها، وشجع المستثمرين على تحمل المخاطر والضمان غير المباشر الذي تحمله حكومات هذه الدول.

ومن منتصف الثمانينات من القرن العشرين الماضي، بدأ التوريق ينتشر خارج الولايات المتحدة الأمريكية إلى مختلف أنحاء العالم، ومن بين الدول العربية التي أدرجت التوريق في منظومتها القانونية: الكويت - مصر - الجزائر - المغرب - تونس.

2. مفهوم التوريق وتعريفه:

التوريق ويطلق عليه أيضاً مصطلح التسييد Securitization ذلك لأنّ المصارف التقليدية تقوم على تحويل محفظة القروض المراد توريقها إلى أوراق مالية قابلة للتداول وبالأخص سندات دين. أمّا مصطلح التصكيك فهو مماثل لمصطلح التوريق أو التسييد، لكن اختلفت به المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، دون غيرها، حيث أنّ عمليات التصكيك التي تقوم بها الأخيرة متباينة إلى حد كبير عنها في المؤسسات المالية التقليدية.

للتوريق تعريفات كثيرة، كلها تصب في نفس المعنى، نسرد فيما يلي بعض التعريفات **التعريف الأول:** أداة مالية مستحدثة، تفيد حشد بنك ما لمجموعة من الديون المتجانسة، والمضمونة بأصول في صورة دين واحد معزز ائتمانياً، ثم عرضه على الجمهور، من خلال مؤسسة متخصصة للاكتتاب، في صورة أوراق مالية لتقليل مخاطر التأخير أو العجز عن الوفاء بهذه الديون، وضماناً للتدفق المستمر للسيولة النقدية للمصرف.¹

التعريف الثاني: هو تحويل مخاطر الديون من المقرض الأصلي إلى مشتري هذه الديون المضمونة، وذلك مقابل حصول المقرض الأصلي على أموال سائلة، تساعد على التخلص من ضرورة الاحتفاظ بمخصصات الديون المشكوك في تحصيلها، واستفادة مشتري الديون بالموجودات المضمونة (التي تتمتع بدرجة أقل في المخاطر وتدفقات نقدية مرتفعة) لإعادة إصدارها، في صورة سندات جديدة يتم طرحها على جمهور المستثمرين.²

التعريف الثالث: بيع البنك بعض أصوله المضمونة بسعر منخفض والتي تكون في معظم الأحيان سندات مديونية مضمونة بحقوق رهن، إلى منشأة متخصصة التي تصدر أوراقاً مالية

1 - عثمان، حسين فتحي. (1999). التوريق المصرفي للديون (ط1). القاهرة: دار أبو المجد، ص5.

2 - فرحات، منى خالد. (2013). توريق الدين التقليدي والإسلامي. مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، 29(1)، 221-241.

تكون غالباً بعلاوة إصدار وبقيمة تعادل قيمة الديون محل التوريق وتطرحها للاكتتاب العام على المستثمرين.¹

التعريف الرابع: عملية تتضمن حشد وتجميع الأصول المالية، وتحويلها إلى أوراق مالية. وهي وسيلة لإضفاء السيولة على الأصول المالية، حيث أنّ الأوراق المالية أسهل بكثير نسبياً للتداول من الموجودات.²

التعريف الخامس: آلية مالية تستطيع بموجبها البنوك سحب جزء من أصولها غير القابلة للتداول (القروض أساساً) من ميزانيتها، والتنازل عنها لمؤسسة مالية أخرى منشأة لهذا الغرض تسمى مؤسسة التوريق، وذلك بهدف الحصول على السيولة والتقليل من المخاطر والحاجة إلى الأموال الخاصة.³

ويمكن تعريف التوريق بأنه: إحدى ابتكارات الهندسة المالية التقليدية، والتي تعمل على توفير احتياجات المؤسسة المالية من الأموال، عبر تحويل الأصول غير السائلة لديها إلى أصول سائلة خلال فترة قصيرة وبتكلفة منخفضة.

إذن من التعريفات السابقة نستنتج أنّ التوريق هو عبارة عن عملية تحويل القروض المتجانسة من حيث الآجال والفوائد إلى سندات دين، وسندات الدين هذه تستند إلى ضمانات عينية، أو مالية، ذات تدفقات نقدية متوقعة، ولا تستند إلى مجرد القدرة المتوقعة للمدين على السداد فحسب.

ولضمان صحة عملية التوريق يجب تحقق الشروط التالية:⁴

- ✓ أن تكون الديون محل التوريق متجانسة مضمونة بالرهون العقارية أو غيرها.
- ✓ أن تكون الأوراق المالية (السندات) التي صدرت بها مضمونة بتلك الأصول المضمونة.
- ✓ أن تكون هذه الديون ذات تدفقات نقدية مستمرة، أي تكون لها فوائد ذات عائد دوري ثابت.
- ✓ أن تكون الأوراق المالية (السندات) الصادرة عن هذه الديون ذات فوائد دورية ثابتة.
- ✓ أن تتوافق تواريخ استحقاق الأوراق المالية (السندات) وفوائدها مع تواريخ استحقاق أقساط الديون وفوائدها.
- ✓ أن تُعمل جداول للفوائد وربطها بالأقساط المستحقة على القروض.
- و عليه يجب أن تكون الأوراق المالية أو السندات متجانسة، ومتوافقة مع الديون محل التوريق من حيث المقدار، الآجال، الفوائد والضمانات.

3. دوافع عملية التوريق:

يمكن فهم الدافع الأساسي للتوريق من ظروف نشأته والتي ارتبطت بالرهن العقاري، حيث كان المصرف يمنح قروضاً عقارية لعدد كبير من عملائه، مرهونةً بالعقار لصالحه، ولأنّ القروض العقارية تتصف بأجلها الطويل، والمصرف بحاجة إلى التمويل

¹ - عمر، محمد عبد الحليم. (2009، 26-30 أبريل). الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، بحث مقدم إلى مجمع الفقه الإسلامي الدولي - الدورة التاسعة عشر بالشارقة، الإمارات، ص4.

² - Hassan, M., & K. Lewis, M. (2007). *Handbook of Islamic Banking* (1sted.) UK: Edward Elgar publishing Limited, page:191.

³ - كروش، نورالدين، وسرامية، مريم. (2017، 4 ديسمبر). التصكيك الإسلامي والتسنيذ: دراسة مقارنة. مجلة الدراسات المالية والمحاسبية، 8، ص644.

⁴ - القره داغي، علي محيي الدين. (2009، 26-30 أبريل). الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة، بحث مقدم إلى مجمع الفقه الإسلامي الدولي - الدورة التاسعة عشر بالشارقة، الإمارات، ص6.

لاستمرار نشاطه، والمتحصلات من الأقساط لا تكفي، لذلك تم ابتكار آلية جديدة تقوم على توريق القروض إلى سندات، وطرحها للاكتتاب العام على المستثمرين، وبالتالي توفير السيولة لمالكي الأصول، التي لا يوجد لها سوق نشطة وتتأخر مواعيد استحقاقها أو تصفيتها إلى أجل بعيد.¹

بالإضافة إلى الدافع الأساسي الذي أشرنا إليه، يوجد دوافع أخرى تُجبر المؤسسات المالية والشركات وحتى الحكومات إلى التوريق منها:

1. الحاجة إلى تمويل إضافي للتوسع في الأنشطة، أو لمواجهة عجز مالي محقق أو محتمل، أو للوفاء بالتزامات اقترُب أجلها، مع اقتران هذه الحاجة بعدم الرغبة في الاقتراض من البنوك، أو زيادة رأس المال بإضافة مُلاك حقوق جدد يقاسمون المساهمين الأصليين ملكيتهم وأرباحهم.²

2. معالجة حالات بطء دوران رأس المال العامل، أو دورة الأعمال في المؤسسات الانتاجية بسبب انخفاض التمويل، وبالتالي تستطيع الشركات الانتاجية الكبيرة عند استخدام هذه الآلية، الاستفادة من وفورات الحجم الكبير، وبالتالي تخفيض متوسط تكلفة الوحدة المنتجة.³

3. مجارة أساليب التمويل الحديثة، في أسواق المال الدولية، في ظل التحول الملحوظ من صيغة القروض المصرفية إلى صيغة الأوراق المالية، ولا سيما السندات الخاصة.

ثانياً - ضوابط عملية التوريق:

كي تكون عملية التوريق ناجحة، لابد من توافر مجموعة من الضوابط التي تخص هذه العملية، وهذه الضوابط هي ما يلي:⁴

1. وجود أصول مملوكة لدى المؤسسة البادئة بالتوريق، قادرة على توليد تدفقات نقدية مستقبلية، وهذه الأصول قد تكون قروض عقارية، أو قروض سيارات أو ديون بطاقات ائتمان، وغير ذلك.

2. عادة ما تكون الأصول محل التوريق موزعة على عدد كبير من المدينين، ولذلك لا بد من تجمع المتشابه منها، من حيث العائد، والأقساط، ومواعيد الاستحقاق في محفظة مالية واحدة لتوريقها، أما إذا كانت هذه الأصول تمثل دين لطرف واحد مثل الديون التي على الحكومات، فهي تمثل مجموعة بذاتها ويتم التوريق بضمائها.

3. أن تتمتع الأصول المراد توريقها بالجاذبية بالنسبة للمستثمر، وهذا يتطلب في الديون (محل التوريق) السجل الائتماني الجيد للمقترضين بالانضمام في السداد، ووجود ضمانات عينية مثل الرهن، أو شخصية مثل الضامنون من مؤسسات متخصصة أو شركات التأمين.

4. أن تكون مبالغ الأصول المطلوب توريقها كبيرة، بحيث يمكن تقسيمها وإصدار أوراق مالية بقيمتها، إذ لو كانت صغيرة فإنه لا يمكن تقسيمها.

5. أن تكون مدة استحقاق الأصول محل التوريق طويلة، حتى يمكن تسويق الأوراق المالية وبالتالي فالأصول قصيرة الأجل لا تصلح للتوريق.

1 - عمر، محمد عبد الحليم. (2009، 26-30 أبريل). مرجع سابق، ص5.

2 - عمري، أمال عبد الوهاب. (2017). مرجع سابق، ص16.

3 - محيسن، فؤاد محمد احمد. (2009، 26-30 أبريل). الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، بحث مقدم إلى مجمع الفقه الإسلامي الدولي - الدورة التاسعة عشر - بالشارقة، الامارات، ص8.

4 - عمر، محمد عبد الحليم. (2009، 26-30 أبريل). مرجع سابق، ص6-7.

هذه الشروط تتعلق بالمحفظة المطلوب توريقها، وهناك شروط أخرى تتعلق بالأطراف الفاعلة في التوريق:¹

1. أن تكون هناك تشريعات قانونية، وجهات رسمية لضبط عملية التوريق، وحفظ المتعاملين فيه.
2. أن يكون هناك عقد نمطي بين المؤسسة البائدة بالتوريق وشركة التوريق، يعطي جميع المستثمرين الثقة في وجود الضمانات اللازمة لمقابلة الالتزامات بصورة محددة، وقاطعة ويمكن تنفيذها من الناحية القانونية.
3. أن تتوفر مجموعة من معايير الملاءة المالية، والخبرة في مجالات الأوراق المالية والأوراق التجارية، وإدارة الأصول في الشركات العاملة في مجال التوريق.
4. أن يكون لهذه الأوراق المالية دخل مستمر ومنتظم طوال المدة التي تغطيها عملية التوريق، وأن تكون متجانسة ومتوافقة مع الديون (محل التوريق) من حيث المقدار، والأجل، والفوائد والضمانات.
5. أن يكون التصنيف الائتماني للأوراق المالية الناتجة عن التوريق قد تم بواسطة الشركات المعتمدة من قبل الهيئة العامة لسوق المال، وأن يتمتع بالموضوعية والحيادية.
6. أن تكون الأوراق المالية الناتجة عن التوريق ملائمة لرغبات المستثمرين، من حيث آجالها واختلاف عوائدها.
7. يجب أن تتوفر الضمانات اللازمة لحماية المستثمرين من الخسائر التي يمكن التعرض لها، خاصة في حال إفلاس الشركة القائمة على خدمة الدين، التي قامت على بيع حقوقها المالية.
8. يجب أن يتوافر نظام معلومات آلي متكامل، يُمكن الشركات العاملة في مجال التوريق من التواصل فيما بينها وإدارة عملياتها بكفاءة.

ثالثاً - أركان عقد التوريق:

التوريق بصفته عقداً له أركان تتمثل في الآتي:

الركن الأول - أطراف عملية التوريق: التوريق كأي عقد توجد له أطراف ينشئ العقد لها حقوقاً، ويرتب عليها التزامات، وهي الأطراف الأصلية، وإلى جانب ذلك توجد في التوريق أطراف أخرى، لخدمة العملية بعقود منفصلة سوف نشير إليها فيما يلي:

أ) الأطراف الأصلية في عقد التوريق:

1. **البادئ أو المنشئ للتوريق:** المقرض الأصلي، أو المتنازل هي المؤسسة المالية المتخصصة في تمويل أو منح القروض، والتي تريد توريق أصولها، وقد تكون إما مالكة للأصول محل التوريق أو لها قروض أو ديون أو مستحقات مالية في ذمة الآخرين، فتقوم بتجميع ديونها المتجانسة في محفظة مالية، ثم تقوم بتحويلها إلى مؤسسة التوريق بعد تقييمها من طرف أحد وكالات التقييم المعترف بها، مقابل توفر السيولة لها، كما ويجب عليها الالتزام بالإفصاح التام، وتوفير كل المعلومات عن الأصل محل التوريق.² أما ما يتعلق بالمدين فقد اختلفت الأبحاث المتعلقة بموضوع التوريق فيه، فمنها ما اعتبرته طرفاً أساسياً في العقد بوجوب أخذ

¹ - مريم، سرارمة. (2011). دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008. رسالة ماجستير، جامعة منتوري - قسنطينة، الجزائر، ص107-108.

² - نواره، شيماء إبراهيم محمد. (2007). الإفصاح عن توريق الديون في البنوك التجارية المصرية في ظل معايير المحاسبة الدولية. رسالة ماجستير، جامعة قناة السويس، مصر، ص23-24.

موافقة مسبقة منه، ومنها ما اعتبرته ليس طرفاً في العقد لأنّ تحويل الدين للمكتتبين لا يتطلب موافقته، ولأنهم لا يساهمون في تكاليف التوريق، إلاّ أنّي اعتبر المدين طرفاً في العقد، لأنّه ملزم بالوفاء بأقساط القرض إلى الجهة المكلفة بتحصيل القروض محل التوريق.

2. المصدر أو شركة التوريق: ويطلق عليها الشركة ذات الغرض الخاص "SPV"، وهي شركة يقتصر غرضها على ممارسة نشاط التوريق، فهي متخصصة في شراء الديون وتوريقها، إذ يتم تحويل الأصول محل التوريق إليها من البادئ للتوريق، لتقوم بإصدار أوراق مالية بقيمتها، فتوفر له السيولة، وتتولى إدارة تلك الأوراق في السوق الثانوي، وفي هذه الحالة يكون نظام التوريق خارجي، وفي ظل هذا النظام تدخل محفظة القروض (محل التوريق) ضمن أصول الشركة في الميزانية، ويكون حق الرجوع لحملة الأوراق المالية على SPV، وقد يكون نظام التوريق داخلي، وذلك بأن ينشئ البنك شركة SPV تابعة له بذمة مالية مستقلة وفي هذه الحالة تدخل المحفظة ضمن أصول البنك في الميزانية، ويكون حق الرجوع لحملة الأوراق المالية على البنك.¹

3. المستثمرون أو المكتتبون: وقد يكون المستثمرون في الأوراق المالية الناتجة عن عمليات التوريق أشخاص طبيعيين، أو اعتباريين من بنوك، صناديق تأمينات ومعاشات، مؤسسات استثمار وغيرها، وهم الذين يحلون محل الدائن الأصلي كدائنين جدد، وغالباً ما يكون عددهم كبير حتى تتوزع مخاطر الائتمان على قاعدة أكبر من الدائنين، وتوزع الفوائد على المستثمرين حسب نسبة كل واحد منهم في الأوراق المالية.²

(ب) الأطراف الخارجية: تتمثل هذه الفئة في الأطراف التي يتم الاتفاق معها لتأدية خدمات خاصة لعملية التوريق، من أجل ضمان نجاحها، وهذه الأطراف هي:³

1. مؤسسات التصنيف الائتماني: تتمثل بمؤسسات الخبرة، التي تقوم بتقييم المخاطر الائتمانية للأوراق المالية الناتجة عن عملية التوريق، وذلك لبيان مدى الجدارة الائتمانية والمالية لهذه الأوراق، وما تتمتع به من ضمانات، وتحديد نسبة المخاطر التي تنطوي عليها، ومساعدة مختلف المتدخلين على اتخاذ قراراتهم من خلال تقديم النشرات التحليلية، وإتاحة المعلومات المالية عن تلك الأوراق، وكما تقوم وكالة التصنيف الائتماني بتقييم ائتماني للمصدر، لتحديد مدى قدرته على دفع مبلغ الأصل والفائدة على الورقة المالية المقيمة بطريقة ملائمة على وفق شروط الورقة المالية. وأهم مؤسسات التصنيف الائتماني هي مؤسسة Standard & poor's، Moody's، Fitch.

2. القائم على خدمة الدين: تتطلب عملية التوريق وجود جهة معينة تقوم على خدمة الدين، حيث تقوم باستلام المتحصلات من أقساط وفوائد من المدينين وتسليمها لشركة التوريق، لتقوم بسداد حقوق المستثمرين، وغالباً ما يكون الممول هو نفسه المسؤول عن خدمة الدين.

¹ - كروش، نورالدين، وسرارة، مريم. (2017، 4 ديسمبر). مرجع سابق، ص 647.

² - سميرة، مصطفىاوي. (2016). البنوك في مواجهة آلية التوريق. رسالة ماجستير، جامعة مولود معمري -تيزي وزو، الجزائر، ص 48.

³ - هذه المعلومات مستفادة من المصادر الآتية:

- ابو حمد، رضا صاحب، وعطية، كزار حاتم. (2017). التوريق المصرفي ودوره في حل أزمة السكن في العراق. مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، 14(1)، ص 6.

- مريم، سرارة. (2011). مرجع سابق، ص 93-94.

- كروش، نورالدين، وسرارة، مريم. (2017، 4 ديسمبر). مرجع سابق، ص 648.

3. **المنظم أو المهيأ:** وهو عبارة عن مصرف أعمال (مصرف استثمار)، يتمثل في مجموعة من اختصاصي الهندسة المالية، والذي يقوم بدور الوساطة بين المؤسسة البادئة للتوريق وشركة التوريق، حيث يعمل على إرشاد شركة التوريق (المصدر)، بكيفية اختيار مجموعة من الموجودات الأساسية، وكيفية هيكله الورقة المالية لتلبية طلب السوق على نحو أفضل، ويحصل المنظم على أجور مقابل الاستشارة الفنية، ولا يتحمل أي مخاطر سعرية بخصوص عملية البيع التي تحدث ما بين المصدر والمستثمر.

4. **معزز الائتمان:** وهو الذي يوافق على إضافة تعزيزه الائتماني على محفظة القروض من أجل رفع الجودة الائتمانية لدى الطرف الآخر، حيث يقوم بأداء الدفعات وفق سقف محدد في حال عجز الطرف الآخر عن السداد أو في حال نقصت التدفقات النقدية الناتجة عن محفظة القروض عن المبالغ المطلوبة تعاقدياً، نظراً لعجز المتعهدين الأساسيين، وهذا الطرف قد يكون إحدى شركات التأمين أو مؤسسة حكومية مثل مؤسسة Ginne Mae للرهن العقاري.

5. **أمين المحفظة:** يعتبر أمين المحفظة جهة لا تشارك في الأعمال التجارية في عملية التوريق، بل تقوم بمتابعة الأوراق المالية المرهونة بأصول، وما إذا كانت هذه الأوراق تعبر عن القيمة الحقيقية للأصل، والتأكد من أية ضمانات أخرى دخلت في تقييم الورقة. وتتلخص مسؤوليات الأمين في:

- ✓ إدارة محفظة الأصول والضمانات المتعلقة بها.
- ✓ مراجعة ومراقبة المحفظة بصفة دورية.
- ✓ تقديم تقرير عن المحفظة للمستثمرين بصفة دورية.
- ✓ تنفيذ كافة الاجراءات القانونية في حالة عدم السداد.
- ✓ تعيين وتغيير القائم على خدمة الدين.

6. **ضامن الاكتتاب:** وهو الطرف الذي يقبل شراء كل أو بعض الأوراق المالية التي يتم إصدارها عند سعر معين، ويتحمل مع المستثمرين مخاطر السوق الخاصة، بطرح الأوراق المالية التي تم إصدارها من جديد، ومقابل ذلك يفرض رسماً عن ضمان الاكتتاب، وكما يقوم بعمليات الطرح من خلال إعداد نشرة الاكتتاب أو مذكرة المعلومات بعد القيام بالدراسة المستقلة للممول، وذلك بهدف توفير الافصاح الكامل للمستثمرين من أجل اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.

7. **وكيل السداد:** وهو مصرف ذو سمعة ومكانة دولية، وافق على سداد مدفوعات الأوراق المالية عن المستثمرين، ومن المعتاد أن يتم السداد عن طريق نظام المقاصة، وفي أوروبا يتولى هذه العملية جهة مرتبطة بالأمين، أما في الولايات المتحدة الأمريكية الأمين هو المسؤول عن السداد.

8. **المودع:** مؤسسة ائتمانية تعمل على التأكد من مدى حيابة SPV على الأصول محل التوريق، وتراقب مدى انتظام المعاملات لضمان تسديد حصص المستثمرين.

9. **السلطات الرقابية:** وهي الجهة التي تراقب وترخص هذا النوع من العمليات، وطرق عملها تختلف من بلد لآخر.

الركن الثاني - محل التعاقد:¹ ويتكون من الأصل محل التوريد، المقابل الذي تدفعه شركة التوريد، الأوراق المالية المصدرة.

1. الأصل محل التوريد: وهي محفظة الديون محل التوريد التي تملكها المنشأة البادئة للتوريد، حيث تقوم بتجميع الديون في محفظة واحدة وفقاً لفائدتها، آجالها، أخطارها، أغراضها، ضماناتها... ثم تحولها مع ضماناتها لشركة التوريد.

2. المقابل الذي تدفعه شركة التوريد للبنك: تشتري الشركة المحفظة يثمن يقل عن القيمة الاسمية للمحفظة، وعادة ما تقترض الشركة الثمن ثم تسدد القرض من حصيلة اكتتاب المستثمرين، أو تؤجل سداد الثمن للمنشأة البادئة حتى جمع حصيلة هذا الاكتتاب.

3. الأوراق المالية المصدرة: وهي السندات التي تصدرها شركة التوريد، ثم تقوم ببيعها للمستثمرين، وعادة ما تباع بعلاوة إصدار أي مبلغ زيادة عن القيمة الاسمية للسند وتمثل العلاوة دخلاً لشركة التوريد بجانب الفرق بين القيمة الأصلية للدين المورق وبين ما تدفعه للمنشأة البادئة، بالإضافة لقيمة الاكتتاب، وهي ما يدفعه المستثمرون لشراء الأوراق المالية.

الركن الثالث - الصيغة: الصيغة التي تعبر عن إرادة المتعاقدين في إبرام الصفقة، وتتمثل في التوقيع على العقود التي تبرم لذلك حسب طرق التوريد التي سنذكرها فيما بعد وعادة ما توجد نماذج قانونية مرفقة بقوانين التوريد، يحدد فيها حقوق والتزامات كل طرف، وهي تمثل في نموذج عقد تحويل حقوق المنشأة البادئة وشركة التوريد، ثم نشرة الاكتتاب في الأوراق المالية المطروحة، إلى جانب نماذج العقود بينهم وبين الأطراف التي تقدم خدمات لعمليات التوريد حسبما تم ذكرهم من قبل.

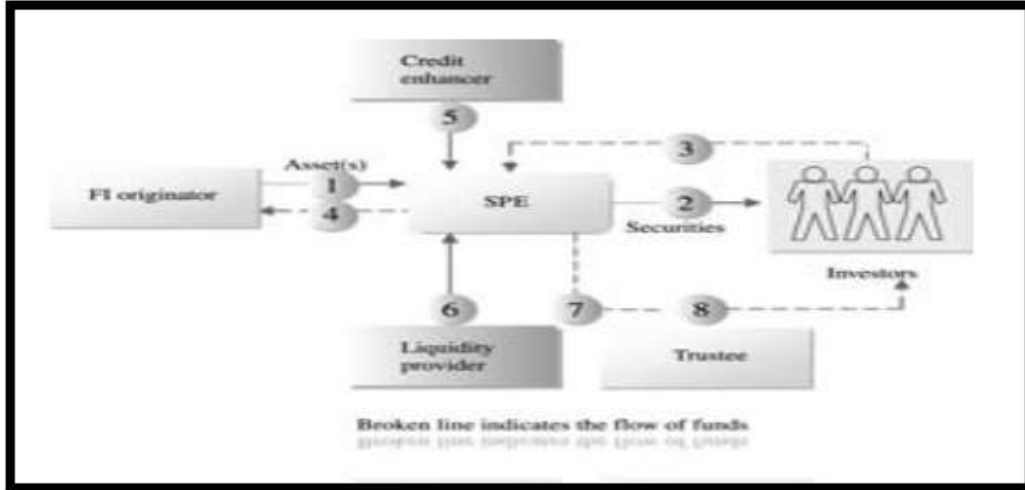
رابعاً - اجراءات عقد التوريد (كيف تتم عملية التوريد):²

اجراءات عملية التوريد معقدة، وذلك لتدخل عدة أطراف في العملية، لكن سيتم ذكر أهم مراحلها بشكل مختصر ومبسط وهي مبينة في الشكل أدناه.

¹ - عمر، محمد عبد الحليم. (2009، 26-30 أبريل). مرجع سابق، ص9.

² - Hassan, M., & K. Lewis, M. (2007). Previous reference, page:192-193.

الشكل رقم (1) يبين إجراءات عقد التوريد



المصدر: Hassan, M., & K. Lewis, M. (2007). Previous reference, page: 192.

1. يقوم البنك البادئ بالتوريد بتجميع الأصول المتشابهة في محفظة واحدة، ثم يبيعها إلى SPV بمقابل أقل من قيمتها.
2. شركة التوريد SPV تقوم بإصدار الأوراق مالية المضمونة بأصول المحفظة بالقيمة الاسمية زائداً علاوة الاصدار وتبيعها إلى المستثمرين.
3. تجمع شركة التوريد الأموال من المستثمرين.
4. تدفع شركة التوريد للمنشئ سعر بيع أصول المحفظة.
5. تقوم مؤسسة مالية مستقلة بإضافة تعزيزها الائتماني على المحفظة كحماية لحاملي الأوراق المالية.
6. تقوم مؤسسة مالية مستقلة بتوفير سيولة مكفولة لشركة التوريد، على شكل سيولة احتياطية.
7. تقوم شركة التوريد بدفع الفوائد من الأصول للمستثمرين مستقبلاً.
8. أمين المحفظة يتأكد من أن شركة التوريد تنجز كل الالتزامات المتعلقة بنقل الأصول، توزيع الدخول وما شابه.

يوجد أنواع مختلفة من الورقة المالية يتم هيكلتها عبر عملية التوريد ومن هذه الأنواع:

1. **سندات Pass - through** بمعنى "التجاوز المعبري" وهي النمط الأكثر شيوعاً وممثلة بالشكل أعلاه، وهي تمثل حاملها في محفظة الأصول والتي تكون مشابهة لها من ناحية العائد، تاريخ الاستحقاق، الجودة. يقوم البنك المنشئ للتوريد على تجميع المتحصلات النقدية وتحويلها لشركة التوريد، مقابل رسوم عمولة والتي بدورها تتحول للمستثمرين، وبما أن ملكية الأصول في المحفظة تعود للمستثمرين فإن شهادات Pass - through لا تمثل التزام دين على المنشئ ولا تظهر في قوائمه المالية.
2. **سندات ABB "asset-backed bond"**، بمعنى السندات المدعومة بالأصول، وهي مشابهة لسندات Pass - through وهي معززة بمحفظة من الأصول، لكنّها بنفس الوقت تمثل التزام على البنك، ويتم الإفصاح عنها في جانب الالتزامات، لذلك تبقى محفظة الأصول كمعزز يظهر في جانب الأصول من الميزانية، والتدفقات النقدية الناتجة عنها لا تكرر لصالح المستثمرين، وإنما للمصدر (البنك). إحدى الجوانب المهمة لهذه السندات: أنّها معززة بأكثر مما يجب، ذلك أنّ قيمة الأصول تغطي وبفائض جميع الالتزامات، وهذا ما يتم العمل به إلى حد كبير، من أجل توفير مستوى من الأمان للمستثمرين.

3. **سندات Pay – through** وهي تجمع مزايا Pass - through مع ABB. هي تشبه ABB بأنها معززة بمجمع من الأصول، وتظهر كالتزام دين في ميزانية البنك المنشئ للتوريق، وتشبه Pass through - من أن التدفقات النقدية من الأصول الضامنة لها مخصصة لخدمتها، أي خدمة سندات Pay-through.

خامساً - أنواع التوريق:¹

لقد ذكرنا في الفقرة السابقة أهم مراحل إجراءات التوريق، وفي هذه الفقرة سيتم بيان كيف تتم عملية نقل الأصول من المؤسسة البادئة بالتوريق لشركة SPV. إن التوريق له أنواع عديدة لا يسع لنا في هذه الفقرة أن نذكرها كلها إلا أنه سيتم ذكر نوع التوريق بحسب أسلوب أو طريقة التوريق نظراً لأهميته والاستخدام المتكرر للمؤسسات له.

1. نقل الأصول بحوالة الحق أو التنازل.
2. نقل الأصول باستبدال الدين أو التجديد.
3. نقل الأصول بالمشاركة الجزئية أو الفرعية.

1. **نقل الأصول بحوالة الحق أو التنازل:** وهي اتفاق يتم بمقتضاه نقل الدائن (المحيل) إلى طرف آخر (المحال إليه) حق شخص له قبل مدينه (المحال عليه)، فيحل محله في هذا الحق ويكون بذلك دائناً جديداً لهذا المدين. والغرض من حوالة الحق يمكن أن يقصد به مجرد التصرف في هذا الحق كقيمة مالية في ذمة المحيل لكن استحقاقها الآجل يحول دون تلبية حاجته للأموال، كما قد تستهدف الحوالة الوفاء فينقضي بها التزام المحيل الملتزم في مواجهة المحال إليه، وأخيراً قد يكون المقصود من الحوالة مجرد تقديم ضمان من المحيل لدائنيه، فإذا لم ينفذ المحيل التزامه في مواجهة المحال إليه يمكن للأخير مطالبة المحال عليه بتنفيذ هذا الالتزام. وحق الدائنية قابل للحوالة أيًا كان محله، بصرف النظر عما إذا كان هذا الحق منجزاً أو معلقاً على شرط أو مقترناً بأجل أو حقاً مستقبلاً.

وإذا اتفق أطراف صفقة التوريق على نقل الأصول عن طريق حوالة الحق، فإنه لا بد من مراعاة عدد من القواعد المرشدة حسب الفقه الانكليزي وهي:

1. التأكد من عدم وجود أية وثائق ذات صلة بالأصل موضوع النقل، تتضمن اشتراطات تحظر حوالتها، وفي هذا الصدد يجب التأكد من آجال هذه الأصول والشروط الملازمة لها.
2. أن تكون الأصول قابلة للتحويل وفقاً للأنظمة القانونية المطبقة عليها.
3. أهمية التحري في الدقة في الوقوف على اشتراط النظام القانوني المطبق، أو عدم اشتراطه لضرورة موافقة المدين على الحوالة.
4. إذا تبين عدم وجود قيود على البنك البادئ للتوريق في الحوالة، فإن ذلك يعني أنه بمجرد انعقاد الحوالة ينتقل الحق المحول للمحال إليه بجميع ضماناته ودفعه وصفاته وملحقاته.
5. سندات المديونية كمحل للحق الذي يتم نقله بالحوالة قد تتضمن سعر فائدة متغير، وهو ما يمثل ائتمناً متهافتاً بالنسبة للمستثمرين وبالتالي فإنه يتعين الاتفاق على حد أدنى لسعر الفائدة لا يجوز النزول عنه لضمان الفوائد والمصروفات الحيوية للمستثمرين والمصدر.

¹ - عثمان، حسين فتحي. (2002، 24-22 كانون الأول). مرجع سابق، ص 7-16.

2. نقل الأصول باستبدال الدين أو التجديد:

إذا كانت الحوالة وسيلة لانتقال الحق من البنك البادئ للتوريق الى المصدر، فإنّ التجديد يمثل أحد أهم الأسباب لانقضاء ذلك الحق في جانب البنك، ونشوء حق جديد للمصدر يحل محل ذلك الحق القديم.

ويتجدد الحق أو الالتزام بتغيير الدين، أو الدائن، أو المدين، في التوريق نكون في إطار التجديد بتغيير الدائن الذي يصبح هو المصدر بدلاً من البنك البادئ للتوريق. ويتعين الاتفاق بين الاطراف جميعها (المدين - البنك البادئ بالتوريق - المصدر) على صيرورة المصدر هو الدائن الجديد، ويترتب على التجديد انقضاء الالتزام الأصلي على عاتق المدين بتوابعه، ونشوء التزام جديد مكانه بحيث لا ينشأ الالتزام الجديد إلا بانقضاء الالتزام الأصلي.

وعليه فإنّ حوالة الحق تختلف عن أسلوب التجديد بتغيير الدائن، في أنّ حوالة الحق تتم باتفاق بين البنك البادئ للتوريق (المحيل) والمصدر (المحال إليه)، دون تدخل المدين، إلى جانب انتقال الحق بكل ضماناته باعتبارها توابعه كالكفالة، والامتياز، والرهن، بينما يترتب على التجديد انقضاء الالتزام الأصلي ونشوء التزام جديد مكانه، وعدم انتقال التأمينات المقدمة من المدين أو الغير لضمان الدين القديم إلا بقيود.

ومع ذلك فإنّ أسلوب التجديد لا يزال مزدهراً في الممارسات المصرفية، حينما تكون مسؤولية الديون مرتبطة بمسؤولية محتملة كمسؤولية البنك البادئ بالتوريق عن تبعات التسهيلات المشروطة لتمويل القروض، أو تسهيلات الائتمان المتجددة طويلة الأجل، وعندئذ يكون الخيار الأفضل لعقود هذه التسهيلات "صياغة" تتيح نقل أصول ديون القروض من خلال تجديد هذه القروض.

3. أسلوب المشاركة الفرعية: ويستخدم هذا الأسلوب لوصف ترتيب تمويلي، يتم ما بين البنك البادئ بالتوريق وبنك آخر يطلق عليه البنك المشارك أو البنك القائد.

بمقتضى هذا الترتيب يقوم البنك المشارك: وهو عبارة عن بنك متخصص في شراء الذمم وتمويلها - أو شركة الـSPV - بتقديم مبلغ من المال للبنك الأول، مقابل سندات مديونية على أن يسترد البنك المشارك قيمتها وفوائدها - فقط عندما يحين موعد الوفاء بمبلغ مناظر - من المدين في هذه السندات (غالباً مقترض للبنك البادئ للتوريق) حيث يسلم المدين هذا المبلغ وفوائده للبادئ بالتوريق والذي بدوره يسلمها للبنك المشارك.

في إطار هذه الآلية لا يملك المشارك رجوعاً على البادئ بالتوريق، حيث لا يكون الأخير مسؤولاً عن المبلغ المتفق على إعادة الوفاء به لو لم يستلمه من المدين.

يختلف هذا الأسلوب عن الأسلوبين السابقين، من ناحية عدم وجود علاقة تعاقدية ما بين البنك المشارك والمدين، بحيث إذا أعسر المدين فإنّه قد يؤخر فرصة سداذه لدينه تجاه البادئ بالتوريق وهو ما يعرض المشارك لخطر انتماني محقق، ولن يكون بمقدوره إلا الاعتماد على البادئ بالتوريق، برفع دعوى الاسترداد وانتظار نتيجتها. لذلك يجب على المشارك التأكد من جدارة المدين الائتمانية وأهليته وهناك طرق عديدة لحمايته تتمثل في حصوله على ضمانه عقارية وحقوق إدارة الدين كوصي عليها.

سادساً - فوائد التوريق:

يحقق التوريق فوائد للاقتصاد ولجميع الأطراف المساهمة فيه، من أهمها:

➤ على مستوى الاقتصاد الكلى:

1. تخفيض أعباء الديون الخارجية على الدول المدينة، من خلال توريقها، وهذا ما حقق نجاحاً كبيراً في الثمانينات من القرن الماضي عندما ورّقت دول أمريكا اللاتينية ديونها الخارجية.
2. تحسين التصنيف الائتماني للدولة، من خلال توريق تدفقاتها النقدية الخارجية مما يزيل مخاطر التخلف عن الوفاء بالدين.
3. زيادة فاعلية السياسة النقدية من خلال تأثيره على:¹
 - ✓ الكتلة النقدية: تقلل عمليات التوريق من حجم الكتلة النقدية كون هذه الأدوات تعتبر وسائل إعادة تمويل حالها حال أسواق رأس المال أو أسواق النقد.
 - ✓ أسعار الفائدة: عمليات توريق القروض من شأنها أن توفر وسائل جديدة للتمويل، وبالتالي تدخل في المنافسة مع وسائل التمويل الأخرى مما يؤثر على أسعار الفائدة بالانخفاض.
4. نهاية البنوك الشاملة لتخصص الخدمات البنكية لأنّ عمليات توريق القروض فتحت مجالات أخرى للوساطة، مما أدّى إلى تعدد مهام البنوك وتشعبها وبالتالي صعب عليها الالمام بجميع هذه الأمور.

➤ على مستوى المؤسسات المالية:²

1. التحرّر من قيود الميزانية العمومية، حيث تقضي القواعد المحاسبية والمالية مراعاة مبدأ كفاية رأس المال، وتدبير مخصّصات لمقابلة الديون المشكوك فيها، وهو ما يعرقل أنشطة التمويل بشكل عام، ويبطئ بالضرورة من دورة رأس المال، ويقلّل بالتبعية من ربحية البنك.
2. والتوريق في هذه الحالة يعد بديلاً مناسباً، حيث يسمح بتدوير جزء من الأصول السائلة الناجمة عن توريق أصوله غير السائلة الضامنة لديونه لدى الغير، دون أن يحتم ذلك زيادة في الجزء المخصّص للمخاطر في ميزانية البنك، أي دون الحاجة لمخصّصات مناظرة في الميزانية العمومية مما يرفع من معدل كفاية رأس المال.
3. توفير السيولة، عن طريق تحويل الأصول غير السائلة إلى أصول سائلة، ومن ثم إعادة توظيفها وتوسيع حجم الأعمال، دون زيادة في حجم حقوق الملكية أو الاقتراض من مؤسسات مالية أخرى مما يساعد على رفع كفاءة الدورة المالية، ومعدل دورانها، وزيادة ربحيتها.
4. يؤدي التوريق إلى تقليل مخاطر الائتمان، إذ أن المؤسسة التي تورق بعض أصولها لا تكون مسؤولة عن الوفاء بها لحملة الأوراق المالية، وبالتالي كأنها بالتوريق نقلت مخاطر الائتمان إلى الغير وقامت بتوزيعها على حملة السندات.

¹ - خميسي، بن رجم محمد. (2010، ديسمبر). التوريق ووقعه على الأزمات المالية. أبحاث اقتصادية وإدارية، 8، ص 63.

² - انظر:

- محمد، راتول، واحمد مداني. (2006، 22-21 نوفمبر). دور التوريق كأداة مالية حديثة في التمويل وتطوير البورصة في الجزائر، بحث مقدم إلى الملتقى العلمي الدولي الأول حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات - دراسة حالة الجزائر والدول النامية بجامعة محمد خيضر بسكرة بالجزائر، ص 7.

- مشعل، عبدالباري. (2009، 26-30 أبريل). الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، بحث مقدم إلى مجمع الفقه الإسلامي الدولي - الدورة التاسعة عشر بالشارقة، الامارات، ص 4.

- عمر، محمد عبد الحليم. (2009، 26-30 أبريل). مرجع سابق، ص 6.

4. تسهيل تدفق التمويل لعمليات الائتمان، بضمان الرهون العقارية، وبشروط وأسعار أفضل وفترات سداد أطول.
5. توفير العملات الأجنبية في حال التوريد عبر الحدود، فيما لو أمكن التعامل مع إحدى المؤسسات المهمة بتحويلات العاملين في الخارج، أو بطاقات الائتمان وغيرها.
6. تحسين التصنيف الائتماني للمؤسسات المالية التي تعاني من تصنيف متدني بسبب التصنيف السيادي المتدني للدولة التي تنتمي إليها.

➤ بالنسبة لـ SPV شركة التوريد:

1. تكمن منافع الشركة ذات الغرض الخاص في رسوم الإصدار والتحصيل والأمانة التي تأخذها من المؤسسة البائعة والمكتتبين في السندات، بالإضافة إلى الفرق بين قيمة شراء الديون وقيمة توريدها.¹
2. تحسين الجدارة الائتمانية لـ SPV من حيث أن التوريد يتطلب التصنيف الائتماني لمحفظة القروض بصورة مستقلة عن الشركة مما يرفع من تصنيفها الائتماني.²

➤ بالنسبة للمستثمرين:

إنّ عمليات التوريد تساعد المستثمرين على إدارة السيولة التي لديهم بصورة مربحة من خلال الدخول في عمليات تمويل طويلة الأجل، بالإضافة إلى الاستفادة من سرعة تسيلها من خلال بيعها في السوق الثانوية في أي وقت مطلوب.³

➤ بالنسبة للأسواق المالية:

1. تنشيط السوق الأولية في بعض القطاعات الاقتصادية مثل العقارات والسيارات.
2. تنشيط سوق المال من خلال تعبئة مصادر تمويل جديدة، وتنويع المعروض فيها من منتجات مالية، وتنشيط سوق تداول السندات.
3. التوريد أداة تساعد على الشفافية، وتحسين بنية المعلومات في السوق، لأنه يتطلب العديد من الإجراءات ودخول العديد من المؤسسات في عملية الإقراض مما يوفر المزيد من المعلومات في السوق.

بالرغم من المنافع التي يحققها التوريد إلا أنه لا يخلو من المخاطر، وأهم المخاطر التي حققها تسببه في حدوث الأزمة المالية العالمية عام 2008 وما نتج عنها من ركود اقتصادي عميق في كل من الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا والعديد من دول العالم. فعملية التوريد قد تؤدي إلى تقليص أهمية البنك في عملية الوساطة المالية، مما ينتج عنه تقليص نسبة الأصول والخصوم المالية للبنك، وقد يصعب ذلك من تنفيذ السياسة النقدية في البلدان التي تعمل فيها البنوك المركزية على متطلبات الحد الأدنى للاحتياطي. وبالرغم من ميزة التحرر من قيود

¹ - القره داغي، علي محيي الدين. (2009، 26-30 أبريل). مرجع سابق، ص5.

² - عبدالعزيز، أختر زيتي. (2009، 26-30 أبريل). الصكوك الإسلامية (التوريد) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، بحث مقدم إلى مجمع الفقه الإسلامي الدولي - الدورة التاسعة عشر بالشارقة، الإمارات، ص4.

³ - القره داغي، علي محيي الدين. (2009، 26-30 أبريل). مرجع سابق، ص6.

⁴ - النشمي، عجيل جاسم. (2009، 26-30 أبريل). الصكوك الإسلامية (التوريد) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، بحث مقدم إلى مجمع الفقه الإسلامي الدولي - الدورة التاسعة عشر بالشارقة، الإمارات، ص6.

الميزانية العمومية، إلا أن ذلك قد يؤدي إلى انخفاض في جملة رأس المال الموظف في النشاط المصرفي وهو ما يؤدي إلى الهشاشة المالية للنظام المالي على جميع المستويات.¹ وكما أن عمليات التوريق من نوع Pay – through و ABB تضخم من حجم الأصول في ميزانية البنك مما يؤدي في حال تعثر القروض إلى حدوث أزمة مالية مماثلة للأزمة المالية عام 2008.

المبحث الثاني: التصكيك الاسلامي

تزايد في السنوات الأخيرة استخدام أداة مبتكرة من أدوات التمويل الحديثة تعرف بـ "التوريق الإسلامي" (التصكيك)، ويهدف هذا المنتج إلى توفير السيولة النقدية الكافية للدخول في عمليات تمويل جديدة، أو للتوسع في نشاط ما، أو تحويل الأصول غير السائلة إلى أصول سائلة، يمكن إعادة توظيفها مرة أخرى، وتحقيق التنوع الاستثماري.

أولاً - المفاهيم الأساسية للتصكيك:

1. نشأة ظاهرة التصكيك وتطوره:²

يعود سبب نشوء التصكيك الإسلامي إلى البحث عن البديل الشرعي للتوريق التقليدي والذي تزامن ظهوره مع ظهور البنوك الإسلامية في السبعينات من القرن الماضي، حيث تم طرح فكرة الصكوك الإسلامية في المؤتمر العلمي الأول عام 1976م ثم تبع ذلك عدة محاولات سيتم ذكرها وفق التسلسل الزمني لنشوء وتطور التصكيك.

- 1978م: الأردن: تعد الأردن أول من تبنت فكرة التصكيك وتبلور ذلك مبدئياً في سندات المقارضة التي نبتت فكرتها أثناء وضع مشروع قانون البنك الإسلامي الأردني بهدف أن تكون من الأدوات التي يمكن اعتمادها من البنك للحصول على تمويل طويل الأجل لمشاريعه الكبرى، وقد تم وضع قانون لهذه السندات عام 1981م مبيناً آلياتها الشرعية.

- 1980م: قامت حكومة باكستان ممثلةً بنوكها ومؤسساتها المالية بعمليات تصكيك شرعية مصدرةً بذلك شهادات المشاركة لأجل متوسطة وطويلة الأجل كبديل عن إصدار السندات بفائدة بهدف تعبئة موارد تمويلية متوسطة وطويلة الأجل بالعملية المحلية للصناعة وغيرها، وهي قابلة للتحويل وتقوم على مبدأ المشاركة في الغنم والغرم.

- 1983م: قامت الحكومة الماليزية بعمليات تصكيك متوافقة مع الشريعة الإسلامية منتجةً بذلك شهادات GIC وذلك عند بدء مزاوله أول مصرف إسلامي في ماليزيا

1 - بوطوك، عمار. (2007). دور التوريق في نشاط البنك - حالة بنك التنمية المحلية. رسالة ماجستير، جامعة منتوري - قسنطينة، الجزائر، ص17.

2 - هذه المعلومات مستفادة من المصادر الآتية:

- العتيبي، خالد فالح. (2016). تجديد الفقه وأثره في العمل المصرفي. المجلة الأردنية في الدراسات الإسلامية، 12(1)، ص354-355.

- وزارة المالية. (د.ت.). الصكوك الإسلامية. تم استرجاعها بتاريخ 3 أبريل، 2018 من

www.syrianfinance.gov.sy/arabic/budget/organization-chart/221/2260/3058/3061.html، ص2-3.

- المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية. (د.ت.). التاريخ الشرعي للصكوك. تم استرجاعها بتاريخ 3 أبريل، 2018 من

www.kantakji.com، ص1-5.

- الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية. (2013، 21 آذار). آليات ومتطلبات إصدار الصكوك الإسلامية. مجلة الدراسات المالية

والمصرفية، 21(1)، ص26-38.

-المحي، عصام الزين. (2008، 24-25 فبراير). الصكوك المالية الإسلامية ودورها في تطوير وتعميق السوق المالي، بحث مقدم إلى

المؤتمر الرابع للتمويل والاستثمار في دمشق، سورية، ص5.

- H. Abdel Khaleq, A. (2012,24 September). Case studies on Sukuk Issuance. Regional Workshop-Developing Government Securities under Islamic Finance, Amman, P:7-24.

نشاطه بهدف تحقيق المتطلبات التي شرعها قانون المصارف والمتعلقة بالسيولة بالإضافة إلى تشغيل الأموال غير المستخدمة لديه. كما قامت شركة باوستاند القابضة التابعة للحكومة الماليزية بعمليات تصكيك بقيمة 1.3 مليار \$ من أجل إنشاء محطة توليد الطاقة.

- 1984م: قامت تركيا بعملية تصكيك مشروع بناء جسر محمد الفاتح (جسر معلق على مضيق البوسفور)، صكوك مشاركة بقيمة 200 مليون \$ وبنسبة ربح سنوية من رسوم العبور.

- 1988م: أصدر مجمع الفقه الإسلامي، في دورته الرابعة المنعقدة في جدة قراراً يتضمن الضوابط الشرعية لسندات المقارضة، وورد في هذا القرار اقتراح تسمية هذه الأداة الاستثمارية بصكوك المقارضة.

- 1994م: قامت طهران بعمليات تصكيك لتمويل مشروع الطريق السريع (نواب هاي وي).

- 1999م: قام المصرف المركزي السوداني بتجميع أصول مملوكة له، ولوزارة المالية في القطاع المصرفي، في صندوق ثم تصكيكها إلى شهادات ذات قيمة اسمية متساوية، تسمى شهادات مشاركة البنك المركزي (شمم) وتستخدم لإدارة السيولة في الاقتصاد، ضمن إطار عمليات السوق المفتوحة، كما وقامت وزارة المالية نيابة عن الحكومة بتصكيك أسهم مملوكة لها، في بعض الشركات والمؤسسات الراجعة إلى شهادات المشاركة الحكومية (شهامه) بهدف تمويل عجز الموازنة العامة للدولة.

- 2001م: بدأت مؤسسة نقد البحرين بعمليات تصكيك، تقوم على إصدار صكوك إجارة بمبلغ 750 مليون \$ وصكوك سلم بمبلغ 25 مليون \$، لمدة ثلاث أشهر، وبشكل دوري بهدف امتصاص السيولة الزائدة عن حاجة البنوك.

- 2002م: أصدرت رابطة العالم الإسلامي قراراً يقضي بعدم جواز تصكيك الديون، بحيث تكون قابلة للتداول في سوق ثانوية، لأنه في معنى حسم الأوراق التجارية.

- 2003م: قامت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، بتخصيص البند رقم/17 في كتاب المعايير الشرعية، حيث ينص فيه على المبادئ الأولية لإصدار وتداول جميع أنواع الصكوك، حتى تاريخ إصدار المعيار الخاص بالصكوك.

كما قام البنك الإسلامي للتنمية بعمليات تصكيك (إما لمشاريع تنموية داخل الدول الأعضاء، أو مشاريع تنموية من المقرر المساهمة فيها خلال الفترة المقبلة)، بلغت قيمتها 300 مليون \$ كتجربة أولية، بهدف تعزيز تدفق الموارد المالية لخزينة البنك، من أجل تمويل أو تغطية نفقات المساهمة لمشاريع التنمية في الدول الأعضاء للبنك. كما قامت حكومة قطر بتصكيك أراضي تملكها بقيمة 700 مليون \$ صكوك إجارة منتهية بالتمليك، بغرض إنشاء مدينة حمد الطبية، ولأجل هذا الغرض، قامت حكومة قطر وبنك قطر الإسلامي وبنك HSBC بتأسيس شركة SPV للأغراض الخاصة.

- 2004م: فوضت هيئة الطيران المدني في دبي بنك دبي الاسلامي بإجراء عمليات تصكيك بقيمة 750 مليون\$، تم بموجبها إصدار صكوك إجارة من أجل تمويل أعمال المرحلة الثانية، من مشروع توسعة مطار دبي الدولي.
- قام مجمع الفقه الاسلامي الدولي بتوضيح الأحكام والضوابط الشرعية، التي تحكم صكوك الإجارة، وكما أنه أوصى بدراسة صكوك بملكية الأعيان المؤجرة إجارة منتهية بالتملك، وحكم إصدار الصكوك وتداولها في الإجارة الموصوفة في الذمة.
- 2005م: قامت شركة باكستان الدولية المحدودة للصكوك، كأمين استثمار موكل من حكومة باكستان، بشراء طريق لاهور - اسلام آباد السريع من السلطة الوطنية للطرق السريعة، وذلك من خلال تصكيك الطريق الى صكوك إجارة منتهية بالتملك، بقيمة 600 مليون\$، ثم تأجيرها الى الحكومة إجارة منتهية بالتملك لمدة خمس سنوات.
- 2006م: أوصى مجمع الفقه الإسلامي، بعقد ندوة متخصصة لإعداد لائحة بشأن سندات المقارضة، إذا كانت الصكوك تمثل موجودات مختلطة ما بين أعيان ومنافع ونقد وديون.
- 2007م: أكد صندوق النقد الدولي، على الطفرة في معاملات التصكيك الإسلامي، والتي تمخضت عن زيادة إصدارات الصكوك بمقدار أربعة أضعاف.
- التأكيد من قبل صندوق النقد الدولي، أن عدداً متنامياً من البلدان يفكر في دخول سوق الصكوك.
- أبرز تحدي للصكوك: هو تبديل السمات الهيكلية المعتادة في الأوراق المالية التقليدية.
- 2007م: قامت مجموعة الثاني الاستثمارية والتي مقرها الرئيسي دبي بإعادة تمويل الديون القائمة وتعزيز قسم تطوير العقارات والممتلكات لديها من خلال تصكيكها إلى صكوك مشاركة 100 مليون\$ ولمدة خمس سنوات، وقد قامت بتوكيل شركة الثاني المحدودة للصكوك الاستثمارية.
- 2008م: أصدر المجلس الأوروبي للإفتاء عقد الإجارة الواردة على منافع الأعيان والذي يمكن الاستفادة منه من خلال إجراء عمليات التصكيك عليه وإصدار صكوك الإجارة حيث تعتبر من أكثر الأنواع مرونةً وضبطاً.
- أعلنت الحكومة البريطانية عزمها إجراء عمليات تصكيك لاستصدار صكوك تقوم على تمويل عجز الموازنة.
- 2009م: قام مجلس الخدمات المالية الإسلامية بما يلي:
 1. وصف هياكل الصكوك والتعريف بها، والمخاطر التي تتعرض لها مؤسسات الخدمات المالية بالنسبة للصكوك، والمتطلبات التشغيلية المتعلقة بالتصكيك والصكوك.
 2. معالجة التعرض لمخاطر التصكيك، والصكوك، لأغراض رأس المال النظامي.
 3. معالجة تخفيف مخاطر الائتمان، التي تتعرض لها عملية التصكيك.
 4. معالجة التعزيز الائتماني المقدم من المصدر أو المنشئ.

5. معالجة التعزيز الائتماني حسب هيكلته.

أجاز مجمع الفقه الاسلامي وقف الصكوك، لأنها أموال معتبرة شرعاً مبيناً الأحكام والضوابط الشرعية لوقف الصكوك.

استعرض المجمع خصائص الصكوك، وأحكامها، مؤكداً على إيجاد الإطار القانوني لها.

ومنذ ذلك التاريخ وإلى الآن لا تزال تعقد المجمعيات الفقهية، والمؤتمرات، والندوات، والأبحاث، حول التصكيك وآلياته والصكوك باعتباره أصبح مورداً رئيسياً لدى المؤسسات المالية الإسلامية، وغيرها في تمويل أنشطتها الاستثمارية. وقد وصلت حجم إصدارات الصكوك عالمياً لعام 2017 إلى 116717 مليون \$¹. ومن المتوقع أن يصل حجم إصداراتها لعام 2018م من 90 إلى 100 بليون \$².

2. مفهوم التصكيك وتعريفه:

لقد أوصى البيان الختامي لندوة البركة الثانية والعشرين المنعقدة عام 1423هـ/2002م، باختيار تسمية التصكيك بدلاً عن التوريق، الذي يقصد به في التطبيق تحويل الديون إلى سندات.

1. تعريف هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية: تقسيم الموجودات من الأعيان، أو المنافع، أو هما معاً إلى وحدات متساوية القيمة، وإصدار صكوك بقيمتها.³
2. تعريف مجمع الفقه الاسلامي الدولي وفق القرار رقم 178(4/19): إصدار وثائق، أو شهادات مالية متساوية القيمة، تمثل حصصاً شائعة في ملكية موجودات (أعيان أو منافع أو حقوق أو خليط من الأعيان والمنافع والنقود والديون) قائمة فعلاً، أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب، وتصدر وفق عقد شرعي وتأخذ أحكامه.⁴
3. تعريف مجلس الخدمات المالية الإسلامية: ⁵ التصكيك يعني إجراءات إصدار الصكوك وتتضمن الخطوات الآتية:

- إنشاء موجودات: في التمويل التقليدي، تكون عبارة عن قروض أو ذمم حقوق أخرى، بينما في التمويل الاسلامي تكون عبارة عن موجودات قابلة للتصكيك، حسب أحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها، كالموجودات موضوع الإجارة.
 - نقل ملكية الموجودات إلى كيان ذي غرض خاص، يتصرف بصفة المصدر وذلك بوضعها في شكل أوراق مالية (صكوك).
 - إصدار الأوراق المالية (الصكوك) إلى المستثمرين.
4. تعريف د. فتح الله علي صالح: التصكيك عبارة عن عملية تحويل الأصول المقبولة شرعاً، إلى صكوك مالية مفصولة الذمة المالية، عن الجهة المنشئة لها، وقابلة للتداول في سوق مالية

¹ - IIFM Annual Sukuk Report. (April, 2018). www.iifm.net, P:48-50.

² - تقرير لقناة cnn arabic. (2018، 4 أيلول). تم استرجاعها بتاريخ 15 ديسمبر، 2018 من <http://www.arabic.cnn.com/business/article/2018/09/04/saudi-arabia-gcc-malaysia-indonesia-finance>

³ - عمر، محمد عبد الحليم. (2009، 26-30 أبريل). مرجع سابق، ص3.

⁴ - مجمع الفقه الاسلامي. (2009، 30 أبريل). قرار بشأن الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها. تم استرجاعها بتاريخ 15 أبريل، 2018 من www.iifa-aifi/2300.html

⁵ - رشاد، مرداسي احمد، وصبرينة، بوطية. (2017، مارس). الهندسة المالية الإسلامية كآلية لتوفير التمويل المصرفي الاسلامي. مجلة اقتصاديات المال والأعمال، 1(1)، ص47.

شريطة أن يكون محلها غالبه أعياناً، وذات آجال محددة بعائد غير محدد، أو محدد، ولكن ليس خالياً من المخاطر.¹

5. تعريف د. حامد حسين حسان: التصكيك هي عملية تقسيم ملكية الأعيان المؤجرة أو منافعها، أو موجودات المشروعات القائمة، أو رأس مال المضاربة، والمشاركة، أو الوكالة في الاستثمار، أو ثمن شراء بضاعة المراجعة أو السلم أو الأعيان المصنعة أو تكلفة تصنيعها، أو نفقات زراعة الأرض أو تكاليف تحصيلها إلى أجزاء، يمثل كل منها صك أو سند أو ورقة مالية وذلك بقصد عرض الصكوك التي تمثل هذه الأجزاء للبيع.²

ويمكن تعريف عملية التصكيك بأنها: تجزئة رأس مال مشروع قائم فعلاً، أو سيتم إنشاؤه مستقبلاً، إلى صكوك متساوية القيمة والتي تصدر وفق إحدى صيغ التمويل الإسلامية المعروفة. من هذه التعاريف نستنتج أن هناك نوعين من التصكيك:

أ. التصكيك البسيط (المباشر): ففي التصكيك البسيط يتم إصدار الصكوك - عبر شركة SPV أو الجهة المنشئة - بناءً على فكرة استثمارية معينة، ويتم استخدام حصيلة الاكتتاب في تلك الصكوك لتمويل المشروع الذي سوف يتم إنشاؤه، والمستثمرون يحصلون على العوائد المتوقعة من ذلك المشروع.

ب. التصكيك المركب (غير المباشر): يتم من خلاله إصدار الصكوك بناءً على وجود أصل أو محفظة أصول شرعية مُدرة للدخل، وتنفصل ذمتها المالية عن الجهة المنشئة لها إلى شركة SPV، أو تبقى ذمتها لدى تلك الجهة المنشئة، والمستثمرون يحصلون على العائد من المنافع المتوقعة من ذلك الأصل أو المحفظة.

3. دوافع عملية التصكيك:

إنّ الدافع الأساسي للتصكيك لدى المؤسسات المالية الإسلامية يتشابه مع الدافع الأساسي للتوريق، من ناحية الحاجة إلى التمويل، من أجل استمرار النشاط المؤسسي. فالمصارف الإسلامية نظراً للنجاح الذي حققته على مستوى العالم، تراكم لديها أصول ضخمة من الذمم والأنشطة التمويلية، ولأنّ هذه الأصول تتصف بصعوبة تدويرها، وتسجيلها، وليس لها سوق نشطة والمصرف بحاجة إلى السيولة لاستمرار نشاطه، تمّ ابتكار آلية جديدة كبديل شرعي عن التوريق، وهي "التصكيك" حيث تقوم الآلية على تصكيك الأصول المقبولة شرعاً إلى صكوك، وطرحها على المستثمرين مما يساعد على تحقيق أهداف المصرف في تمويل أنشطته، ودعم سيولته وربحيته وغير ذلك من الأهداف.

بالإضافة إلى الدافع الأساسي، هنالك دوافع أخرى تلتقي في بعض منها مع دوافع التوريق:

1. عدم الرغبة في: تمويل التوسع في الأنشطة، أو مواجهة عجز مالي محقق، أو الوفاء بالتزامات محددة، من خلال الاقتراض المصرفي باعتباره محرم شرعاً أو زيادة رأس المال من أجل عدم دخول مساهمين جدد.

2. معالجة حالات بقاء دوران رأس المال العامل في المؤسسات الانتاجية.

3. مجارة أساليب التمويل التقليدية الحديثة والمتمثلة بالتوريق، وذلك من خلال إيجاد البديل الشرعي المناسب للمؤسسات المالية الإسلامية والمستثمرين وغيرهما.

¹ - صالح، فتح الرحمن علي محمد. (2008، يوليو). دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية. بحث مقدم إلى منتدى الصيرفة الإسلامية ببيروت، لبنان، ص5.

² - بني عامر، زاهرة علي محمد. (2008). التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية. رسالة ماجستير، جامعة اليرموك، الأردن، ص81.

4. التعزيز الائتماني في التصكيك وهو ترتيب تعاقدى، حيث تحتفظ المؤسسة المالية الإسلامية، أو تتحمل جزءاً من التعرض لمخاطر التصكيك، وبالتالي توفر درجة معينة من الحماية الإضافية للأطراف الأخرى، مع الأخذ بعين الاعتبار توافق عملية التعزيز الائتماني مع أحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها.¹
5. توسيع قاعدة المستثمرين، بهدف تجميع رؤوس الأموال اللازمة لتمويل التوسع في النشاط القائم أو النشاط الجديد.²

ثانياً - ضوابط عملية التصكيك:³

حتى تتم عملية التصكيك لا بد من توافر مجموعة من الضوابط:

- أ- وجود أصول مملوكة للمنشأة (البادئة بالتصكيك)، وأن تكون قادرة على توليد دخل بشكل منتظم ومستمر، وعليه فالأصول التي تخضع للتصكيك، هي مجموعة معينة من الموجودات، والتي تظهر في الميزانية العمومية للمنشأة.
- ب- يجب أن تكون الأصول محل عملية التصكيك متوافقة تماماً مع أحكام المعاملات المالية الإسلامية، من حيث أنها منضبطة بمبدأ الحلال والحرام، لذلك يستثنى من ذلك جميع ما حرم الإسلام، من أصول تقوم على التعامل الربوي، أو التعامل بالمحرمات، والمخدرات ولحم الخنزير، وغيرها، بالإضافة إلى جميع الأنشطة المحرمة شرعاً.
- لذلك يجب على المؤسسات المالية الإسلامية أن توجد أصولاً مقبولة إسلامياً، يمكن تصكيكها، من ذلك الأنشطة التمويلية، التي تقوم على أساس العقود الشرعية المختلفة، كالمشاركة والمرابحة والمضاربة والإجارة وغيرها.
- ت- توفر عنصر الملكية في الأصول، حتى تصح عملية البيع والشراء، وتبرر الاستفادة من العوائد.
- ث- يجب أن تتمتع الأصول المراد تصكيكها بالجاذبية بالنسبة للمستثمر، وهذا يتطلب وجود جدارة ائتمانية في الأصول مثل: انتظام السداد ووجود ضمانات عينية، ومدى قدرة الأصول على توليد الأرباح ...
- ج- أن يكون بيع الأصول المراد تصكيكها - المبنية على الديون في الذمم - من المنشئ إلى شركة التوريق نقداً للابتعاد عن بيع الدين بالدين، وهذا بالإضافة أن يكون تصكيك الذمم المدينة بقيمتها الاسمية وألا يتم تداولها لغير المدين حتى لا يتباع بأقل من قيمتها الاسمية.
- ح- مشروعية الضمان الواردة على العوائد، إذا كان فيه الضمان على العوائد.
- خ- يجب أن تكون قيمة الأصول المراد تصكيكها كبيرة، لأنه إذا كانت القيمة صغيرة، فإنه لا يمكن تصكيكها، كما يجب أن تكون ذات آجال استحقاق طويلة، حتى يمكن تسويقها وإلا إذا كانت آجال استحقاقها قصيرة فإنها لا تصلح للتصكيك.

1 - النشمي، عجيل جاسم. (2009، 26-30 أبريل). مرجع سبق ذكره، ص8.

2 - نفس المرجع السابق، ص8.

3 - انظر:

- بني عامر، زاهرة علي. (2013، 12-13 تشرين الثاني). التصكيك المدعوم بالأصول والتصكيك القائم على الأصول، أيهما مقبول إسلامياً؟ بحث لمؤتمر الصكوك الإسلامية وأدوات التمويل الإسلامي بجامعة اليرموك، الأردن، ص7.

- محمد، سامي عبيد، وجعاز، عدنان هادي. (2015، آذار). الدور التمويلي للمصارف الإسلامية (التمويل بالصكوك) تجربة ماليزية. مجلة العلوم الاقتصادية، 10(38)، ص111-112.

- عبد العزيز، أختر زيتي. (2009، 26-30 أبريل). مرجع سبق ذكره، ص10.

د- يجب توافر الضوابط الشرعية في جميع مراحل عملية التصكيك، كما يجب أن تكون العقود النازمة لعملية التصكيك بين جميع الأطراف صحيحة شرعاً، وألا تتضمن شروط فاسدة، أو مبطلّة للعقد.

ذ- وجود تشريعات قانونية وجهات رسمية لضبط عملية التصكيك، وفق أحكام الشريعة الغراء، وحفظ حقوق المتعاملين فيها.

ر- اصدار نشرة الاكتتاب: إنّ نشرة الاكتتاب تمثل الايجاب والاكتتاب يمثل القبول، لذلك لا بُد من اصدار نشرة اكتتاب حتى يطلع المستثمرين على جميع التفاصيل المتعلقة بالصكوك.

ز- شهادة بالتصنيف الائتماني لمحظة التصكيك عن الأصول محل التصكيك: وجود هذه الشهادة تساعد المستثمرين في بناء توقعاتهم عن مخاطر وعوائد المحظة، حيث كلما كان التصنيف مرتفع، ساعد ذلك في تحسين المركز المالي للمؤسسة المالية.

ثالثاً - أركان عملية التصكيك:

التصكيك عقد شرعي له أربعة أركان:

الركن الأول: أطراف التصكيك.

الركن الثاني: محل التعاقد.

الركن الثالث: الصيغة.

الركن الرابع: السوق الثانوية.

1. الركن الأول - أطراف التصكيك: يساهم في عملية التصكيك أطراف رئيسية وأطراف فرعية.

📌 الأطراف الرئيسية لعملية التصكيك:

1. المصرف المنشئ أو البادئ: المنشئ له طريقتان في عملية التصكيك: إما يلجأ للتصكيك المباشر لغايات التمويل، أو يلجأ للتصكيك المهيكل لغايات التسييل، ففي التصكيك المباشر يقوم المنشئ على إصدار الصكوك لحسابه مباشرة - أو يؤكل SPV بذلك - بهدف استخدام حصيلة الإصدار في تمويل مشروع معين، ويصبح حملة الصكوك مالكيين لهذا المشروع، وما يدُر من أرباح خلال مدة الاستثمار، أمّا التصكيك المهيكل أو المركب: فليجأ إليه المنشئ بغرض استخدام حصيلة الاكتتاب في مجال من مجالات الاستثمار المشروعة، أو لدعم السيولة عنده حيث يقوم المنشئ بتجميع الأصول المراد تصكيكها في وعاء استثماري يعرف بمحظة التصكيك، ومن ثم يقوم بنقله (بيعه) إلى شركة ذات غرض خاص SPV، حيث تتولى عملية إصدار الصكوك، وقد تكون وكالة الإصدار عن المنشئ مقابل أجر أو عمولة محددة في نشرة الإصدار.

2. وكيل الإصدار: وهي الجهة التي تتولى عملية الإصدار نيابةً عن المنشئ، حيث تتخذ جميع الإجراءات اللازمة لعملية التصكيك، مقابل عمولة محددة في نشرة الإصدار، كما أنّها تتولى إدارة الموجودات المملوكة لحملة الصكوك نيابة عنهم، وقد تجمع هذه الجهة بين عدة وظائف توكل إليها، كمدیر أو أمين استثمار، وكذا مدير إصدار، وغيرها من الوظائف الأخرى، ويشترط لهذه الجهة أن تكون ذمتها المالية منفصلة عن الذمة المالية للمنشئ وذلك بقصد تحسين الجدارة

الانتمائية للصكوك المصدرة.¹ وعادةً ما تكون هذه الجهة عبارة عن الشركة ذات الأغراض الخاصة SPV.

3. **المستثمرون:** وهم المكتتبون في الصكوك المصدرة، ويستحقون قيمة هذه الصكوك والعائد الناتج عنها خلال مدة الاستثمار.

الأطراف الفرعية لعملية التصكيك:

1. **هيئة الرقابة الشرعية:** وهي جهاز مستقل من الفقهاء الشرعيين المتخصصين، تعمل على مراقبة عملية التصكيك، ومدى التزام أطراف التصكيك بأحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها وتكون قراراتها ملزمة.² وفي بعض الحالات تلزم وجود جهة تراقب مدى التزام جهة الإصدار ومدير الاستثمار بالمعايير الشرعية.³

2. **مدير الإصدار:** وهي الجهة التي تتوب عن حملة الصكوك حيث تتولى رعاية حقوق حملة الصكوك، ورقابة تنفيذ الإصدار مقابل أجر معين، ويعلن عنه في نشرة الإصدار.⁴

3. **مدير الاستثمار:** ويمثل الجهة التي يخول لها إدارة الاستثمار وتوجيهه وفقاً للشروط المبينة في نشرة الإصدار، بالإضافة إلى إعداد الدراسات الاقتصادية اللازمة، واختيار الصيغة والطريقة التي سوف يدار بها أموال المستثمرين.⁵ ويتم تعيين المدير إما من قبل المنشئ أو مدير الإصدار وفقاً لما تحدده النشرة.⁶

4. **أمين الاستثمار:** وفي بعض الأبحاث يذكر أمين الإصدار Trustee، وهي المؤسسة المالية الوسيطة التي ينام بها حماية مصالح حملة الصكوك، والرقابة والإشراف على مدير الإصدار، وتحفظ بالوثائق والضمانات، وقد يترافق الأمين منذ الترتيبات الأولى لعملية التصكيك، وقد يعين لاحقاً وفقاً للقوانين السارية والمتعارف عليها وذلك على أساس عقد الوكالة بأجر تحدده النشرة، وحيث أن الأمين بصفته وكيلاً عن حملة الصكوك تتم إنهاء خدماته بإرادتهم بصفته الموكلين له.⁷

5. **وكالة التصنيف الائتماني:** وهي وكالات متخصصة تقوم بإجراء تقييم لبيان مدى الجدارة الائتمانية والمالية للأوراق المالية المطروحة، وما تتمتع به من ضمانات، وتحديد نسبة المخاطر التي تنطوي عليها. حيث تشترط القوانين المنظمة للتوريق ضرورة حصول الأصول محل التوريق على شهادة بالتصنيف الائتماني لمحفظة التوريق التي تصدر السندات في مقابلها، وهذا مطلب مهم لحماية حملة الأوراق المالية ويطبق في الصكوك التي تصدرها المؤسسات

¹ - زيد، ربيعة، وناصر، سليمان. (2014، 5-6 ماي). الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية ومدى إمكانية الاستفادة منها في الجزائر. بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية بجامعة فرحات عباس- سطيف1، الجزائر، ص4-5.

² - عمري، أمال عبد الوهاب. (2017). مرجع سابق، ص71.

³ - سناء، نزار. (2015). دور آلية التوريق المصرفي والتصكيك الإسلامي في سوق رأس المال -دراسة حالة سوق رأس المال الماليزي. رسالة ماجستير، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، ص77.

⁴ - ملحم، أحمد سالم. (د.ت.). غايات التصكيك وشروطه والجهات ذات العلاقة. تم استرجاعها بتاريخ 21 أبريل، 2018 من

www.drahmadmelhem.com/p/blog-page_5210.html?m=1

⁵ - بني عامر، زاهرة علي محمد. (2008). مرجع سابق، ص84.

⁶ - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية. (2010). مرجع سابق، ص250.

⁷ - زيد، ربيعة، وناصر، سليمان. (2014، 5-6 ماي). مرجع سابق، ص5-6.

المالية الإسلامية، حيث يزيد عليها في حالة الصكوك التي تغل ربحاً تقييم كفاءة العمل في نشاط المشاركة وأمانته وصدقه وللمنشأة البادئة بالتصكيك ولشركة التصكيك وذلك حماية للمستثمرين الذين سيشترون الأوراق المالية.¹ ومن أهم وكالات التصنيف الإسلامية: الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف IIRA ومقرها البحرين، وكذلك الوكالة الماليزية للتصنيف RAM وهي تقدم إلى جانب ذلك خدمة تصنيف الجودة الشرعية.²

6. **متعهد الدفع:** وهي الجهة التي تتعهد بالاكتتاب بباقي الصكوك التي لم يتم الاكتتاب بها، ومن الممكن أن تتعهد بدفع حقوق حملة الصكوك بعد تحصيلها بشرط أن يتم هذا الالتزام دون أجر ممن قدمه، ويعلن عنه في نشرة الإصدار.³

7. **الجهة المسؤولة عن تحصيل محفظة التصكيك:** وهي الجهة التي تتولى تحصيل الحقوق المالية، والعائد عليها، وإيداعها في حساب خاص يستخدم لسداد مستحقات حملة الصكوك في تواريخ الاستحقاق.

8. **مستشار الطرح:** ودوره ترتيب وترويج طرح الأوراق المالية في السوق.⁴
9. **المستشار القانوني والضريبي:** ويقدم آراء أساسية بشأن الهيكل، والعقود الأساسية من ناحية نتائجه القانونية والضريبية.⁵

وهناك أطراف أخرى أيضاً مثل مزود خدمات الضمان والتسهيلات الائتمانية، ومدقق الحسابات، ووكيل الاكتتاب، وغير ذلك، وهذه الأطراف تزيد وتنقص بحسب طبيعة وهيكلية عملية التصكيك، وتبعاً لنوعية الموجودات، أو أي معايير أخرى يمكن أن تتضمنها عملية التصكيك.

2. الركن الثاني – محل التعاقد:

- ✓ الثمن الذي تدفعه شركة التصكيك للمنشأة البادئة.
- ✓ الأصول محل التصكيك: وهي الأصول المملوكة للمنشأة والتي تدر دخلاً بصفة منفردة. ويمكن أن تكون تلك الأصول على الشكل الآتي:⁶
 - الأصول المنقولة والثابتة العقارية المدرة للدخل سواء كانت مؤجرة أو مشغلة في مشروع معين.
 - الاستثمارات القائمة على صيغة المشاركة والمضاربة.
 - ذمم البيوع المختلفة (المرابحة، السلم، الاستصناع) وبعض الفقهاء يشترط دخولها ضمن وعاء التصكيك بقيمتها الاسمية.
 - المجمعات التجارية والسكنية وكل العمليات القائمة على صيغة الإجارة.
 - عمليات التمويل بالمضاربة والمشاركة القائمة على الشراكة في المنافع المتوقعة
- يمكن أن تكون كذلك محلاً لعمليات التصكيك، وغيرها من الموجودات التي تستوفي الضوابط الشرعية.

1 - عمر، محمد عبد الحليم. (2009، 26-30 أبريل). مرجع سابق، ص8.

2 - النشمي، عجيل جاسم. (2009، 26-30 أبريل). مرجع سبق ذكره، ص5.

3 - سناء، نزار. (2015). مرجع سابق، ص77.

4 - يحكم، نجات. (2015). الضوابط الشرعية والأبعاد الاقتصادية لإصدار وتداول الصكوك الإسلامية. رسالة ماجستير، جامعة الشهيد حمه لخضر – الوادي، الجزائر، ص18.

5 - سناء، نزار. (2015). مرجع سابق، ص77.

6 - صالح، فتح الرحمن علي محمد. (2008، يوليو). مرجع سابق، ص7.

✓ الصكوك المصدرة: والتي يتم بيعها للمستثمرين، وعادة ما تباع بعلاوة إصدار أي مبلغ زائد عن القيمة الاسمية للصك، أو مساوٍ له، وتمثل العلاوة دخلاً لشركة التصكيك، بجانب الفرق بين القيمة الاسمية للأصل المصكك وبين ما تدفعه للمنشأة البائدة.¹

3. **الركن الثالث - الصيغة:** وهي الإيجاب والقبول، وتعبر عن توافق إرادة المتعاقدين في إبرام الصفقة، أو إنشاء التعاقد، ويعبر عنها في عمليات التصكيك في التوقيع على العقود التي تبرم لذلك بين الأطراف المشاركة.

4. **الركن الرابع - السوق الثانوية:** وهي سوق متخصصة في التصكيك تدار فيها عملياته، وتتداول فيها الصكوك، وهي تتميز بالآتي:

- ✓ **شكلها:** لا يشترط فيها أن تكون سوق منظمة أي سوق رسمية خاضعة لرقابة وإشراف هيئة الأوراق والاسواق المالية وغيرها، بل إنها تتسع لتكون سوق غير منظمة من مكاتب سمسة متخصصة في الوساطة للقيام بعمليات التصكيك.²
- ✓ **تداول الصكوك:** يشترط في الصكوك الناتجة عن عمليات التصكيك أن تكون قابلة للتداول بعد انتهاء الفترة المحددة للاكتتاب لكن مع مراعاة الضوابط الشرعية.

رابعاً - اجراءات عملية التصكيك (كيف تتم عملية التصكيك):

تمر عملية التصكيك في المؤسسات المالية الاسلامية بثلاث مراحل وهي:

أولاً: مرحلة إصدار الصكوك.

ثانياً: مرحلة إدارة محفظة الصكوك.

ثالثاً: مرحلة إطفاء الصكوك.

أولاً - مرحلة إصدار الصكوك: وتتم هذه المرحلة وفق الخطوات التالية:

الخطوة الأولى: الشركة المنشأة تعين الأصول التي يراد تصكيكها بحصر وتجميع ما لديها من الأصول المتنوعة في وعاء استثماري واحد يعرف بمحفظة التصكيك، ومن ثم نقلها إلى شركة SPV التي تم تأسيسها من قبل الشركة المنشأة بقرار من هيئة سوق المال وفقاً للشروط والجراءات الخاصة. وأهم ما يجب مراعاته هنا معرفة نوع الصكوك من حيث ارتباطها بأصول حقيقية أم لا من جهة، ومن جهة أخرى انفصال هذه الأصول عن المنشئ:

✓ **الصكوك المدعومة بالأصول (Asset – Backed Sukuk (ABS):** وأهم ما يميز هذه الصكوك أن حامليها لا يرجعون إلى المصدر الأصلي في حالة التعثر، أو العجز عن السداد أي أنها تقتضي التحويل الكامل للملكية القانونية بالنسبة للأصول محل العقد.

✓ **الصكوك المستندة للأصول (Asset – Based Sukuk):** ويسمى هذا النوع أيضاً بالصكوك غير المدعومة بأصول، وما يميز هذه الصكوك هي أن حامليها يرجعون إلى المصدر الأصلي عن طريق ضمان سداد المستحقات، أو عن طريق الوعد بالشراء. وهنا لا تنفصل الملكية القانونية للأصول عن المصدر. وفي هذه الحالة يبرز دور التصنيف الائتماني الذي

¹ - زعتري، علاء الدين. (2010، 18- 19 تموز). الصكوك: تعريفها - أنواعها- أهميتها، حجم إصداراتها، دورها في التنمية، تحديات الإصدار. بحث مقدم لورشة العمل التي أقامتها شركة BDO، الأردن، ص26.

² - ابراهيم، صبري عبد العزيز. (2009، 1 - 2 أبريل). التوريق وأثره في وقوع الأزمة المالية العالمية في ضوء الفكر الاسلامي. بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر بجامعة المنصورة، مصر، ص5.

يتم من خلال شركة التصنيف الائتماني حيث تقوم على تحديد قدرة المنشئ للصكوك على الوفاء بالتزاماته نحو حملة الصكوك، ومدى ارتباط / فصل الـ SPV عن المنشئ، وتقييم أدائها، ويتم أيضاً مراجعة هيكل تعزيز الائتمان، والتي يراعى فيها تخفيض المخاطر التي تواجه المستثمرين، وتعزيز التصنيف الائتماني لإصدار الصكوك، ويتركز هذا الأمر في الحصول على ضمانات داخلية / خارجية.¹ وهذا النوع هو الغالب في الوقت الحاضر كما سنرى في هياكل الصكوك لاحقاً.

الخطوة الثانية - تصكيك الأصول ثم بيعها: حيث تقوم الـ SPV بإعادة تصنيف الأصول في محفظة التصكيك ومن ثم تحويلها إلى صكوك وبيعها إلى المستثمرين.²

ثانياً - مرحلة إدارة محفظة الصكوك: بعد أن يتم بيع الصكوك للمستثمرين، تقوم الـ SPV أو الشركة المنشئة للتصكيك بإدارة محفظة التصكيك نيابةً عن المستثمرين طيلة مدة الإصدار، بتجميع العائدات الناتجة عن الأصول، وتوزيعها إلى المستثمرين، كما تقوم بتوفير جميع الخدمات التي تحتاجها المحفظة.³

ثالثاً - مرحلة إطفاء الصكوك: وذلك بدفع قيمة الصكوك في التواريخ التي تحددها نشرة الإصدار.⁴

خامساً - أنواع التصكيك:

سيتم التطرق لطرق التصكيك التي تقوم بها المؤسسات المالية الإسلامية وهي:

➤ تصكيك الأصول المدرة للدخل.

➤ تصكيك ثمن السلعة المطلوبة.

➤ تصكيك ذمم البيوع المؤجلة.

أولاً- تصكيك الأصول المدرة للدخل: وصورتها أن يكون لدى المؤسسة أصول مدرة للدخل (أصول مشاركة أو مضاربة مع عميل أو أصول مؤجرة)، فتقوم المؤسسة مباشرةً أو بالاتفاق مع شركة تصكيك، على تصكيك هذه الأصول، إلى صكوك، ومن ثم طرحها على المستثمرين للاكتتاب العام، لتجميع ثمن هذه الأصول مرة واحدة خلال هذه العملية، ويصبح بذلك حملة الصكوك مالكيين للأصول المصككة بدلاً من المؤسسة، ويستحقون العائد المحقق منها، ودور المؤسسة أو شركة التصكيك هو إدارة هذه الأصول نيابةً عن المستثمرين مقابل عمولة متفق عليها، ويكون لحملة الصكوك تداول هذه الصكوك في الأسواق المالية.⁵ وعادةً ما تقوم المؤسسة باستئجار تلك الأصول إجارة منتهية بالتمليك لكي تعود ملكية تلك الأصول مرة أخرى إليها، وهذا ما فعلته حكومة قطر عندما باعت أراضي تملكها كي تقوم بإنشاء مدينة طبية عليها، ومن ثم عادت باستئجار تلك الأراضي إجارة واقتناء.

ثانياً - تصكيك ثمن السلعة المطلوبة: ولها صورتان، **الصورة الأولى:** أن يطلب العميل أو مجموعة من العملاء شراء سلعة عن طريق المراجعة، أو السلم، أو الاستصناع، ولا يستطيع المصرف تغطية هذه العملية، فيلجأ إلى تصكيك ثمنها (أو توكيل الـ SPV بذلك) إلى صكوك مرابحة، أو سلم، أو استصناع - حسب الصيغة المعقود عليها بين المصرف وعميله - وطرحها للاكتتاب العام على

1 - موسى، سندس حميد. (2017). تقييم دور الصكوك الإسلامية في معالجة عجز الموازنة العامة للدولة- السودان نموذجاً. مجلة كلية التربية للبيانات للعلوم الإنسانية، 21، ص934.

2 - سناء، نزار. (2015). مرجع سابق، ص114.

3 - الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية. (2013، 21 آذار). مرجع سابق، ص44.

4 - سناء، نزار. (2015). مرجع سابق، ص115.

5 - الشاذلي، حسن علي. (2009، 26-30 أبريل). التورق: حقيقته وحكمه والفرق بينه وبين العينة والتوريق. بحث مقدم إلى مجمع الفقه

الإسلامي الدولي - الدورة التاسعة عشر - بالشارقة، الامارات، ص37.

الجمهور، ليتولى المصرف بعد ذلك إدارة العملية نيابةً عن حملة الصكوك، من شراءه للسلعة المطلوبة نقداً في حالة المrabحة، أو تمويل إنتاجها، أو تصنيعها في حالتي السلم والاستصناع مقابل عمولة متفق عليها، ويصبح حملة الصكوك شركاء على الشيوع في ملكية هذه السلعة ويستحقون ثمنها، والربح الناتج عنها، ولا يحق لحملة الصكوك تداول الصكوك في السوق المالي، لأنها تمثل ديون، وبيع الدين لغير من عليه الدين في الشريعة الإسلامية له ضوابط تمنع من حصول حملة الصكوك على أرباح من عملية التداول. ويدخل ضمن هذا النوع من التصكيك أيضاً تصكيك ثمن المشروع المقرر إقامته أو إنشاؤه من قبل المصرف الإسلامي، فيصدر بناءً على ذلك صكوك مشاركة، أو مضاربة، أو وكالة بالاستثمار، أو صكوك إجارة. **الصورة الثانية:** أن يطلب المصرف بذاته تمويل المrabحة أو السلم أو الاستصناع الذي يريد القيام به، أو تمويل المشروع المراد إنشاؤه مضاربةً أو مشاركةً أو إجارةً أو وكالةً بالاستثمار، ويتم توقيع العقد حسب نوع الصيغة بين المصرف وSPV كوكيل عن حملة الصكوك، بحيث يتعهد المصرف ضمان السداد، والتعهد بالشراء في نهاية العقد. وهذا الصورة الأكثر شيوعاً كما سنرى في هياكل الصكوك.

ثالثاً - تصكيك ذمم البيوع المؤجلة:¹ أي تصكيك ذمم المrabحات، وذمم السلم، وذمم الاستصناع، وهذا التصكيك غير جائز شرعاً حسب قرار مجمع الفقه الاسلامي الدولي، وقرار هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية القاضي بعدم جواز تصكيك الديون في الذمم هو لغرض تداولها أي أن المنع يكمن في التداول، وليس في التصكيك ذلك لأن تداولها يدخل ضمن "بيع الدين لغير المدين"، وسبب ذلك أن هذه الصكوك ليس لها جاذبية في التداول باعتبار أنها لا تحمل عائد لحاملها مما يضطر لبيعها بأقل من قيمتها الاسمية وبالتالي الوقوع في الربا المنهي عنه شرعاً، وهذا المنع يأتي لسد باب الذرائع. على أية حال يمكن تصكيك الذمم بشرط أن يتم بيعها بقيمتها الاسمية (أي بنفس قيمة الدين).

سادساً - التمييز بين التوريق والتصكيك:

الجدول رقم (5) يبين أهم الفروقات بين التوريق والتصكيك

التصكيك	التوريق	
تسمى تصكيكاً لأن ما يصدر عنها صكوكاً.	تسمى العملية توريقاً وتسنيداً لأن ما يصدر عنها أوراقاً مالية في صورة سندات بفائدة.	1. تسمية العملية
الحصول على السيولة بالإضافة لتوفير وسيلة استثمار لحملة الصكوك.	الحصول على السيولة النقدية.	2. الهدف
أعيان أو منافع أو ذمم مدينة صادرة وفق عقد شرعي أو خليط من الأعيان والمنافع والديون بحيث تكون الديون تابعة للمنافع والأعيان في الأصل.	ديون مثل: قروض الرهن العقاري وقروض السيارات والبطاقات الائتمانية وغيرها..	3. نوعية الأصول محل التصكيك
تتفق الخطوات التوريق مع التصكيك من ناحية تملك الأصل ثم نقله لـSPV وإصدار صكوك مقابله ومن ثم توزيع العوائد والتصفية.		4. الخطوات
صيغ متعددة بحسب صيغ التمويل الاسلامي.	صيغة وحيدة ويغلب عليها القرض.	5. الصيغة العامة للهيكل

¹ - مشراوي، سميرة. (2015). أثر التصكيك في تحسين أداء المصارف الإسلامية. مجلة الباحث، 15(15)، ص249.

6. أنماط التصكيك	يطبق عليها جميع الأنماط - Pass-through, Pay-through, ABB	نمط Pass-through
7. تعزيز الائتمان	يقوم طرف ثالث بإضافة تعزيزه الائتماني على محفظة التوريد لأن العلاقة دائنية.	لا وجود للتعزيزات الائتمانية لأن العلاقة تشاركية قائمة على مبدأ الغنم بالغرم لكنه يمكن تشكيل احتياطي مخاطر الاستثمار للتأمين ضد مخاطر معينة.
8. تداول الصكوك	السندات قابلة للتداول في السوق الثانوية	الصكوك التي تمثل ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو مزيج من الأعيان والمنافع والديون بحيث تكون نسبة الديون أقل من 50% قابلة للتداول عدا صكوك الذمم المدينة.
9. مصدر العائد	سعر الفائدة	العائد من استثمار الأصول
10. درجة المخاطر	منخفضة	تعتمد على صيغة استثمار الأصول.
11. رد أصل المبلغ المستثمر	يتم الرد من قبل المورد الأصلي وبالقائمة الأولى للشراء.	يعطى للمصكك خيار الشراء من خلال الوعد وفي حال تنفيذ الوعد فإنه يتم البيع إما من خلال سعر السوق أو سعر رمزي أو سعر عادل أو صافي قيمة الأصول.
12. عملية نقل الموجودات لشركة التوريد	تنتقل محفظة التوريد بالأساليب الثلاثة: حوالة الحق، التجديد، المشاركة الفرعية.	تنتقل محفظة التصكيك بإحدى الأسلوبين: حوالة الحق، التجديد وضمن الضوابط الشرعية.
13. تكييف العلاقة بين المصدر والمستثمر	علاقة دائنية مضمونة بأصول.	علاقة تشاركية بحصة شائعة من الأصول.
14. المعاملة المحاسبية	خارج الميزانية	خارج الميزانية
15. المدة	مؤقتة.	مؤقتة.
16. الضوابط الشرعية	تتم العملية بدون ضوابط شرعية.	الضوابط الشرعية هي الأساس الذي تتم عليه العملية ولأجل ذلك تُشكل هيئة الرقابة الشرعية.

الجدول من اعداد الباحث

سابعاً - فوائد التصكيك:

سيتم تناول فوائد التصكيك على مستوى الاقتصاد الكلي - المؤسسات المالية الإسلامية - الشركة ذات الغرض الخاص - المستثمرين - الاسواق المالية.

أولاً - على مستوى الاقتصاد الكلي:

- أ) تمكن عمليات التصكيك البنوك المركزية من استخدام الصكوك الاستثمارية أداة للسياسة النقدية، بما يساهم في امتصاص السيولة الفائضة، وخفض معدلات التضخم.¹ وكذلك أيضاً عند تبني سياسة توسعية.
- ب) تسهم عمليات التصكيك في جذب الأموال المعطلة عن الاستخدام، وتوجيهها إلى قنوات الاستثمار الحقيقية مما يؤدي لزيادة الناتج المحلي الإجمالي.²
- ج) يعتبر التصكيك البديل الأنسب عن الأدوات المالية التقليدية في تمويل عجز الموازنة العامة، ذلك لأن الأدوات المالية التقليدية تعطي حلولاً مؤقتة لإشكالية عجز الموازنة العامة مسببة فيما بعد زيادة نفقاتها، وإحداث آثار تضخمية، بالإضافة إلى زيادة الأعباء العامة على الأجيال الحالية والقادمة نتيجة طبيعتها الربوية والتضخمية.³
- د) يساهم التصكيك في إحداث توازن ما بين الاقتصاد الحقيقي والمالي، باعتبار أن التصكيك بكلا نوعيه المباشر والمركب يقوم على المشاركة في المنافع المتوقعة والخسارة (مبدأ الغنم بالغرم)، وبالتالي توازن مستمر ومستدام بين الاقتصاديين، أمّا في ظل الاقتصاد الوضعي فالإقتصاد المالي يرتبط مع الاقتصاد الحقيقي من خلال معدل الفائدة المحددة مسبقاً، وهذا يؤدي إلى تراكم الديون بوتيرة أكبر من زيادة الثروة مما يؤول في النهاية إلى الكساد.⁴
- هـ) بوجود التصكيك تنتهي سيطرة الجهاز المصرفي كمزود وحيد للتمويل.⁵

ثانياً - على مستوى المؤسسات المالية الإسلامية:

- أ) يساهم التصكيك في توفير الأموال للمؤسسات المالية الإسلامية، التي تكون بحاجة لها لغايات التسييل أي تمويل مجال من مجالات الاستثمار المشروعة، أو توسيع مشروع استثماري قائم وتطويره، أو دعم السيولة، كما يساهم التصكيك في توفير الأموال لغايات التمويل أي تخصيص تلك الأموال في إنشاء مشروع استثماري معين ومحدد في نشرة الإصدار.
- ب) يساهم التصكيك في تقليل مخاطر الائتمان، فالمنشأة التي تريد تصكيك بعض أصولها لا تكون مسؤولة عن الوفاء بها لحملة الصكوك، لأن التصكيك بيع حقيقي للأصول إلى المنشأة المتخصصة، ومن ثم بيع حقيقي إلى حملة الصكوك، وبذلك تنتقل مخاطر الائتمان إلى الغير.⁶
- ج) يعمل التصكيك على رفع معدل كفاية رأس المال، حيث أن الأصول محل التصكيك تذهب إلى خارج الميزانية مع مخصصاتها، ويحل محلها ثمنها مما يرفع من قيمة الأصول وبالتالي رفع معدل الكفاية.

1 - امبية، عبد الحكيم محمد، والتونسي، عبد اللطيف بشير. (2017، يونيو). مساهمة الصكوك الإسلامية في تمويل عجز الموازنة التنموية في ليبيا. مجلة جامعة صبراتة العلمية، 1، ص36

2 - نفس المرجع السابق، ص36.

3 - بريكة، السعيد، ومرابطي، سناء. (2017، جوان). دور الصكوك الإسلامية في تحقيق التنمية الاقتصادية- تجربة السودان أنموذجاً. مجلة ميايف للبحوث والدراسات، 5، ص188.

4 - كما هو الحال في الدول الصناعية اليوم حيث أن معدل الانتاجية لديها لا يصل إلى أكثر من 4% في السنة في حين يفوق مستوى الفائدة هذا المعدل بزيادة قدرها في بعض البلدان أكثر من 10%... للمزيد يمكن الرجوع إلى كتاب الاقتصاد الإسلامي والقضايا الفقهية المعاصرة للأستاذ الدكتور: علي أحمد السالوس.

5 - صالح، فتح الرحمن علي محمد. (2008، يوليو). مرجع سابق، ص12.

6 - بوشناف، خالد عبد الواحد، والطيرة، طارق علي. (2017، 5 مايو). الصكوك الإسلامية ودورها في إعادة الإعمار والتنمية. المجلة الليبية العالمية، 18، ص7.

د) إنّ عمليات التصكيك تعتبر من العمليات خارج الميزانية، ولا تحتاج لتكلفة كبيرة في تمويلها، وإدارتها، وخاصة في حال الحصول على تصنيف ائتماني مرتفع، مما يساهم في تحسين المراكز المالية للمؤسسات والشركات وربحيته¹.

هـ) الموائمة بين مصادر التمويل واستخداماتها، وهذا يساهم في تقليل مخاطر اختلاف الأجل بين الموارد والاستخدامات، فالصكوك الاستثمارية تنتهي آجالها بانتهاء المشروعات التي أصدرت بسببها كالمرابحة - السلم - الاستصناع، وهذا يؤدي إلى أنّ المصارف الإسلامية يمكنها أن تستثمر في مشروعات متوسطة وطويلة الأجل حسب نوعية الصكوك والمشروعات التي تغطيها، ولا يقتصر استثمارها على الأجل القصيرة فحسب، والتي تتوافق مع الودائع القصيرة الأجل².

و) يساعد التصكيك في تنويع مصادر التمويل متعددة الأجل، والمكملة للمصادر التقليدية، وبالذات للمنشأة التي لا تستطيع الوصول مباشرة لسوق المال³ وكما أنه في حال تصكيك ذمم البيوع المدينة وفق الضوابط الشرعية فإنّ ذلك سيساعد على تحسين سجلها الائتماني في السوق المصرفي، وبالتالي زيادة فرص الحصول على تمويل جديد⁴.

ثالثاً - على مستوى الشركة ذات الغرض الخاص (SPV):

تحقق الشركة ذات الغرض الخاص إيرادات من عملية التصكيك تتمثل في العمولة التي تتلقاها من المؤسسة المنشأة للتصكيك، وذلك مقابل إدارة عمليات التصكيك، وكذلك العمولة التي تتلقاها من المستثمرين مقابل إدارة الموجودات محل التصكيك، وذلك في حال توكيلها بهذه العملية كمدير إصدار، وفي بعض الأحيان تشتري SPV محفظة التصكيك من المؤسسة المنشأة لتحقيق بذلك إيراداً يتمثل في الفارق بين سعر الشراء وسعر المبيع بالإضافة للعلوة إن وجدت.

رابعاً - على مستوى المستثمرين:

أ) يحقق التصكيك بالنسبة للمستثمرين وسيلة استثمار جيدة من ناحية التكلفة المنخفضة مقارنةً بالأساليب الأخرى وذلك بسبب قلة الوسطاء والمخاطر، ومن ناحية أخرى تحقيق عائد أعلى مقارنةً بغيرها من الاستثمارات الأخرى.

ب) يقدم آلية التصكيك بالنسبة للمستثمرين فرصة لتنويع محافظهم الاستثمارية، وحصد فوائد الاستثمار في معاملات مبرمة ومنقولة من مرحلة التمويل الاستهلاكي، أو أي مرحلة تمويلية أخرى إلى مرحلة الاستثمار في الورقة المالية⁵.

ج) تتميز أداة التصكيك بأنها غير مرتبطة بالتصنيف الائتماني للمصدر، حيث تتمتع الأوراق المالية المصدرة بموجب عمليات التصكيك بصفة عامة بتصنيف ائتماني عالي نتيجة دعمها بتدفقات مالية محددة عبر هياكل داخلية معرفة بدقة، بالإضافة للمساندة الخارجية بفعل خدمات التحسين الائتماني، وهذا قد لا يتوفر في السندات المصدرة من قبل المؤسسات الأخرى، بالإضافة إلى أنّ مبدأ البيع الفعلي للأصل، من المنشأة إلى SPV، في عملية التصكيك، يتضمن أنّ المنشأة البائدة بالتصكيك لا يحق لها استخدام عوائد محفظة التصكيك⁶.

1 - موسى، سندس حميد. (2017). مرجع سبق ذكره، ص934.

2 - بوشناف، خالد عبد الواحد، والطيرة، طارق علي. (2017، 5 مايو). مرجع سابق، ص4.

3 - صالح، فتح الرحمن علي محمد. (2008، يوليو). مرجع سابق، ص10.

4 - النشمي، عجيل جاسم. (2009، 26-30 أبريل). مرجع سبق ذكره، ص8.

5 - عبد القادر، زيتوني. (2016). دور التصكيك الإسلامي في تفعيل الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية - دراسة تطبيقية على عينة من المصارف الإسلامية خلال الفترة 2003-2014. رسالة دكتوراه، جامعة قاصدي مرباح، الجزائر، ص183.

6 - صالح، فتح الرحمن علي محمد. (2008، يوليو). مرجع سابق، ص11.

- د) يتيح التصكيك للمستثمرين توفير السيولة وذلك عبر بيع الصكوك التي يمتلكونها في الأسواق المالية.
- ه) إنّ عمليات التصكيك تتيح معلومات كافية ووافية عن الموجودات محل التصكيك، أو المشاريع التي سيتم إنشاؤها، مما يساعد المستثمرين على التنبؤ بالتدفقات المالية للصكوك.
- و) توفر عمليات التصكيك منتجات تمكن كل من الأفراد والمؤسسات المالية والحكومات من إدارة سيولتهم بصورة مربحة.¹

خامساً - على مستوى الأسواق المالية:

1. تزيد عمليات التصكيك من درجة تعميق السوق المالية، وذلك من خلال إيجاد عدة بدائل للمستثمرين من الأوراق المالية.²
2. تساهم عمليات التصكيك في نمو الأسواق المالية، وتطورها، وذلك من خلال إضافة أدوات مالية قابلة للتداول، وتنوع المعروض فيها من الأوراق المالية، مما يساهم في تنشيط جانب الطلب وبالتالي زيادة حجم التداول.³
3. رفع كفاءة الأسواق المالية الأولية، والثانوية، حيث تساهم عمليات التصكيك، في رفع كفاءة الأسواق الأولية، من خلال التخصيص الكفء للموارد المالية، أي توجيه الموارد المالية نحو مشاريع استثمارية إنتاجية حقيقية تساهم في تحقيق تنمية اقتصادية شاملة. أمّا رفع كفاءة الأسواق الثانوية يكون من خلال توفير المزيد من المعلومات، وتحسين مستوى الشفافية، التي تنعكس مباشرة في أسعار الأوراق المالية، حيث أنّ التصكيك يتطلب دخول المزيد من المؤسسات، والعديد من الإجراءات، التي تقوم على توفير معلومات عن الوضع الائتماني والتدفقات النقدية لمحفظه العمليات.⁴
4. إصدار صكوك سيادية مهم جداً لسوق الصكوك، لأنّه يمكن أن يساعد في بناء منحنى العائد، الذي يُمكن المستثمرين اتخاذه كمؤشر لقياس أداء العائد على صكوك الشركات، ولا يقتصر الأمر على الصكوك السيادية فحسب، بل ويرى زمرة من الباحثين أنّ إصدار صكوك بأحجام كبيرة وبمدد مختلفة على المستوى المحلي سيؤدي إلى خلق مؤشر للعائد الاسلامي يمكن أن يكون بمثابة بديل لمؤشر "الليبور"، في تسعير الأصول ذات العائد الثابت والتمويلات ما بين المصارف.⁵
5. لعمليات التصكيك دور في تطوير الأسواق المالية الأولية، وتحقيق أهدافها، من خلال إضافة العديد من المؤسسات المالية التي تخصص كل واحدة منها بوظيفة معينة ترفد صناعة التصكيك بالمدخلات الأساسية لها، وتقوي بينتها التحتية، منها: المؤسسة المنشئة للتصكيك، SPV، وكالات التصنيف العالمية، الأمين، متعهد التغطية، خدمات المحاسبة والمراجعة والرقابة الشرعية وغيرها من الأطراف ذات العلاقة.
6. إنّ عمليات التصكيك وما ينتج عنها من منتجات عديدة كماً ونوعاً يمكن أن تكون نواة لإنشاء سوق مالي اسلامي خاص بها.

¹ - خير الدين، معطى الله، ورفيق، شرياق. (2012، 3 - 4 ديسمبر). الصكوك الاسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية. بحث مقدم إلى الملتقى الدولي حول: مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الاسلامي، جامعة قلمة، الجزائر، ص248.

² - صالح، فتح الرحمن علي محمد. (2008، يوليو). مرجع سابق، ص12.

³ - عبد القادر، زيتوني. (2016). مرجع سابق، ص185.

⁴ - خير الدين، معطى الله، ورفيق، شرياق. (2012، 3 - 4 ديسمبر). مرجع سابق، ص251-252.

⁵ - عبد القادر، زيتوني. (2016). مرجع سابق، ص186.

المبحث الثالث - منتجات التصكيك الاسلامي

أولاً - الإطار المفاهيمي للصكوك الاستثمارية: من أبرز منتجات الهندسة المالية الاسلامية الصكوك الاستثمارية، والتي استطاعت أن تثبت نجاحها كبديل شرعي عن الأدوات المالية التقليدية المقترنة بالفائدة، ودليل نجاحها اتساع نطاق قبولها كأداة تمويلية على المستوى الإقليمي، والعالمي، بالإضافة إلى النمو المتواصل لسوق الصكوك، حيث من المتوقع أن يصل حجم الإصدارات لعام 2018 ما يقارب الـ 100 مليار \$، وهذا ما تم ذكره أيضاً بداية هذا الفصل. لذلك سيتم الحديث عن هذه الأداة في هذا المبحث بشيء من التفصيل.

1. فكرة الصكوك الاستثمارية والهدف من إصدارها: تقوم فكرة الصكوك الاستثمارية، على المشاركة في تمويل مشروع استثماري، أو عملية استثمارية متوسطة، أو طويلة الأجل وفقاً لقاعدة الغنم بالغرم، وذلك على منوال نظام الأسهم، ونظام صناديق الاستثمار.¹ إلا أن الصكوك تصدر وفق صيغة من الصيغ التمويلية الاسلامية المعهودة كالمشاركة، والإجارة، والسلم، والاستصناع... ويسمى الصك الاستثماري بالصيغة التي يُصدر بها.² وتتولى الشركة ذات الغرض الخاص عملية إصدار الصكوك اللازمة للتمويل، وتطرحها للاكتتاب العام على جمهور المستثمرين، ومن حق كل حامل صك المشاركة في رأس المال، والإدارة، والتداول، والهيئة والإرث، ونحو ذلك من المعاملات في الأسواق المالية، وقد تكون جهة الإصدار أحد المصارف الإسلامية، أو بيت تمويل إسلامي، أو حكومة، أو شركة، وذلك من خلال إنشائها للشركة ذات الغرض الخاص وفقاً للقوانين المحلية السائدة في الدولة التي تنشأ فيها.³

أما الهدف من إصدار الصكوك الاستثمارية فهي عديدة وأهمها:

✚ الحصول على السيولة اللازمة لدعم السيولة، أو لتوسيع قاعدة المشروع وتطويره من خلال التصكيك، وهو الإجراء الذي يتم بموجبه تحويل الأصول المادية والمعنوية للحكومات، أو الشركات، إلى وحدات تتمثل في الصكوك، وعرضها في السوق لجذب المدخرات، لتمويل مشروعات طويلة الأجل.⁴

✚ تمويل إنشاء مشروع استثماري، كتمويل بناء وتطوير مشروعات استراتيجية، ومشروعات البنى التحتية، والمرافق العامة، وذلك من خلال طرح الصكوك وفق إحدى صيغ التمويل الإسلامية، للاكتتاب العام، أو الخاص، ويكون حصيلة الاكتتاب رأس مال المشروع.⁵

✚ استخدام الصكوك كأداة من أدوات السياسة النقدية، للتحكم في العرض النقدي.

✚ تحسين القدرة الائتمانية، والهيكل التمويلي للمؤسسات المصدرة للصكوك، من حيث أنها تتطلب التصنيف الائتماني للمحفظة بصورة مستقلة عن المؤسسة ذاتها، ومن ثم يكون تصنيفها الائتماني مرتفعاً.⁶

1 - شحاته، حسين. (د.ت.). الضوابط الشرعية والأسس المحاسبية للصكوك الاستثمارية الاسلامية. تم استرجاعها بتاريخ 15 مايو، 2018 من www.darelmashora.com/Default.aspx?DepartmentID=26

2 - حامد، أحمد اسحق الأمين. (2005). الصكوك الاستثمارية الاسلامية وعلاج مخاطرها. رسالة ماجستير، جامعة اليرموك، الأردن، ص26.

3 - شحاته، حسين. (د.ت.). مرجع سابق، ص5.

4 - حامد، أحمد اسحق الأمين. (2005). مرجع سابق، ص26.

5 - نفس المرجع السابق، ص27.

6 - عمارة، نوال. (2011). الصكوك الاسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الاسلامية تجربة السوق المالية الاسلامية الدولية -البحرين. مجلة الباحث، 09، ص255.

2. مفهوم الصكوك الاستثمارية:

يوجد عدة تعريفات للصكوك الاستثمارية ومن أهمها:

أولاً - تعريف هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI): 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.¹

ثانياً- تعريف مجمع الفقه الإسلامي الدولي: أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس المال، بإصدار صكوك ملكية برأس المال، على أساس وحدات متساوية القيمة، ومسجلة بأسماء أصحابها، باعتبارهم يملكون حصصاً شائعة في رأس المال، وما يتحول إليه بنسبة ملكية كل منهم فيه.²

ثالثاً - تعريف د. معبد علي الجارحي ود. عبد العظيم جلال أبو زيد: شهادات، أو وثائق (أوراق مالية) اسمية، أو لحاملها، متساوية القيمة، تمثل حقوق ملكية شائعة في أصول، أو عيان، أو منافع، أو خدمات، أو حقوق مالية، أو خليط من بعضها، أو كلها، حسب شروط معينة، عند إصدارها، أو بعد استخدام حصيلتها بالاكتتاب فيها، ويشترك حملتها في أرباح وخسائر الموجودات التي تمثلها، وهي قابلة للتداول ما لم تمثل نقداً، أو ديناً محضاً. ولا تمثل الصكوك ديناً لحاملها في ذمة مصدرها، ويعتمد إصدارها على عقد من العقود الشرعية، وتفصل نشرة إصدارها حقوق والتزامات أطرافها.³

رابعاً - تعريف Dr. Hafizi Ab Majid, Dr. Shahida Shahimi, Dr. Mohd Hafizuddin syah Bangaan Abdullah: شهادات ثقة مدعومة بأصول تثبت لحاملها ملكيته في الأصول، أو حق الانتفاع، وتتصف بأنها ذات دخل مستقر، ومتفقة مع مبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية.⁴

خامساً - تعريف Dr. Christophe J.Godlewski, Dr. Rima Turk-Ariss, Dr. Laurent Weill: شهادات استثمارية تجمع بين مزايا الأسهم والسندات، حيث يتم إصدارها لتمويل تجارة، أو إنتاج الأصول الملموسة، وتصدر من قبل كيانات حكومية، والشركات.⁵

سادساً - تعريف د. مطيع الشلبي: الصكوك الاستثمارية هي المرادف للسندات التقليدية مع الفرق في محافظتها على المعايير الإسلامية للتمويل والاستثمار حيث أنها تمثل سنداً متوافقاً مع الشريعة الإسلامية.⁶

ويمكن تعريف الصكوك بأنها: أوراق مالية متساوية القيمة، تمثل ملكية في موجودات مشروع معين، وتصدر وفق إحدى صيغ التمويل الإسلامية المعروفة وتأخذ أحكامها.

¹ - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية. (2010). مرجع سابق، ص238.

² - العبد اللطيف، عبد اللطيف بن عبد الحليم. (2012). صكوك الاستثمار دراسة فقهية تأصيلية. رسالة دكتوراه، جامعة الامام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض، ص6.

³ - الجارحي، معبد علي، وأبو زيد، عبد العظيم جلال. (2009، 26-30 نيسان). الصكوك قضايا فقهية واقتصادية. بحث مقدم إلى مجمع الفقه الإسلامي في دورته التاسعة عشر في الشارقة، الامارات، ص5.

⁴ - Ab Majid, H., Shahimi, S., Abdullah, M.(n.d.). previous reference, P3.

⁵ - J. Godlewski, C., Turk-Ariss, R., & Weill, L. (2010, April,23). previous reference, P6.

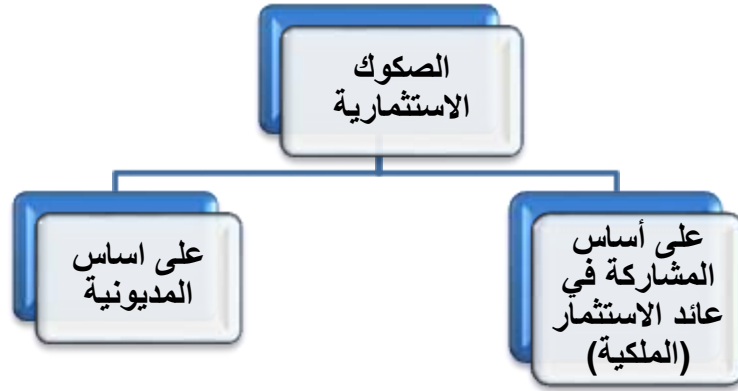
⁶ - الشلبي، مطيع أسعد. (2009). مرجع سبق ذكره، ص137.

3. خصائص الصكوك الاستثمارية:1

- أ. الصك الاستثماري الإسلامي يخصص حصيلة الاكتتاب فيه للاستثمار في مشاريع، أو أنشطة تتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية، وعادةً ما يتم تحديدها مسبقاً.
- ب. الصك عبارة عن ورقة مالية لإثبات الحق، وليس مالاً متقوماً بذاته، ولكنّه وثيقة حق ودليل عليه، ويقوم مقامه في الحياة، والقبض، والتداول.
- ت. تمثل الصكوك حصص شائعة في موجودات قائمة، أو يتعين إيجادها، أو منافع، ولا تمثل ديناً على مصدرها.
- ث. تصدر الصكوك بقيمة اسمية يحددها القانون، وموضحة في نشرة الإصدار، تمثل رأس مال المشروع، أو الأصول، أو المنافع، كما أنّها متساوية القيمة حتى يسهل تداولها في سوق الأوراق المالية.
- ج. عدم قابلية الصك للتجزئة، وفي حال أيلولة الصك الواحد لشخصين أو أكثر بسبب الإرث أو نحوه، فإنّه لا بدّ من الاتفاق على أنّ أمام الشركة يمثلهم شخص واحد.
- ح. مالك الصك يشارك في غنمه حسب الاتفاق المبين في نشرة الإصدار، ويتحمل غرمه بنسبة ما يملكه من الصكوك.
- خ. تداول الصكوك يكون وفق الضوابط الشرعية لتداول الأصول والمنافع والخدمات التي تمثلها.
- د. تختلف الصكوك الاستثمارية من حيث آجالها فمنها قصيرة الأجل ومنها المتوسطة والطويلة الأجل، كما أنّها تختلف بحسب الصيغة التي تصدر على أساسها مضاربة، مشاركة، مربحة....
- ذ. انتفاء ضمان المدير (المضارب أو الوكيل أو المشارك) في حالتي المضاربة أو الوكالة أو المشاركة لأنّ هذه الصيغ لا تقوم على ضمان رأس المال إلا في حالات التعدي أو التقصير أو مخالفة الشروط.
- ر. تخول الصكوك لمالكيها جميع التصرفات من بيع وهبة ورهن وإرث، كما تخوله الحق في الرقابة ونحوها، وحق رفع دعوى المسؤولية على الإداريين والحق في الأرباح والاحتياطات، والتنازل عن الصك والتصرف فيه إلا ما يمنعه القانون أو التزم به في نشرة الإصدار، وكذلك حق الشفعة واقتسام موجودات المشروع عند تصفيته.

ثانياً – أنواع الصكوك الاستثمارية:2 سيتم اعتماد تعريفات هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية لصكوك الاستثمار في المعيار رقم 17/ لعام 2010م.

1- انظر:
- بريكة السعيد، ومرابطي، سناء. (2017، جوان). مرجع سابق، ص185-186.
- العنزي، سعود بن ملوح، والسرطاوي، محمود علي. (2013). صكوك المراجعة. المجلة الأردنية في الدراسات الإسلامية، 8 (1)، ص216-218.
- بوشناف، خالد عبد الواحد، والطيرة، طارق علي. (2017، 5 مايو). مرجع سابق، ص6.
2- هذه المعلومات مستفادة من المصادر الآتية:
- هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية. (2010). مرجع سابق، ص245-238.
- لمسلف، عيلة. (2005). مرجع سبق ذكره، ص47-51.
- خير الدين، معطى الله، ورفيق، شرياق. (2012، 3 - 4 ديسمبر). مرجع سابق، ص238-240.
- محمد، سامي يوسف كمال. (2012). الصكوك المالية الإسلامية بديلاً عن قروض المؤسسات الدولية بالتطبيق على جمهورية مصر العربية. (ط1). القاهرة: دار البشير للطباعة والنشر والتوزيع، ص86-89.



أولاً - الصكوك القائمة على الملكية:

1. **صكوك المضاربة:** وثائق مشاركة تمثل مشروعات، أو أنشطة تدار على أساس المضاربة بتعيين مضارب من الشركاء، أو غيرهم لإدارتها. وتنقسم صكوك المضاربة إلى:

أ. **صكوك مضاربة مطلقة:** وهي صكوك لا تكون حصيلتها مخصصة لتمويل مشروع معين بل يخول للمضارب (المصدر) الحق في استثمارها في أي مشروع. ومنها: شهادات الودائع.

- **شهادات الودائع:** هي أوراق مالية تصدرها المصارف مقابل الودائع الاستثمارية المودعة لديها، حيث تقوم على أساس المضاربة، باعتبار حاملها رب المال والمصرف مضارباً بها، وتعطي لحاملها الحق في الحصول على الربح قبل تاريخ استحقاق الورقة، وبالنسب المتفق عليها، كما تعطيه الحق في بيعها من أجل الحصول على السيولة خلال مدة استحقاقها. ولها عدة أنواع منها: **صكوك متراكمة القيمة** - **صكوك ذات عائد جاري شهري** - **صكوك متراكمة القيمة وذات العائد الجاري**.

ب. **صكوك مضاربة مقيدة:** وهي صكوك تقيد بمشروع معين (عقارات، مصانع ...)، أو نشاط معين (تجاري - صناعي - تجاري - مالي....). منها: شهادات الاستثمار المخصصة لتمويل نشاط معين - صكوك صناديق الاستثمار.

- **شهادات الاستثمار المخصصة لتمويل معين:** يقوم المصرف على إصدار هذه الشهادات، لتوفير مصادر تمويل متوسطة الأجل، لتمويل نشاط معين (مالي، صناعي...)، ويمكن أن يضع المصرف حداً أقصى لكل نوع من الشهادات، والإصدار حسب احتياجه، وتصدر هذه الشهادات لمدة تتراوح بين 3 و5 سنوات، ودور المصرف هنا دور المضارب المقيد بعكس دوره في شهادات الإيداع.

- **صكوك صناديق الاستثمار:** صكوك يتم إصدارها بغية تجميع الأموال، واستثمارها في مجال استثماري محدد في نشرة الاكتتاب، وتصدر هذه الصناديق بأجال، وأحجام معينة (الصناديق المغلقة)، ولأجل، وأحجام غير محددة (الصناديق المفتوحة)، وتكيف معظمها شرعياً على أساس صيغة المضاربة المقيدة.

ت. **صكوك المضاربة المستمرة:** وهي صكوك ذات فترة زمنية طويلة الأجل - تصل إلى 10 سنوات أو 20 سنة - ولا يستحق رأسمالها إلا بعد انتهاء المشروع مع توزيع الربح خلال الفترة.

ث. **صكوك المضاربة المؤقتة:** وهي صكوك تكون مؤقتة بفترة زمنية محددة عادة ما تكون متوسطة الأجل تنتهي بانتهاء المشروع، أو الدورة الإنتاجية، أو الموسم.. وتكون نهايتها بإحدى الصور الآتية:

- **صكوك المضاربة المستردة بالتدرج:** يتم استرداد قيمتها مع الأرباح المحققة منها في مدة زمنية محددة.

- **صكوك المضاربة المستردة في آخر المشروع:** يتم استرداد قيمتها مع الأرباح أو الخسائر في آخر المشروع، أو توزع الأرباح ويسترد رأس المال في نهاية المشروع.
- **صكوك المضاربة المنتهية بتمليك المشروع:** في هذا النوع يقوم المصدر بإعادة شراء الصكوك في نهاية المشروع من أصحابها بالسعر الحقيقي، أو يقوم المصدر خلال فترة المضاربة بتسديد قيمة الصكوك لأصحابها مع حصصهم من الأرباح وذلك من خلال التخلي عن جزء من حصته من الأرباح أو من موارد أخرى.

2. صكوك المشاركة: وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الشركة بتعيين أحد الشركاء أو غيرهم لإدارتها. وتنقسم صكوك المشاركة إلى:

- أ. **صكوك مشاركة دائمة:** وهي شبيهة وبديلة عن الأسهم، فهي تشبه الأسهم من ناحية أنّ المصدر يكتتب بجزء من رأس المال وي طرح الباقي للاكتتاب، وبديلة عن الأسهم حيث يستطيع المصدر أن يقوم على تمويل مشاريع جديدة أو توسيع القائم منها دون إصدار أسهم جديدة والتي بدورها تؤثر على حقوق المساهمين.
- ب. **صكوك المشاركة المؤقتة:** وهي صكوك مشاركة تكون مؤقتة بفترة زمنية محددة، وتكون نهايتها بإحدى الصور الآتية:

- **صكوك المشاركة المستردة بالتدرج:** حيث تسترد قيمة هذه الصكوك بصورة تدريجية وفقاً لأقساط دورية تتمثل في جزء من قيمة الصكوك وحصتها من الأرباح.
- **صكوك المشاركة المنتهية بالتمليك:** فعند نهاية المشروع يقوم المصدر بإعادة شراء هذه الصكوك من مالكيها بسعرها الحقيقي، أو يقوم المصدر بدفع قيمة الصكوك وحصصها من الأرباح على شكل أقساط دورية لينتهي الأمر بتملك المصدر للمشروع.
- **صكوك المشاركة المستردة في آخر المشروع:** يمكن أن يتفق الشركاء على استرداد رأس المال المُشارك فيه وتوزيع الأرباح إلى نهاية المشروع وهذا في حال المشاريع قصيرة الأجل، أو توزيع الأرباح خلال فترة بقاء المشروع إذا كانت فترته طويلة الأجل واسترداد رأس المال في نهايته.

ت. صك رأس المال المخاطر: وهو صك يقوم على الاستثمار النشط في المخاطر، وهو يناسب المستثمر الذي يرغب في الاستثمار على المدى المتوسط والطويل مع الحصول على عائد مرتفع نسبياً. ويدخل صك رأس المال المخاطر في: تمويل وإعادة هيكلة الشركات المتعثرة – تمويل الاستثمارات في الصناعات الصغيرة والابتكارية ومجال نقل التكنولوجيا وشراء المديونيات في حال كانت تعتمد على مجال وإنتاج جديد – تمويل الاستثمار في الشركات القائمة. هذا ويستند صك رأس المال المخاطر على دراسة دقيقة للمشروعات التي سوف يقوم المشاركة فيها.

ث. صكوك المشاركة في العائد: وهي صكوك ذات طبيعة عامة، غير مخصصة لمشروع بذاته، وغير محددة المدة بل ممتدة الأجل، ويقوم البنك بإصدارها لمن يرغب في استثمار أمواله بالبنك ويرغب في اقتسام عائد الاستثمار العام لإجمالي نشاطات البنك، أي أنّ حملة الصكوك يشاركون أصحاب الأسهم في الربح والخسارة طوال فترة أجلها.

ج. شهادات الاستثمار المخصصة لتمويل مشروع معين: وهي شهادات يصدرها المصرف بالحجم المطلوب لتغطية الثغرة التمويلية للمشروع بذاته، على مراحل وبفئات متعددة تتلاءم والقدرات الادخارية المختلفة، لتغطي حصيلة إصداراتها الثغرة التمويلية المتوقعة بكل مرحلة من مراحل تنفيذ المشروع. ويكون العائد على هذه الشهادات بشكل عام عند إتمام بيع المشروع بالكامل، إلا أنّه في المشاريع التي تستغرق عدة سنوات من الملائم أن تُصرف نسبة مُعيّنة من قيمة الشهادة كل فترة دورية يتم تحديدها في ضوء التقارير المالية الدورية

للمشروع، ويمكن تداول هذه الشهادة في السوق المالي حيث يتحدد السعر طبقاً لمراحل تقدم المشروع ووفقاً لآخر تقرير مالي.

ج. صكوك المشاركة دون تصويت: وهي عبارة عن أسهم، حيث يكون لحاملها جميع الحقوق الممنوحة لحملة الأسهم العادية عدا التصويت في الجمعية العمومية.

3. صكوك الوكالة بالاستثمار: وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الوكالة بالاستثمار بتعيين وكيل عن حملة الصكوك لإدارتها. ففي هذه الصكوك يكون المصدر للصكوك الوكيل والمكتتبون هم الممولون حيث يستثمر الوكيل حصيلة الاكتتاب في مشروع استثماري محدد وفقاً لدراسة جدوى مقدمة للموكل، مقابل أجرة تكون على شكل مبلغ مقطوع أو نسبة مئوية من رأس المال.

يجوز تداول صكوك المشاركة أو المضاربة أو الوكالة بالاستثمار بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط في الأعيان والمنافع. وفي حال وجدت نقود وديون ضمن النشاط وكان الغالب للأعيان والمنافع جاز التداول.

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

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

يجوز تداول صكوك المزارعة والمساقاة بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط إذا كان حملة الصكوك مالكي الأرض. أما إذا كان حملة الصكوك الملتزمين بالعمل (الزراعة أو السقي) فلا يجوز تداول الصكوك إلا بعد بدو صلاح الزرع أو الثمر.

6. صكوك المغارسة: وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في غرس أشجار مثمرة وفيما يتطلبه هذا الغرس من أعمال ونفقات على أساس عقد المغارسة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الأرض والغرس.

يجوز لحملة الصكوك (مالكي الأرض أو الملتزمين بالغرس) تداول الصكوك بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط.

ثانياً – الصكوك القائمة على أساس المديونية:

1. صكوك المrabحة: وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المrabحة، وتصبح السلعة مملوكة لحملة الصكوك.

يقوم المصدر لصكوك المrabحة باستخدام حصيلة الصكوك في شراء سلعة المrabحة – ويصبح بذلك حملة الصكوك مالكيها - وتملكها ثم توقيع عقد بيع المrabحة مع العميل نيابة عن حملة الصكوك بصفته مدير إصدار.

يجوز تداول صكوك المrabحة بعد قفل باب الاكتتاب وشراء البضاعة وحتى تاريخ تسليمها للمشتري، ويخضع لقيود وأحكام التصرف في الديون بعد تسليم البضاعة للمشتري.

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

يقوم المصدر لصكوك السلم باستخدام حصيلة الصكوك في دفع رأس مال السلعة الموصوفة في النمة في مجلس العقد، ويملك حملة الصكوك سلعة السلم ويستحقون ثمن بيعها أو ثمن بيعها في السلم

الموازي، إلا أنه لا يجوز تداول صكوكها في السوق الثانوية حتى يتم قبضها لأنها تمثل ديناً في ذمة المُسلم إليه وبذلك تقتصر فقط على السوق الأولية.

3. صكوك الاستصناع: وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة، ويصبح المصنوع مملوكاً لحملة الصكوك.

يقوم المصدر لصكوك الاستصناع باستخدام حصيلة الصكوك في تمويل عملية الاستصناع، ويصبح حملة الصكوك مالكيين للعين المصنوعة ويستحقون ثمن بيعها أو ثمن بيعها في الاستصناع الموازي، كما ويحق لهم تداول صكوك الاستصناع إذا تحولت النقود إلى أعيان مملوكة في مدة الاستصناع وحتى تسليم الأصل المصنع إلى المصنّع، أما بعد تسليم الأصل إلى المصنّع مقابل ثمن مؤجل أو أقساط فإن تداول هذه الصكوك يخضع لضوابط وأحكام التصرف في الديون وكذلك في حالة دفع ثمن الصكوك في استصناع موازي.

4. صكوك الإجارة: أوراق مالية متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أعيان أو خدمات، وتخول لحاملها الحصول على أقساط الأجرة بمقدار المساهمة التي دفعها. وتنقسم صكوك الإجارة إلى:

أ. صكوك ملكية الموجودات المؤجرة: وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين مؤجرة أو عين موعود باستئجارها، أو يصدرها وسيط مالي ينوب عن المالك، بغرض بيعها واستيفاء ثمنها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح العين مملوكة لحملة الصكوك. ويحق لحملة الصكوك تداولها منذ لحظة إصدارها بعد تملك حملة الصكوك للموجودات وحتى نهاية مدتها، وكما يحق لهم استردادها من مصدرها قبل نهاية مدتها بسعر السوق أو السعر المتفق عليه.

ب. صكوك ملكية المنافع، وهي أنواع:

○ **صكوك ملكية منافع الأعيان الموجودة، وهي نوعان:**

✓ وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين موجودة، بنفسه أو عن طريق وسيط مالي، بغرض إجارة منافعها واستيفاء أجزائها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك.

✓ وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك منفعة عين موجودة (مستأجر)، بنفسه أو عن طريق وسيط مالي، بغرض إعادة إيجارها واستيفاء أجزائها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك. ويحق لحملة الصكوك تداولها قبل إعادة إجارة تلك الأعيان، فإذا أعيدت الإجارة كان الصك ممثلاً للأجرة وتعتبر عندئذ دين في ذمة المستأجر الثاني ويخضع التداول حينئذ لأحكام وضوابط التصرف في الديون، كما ويحق لهم استرداد قيمة الصكوك بسعر السوق أو بالثمن المتفق عليه شرط ألا يكون مبلغ الاكتتاب أو مبلغ الاسترداد مؤجلاً.

○ **صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة:** 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 الصكوك.

ويحق لحملة الصكوك تداولها في حال تعيين العين التي تستوفى منها المنفعة وإلا لم يجز تداولها إلا بمراعاة ضوابط وأحكام التصرف في الديون.

○ **صكوك ملكية الخدمات من طرف معين:** وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض تقديم الخدمة من طرف معين (كمنفعة التعليم من جامعة مسماة) واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح تلك الخدمات مملوكة لحملة الصكوك.

ويحق لحملة الصكوك تداولها قبل إعادة إجازة تلك الخدمات، فإذا أعيدت الإجازة كان الصك ممثلاً للأجرة وتعتبر عندئذ دين في ذمة المستأجر الثاني ويخضع التداول حينئذ لأحكام وضوابط التصرف في الديون.

○ **صكوك ملكية الخدمات من طرف موصوف في الذمة:** وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض تقديم الخدمة من طرف موصوف في الذمة (كمنفعة التعليم من جامعة يتم تحديد مواصفاتها دون تسميتها) واستيفاء الأجرة من حيلة الاكتتاب فيها، وتصبح تلك الخدمات مملوكة لحملة الصكوك.

ويحق لحملة الصكوك تداولها في حال تعيين الطرف الذي تستوفى منه الخدمة وإلا لم يجز تداولها إلا بمراعاة ضوابط وأحكام التصرف في الديون.

ثالثاً - هيكلية إصدار الصكوك الاستثمارية: إنّ المراحل والخطوات التي يتم فيها إصدار الصكوك الاستثمارية ليست واحدة فهي تختلف من عملية لأخرى وذلك لوجود عدة أنواع من الصكوك الاستثمارية، فلكل نوع هيكلية خاصة به تختلف عن الأخرى. وفي هذه الفقرة سيتم توضيح النموذج العام والخاص لهيكلية إصدار الصكوك الاستثمارية وفق ما يلي:

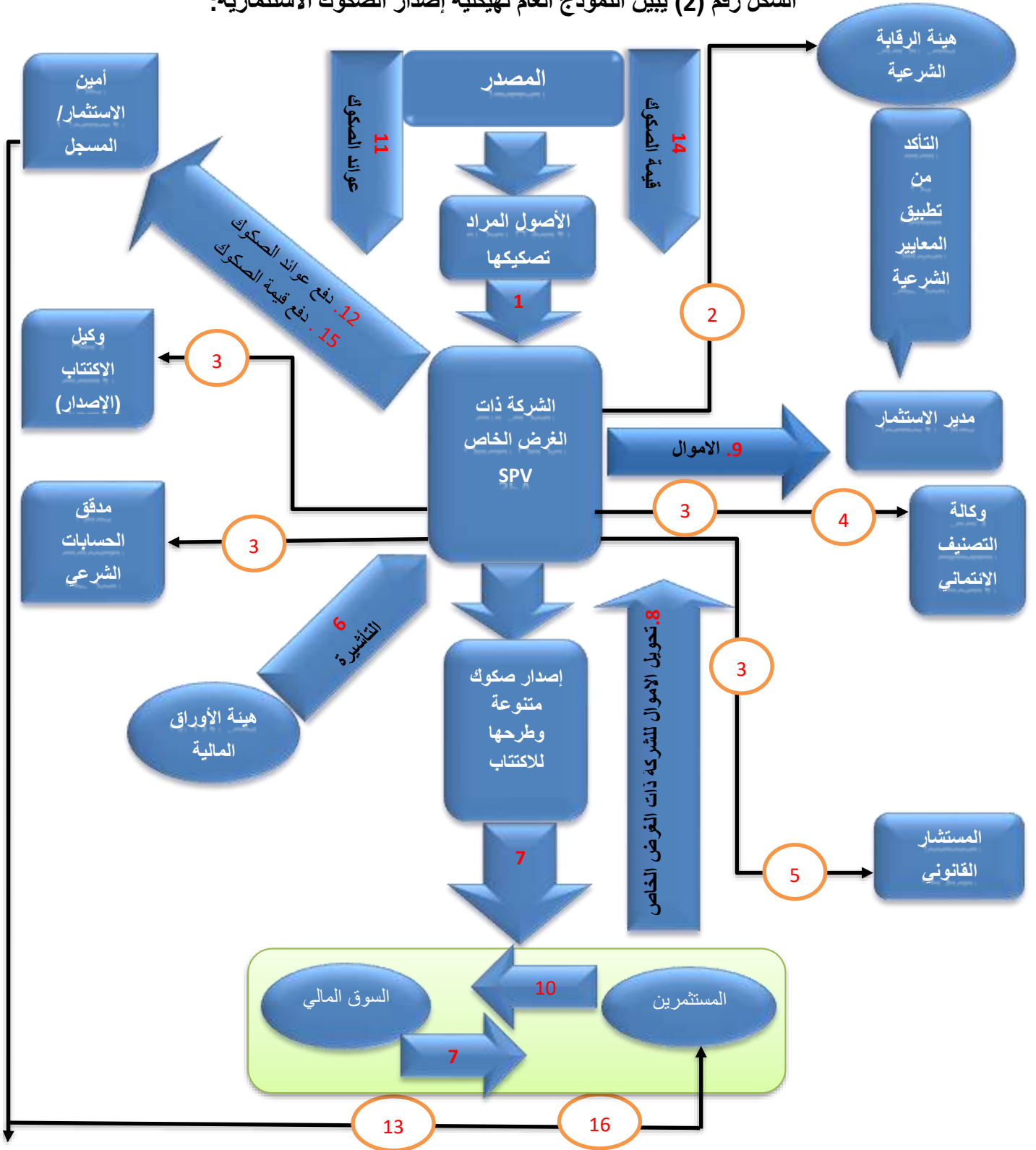
أ. النموذج العام لهيكلية إصدار الصكوك الاستثمارية.

ب. هيكلية إصدار الصكوك بحسب أنواعها، ويتضمن هذا النموذج ما يلي:

- أولاً: هيكلية إصدار صكوك المراجعة.
- ثانياً: هيكلية إصدار صكوك السلم.
- ثالثاً: هيكلية إصدار صكوك الاستصناع.
- رابعاً: هيكلية إصدار صكوك الإجازة.
- خامساً: هيكلية إصدار صكوك المضاربة.
- سادساً: هيكلية إصدار صكوك المشاركة.
- سابعاً: هيكلية إصدار صكوك الاستثمار.
- ثامناً: هيكلية إصدار صكوك الوكالة.

أ. النموذج العام لهيكلية إصدار الصكوك الاستثمارية: إنّ النموذج العام لهيكلية إصدار الصكوك الاستثمارية يشبه إلى حد ما نموذج التوريق التقليدي وذلك من ناحية الأطراف الداخلة في العملية، إلا أنّ الفرق الجوهرى بين النموذجين يكمن من خلال ارتكاز نموذج هيكلية إصدار الصكوك الاستثمارية على أصول حقيقية (أعيان - منافع - ديون - خليط من الأعيان والمنافع والديون) بالإضافة إلى وجود هيئة الرقابة الشرعية والتي تمثل الطرف الأساسى والجوهرى في عملية التصكيك.

الشكل رقم (2) يبين النموذج العام لهيكلية إصدار الصكوك الاستثمارية:



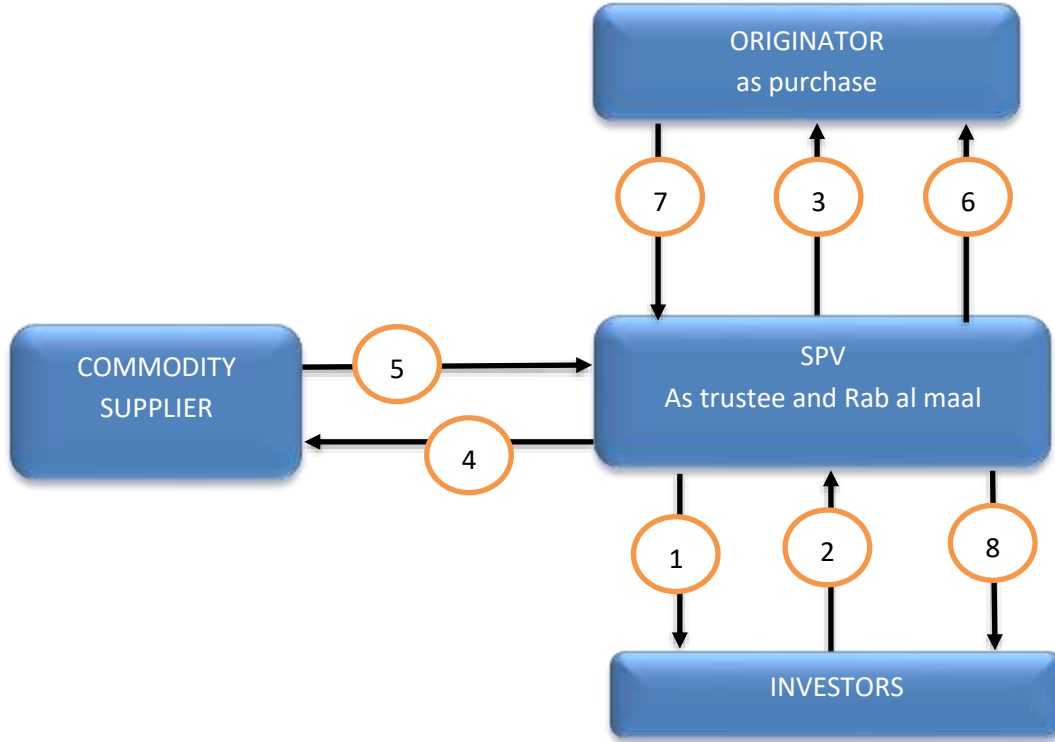
الشكل من إعداد الباحث

المراحل التي تمر بها عملية إصدار الصكوك:

- 1) تقوم الشركة المصدرة بتعيين محفظة التصكيك أو المشروع المراد إنشاؤه ومن ثم تحويلها إلى الشركة ذات الغرض الخاص SPV . وأحياناً يتم توكيل SPV بإدارة عملية التصكيك مقابل عمولة.
 - 2) تحصل SPV على شهادة المطابقة من طرف هيئة الرقابة الشرعية التي تصادق على هيكلية الصكوك المزمع إصدارها والوثائق اللازمة والعقود المنظمة وكيفية الاكتتاب بأنها عمليات موافقة لأحكام الشريعة.
 - 3) تقوم SPV بتوقيع عدة عقود مع وكالة التصنيف الائتماني، وكيل الاكتتاب، مدقق حسابات شرعي خاص لـ SPV، أمين الاستثمار، المستشار القانوني، متعهد الدفع، مستشار الطرح وغير ذلك من الأطراف التي لها علاقة بعملية التصكيك.
 - 4) تقوم وكالة التصنيف الائتماني بتقييم مدى الجدارة الائتمانية والمالية للأوراق المالية المطروحة وما تتمتع به من ضمانات وتحديد السعر العادل ونسبة المخاطر التي تنطوي عليها الأوراق المالية المصدرة بالإضافة إلى تقييم كفاءة العمل في نشاط المشاركة أو المضاربة وأمانته وصدقه وكذلك للشركة المصدرة و SPV.
 - 5) يقدم المستشار القانوني لـ SPV آراء أساسية بشأن الهيكل والعقود الأساسية من ناحية نتائجه القانونية والضريبية.
 - 6) تحصل SPV على تأشيرة من هيئة الأوراق المالية حتى تتمكن من إصدار وتداول الصكوك.
 - 7) تقوم SPV بطرح الصكوك في سوق الأوراق المالية للاكتتاب فيها وذلك عن طريق وكيل للاكتتاب.
 - 8) يكتتب المستثمرون في هذه الصكوك وتحصل SPV على الأموال.
 - 9) تحول SPV الأموال إلى مدير الاستثمار والذي يتولى إدارة الاستثمار وتوجيهه وفقاً للشروط المبينة في نشرة الإصدار. ومدير الاستثمار إما يكون المصدر أو SPV أو طرف ثالث وغالباً ما يكون المصدر. وهذا البند خاص في التصكيك البسيط وليس المركب.
 - 10) يقوم حملة الصكوك بتداول صكوكهم في سوق الأوراق المالية مع مراعاة الضوابط الشرعية لكل نوع.
 - 11) يقوم المصدر بدفع عوائد الصكوك إلى SPV.
 - 12) تقوم SPV بتحويل العوائد إلى أمين الاستثمار حيث يتولى مهمة حماية مصالح حملة الصكوك والرقابة والإشراف على مدير الإصدار. وعادةً ما يكون الأمين هو SPV.
 - 13) يقوم أمين الاستثمار بتحويل العوائد إلى المستثمرين.
 - 14) عند تاريخ استحقاق الصكوك، تبيع شركة SPV الصكوك وفق القيمة السوقية أو أي قيمة أخرى متفق عليها عند الشراء، ويدفع المنشئ عندئذ قيمة تلك الصكوك إلى SPV.
 - 15) يحول SPV قيمة تلك الصكوك إلى الأمين.
 - 16) يقوم الأمين بتحويل قيمة الصكوك إلى المستثمرين.
- وقد يتم دفع قيمة الصكوك مع عوائدها خلال فترة استحقاق الصكوك.

ب. هيكلية إصدار الصكوك بحسب كل نوع:
أولاً – هيكلية إصدار صكوك المراجعة¹:

الشكل رقم (3) يبين هيكلية إصدار صكوك المراجعة



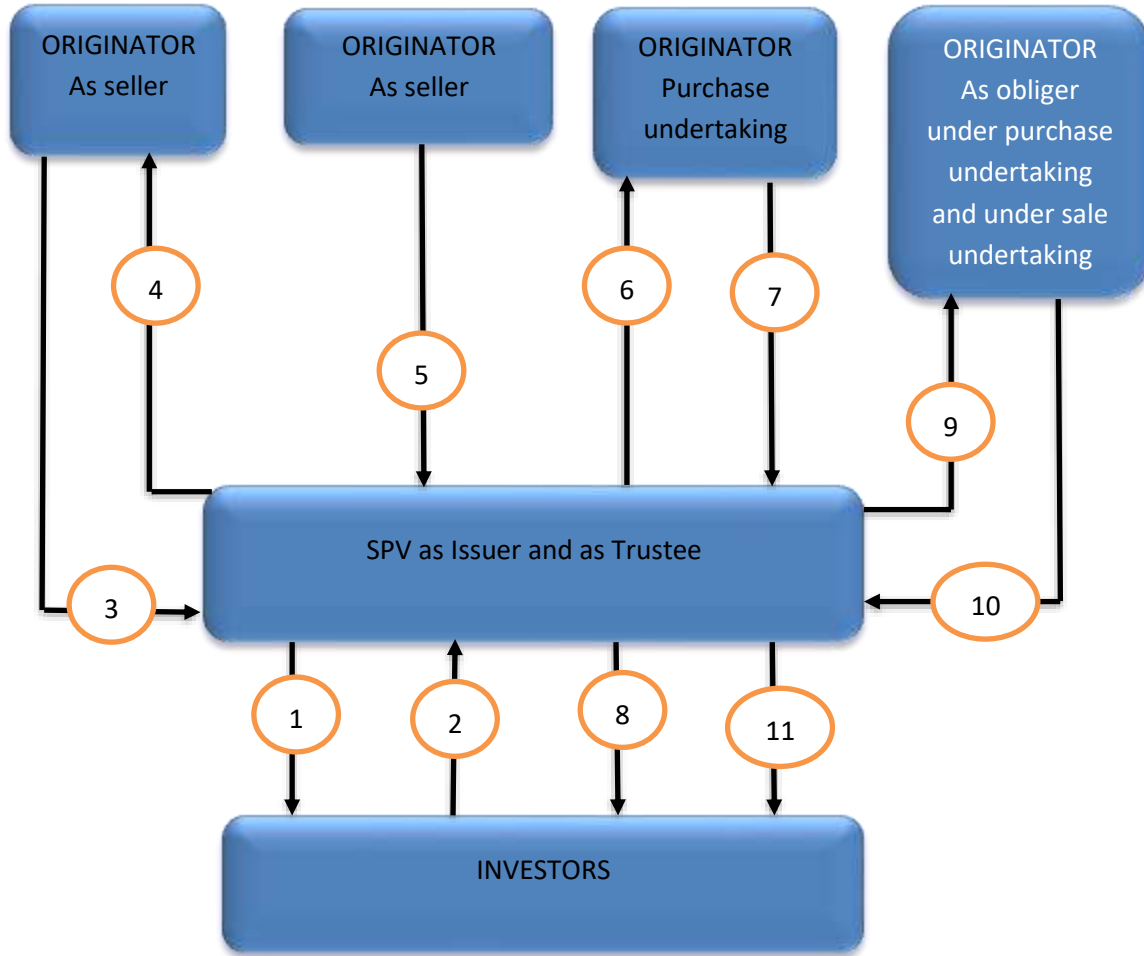
خطوات إصدار صكوك المراجعة:

1. يقوم المنشئ بتوكيل شركة SPV على إصدار صكوك المراجعة والتي تمثل سلعة أو سلع المراجعة التي سيتم شراؤها مستقبلاً. وهذه الصكوك أيضاً تمثل حقوق على شركة SPV من خلال دفع مبلغ السعر المؤجل.
2. يكتتب المستثمرون في الصكوك ويدفعون قيمتها إلى SPV (مبلغ رأس المال). حيث تعطي شركة SPV تأكيد وثقة من ناحية تحصيل الأموال للمنشئ ومن ناحية تملك الأصول للمستثمرين، وعادة ما تمثل أمين الاستثمار بدلا عن حملة الصكوك.
3. يدخل المنشئ (كمشتري) في اتفاقية مراجعة مع الأمين (كبايع) طبقاً لموافقة الأمين على البيع وموافقة المنشئ على الشراء بتسليم فوري وشروط دفع مؤجلة.
4. يشتري الأمين السلعة من طرف ثالث – بائع السلعة – نقداً وذلك بسعر تكلفة يمثل مبلغ رأس المال.
5. يقوم بائع السلعة بالتسليم الفوري للسلعة.
6. يقوم SPV على بيع المنشئ للسلعة حالما يتم تسلمها من البائع وذلك وفق شروط عقد المراجعة.
7. يسدد المنشئ (كمشتري) أقساط السعر المؤجل لسلعة المراجعة إلى الأمين (كبايع). مبلغ كل قسط سعر مؤجل يساوي العوائد المستحقة لحملة الصكوك في ذلك الوقت.
8. يحول SPV الأقساط المدفوعة إلى المستثمرين.

¹ - Clifford Chance LLP. (2009). *Sukuk Guidebook*, Dubai: Dubai International Financial Centre, P:47-48.

ثانياً – هيكلية إصدار صكوك السّلم:1

الشكل رقم (4) يبين هيكلية اصدار صكوك السّلم



خطوات اصدار صكوك السّلم:

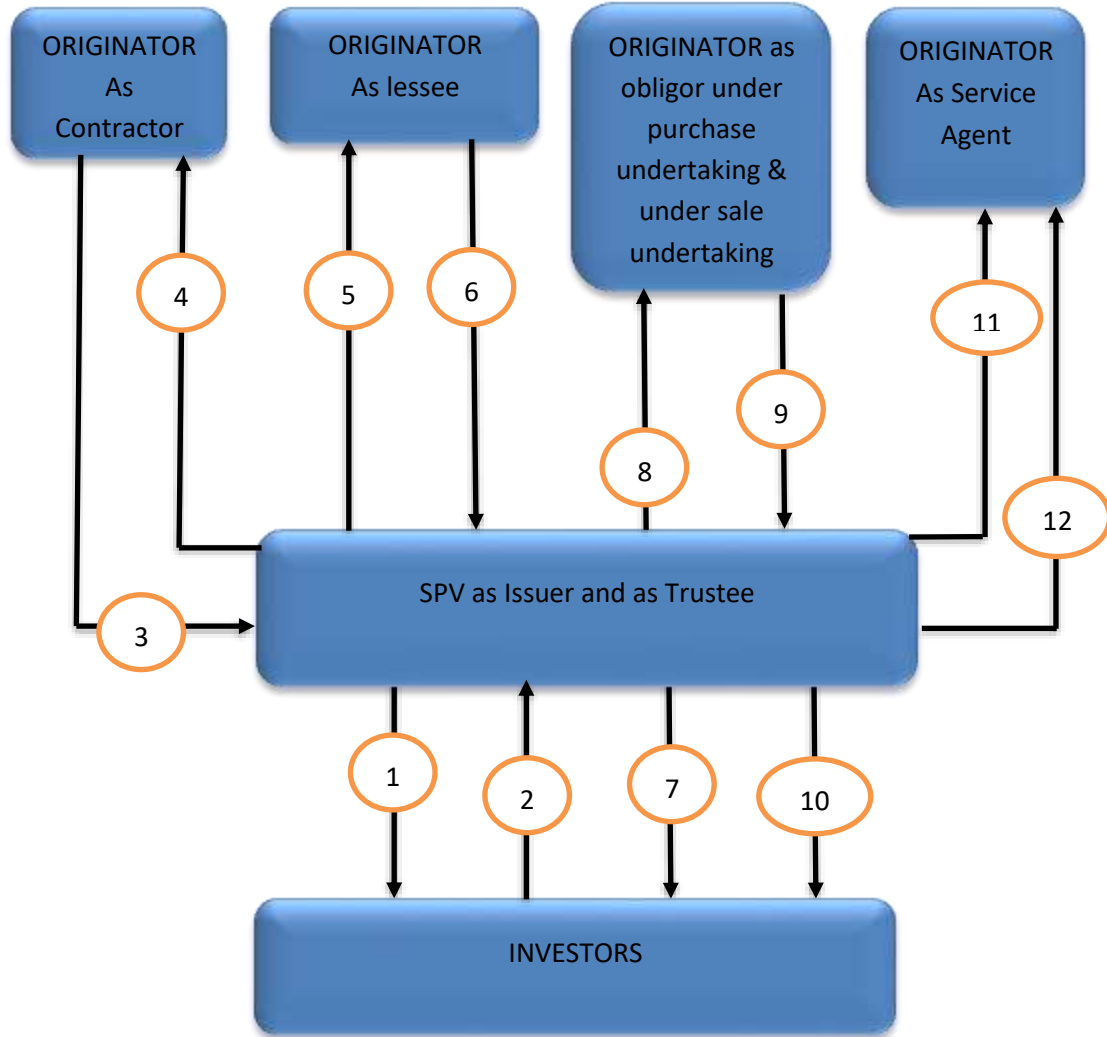
1. يقوم المنشئ بتوكيل شركة SPV على اصدار صكوك السّلم والتي تمثل سلعة أو سلع السّلم والتي سيتم تسلمها من قبل المنشئ في تاريخ مستقبلي محدد. وهذه الصكوك أيضاً تمثل حقوق على الـ SPV من خلال دفع مبلغ التوزيع الدوري ومبلغ تصفية الأصول للمستثمرين.
2. يكتتب المستثمرون في الصكوك ويدفعون قيمتها الى SPV (مبلغ رأس المال). حيث تعطي شركة SPV تأكيد وثقة من ناحية تحصيل الأموال للمنشئ ومن ناحية تملك الأصول للمستثمرين، وعادة ما تمثل أمين الاستثمار بدلا عن حملة الصكوك.
3. يدخل المنشئ في اتفاقية بيع وشراء مع SPV (أمين الاستثمار) طبقاً لموافقة المنشئ على البيع وموافقة الأمين على شراء أصول السلم بدفع فوري وشروط تسليم مؤجلة. عادةً ما يتم هندسة كمية أصول السلم المباعة في البداية لتكون مبلغاً كافياً من أجل اجراء عمليات تسليم دورية لنسبة معينة من أصول السلم خلال فترة استحقاق الصكوك (وذلك لأجل السماح بدفع مبالغ توزيع دورية منتظمة). بالإضافة لإجراء تسليم واحد للنسبة المتبقية

¹- Clifford Chance LLP. (2009). Previous reference, P:35-36.

- من أصول السلم عند الاستحقاق أو الاسترداد المبكر للصكوك (وذلك لأجل السماح بدفع السعر التنفيذي للأصول المتبقية).
4. يدفع أمين الاستثمار سعر بيع أصول السلم للمنشئ وذلك من خلال قيمة الصكوك التي تم الاكتتاب بها.
5. قبل كل تاريخ من مبالغ التوزيع الدورية المستحقة الدفع للمستثمرين، المنشئ يسلم نسبة من أصول السلم الى الأمين.
6. المنشئ (كملتزم) يشتري نسبة من أصول السلم من الأمين بسعر شراء متفق عليه.
7. يدفع المنشئ سعر الشراء مقابل شراء نسبة من أصول السلم. مبلغ كل سعر شراء يساوي مبلغ التسديد الدوري المستحق الدفع بموجب الصكوك في ذلك الوقت، ويحسب المبلغ وفق معدل فائدة مرجعي ثابت أو متغير (LIBOR, EIBOR) بالاعتماد على فئة الصكوك المصدرة وطبقاً للاتفاق المتبادل بين الأطراف مقدماً.
8. يدفع SPV أو الأمين كل مبلغ توزيع دوري الى المستثمرين من خلال سعر الشراء المتحصل عليه من المنشئ.
9. عند:
- i. حدوث عجز في السداد أو عند حلول تاريخ الاستحقاق. ينفذ الأمين خياره بموجب التعهد بالشراء.
- ii. تنفيذ خيار الشراء (في حال كان مطبقاً على الصكوك) أو عند وقوع حدث ضريبي. (كلا الخياران متاحان للمنشئ بموجب التعهد بالبيع).
- يلتزم المنشئ بتسليم كل أصول السلم (التي لم يتم تسلمها مؤخراً) الى الأمين حيث يقوم الأمين ببيعها الى المنشئ وفق السعر التنفيذي والذي يعادل مبلغ راس المال بالإضافة الى أي مبالغ توزيع دورية غير مدفوعة مستحقة للمستثمرين.
10. يدفع المنشئ مبلغ السعر التنفيذي.
11. يدفع الأمين مبلغ السعر التنفيذي الى المستثمرين.

ثالثاً - هيكلية صكوك الاستصناع¹:

الشكل رقم (5) يبين هيكلية اصدار صكوك الاستصناع



خطوات إصدار صكوك الاستصناع:

1. تصدر شركة SPV صكوك استصناع والتي تمثل سلعة الاستصناع. وهذه الصكوك أيضاً تمثل حقوق على الـ SPV من خلال دفع مبلغ التوزيع الدوري ومبلغ تصفية الأصول للمستثمرين.
2. يكتتب المستثمرون في الصكوك ويدفعون قيمتها الى SPV (مبلغ رأس المال). حيث تعطي شركة SPV تأكيد وثقة من ناحية تحصيل الأموال للمنشئ ومن ناحية تملك الأصول للمستثمرين، وعادة ما تمثل أمين الاستثمار بدلا عن حملة الصكوك.
3. يدخل المنشئ في اتفاقية استصناع مع أمين الاستثمار، طبقاً لموافقة المنشئ على تصنيع أو بناء أصول محددة والتعهد بتسليم تلك الأصول في تاريخ مستقبلي محدد، وموافقة أمين الاستثمار على استلام تلك الأصول في نفس ذلك التاريخ.
4. يدفع أمين الاستثمار سعر الشراء (عادة ما يكون على دفعات مرحلية) للمنشئ وذلك من خلال قيمة الصكوك التي تم الاكتتاب بها.

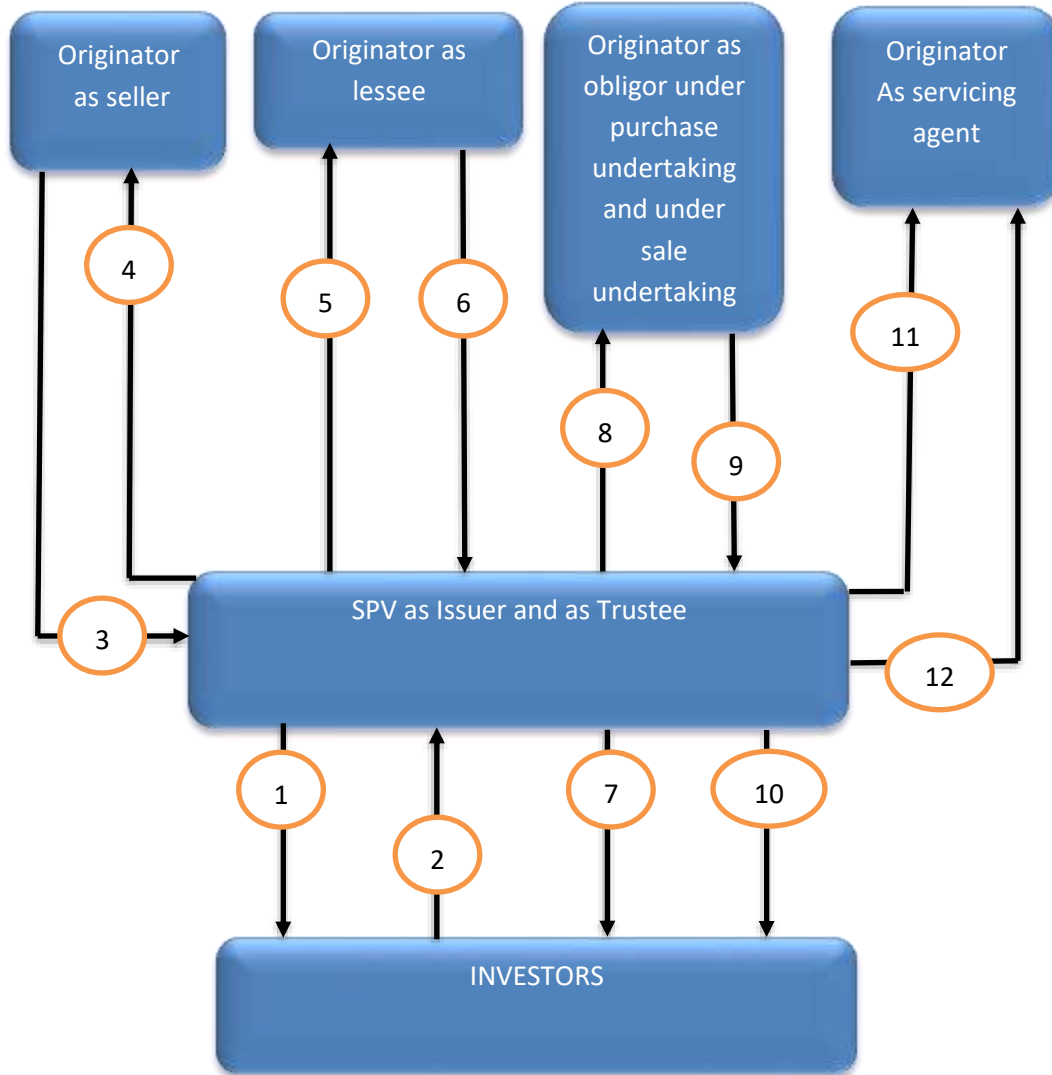
¹- Clifford Chance LLP. (2009). Previous reference, P:41-42.

5. يلتزم امين الاستثمار بتأجير الأصول الى المنشئ بموجب عقد اجارة موصوفة في الذمة.
6. يجعل المنشئ (كمستأجر) أقساط الأجرة مسبقاً قبل تسليم الأصول ولاحقة (فعلية) بعد تسليم الأصول مع الأمين (المؤجر). مبلغ كل قسط اجارة يعادل مبلغ التوزيع الدوري المتوجب دفعه الى حملة الصكوك في ذلك الوقت، وتحسب وفق معدل مرجعي فائدة ثابت أو متغير (LIBOR or EIBOR) بالاعتماد على فئة الصكوك المصدرة وطبقاً للاتفاق المتبادل بين الأطراف مقدماً.
7. تدفع شركة SPV (الأمين) كل مبلغ توزيع دوري الى المستثمرين من خلال دفعات الايجار المقدمة أو دفعات الايجار الفعلية والمتحصلة من المنشئ.
8. عند:

- i. حدوث عجز في السداد أو عند حلول تاريخ الاستحقاق. ينفذ الأمين خياره بموجب التعهد بالشراء.
- ii. تنفيذ خيار الشراء (في حال كان مطبقاً على الصكوك) أو عند وقوع حدث ضريبي. (كلا الخياران متاحان للمنشئ بموجب التعهد بالبيع).
- يقوم امين الاستثمار ببيع أصول الاستصناع الى المنشئ بسعر تنفيذي والذي يعادل مبلغ راس المال بالإضافة الى أي مبالغ توزيع دورية غير مدفوعة ومستحقة للمستثمرين. أي انتهاء يحدث قبل تسليم الأصول سيتم التعامل معه بموجب عقد الاستصناع بإعادة المال ودفع مبلغ التعويض المطلوب (مبلغ انتهاء العقد) من اجل تخلي SPV عن العقد مع مطالبة المنشئ بمبلغ كافي لتغطية مبلغ التصفية أي مبلغ الانهاء (مع الاخذ بعين الاعتبار ان شركة SPV سيكون مطلوب منها إعادة دفعات الاجارة المقدمة الى المستأجر بموجب عقد الاجارة الموصوفة في الذمة).
9. يدفع المنشئ كملتزم مبلغ السعر التنفيذي للأمين أو يدفع مبلغ انتهاء عقد الاستصناع كمتعهد في حال حدوث انتهاء للعقد قبل تسليم الأصول.
10. يدفع الأمين مبلغ السعر التنفيذي للمستثمرين أو مبلغ انتهاء عقد الاستصناع.
- 11 - 12. يدخل الأمين والمنشئ في اتفاقية وكيل بالخدمة، وربما يعين الامين المنشئ كوكيله بالخدمة، من استلام الأصول، الى تنفيذ التزاماته المحددة بموجب عقد الاجارة الموصوفة في الذمة والتمثلة في الالتزام بإجراء أي صيانة رئيسية تتعلق بالأصول، دفع اقساط التامين التكافلي للأصول ودفع الضرائب المتعلقة بها ايضاً. وتكاليف هذه الخدمة سيتم تغطيتها من أقساط الأجرة الإضافية (أقساط تكميلية) التي سيتم اضافتها الى أقساط الأجرة الفعلية لفترة الايجار اللاحقة بمبلغ مماثل.

رابعاً – هيكلية اصدار صكوك الاجارة:1

الشكل رقم (6) يبين هيكلية اصدار صكوك الاجارة



خطوات اصدار صكوك الاجارة:

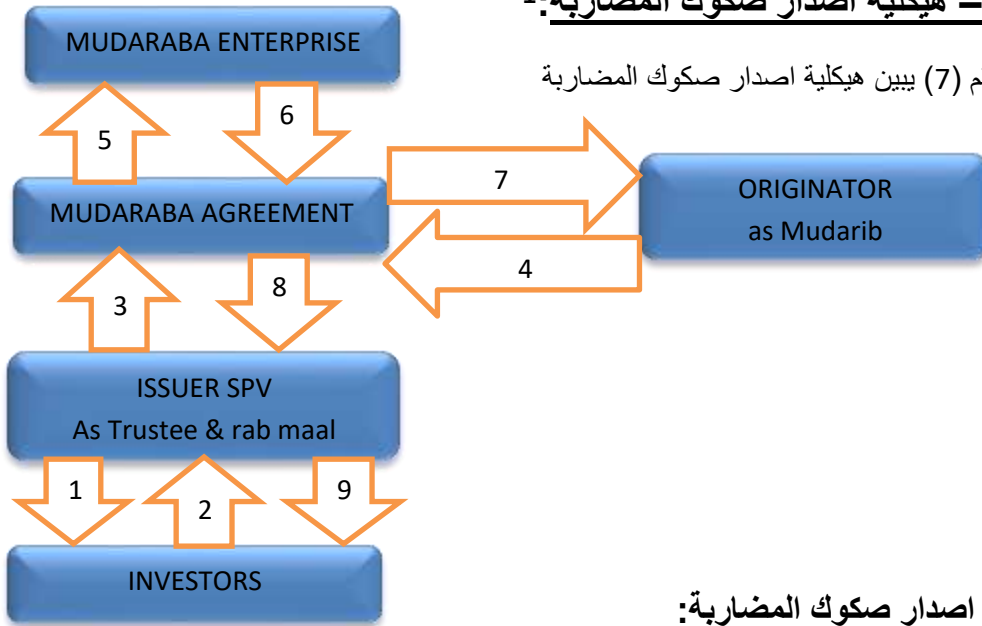
1. تصدر شركة SPV صكوك اجارة منتهية بالتملك والتي تمثل ملكية في أصول مدرة للدخل. وهذه الصكوك أيضاً تمثل حقوق على الـ SPV من خلال دفع مبلغ التوزيع الدوري ومبلغ تصفية الأصول للمستثمرين.
2. يكتتب المستثمرون في الصكوك ويدفعون قيمتها الى الـ SPV (مبلغ رأس المال). حيث تعطي شركة SPV تأكيد وثقة من ناحية تحصيل الأموال للمنشئ ومن ناحية تملك الأصول للمستثمرين، وعادة ما تمثل أمين الاستثمار بدلا عن حملة الصكوك.
3. يدخل المنشئ مع امين الاستثمار في اتفاقية بيع وشراء وذلك طبقاً لموافقة المنشئ على البيع وموافقة الأمين على الشراء لأصول محددة من المنشئ.
4. يدفع الأمين مبلغ سعر شراء الأصول الى المنشئ وذلك من خلال قيمة الصكوك التي تم الاكتتاب بها.

¹- Clifford Chance LLP. (2009). Previous reference, P:14-15.

5. يقوم الأمين بتأجير الأصول الى المنشئ بموجب عقد اجارة منتهية بالتملك.
6. يدفع المنشئ كمستأجر أقساط الأجرة الى الأمين (المؤجر)، مبلغ كل قسط اجارة يعادل مبلغ التوزيع الدوري المتوجب دفعه الى حملة الصكوك في ذلك الوقت، وهذا المبلغ يحسب على أساس معدل فائدة مرجعي ثابت أو متغير (LIBOR or EIBOR) بالاعتماد على فئة الصكوك المصدرة وطبقاً للاتفاق المتبادل بين الأطراف مقدماً.
7. يدفع المنشئ مبلغ كل توزيع دوري الى المستثمرين من خلال أقساط الأجرة المتحصل عليها من المنشئ.
8. عند:
 - i. حدوث عجز في السداد أو عند حلول تاريخ الاستحقاق. ينفذ الأمين خياره بموجب التعهد بالشراء.
 - ii. تنفيذ خيار الشراء (في حال كان مطبقاً على الصكوك) او عند وقوع حدث ضريبي. (كلا الخياران متاحان للمنشئ بموجب التعهد بالبيع).
- يبيع الأمين الأصول الى المنشئ وفق السعر التنفيذي الذي يعادل قيمة الصكوك التي تم الاكتتاب بها (مبلغ راس المال) أو بالسعر السوقي أو صافي قيمة الاصول، بالإضافة الى اية مبالغ توزيع دورية مستحقة الدفع للمستثمرين.
9. يدفع المنشئ مبلغ سعر شراء الأصول الى الأمين.
10. يدفع الأمين مبلغ تصفية الأصول الى المستثمرين.
- 11 - 12.** يدخل الأمين والمنشئ في اتفاقية وكيل بالخدمة، وربما يعين الامين المنشئ كوكيله بالخدمة لتنفيذ التزاماته المحددة بموجب عقد الاجارة المنتهية بالتملك من الالتزام بإجراء أي صيانة رئيسية تتعلق بالأصول، دفع اقساط التأمين التكافلي للأصول ودفع الضرائب المتعلقة بها ايضاً. وتكاليف هذه الخدمة سيتم تغطيتها من أقساط الأجرة الإضافية (أقساط تكميلية) التي سيتم اضافتها الى أقساط الأجرة لفترة الايجار اللاحقة بمبلغ مماثل.

خامساً - هيكلية اصدار صكوك المضاربة:¹

الشكل رقم (7) يبين هيكلية اصدار صكوك المضاربة



خطوات اصدار صكوك المضاربة:

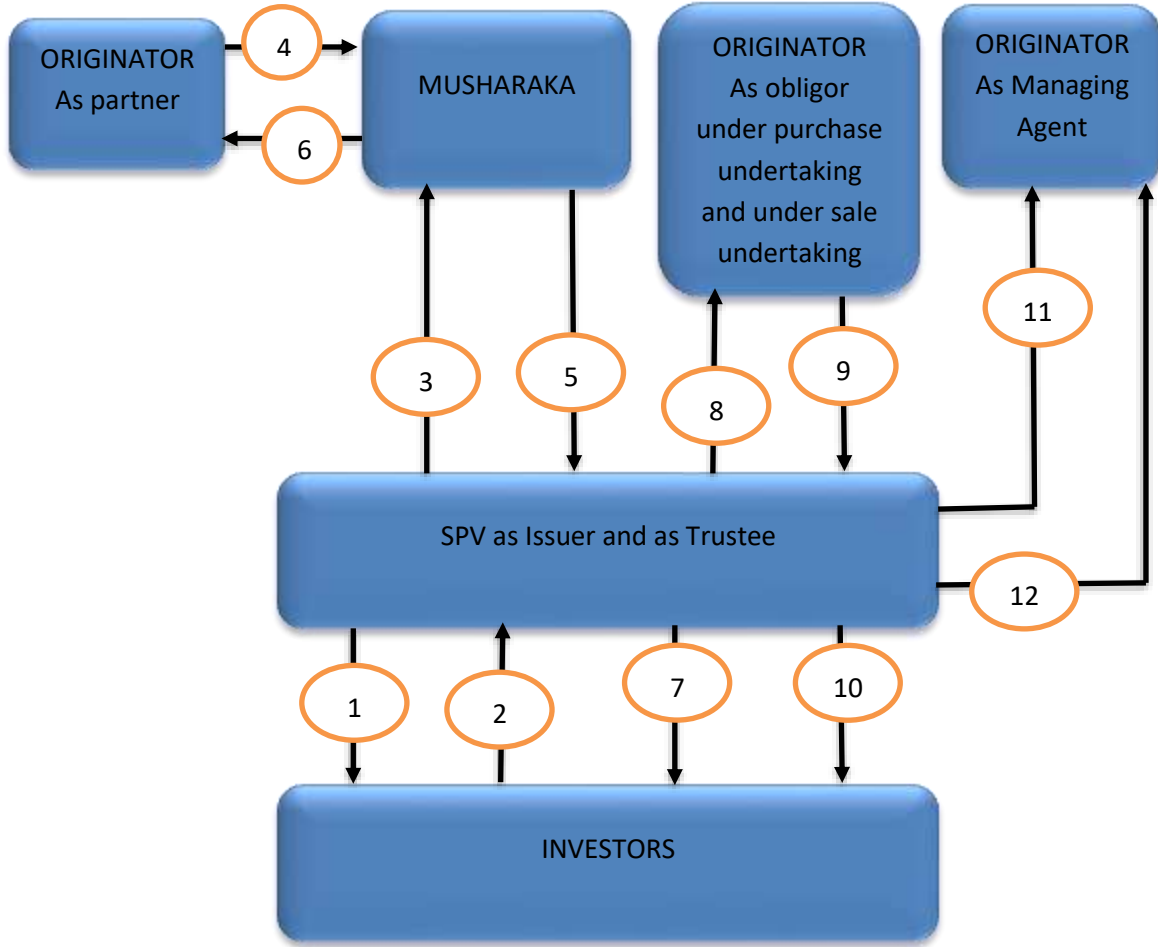
1. تصدر شركة SPV صكوك مضاربة والتي تمثل ملكية في أصول او صفقة او مشروع مضاربة مدر للدخل. وهذه الصكوك تمثل حقوق على شركة SPV من خلال دفع العوائد الدورية المتوقعة من أرباح المضاربة.
2. يكتتب المستثمرون في هذه الصكوك ويدفعون قيمتها الى SPV (مبلغ رأس المال). حيث تعطي شركة SPV تأكيد وثقة من ناحية تحصيل الأموال للمنشئ ومن ناحية تملك الأصول للمستثمرين، وعادة ما تمثل أمين الاستثمار بدلا عن حملة الصكوك.
3. يدخل SPV مع المنشئ في اتفاقية مضاربة، بحيث تلتزم شركة SPV (كرب مال) في تقديم مبلغ رأس المال الى المنشئ (كمضارب) من اجل تمويل مشروع مضاربة متوافق مع احكام الشريعة الإسلامية.
4. المنشئ (كمضارب) ضمن اتفاقية المضاربة يتفق على المساهمة بخبراته ومهاراته الإدارية في مشروع المضاربة المتوافق مع احكام الشريعة الإسلامية بالإضافة الى مسؤوليته في ادارة رأس المال المقدم من رب المال ضمن مواضع استثمارية محددة.
5. يدخل المنشئ مع الأمين في مشروع المضاربة عمليا من اجل تحقيق عوائد على رأس المال.
6. يتم اقتسام أرباح المضاربة بين الأمين والمنشئ وفقاً لنسب المشاركة في الأرباح في عقد المضاربة. وهذه الأرباح يتم اقتسامها عند نهاية المشروع في حال كان مدته قصيرة الاجل او دورياً (دفعات تحت الحساب) إذا كانت مدته طويلة الاجل.
7. إضافة الى حصته في الأرباح، قد يكون المنشئ مؤهلاً للحصول على عمولة الأداء في حال تجاوزت العوائد المحققة مؤشر العائد المعياري، وتحتسب في نهاية العقد عند تصفية مشروع المضاربة أو تحتسب دورياً.
8. يستلم SPV أرباح المضاربة ويحتفظ بها كأمين استثمار بدلا عن المستثمرين.
9. يدفع SPV كأمين استثمار كل عائد دوري الى المستثمرين من خلال أرباح مشروع المضاربة المتحصل عليها بموجب العقد.

¹- Clifford Chance LLP. (2009). Previous reference, P:29-30.

أما مشروع المضاربة، فيتم تصفيته وفق شروط العقد، وعند التصفية قد ينفذ الأمين "التعهد بالشراء" بأن يطلب من المنشئ شراء المشروع وفق القيمة السوقية للمشروع في ذلك الوقت، ويحول الأمين مبلغ الشراء الى المستثمرين. وقد يخول للمستثمرين ضم العوائد الناتجة عن تصفية مشروع المضاربة وفق القيمة السوقية مع الأرباح المتولدة من مشروع المضاربة خلال فترة استحقاق الصكوك.

سادساً – هيكلية اصدار صكوك المشاركة¹:

الشكل رقم (8) يبين هيكلية اصدار صكوك المشاركة



خطوات اصدار صكوك المشاركة:

1. تصدر شركة SPV صكوك مشاركة والتي تمثل ملكية في أصول او صفقة او مشروع مشاركة مدرة للدخل. وهذه الصكوك تمثل حقوق على SPV من خلال دفع مبلغ التوزيع الدوري ومبلغ تصفية الأصول او المشروع للمستثمرين.
2. يكتتب المستثمرون في هذه الصكوك ويدفعون قيمتها الى SPV (مبلغ رأس المال). حيث تعطي شركة SPV تأكيدات وثقة من ناحية تحصيل الأموال للمنشئ ومن ناحية تملك الأصول للمستثمرين، وعادة ما تمثل أمين الاستثمار بدلا عن حملة الصكوك.

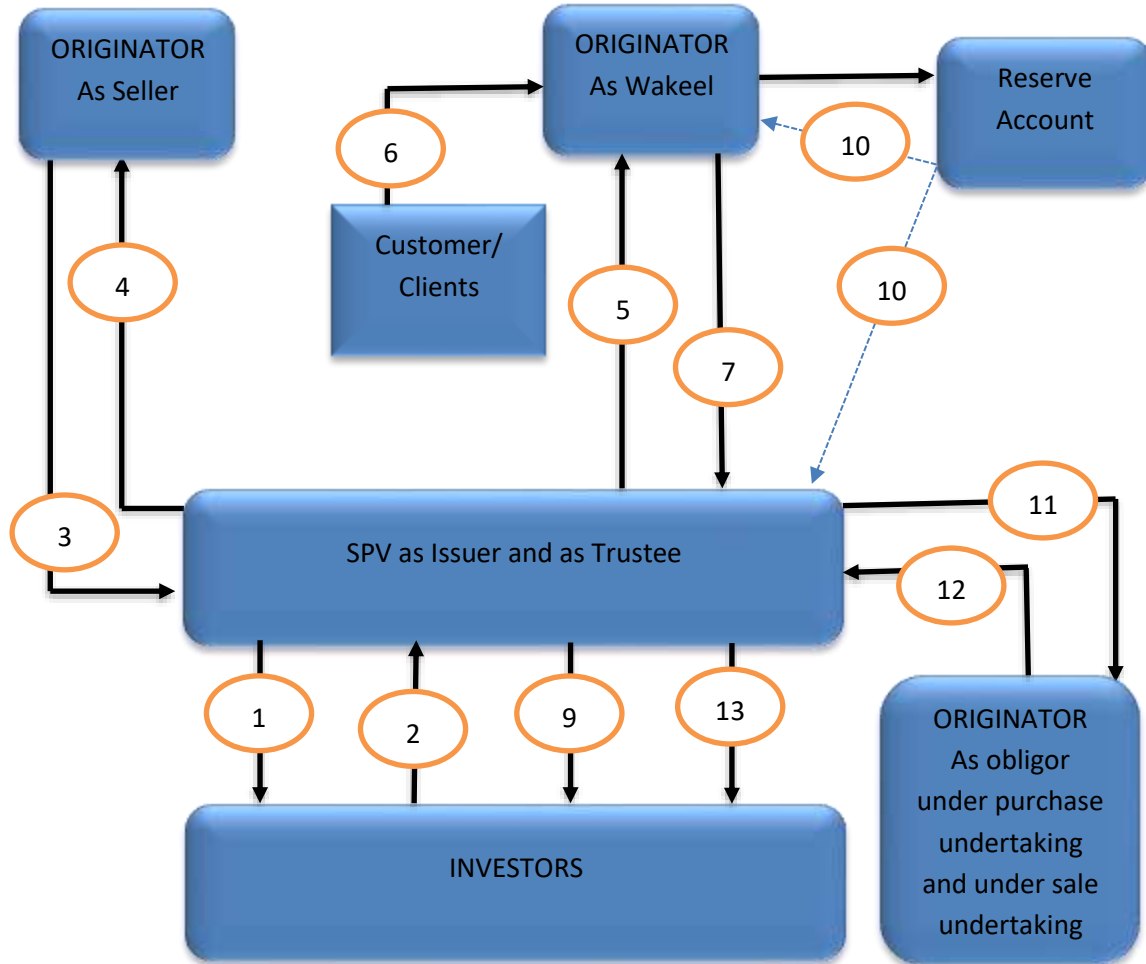
¹- Clifford Chance LLP. (2009). Previous reference, P:21-23.

3. يدخل الأمين مع المنشئ في اتفاقية مشاركة، طبقاً لمساهمة الأمين بالمتحصلات النقدية من اصدار الصكوك في راس مال المشاركة، وتخصيص عدد من وحدات المشاركة بنسبة مساهمة رأسماله الى رأسمال المشاركة.
4. يدخل المنشئ مع الأمين في اتفاقية مشاركة، وذلك من خلال المساهمة النقدية او العينية للمنشئ وتخصيص عدد من وحدات المشاركة بنسبة مساهمة رأسماله الى رأسمال المشاركة. ويتم تجميع المساهمات من كلا الطرفين بغرض شراء أصول او مشروع المشاركة او الصفقة.
5. عند كل تاريخ توزيع دوري للعوائد، يجب ان يكون لدى الأمين نسبة مشاركة متفق عليها مسبقاً في الأرباح المتوقعة والمتولدة من المشاركة، ولما كانت المشاركة تحقق خسائر على غرار تحقيقها للأرباح، كان واجب على الأمين المشاركة في الخسارة بنسبة مساهمة رأسماله الى رأسمال المشاركة. وحصة الأمين في الأرباح عادة ما تكون بنسبة مرتفعة كافية لتمثل مبالغ التوزيع الدورية المتوجب دفعها لحملة الصكوك.
6. عند كل تاريخ توزيع دوري للعوائد، يجب ان يكون لدى المنشئ نسبة مشاركة متفق عليها مسبقاً في الأرباح المتوقعة والمتولدة من المشاركة، ولما كانت المشاركة تحقق خسائر على غرار تحقيقها للأرباح، كان واجب على الأمين المشاركة في الخسارة بنسبة مساهمة رأسماله الى رأسمال المشاركة.
7. يدفع SPV كل مبلغ توزيع دوري للعوائد الى المستثمرين، من خلال حصتهم في الأرباح والمتولدة من المشاركة.
8. عند:
 - (i). حدوث عجز في السداد او عند حلول تاريخ الاستحقاق. ينفذ الأمين خياره بموجب التعهد بالشراء.
 - (ii). تنفيذ خيار الشراء (في حال كان مطبقاً على الصكوك) أو عند وقوع حدث ضريبي. (كلا الخياران متاحان للمنشئ بموجب التعهد بالبيع).
- يقوم الأمين على بيع وحداته في المشاركة او حصته الى المنشئ وفق السعر التنفيذي، والذي سيكون بمبلغ يساوي حصة الأمين في القيمة السوقية العادلة لأصول او مشروع المشاركة في وقت البيع، هذا السعر التنفيذي سيستخدم في دفع حصة الأمين في المشاركة بالإضافة الى اية مبالغ توزيع دورية مستحقة وغير مدفوعة للمستثمرين.
9. يدفع المنشئ مبلغ السعر التنفيذي.
10. تدفع شركة SPV مبلغ السعر التنفيذي او مبلغ التصفية الى حملة الصكوك.
- 11 – 12. يدخل الأمين مع المنشئ في اتفاقية وكيل اداري، وعادة يعين الأمين المنشئ كوكيل اداري لإدارة المشاركة وفق خطة إدارية متفق عليها، وفي حال كانت الأرباح المستلمة من قبل الأمين في أي فترة زمنية أكبر من مبالغ التوزيعات الدورية لتلك الفترة الزمنية، فان الوكيل الإداري يكون مؤهلاً للحصول على تلك الزيادة كحافز على حسن الأداء. كل دفعات التوزيع الدورية بموجب عقد المشاركة توزع تحت حساب أرباح تحت التسوية وهي قابلة للتعديل في نهاية تاريخ عقد المشاركة او سنوياً لتعكس الأرباح / الخسائر الفعلية النهائية للمشاركة. وبهذه النتيجة اية زيادة في الأرباح المدفوعة يتم اعتبارها عمولة أداء للوكيل الإداري وهي قابلة للتجدد في كل الفترات الزمنية حتى نهاية تاريخ العقد. ويلتزم الوكيل الإداري بإعادة عمولات الأداء في

حال حدوث عجز بين الأرباح المستلمة ومبلغ التوزيع الدوري من اجل سد ذلك العجز، ولا يستلزم منه اعادتها في نهاية تاريخ العقد إذا كان قد اكتسبها بأدلة مقنعة وقاطعة.

ثامناً – هيكليّة اصدار صكوك الاستثمار¹:

الشكل رقم (9) يبين هيكليّة اصدار صكوك الاستثمار



خطوات اصدار صكوك الاستثمار:

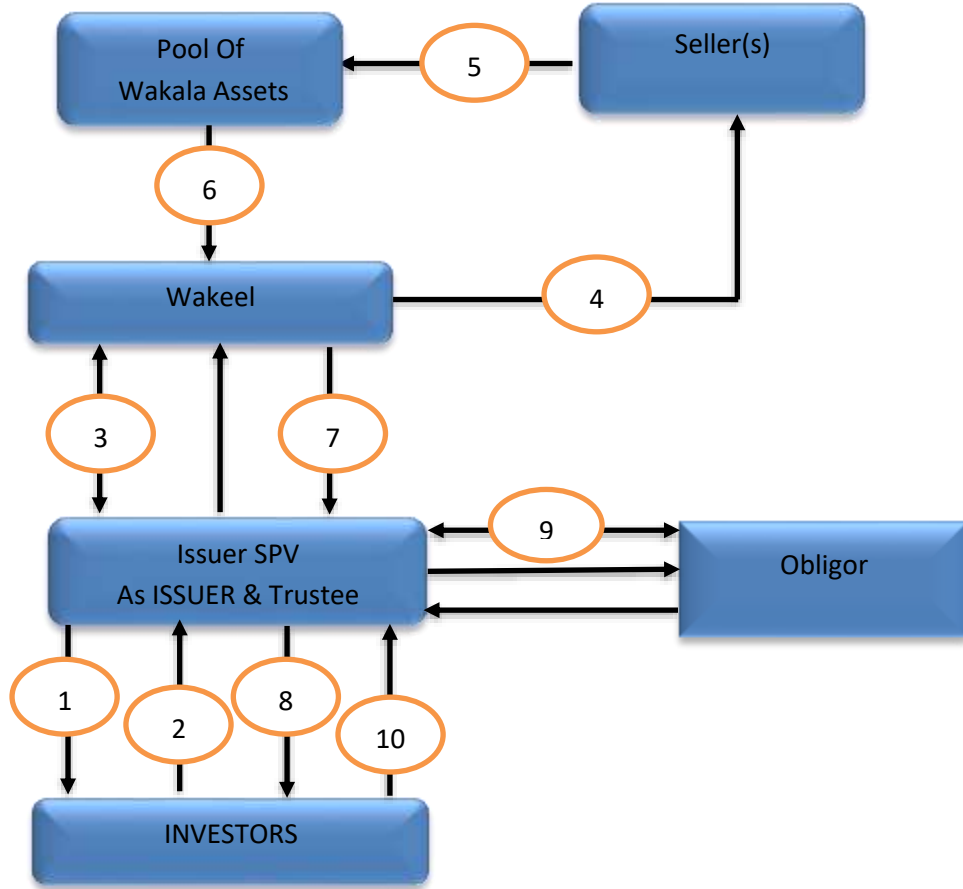
1. تصدر شركة SPV صكوك الاستثمار، والتي تمثل ملكية في أصول تابعة او صفقة. وهذه الصكوك تمثل حقوق على شركة SPV من خلال دفع مبلغ التوزيع الدوري ومبلغ تصفية الأصول للمستثمرين.
2. يكتتب المستثمرون في هذه الصكوك ويدفعون قيمتها الى SPV (مبلغ رأس المال). حيث تعطي شركة SPV تأكيد وثقة من ناحية تحصيل الأموال للمنشئ ومن ناحية تملك الأصول للمستثمرين، وعادة ما تمثل أمين الاستثمار بدلا عن حملة الصكوك.
3. يدخل المنشئ في اتفاقية بيع وشراء مع الأمين، طبقاً لموافقة المنشئ على البيع وموافقة الأمين على الشراء لمحفظه أصول مالية محددة (أصول الصكوك) من المنشئ.

¹- Clifford Chance LLP. (2009). Previous reference, P:52-54.

4. يدفع الأمين مبلغ سعر شراء المحفظة الى المنشئ وذلك من خلال قيمة الصكوك التي تم الاكتتاب بها.
5. يعين الأمين المنشئ كوكيله لمحفظة الأصول المالية، حيث يكون مسؤولاً عن خدمة المحفظة، وبالتحديد تحصيل الدخل الناتجة عنها.
6. يجمع المنشئ الدخل الناشئ عن المحفظة (أصول الصكوك) من العملاء ذات الصلة بها، ويتم إيداع تلك المبالغ في حساب خاص بها Collection Account.
7. وفقاً لتواريخ التوزيع الدورية، سيُطلب من المنشئ أن يجعل أقساط الدخل للأمين من أصول الصكوك، وسيحقق هذا عبر "المبلغ المستهدف" أو المبلغ المطلوب والذي سيكون موافقاً لكل فترة تحصيل دورية، والمبلغ المستهدف سيكون مساوياً لمبلغ التوزيع الدوري المتوقع دفعه لحملة الصكوك في ذلك الوقت. ويحسب هذا المبلغ عبر معدل فائدة مرجعي ثابت أو متغير (LIBOR or EIBOR) بالاعتماد على فئة الصكوك المصدرة وطبقاً للاتفاق المتبادل بين الأطراف مقدماً.
8. خلال فترة التحصيل الدورية، إذا كان مبلغ الدخل المحصل يتجاوز مبلغ الدخل المطلوب، فإنّ هذه الزيادة يمكن ان تستخدم في احدى الامرين:
 - أ. اقراض الحساب الاحتياطي مع المنشئ.
 - ب. في حال كان الأصل المالي قد استُحق (ورأس مال الأصل دُفع من قبل العميل) ومن اجل تجنب الزيادة النقدية في المحفظة المالية، تستخدم في شراء أصول مالية إضافية بموجب اتفاقية الشراء المشار اليها في الفقرة 3 (والتي ستتحول الى أصول صكوك).يمكن أن يستخدم الحساب الاحتياطي لتغطية العجز في مبلغ الدخل المحصل من اجل تغطية مبلغ الدخل المطلوب في أي فترة زمنية ولا يسمح بالإقراض. ولكن في حال حدوث عجز في كلاً من المبلغ المحصل والحساب الاحتياطي، قد يسمح للمنشئ بأن يقوم بالإقراض أو يقوم بتأمين تمويل السيولة المطلوبة وفق احكام الشريعة الإسلامية لتغطية الفجوة التمويلية.
9. تدفع شركة SPV كل مبلغ توزيع دوري الى المستثمرين باستخدام مبلغ الدخل المطلوب والمتحصل عليه من المنشئ.
10. عند استرداد الصكوك، سيتم توزيع الحساب الاحتياطي (ان وجد) الى فئتين: الفئة الأولى مخصصة لتغطية مبلغ تصفية المحفظة (أصول الصكوك). الفئة الثانية: في حال توفر فائض في الحساب ستخصص للمنشئ كعمولات حوافز.
11. عند:
 - (i). حدوث عجز في السداد او عند حلول تاريخ الاستحقاق. ينفذ الأمين خياره بموجب التعهد بالشراء.
 - (ii). تنفيذ خيار الشراء (في حال كان مطبقاً على الصكوك) او عند وقوع حدث ضريبي (كلا الخياران متاحان للمنشئ بموجب التعهد بالبيع).يقوم الأمين ببيع المنشئ المحفظة وفق السعر التنفيذي والذي سيكون مساوياً للقيمة السوقية او أي ثمن يتفق عليه بالإضافة الى اية مبالغ توزيع دورية غير مدفوعة ومستحقة للمستثمرين اقل من مبلغ الاحتياطي الموزع (ان وجد).
12. يدفع المنشئ (كملتزم) مبلغ السعر التنفيذي.
13. تدفع شركة SPV مبلغ التصفية الى المستثمرين من خلال السعر التنفيذي أو المبلغ الاحتياطي الموزع.

تاسعاً – هيكلية صكوك الوكالة¹:

الشكل رقم (10) يبين هيكلية اصدار صكوك الوكالة



خطوات اصدار صكوك الوكالة:

1. تصدر شركة SPV صكوك وكالة والتي تمثل ملكية في محفظة أصول الوكالة. وهذه الصكوك تمثل حقوق على شركة SPV من خلال دفع مبلغ التوزيع الدوري ومبلغ تصفية الأصول الصكوك.
2. يكتتب المستثمرون في هذه الصكوك ويدفعون قيمتها الى SPV (إيرادات الصكوك).
3. تدخل شركة SPV في اتفاقية وكالة مع الوكيل طبقاً لموافقة الوكيل على استثمار إيرادات الصكوك بدلاً عن شركة SPV في محفظة استثمارية (أصول الصكوك) مختارة من قبل الوكيل وفقاً لمعايير محددة.
4. يشتري الوكيل من خلال إيرادات الصكوك أصول الصكوك المختارة من بائع او عدة بائعين.
5. يقوم الوكيل بالاحتفاظ بأصول الصكوك وإدارتها بدلاً من SPV خلال دورة حياة الصكوك من أجل توليد أرباح متوقعة متفق عليها. وتشكل أصول الوكالة جزءاً من الأصول المدعومة والموثوقة المحتفظ بها من قبل SPV (كأمين استثمار) بدلاً عن المستثمرين.
6. يحتفظ الوكيل بالأرباح الناشئة عن أصول الوكالة (المحفظة الاستثمارية) بدلاً عن شركة SPV.
7. يقوم الوكيل بدفع مبالغ التوزيع الدورية الى SPV. وفي حال حدوث زيادة في مبالغ التوزيع الدورية سيتم دفعها الى الوكيل كحافز على حسن الأداء. ومن المحتمل ان تحقق أصول

¹- Clifford Chance LLP. (2009). Previous reference, P:58-60.

الوكالة ارباحاً اقل من مبالغ التوزيع الدورية، وعند حدوث هذا العجز، فإنّ الملتزم (بموجب التعهد بالشراء) يقوم بشراء جزء محدد من اصول الوكالة بسعر تنفيذي يساوي مبالغ التوزيع الدورية، لكن وفق معيار هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية فإنّه لا يسمح للملتزم ان يتفق على شراء أصول الوكالة بمبالغ ثابتة او متغيرة (يحسب وفق صيغة مرجعية ثابتة) لأنه ضمان للأرباح إلا إذا كان الملتزم والبائع كيانيين مختلفين ومستقل أحدهما عن الآخر.

8. تقوم شركة SPV بدفع مبالغ التوزيع الدوري عند تواريخ استحقاقها. هذه المبالغ قد تكون مبالغ ثابتة او مبالغ متغيرة تحسب وفق صيغة ثابتة (مؤشر لايبور على سبيل المثال).

9. عند:

- (i). تاريخ الاستحقاق أو حدوث عجز في السداد: تنفذ شركة SPV (كأمين استثمار) خيارها بموجب (التعهد بالشراء) بأن تطلب من الملتزم بشراء أصول الوكالة بسعر تنفيذي يساوي مبلغ التصفية المتوجب دفعه الى المستثمرين بالإضافة لأية مبالغ توزيع دورية غير مدفوعة.
 - (ii). تنفيذ خيار الشراء (في حال كان مطبقاً على الصكوك) أو عند وقوع حدث ضريبي: ينفذ الملتزم خياره بموجب التعهد بالبيع بأن يشتري أصول الوكالة من شركة SPV (كأمين استثمار) بسعر تنفيذي يساوي مبلغ التصفية المتوجب دفعه الى المستثمرين (القيمة السوقية او القيمة العادلة او أي ثمن يتفق عليه) بالإضافة لأية مبالغ توزيع دورية غير مدفوعة.
10. عند حدوث واحدة من الاحداث الموصوفة في الفقرة السابقة، تدفع شركة SPV (كأمين استثمار) مبلغ التصفية الى المستثمرين ويتم استرداد الصكوك عند حل او تصفية الـ SPV.

رابعاً – الضوابط الشرعية والاقتصادية للصكوك الاستثمارية: أولاً – الضوابط الشرعية للصكوك الاستثمارية:

نظراً لاتساع تطبيق الصكوك عالمياً والاقبال العام عليها وما يثار حولها من ملاحظات وتساؤلات، عقد المجلس الشرعي لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية عدة اجتماعات، ليوصي المؤسسات المالية الإسلامية وهيئات الرقابة الشرعية أن تلتزم بما يلي:

1/1 عند اصدار الصكوك:¹

1. يجب أن تمثل الصكوك القابلة للتداول ملكية حملة الصكوك بجميع حقوقها والتزاماتها، في موجودات حقيقية من شأنها أن تمتلك وتباع شرعاً، سواء كانت أعيان او منافع او خدمات او خليط منها، كما يجب على مدير الصكوك اثبات نقل ملكية الموجودات في سجلاته وألا يبقياها في موجوداته.
2. لا يجوز أن تمثل الصكوك القابلة للتداول الإيرادات أو الديون إلا إذا باعت جهة تجارية أو مالية جميع موجوداتها أو محفظة لها ذمة مالية قائمة لديها ودخلت الديون تابعة للأعيان او المنافع ونسبة اقل من 50%.
3. لا يجوز لمدير الصكوك سواء كان مضارباً أو شريكاً أو وكيلاً بالاستثمار ان يلتزم بأن يقدم الى حملة الصكوك قرضاً عند نقص الربح الفعلي عن الربح المتوقع، ويجوز أن يكون احتياطي لتغطية النقص قدر الإمكان، بشرط أن يكون ذلك منصوباً عليه في نشرة

¹ ابوبكر، صفية احمد.(2009، 31 مايو – 3 يونيو). الصكوك الإسلامية. بحث مقدم الى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دبي، ص21-23.

الاكتتاب. ولا مانع من توزيع الربح المتوقع تحت الحساب أو الحصول على تمويل مشروع على حساب حملة الصكوك.

4. لا يجوز للمضارب أو الشريك أو الوكيل بالاستثمار أن يتعهد بشراء الأصول من حملة الصكوك أو ممن يمثلهم بقيمتها الاسمية عند إطفاء الصكوك في نهاية مدتها، ويجوز أن يكون التعهد بالشراء على أساس صافي قيمة الأصول أو القيمة السوقية أو القيمة العادلة أو بثمن يتفق عليه عند الشراء، علماً أنّ مدير الصكوك ضامن لرأس المال بالقيمة الاسمية في حالات التعدي أو التقصير ومخالفة الشروط سواء كان مضارباً أو شريكاً أو وكيلًا بالاستثمار. أمّا إذا كانت موجودات صكوك المشاركة أو المضاربة أو الوكالة بالاستثمار تقتصر على أصول مؤجرة إجارة منتهية بالتمليك، فيجوز للمدير التعهد بشراء تلك الأصول – عند إطفاء الصكوك – بباقي أقساط الأجرة لجميع الأصول باعتبارها تمثل صافي قيمتها.
5. يجوز للمستأجر في التعهد في صكوك الاجارة شراء الأصول المؤجرة عند إطفاء الصكوك بقيمتها الاسمية على ألا يكون شريكاً أو مضارباً أو وكيلًا بالاستثمار.
6. يتعين على الهيئات الشرعية ألا تكتفي بإصدار فتوى لجواز هيكلية الصكوك، بل يجب أن تدقق العقود والوثائق ذات الصلة وتراقب طريقة تطبيقها، وتتأكد من أنّ العملية تلتزم بجميع مراحلها بالمتطلبات والضوابط الشرعية وفقاً للمعايير الشرعية، وأن يتم استثمار حصيلة الصكوك وما تتحول تلك الحصيلة اليه من موجودات بإحدى صيغ الاستثمار الشرعية. كما ويوصي المجلس الشرعي المؤسسات المالية الإسلامية أن تقلل من عملياتها من المداينات وتكثر من المشاركة والمضاربة من أجل تحقيق مقاصد الشريعة.

2/2 عند تحديد سعر الأصول:1

من أجل تسهيل عملية تحديد سعر بيع الأصول المستخدمة باعتبارها الأصول التي تقوم عليها الصكوك، أصدر المجلس الاستشاري الشرعي ضوابط بشأن تحديد هذا السعر حيث قرر المجلس ألا يزيد سعر بيع الأصول عن 1.33 مرة من القيمة السوقية وألا يقل عن 0.67 مرة من القيمة السوقية $0.67 < \text{سعر بيع الأصول} < 1.33$

وفي حال تعذر تحديد القيمة السوقية، قرر المجلس الاستشاري الشرعي اللجوء الى القيمة العادلة أو غيرها من القيم التي تعتبر مناسبة ويمكن استخدامها مادامت تستند الى التراضي بين المشتري والبائع وتقييم مناسب، والقيمة الدفترية الصافية NBV أمر غير مقبول.

3/3 عند استخدام الإيرادات:2

1. يمكن استخدام الإيرادات المتجمعة من اصدار الصكوك في أغراض تمويلية مادامت الأدوات المستخدمة متوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية، كما ويجب أن يكون التمويل موجّه نحو المشاريع والأنشطة الموافقة لأحكام الشريعة الإسلامية.
2. يمكن استخدام الإيرادات المتجمعة من اصدار الصكوك في العمليات التجارية العامة التابعة للمؤسسات المالية التقليدية طالما أنها لا تنطوي في أي الأنشطة والأدوات المخالفة للشريعة.
3. تمثل الصكوك حصة شائعة في حق صاحبها من الموجودات أو تمثل مشاركة في المشروع أو الاستثمار.
4. الأصول مقابل النقود عن طريق الورقة وليس الورقة مقابل النقود.
5. مبادلة الأصول أو الاستثمار في الأصول.

¹ - ابوبكر، صفية احمد. (2009، 31 مايو - 3 يونيو). مرجع سابق، ص23.

² - ابوبكر، صفية احمد. (2009، 31 مايو - 3 يونيو). مرجع سابق، ص24.

6. العائد بمثابة الربح وليس الربا.

7. استخدام راس مال الصكوك فيما يتوافق مع الشريعة اعتماداً على المبادئ الشرعية التي وضعتها هيئة الرقابة الشرعية.

3/4 عند تداول الصكوك:1

لدينا ثلاث أحكام تحكم عملية تداول الصكوك:

الأولى: مال الصكوك المكتتب فيه لا يزال نقوداً، ولم يتحول بعد الى أصول فإنّ تداوله يأخذ حكم بيع النقد بالنقد من تقابض البدلين في المجلس قبل التفرق، وتساوي سعر البيع مع القيمة الاسمية للصك، والخلو عن الخيار والتمائل إذا بيع أحد النقيدين بجنسه.

الثانية: مال الصكوك ديوناً فقط، يأخذ حكم التعامل بالديون، وهو لا يجوز بيع الصك إلا بمثل ثمنه دون زيادة أو نقصان التزاماً بأحكام الربا. ففي قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي رقم 178 (19/4) بشأن الصكوك وتداولها بتاريخ 30 ابريل 2009، ألزم هذا القرار في البند ب من فقرة احكام الصكوك بما يلي: إذا انقلبت الموجودات لتصبح ديوناً كما هو الحال في بيع المرابحة فيطبق على تداول الصكوك أحكام الدين، من حيث المنع الا بالمثل على سبيل الحوالة.

الثالثة: مال الصكوك تتحول إلى موجودات مختلطة من الاعيان والمنافع والنقود والديون، فإنّ تداوله يأخذ حكم تداول عروض التجارة، أي يجوز التصرف في الصك بالبيع بمثل ثمنه أو أزيد أو أقل لأنّ الديون هنا لا تباع منفردة وإنما تباع متداخلة مع غيرها استناداً للقاعدة الفقهية "بأنه يجوز تبعاً ما لا يجوز قصداً". ففي قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي رقم 178 (19/4) بشأن الصكوك وتداولها بتاريخ 30 ابريل 2009، ألزم هذا القرار في البند ج من فقرة احكام الصكوك بما يلي: إذا صار مال القراض موجودات مختلطة من النقود والديون والاعيان والمنافع فإنه يجوز تداول صكوك المقارضة وفقاً للسعر المتراضى عليه، على أن يكون الغالب في هذه الحالة أعياناً ومنافع. أما إذا كان الغالب نقوداً أو ديوناً فتراعى في التداول الاحكام الشرعية.

ثانياً – الضوابط الاقتصادية للصكوك الاستثمارية:2

إنّ الضوابط الاقتصادية المذكورة في الأسفل منبثقة من أحكام المعاملات المالية الإسلامية حتى تكون كفيلة بحماية الصكوك الاستثمارية والأسواق المالية الإسلامية والأسواق المالية المعاصرة في الوقت الحالي من أية عمليات مخالفة لأحكام الشريعة الإسلامية أو عمليات ضارة بالسوق. ومن أبرز الضوابط الاقتصادية ما يلي:

1. التأكيد على توافر كافة ظروف ومستلزمات الإفصاح في السوق، وتجنب كافة العمليات المبنية على الربا أو الغرر والجهالة والخداع.
2. أن يكون التعامل مع مالكي الصكوك الحقيقيين، فالعامل مع المالكين الحقيقيين يقلل من الوسطاء والمضاربين الذين قد يتلاعبون بأسعار الصكوك ارتفاعاً وانخفاضاً وفقاً لمصالحهم.
3. فرض قيود على المؤسسات المالية الكبيرة مثل صناديق التقاعد وشركات التأمين وصناديق الاستثمار بحيث توجه أموالها للاستثمار وليس للمقامرة، ففي بورصة طوكيو لا يسمح لمثل هذه المؤسسات باستثمار نسبة تزيد عما تحدده سلطة السوق.
4. المراقبة المستمرة لعمليات السوق بحيث تكون عمليات حقيقية وليست صورية.

1 - منصور، عبد الملك. (2009، 31 مايو - 3 يونيو). العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة الى تشريعات جديدة. بحث مقدم الى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دبي، ص25-26.

2 - حطاب، كمال توفيق. (2009، 31 مايو - 3 يونيو). الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة. بحث مقدم الى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دبي، ص25-26.

5. التأكيد على ضرورة منع عمليات البيع بالهامش أو بزيادة المداينات على حساب الأصول.
6. فرض قيود للحد من تقلبات الأسعار حيث تتخذ أكثر البورصات في العالم في الوقت الحاضر إجراءات للحد من تقلبات الأسعار اليومية. ففي بورصة طوكيو لا يسمح بارتفاع سعر السهم عن 10% خلال يوم واحد.
7. عدم السماح بالبيع والشراء أكثر من مرة واحدة في اليوم.
8. التحكم بأوقات التداول بزيادتها في الأحوال الطبيعية وخفضها في الظروف الاستثنائية.

خامساً – متطلبات نجاح الصكوك الاستثمارية:¹

هناك العديد من المتطلبات التي يجب مراعاتها حتى تتوافر للصكوك الاستثمارية عوامل النجاح بإذن الله، وهي كما يلي:

1. الالتزام بالجوانب الشرعية: يجب على مصدر الصك الالتزام بالجوانب الشرعية الخاصة بجميع مراحل التصكيك بدءاً من نشرة الاكتتاب وصياغة العقد وتنفيذ مشروعات الصك وتوزيع العوائد لأصحاب الصكوك وتصفية الصك في نهاية الفترة الزمنية له.
2. حملة تسويقية ترويجية للصك: من أجل الوصول لكافة المستهدفين المحتملين.
3. دراسة جدوى الصك: وتحتوي دراسة الجدوى على العناصر الآتية:
 - الدراسة التسويقية والسوقية.
 - الدراسة الفنية.
 - دراسة ربحية المشروع.
 - دراسة الهيكل التنظيمي والإداري.
 - الدراسة التمويلية.
 - دراسة آثار المشروع على الاقتصاد الوطني وآثاره الاجتماعية.
4. اختيار وتنمية الافراد: يجب أن يتم اختيار العاملين سواء القائمين على إصدار الصكوك أو إدارتها وفق أسس وضوابط ومعايير محددة تتفق مع طبيعة عمل الصكوك الاستثمارية. مع مراعاة توفر المعرفة الشرعية والتمويلية التي يقوم على أساسها نشاط الصك، وكذلك إنشاء معاهد علمية ومراكز تدريب لكي تنقل العاملين بالمهارات التمويلية والشرعية.
5. استخدام حواسيب متطورة: تتصف طبيعة العمليات الخاصة بالصكوك الاستثمارية بالتعقيد أكثر من السندات التقليدية مما يتطلب لها شبكة عالية التقنية للوصول الى صافي العائد للشركات والمؤسسات التي تعمل بها، وتوزيعها على العملاء بسرعة وكفاءة.
6. العديد من الأجهزة المعاونة: يحتاج تطبيق النموذج المقترح مجموعة من الأجهزة المعاونة لكل صك من الصكوك الاستثمارية تناسب احتياجات كل صك مثل: إدارة المخازن – إدارة الاستعلامات – إدارة نظم المعلومات – إدارة تحصيل الديون – مكتب محاسبي ذو سمعة جيدة وغير ذلك من الأجهزة المعاونة.
7. سوق مالي إسلامي: لابد من وجود سوق مالي إسلامي تتوافر فيه الكفاءة السعرية والتشغيلية من أجل تحقيق العدالة بين الأطراف المختلفة المتعلقة بالصكوك.
8. الإفصاح والشفافية: لما كانت الصكوك تقوم في أساسها على قاعدة الغنم بالغرم وليست مبنية على عائد ثابت مثل السندات التقليدية، كان واجب على مصدر الصكوك أن يقوم بالإفصاح المحاسبي عن الصكوك من حيث الكم والكيفية والتوقيت المناسب من أجل حصول

¹ - محمد، سامي يوسف كمال. (2012). مرجع سابق، ص 106-111.

أصحاب الصكوك على المعلومات، حيث يترتب على عدم الإفصاح ضعف القدرة على الترويج.

9. التأمين التكافلي للصكوك: فالتأمين التكافلي للصكوك يشجع المستثمرين على الاكتتاب فيها لأن التأمين يعرض حملة الصكوك في حال وقوع الخسارة من الأطراف الأخرى المشتركة في التأمين.

10. العديد من الأجهزة الرقابية الفعالة: من أكثر نقاط الضعف في تجربة المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، عدم كفاية وفاعلية الأجهزة الرقابية، ويجب توافر العديد من الأجهزة الرقابية التي تضمن نجاح الصك من الناحية الرقابية والشرعية، منها:

- هيئة الرقابة الشرعية والمدقق الشرعي.
- لجان المحاسبة والمراجعة.
- لجان المراجعة.

سادساً - تقييم الصكوك الاستثمارية: سيتم التعرف في هذا البند الى: المخاطر وأنواعها وإدارتها.

أولاً - مفهوم المخاطر: بما أنّ الصكوك الاستثمارية تصدر على أساس عقد شرعي لتمويل نشاط استثماري محدد، وهذا النشاط يحتوي على أصول وممتلكات مالية قد تكون أعياناً أو منافع أو خدمات أو ديون أو خليط منها، وبالتالي فإنّ الصكوك تكون عرضة لكافة أنواع المخاطر التي تتعرض لها هذه الأصول والممتلكات.

وبناءً عليه تعرف المخاطرة: بأنها أحداث مستقبلية غير مؤكدة يمكن أن تؤثر على أهداف المنشأة واستراتيجيتها المالية والتشغيلية وبالتالي تؤدي الى احتمال حدوث الخسارة أو احتمال انحراف العائد الفعلي عن العائد المتوقع.

ثانياً - أنواع المخاطر: هناك نوعان من المخاطر التي تتعرض لها الصكوك وهي:

- **المخاطر المنتظمة:** وهي المخاطر التي تؤثر على السوق بشكل عام، وتتأثر بها جميع الأسواق المالية بمختلف أنواعها، وذلك بسبب عوامل اقتصادية - سياسية - بيئية ومنها: مخاطر تقلبات أسعار الصرف، مخاطر أسعار الفائدة، مخاطر تقلبات أسعار الأوراق المالية، مخاطر سوقية، مخاطر التضخم، مخاطر قانونية.
- **المخاطر غير المنتظمة:** وهي المخاطر التي لا تؤثر على السوق بشكل عام، وإنما تتأثر بها بعض الأوراق المالية بسبب عوامل معينة ويمكن تجنبها منها: مخاطر مصدري الصكوك، مخاطر مخالفة أحكام الشريعة الإسلامية، مخاطر تصكيك الذمم المقبولة شرعاً، مخاطر تصكيك الأصول العينية، المخاطر التشغيلية، مخاطر السيولة، مخاطر صيغ العقود.

المخاطر المنتظمة:

أولاً - مخاطر سعر الصرف:¹ تنشأ مخاطر سعر الصرف من:

1. التقلبات غير الملائمة لسعر الصرف والتي تؤثر على مراكز العملات الأجنبية المفتوحة لدى المنشئ.

¹ - Tareq, A. A. (2004). Managing Financial Risks of Sukuk Structures. Master, Loughborough university, UK, P:45-46.

2. عند حدوث اختلاف بين عملة المبالغ المكتتب بها والعملة التي يتم بها التوظيف بتحويل تلك المبالغ إليها.
3. الاستثمارات الدولية المتزايدة، حيث تنشأ المخاطر عند تقويم القوائم المالية وفق سعر الصرف عند تاريخ اصدار القوائم المالية.
4. عند مراحل النمو لصناعة ما، حيث تحدث التزامات دفع في عمليات المراجحات والتجارة الدولية.

ثانياً – مخاطر معدل الفائدة: تتأثر الصكوك الاستثمارية بتقلبات معدل الفائدة باعتباره آلية يقوم عليها النظام النقدي والمصرفي في الدول الإسلامية، خاصةً إذا لم يكن للوازع الديني دور في توجيه المستثمرين. الصكوك ذات معدل العائد الثابت تتعرض لمخاطر معدل الفائدة، فعند ارتفاع معدل الفائدة تنخفض القيمة السوقية للصكوك ذات معدل العائد الثابت، وذلك لأنه عند ارتفاع معدل الفائدة تصبح تلك الصكوك أقل جاذبية مما يؤدي لانخفاض سعرها والعكس صحيح. ودليل ذلك عندما رفع الفيدرالي الأمريكي معدل الفائدة الى 0.5% قامت كل من السعودية والبحرين والكويت برفع معدل الفائدة مما ساهم ذلك بتباطؤ في الإصدارات بالإضافة الى انخفاض أداء سوق الصكوك قليلاً ليصحح السوق وضعه بعد فترة. ويتبع هذا الخطر، خطر إعادة الاستثمار حيث تتأثر به الصكوك - zero coupon غير القابلة للتداول. وكما أن الصكوك تتأثر بشكل غير مباشر بمخاطر سعر الفائدة عند اتخاذها معدل فائدة مرجعي لها (اللايبور مثلاً)، ففي صكوك المراجعة يتحدد هامس الربح بالإضافة لهامش المخاطرة من خلال اللايبور لكن الصكوك تكون غير قابلة لإعادة التسعير خلال مدتها باعتبارها ديون على عكس الصكوك القابلة للتداول وذات العائد المتغير.

ثالثاً – مخاطر تقلبات أسعار الأوراق المالية: تنشأ هذه المخاطر نتيجة تقلبات أسعار الأوراق المالية في سوق المال سواء كانت التقلبات بفعل عوامل حقيقية، أو عوامل مصطنعة وغير أخلاقية كالإشاعات والاحتكار والمقامرة والبيع والشراء الصوري ونحو ذلك، وهو ما يؤثر على القيمة السوقية للصكوك الاستثمارية.¹

رابعاً – مخاطر سوقية: هذه المخاطر مرتبطة بطبيعة الصكوك الاستثمارية من حيث كونها تمثل حصة شائعة في ملكية أصول حقيقية، وهذه الأصول تتعرض لتذبذبات في أسعارها بفعل عوامل العرض والطلب والسياسات الاقتصادية الحكومية وغيرها.²

خامساً – مخاطر التضخم: تنشأ هذه المخاطر نتيجة لانخفاض القوة الشرائية للنقود بارتفاع الأسعار، وهو ما يعني تعرض الأموال المستثمرة لانخفاض في قيمتها الحقيقية، والصكوك الإسلامية باعتبارها ذات عائد متغير في المشاركات وذات مكونات من النقود والديون والأعيان والمنافع فإن تأثرها بالتضخم يرتبط طردياً بزيادة مكوناتها من النقود والديون.³

سادساً – مخاطر قانونية: نظراً لأنّ النظم والتشريعات القانونية المعمول بها لا تتوافق مع احكام الشريعة الإسلامية مما يجعل هنالك مخاطر قانونية تحيط بالصكوك الاستثمارية، لذلك لا بد من مراعاة أحكام الشريعة الإسلامية في اصدار قوانين خاصة بالصكوك.

1 - دوايه، أشرف محمد. (2010، 20-21 مارس). إدارة مخاطر الصكوك الاستثمارية. ورقة عمل مقدمة لمؤتمر المصارف الإسلامية اليمنية - الواقع وآفاق المستقبل، صنعاء، ص14.

2 - دوايه، أشرف محمد. (2010، 20-21 مارس). مرجع سابق، ص13.

3 - عمري، أمال عبد الوهاب. (2017). مرجع سابق، ص192-193.

المخاطر غير المنتظمة:

أولاً - مخاطر مصدري الصكوك: مصدري الصكوك هم الذين يتلقون حسيلة الاكتتاب ويوجهونه للاستثمار في أي مشروع يرونه مناسباً وبالتالي هم أصحاب قرار الاستثمار وحملة الصكوك هم أرباب المال ولا ينظم تعاملاتهم إلا أحكام العقد ونشرة الإصدار، وبناءً على ذلك هناك مخاطر تكمن في هذا الجانب. ولتجنب هذه الخطر يجب اختيار مصدري الصكوك من ذوي الخبرة الاستثمارية والمتصفين بالأمانة والصدق.¹

ثانياً - مخاطر مخالفة أحكام الشريعة الإسلامية: حيث أنّ الصكوك أداة مالية بنيت على أحكام الشريعة الإسلامية، فإنّ مخالفتها لأحكام الشريعة الإسلامية في أي فترة من عمر الصك تؤدي إلى أضرار تختلف باختلاف المخالفة ودرجة خطورتها، فمن بطلان للصك إلى فساد بعض الشروط.² ولتجنب هذه المخاطر وجب على المؤسسة المالية تعيين هيئة الرقابة الشرعية.

ثالثاً - مخاطر تصكيك الذمم المقبولة شرعاً:³ هناك مخاطر تتعلق بتصكيك الذمم المقبولة شرعاً حيث يواجه المستثمرين خطرين هما: خطر التأخر في الوفاء - خطر العجز عن الوفاء.

✓ **خطر التأخر في الوفاء:** إذا توقع حملة الصكوك أنّ العوائد التي توزع عليهم ستتأخر عدة أشهر، بسبب رغبة المدين في تأخير الوفاء، فإنّهم سيصابون بخيبة أمل لن تؤثر فقط في التنبؤ بقدرة الأصول على الوفاء، بل سينعكس ذلك سلباً على الثقة بصفقات التصكيك بأكملها.

✓ **خطر العجز عن الوفاء:** هذا الخطر يعتمد وقوعه على الجدارة الائتمانية للمدين، حيث يعجز المدين عن الوفاء بسبب التعثر المالي أو الإفلاس، مما يبرز دور وكالات التصنيف العالمية في درء هذا الخطر من خلال درجة التصنيف الائتماني التي تعطي لهذا المدين وتحصل عليه المؤسسة البادئة والتي تساعد المستثمرين على اتخاذ قرارهم الاستثماري، بالإضافة الى وجود ضمانات كافية مقابل تلك الأوراق لتعزيز ثقة المستثمرين بها.

رابعاً - مخاطر تصكيك الأصول العينية:⁴ وتكمن في حال توقع المستثمرين عدم قدرة الأصول العينية تحقيق تدفقات نقدية كافية لتوزيع العوائد المتوقعة على المستثمرين والتي تم تحديدها في نشرة الإصدار، مما يؤثر سلباً على ثقة المستثمرين في تلك الصكوك، ولتجنب هذه المخاطر، يجب إجراء دراسات وافية عن الأصول العينية وتقدير تدفقاتها النقدية بدقة، إضافة إلى إجراء تحليل للحساسية عليها، بهدف اكتشاف مكان الخطر، ووضع الإجراءات اللازمة لتجنبها.

خامساً - المخاطر التشغيلية:⁵ تتعرض الصكوك لمخاطر التشغيل وذلك في حال عدم توافر المهارات المصرفية والشرعية في نفس الوقت، أو عدم توافر برامج تشغيلية في مجال الحاسب الآلي تناسب مع احتياجات إدارة الصكوك الاستثمارية. وقد تصنف ضمن المخاطر العامة إذا نشأت نتيجة أحداث خارجية.

سادساً - مخاطر السيولة: تشير الى تعرض مصدر الصك الى خسائر محتملة تنشأ عن عدم قدرته على الوفاء بالتزاماته عند استحقاقها، لذا خطر السيولة مرتبط بمدى القدرة على تحويل أي ورقة مالية أو أصل الى نقد حال عند الضرورة.

¹ -الدماع، زياد. (2010، 16-15 حزيران). مخاطر الصكوك الإسلامية وطرق معالجتها. بحث مقدم الى مؤتمر المصارف الإسلامية والتمويل في كوالالمبور، ماليزيا، ص5-6.

² - الاكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية. (2013، 21 آذار). مرجع سابق، ص35.

³ - نفس المرجع السابق.

⁴ - الدماغ، زياد. (2010، 16-15 حزيران). مرجع سابق، ص6.

⁵ - محمد، سامي يوسف كمال. (2012). مرجع سابق، ص130.

سابعاً – مخاطر صيغ العقود:¹ هناك مخاطر خاصة بالصكوك تتعلق بالصيغ التي تبني عليها الصكوك:

أ- مخاطر صكوك المشاركة والمضاربة والوكالة: 1. عدم امتلاك المدير (مضارب أو شريك أو وكيل) الخبرة الكافية. 2. عدم التزام أحد الأطراف بشروط العقد. 3. تجاوز المدة الكلية للتمويل دون إتمام الصفقة. 4. تعرض الأصول الاستثمارية للتلف.

ب- مخاطر صكوك الإجارة: 1. ارتفاع معدل التضخم مقرونة بطول فترة السداد، 2. التأخر في السداد أو العجز، 3. مشاكل صيانة العين المؤجرة.

ت- مخاطر صكوك الاستصناع: 1. مخاطر التخزين والنقل (المخاطر الزمنية)، 2. عدم سداد الأقساط، 3. مخاطر اختلاف المواصفات بسبب احتمال عدم توفر بعض المواد المستصنع.

ث- مخاطر صكوك السلم: 1. عدم تسليم المُسلم فيه عند أجله أو عدم تسليمه تماماً أو تسليمه بشكل مختلف عما اتفق عليه، 2. عدم الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية التي تحرم تداول صكوك السلم، 3. تقلبات سعر الشراء وعدم وجود عقد سلم موازي.

ج- مخاطر صكوك المراجعة: 1. التأخر في وفاء العميل بدفع الأقساط المحددة في مواعيدها، 2. عدم الوفاء بالوعد.

ح- مخاطر صكوك (المزارعة – المساقاة – المغارسة): 1. الكوارث الطبيعية (زلازل – فيضانات – حرائق)، 2. مخاطر سوقية (تغيرات سعرية)، 3. زيادة عروض الثمار مما يؤدي إلى انخفاض قيمة الصكوك التي تمثلها.

ثالثاً – إدارة مخاطر الصكوك الاستثمارية: لتنفيذ عملية إدارة المخاطر، لا بد من تحديد الخطوات العملية لها والآليات والسبل الكفيلة بذلك.

أولاً – الخطوات المتبعة في عملية إدارة المخاطر:

✓ تحديد المخاطر: تحديد نوعية المخاطر (منتظمة، غير منتظمة)، ومصدرها (سوقية، ائتمان، تشغيل، تضخم، مخالفة أحكام الشريعة...).

✓ تقييم المخاطر: قياسها وترتيبها من حيث كونها مرتفعة أو متوسطة أو منخفضة.

✓ دراسة واختيار البدائل المناسبة: وذلك من خلال اختيار البديل الذي يحقق أكبر المنافع وأقل التكاليف.

✓ تنفيذ القرار: وذلك من خلال وضع الآليات اللازمة لتنفيذ البديل المناسب.

✓ المراجعة والتقييم: وذلك من خلال مقارنة النتائج الفعلية في كل مرحلة مع ما هو مخطط مسبقاً، وتصحيح الأخطاء عند اكتشافها قبل أن تتفاقم وتتحول إلى خسائر كبيرة.

ثانياً – آليات إدارة المخاطر: في ظل التوجه العالمي نحو الصكوك الاستثمارية تبرز أهمية ابتكار وتطوير آليات للتعامل مع إشكالية مخاطر تلك الصكوك للحد من آثارها قدر الإمكان أو تجنبها إذا كان ذلك ممكناً. وفي هذا الإطار نذكر بعض الطرق أو الآليات التي تساهم في إدارة مخاطر الصكوك والتحوط منها:

1. دراسة الجدوى: وهي الدراسة التي تسبق إقامة المشروع الاستثماري من جميع أبعاده

الشرعية، الاقتصادية، الاجتماعية، لتقييم العائدات المتوقعة والتقليل من المخاطر.²

2. الضمانات: ومن أبرزها: الكفالة، الرهن، ضمان الطرف الثالث، الالتزام بالوعد.

¹ - سمير، غويني، وكمال، رزيق. (2017، 30 حزيران). إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية وسبل إدارتها، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، 8 (1)، ص 66-67.

² - سمير، غويني، وكمال، رزيق. (2017، 30 حزيران). مرجع سابق، ص 71-72.

✓ **الكفالة:** وهو أن يلتزم طرف بتحمل عبئ طرف آخر على سبيل التبرع، وكفالة الشخص المليء وسيلة ناجحة في تخفيض مخاطر توظيف حصيلة الصكوك وبخاصة المخاطر الائتمانية ومخاطر المخالفات الشرعية ومخاطر الأصول وعوائدها.

✓ **الرهن:** وهو من أدوات توثيق الدين لضمان حق الدائن والحماية من المخاطر وبخاصة تلك المتعلقة بالائتمان.

✓ **ضمان الطرف الثالث:** وهو التزام طرف ثالث منفصل بشخصيته ومستقل بذمته المالية عن طرفي العقد بتقديم هبة تعادل قيمة الأصول الاسمية أو جزء منها في حال تعرضها للهلاك سواء كان بقوى قاهرة أو إهمال من المدير في حال لم يتمكن حملة الصكوك من إلزامه بالتعويض، أو الالتزام بضمان عائد ثابت للصك أو تعويض الخسارة كلها أو جزء منها عند حدوثها.¹

✓ **الالتزام بالوعد:** وقد جاء قرار بشأنه من قبل مجمع الفقه الإسلامي في دورته الخامسة "الوعد وهو الذي يصدر من الأمر أو المأمور على وجه الانفراد - يكون ملزماً للواعد ديانةً إلا لعذر، وهو ملزم قضاءً إذا كان معلقاً على سبب ودخل الموعود في كلفة نتيجة الوعد، ويتحدد أثر الالتزام إما بتنفيذ الوعد، وإما بالتعويض عن الضرر الواقع فعلاً بسبب عدم الوفاء بالوعد بلا عذر."²

3. **التأمين التكافلي:** يمكن اللجوء لشركات التأمين التكافلي للتأمين على الصكوك ضد كافة المخاطر التي تتعرض لها الأصول الاستثمارية.

4. **الاحتياطات:** هناك نوعان من الاحتياطات تشكلهما المصارف الإسلامية وهما: احتياطي مخاطر الاستثمار أو مخصص انخفاض قيمة الموجودات التمويلية والاستثمارية - احتياطي معدل الأرباح.³

✓ **احتياطي مخاطر الاستثمار:** وذلك باقتطاع جزء من أرباح حملة الصكوك، أي بعد اقتطاع المقابل المخصص للإدارة (سواء كان حصة من الربح أو عمولة وكالة، كيلا تسهم الإدارة في الضمان) ومن خلال هذا الاحتياطي يمكن سد الخسارة وإذا تعاضم الاحتياطي قد يغطي الخسارة الشاملة إن وقعت.

✓ **احتياطي معدل الأرباح:** وذلك باقتطاع ما يزيد عن نسبة محددة من أرباح الصكوك (تمثل العائد المتوقع دورياً) ويتم الاقتطاع من الربح الإجمالي قبل اقتطاع مقابل الإدارة، لأن الاستفادة منه تعود على حملة الصكوك ومدير الصكوك، وهو لضمان العائد المتوقع دون اشتراط من الإدارة.

5. **التحوط:** ويستخدم مصطلح التحوط للدلالة على تحديد المخاطر وتقليصها وهناك من يفرق بين التحوط والتأمين، حيث أن التحوط هو تقليص الخسارة من خلال التنازل عن جزء من الربح بينما التأمين هو دفع ثمن لتجنب الخسارة مع الاحتفاظ بإمكانية الربح.⁴ وهناك طرق للتحوط منها:

¹ - ابو غدة، عبد الستار. (2010، 24-25 مايو). المخاطر في الصكوك وموقف الشريعة من ضمانها. بحث مقدم الى ندوة الصكوك الإسلامية

-- عرض وتقديم بجامعة الملك عبد العزيز، جدة، ص4-6.

² - ناصر، سليمان، وزيد، بن ربيعة. (2014). إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية - دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية. مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، 20 (1)، ص35-36.

³ - ابو غدة، عبد الستار. (2010، 24-25 مايو). مرجع سابق، ص5-6. للمزيد من التوضيح يمكن الرجوع للمعايير الشرعية الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية.

⁴ - سمير، غويني، وكمال، رزيق. (2017، 30 حزيران). مرجع سابق، ص72.

- ✓ **هامش الجدية:** ويستخدم في حال نكول العميل عن تنفيذ الوعد في المراجعة للآمر بالشراء وهو يمثل الفرق بين تكلفة السلعة وثمان بيعها لغير الأمر بالشراء.
 - ✓ **العربون:** ويستخدم في حال نكول العميل عن تنفيذ العقد سواء عقد مربحة أو إجارة أو الاستصناع.
 - ✓ **خيار الشرط:** وهي مدة معلومة متفق عليها بين الطرفين، يحق لأحدهما الفسخ بإرادته المنفردة خلالها سواء كان في بيع المراجعة أو الإجارة أو الاستصناع إلا أنه في الاستصناع يكون الخيار قبل البدء بالتصنيع.
 - ✓ **غرامة التأخير:** وهو مبلغ يشترطه المصرف على العميل في العقد في حال تأخر عن سداد الأقساط في مواعيدها المحددة على أن يصرف هذا المبلغ في وجوه الخير وبموافقة هيئة الرقابة الشرعية ولا ينتفع بها المصرف. والهدف من ذلك تقليل المخاطر.
 - ✓ **ضمان عيوب التصنيع:** وذلك عن طريق إضافة مدة في حال عقد الاستصناع.
 - ✓ **ضمان سلعة السلم:** ففي حال عدم تسليم سلعة السلم في الموعد المتفق عليه، يتم تأمينها من خلال شراء المسلم إليه السلعة من الأسواق.
 - ✓ **التحوط من التغيرات السعرية:** ويكون ذلك من خلال إجراء عقد سلم موازي وعقد استصناع موازي.
 - ✓ **التحوط من مخاطر سعر الفائدة:** من خلال اتخاذ معيار عائد الفرصة البديلة أو معدل العائد على الاستثمار للسلع المشابهة مؤشر في تحديد عائد صكوك المراجعة والاجارة.
 - ✓ **التحوط من مخاطر سعر الصرف:**¹ من خلال العمل على:
 - أ- توحيد عملة التوظيف مع عملة إصدار الصكوك قدر الإمكان.
 - ب- اختيار العملات المستقرة للتعامل.
 - ت- كذلك إجراء قروض متبادلة بعملات مختلفة بدون أخذ فائدة أو إعطائها شريطة عدم الربط بين القرضين.
 - ث- شراء بضائع أو إبرام عمليات مربحة بنفس العملة.
 - ج- سداد الأقساط المؤجلة بعملة أخرى أو ربطها بعملة مستقرة نسبياً أو بالذهب أو بالرقم القياسي لأسعار المستهلك.
 - ✓ **التحوط من مخاطر مخالفة الشريعة الإسلامية:** وذلك من خلال وجود هيئة رقابة شرعية بالإضافة لإنشاء صندوق المخالفات الشرعية والذي يصرف في وجوه الخير بموافقة الهيئة.
 - ✓ **التحوط من مخاطر المضاربة والمشاركة والوكالة:** من خلال اختيار الشخص الكفاء والمتصف بصفات الأمانة والصدق والخبرة بالإضافة لأخذ الضمانات من أجل ضمان رأس المال في حال وقوع خسارة من جراء اهمال المدير ومخالفته للشروط.
- 6. التنويع:** ويقصد به اختيار توليفة من الأصول الاستثمارية في المحفظة الاستثمارية بهدف تخفيض المخاطرة عند مستوى عائد مقبول أو الحصول على عائد مرتفع عند مستوى مخاطرة محددة. وتتعدد طرق التنويع من: تنويع حسب جهة الإصدار، تنويع حسب تواريخ الاستحقاق، تنويع دولي، تنويع قطاعي. وسيتم التطرق بشكل مختصر لكل واحدة منها.

¹ - دوابه، أشرف محمد. (2010، 20-21 مارس). مرجع سابق، ص 23-24.

- ✓ **التنوع حسب جهة الإصدار:**¹ ويوجد له أسلوبان: التنوع الساذج، تنوع ماركويتز.
- **التنوع الساذج:** ويعتمد هذا الأسلوب على تنوع جهات الإصدار بشكل عشوائي، فهو يعتمد على المعلومات العامة لمصدري الصكوك ولا يركز على التفاصيل الدقيقة. وكما يمكن للمنشأة التي تريد إصدار صكوك أن تتخلص من مخاطرها عن طريق تنوع استثمارات حصيلة الصكوك.
- **تنوع ماركويتز:** عكس الأسلوب السابق، فهو يعتمد على التفاصيل الدقيقة لمصدري الصكوك، بالإضافة إلى معامل الارتباط بين العائدات المتولدة عنها. وكذلك بالنسبة للمنشأة المصدرة تستطيع أن تدرس الارتباط بين عوائد الاستثمارات التي تنوي القيام بها.
- ✓ **تنوع حسب تواريخ الاستحقاق:** بلا شك تصدر الصكوك وفق آجال مختلفة، قصيرة – متوسطة – طويلة الأجل، وبالتالي التنوع في هذه الآجال، أي تنوع المشاريع المستثمر فيها التي تصدر على أساسها الصكوك سيقول من المخاطر.
- ✓ **التنوع الدولي:** يمكن للجهة المصدرة للصكوك أن تتخلص من المخاطر المنتظمة عن طريق إصدار صكوك في أكثر من سوق مالي دولي، وهذا ينطبق أيضاً على المنشآت التي تريد استثمار أموالها بمحفظة استثمارية دولية.
- ✓ **التنوع القطاعي:** لتقليل المخاطر الغير منتظمة، تستطيع الجهات المصدرة أو الجهات التي تنوي استثمار أموالها، ألا تركز في إصداراتها أو استثماراتها على قطاع محدد، بل تقوم بتنوع تلك الإصدارات أو الاستثمارات في أكثر من قطاع باعتبار أن ردود فعل القطاعات الاقتصادية يختلف تبعاً للدورات الاقتصادية.

سابعاً – التطبيقات المعاصرة للصكوك الاستثمارية: نظراً لنجاح الصكوك الاستثمارية وقدرتها على استيعاب القدرات الاقتصادية الكبيرة، فقد تعددت مجالات تطبيقها منها: السياسة النقدية، تمويل عجز الموازنة، إعمار الممتلكات الوقفية، المجال الفلاحي، المجال الصناعي، المؤسسات الحكومية.

أولاً – في مجال السياسة النقدية: استطاعت الصكوك الاستثمارية أن تكون بديلاً شرعياً ناجحاً عن الأوراق المالية التقليدية القائمة على سعر الخصم كأدوات الخزينة والأوراق التجارية والمستخدمه في السياسة النقدية لضبط التضخم أو لتوسيع العرض النقدي. فقد قامت السودان بإصدار شهادات مشاركة البنك المركزي (شمم) وهي شهادات تمثل أصول مملوكة للمركزي ووزارة المالية في القطاع المصرفي خاصة، وتستند على مبدأ الغنم بالغرم لتلك الأصول، ويستخدمها المركزي في إدارة السيولة في الاقتصاد وهي قابلة للتداول بين المصارف فقط. كما أصدرت السودان شهادات إجارة البنك المركزي (شهاب) وهي تستند إلى عقود الإجارة لأصول المركزي في العاصمة والولايات وهي قابلة للتداول بين المصارف فقط.

ثانياً – تمويل عجز الموازنة العامة للدولة: يمكن للدولة أن تصدر أنواع عديدة من الصكوك لتمويل عجز موازنتها العامة والذي يتمثل في الغالب تمويل مشاريع ضخمة كإقامة السدود – بناء مطارات وموانئ – تشييد أبنية سكنية وغير ذلك... فقد قامت السودان بإصدار صكوك المشاركة الحكومية (شهامه) وهي تمثل ملكية الدولة للأسهم في بعض الشركات والمؤسسات الراححة وهي قابلة للتداول، كما قامت بإصدار صكوك الاستثمار الحكومي (صرح) لتمويل مشروعات تنمية متوسطة وطويلة

¹ - الدماغ، زياد. (2010، 16-15 حزيران). مرجع سابق، ص 13-14.

الأجل بالإضافة لإصدار شهادة إجازة مصفاة الخرطوم للبترول (شامة) لتمويل شراء المصفاة وتأجيرها لوزارة المالية إجازة تشغيلية، وقد أصدرت تركيا أيضاً صكوك مشاركة لتمويل بناء جسر محمد الفاتح، وكذلك أصدرت قطر صكوك إجازة منتهية بالتملك لإنشاء مدينة حمد الطبية.

ثالثاً - في المجال الاجتماعي: من خلال صكوك الوقف، يتم تمويل مشاريع اجتماعية خيرية للناس مثل مشاريع صحية، تعليمية ... وكما يمكن لوزارة الأوقاف إصدار صكوك وقفية لتمويل مشاريع وقف كسواء عقارات وتأجيرها بأجور رمزية للأسر الفقيرة وغير ذلك.

رابعاً - المجال الزراعي: تشير الإحصائيات الى إنفاق دول العالم الثالث أكثر من 60% من احتياطاتها بالعملة الصعبة لاستيراد المواد الغذائية¹. ولكن عن طريق الصكوك يتم حل هذه المشكلة، فصكوك المزارعة والمساقاة والمغارساة والسلم توفر التمويلات اللازمة للزراعة وكذلك صكوك المرباحة توفر التمويل اللازم لشراء الآلات والمعدات الزراعية.

خامساً - المجال الصناعي: من أجل دفع عجلة النمو في القطاع الصناعي ونقله من اقتصره على الصناعات الغذائية الى صناعة الأصول الرأسمالية لا بُدَّ من توفير مبالغ التمويل اللازمة لهذا القطاع، وصكوك الاستصناع تلعب دوراً مهماً في حل مشكلة التمويل بالإضافة لصكوك المشاركة والمضاربة.

سادساً - الخصخصة المؤقتة: تمر الدولة أحياناً باختناقات مالية لا تمكّنها من الاستمرار في مشاريعها العامة أو الاستثمار في مشاريع جديدة مما يضطرها الى خصخصتها بالكامل، إلا أنَّ عمليات التصكيك استطاعت أن تجد حلاً لهذه المشكلة عبر منتج جديد وهو الصكوك الإسلامية السيادية والتي تمنح حملتها ملكية مؤقتة لإنقاذ هذه المشاريع المتعثرة أو التي لم تستطع الدولة استثمارها بدلاً من خصخصتها بالكامل والذي يعني خروج الدولة من ملكية هذه المؤسسات.

ثامناً - تطور صناعة الصكوك الاستثمارية: يشهد سوق الصكوك الاستثمارية في الوقت الراهن رواجاً واسعاً واقبالاً عليه، ذلك أنَّ الصكوك من احدى الأدوات المالية التي تتصف باستقرار في عوائدها وانخفاض مخاطرها مقارنةً بغيرها من الأدوات المالية التقليدية، كما وأنها تقدم حلاً للكثير من المشاكل التمويلية كما ذكرنا في الفقرة السابقة، والأهم من ذلك أنها أداة متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية. وبناءً على ذلك سيتم توضيح تطور صناعة الصكوك الاستثمارية رقمياً وبيانياً من خلال التقسيمات التالية:

- تطور حجم قيمة إصدارات الصكوك عالمياً خلال الفترة (2001 - 2017).
- تطور حجم قيمة إصدارات الصكوك حسب الدول خلال الفترة (2001 - 2017).
- تطور حجم قيمة إصدارات الصكوك حسب صيغة التمويل خلال الفترة (2010 - 2017).
- تطور حجم قيمة إصدارات الصكوك حسب جهات الإصدار خلال الفترة (2001 - 2017).

¹ - عمري، آمال عبد الوهاب. (2017). مرجع سابق، ص 104.

أولاً - تطور صناعة الصكوك عالمياً خلال الفترة (2001 - 2017): تنامت السوق العالمية للصكوك الاستثمارية واتسعت خلال السنوات الأخيرة وذلك لما حقته من نتائج إيجابية في كثير من القطاعات الاقتصادية، حيث وصل الحجم السوقي لهذه الإصدارات الى ما يزيد عن 979 مليار \$ خلال الفترة 2017-2001 كما هو مبين في الشكل ادناه.

الجدول رقم (6) يبين تطور حجم قيمة إصدارات الصكوك عالمياً رقمياً خلال الفترة 2017-2001

السنوات	قيمة الإصدارات: مليون دولار امريكي	النسبة
2001-2005	33223	0.033
2006	33607	0.034
2007	50184	0.051
2008	24337	0.024
2009	37927	0.038
2010	53125	0.054
2011	93173	0.095
2012	137599	0.14
2013	136270	0.13
2014	107300	0.10
2015	67818	0.069
2016	87928	0.089
2017	116717	0.11
الاجمالي	979208	%100

المصدر: IIFM Annual Sukuk Report. (April,2018). www.iifm.net, P:21.

الشكل رقم (11) يبين تطور حجم قيمة إصدارات الصكوك عالمياً بيانياً خلال الفترة 2017-2001



المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج Excel

نلاحظ من الشكل البياني السابق ارتفاع متزايد في حجم إصدارات الصكوك بدءاً من العام 2002 الى العام 2013 إلا عام 2008 بسبب الأزمة المالية العالمية، لتأخذ انخفاض بعد ذلك في عامي 2014 و2015 بسبب توقف بنك ماليزيا المركزي عن اصدار الصكوك ثم لتعود بالارتفاع في عامي 2016

و2017 بسبب انخفاض أسعار النفط والتي من شأنها رفع كميات الصكوك السيادية والسيادية ذات الصلة.

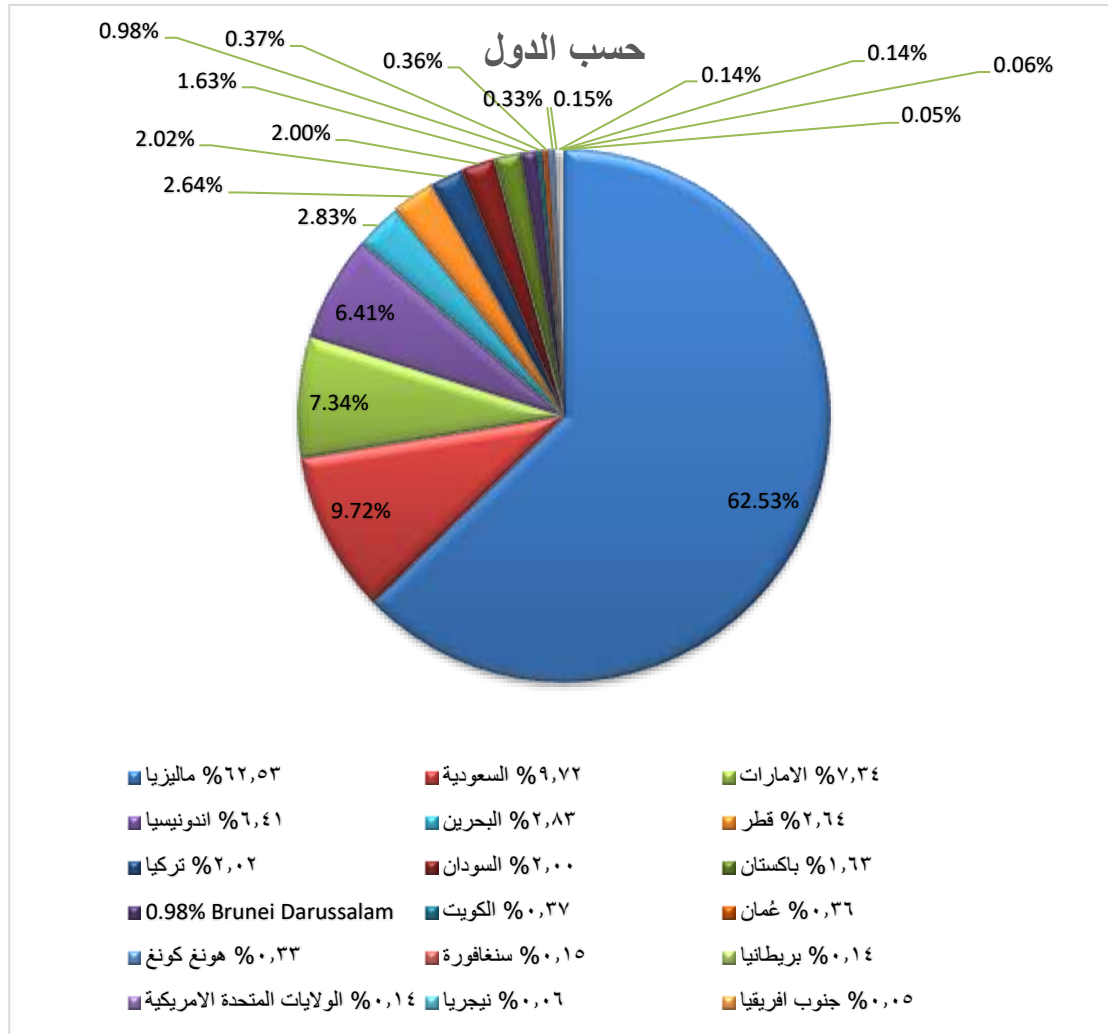
ثانياً – تطور صناعة الصكوك العالمية حسب الدول خلال الفترة (2001 – 2017): تلعب الصكوك الاستثمارية دوراً في تعزيز التنمية الاقتصادية والاجتماعية من خلال تمويلها للمشاريع الاستثمارية الضخمة ودورها في تمويل عجز الموازنة العامة للدولة، كما وتحقق للأفراد والمؤسسات والمستثمرين فيها والمصدرين أثراً إيجابية تعود بالفائدة على المصدر والمجتمع.

الجدول رقم (7) يبين تطور حجم قيمة إصدارات الصكوك حسب الدول رقمياً خلال الفترة 2017-2001

ترتيب البلد	البلد المصدر	عدد الاصدارات	قيمة الإصدارات: مليون دولار امريكي	النسبة
1	ماليزيا	5711	612305	62.53%
2	السعودية	122	95215	9.72%
3	الامارات	110	71895	7.34%
4	اندونيسيا	244	62816	6.41%
5	البحرين	392	27720	2.83%
6	قطر	30	25851	2.64%
7	تركيا	183	19783	2.02%
8	السودان	30	19559	2.00%
9	باكستان	83	15930	1.63%
10	بروناي	149	9583	0.98%
11	الكويت	18	3658	0.37%
12	عُمان	7	3523	0.36%
13	هونغ كونغ	5	3196	0.33%
14	سنغافورة	16	1498	0.15%
15	بريطانيا	9	1368	0.14%
16	الولايات المتحدة الامريكية	5	1367	0.14%
17	نيجريا	4	594	0.06%
18	جنوب افريقيا	1	500	0.05%
	الاجمالي		976361	100%

IIFM Annual Sukuk Report. (April,2018). www.iifm.net, P:57-58.

الشكل رقم (12) يبين تطور حجم قيمة إصدارات الصكوك حسب الدول بيانياً خلال الفترة 2001-2017



المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج Excel

لا شك أنّ إصدارات الصكوك في نمو متواصل ومستمر، وفي كل فترة تمتد هذه الصناعة لتشمل عدد من دول العالم فقد بلغ عدد الدول الداخلة في هذه الصناعة حوالي 34 دولة حتى عام 2017، لكن في هذا الجدول تم اختيار الدول التي قامت على إصدارات بقيمة مرتفعة خلال فترة الدراسة. نلاحظ من الجدول أعلاه ومن الشكل البياني أيضاً أنّ ماليزيا هي رائدة سوق الصكوك العالمي وتلعب دور المسيطر على إصداراته منذ العام 2001 وإلى العام 2017 بنسبة بلغت 62.53% ولا شك أن الخبرة الماليزية وتطور قطاعها المالي لعبا دوراً كبيراً في ذلك، كما نلاحظ من الجدول والشكل أنّ دول مجلس التعاون الخليجي حققت نسبة عالية من الإصدارات حيث بلغت ما نسبته 22.9%، وفي افريقيا حققت السودان أعلى نسبة في الإصدار في تلك القارة بنسبة بلغت 2%، وفي اوروبا أيضاً حققت بريطانيا أعلى نسبة في إصدارات الصكوك بنسبة بلغت 0.14%.

ثالثاً - تطور صناعة الصكوك العالمية حسب صيغة التمويل خلال الفترة (2010 – 2017): لقد أقرت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية 14 هيكلًا للصكوك، وهناك هياكل أخرى للصكوك تختص دول معينة بإصدارها كصكوك بيع العينة والديون القابلة للتداول والتي تصدرها ماليزيا دون غيرها، وكذلك وجود هياكل أخرى كصكوك الصرف الإسلامية والصكوك الهجينة والتي تتكون من أكثر من عقد واحد، إلا أنه عموماً لا تخرج إصدارات الصكوك عن واحدة

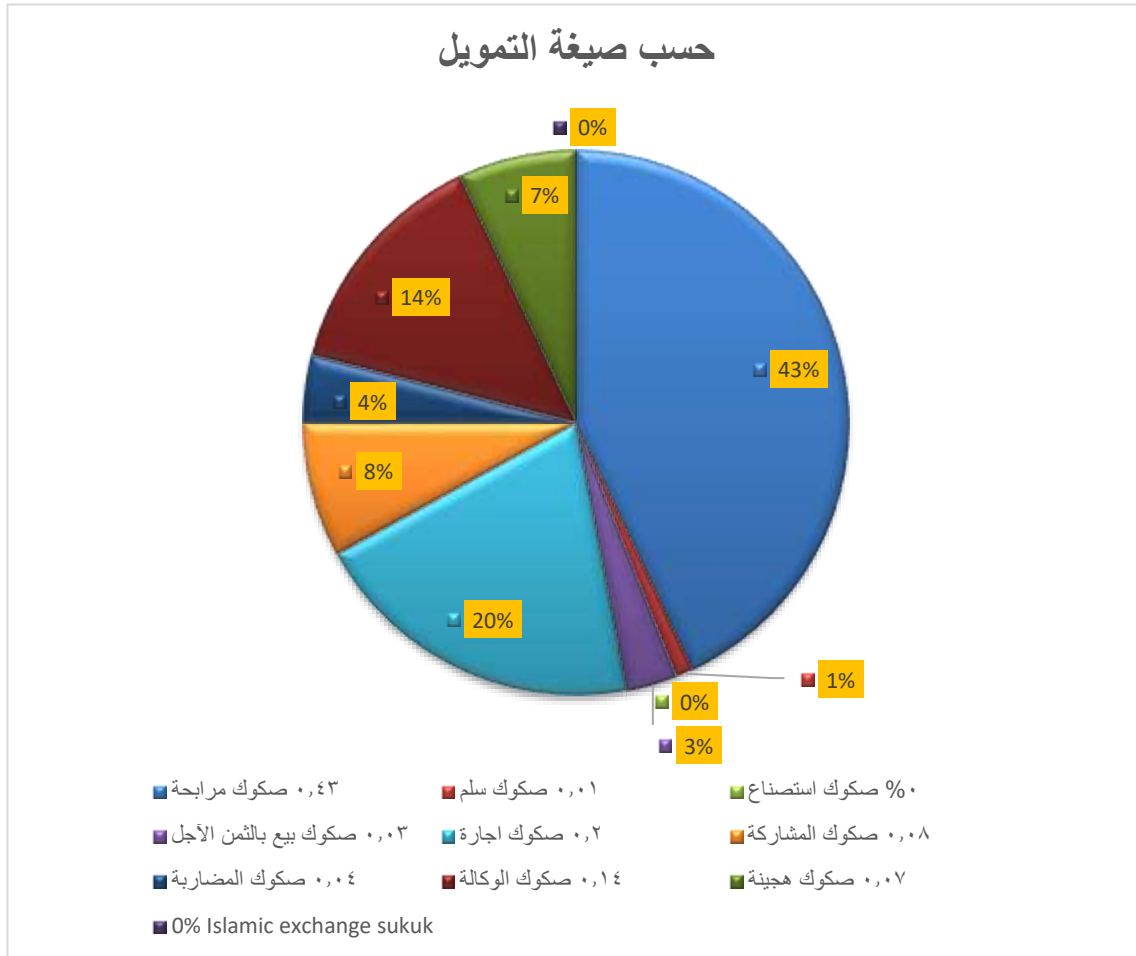
من العقود الرئيسية كالمربحة والمشاركة والمضاربة والوكالة والاجارة والسلم والاستصناع، حيث تسهم بعض منها اسهاماً رئيسياً في سوق الصكوك الاستثمارية كما هو مبين في الأسفل.

الجدول رقم (8) يبين تطور حجم قيمة إصدارات الصكوك حسب صيغة التمويل رقمياً خلال الفترة 2001-2017

نوع الاصدار	قيمة الإصدارات: مليون دولار امريكي	النسبة
صكوك المربحة	337310.6	0.43
صكوك السلم	8674	0.011
صكوك الاستصناع	182	0.000234
صكوك بيع الثمن الآجل	23268	0.029
صكوك الاجارة	155850	0.200
صكوك المشاركة	58708	0.075
صكوك المضاربة	26592	0.034
صكوك الوكالة	108305	0.13
صكوك هجينة	57492	0.073
صكوك الصرف الاسلامية	1381	0.0017
الاجمالي	777762.6	%100

IIFM Annual Sukuk Report. (April,2018). www.iifm.net, P:48-50.

الشكل رقم (13) يبين تطور حجم قيمة إصدارات الصكوك حسب صيغة التمويل بيانياً خلال الفترة 2001-2017



نلاحظ أنّ صكوك المراجعة تحتل المرتبة الأولى في الإصدارات منذ عام 2010 وحتى عام 2017 بنسبة 43% ثم تليها صكوك الاجارة بنسبة 20% ثم صكوك الوكالة 14% ثم الصكوك الهجينة 4% وهذه الصكوك هي عبارة عن مزيج من العقود المركبة مثل: عقد الاجارة مع عقد المراجعة، عقد المراجعة مع عقد المضاربة وتشكل هذه العقود المركبة 53% من الصكوك الهجينة، وصكوك المشاركة 4%...

رابعاً - تطور صناعة الصكوك العالمية حسب جهة الاصدار خلال الفترة (2001 - 2017):

بالنسبة لإصدارات الصكوك الاستثمارية بحسب جهات الإصدار، تشير الإحصائيات المبينة في الجداول أنّ إصدارات الصكوك الحكومية (السيادية) العالمية هي الاضخم من حيث جهة الإصدار مقارنةً بغيرها حيث بلغت قيمة حجمها حوالي 540,557 مليار \$ خلال الفترة 2001-2017 ويعود سبب ارتفاعها الى الإصدارات المتتالية من قبل الدول وخاصة ماليزيا، تليها إصدارات صكوك الشركات بـ 265,386 مليار \$، وإصدارات صكوك المؤسسات المالية بـ 50,098 مليار \$ بعد ما كانت صكوك الشركات والمؤسسات المالية هي المسيطرة على سوق الصكوك قبل الازمة المالية لكن تأثر الشركات والمؤسسات المالية بالأزمة المالية العالمية أدى الى ضعف ثقة المستثمرين بتلك الصكوك. وتأتي إصدارات الصكوك شبه الحكومية في المرتبة الأخيرة بـ 123,168 مليار \$. وستتناول بالتفصيل تطور كل نوع من هذه الأنواع خلال الفترة

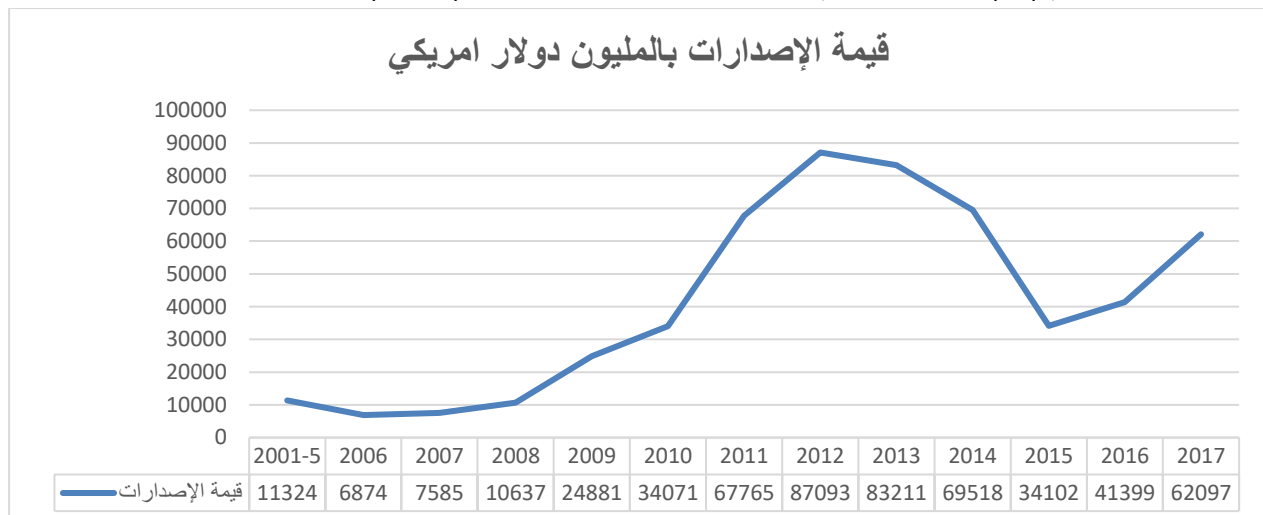
1. إصدارات الصكوك الحكومية (السيادية):

الجدول رقم (9) يبين تطور حجم قيمة إصدارات الصكوك الحكومية (السيادية) رقمياً خلال الفترة 2001-2017

السنوات	قيمة الإصدارات: مليون دولار أمريكي	النسبة
2001-2005	11324	0.020
2006	6874	0.012
2007	7585	0.014
2008	10637	0.019
2009	24881	0.046
2010	34071	0.063
2011	67765	0.12
2012	87093	0.16
2013	83211	0.15
2014	69518	0.12
2015	34102	0.063
2016	41399	0.076
2017	62097	0.114
الاجمالي	540557	100%

IIFM Annual Sukuk Report. (April,2018). www.iifm.net, P:32.

الشكل رقم (14) يبين تطور حجم قيمة إصدارات الصكوك الحكومية (السيادية) بيانياً خلال الفترة 2001-2017



المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج Excel

من الشكل البياني السابق، يُلاحظ نمو متسارع ومتزايد في إصدارات الصكوك الحكومية العالمية مما يجعلها المساهم الرئيسي في نمو سوق الصكوك العالمي أكثر من غيرها وبالتالي تؤمن لسوق الصكوك أساس قوي لا يضطرب في وجه الصدمات الاقتصادية.

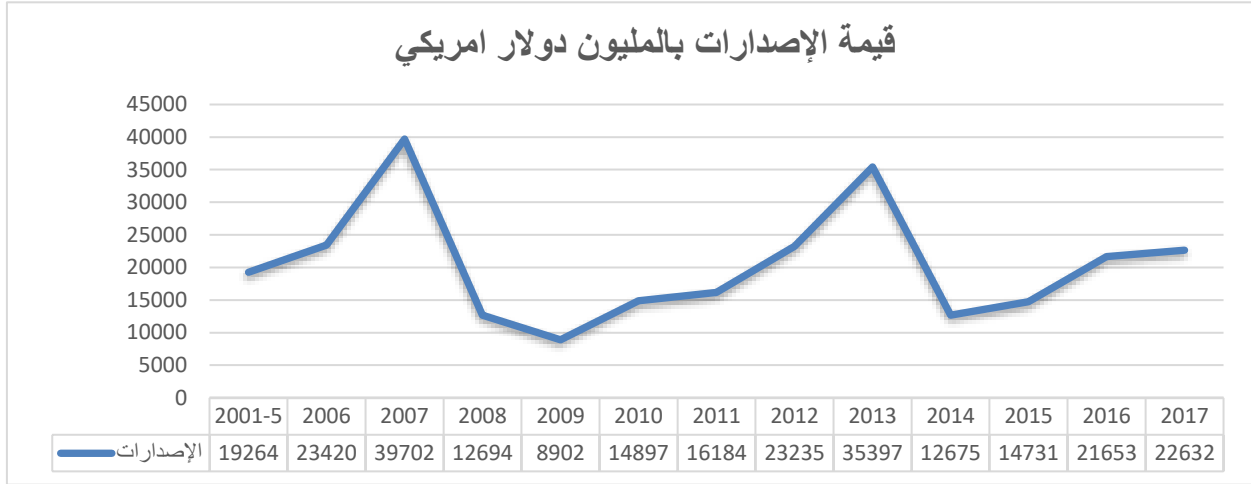
2. إصدارات صكوك الشركات:

الجدول رقم (10) يبين تطور حجم قيمة إصدارات صكوك الشركات رقمياً خلال الفترة 2001-2017

النسبة	قيمة الإصدارات: مليون دولار امريكي	السنوات
0.072	19264	2001-2005
0.088	23420	2006
0.14	39702	2007
0.047	12694	2008
0.033	8902	2009
0.056	14897	2010
0.060	16184	2011
0.087	23235	2012
0.13	35397	2013
0.047	12675	2014
0.055	14731	2015
0.081	21653	2016
0.085	22632	2017
%100	265386	الاجمالي

IIFM Annual Sukuk Report. (April,2018). www.iifm.net, P:33.

الشكل رقم (15) يبين تطور حجم قيمة إصدارات صكوك الشركات بيانياً خلال الفترة 2001-2017



المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج Excel

من الشكل البياني السابق نلاحظ أنّ إصدارات صكوك الشركات حقق ارتفاعاً ملحوظاً في عامي 2007 و 2013 وبالمقابل حققت انخفاضاً ملحوظاً في عامي 2009 و 2014 وهذا يفسر أن إصدارات صكوك الشركات تتبع الدورة الاقتصادية حيث تزداد في حالات الرواج الاقتصادي وتنخفض في حالات الركود الاقتصادي. بشكل عام هنالك حالات بطء في إصدارات صكوك الشركات ويعود ذلك الى القوانين الحكومية والتفضيلات الهيكلية لدى الشركات وإصدارات دول منظمة المؤتمر الإسلامي بما في ذلك دول مجلس التعاون الخليجي، وهذا الجانب يجب معالجته ضمن المعايير الإسلامية الموضوعية من قبل هيئة المحاسبة والمراجعة والسوق المالية الإسلامية الدولية ومجلس الخدمات المالية الإسلامي.

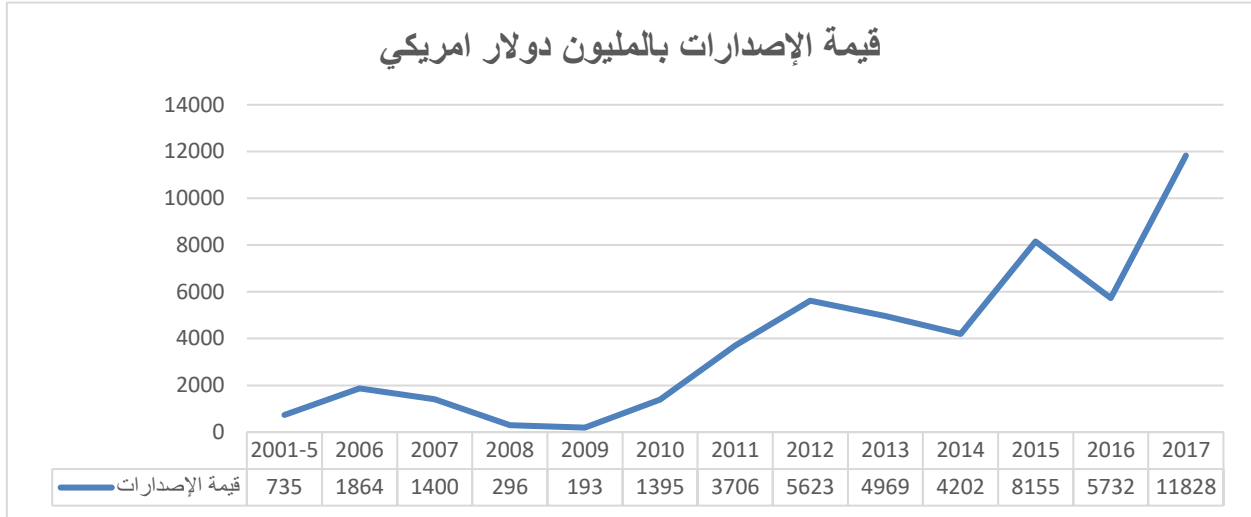
3. إصدارات صكوك المؤسسات المالية:

الجدول رقم (11) يبين تطور حجم قيمة إصدارات صكوك المؤسسات المالية رقمياً خلال الفترة 2001-2017

النسبة	قيمة الإصدارات: مليون دولار أمريكي	السنوات
0.014	735	2001-2005
0.037	1864	2006
0.027	1400	2007
0.0059	296	2008
0.0038	193	2009
0.027	1395	2010
0.073	3706	2011
0.11	5623	2012
0.099	4969	2013
0.083	4202	2014
0.16	8155	2015
0.11	5732	2016
0.23	11828	2017
%100	50098	الاجمالي

IIFM Annual Sukuk Report. (April,2018). www.iifm.net, P:34.

الشكل رقم (16) يبين تطور حجم قيمة إصدارات صكوك المؤسسات المالية بيانياً خلال الفترة 2001-2017



المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج Excel

على الرغم من أن المؤسسات المالية قامت على إصدار الصكوك منذ عام 2001 إلا أن نشاطها الأكبر في الإصدار بدأ منذ عام 2010 حيث لم تكتف بالإصدار لأغراض السيولة فحسب، بل أيضاً لتغطية متطلبات كفاية رأس المال وفق معايير بازل عبر إصدار صكوك من الشق الأول والشق الثاني. أما ما قبل عام 2010 فقد كانت هناك إصدارات خجولة من قبل المؤسسات المالية نظراً لتأثرها بالأزمة المالية العالمية.

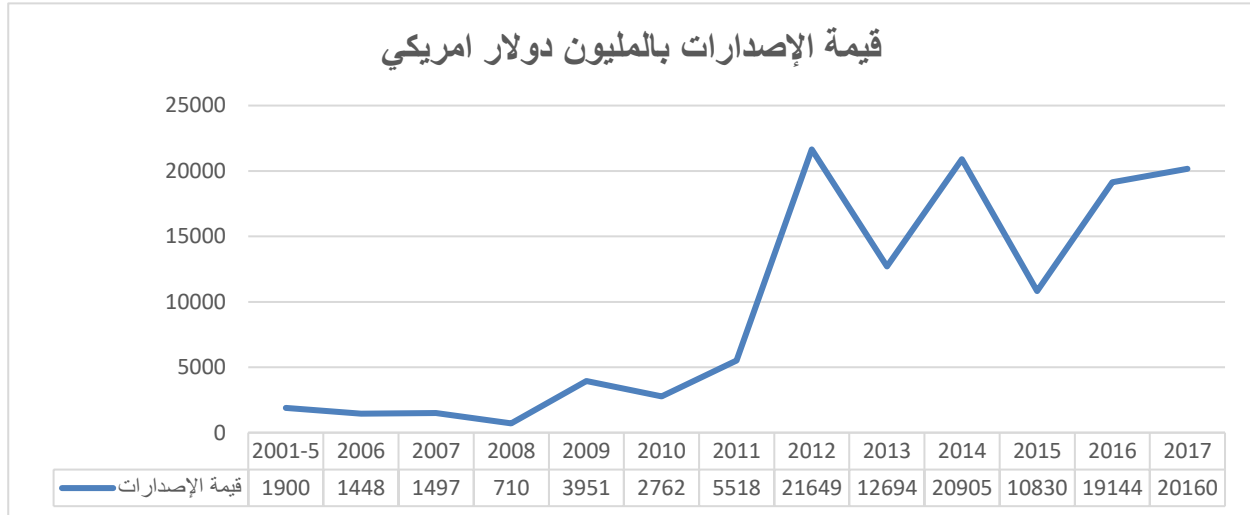
4. إصدار الصكوك شبه الحكومية:

الجدول رقم (12) يبين تطور حجم قيمة إصدارات الصكوك شبه الحكومية خلال الفترة 2001-2017

النسبة	قيمة الإصدارات: مليون دولار امريكي	السنوات
0.015	1900	2001-2005
0.011	1448	2006
0.012	1497	2007
0.0057	710	2008
0.032	3951	2009
0.022	2762	2010
0.044	5518	2011
0.17	21649	2012
0.10	12694	2013
0.16	20905	2014
0.087	10830	2015
0.15	19144	2016
0.16	20160	2017
%100	123168	الاجمالي

IIFM Annual Sukuk Report. (April,2018). www.iifm.net, P:33.

الشكل رقم (17) يبين تطور حجم قيمة إصدارات الصكوك شبه الحكومية بيانياً خلال الفترة 2001-2017



المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج Excel

الإصدارات شبه الحكومية بين عامي 2001 و 2011 تعود بشكل رئيسي الى وزارة المالية الماليزية، بنك التنمية الإسلامي السعودي، Khazanah Nasional. في عام 2012 وصلت الإصدارات الى ذروتها وذلك يعود الى الإصدارات الضخمة في ماليزيا بالإضافة الى شركة بيرهاد في ماليزيا (9.7 بليون \$)، وكيانين سعوديين وهما الهيئة العامة للطيران المدني (4 بليون \$) والشركة الكهربائية السعودية (1.75 بليون \$). في عام 2013 دخلت ILM¹ سوق الصكوك قصيرة الأجل بقيمة 980 مليون \$ حتى وصلت قيمة إصداراتها في عام 2017 الى 9.8 بليون \$. أما سوق الصكوك طويلة الأجل فقد أدرج فيه العديد من الإصدارات مثل إصدارات شركة أرامكو السعودية بقيمة 3 بليون \$، إصدارات Khazanah Nasional بقيمة 375 مليون \$، شركة عرب للاستثمارات البترولية 500 مليون \$، Tenaga Nasional بقيمة 375 مليون \$.

تاسعاً – العقبات والتحديات: تواجه الصكوك الاستثمارية كغيرها من المنتجات المالية الإسلامية تحديات تعوق تطورها ونموها. لذلك كان لا بُد من التعرف على هذه العقبات والتحديات. أولاً – **تضارب الفتاوى:** تواجه الصكوك الاستثمارية تضارب كبير من الفتاوى بخصوصها والتي تتعلق بمدى تطابق صك ما لأحكام الشريعة الإسلامية وهذا ما يؤدي إلى فقدان الثقة بها وتراجع الإقبال عليها وتحقيق خسائر أو انخفاض في الأرباح، وهذا ما حدث عندما تمّ التصريح بأن 85% من الصكوك غير مطابقة للشريعة الإسلامية من قبل الشيخ محمد تقي عثمانى. لذلك من أجل الخروج من هذه العقبة لا بُد من الالتزام الكامل بالمعايير الصادرة عن الهيئات والمجامع الفقهية والتنسيق فيما بينها.²

ثانياً – غياب القوانين المنظمة للصكوك: إنّ الدول في جميع أنحاء العالم تعمل بقوانين وضعية في تنظيم عملياتها التجارية والمالية والتي لا تلائم الصكوك في عمليات إصدارها وتداولها وضمان حقوق الأطراف فيها باعتبارها أداة مرجعها أحكام الشريعة الإسلامية مما يمثل هذا الامر تحدي في وجه تطور الصكوك ونموها. لذا كان لا بُد من تخصيص قوانين للصكوك مرجعها الشريعة الإسلامية أولاً وأخيراً.

¹ - منظمة دولية أنشأتها البنوك المركزية والسلطات النقدية والنظمات متعددة الأطراف لإنشاء وإصدار الأدوات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية من أجل تيسير أو تسهيل إدارة السيولة الإسلامية عبر الحدود.

² - الاكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية. (2013، 21 آذار). مرجع سابق، ص60.

ثالثاً - ضعف الوعي العام بثقافة الصكوك: إنّ الصكوك من منتجات الهندسة المالية المستحدثة، والثقافة المالية الإسلامية حول هذا المنتج وغيرها من المنتجات غائبة لدى الكثير من المستثمرين حيث لا يزال كثير من المسلمين يجهلون الفرق بين الصكوك والسندات، لذلك كان لا بُد من حملات إعلامية ودعائية تستهدف هذه الفئة من خلال توضيح ماهية الصكوك وآليتها وحكمها الشرعي ومردوديتها ونجاعته الاقتصادية.

رابعاً - العوامل السياسية: تلعب الأحزاب السياسية التي تتولى الحكم دوراً مهماً في توفير بيئة تنظيمية للصيرفة الإسلامية. ففي بعض الدول خاصةً في شمال إفريقيا وكليبييا والمغرب هناك ربط ما بين وجود المؤسسات المالية الإسلامية والأحزاب الإسلامية، بينما في تونس والجزائر يتم التعامل بحذر شديد تجاه الصكوك، أمّا البلدان الأوروبية لا نجد لهذا العامل أي دور بقدر ما تحقق الصكوك نجاعة وكفاءة اقتصادية.¹

خامساً - ارتفاع تكاليف الإصدار: لا بد قبل إصدار الصكوك من تصنيفها ائتمانياً من قبل وكالات تصنيف عالمية بالإضافة الى مشورات فنية، وفي ذلك تكلفة كبيرة على حملة الصكوك تخفض كثيراً من العوائد المتوقعة.² كذلك لا بد من مدير استثمار أو مدير صندوق يتولى الإصدار وإدارة عمليات الاكتتاب والتغطية، وفي هذا أيضاً زيادة تكلفة وزيادة شبه بين الصكوك والسندات.³

سابعاً - توفير مراكز معلومات: من الضروري أن يوفر النظام المالي الإسلامي مراكز للمعلومات عن الفرص الاستثمارية ومدى ربحيتها وأوضاع الشركات والسوق والاسعار والمنافسة وتحليلها وتقديمها لمتخذي القرار مما يساعد ذلك على ترشيد القرار الاستثماري ورفع الكفاءة.⁴

ثامناً - عدم وجود سوق ثانوية: إنّ ضعف تداول الصكوك الاستثمارية واقتصارها فقط بين مجموعة محددة من المؤسسات المالية وبعض الشركات والافراد في ظل غياب سوق ثانوية يعتبر أحد العقبات الرئيسية للاستثمار في الصكوك. لذلك لا بُد من توفير سوق ثانوية لتداول الصكوك بآليات وقوانين إسلامية وتوفير سماسرة وشركات وساطة متخصصة للعمل في هذا المجال.⁵

عاشراً - عدم مرونة النظم التكنولوجية: تتصف طبيعة العمليات في الصكوك الاستثمارية بتعقدها عن السندات مما يتطلب لها مجموعة متقدمة من النظم التكنولوجية والمبرمجين حتى يمكن القيام بواجبها على أكمل وجه.⁶

أحد عشر - نقص الكوادر البشرية المؤهلة: يجب أن يتصف العاملين في القطاع المصرفي ككل بالكفاءة الفنية والعملية والقدرة على الابتكار، والمعرفة بالجوانب الشرعية والفقهية للصكوك المالية التي يقومون على إدارتها وذلك حتى تحقق الصكوك دورها الاقتصادي بفاعلية وكفاءة.⁷

يرى علماء الشريعة أنّ المعيار الموحد يخلق الكثير من الصلافة ويقف عائق أمام نمو وتطوير المنتجات المالية الإسلامية لكن من وجهة نظر أخرى، عدم توحيد المعايير يحدث هوة بين المؤسسات المالية الإسلامية حول مدى شرعية صكوك معينة أو عدم شرعيتها مما يفقد الثقة بها وينخفض الاستثمار فيها لذلك نجد بعض المؤسسات المالية الإسلامية تتبنى آراء فقهية شاذة حول مسألة معينة أو تقوم باجتهد فقهي يخالف ما هو مجمع عليه، فماليزيا على سبيل المثال أخذت بالمذهب الشافعي

1 - نفس المرجع السابق، ص 61.

2 - خطاب، كمال توفيق. (2009، 31 مايو - 3 يونيو). مرجع سابق، ص 28.

3 - نفس المرجع السابق، ص 28.

4 - الغزالي، سامح كامل. (2015). معوقات إصدار الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل المشروعات الاقتصادية - دراسة تطبيقية على

المؤسسات المصرفية العاملة في فلسطين. رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة، ص 43.

5 - الاكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية. (2013، 21 آذار). مرجع سابق، ص 61.

6 - محمد، سامي يوسف كمال. (2012). مرجع سابق، ص 134.

7 - نفس المرجع السابق، ص 134.

الذي يقول بصحة بيع العينة لتوافر شروط البيع ظاهرياً، بيد أنّ الامام الشافعي لا يمكن أن يقول بحل ما كان الغرض منه غير شرعي كالوصول الى الحرام، فصكوك بيع العينة تقوم على إعادة تغليف السندات الربوية بشكل آخر وهذا ما أدى الى اقتصار تداولها على الأسواق المجاورة وأسواق الدول الغربية، وكذلك تقديم بعض المؤسسات المالية الإسلامية منتج التورق المصرفي المنظم والمرابحة العكسية رغم تحريمهما من قبل مجمع الفقه الإسلامي. لذلك من أجل التخلص من هذه المشكلة وجب إلزام المؤسسات المالية الإسلامية بالمعايير الصادرة عن الهيئات العالمية مثل هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية وإلاّ وجب تأسيس مجلس استشاري مركزي عالمي يقوم بدراسة المشكلة بالرجوع الى الكتاب والسنة امتثالاً لقوله تعالى {فَإِنْ تَنَازَعْتُمْ فِي شَيْءٍ فَرُدُّوهُ إِلَى اللَّهِ وَالرَّسُولِ إِنْ كُنْتُمْ تُؤْمِنُونَ بِاللَّهِ وَالْيَوْمِ الْآخِرِ ۚ ذَلِكَ خَيْرٌ وَأَحْسَنُ تَأْوِيلًا} [النساء:59]. وبهذا يؤخذ بالقول الصحيح وينترك القول الشاذ والضعيف ويلزم كافة المؤسسات المالية الإسلامية بها.

الفصل الثالث

واقع تجربة مصرف دبي الإسلامي في إصدار الصكوك الاستثمارية

أولاً – المبحث الأول: لمحة عن مصرف دبي الإسلامي.

ثانياً – المبحث الثاني: تطور حجم الصكوك الاستثمارية في مصرف دبي الإسلامي.

ثالثاً – المبحث الثالث: اختبار فرضيات البحث.

المبحث الأول - لمحة عن مصرف دبي الإسلامي:

تأسس بنك دبي الإسلامي (كشركة مساهمة عامة) بموجب المرسوم الأميري الصادر عن حاكم دبي بتاريخ 29 صفر لعام 1395 هجري الموافق لـ 12 مارس 1975م بغرض تقديم الخدمات المصرفية والخدمات المتعلقة بها وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية. تم لاحقاً تسجيله كشركة مساهمة عامة بموجب قانون الشركات التجارية رقم 8 لعام 1984 وتعديلاته. وبنك دبي الإسلامي شركات تابعة له يشار إليها معاً بالمجموعة، حيث تقوم هذه المجموعة بتقديم الخدمات المصرفية للشركات والأفراد والخدمات المصرفية الاستثمارية وتقوم بتنفيذ عملياتها من خلال فروعها المحلية وشركاتها التابعة الخارجية. وبنك دبي الإسلامي عدة أهداف يسعى لتحقيقها منها:¹

أ- الحرص على تقديم كافة الخدمات المالية للمتعاملين معه انطلاقاً من طبيعته المتميزة في تقديم أفضل الخدمات المصرفية المتطورة للأفراد والمؤسسات وبمستوى عالٍ من الأداء بما لا يتعارض مع الشريعة الإسلامية.

ب- تشمل أعمال البنك جميع مجالات الانشاء والتمويل لمختلف عمليات النشاط السلي، وحركة التبادل التجاري والتنمية الاقتصادية، وفقاً لأساليب الاستثمار الإسلامي (مراوحة، مشاركة، استصناع وغيرها...).

ت- المشاركة مع كل من يأنس فيه الخبرة الكافية والأمانة والدراية في إنشاء مشروع مشترك يعود نفعه على المجتمع بحيث يكون البنك أحد أطراف هذه المشاركة.

ث- تنويع خدمات البنك وزيادة دوره في التنمية الاقتصادية من خلال القيام بمشاريع عقارية وصناعية وانتاجية ذات الصلة بأعمال البنك والتي تساهم في تحقيق النمو الاقتصادي.

ج- الاهتمام بالخدمات الاجتماعية المتنوعة وتقديم القروض الحسنة للمحتاجين من المسلمين وتوزيع الزكاة.

هذا وقد فتح بنك دبي الإسلامي أبوابه للتعامل مع الجمهور منذ عام 1975م مقدماً لهم الخدمات المصرفية والاستثمارية دون أن يتعامل بالربا، وحقق خلال مسيرته تطوراً مشهوداً ونتائج طيبة عكستها البيانات والإحصاءات والقوائم المالية له، والتي كانت بمثابة برهاناً على حجم المكانة التي يشغلها البنك في السوق المصرفية من جهة ولدى الجماهير من جهة أخرى.

واليوم، يحتل بنك دبي الإسلامي مكانة مرموقة بين أكبر أربع بنوك في دولة الإمارات العربية المتحدة، كما أنه يعتبر من بين أهم 3 بنوك إسلامية على مستوى العالم. حيث انجز بنجاح في عام 2017 أكبر إصدار صكوك ممتازة غير مضمونة من قبل مؤسسة مالية في تاريخ أسواق رأس المال الإسلامية، محققاً مبلغ مليار \$ لدعم مسار نمو البنك. كما استطاع تحقيق أعلى ربح في تاريخ البنك بمعدل نمو بلغ 11% مقارنة بعام 2016، بالإضافة إلى تعزيز حصته السوقية إلى ما يقرب من 9% على صعيد التمويل والودائع.²

ويمضي بنك دبي الإسلامي في توسيع أعماله الدولية التي تركز في المقام الأول على تشكيل مثلثه الخاص مع منطقة آسيا الشرق الأقصى، وجنوب آسيا، وشرق أفريقيا، وفي هذا السياق سيواصل التركيز على مناطق باكستان واندونيسيا وكينيا، مع خطط مستقبلية للتوسع في حزام شرق أفريقيا، وهذه التحركات تم تصميمها بشكل استراتيجي بما يتيح للبنك الاستفادة من التدفقات التجارية المتنامية من الشرق الأقصى وجنوب شرق آسيا وشبه القارة الهندية وصولاً إلى أفريقيا، عبر دبي التي تشكل المركز الرئيسي.

1 - بوسعد، أسامة احسان. (2010). الخدمات المالية في المصارف الإسلامية. رسالة ماجستير، جامعة دمشق، دمشق، ص145.

2 - التقرير المالي السنوي لبنك دبي الإسلامي. (2017). <https://www.dfm.ae/ar>

المبحث الثاني - تطور حجم الصكوك الاستثمارية في مصرف دبي الإسلامي خلال الفترة (2007-2018): يُعد مصرف دبي الإسلامي من أوائل المصارف الإسلامية التي قامت بعملية ترتيب إصدار الصكوك، حيث بدأت بالإصدار منذ عام 2007 كما قامت بعملية إصدار صكوك من الطبقة الأولى (الشق الأول) منذ عام 2013 من أجل تلبية متطلبات كفاية رأس المال.

الجدول رقم (13) يبين تطور حجم الصكوك الاستثمارية في مصرف دبي الإسلامي خلال الفترة 2018-2007

السنة	صكوك مصدرة (مليار درهم اماراتي)	الناتج المحلي الإجمالي لإمارة دبي (مليار درهم اماراتي)	نسبة مساهمة الصكوك في GDP	صكوك مستردة (مليار درهم اماراتي)	الرصيد التراكمي (مليار درهم اماراتي)
2007	3	291	0.009	0	3
2008	0	303	0	0	3
2009	0	295	0	1	2
2010	2	300	0.006	0	4
2011	0	311	0	0	4
2012	1	322	0.003	0	5
2013	1	337	0.002	0	6
2014	1	353	0.002	0	7
2015	6	367	0.01	0	13
2016	2	378	0.005	0	15
2017	1	389	0.002	0	16
2018	0	398	0	4	12

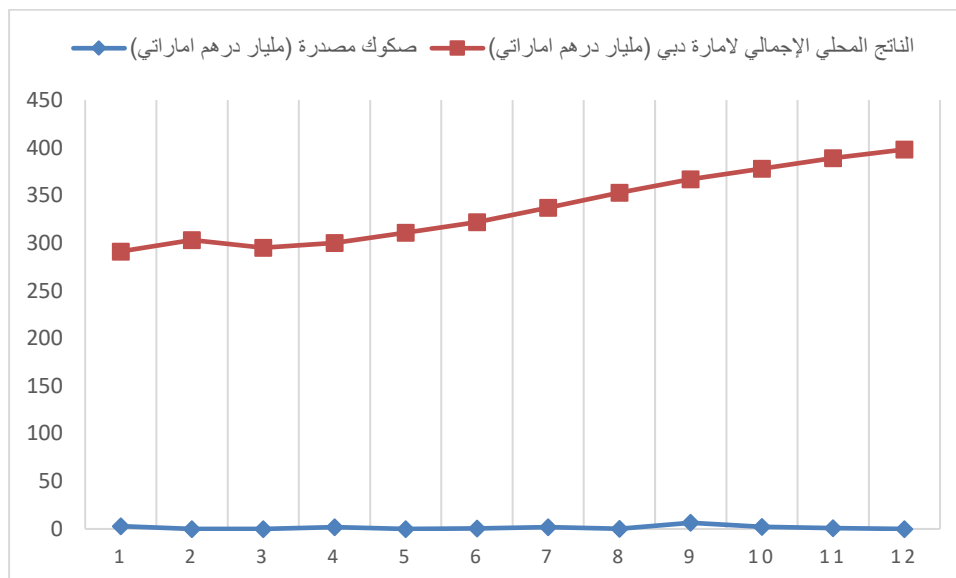
الجدول من اعداد الباحث بناءً على التقارير المالية السنوية الصادرة عن مصرف دبي الإسلامي

يتبين من الجدول السابق بشكل عام، ارتفاع مستمر ومتواصل للصكوك التراكمية في مصرف دبي الإسلامي، حيث ازدادت حجم عمليات التصكيك فعلياً منذ عام 2013 عندما أصدر مصرف دبي الإسلامي صكوك من الطبقة الأولى¹، لتستمر بالزيادة حتى وصلت الى الذروة في عام 2017 بقيمة بلغت 16 مليار درهم اماراتي.

أما مساهمة الصكوك المصدرة من قبل مصرف دبي الإسلامي في الناتج المحلي الإجمالي، فيمكن توضيح ذلك من خلال الشكل البياني في الأسفل.

¹ - الصكوك من الطبقة الأولى: هي صكوك دائمة ليس لها تاريخ استحقاق محدد، وتعتبر التزامات مباشرة وغير مضمونة (ذات أولوية على رأس المال فقط) للبنك مع مراعاة شروط وأحكام اتفاقية المضاربة. ويحق للبنك المطالبة بها بعد ست سنوات أو في أي تاريخ دفع أرباح بعد الست سنوات. تمت أول عملية إصدار لهذه الصكوك في مارس 2013.

الشكل رقم(18) يبين دور الصكوك الاستثمارية المصدرة في GDP لامارة دبي خلال الفترة 2007-2018



المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج Excel

نلاحظ من الشكل البياني السابق، أنّ مساهمات الصكوك المصدرة من قبل مصرف دبي الإسلامي في الناتج المحلي الإجمالي لامارة دبي مساهمات ضعيفة للغاية، حيث أنّ أعلى إصدارات للصكوك لم تتعد هامش 6 مليار بينما الناتج قد تجاوز عتبة 300 مليار. أي أنّ أعلى مساهمة للصكوك في الناتج المحلي الإجمالي لدبي كانت عام 2015 بنسبة بلغت 1%، لذلك كان واجب على مصرف دبي الإسلامي أن يزيد من حجم إصدارات الصكوك حتى تكون لها التأثير الفعّال في الناتج المحلي الإجمالي.

المبحث الثالث – اختبار فرضيات البحث:

1. مصادر بيانات متغيرات النموذج وفترة الدراسة: سوف يتم الاعتماد في هذه الدراسة على المصادر الأولية والمتمثلة في جمع البيانات الأساسية المتعلقة بمتغيرات الدراسة من التقارير المالية الربعية المتعلقة بمصرف دبي الإسلامي والصادرة من موقع سوق دبي للأوراق المالية: <http://www.dfm.ae/ar> وذلك بهدف إيضاح العلاقة بين المتغير المستقل والمتمثل بالصكوك والمتغيرات التابعة: المرابحة، المضاربة، المشاركة، كما هو مبين بالمعادلات الآتية:

$$\text{Murabaha} = \beta_0 + \beta_1 \text{ Sukuk} + \varepsilon_1$$

1. المرابحة

$$\text{Mudarabah} = \beta_0 + \beta_1 \text{ Sukuk} + \varepsilon_1$$

2. المضاربة

$$\text{Musharaka} = \beta_0 + \beta_1 \text{ Sukuk} + \varepsilon_1$$

3. المشاركة

2. اختبار فرضيات الدراسة: لمعرفة وجود علاقة جوهرية ما بين حجم الصكوك الاستثمارية التي يصدرها مصرف دبي الإسلامي وحجم الأنشطة الاستثمارية التي يقدمها سيتم الاعتماد على منهج التحليل الكمي وفق الخطوات الآتية:

أ- التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة.

ب- اختبار ودراسة استقرار السلاسل الزمنية: حيث أنّه لنتائج هذه الدراسة عدة نتائج منها:

- I. السلسلة مستقرة عند المستوى وبالتالي يمكن عمل انحدار بطريقة OLS العادية وبالتالي اختبار النموذج.
- II. السلسلة غير مستقرة عند المستوى ولكنها مستقرة عند درجة محددة أي متكاملة من نفس الدرجة، في هذه الحالة يمكن إجراء اختبار التكامل المشترك CO-Integration وهنا لدينا نتيجتان: 1. نتيجة الاختبار محققة: يمكن اللجوء بعدها إلى تقدير نموذج تصحيح الخطأ ECM. وإذا كانت نتيجة الاختبار محققة، يمكن بعدها اختبار العلاقة السببية Granger Causality Test. 2. نتيجة الاختبار غير محققة: يتم إجراء نموذج VAR.
- III. السلسلة غير مستقرة عند المستوى وغير متكاملة من نفس الدرجة. في هذه الحالة أي نموذج يتم الحصول عليه فهو انحدار زائف.

أولاً – المربحة والصكوك:

- A. التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة: باستخدام برنامج Eviews، تم حساب الخصائص الإحصائية لمتغيرات الدراسة (مقاييس النزعة المركزية، مقاييس التشتت، مقياسي الالتواء والتفلطح واختبار Jarque-Bera لاختبار توزيع البيانات طبيعياً، حيث أن القيمة المعيارية لهذا الاختبار هي (5,99)، وبالتالي تتبع البيانات التوزيع الطبيعي إذا كانت إحصائية $5.99 \leq \text{Jarque-Bera}$ وكذلك $\text{probability} > 0.05$ كما هو موضح في الجدول التالي:

جدول رقم (14) يبين الخصائص الإحصائية لمتغيرات الدراسة

	SUKUK	MURABAHA
Mean	7788762.	24274469
Median	6480347.	21042213
Maximum	19652996	42045834
Minimum	2357074.	14019380
Std. Dev.	5617896.	8614302.
Skewness	0.759052	0.663050
Kurtosis	2.095003	2.038772
Jarque-Bera	5.596560	4.806148
Probability	0.060915	0.090440
Sum	3.35E+08	1.04E+09
Sum Sq. Dev.	1.33E+15	3.12E+15
Observations	43	43

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي (Eviews)

يبين الجدول رقم (14) أن متوسط قيمة كل من الصكوك والمربحة خلال الفترة الزمنية المدروسة تبلغ على التوالي 7788762، 24274469 مليار درهم، وكما تبلغ قيمة الوسيط للصكوك والمربحة خلال الفترة الزمنية المدروسة على التوالي 6480347، 21042213 مليار درهم أي أن 50% من قيم الصكوك والمربحة أكبر من 6480347، 21042213 مليار درهم على التوالي. وكما تبلغ أكبر قيمة للصكوك والمربحة خلال الفترة تبلغ على التوالي: 19652996، 42045834 مليار درهم. إن أصغر قيمة للصكوك والمربحة خلال الفترة على التوالي: 2357074، 14019380 مليار درهم. إن القيمة الاحتمالية المقابلة لاختبار Jarque-Bera بالنسبة للصكوك أكبر من 0.05 وبالتالي تخضع

بيانات الصكوك للتوزيع الطبيعي، وأن القيمة الاحتمالية المقابلة لاختبار Jarque-Bera بالنسبة للمرابحة أكبر من 5% وبالتالي تخضع بيانات المربحة للتوزيع الطبيعي.

ب. اختبار ودراسة استقرار السلاسل الزمنية (اختبار جذر الوحدة Unit root): يستخدم اختبار جذر الوحدة لمعرفة إذا كانت السلسلة الزمنية مستقرة أو ساكنة بمعنى أنه لا يوجد ارتباط بين بيانات السلسلة الواحدة أو جذر وحدة فيها. وبناءً على ذلك سيتم اختبار الاستقرار لكلا المتغيرين، الصكوك Sukuk، المربحة Murabaha باستخدام اختبار ديكي فولر ADF.

فرضيات اختبار جذر الوحدة Unit root:

H0: السلسلة الزمنية غير مستقرة وفيها جذر الوحدة.

H1: السلسلة الزمنية مستقرة وليس فيها جذر الوحدة. حيث يستخدم مستوى دلالة 5% لقبول أو رفض الفرضية.

الجدول رقم (15) يبين نتائج اختبار استقرار السلاسل الزمنية ADF لكلا المتغيرين Sukuk, murabaha

Augmented Dickey - Fuller test statistic				
Null Hypothesis: variable has a unit root				
Test for unit root in 1st difference				
Exogenous	Constant, Linear Trend	Constant	None	حالة التكامل
Variable	t-statistic			I(d)
sukuk	-7.049581	-6.676768	-6.031591	I(1)
prob.*	0	0	0	I(1)
murabaha	-4.834163	-4.256736	-4.007869	I(1)
prob.*	0.0018	0.0017	0.0002	I(1)

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي (Eviews)

من نتائج اختبار الاستقرار أو السكونية للمتغيرين في الجدول أعلاه، يتبين أن السلاسل الزمنية لكلا المتغيرين مستقرين من الدرجة الأولى أي متكاملين من نفس الدرجة وذلك عند جميع المعادلات: ثابت، ثابت واتجاه عام، بدون ثابت وبدون اتجاه عام. حيث تبلغ القيمة الاحتمالية P-value عند جميع المعادلات 0% وهي أصغر من 5% وبالتالي تُرفض فرضية العدم وتقبل الفرضية البديلة القائلة بعدم وجود جذر الوحدة في السلاسل الزمنية المدروسة وبالتالي السلسلتين مستقرتين من نفس الدرجة (أي متكاملتين من الفروق من الدرجة الأولى). بما أن السلاسل الزمنية لكلا المتغيرين مستقرة عند درجة محددة، عندها يمكن إجراء اختبار التكامل المشترك CO-integration.

ت. اختبار التكامل المشترك Johansen cointegration Test: يستخدم هذا الاختبار لمعرفة وجود علاقة توازنية على الأمد الطويل بين المتغيرات المدروسة. هذا الاختبار يتضمن نوعان من الاختبارات وهما: اختبار الأثر Trace Test، اختبار القيم العظمى Maximum Eigen Value Test.

فرضيات اختبار التكامل المشترك:

H0: لا يوجد أي متجه للتكامل المشترك بين المتغيرات المدروسة.

H0: يوجد متجه واحد للتكامل المشترك على الأكثر al most بين المتغيرات. حيث أن هذه الفرضيات تقبل عند مستوى دلالة 5% وترفض دون ذلك.

جدول رقم (16) يبين نتائج اختبار التكامل المشترك باستخدام منهجية Johansen cointegration Test

sample:2007-Q2 2018			
Include observations:43			
Null Hypothesis: Series are not cointegrated			
Automatic lags specification based on Schwarz criterion (maxlag=1)			
Hypothesized No.of CE(s)	Eigenvalue	Trace statistic	prpb.**
None	0.151441	7.939163	0.4719
at most 1	0.028994	1.206317	0.2721
Hypothesized No.of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen statistic	prpb.**
None	0.151441	6.732846	0.5212
at most 1	0.028994	1.206317	0.2721

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي (Eviews)

من نتائج اختبار الأثر Trace Test واختبار القيم العظمى Maximum Eigen Value Test أعلاه يتبين أنّ قيمة P-value لفرضية None (الفرضية القائلة بعدم وجود أي متجه للتكامل المشترك بين المتغيرات المدروسة) أكبر من 5% وعندها لا نستطيع أن نرفض هذه الفرضية، وبالتالي لا يوجد أي متجه للتكامل المشترك بين المتغيرات المدروسة أي لا يوجد علاقة توازنية على الأمد الطويل بين تلك المتغيرات. وعليه لا يمكننا التوجه الى اختبار نموذج تصحيح الخطأ Vecm ونتجه الى نماذج VAR.

ث. اختبار نموذج Vector Auto regression VAR:

1. اختيار عدد فترات الإبطاء الملائم: يوضح الجدول التالي نتائج اختبار فترة الإبطاء المثلى لمتغيرات النموذج، باستخدام البرنامج الإحصائي (Eviews):

جدول رقم (17) معايير اختيار فترة الإبطاء المثلى باستخدام نموذج VAR

Var Lag Order Selection Criteria						
Exogenous variable: C						
Sample: 2007-Q2 2018						
Include observation: 40						
lag	logL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
Endogenous variables: sukuk murabaha						
0	-1343.29	NA	5.59E+26	67.26451	67.34896	67.29504
1	-1241.69	187.9610*	4.25e+24*	62.38448*	62.63782*	62.47608*
2	-1239.18	4.400795	4.59E+24	62.45875	62.88097	62.61141
3	-1237.99	1.957616	5.31E+24	62.59943	63.19053	62.81315

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي (Eviews)

يتبين من الجدول رقم (17) أن فترة الإبطاء المثلى لمتغيرات الدراسة هي فترة إبطاء واحدة (Lag=1) كونها معنوية لأكثر عدد من معايير المفاضلة (LR, FPE, AIC, SC, HQ).

2. تقدير نموذج الانحدار الذاتي (VAR) Vector Auto Regression: في سبيل

اختبار الفرضية الأولى: "لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم الصكوك الاستثمارية التي أصدرها مصرف دبي الإسلامي وحجم المراجعة المقدمة"، تم بناء نموذج VAR حيث يتم في هذا النموذج كتابة كل متغير من متغيرات الدراسة كدالة خطية بقيم المتغير نفسه في الفترات السابقة وبقيم المتغيرات الأخرى في النموذج في الفترات السابقة. اعتماداً على نتائج اختبار قيم معايير تحديد عدد مدد التباطؤ الزمني نختار فجوتين زمنيتين، وذلك عند تقدير نموذج (VAR) وفق المعادلة التالية:

$$\text{murabaha}_t = c + \alpha_1 \text{murabaha}_{t-1} + \beta_1 \text{sukuk}_{t-1} + \varepsilon_t$$

حيث أن ε_t : حد الخطأ العشوائي.

جدول رقم (18) يبين نتائج اختبار VAR لمتغيرات النموذج

Vector Autoregression Estimates				
Sample (adjusted): 2 43				
Include observations: 42 after adjustments				
murabaha= C(4)*sukuk(-1)+C(5)*murabaha(-1)+C(6)				
	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob
C(4)	0.224338	0.090156	2.488328	0.0172
C(5)	0.910652	0.058636	15.53053	0
C(6)	922799.9	921703.6	1.001189	0.3229
R-squared	0.968295	Mean dependent var		24327049
Adjusted R-squared	0.966669	S.D. dependent var		8711735
S.E. of regression	1590477	Akaike info criterion		31.46572
Sum squared resid	9.87E+13	Schwarz criterion		31.58983
Log likelihood	-657.78	Hannan-Quinn criter.		31.51121
F-statistic	595.5469	Durbin-Watson stat		1.475867
Prob(F-statistic)	0			

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي (Eviews)

من النتائج أعلاه يتبين أن القيمة الاحتمالية لـ F-statistic هي 0% وهي أصغر من مستوى الدلالة 5% وهذا دليل على أن النموذج معنوي وفقاً لما يلي:

H0: النموذج غير معنوي. وكافة المتغيرات المستقلة غير معنوية (لا تختلف قيمة معاملاتها عن الصفر).

H1: النموذج معنوي. وكافة المتغيرات المستقلة معنوية (تختلف قيمة معاملاتها عن الصفر).

بما أن النموذج معنوي هذا يعطينا ثقة بقيمة R^2 ودلالته. $R^2 = 0.968295 \approx 0.97$ أي أن التغيرات في حجم الصكوك وحجم المراجعة لفترة سابقة من المحتمل أن تفسر 0.97 من التغيرات في حجم المراجعة الحالية. وبما أن النموذج معنوي وصالح يمكن أن نستدل من نتائج التقدير على وجود أثر إيجابي لارتفاع حجم الصكوك على حجم المراجعة في الفترة الحالية، وهو دال إحصائياً عند مستوى معنوية 5%، حيث بلغت قيمة معامل بيتا (0.224338) أي أن ارتفاع حجم الصكوك بمقدار 100% سيؤدي إلى ارتفاع حجم المراجعة بمقدار 0.22

ج. اختبار سلسلة البواقي: يتم اختبار سلسلة البواقي للتأكد من خلوها من المشاكل الإحصائية التالية:

1. مشكلة عدم اقتراب توزع البيانات من التوزيع الطبيعي Normality Test.
2. مشكلة الارتباط الذاتي Auto correlations.

3. مشكلة عدم تجانس التباين Heteroskedasticity.

1. مشكلة عدم اقتراب توزيع البيانات من التوزيع الطبيعي:

جدول رقم (19) يبين نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي

Series: resid 01	
Sample: 1 43	
Observation: 42	
Mean	2.49E-09
Median	-171602
Maximum	3779918
Minimum	-4825741
Std.Dev.	1551200
Skewness	-0.02291
Kurtosis	4.561314
Jarque- Bera	4.269651
Probability	0.118265

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي (Eviews)

يتضح من الجدول أعلاه أنّ سلسلة البواقي تخضع للتوزيع الطبيعي، حيث تبلغ قيمة P-value لـ Jarque-Bera $0.05 < 0.118265$

2. مشكلة الارتباط الذاتي:

جدول رقم (20) يبين نتائج اختبار الارتباط الذاتي للبواقي

Date: 01/06/19 Time: 14:04		Sample: 1 44		Included observations: 42	
Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1 0.253	0.253	2.8793	0.090
		2 0.093	0.031	3.2772	0.194
		3 0.027	-0.003	3.3127	0.346
		4 0.050	0.044	3.4337	0.488
		5 -0.003	-0.028	3.4342	0.633
		6 0.005	0.007	3.4353	0.753
		7 0.056	0.059	3.6005	0.824
		8 -0.343	-0.401	9.9768	0.267
		9 -0.203	-0.030	12.280	0.198
		10 -0.158	-0.069	13.718	0.186
		11 -0.162	-0.141	15.286	0.170
		12 -0.128	-0.012	16.294	0.178
		13 -0.177	-0.178	18.290	0.147
		14 0.041	0.153	18.399	0.189
		15 -0.028	0.033	18.454	0.240
		16 -0.001	-0.167	18.454	0.298
		17 -0.020	-0.016	18.484	0.359
		18 -0.006	-0.081	18.487	0.424
		19 0.021	-0.068	18.523	0.488
		20 -0.054	-0.112	18.771	0.537

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي (Eviews)

يتضح من الجدول أعلاه عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي في سلسلة البواقي حيث أنّ قيم P-value المقابلة لـ Q-statistic أكبر من 5% ويؤكد هذه النتيجة أيضاً قيمة Durbin-Watson stat في نموذج var حيث بلغت 1.47

3. مشكلة عدم تجانس التباين:

جدول رقم (21) يبين نتائج اختبار مشكلة عدم تجانس التباين

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey			
F-statistic	1.99743	Prob. F(2,39)	0.1493
Obs*R-squared	3.902423	Prob. Chi-Square(2)	0.1421
Scaled explained SS	5.991633	Prob. Chi-Square(2)	0.05

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي (Eviews)

يتضح من الجدول أعلاه عدم وجود مشكلة عدم تجانس التباين Heteroskedasticity حيث أن قيمة P-value المقابلة لـ χ^2 (حيث χ^2 عبارة عن Obs*R-squared) تساوي 0.1421 وهي أكبر من 5% مما يؤدي إلى قبول فرضية العدم التي تنص على ثبات أو تجانس التباين (عدم وجود مشكلة عدم ثبات التباين).

ثانياً – المضاربة والصكوك:

أ. التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة: باستخدام برنامج Eviews، تم حساب الخصائص الإحصائية لمتغيرات الدراسة (مقاييس النزعة المركزية، مقاييس التشتت، مقياسي الالتواء والتفلطح واختبار Jarque-Bera لاختبار توزيع البيانات طبيعياً، حيث أن القيمة المعيارية لهذا الاختبار هي (5,99)، وبالتالي تتبع البيانات التوزيع الطبيعي إذا كانت إحصائية $\text{Jarque-Bera} \leq 5.99$ وكذلك $\text{probability} > 0.05$ كما هو موضح في الجدول التالي:

جدول رقم (22) يبين الخصائص الإحصائية لمتغيرات الدراسة

	SUKUK	MUDARABA
Mean	7788762.	7314470.
Median	6480347.	6058634.
Maximum	19652996	14010063
Minimum	2357074.	3266329.
Std. Dev.	5617896.	3618716.
Skewness	0.759052	0.669431
Kurtosis	2.095003	2.005816
Jarque-Bera	5.596560	4.982542
Probability	0.060915	0.082805
Sum	3.35E+08	3.15E+08
Sum Sq. Dev.	1.33E+15	5.50E+14
Observations	43	43

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي (E-views).

يبين الجدول رقم (22) أن متوسط قيمة كل من الصكوك والمضاربة خلال الفترة الزمنية المدروسة تبلغ على التوالي: 7788762، 7314470 مليار درهم، كما تبلغ قيمة الوسيط لكل من الصكوك والمضاربة خلال الفترة الزمنية المدروسة على التوالي: 6480347، 6058634 مليار درهم أي أن 50% من قيم كل من الصكوك والمضاربة أكبر من 6480347، 6058634 على التوالي. كما يبلغ أكبر قيمة للصكوك والمضاربة خلال الفترة على التوالي: 19652996، 14010063 مليار درهم.

إنَّ أصغر قيمة لكل من الصكوك والمضاربة خلال الفترة تبلغ على التوالي: 2357074، 3266329 مليار درهم. إنَّ القيمة الاحتمالية المقابلة لاختبار Jarque-Bera بالنسبة للصكوك أكبر من 0.05 وبالتالي تخضع بيانات الصكوك للتوزيع الطبيعي، وأنَّ القيمة الاحتمالية المقابلة لاختبار Jarque-Bera بالنسبة للمضاربة أكبر من 5% وبالتالي تخضع بيانات المضاربة للتوزيع الطبيعي.

ب. اختبار ودراسة استقرار السلاسل الزمنية (اختبار جذر الوحدة Unit root): يستخدم اختبار جذر الوحدة لمعرفة إذا كانت السلسلة الزمنية مستقرة أو ساكنة بمعنى أنه لا يوجد ارتباط بين بيانات السلسلة أو جذر وحدة. وبناءً على ذلك سيتم اختبار الاستقرار لكلا المتغيرين، الصكوك Ln_Sukuk، المرباحة Ln_Mudaraba باستخدام اختبار ديكي فولر الموسَّع ADF.

فرضيات اختبار جذر الوحدة Unit root :

H0: السلسلة الزمنية غير مستقرة وفيها جذر الوحدة.

H1: السلسلة الزمنية مستقرة وليس فيها جذر الوحدة. حيث يستخدم مستوى دلالة 5% لقبول أو رفض الفرضية.

الجدول رقم (23) يبين نتائج اختبار استقرار السلاسل الزمنية ADF لكلا المتغيرين Sukuk, mudaraba

Augmented Dickey - Fuller test statistic				
Null Hypothesis: variable has a unit root				
Test for unit root in 1st difference				
Exogenous	Constant, Linear Trend	Constant	None	حالة التكامل
Variable	t-statistic			
sukuk	-7.049581	-6.676768	-6.031591	I(1)
prob.*	0.0000	0.0000	0.0000	I(1)
mudaraba	-5.856606	-5.946137	-5.878550	I(1)
prob.*	0.0000	0.0000	0.0000	I(1)

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي (Eviews)

من نتائج اختبار الاستقرار أو السكونية للمتغيرين في الجداول أعلاه، يتبين أنَّ السلاسل الزمنية لكلا المتغيرين مستقرين من الدرجة الأولى أي متكاملين من نفس الدرجة وذلك عند جميع المعادلات: ثابت، ثابت واتجاه عام، بدون ثابت وبدون اتجاه عام. حيث تبلغ القيمة الاحتمالية P-value عند جميع المعادلات 0% وهي أصغر من 5% وبالتالي تُرفض فرضية العدم وتقبل الفرضية البديلة القائلة بعدم وجود جذر الوحدة في السلاسل الزمنية المدروسة وبالتالي السلسلتين مستقرتين من نفس الدرجة (أي متكاملتين من الفروق من الدرجة الأولى). بما أنَّ السلاسل الزمنية لكلا المتغيرين مستقرة عند درجة محددة، عندها يمكن إجراء اختبار التكامل المشترك CO-integration.

ت. اختبار التكامل المشترك Johansen cointegration Test: يستخدم هذا الاختبار لمعرفة وجود علاقة توازنية على الأمد الطويل بين المتغيرات المدروسة. هذا الاختبار يتضمن نوعان من الاختبارات وهما: اختبار الأثر Trace Test، اختبار القيم العظمى Maximum Eigen Value Test.

فرضيات اختبار التكامل المشترك:

H0: لا يوجد أي متجه للتكامل المشترك بين المتغيرات المدروسة.

H0: يوجد متجه واحد للتكامل المشترك على الأكثر al most بين المتغيرات. حيث أن هذه الفرضيات تقبل عند مستوى دلالة 5% وترفض دون ذلك.

جدول رقم (24) يبين نتائج اختبار التكامل المشترك باستخدام منهجية Johansen cointegration Test

sample:2007-Q2 2018			
Include observations:43			
Null Hypothesis: Series are not cointegrated			
Automatic lags specification based on Schwarz criterion (maxlag=1)			
Hypothesized No.of CE(s)	Eigenvalue	Trace statistic	prpb.**
None	0.189079	9.322135	0.3364
at most 1	0.017628	0.729175	0.3931
Hypothesized No.of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen statistic	prpb.**
None	0.189079	8.592960	0.3216
at most 1	0.017628	0.729175	0.3931

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي (Eviews)

من نتائج اختبار الأثر Trace Test واختبار القيم العظمى Maximum Eigen Value Test أعلاه يتبين أن قيمة P-value لفرضية None (الفرضية القائلة بعدم وجود أي متجه للتكامل المشترك بين المتغيرات المدروسة) أكبر من 5% وعندها لا نستطيع أن نرفض هذه الفرضية، وبالتالي لا يوجد أي متجه للتكامل المشترك بين المتغيرات المدروسة أي لا يوجد علاقة توازنية على الأمد الطويل بين تلك المتغيرات. وعليه لا يمكننا التوجه الى اختبار نموذج تصحيح الخطأ Vecm ونتجه الى نماذج VAR.

ث. اختبار نموذج Vector Auto regression VAR:

1. اختيار عدد فترات الإبطاء الملائم: يوضح الجدول التالي نتائج اختبار فترة الإبطاء المثلى

لمتغيرات النموذج، باستخدام البرنامج الإحصائي (Eviews).

جدول رقم (25) معايير اختيار فترة الإبطاء المثلى باستخدام نموذج VAR

Var Lag Order Selection Criteria						
Exogenous variable: C						
Sample: 1 44						
Include observation: 40						
lag	logL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
Endogenous variables: sukuk murabaha						
0	-1304.87	NA	8.19E+25	65.34337	65.42782	65.37391
1	-1202.01	190.2836*	5.85e+23*	60.40057*	60.65391*	60.49217*
2	-1201.59	0.734055	7.01E+23	60.5796	61.00182	60.73226
3	-1200.74	1.408372	8.24E+23	60.73692	61.32803	60.95065

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي (Eviews)

يتبين من الجدول رقم (25) أن فترة الإبطاء المثلى لمتغيرات الدراسة هي فترة إبطاء واحدة (lag=1) كونها معنوية لأكثر عدد من معايير المفاضلة (LR, FPE, AIC, SC, HQ).

2. تقدير نموذج الانحدار الذاتي (Vector Auto Regression (VAR): في سبيل

اختبار الفرضية الثانية: "لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم الصكوك الاستثمارية التي أصدرها مصرف دبي الإسلامي وحجم المضاربة المقدمة"، تم بناء نموذج VAR حيث يتم في هذا النموذج كتابة كل متغير من متغيرات الدراسة كدالة خطية بقيم المتغير نفسه في الفترات السابقة وبقيم المتغيرات الأخرى في النموذج في الفترات السابقة.

اعتماداً على نتائج اختبار قيم معايير تحديد عدد مدد التباطؤ الزمني نختار فجوة زمنية واحدة، وذلك عند تقدير نموذج (VAR) وفق المعادلة التالية:

$$\text{mudaraba}_t = c + \alpha_1 \text{mudaraba}_{t-1} + \beta_1 \text{sukuk}_{t-1} + \varepsilon_t$$

حيث أن:

ε_t : حد الخطأ العشوائي.

جدول رقم (26) يبين نتائج اختبار VAR لمتغيرات النموذج

Vector Autoregression Estimates				
Sample (adjusted): 2 43				
Include observations: 42 after adjustments				
murabaha= C(4)*sukuk(-1)+C(5)*mudaraba(-1)+C(6)				
	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	Prob
C(4)	0.082765	0.043691	1.894322	0.0656
C(5)	0.903233	0.066488	13.58498	0
C(6)	263599.8	273332.9	0.964391	0.3408
R-squared	0.961586	Mean dependent var		7357522
Adjusted R-squared	0.959616	S.D. dependent var		3651418
S.E. of regression	733777.9	Akaike info criterion		29.91855
Sum squared resid	2.10E+13	Schwarz criterion		30.04267
Log likelihood	-625.2895	Hannan-Quinn criter.		29.96404
F-statistic	488.1306	Durbin-Watson stat		1.61724
Prob(F-statistic)	0			

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي (Eviews)

من النتائج أعلاه يتبين أن القيمة الاحتمالية لـ F-statistic هي 0% وهي أصغر من مستوى الدلالة 5% وهذا دليل على أن النموذج معنوي وفقاً لما يلي:
H0: النموذج غير معنوي. وكافة المتغيرات المستقلة غير معنوية (لا تختلف قيمتها معاملاتها عن الصفر).

H1: النموذج معنوي. وكافة المتغيرات المستقلة معنوية (تختلف قيمة معاملاتها عن الصفر).
 بما أن النموذج معنوي هذا يعطينا ثقة بقيمة $R^2 = 0.961586 \approx 0.97$ أي أن التغيرات في حجم الصكوك وحجم المضاربة لفترة سابقة من المحتمل أن تفسر 0.97 من التغيرات في حجم المضاربة الحالية. وبما أن النموذج معنوي وصالح يمكن أن نستدل من نتائج التقدير على وجود أثر إيجابي لارتفاع حجم الصكوك على حجم المضاربة في الفترة الحالية، إلا أنه غير دال إحصائياً عند مستوى معنوية 5%، حيث بلغت المرونة الجزئية للصكوك بالنسبة للمضاربة

(0.082765 $\approx$ 0.09) أي أنّ ارتفاع حجم الصكوك بمقدار 100% تؤدي إلى ارتفاع حجم المضاربة بمقدار 0.09 وهو تأثير ضعيف.

ج. اختبار سلسلة البواقي: يتم اختبار سلسلة البواقي للتأكد من خلوها من المشاكل الإحصائية التالية:

1. مشكلة عدم اقتراب توزع البيانات من التوزيع الطبيعي Normality Test.
2. مشكلة الارتباط الذاتي Auto correlations.
3. مشكلة عدم تجانس التباين Heteroskedasticity.

1. مشكلة عدم اقتراب توزع البيانات من التوزيع الطبيعي: يوضح كلا من الجدول والشكل في الأسفل نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي.

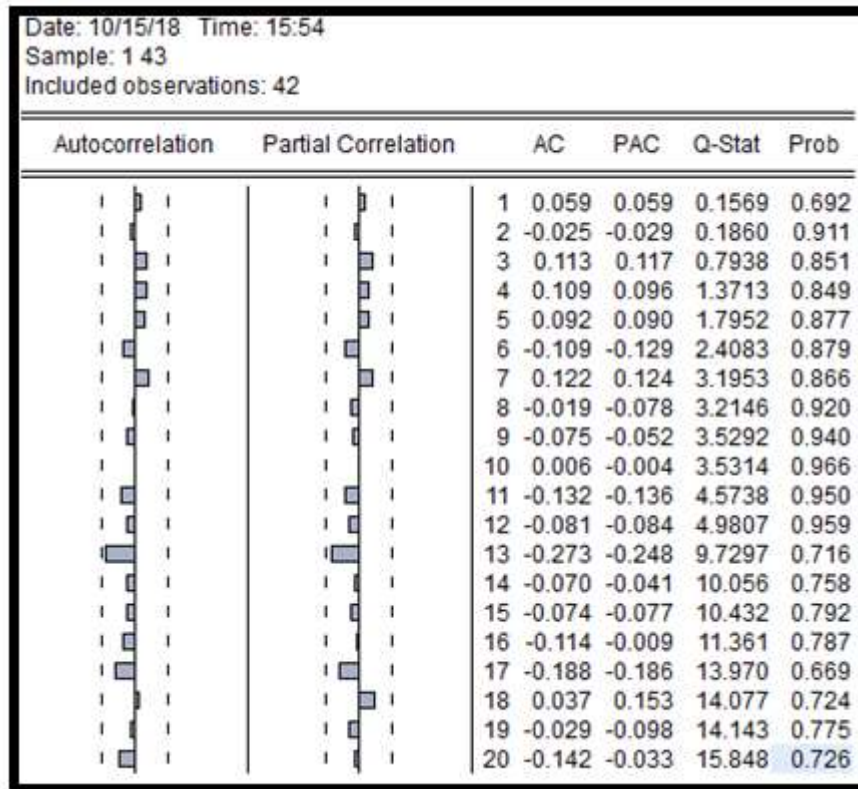
جدول رقم (27) يبين نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي

Series: resid 01	
Sample: 1 43	
Observation: 42	
Mean	0.00E+00
Median	-162320.9
Maximum	2206119
Minimum	-1481607
Std.Dev.	715657.1
Skewness	1.177714
Kurtosis	4.983368
Jarque- Bera	16.59314
Probability	0.000249

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي (Eviews)

يتضح من الجدول أعلاه أنّ سلسلة البواقي لا تخضع للتوزيع الطبيعي، حيث تبلغ قيمة P-value $0.05 > 0.000249$ Jarque-Bera

2. مشكلة الارتباط الذاتي: يوضح الجدول في الأسفل نتائج اختبار الارتباط الذاتي للبواقي.
جدول رقم (28) يبين نتائج اختبار الارتباط الذاتي للبواقي



المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي (Eviews)
يتضح من الجدول أعلاه عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي في سلسلة البواقي حيث أن قيم P-value المقابلة لـ Q-statistic أكبر من 5% ويؤكد هذه النتيجة أيضاً قيمة Durbin-Watson stat في نموذج var حيث بلغت 1.61

3. مشكلة عدم تجانس التباين: يوضح الجدول في الأسفل نتائج اختبار مشكلة عدم تجانس التباين للبواقي.

جدول رقم (29) يبين نتائج اختبار مشكلة عدم تجانس التباين

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey			
F-Statistic	0.139782	Prob. F(2,39)	0.87
Obs*R-squared	0.298926	Prob. Chi-Square(2)	0.8612
Scaled explained SS	0.513351	Prob. Chi-Square(2)	0.7736

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي (Eviews)

يتضح من الجدول أعلاه عدم وجود مشكلة عدم تجانس التباين Heteroskedasticity حيث أن قيمة P-value المقابلة لـ χ^2 (حيث عبارة عن Obs*R-squared) تساوي 0.8612 وهي أكبر من 5% مما يؤدي إلى قبول فرضية عدم التجانس التي تنص على ثبات أو تجانس التباين (عدم وجود مشكلة عدم ثبات التباين).

ثالثاً – المشاركة والصكوك:

أ. التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة: باستخدام برنامج Eviews، تم حساب الخصائص الإحصائية لمتغيرات الدراسة (مقاييس النزعة المركزية، مقاييس التشتت، مقياسي الالتواء والتفلطح واختبار Jarque-Bera لاختبار توزيع البيانات طبيعياً، حيث أن القيمة المعيارية لهذا الاختبار هي (5,99)، وبالتالي تتبع البيانات التوزيع الطبيعي إذا كانت إحصائية $\text{Jarque-Bera} \leq 5.99$ وكذلك $\text{probability} > 0.05$ كما هو موضح في الجدول التالي:

جدول رقم (30) يبين الخصائص الإحصائية لمتغيرات الدراسة

	MUSHARAKA	SUKUK
Mean	7095308.	7788762.
Median	6726112.	6480347.
Maximum	10629400	19652996
Minimum	3808029.	2357074.
Std. Dev.	1970199.	5617896.
Skewness	0.465006	0.759052
Kurtosis	2.107624	2.095003
Jarque-Bera	2.976418	5.596560
Probability	0.225777	0.060915
Sum	3.05E+08	3.35E+08
Sum Sq. Dev.	1.63E+14	1.33E+15
Observations	43	43

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي (Eviews)

يبين الجدول رقم (30) أنّ متوسط قيمة كل من الصكوك والمشاركة خلال الفترة المدروسة تبلغ على التوالي: 7788762، 7095308 مليار درهم. كما تبلغ قيمة الوسيط للصكوك والمشاركة خلال الفترة المدروسة على التوالي: 6480347، 6726112 مليار درهم أي أنّ 50% من قيم الصكوك والمشاركة أكبر من 6480347، 6726112 مليار درهم على التوالي خلال الفترة. إنّ أكبر قيمة للصكوك والمشاركة خلال الفترة على التوالي: 19652996، 10629400 مليار درهم. إنّ أصغر قيمة للصكوك والمشاركة خلال الفترة تبلغ: 2357074، 3808029 مليار درهم. إنّ القيمة الاحتمالية المقابلة لاختبار Jarque-Bera بالنسبة للصكوك أكبر من 0.05 وبالتالي تخضع بيانات الصكوك للتوزيع الطبيعي، كما وأنّ القيمة الاحتمالية المقابلة لاختبار Jarque-Bera بالنسبة للمشاركة أكبر من 5% وبالتالي تخضع بيانات المشاركة للتوزيع الطبيعي.

ب. اختبار ودراسة استقرار السلاسل الزمنية (اختبار جذر الوحدة Unit root): يستخدم اختبار جذر الوحدة لمعرفة إذا كانت السلسلة الزمنية مستقرة أو ساكنة بمعنى أنّه لا يوجد ارتباط بين بيانات السلسلة الزمنية الواحدة أو جذر وحدة. وبناءً على ذلك سيتم اختبار الاستقرار لكلا المتغيرين، الصكوك Ln_Sukuk، المشاركة Ln_Musharaka باستخدام اختبار ديكي فولر ADF.

فرضيات اختبار جذر الوحدة Unit root :

H0: السلسلة الزمنية غير مستقرة وفيها جذر الوحدة.

H1: السلسلة الزمنية مستقرة وليس فيها جذر الوحدة. حيث يستخدم مستوى دلالة 5% لقبول أو رفض الفرضية.

الجدول رقم (31) يبين نتائج اختبار استقرار السلاسل الزمنية ADF لكلا المتغيرين Sukuk,mudaraba

Augmented Dickey - Fuller test statistic				
Null Hypothesis: variable has a unit root				
Test for unit root in 1st difference				
Exogenous	Constant, Linear Trend	Constant	None	حالة التكامل
Variable	t-statistic			I(d)
sukuk	-7.049581	-6.676768	-6.031591	I(1)
prob.*	0	0	0	I(1)
musharaka	-4.060406	-4.058605	-4.096158	I(1)
prob.*	0.0142	0.0029	0.0001	I(1)

المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على البرنامج الاحصائي (E-views)

من نتائج اختبار الاستقرار أو السكونية للمتغيرين في النتائج أعلاه، يتبين أنّ السلاسل الزمنية لكلا المتغيرين مستقرين من الدرجة الأولى أي متكاملين من نفس الدرجة وذلك عند جميع المعادلات: ثابت، ثابت واتجاه عام، بدون ثابت وبدون اتجاه عام. حيث تبلغ القيمة الاحتمالية P-value عند جميع المعادلات 0% وهي أصغر من 5% وبالتالي تُرفض فرضية العدم وتقبل الفرضية البديلة القائلة بعدم وجود جذر الوحدة في السلاسل الزمنية المدروسة وبالتالي السلسلتين مستقرتين من نفس الدرجة (أي متكاملتين من الفروق من الدرجة الأولى). بما أنّ السلاسل الزمنية لكلا المتغيرين مستقرة عند درجة محددة، عندها يمكن إجراء اختبار التكامل المشترك CO-integration.

ت. اختبار التكامل المشترك Johansen cointegration Test: يستخدم هذا الاختبار لمعرفة وجود علاقة توازنية على الأمد الطويل بين المتغيرات المدروسة. هذا الاختبار يتضمن نوعان من الاختبارات وهما: اختبار الأثر Trace Test، اختبار القيم العظمى Maximum Eigen Value Test.

فرضيات اختبار التكامل المشترك:

H0: لا يوجد أي متجه للتكامل المشترك بين المتغيرات المدروسة.

H0: يوجد متجه واحد للتكامل المشترك على الأكثر al most بين المتغيرات. حيث أنّ هذه الفرضيات تقبل عند مستوى دلالة 5% وترفض دون ذلك.

جدول رقم (32) يبين نتائج اختبار التكامل المشترك باستخدام منهجية Johansen cointegration Test

sample:2007-Q2 2018			
Include observations:43			
Null Hypothesis: Series are not cointegrated			
Automatic lags specification based on Schwarz criterion (maxlag=1)			
Hypothesized No.of CE(s)	Eigenvalue	Trace statistic	prpb.**
None	0.17022	8.335379	0.4302
at most 1	0.016568	0.684993	0.4079
Hypothesized No.of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen statistic	prpb.**
None	0.17022	7.650385	0.4154
at most 1	0.016568	0.684993	0.4079

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي (Eviews)

من نتائج اختبار الأثر Trace Test واختبار القيم العظمى Maximum Eigen Value Test أعلاه يتبين أنّ قيمة P-value لفرضية None (الفرضية القائلة بعدم وجود أي متجه للتكامل المشترك بين المتغيرات المدروسة) أكبر من 5% وعندها لا نستطيع أن نرفض هذه الفرضية، وبالتالي لا يوجد أي متجه للتكامل المشترك بين المتغيرات المدروسة أي لا يوجد علاقة توازنية على الأمد الطويل بين تلك المتغيرات. وعليه لا يمكننا التوجه الى اختبار نموذج تصحيح الخطأ Vecm ونتجه الى نماذج VAR.

ح. اختبار نموذج Vector Auto regression VAR:

1. اختيار عدد فترات الإبطاء الملائم: يوضح الجدول التالي نتائج اختبار فترة الإبطاء

المثلى لمتغيرات النموذج، باستخدام البرنامج الإحصائي (Eviews):

جدول رقم (33) معايير اختيار فترة الإبطاء المثلى باستخدام نموذج VAR

Var Lag Order Selection Criteria						
Exogenous variable: C						
Sample: 1 44						
Include observation: 40						
lag	logL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
Endogenous variables: sukk musharaka						
0	-1307.98	NA	9.57E+25	65.49897	65.58341	65.5295
1	-1204.07	192.2383	6.48E+23	60.50334	60.75667*	60.59493
2	-1198.41	9.897760*	5.98e+23*	60.42054*	60.84276	60.57320*
3	-1196.46	3.215249	6.65E+23	60.52311	61.11422	60.73684

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي (Eviews)

يتبين من الجدول رقم (33) أن فترة الإبطاء المثلى لمتغيرات الدراسة هي فترتي إبطاء واحدة (lag=2) كونها معنوية لأكثر عدد من معايير المفاضلة (LR, SC, H-Q).

2. تقدير نموذج الانحدار الذاتي (VAR): Vector Auto Regression

سبيل اختبار الفرضية الثانية: "لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم الصكوك الاستثمارية التي أصدرها مصرف دبي الإسلامي وحجم المشاركة المقدمة"، تم بناء نموذج VAR حيث يتم في هذا النموذج كتابة كل متغير من متغيرات الدراسة كدالة خطية بقيم المتغير نفسه في الفترات السابقة وبقيم المتغيرات الأخرى في النموذج في الفترات السابقة.

اعتماداً على نتائج اختبار قيم معايير تحديد عدد مدد التباطؤ الزمني نختار فجوة زمنية واحدة، وذلك عند تقدير نموذج (VAR) وفق المعادلة التالية:

$$\text{musharaka}_t = c + \alpha_1 \text{musharaka}_{t-1} + \alpha_2 \text{musharaka}_{t-2} + \beta_1 \text{sukuk}_{t-1} + \beta_2 \text{sukuk}_{t-2} + \varepsilon_t$$

حيث أن:

ε_t : حد الخطأ العشوائي.

جدول رقم (34) يبين نتائج اختبار VAR لمتغيرات النموذج

Vector Autoregression Estimates				
Sample (adjusted): 2 43				
Include observations: 42 after adjustments				
MUSHARAKA = C(1)*MUSHARAKA(-1) + C(2)*MUSHARAKA(-2) + C(3)*SUKUK(-1) + C(4)*SUKUK(-2) + C(5)				
	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	Prob
C(1)	1.297492	0.147137	8.818268	0
C(2)	-0.4534	0.14079	-3.220394	0.0027
C(3)	-0.025392	0.092606	-0.274189	0.7855
C(4)	0.001275	0.0974	0.013086	0.9896
C(5)	1333396	561764.4	2.373585	0.0231
R-squared	0.880373	Mean dependent var		7241414
Adjusted R-squared	0.867081	S.D. dependent var		1897648
S.E. of regression	691844.6	Akaike info criterion		29.84596
Sum squared resid	1.72E+13	Schwarz criterion		30.05493
Log likelihood	-606.8422	Hannan-Quinn criter.		29.92206
F-statistic	66.23399	Durbin-Watson stat		1.83569
Prob(F-statistic)	0			

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي (Eviews)

من النتائج أعلاه يتبين أن القيمة الاحتمالية لـ F-statistic هي 0% وهي أصغر من مستوى الدلالة 5% وهذا دليل على أن النموذج معنوي وفقاً لما يلي:

H0: النموذج غير معنوي. وكافة المتغيرات المستقلة غير معنوية (لا تختلف قيمتها معاملاتها عن الصفر).

H1: النموذج معنوي. وكافة المتغيرات المستقلة معنوية (تختلف قيمة معاملاتها عن الصفر).
بما أن النموذج معنوي هذا يعطينا ثقة بقيمة $R^2 = 0.880373$ ودلالته $R^2 \approx 0.89$ أي أن التغيرات في حجم الصكوك وحجم المشاركة لفترات سابقة من المحتمل أن تفسر 0.89 من التغيرات في حجم المشاركة الحالية. وبما أن النموذج معنوي وصالح يمكن أن نستدل من نتائج التقدير على وجود أثر عكسي لارتفاع حجم الصكوك كوسطي الفترتين السابقتين على حجم المشاركة في الفترة الحالية، إلا أنه غير دال إحصائياً عند مستوى دلالة 5% حيث بلغت المرونة الجزئية للصكوك بالنسبة للمشاركة ($-0.0120585 \approx -0.02$) أي أن ارتفاع حجم الصكوك بمقدار 100% يؤدي إلى انخفاض حجم المشاركة بمقدار 0.02، وهو تأثير ضعيف لكن الملاحظ في هذه النتيجة أن

العلاقة بين حجم الصكوك وحجم المشاركة عكسية بعكس النتائج السابقة حيث كانت العلاقة طردية بين حجم الصكوك وحجم المضاربة و حجم المراهبة. ويمكن تفسير ذلك بأن مصرف دبي الإسلامي يقوم على تصكيك جزء بسيط من المشاركات في سبيل تمويل الأنشطة الاستثمارية الأخرى أو دعم السيولة أو سداد التزامات مترتبة عليه أو غير ذلك مما يؤدي إلى انخفاض حجم المشاركة عند إصدار الصكوك.

خ. اختبار سلسلة البواقي: يتم اختبار سلسلة البواقي للتأكد من خلوها من المشاكل الإحصائية التالية:

1. مشكلة عدم اقتراب توزع البيانات من التوزيع الطبيعي Normality Test.
2. مشكلة الارتباط الذاتي Auto correlations.
3. مشكلة عدم تجانس التباين Heteroskedasticity.

1. مشكلة عدم اقتراب توزع البيانات من التوزيع الطبيعي: يوضح كلا من الجدول والشكل في الأسفل نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي.

جدول رقم (35) يبين نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي

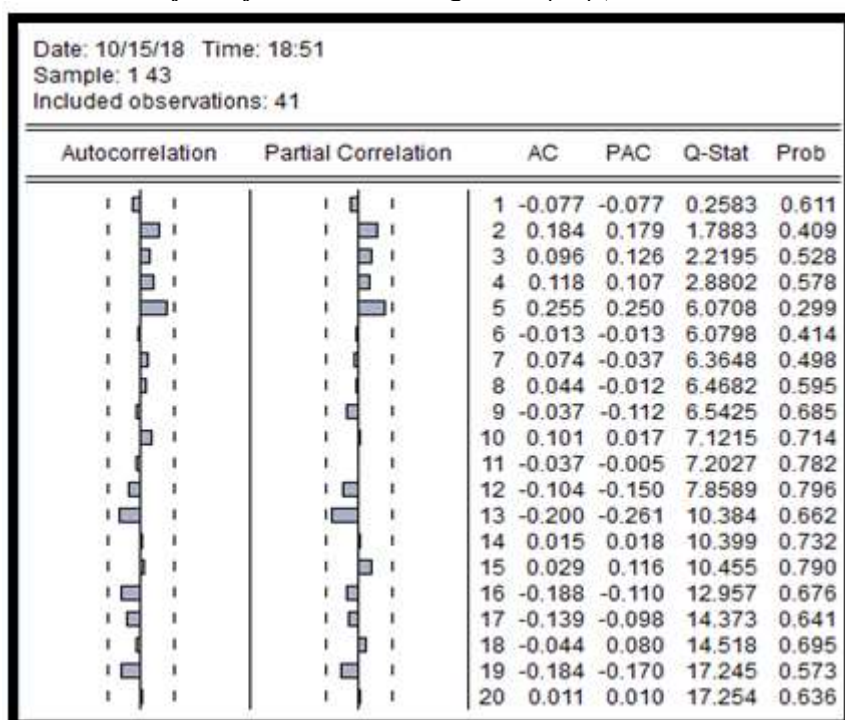
Series: resid 01	
Sample: 1 43	
Observation: 42	
Mean	-1.58E-09
Median	33025.35
Maximum	2321481
Minimum	-1542481
Std.Dev.	656341.5
Skewness	0.568355
Kurtosis	5.650337
Jarque- Bera	14.20717
Probability	0.000822

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي (Eviews)

يتضح من الجدول أعلاه أنّ سلسلة البواقي لا تخضع للتوزيع الطبيعي، حيث تبلغ قيمة P-
 $0.05 > 0.000822$ Jarque-Bera $\downarrow$ value

2. مشكلة الارتباط الذاتي: يوضح الجدول في الأسفل نتائج اختبار الارتباط الذاتي للبواقي.

جدول رقم (36) يبين نتائج اختبار الارتباط الذاتي للبواقي



المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي (Eviews)

يتضح من الجدول أعلاه عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي في سلسلة البواقي حيث أن قيمة P-value المقابلة لـ Q-statistic أكبر من 5% ويؤكد هذه النتيجة أيضاً قيمة Durbin-Watson stat في نموذج var حيث بلغت 1.83

3. مشكلة عدم تجانس التباين: يوضح الجدول في الأسفل نتائج اختبار مشكلة عدم تجانس التباين للبواقي.

جدول رقم (37) يبين نتائج اختبار مشكلة عدم تجانس التباين

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey			
F-statistic	1.669808	Prob. F(4,36)	0.1783
Obs*R-squared	6.416436	Prob. Chi-Square(4)	0.1701
Scaled explained SS	11.50232	Prob. Chi-Square(4)	0.0215

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي (Eviews)

يتضح من الجدول أعلاه عدم وجود مشكلة عدم تجانس التباين Heteroskedasticity حيث أن قيمة P-value المقابلة لـ χ^2 (حيث χ^2 عبارة عن Obs*R-squared) تساوي 0.1701 وهي أكبر من 5% مما يؤدي إلى قبول فرضية العدم التي تنص على ثبات أو تجانس التباين (عدم وجود مشكلة عدم ثبات التباين).

النتائج والمقترحات:

أولاً - النتائج:

1. أثبتت الأزمة المالية الأخيرة عام 2008 مدى متانة وقوة المركز المالي للمصارف الإسلامية حيث كان تأثيرها بالأزمة محدوداً، مما دعا إلى تبني كثير من الدول لفكرتها وبالتالي توسعها وانتشارها حيث تشير الإحصاءات إلى نمو متواصل في حجم أصول واستثمارات المصارف الإسلامية، حيث من المتوقع أن يصل حجم الأصول في نهاية عام 2018 إلى 3.4 تريليون \$ أي بمعدل يتراوح ما بين 15 - 20%، كما وصل عدد المؤسسات المصرفية الإسلامية حول العالم إلى 700 مؤسسة مصرفية إسلامية.
2. تسعى الهندسة المالية الإسلامية إلى ابتكار منتجات مالية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية وذلك حسب متطلبات التغيرات في البيئة الاقتصادية محلياً أو عالمياً أو إقليمياً والمشاكل التي تظهر في البيئة المصرفية الداخلية كمشكلة السيولة على سبيل المثال.
3. إنَّ للتوريق المصرفي التقليدي عدة محاسن وأهداف تسعى المصارف إلى تحقيقها من خلاله كتوفير السيولة وتقليل مخاطر الائتمان وتحسين التصنيف الائتماني والتحرر من قيود الميزانية العمومية إلاَّ أنَّها لا تخلو من المخاطر وخاصة مخاطر التوريق من نوع Pay - through و ABB حيث تؤدي تلك المخاطر في حال تعثر القروض إلى حدوث أزمات مالية لا تستطيع الخروج منها كما حدث في عام 2008.
4. التصكيك الإسلامي أداة مالية شرعية مبتكرة تسعى المصارف الإسلامية من خلالها إلى تحقيق عدة أهداف قريبة من الأهداف التي يعمل التوريق على تحقيقها، وهي أداة يتسع نطاق قبولها عالمياً باعتبار أنَّها أكثر أماناً في تحقيق العوائد وأقل مخاطرة من غيرها من الأدوات المالية التقليدية. إلاَّ أنَّها لا تخلو من العقبات والتحديات التي تعوق نموها وتطورها.
5. لقد بيَّنت نتائج الدراسة أنَّ المرباحة هي النسبة الأكثر تأثراً من إصدارات الصكوك من غيرها من الأنشطة الاستثمارية، حيث أنَّ كل زيادة بمقدار 100% في حجم الصكوك يؤدي إلى زيادة بمقدار 0.22 في حجم المرباحة، وتعتبر هذه النسبة مرتفعة مقارنة بغيرها من الأنشطة الاستثمارية المدروسة، ويعود تفسير ذلك إلى تركيز مصرف دبي الإسلامي على منتج المرباحة أكثر من غيره من المنتجات كونه أكثر أماناً وربحية.
6. أشارت نتائج الدراسة أنَّ تأثر المضاربة مقابل إصدارات الصكوك هو تأثر ضعيف، حيث أنَّ كل زيادة بمقدار 100% في حجم الصكوك تؤدي إلى زيادة بمقدار 0.09 في حجم المضاربة.
7. توصلت الدراسة إلى علاقة عكسية بين المشاركة والصكوك، إلاَّ أنَّ هذه العلاقة ضعيفة، حيث أنَّ كل زيادة بمقدار 100% تؤدي إلى انخفاض بمقدار 0.02 في حجم المشاركة. ويمكن تفسير ذلك بأنَّ مصرف دبي الإسلامي يقوم على تصكيك جزء بسيط من مشاريع المشاركة في سبيل تمويل الأنشطة الاستثمارية الأخرى أو دعم السيولة أو سداد التزامات مترتبة عليه أو غير ذلك مما يؤدي إلى انخفاض حجم المشاركات عند إصدار الصكوك.
8. بما أنَّ تمويل الصكوك للأنشطة الاستثمارية بسيط وليس بذلك التمويل الضخم، حيث أنَّ كل زيادة بمقدار 100% في حجم الصكوك تؤدي إلى زيادة في حجم الأنشطة الاستثمارية بمقدار 0.29، فإنَّ الـ 0.71 المتبقية من الـ 100% للصكوك تذهب لتمويل السيولة والاستثمارات الأخرى وسداد الالتزامات.

ثانياً - المقترحات:

1. يمكن لمصرف دبي الإسلامي أن يستفيد من نتائج هذه الدراسة في إعادة النظر حول تمويل المضاربة من إصدارات الصكوك، كون نسبتها ضعيفة من تلك الإصدارات، بما يساهم في النهاية في تدعيم وتطوير القاعدة الاستثمارية وفق تلك الصيغة، ذلك لأنّ المضاربة تعتبر من الصيغ الهامة إلى جانب المربحة في نمو أي مصرف وتطوره نظراً لمزاياها العديدة والمتنوعة والتي تساهم في دفع عجلة النمو الاقتصادي.
2. إمكانية مساعدة نتائج هذه الدراسة مصرف دبي الإسلامي حول تسليط الضوء على موضوع تمويل المشاركة من إصدارات الصكوك، باعتبار هذه الصيغة يتم تصكيكها (ولو بنسبة ضعيفة) بدلاً من تمويلها، بما يساهم في النهاية في تخصيص نسبة للمشاركة من إصدارات الصكوك وبالتالي تدعيم وتطوير القاعدة الاستثمارية وفق تلك الصيغة، ذلك لأنّ صيغة المشاركة من الصيغ الأساسية إلى جانب المضاربة في تحقيق رسالة المصرف الإسلامي وأهدافه.
3. على الرغم من المربحة هي النسبة الأكثر تأثراً من إصدارات الصكوك مقارنة بغيرها من الأنشطة الاستثمارية، إلا أنه يمكن للمصارف الإسلامية في سورية معالجة نقاط الضعف حول هذا الموضوع والاستفادة من هذه التجربة، وتكمن الاستفادة من خلال الاطلاع على كل مرحلة من مراحل عمليات التصكيك التي يقوم بها بالإضافة للتعرف على الضوابط الشرعية عند اصدار الصكوك واستخدام الإيرادات وتحديد سعر الأصول وتداول الصكوك والضوابط الاقتصادية وكل ما يستلزم وجوده في هذه العملية حتى تضمن نجاح عملية التصكيك.
4. التأكيد على المصارف الإسلامية في سورية لزيادة حجم صيغ التمويل والأنشطة الاستثمارية في مجال المضاربة والمشاركة بما يتناسب مع متطلبات السوق السورية ومتطلبات الهندسة المالية الإسلامية.
5. إمكانية استفادة المصارف الإسلامية في سورية من تجربة الصكوك، حيث أنّ قيام المصارف الإسلامية في سورية بالاهتمام بصيغتي المضاربة والمشاركة، والعمل تعمل على تمويلها من خلال اصدار الصكوك، سيساهم ذلك في إيجاد المشاريع الاستثمارية التي الاقتصاد بحاجة إليها في هذه المرحلة، مما يحقق بالنهاية نتائج إيجابية سواء على مستوى المصرف المصدر لتلك الصكوك، أو على مستوى الاقتصاد بأكمله.
6. العمل على إيجاد إطار تشريعي ينظم عملية اصدار الصكوك وتداولها واستردادها وفق أحكام الشريعة الإسلامية حتى يتم تضيق هوة الخلاف الفقهي الشرعي وبالتالي ترفع ثقة المستثمرين تجاه الصكوك المصدرة مما يساعد في النهاية على تحقيق الجدوى من اصدار الصكوك سواء بالنسبة للجهة المنشئة للتصكيك أو المستثمرين أو الاقتصاد.
7. زيادة التعاون والتنسيق مع مصرف دبي الإسلامي أو أي مؤسسة مالية إسلامية معروفة عالمياً بعقد الندوات والمؤتمرات المشتركة عن التصكيك وآلياته والتي تمكن المصارف الإسلامية في سورية من الحصول على خبرات تلك المؤسسة في هذا المجال بالإضافة الى أنّ تقديم المقترحات من كلا الجانبين في هذا المجال يمكن أن يساهم في تطوير عمل تلك المصارف فيما يتعلق بالتصكيك وآلياته ومنتجاته.
8. يمكن للقائمين على إدارة السياسة المالية في سورية الاستفادة من نتائج البحث، بالإضافة الى الاستفادة من تجارب الدول الأخرى في إصدارات الصكوك في مجال تمويل مشاريع البنية التحتية والمشاريع الأخرى (كمشروع توسعة مطار 8 ماي 1945 الدولي بالجزائر - مشروع بناء مدينة حمد الطبية في قطر - مشروع بناء جسر محمد الفاتح في تركيا - مشروع تمويل

الطريق السريع في طهران) في انشاء وحدة مركزية لاصدارات الصكوك الحكومية لغرض تنظيم وإدارة إصدارات الصكوك الحكومية.

الملاحق

الملحق رقم (1): مقترح مشروع للصكوك الاستثمارية في سورية

المادة /1/: يكون للكلمات والعبارات التالية حيثما وردت في هذا القانون المعاني المخصصة لها أدناه:

الصكوك: أوراق مالية قابلة للتداول تمثل حصصاً شائعة ومتساوية القيمة في ملكية موجودات قائمة فعلاً أو سيتم انشاؤها من أعيان أو منافع أو خدمات أو حقوق أو خليط من الأعيان والمنافع والخدمات والديون والنقود من حصيلة الاكتتاب وتصدر في إطار عقد وفق المعايير الشرعية وعلى أساس قاعدة الغنم بالغرم.

الصكوك الحكومية: الصكوك التي تصدرها الحكومة أو الهيئات العامة أو وحدات الإدارة المحلية أو غيرها من الأشخاص الاعتبارية العامة.

مدير الصكوك: المضارب أو الشريك المدير أو وكيل الاستثمار.

الهيئة: الهيئة الشرعية المركزية لإصدارات الصكوك المنصوص عليها في هذا القانون.

المجلس: مجلس مفوضي هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية.

المركز: مركز المقاصة والحفظ المركزي.

نشرة الإصدار/ نشرة الاكتتاب: وثيقة تتضمن بيانات وشروط إصدار الصكوك واحكامها.

الموجودات: الأصول المدرة للدخل والتي يمكن أن تصدر مقابلها الصكوك.

الجهة المستفيدة: الجهة التي تستفيد من حصيلة الاكتتاب في الصكوك.

عقد الإصدار الشرعي: العقد الشرعي الذي تصدر على أساسه الصكوك وفقاً لأحكام هذا القانون.

تداول الصكوك: بيع الصكوك في السوق الثانوية لغير مصدرها بالثمن الذي يتراضى عليه البائع والمشتري. ويخضع هذا التداول لأحكام وشروط تداول الموجودات التي تمثلها الصكوك.

الاسترداد: شراء الجهة المستفيدة لموجودات الصكوك، ويخضع لحكم وشروط شراء الجهة المستفيدة لموجودات الصكوك، على النحو الذي تبينه نشرة الإصدار.

ضمان تغطية الاكتتاب: هو تعهد جهة بالاكتتاب فيما لم يكتتب فيه من الصكوك بالقيمة التي يحددها التعهد، وهذا التعهد يلزمه وحده دون الجهة المستفيدة من التعهد.

التعهد بالاسترداد: هو تعهد جهة غير الجهة المستفيدة بشراء موجودات الصكوك بالثمن الذي يحدده التعهد، وهذا التعهد يلزمه وحده دون الجهة المستفيدة من التعهد.

المشروع: نشاط اقتصادي مدر للدخل غير محظور شرعاً.

الشركة ذات الغرض الخاص: الشركة التي يتم انشاؤها لغرض تملك الموجودات والمنافع والتي تصدر مقابلها صكوك التمويل الإسلامي.

المادة /2/ يجوز للجهات التالية إصدار الصكوك مباشرةً أو من خلال الشركة ذات الغرض الخاص: (أ). الحكومة.

(ب). الهيئات العامة والمحافظات وغيرها من الأشخاص الاعتبارية العامة.

(ج). البنوك الخاضعة لإشراف البنك المركزي السوري بعد موافقته.

(د). الشركات التي تقدم خدمات التمويل الإسلامي.

(هـ). الشركات والمؤسسات التي تحصل على موافقة الهيئة.

(و). المؤسسات المالية الدولية والإقليمية التي يوافق عليها البنك المركزي السوري لتمويل مشروعات في الجمهورية العربية السورية.

المادة /3/

- أ. لغايات هذا القانون، يعين في مجلس مفوضي هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية أربعة مفوضين من الخبراء الاقتصاديين والماليين في الاقتصاد الإسلامي بقرار من رئيس مجلس الوزراء ولمدة أربع سنوات قابلة للتجديد.
- ب. على مجلس مفوضي هيئة الأوراق والأسواق المالية عند النظر في الأمور المتعلقة بالصكوك دعوة الأعضاء المنصوص عليهم في الفقرة /أ/ من هذه المادة.
- ت. يكون اجتماع مجلس مفوضي هيئة الأوراق والأسواق المالية لغايات الفقرة /ب/ من هذه المادة قانونياً بتوافر النصاب القانوني لأعضائه المفوضين وحضور ثلاثة من المفوضين من الخبراء الاقتصاديين والماليين في الاقتصاد الإسلامي على الأقل. ويُتخذ القرار بأكثرية الحاضرين على أن يكون من بينهم اثنان من خبراء الاقتصاد الإسلامي.
- ث. يتولى المجلس المهام والصلاحيات الآتية:

1. رسم السياسة العامة لإصدار الصكوك وتقييم إصداراتها ومتابعتها.
2. اعداد المتطلبات الواجب تضمينها في كل نشرة إصدار بحسب خصوصية صيغ الصكوك والنماذج اللازمة لذلك.
3. التأكد من تضمين نشرة الإصدار أو الاكتتاب آراء الهيئة أو ملاحظاتها.
4. الموافقة على نشرة الإصدار.
5. التأكد من الالتزام بالقرارات الصادرة عن الهيئة.
6. تشكيل لجنة مع الهيئة والجهات الأخرى ذات العلاقة في اعداد اللائحة التنفيذية لهذا القانون ورفعها الى رئيس مجلس الوزراء.

المادة /4/ تنشأ هيئة شرعية مركزية لإصدارات الصكوك من أحد عشر عضواً تشكل بقرار من رئيس مجلس الوزراء بناء على ترشيح وزير المالية وبعد أخذ رأي هيئة كبار العلماء، خلال شهرين من تاريخ العمل بهذا القانون، بناء على ترشيح وزير المالية وبعد أخذ رأي هيئة كبار العلماء، ويشترط فيمن يرشح عضواً في هذه الهيئة:

أ. أن يكون حاصلاً على درجة الدكتوراه في الفقه أو الأصول ويفضل الحاصل على درجة الأستاذ.

- ب. أن يكون لديه بحث منشور عن النظام الاقتصادي والمالي الإسلامي.
- ت. أن تكون لديه خبرة عملية لا تقل عن ثلاث سنوات في عضوية الهيئات الشرعية في المؤسسات المالية الإسلامية ويفضل من شارك في إصدارات الصكوك.
- ث. ألا يكون قد سبق الحكم عليه بعقوبة جنائية أو جنحة في جريمة ماسة بالشرف أو الأمانة، أو أشهر اعساره ما لم يكن قد رد إليه اعتباره، وتكون عضوية الهيئة الشرعية لمدة ثلاث سنوات قابلة للتجديد.

ويصح انعقاد الهيئة الشرعية بحضور سبعة من أعضائها على الأقل، وتصدر قراراتها بأغلبية الحاضرين. وتنتهي عضوية الهيئة بالوفاة أو الاستقالة، أو انتهاء المدة، أو بقرار مسبب من خمسة أعضائها على الأقل. وتختار الهيئة الشرعية من بين أعضائها في أول اجتماع لها رئيساً ونائباً للرئيس، ويكون لها أمانة فنية تساعد في أداء عملها يصدر بتحديد قرار من رئيس الهيئة الشرعية، وتكون قرارات وفتاوى الهيئة الشرعية نهائية وملزمة لجميع المشاركين في إصدارات الصكوك. ويمتنع على عضو الهيئة أن يشترك في ابداء الرأي في إصدار يتعامل فيه أحد اقاربه حتى

الدرجة الرابعة، وتتبع الهيئة الشرعية مجلس الوزراء. ويصدر بنظام عملها ومقرها والمعاملة المالية لأعضائها قرار من رئيس مجلس الوزراء.

المادة /5/ تتولى الهيئة الشرعية المهام والصلاحيات التالية:

1. بدء الرأي الشرعي بشأن الصكوك المزمع إصدارها واعتماد هيكلها وعقودها ونشراتها اكتبها.
2. التحقق من اصدار وتداول واسترداد الصكوك وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية.
3. التحقق من استخدام حصيلة الصكوك فيما صدرت من أجله وتوزيع عوائدها منذ إصدارها وحتى استردادها وفق أحكام الشريعة الإسلامية.
4. تكليف مدقق شرعي أو أكثر من المسجلين لديها لأداء المهام 2 و3 ورفع تقريره للهيئة الشرعية.
5. اخطار الوحدة المركزية لإصدارات الصكوك الحكومية إذا كانت الصكوك الحكومية بما يتضح لها لدى أداء دورها الرقابي من مخالفات لأحكام الشريعة الإسلامية.
6. الرقابة والتدقيق على الأنشطة والمشاريع والصفقات التي تمولها حصيلة اصدار الصكوك للتأكد من التزامها بأحكام الشريعة الإسلامية وذلك بناء على تقارير تطلبها من الجهات ذات العلاقة وتقديم تقرير دوري الى جماعة مالكي الصكوك.
7. أية اختصاصات أخرى شرعية تتعلق بتطبيق أحكام هذا القانون.

المادة /6/ يجب على البنوك والشركات والمؤسسات المنصوص عليها في البنود ج، د، هـ من المادة 2 من هذا القانون عدا المصارف الإسلامية تشكيل هيئة شرعية بكل منها مكونة من ثلاثة أعضاء على الأقل، ويجب أن تتوافر فيهم الشروط المنصوص عليها في المادة 17 من هذا القانون. وتتولى الهيئة مباشرة الاختصاصات المنصوص عليها في البنود 1-2-3 من المادة 18 من هذا القانون إلا أنه في البند 1 تقوم الهيئة الشرعية باعتماد الهياكل والعقود ونشرة الاكتتاب ثم ترفعه الى الهيئة الشرعية المركزية لإبداء الرأي واعتماد نشرة الاكتتاب والتي يتم رفعها فيما بعد الى المجلس.

المادة /7/ تتولى وزارة المالية من خلال وحدة ذات طابع خاص تنشئها لغرض تنظيم وإدارة إصدارات الصكوك الحكومية، تسمى " الوحدة المركزية لإصدارات الصكوك الحكومية" يصدر بتشكيلها وتعيين رئيسها قرار من وزير المالية. وتحدد اللائحة التنفيذية لهذا القانون علاقتها بأجهزة الدولة وهيكلها الإداري والمالي وتقوم الوحدة بالمهام التالية:

أولاً:

1. وضع خطة لتمويل المشروعات التنموية والأنشطة الاستثمارية التي يتم تمويلها من خلال اصدار صكوك حكومية وتحديد أولوياتها.
 2. تحديد الهياكل المناسبة للإصدارات المختلفة.
 3. وضع سياسة لإدارة المخاطر المرتبطة بكل اصدار.
 4. مراجعة وإدارة التدفقات النقدية لكل اصدار، ومواعيد الاسترداد.
- ولها أن تستعين بالشركات ذات الخبرة في اعداد هياكل الصكوك ومستنداتها ونشراتها اكتبها والمسجلة لدى المجلس لهذا الغرض، على النحو الذي تحدده اللائحة التنفيذية لهذا القانون.
5. انشاء سجل الكتروني لكل مستندات ومشروعات وأنشطة الصكوك الحكومية.
 6. تلقي شكاوى المتعاملين بالصكوك الحكومية ودراستها واعداد الرأي بشأنها.

ثانياً:

1. دعم الأنشطة الخاصة بتنمية السوق الأولية والسوق الثانوية للصكوك الحكومية.

2. التنسيق مع الهيئات العامة ووحدات الإدارة المحلية وغيرها من الأشخاص الاعتبارية العامة فيما تصدره من صكوك.
ولوزير المالية في حال اصدار الصكوك الحكومية اجراء التعاقدات اللازمة مع المكاتب والبنوك من اجل اعداد نشرة الإصدار.

المادة /8/ يجوز بمقتضى هذا القانون للجهة الراغبة في اصدار الصكوك انشاء شركة ذات غرض خاص لكل اصدار يكون لها الشخصية الاعتبارية والذمة المالية المستقلة. وتكون مهامها:

1. تلقي حصيلة الاكتتاب في الصكوك.
2. أميناً لملاك الصكوك في الاحتفاظ بملكية الموجودات.
3. وكيل عن ملاك الصكوك في استثمار حصيلة الاكتتاب واستخدامها فيما صدرت الصكوك من أجله.
4. توزيع عوائد الصكوك وقيمة استردادها.
5. تدخل الشركة في جميع العقود مع الجهة المستفيدة وغيرها من المشاركين في الإصدار نيابة عن مالكي الصكوك.
- تبين اللاحقة التنفيذية نموذج النظام الأساسي للشركة، وإجراءات تأسيسها، وكيفية ادارتها.
- يجوز للشركة تعيين جهة متخصصة تتولى تنفيذ الأعمال الدخلة في اختصاصها بعد موافقة الهيئة.
- يجب على كل شركة نشأت لأغراض هذا القانون أن تمسك حسابات منتظمة عن مشروعها. ويتولى تدقيق حساباتها محاسب قانوني أو أكثر.
- وتلتزم الشركة بإرسال نسخة من بياناتها المالية سواء المتعلقة بالقوائم المالية الدورية أو الميزانية السنوية أو الأحداث الجوهرية التي تلتزم الشركة ذات الغرض الخاص بالإفصاح عنها لمالكي الصكوك الى كل من الجهة المستفيدة، المجلس، الهيئة الشرعية. وفيما يتعلق بالصكوك الحكومية تلتزم الشركة إضافة لذلك بإرسال نسخة من البيانات الى الوحدة المركزية لإصدارات الصكوك الحكومية.

المادة /9/ على الرغم مما ورد في أي تشريع آخر:

- أ. تعفى الشركة ذات الغرض الخاص مما يلي:
 1. جميع الرسوم بما فيها رسوم تسجيل الشركات وترخيصها.
 2. الدفع المسبق لرأسمالها قبل تسجيلها.
 3. ضريبة بيع العقار ورسوم معاملات تسجيل الأراضي التي تجري بينها وبين الجهة المستفيدة (سواء مالكة للشركة ذات الغرض الخاص أم غير مالكة لها) عند نقل ملكيتها أو عند اجراء أي تصرف بينهما.
 4. جميع ضرائب ورسوم معاملات تسجيل الموجودات والمنافع والخدمات التي تجري بينها وبين الجهة المستفيدة عند نقل ملكيتها أو عند اجراء أي تصرف بينهما.
- ب. تعفى معاملات الصكوك من جميع الضرائب والرسوم بما في ذلك ضريبة الدخل والضريبة على المبيعات ورسوم طوابع الواردات.
- ج. لا تخضع الأرباح الناشئة عن الاستثمار في الصكوك لضريبة الدخل.

المادة /10/

- أ. لغايات الاستفادة من الإعفاءات في الفقرة (أ) من المادة السابقة، تقدم الشركة ذات الغرض الخاص والجهة المستفيدة تعهداً الى المجلس يتضمن الالتزام بما يلي:

1. إصدار الصكوك خلال مدة لا تزيد عن سنة من تاريخ نقل ملكية الموجودات أو المنافع إلى الشركة ذات الغرض الخاص.
2. إطفاء الصكوك خلال المدة المحددة في نشرة الإصدار.
- ب. للمجلس بناءً على طلب الشركة ذات الغرض الخاص تمديد المدة المشار إليها في الفقرة (أ) من هذه المادة.
- ت. إذا خالفت الشركة ذات الغرض الخاص أحكام هذه المادة تلتزم بدفع الرسوم والضرائب المنصوص عليها في الفقرة (أ) من المادة 5 من هذا القانون.

المادة /11/ تصدر الصكوك في شكل شهادة اسمية بالمواصفات التي تحددها اللائحة التنفيذية تثبت حق مالكيها في ملكية حصة شائعة في موجودات الصكوك. ولمالكي هذه الشهادة جميع الحقوق وعليهم جميع الالتزامات المقررة للمالك فيما يملك بما فيها النسبة المستحقة من العائد المتوقع وفقاً لنشرة الإصدار والبيع والرهن والهبة والوصية والارث وغيرها من التصرفات. وتستمر ملكية الصكوك باستمرار المشروع أو إلى حين اطفائها أيهما سبق. وتنظم اللائحة التنفيذية قواعد وإجراءات إصدار الصكوك وملكيتها وموجوداتها وطرحها للاكتتاب العام أو الخاص والاكتتاب فيها وتغطيتها.

المادة /12/ تصدر الصكوك على أساس عقد شرعي أو أكثر من العقود الآتية، ويخضع تداولها واستردادها للضوابط الشرعية التي تقررها الهيئة.

9.1. صكوك التمويل:

9.1.1. صكوك المراجعة: تصدر على أساس عقد المراجعة، وتستخدم حصيلتها لتمويل شراء بضاعة المراجعة لبيعها للواعد بشرائها، بعد تملكها وقبضها، ويمثل الصك حصة شائعة في ملكية هذه البضاعة بعد شرائها، وقبل بيعها وتسليمها لمشتريها، وفي ثمنها بعد بيعها للواعد بشرائها، وعائد هذه الصكوك هو الفرق بين ثمن شراء بضاعة المراجعة وثمان بيعها للواعد بشرائها.

9.2.2. صكوك الاستصناع: تصدر على أساس عقد الاستصناع، وتستخدم حصيلة إصدارها لتمويل تصنيع عين مبيعه استصناعاً لتسليمها إلى مشتريها استصناعاً، ويمثل الصك حصة شائعة في ملكية العين المصنعة، وفي ثمنها بعد تسليمها لمشتريها، وعائد هذه الصكوك هو الفرق بين تكلفة تصنيع العين وثمان بيعها.

9.3.3. صكوك السلم: تصدر على أساس عقد السلم، وتستخدم حصيلة إصدارها لتمويل شراء سلعة السلم، ويمثل الصك حصة شائعة في ملكية سلعة السلم قبل قبضها، وفي السلعة بعد قبضها، وفي ثمنها بعد بيعها، وعائد هذه الصكوك هو الفرق بين ثمن شراء سلعة السلم وثمان بيعها.

9.2. صكوك الاجارة:

9.2.1. صكوك ملكية الأصول القابلة للتأجير: تصدر على أساس عقدي البيع والاجارة، وتستخدم حصيلة إصدارها لتمويل شراء عين قابلة للتأجير رقبَةً ومنفعةً موجودة في ملك المؤجر (اجارة عين) أو موصوفة في ذمته (اجارة موصوفة في الذمة)، ثم تأجيرها مدة محددة لبائعها أو غيره، وهي مدة الصكوك، بأجرة معلومة، ويمثل الصك حصة شائعة في ملكية هذه العين، رقبَةً ومنفعةً، وفي أجرتها بعد تأجيرها، وهذه الأجرة هي عائد هذه الصكوك.

9.2.2. صكوك ملكية منافع الأصول القابلة للتأجير: تصدر على أساس عقد شراء منفعة عين أو استئجارها، وتستخدم حصيلة إصدارها لتمويل شراء منفعة عين موجودة أو موصوفة في ذمة بائع العين، ثم تأجيرها إجارة عين أو إجارة موصوفة في الذمة بأجرة معلومة، ويمثل الصك حصة شائعة

في ملكية منفعة هذا الأصل، دون رقبته، وفي أجرته بعد إعادة تأجيرها، والفرق بين ثمن شراء المنفعة وبيعها هو عائد هذه الصكوك.

9.2.3. صكوك إجارة الخدمات: تصدر على أساس عقد إجارة الخدمات، وتستخدم حصيلة إصدارها لتمويل شراء خدمات من مقدم هذه الخدمات لإعادة بيعها لمتلقي هذه الخدمات، ويمثل الصك حصة شائعة في ملكية الخدمة، وهي التزام في ذمة مقدم الخدمة قبل بيعها، وفي ثمنها بعد بيعها، والفرق بين ثمن شراء الخدمة وثمرتها هو عائد هذه الصكوك.

9.2.4. صكوك الإجارة التشغيلية: تصدر على أساس عقد إجارة عين بأجرة معلومة لمدة محددة تعود العين بعدها إلى مؤجرها، ويجوز للمستأجر أن يعد بشراء هذه العين في نهاية مدة الإجارة.

9.2.5. صكوك الإجارة التمويلية:

9.2.5.1. صكوك الإجارة المعينة: تصدر على أساس عقد إجارة لعين مملوكة للمؤجر بأجرة معلومة تتكون من عنصر ثابت وآخر متغير بمؤشر خارجي منضبط لمدة محددة تنتقل ملكية العين بعدها إلى مستأجرها بعقد بيع أو هبة مستقل.

9.2.5.2. صكوك الإجارة الموصوفة في الذمة: تصدر على أساس عقد إجارة عين موصوفة في الذمة غر موجودة في ملك المؤجر عند الدخول في عقد الإيجار، ويلتزم المؤجر بتحصيلها وتسليمها للمستأجر في تاريخ محدد.

9.3. صكوك الاستثمار:

9.3.1. صكوك المضاربة: تصدر على أساس عقد المضاربة، وتستخدم حصيلة إصدارها لدفع رأس مال المضاربة للمضارب لاستثماره بحصة معلومة من ربحه، ويمثل الصك حصة شائعة في ملكية موجودات المضاربة، وتشمل الأعيان والمنافع والديون والنقود والحقوق المالية الأخرى، وفي ثمنها بعد بيعها، ويستحق مالكو الصكوك حصة شائعة من عائد استثمار موجودات المضاربة ويتحملون مخاطر هذا الاستثمار بنسبة ما يملكه كل منهم من صكوك، وتحدد نشرة اكتتاب هذه الصكوك والعقود الشرعية الملحق بها شروط واحكام عقد المضاربة وحصة مالكي الصكوك من الربح.

9.3.2. صكوك الوكالة بالاستثمار: تصدر على أساس عقد الوكالة بالاستثمار، وتستخدم حصيلة إصدارها لدفع رأس مال الوكالة بالاستثمار إلى الوكيل لاستثماره بأجرة معلومة، ويمثل الصك حصة شائعة في ملكية موجودات الوكالة، وتشمل الأعيان والمنافع والديون والنقود والحقوق المالية الأخرى، وفي ثمنها بعد بيعها، ويستحق مالكو صكوك الوكالة عائد استثمار موجوداتها ويتحملون مخاطر هذا الاستثمار، بنسبة ما يملكه كل منهم من صكوك، ويستحق الوكيل أجراً معلوماً مضموناً على مالكي الصكوك، وقد يستحق مع الأجر حافزاً هو كل أو بعض ما زاد من العائد عن حد معين، وتحدد نشرة اكتتاب هذه الصكوك والعقود الشرعية الملحق بها شروط واحكام عقد الوكالة بالاستثمار وأجر الوكيل.

9.3.3. صكوك المشاركة في الربح: تصدر على أساس عقد المشاركة، وتستخدم حصيلة إصدارها لتمويل حصة مالكي الصكوك في المشاركة مع منشئ الصكوك، ويمثل الصك حصة شائعة في ملكية موجودات المشاركة وتشمل الأعيان والمنافع والديون والنقود والحقوق المالية الأخرى، ويستحق مالكي الصكوك حصة شائعة من عائد استثمار موجودات المشاركة ويتحملون مخاطر هذا الاستثمار، بنسبة ما يملكه كل منهم من صكوك، وتحدد نشرة اكتتاب هذه الصكوك والعقود الشرعية الملحق بها شروط واحكام عقد المشاركة وحصة مالكي الصكوك في ربح المشاركة.

9.4. صكوك المشاركة في الإنتاج:

9.4.1. صكوك المزارعة: تصدر على أساس عقد المزارعة، وتستخدم حصيلة إصدارها لتمويل زراعة ارض يقدمها مالکها بناءً على هذا العقد، ويمثل الصك حصة شائعة في ملكية موجودات المزارعة غير الأرض، وفي الزرع بعد ظهوره، وفي ثمنه بعد بيعه، ويستحق مالكو الصكوك، بصفتهم المزارعين بأموالهم، حصة معلومة من الزرع، ويستحق مالک الأرض الباقي، وتحدد نشرة اكتتاب الصكوك والعقود الشرعية الملحقة بها شروط واحكام عقد المزارعة، وحصة كل من مالكي الصكوك ومالک الأرض من ناتج البيع.

9.4.2. صكوك المساقاة: تصدر على أساس عقد المساقاة، وتستخدم حصيلة إصدارها لتمويل رعاية أشجار قابلة للإثمار وتعهدها بالسقي والتهديب والتسميد ومعالجة الآفات حتى تثمر، ويمثل الصك حصة شائعة في ملكية موجودات المساقاة غير الأرض والشجر، وفي الثمر بعد ظهوره، ويستحق مالكو الصكوك حصة معلومة من الثمر، ومن ثمنه بعد بيعه، ويستحق مالک الشجر الباقي، وتحدد نشرة اكتتاب الصكوك والعقود الشرعية الملحقة بها شروط واحكام عقد المساقاة، وحصة كل من مالكي الصكوك بوصفهم المساقين ومالک الشجر في الثمر.

9.4.3. صكوك المغارسة: تصدر على أساس عقد المغارسة، وتستخدم حصيلة إصدارها لتمويل غرس الأرض بأشجار الفاكهة، أو غيرها من الأشجار ذات القيمة الاقتصادية، وتعهدها حتى تصل الى مرحلة الاثمار، ويمثل الصك حصة شائعة في ملكية موجودات المغارسة من الشجر وثماره والأرض التي عليها الشجر، بحسب الحصة النسبية المحددة للمغارس، ويستحق مالكو الصكوك، بوصفهم المغارسين، حصة معلومة من الشجر وثماره، ويستحق المالك الأصلي للأرض الحصة الباقية بعد النسبة المحددة للمغارس، وتحدد نشر اكتتاب الصكوك والعقود الشرعية الملحقة بها حصة كل من مالكي الصكوك ومالک الأرض في الشجر وثماره والأرض.

9.5. صكوك الصناديق والمحافظ الاستثمارية: تصدر على أساس عقد شراء صندوق أو محفظة استثمارية متوافقة مع الشريعة الإسلامية تتمتع بشخصية اعتبارية وذمة مالية مستقلة عن منشئ الصكوك، وتتكون من أعيان ومنافع وديون ونقود وحقوق مالية، لا تقل فيها الأعيان والمنافع عن 10%، ويمثل الصك حصة شائعة في ملكية هذه المحفظة.

9.6. أية صكوك أخرى تقررها الهيئة الشرعية ويصدر بها قرار من المجلس.

المادة /13/

أ. يشترط في المشروع الذي تصدر الصكوك لتمويل انشائه أو تطويره ما يلي:

1. أن يكون له ذمة مالية مستقلة عن الذمة المالية العامة للجهة المصدرة ولا تكون الجهة المصدرة مسؤولة عن التزامات المشروع الا في حدود مساهمتها في رأسماله.
2. أن يكون مستقلاً عن المشروعات الأخرى الخاصة بالجهة المصدرة بحيث تظهر في نهاية السنة المالية مركزه المالي ونتائج أعماله.
3. أن يكون مدرأاً للدخل.
4. أن يكون هدف المشروع ونشاطه مشروعاً، وأن تديره إدارة متخصصة تتمتع بكفاءة عالية في نوع النشاط، وفقاً للضوابط الشرعية.
5. أية شروط أخرى تحددها نشرة الإصدار.

ب. يتولى تدقيق حسابات المشروع محاسب قانوني أو أكثر تعينه الجهة المصدرة، على أن تصدر البيانات المالية للمشروع وفقاً لمعايير المحاسبة والمراجعة المعتمدة للبنوك الإسلامية في سورية وفق أحكام التشريعات النافذة.

المادة /14/

- أ. تقوم الجهة المصدرة بطرح الصكوك بناءً على نشرة اصدار معتمدة من المجلس ويتم نشرها في جريدتين واسعتي الانتشار أو بأي وسيلة أخرى يتيح العلم بها.
- ب. تتحمل الجهة المصدرة للصكوك مسؤولية صحة المعلومات الواردة في نشرة الإصدار ودقتها وشموليته وأي معلومات أو بيانات أخرى يتم الإفصاح عنها.
- ت. تصدر الصكوك بالليرة السورية أو بأي عملة من العملات الأجنبية مع مراعات أحكام التشريعات النافذة وبما لا يخالف أحكام الشريعة الإسلامية.

المادة /15/ يجب أن تتضمن نشرة الإصدار أو الاكتتاب ما يلي:

- أ. اسم الجهة المستفيدة والبيانات المتعلقة بها وحقوقها والتزاماتها، ووجه استخدام حصيلة الاكتتاب في الصكوك، وبيان الجدوى الاقتصادية أو الاجتماعية أو الدوافع من انشاء المشروع أو تطويره، كما تتضمن على وجه الخصوص وصفاً كافياً للمشروع، وتحديد تكاليف انشائه أو تطويره وإدارته ومكوناته ومراحل تنفيذه حسب ما يتم الاكتتاب فيه، ومخاطره المحتملة، وطرق التحوط من هذه المخاطر، والضمانات وفقاً للضوابط الشرعية، وأرباحه المتوقعة، على أن تكون هذه الدراسة معتمدة من مكاتب مرخصة ومتخصصة في دراسات الجدوى الاقتصادية.
- ب. تحديد عقود الإصدار الشرعية، وبيان شروط وأحكام كل منها والآثار المترتبة عليها.
- ت. النص على الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية وفقاً لما تقرره الهيئة الشرعية للإصدار.
- ث. الإشارة الى وجود قرار صادر عن الهيئة الشرعية يعتمد آلية الإصدار ومراقبة تنفيذه طيلة مدة الإصدار.
- ج. النص على مشاركة مالِك الصك في الربح والخسارة، بحسب نوع وطبيعة الصك، وذلك بنسبة ما يملكه من صكوك.
- ح. القيمة الاسمية للصك، وقيمة اكتتابه، ومدته، ومدة السماح اللازمة لتنفيذ المشروع.
- خ. فئات الصكوك ومدى قابليتها للتجزئة.
- د. تقرير من المكتب المرخص والمتخصص في دراسات الجدوى الاقتصادية بالقيمة العادلة لموجودات الصكوك.
- ذ. شهادة بالتصنيف الائتماني للإصدار من إحدى وكالات التصنيف المعتمدة لدى المجلس، بحيث لا يقل عن الحد المطلوب للوفاء بالالتزامات الواردة في نشرة الاكتتاب العام، وذلك في الحالات التي يتطلب فيها طبيعة الصك ذلك.
- ر. بيان بالعقود الموقعة بين الجهة المستفيدة والمشاركين في الإصدار.
- ز. طريقة توزيع الأرباح المتوقعة للمشروع.
- س. مواعيد طرح للاكتتاب واقفاله ومواعيد دفع الأرباح وإطفاء الصكوك.
- ش. تحديد المدة الزمنية التي بانقضائها يتعين إعادة الأموال لمالكي الصكوك في حال عدم اكتمال الإصدار لعدم التغطية أو لأي سبب آخر.
- ص. أسلوب تخصيص الصكوك المصدرة بين المكتتبين في حال زيادة قيمة الاكتتاب عن قيمة الإصدار.
- ض. الأسباب التي تستوجب الإطفاء المبكر ومعالجة التعثر في حالة وقوعه وكيفية تسوية حقوق مالكي الصكوك.
- ط. القواعد الشرعية الحاكمة لتداول واسترداد الصكوك محل الإصدار، بحسب طبيعة ونوعية كل صك، وفقاً لأحكام عقد الإصدار.
- ظ. أسماء مديري الإصدار ووكلاء البيع ان وجدوا.

ع. أية متطلبات يرى المجلس اضافتها وتوافق عليها الهيئة الشرعية.
ويجب أن ترفق بنشرة الإصدار أو الاكتتاب فتوى الهيئة الشرعية التي تفيد بأن كل ما ورد بنشرة الإصدار يتفق وأحكام الشريعة الإسلامية.

المادة /16/

أ. تخضع عملية تسجيل نشرة الإصدار وانفاذها لموافقة المجلس وفقاً لتعليمات يصدرها لهذه الغاية تراعى فيها مبادئ الشريعة الإسلامية وأحكامها وفق ما تقررر الهيئة.
ب. يشترط لإصدار الصكوك موافقة المجلس على نشرة الإصدار أو الاكتتاب بعد إجازة الهيئة الشرعية لها.

المادة /17/

أ. يعين في نشرة الإصدار أمين للإصدار يرعى حقوق مالكي الصكوك ويتعاون مع ممثليهم في حماية هذه الحقوق.
ب. يحدد في نشرة الإصدار أمين الحفظ يختاره أمين الإصدار ليتولى نيابة عنه دفع قيمة الإصدار وتوزيع العوائد ودفع القيمة الاستردادية عند حلول أجل الصكوك وفقاً للأحكام الواردة في نشرة الاكتتاب.
ت. يجوز أن يكون للصكوك متعهد تغطية واحد أو أكثر، ومتعهد استرداد وذلك كله بما لا يتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية.

المادة /18/

أ. يحظر استخدام الأصول الثابتة والمنقولة المملوكة للدولة ملكية عامة، أو منافعها لإصدار صكوك حكومية مقابلها.
ب. يجوز للحكومة والهيئات العامة والمحافظات وغيرها من الأشخاص الاعتبارية العامة، إصدار صكوك مقابل الأصول الثابتة والمنقولة للدولة ملكية خاصة أو منافعها على أن تسترد تلك الشخصيات الاعتبارية الأصول في نهاية مدة الصكوك. ويصدر بتحديد هذه الأصول التي ستصدر مقابلها الصكوك قرار من مجلس الوزراء بناءً على عرض وزير المالية وبعد موافقة الهيئة الشرعية والمجلس. ويفتتح في البنك المركزي السوري حسابات تودع فيه حصيلة إصدارات هذه الصكوك لكل من الحكومة والشخصيات الاعتبارية العامة. كما يجب الإفصاح عن حجم الصكوك التي يجوز للحكومة أو أي شخصية اعتبارية عامة إصداره سنوياً في الموازنة العامة أو موازنة الوحدات الحكومية.

المادة /19/

أ. يجب قيد وتداول الصكوك التي تطرح للاكتتاب العام في بورصة دمشق للأوراق المالية، كما يجوز إدراجها وتداولها في الأسواق المالية في الخارج بعد موافقة المجلس.
ب. يجوز قيد الصكوك التي تطرح للاكتتاب الخاص في بورصة دمشق للأوراق المالية، وفي حالة عدم قيدها يكون بيعها خارج البورصة وفقاً للضوابط التي يحددها المجلس.
وفي كلا الحالتين يحدد المجلس قواعد وإجراءات قيد كل من هذه الصكوك بالبورصة وفق أحكام التشريعات النافذة وبما لا يخالف أحكام الشريعة الإسلامية وبموافقة الهيئة، كما يحدد ضوابط تداول الصكوك خارج البورصة وبموافقة الهيئة.
ت. يتم تسجيل الصكوك وإيدعها في المركز وفقاً للتعليمات التي يصدرها المجلس لهذه الغاية.

المادة /20/ يمكن للجهة المستفيدة أو أي جهة أخرى استرداد الصكوك في نهاية مدتها بأداء قيمتها لمالكيها، وذلك عن طريق التعهد بشراء موجوداتها القائمة وقت الاسترداد. ويجوز التعهد بشراء هذه الموجودات قبل نهاية مدة الصكوك، وتحدد هذه القيمة وفقاً للضوابط الشرعية التي تحددها نشرة الاكتتاب.

المادة /21/ يجوز لمالكي الصكوك تكوين جماعة منهم يكون غرضها حماية المصالح المشتركة لهم (لمالكي الصكوك)، ويكون لهذه الجماعة ممثل يتم اختياره وعزله وفقاً للشروط والأوضاع المبينة في اللائحة التنفيذية لهذا القانون. ويباشر ممثل الجماعة متابعة مصالح مالكي الصكوك لدى جميع الجهات ذات العلاقة وذلك في حدود ما تتخذه الجماعة من قرارات في اجتماع صحيح بما لا يخالف أحكام الشريعة الإسلامية، وتحدد اللائحة التنفيذية أوضاع وإجراءات دعوة الجماعة للانعقاد، ومن له حق الحضور، وكيفية الانعقاد ومكانه، والتصويت، وعلاقة الجماعة بالجهة المستفيدة والشركة ذات الغرض الخاص وكل ذلك بما لا يخالف أحكام الشريعة الإسلامية.

المادة /22/ يجب إنشاء احتياطي تراكمي لحماية حملة الصكوك لمواجهة مخاطر الاستثمار، وتحدد اللائحة التنفيذية كيفية تكوينه من حصة مالكي الصكوك في صافي العائد ونسبته وطرق الصرف منه، وقواعد توزيع حصيلته في نهاية مدة الصكوك على مالكيها بما لا يخالف أحكام الشريعة الإسلامية، ويتم تضمين ذلك في نشرة الاكتتاب.

المادة /23/ يتم إنشاء محاكم متخصصة بالمعاملات المالية الإسلامية، تقوم بالفصل في المنازعات التي تنشأ عن تطبيق أحكام هذا القانون وفق أحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها.

المادة /24/ يحدد مجلس الوزراء مكافآت رئيس وأعضاء الهيئة والمفوضين الأربعة في المجلس عن كل جلسة يتم حضورها.

المادة /25/ يصدر رئيس مجلس الوزراء اللائحة التنفيذية لهذا القانون بناءً على اقتراح اللجنة المشكلة من المجلس والهيئة والجهات الأخرى ذات العلاقة.

الملحق رقم (2): نتائج اختبارات برنامج E-views10 لفرضيات البحث:

أولاً – نتائج اختبارات النموذج Sukuk – Murabaha

جدول رقم (15-1) يبين استقرارية السلاسل الزمنية لكلا المتغيرين (Sukuk-murabaha) من الفروق من الدرجة الأولى بوجود ثابت:

Group unit root test: Summary Series: SUKUK, MURABAHA Date: 10/15/18 Time: 15:16 Sample: 1 43 Exogenous variables: Individual effects User-specified lags: 1 Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel Balanced observations for each test				
Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-4.14838	0.0000	2	80
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-3.92156	0.0000	2	80
ADF - Fisher Chi-square	23.3060	0.0001	2	80
PP - Fisher Chi-square	40.1927	0.0000	2	82
** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.				

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي (Eviews)

جدول رقم (15-2) يبين استقرارية السلاسل الزمنية لكلا المتغيرين (Sukuk-murabaha) من الفروق من الدرجة الأولى بوجود ثابت واتجاه عام:

Group unit root test: Summary Series: SUKUK, MURABAHA Date: 10/15/18 Time: 15:17 Sample: 1 43 Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends User-specified lags: 1 Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel Balanced observations for each test				
Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-4.76592	0.0000	2	80
Breitung t-stat	-3.32059	0.0004	2	78
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-4.28980	0.0000	2	80
ADF - Fisher Chi-square	23.8298	0.0001	2	80
PP - Fisher Chi-square	57.1750	0.0000	2	82
** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.				

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي (Eviews)

جدول رقم (3-15) يبين استقرارية السلاسل الزمنية لكلا المتغيرين (Sukuk-murabaha) من الفروق من الدرجة الأولى عند عدم وجود ثابت واتجاه عام:

Group unit root test: Summary Series: SUKUK, MURABAHA Date: 10/15/18 Time: 15:19 Sample: 1 43 Exogenous variables: None User-specified lags: 1 Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel Balanced observations for each test				
Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-4.77519	0.0000	2	80
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
ADF - Fisher Chi-square	29.1100	0.0000	2	80
PP - Fisher Chi-square	50.8271	0.0000	2	82
** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.				

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي (Eviews)

جدول رقم (16) يبين نتائج اختبار التكامل المشترك باستخدام منهجية Johansen cointegration Test لكلا المتغيرين (Sukuk-murabaha)

Date: 10/15/18 Time: 15:20 Sample (adjusted): 3 43 Included observations: 41 after adjustments Trend assumption: Linear deterministic trend Series: SUKUK MURABAHA Lags interval (in first differences): 1 to 1				
Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)				
Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None	0.151441	7.939163	15.49471	0.4719
At most 1	0.028994	1.206317	3.841466	0.2721
Trace test indicates no cointegration at the 0.05 level * denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level **MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values				
Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)				
Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None	0.151441	6.732846	14.26460	0.5212
At most 1	0.028994	1.206317	3.841466	0.2721
Max-eigenvalue test indicates no cointegration at the 0.05 level * denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level **MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values				
Unrestricted Cointegrating Coefficients (normalized by b*S11*b=I):				
SUKUK	MURABAHA			
-3.94E-07	1.91E-07			
-5.23E-08	1.56E-07			

Unrestricted Adjustment Coefficients (alpha):		
D(SUKUK)	25239.89	200739.3
D(MURABAHA)	-615342.7	39404.40
1 Cointegrating Equation(s):		
	Log likelihood	-1271.722
Normalized cointegrating coefficients (standard error in parentheses)		
SUKUK	MURABAHA	
1.000000	-0.484879	(0.12786)
Adjustment coefficients (standard error in parentheses)		
D(SUKUK)	-0.009943	(0.07644)
D(MURABAHA)	0.242397	(0.09551)

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي (Eviews)

جدول رقم (17) يبين معايير اختيار فترة الإبطاء المثلى

VAR Lag Order Selection Criteria						
Endogenous variables: SUKUK MURABAHA						
Exogenous variables: C						
Date: 10/15/18 Time: 14:28						
Sample: 1 43						
Included observations: 40						
Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-1343.290	NA	5.59e+26	67.26451	67.34896	67.29504
1	-1241.690	187.9610*	4.25e+24*	62.38448*	62.63782*	62.47608*
2	-1239.175	4.400795	4.59e+24	62.45875	62.88097	62.61141
3	-1237.989	1.957616	5.31e+24	62.59943	63.19053	62.81315
* indicates lag order selected by the criterion						
LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)						
FPE: Final prediction error						
AIC: Akaike information criterion						
SC: Schwarz information criterion						
HQ: Hannan-Quinn information criterion						

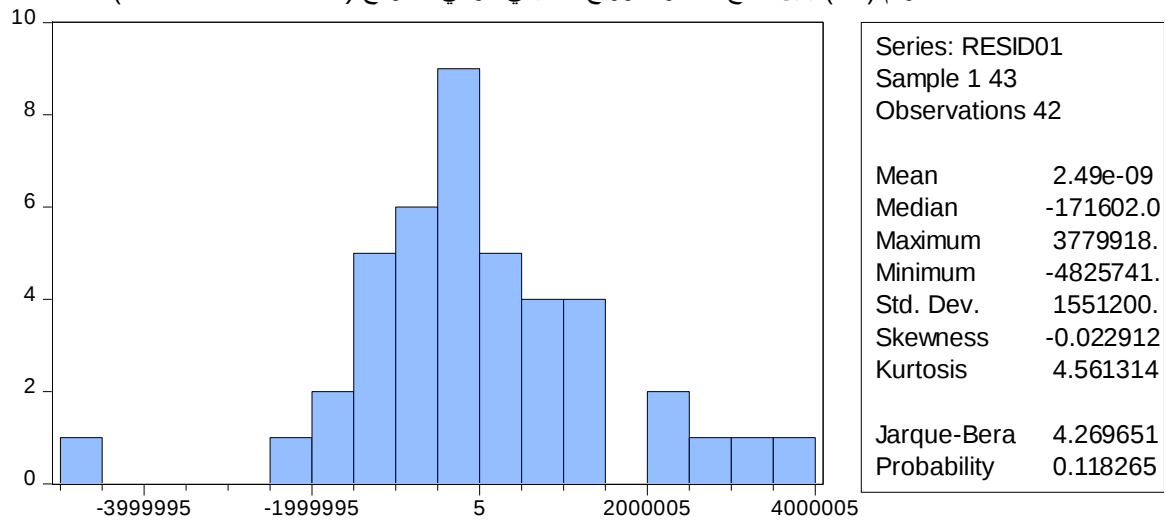
المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي (Eviews)

جدول رقم (18) يبين نتائج اختبار VAR لمتغيرات النموذج (Sukuk-murabaha)

Dependent Variable: MURABAHA				
Method: Least Squares (Gauss-Newton / Marquardt steps)				
Date: 10/15/18 Time: 14:32				
Sample (adjusted): 2 43				
Included observations: 42 after adjustments				
MURABAHA = C(1)*MURABAHA(-1) + C(2)*SUKUK(-1) + C(3)				
	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	0.910652	0.058636	15.53053	0.0000
C(2)	0.224338	0.090156	2.488328	0.0172
C(3)	922799.9	921703.6	1.001189	0.3229
R-squared	0.968295	Mean dependent var		24327049
Adjusted R-squared	0.966669	S.D. dependent var		8711735.
S.E. of regression	1590477.	Akaike info criterion		31.46572
Sum squared resid	9.87E+13	Schwarz criterion		31.58983
Log likelihood	-657.7800	Hannan-Quinn criter.		31.51121
F-statistic	595.5469	Durbin-Watson stat		1.475867
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي (Eviews)

شكل رقم (19) يبين نتائج اختبار التوزيع الطبيعي لبواقي النموذج (Sukuk-murabaha)



المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي (Eviews)

جدول رقم (21) يبين نتائج اختبار مشكلة عدم تجانس التباين لبواقي النموذج (Sukuk-murabaha)

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey			
F-statistic	1.997430	Prob. F(2,39)	0.1493
Obs*R-squared	3.902423	Prob. Chi-Square(2)	0.1421
Scaled explained SS	5.991633	Prob. Chi-Square(2)	0.0500

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي (Eviews)

ثانياً – نتائج اختبارات النموذج Sukuk – Mudaraba

جدول رقم (23-1) يبين استقرارية السلاسل الزمنية لكلا المتغيرين (Sukuk-mudaraba) من الفروق من الدرجة الأولى بوجود ثابت:

Group unit root test: Summary Series: SUKUK, MUDARABA Date: 10/15/18 Time: 15:11 Sample: 1 43 Exogenous variables: Individual effects User-specified lags: 1 Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel Balanced observations for each test				
Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-3.36244	0.0004	2	80
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-4.60438	0.0000	2	80
ADF - Fisher Chi-square	27.6804	0.0000	2	80
PP - Fisher Chi-square	50.8661	0.0000	2	82
** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.				

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي (Eviews)

جدول رقم (23-2) يبين استقرارية السلاسل الزمنية لكلا المتغيرين (Sukuk-mudaraba) من الفروق من الدرجة الأولى بوجود ثابت واتجاه عام:

Group unit root test: Summary Series: SUKUK, MUDARABA Date: 10/15/18 Time: 15:12 Sample: 1 43 Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends User-specified lags: 1 Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel Balanced observations for each test				
Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-3.59772	0.0002	2	80
Breitung t-stat	-3.05807	0.0011	2	78
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-5.27656	0.0000	2	80
ADF - Fisher Chi-square	29.9407	0.0000	2	80
PP - Fisher Chi-square	69.7492	0.0000	2	82
** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.				

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي (Eviews)

جدول رقم (23-3) يبين استقرارية السلاسل الزمنية لكلا المتغيرين (Sukuk-mudaraba) من الفروق من الدرجة الأولى بدون وجود ثابت واتجاه عام:

Group unit root test: Summary Series: SUKUK, MUDARABA Date: 10/15/18 Time: 15:13 Sample: 1 43 Exogenous variables: None User-specified lags: 1 Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel Balanced observations for each test				
Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-5.61563	0.0000	2	80
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
ADF - Fisher Chi-square	34.6790	0.0000	2	80
PP - Fisher Chi-square	66.1783	0.0000	2	82
** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.				

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي (Eviews)

جدول رقم (24) يبين نتائج اختبار التكامل المشترك باستخدام منهجية Johansen cointegration Test لكلا المتغيرين (Sukuk-mudaraba):

Date: 10/15/18 Time: 15:33 Sample (adjusted): 3 43 Included observations: 41 after adjustments Trend assumption: Linear deterministic trend Series: MUDARABA SUKUK Lags interval (in first differences): 1 to 1				
Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)				
Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None	0.189079	9.322135	15.49471	0.3364
At most 1	0.017628	0.729175	3.841466	0.3931
Trace test indicates no cointegration at the 0.05 level * denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level **MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values				
Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)				
Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None	0.189079	8.592960	14.26460	0.3216
At most 1	0.017628	0.729175	3.841466	0.3931
Max-eigenvalue test indicates no cointegration at the 0.05 level * denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level **MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values				
Unrestricted Cointegrating Coefficients (normalized by b*S11*b=I):				
MUDARABA	SUKUK			
-5.10E-07	4.14E-07			
3.21E-07	-1.63E-08			
Unrestricted Adjustment Coefficients (alpha):				
D(MUDARABA)	278230.4	27737.75		
D(SUKUK)	55525.49	156654.4		
1 Cointegrating Equation(s): Log likelihood -1231.929				
Normalized cointegrating coefficients (standard error in parentheses)				
MUDARABA	SUKUK			
1.000000	-0.810229			
	(0.13765)			
Adjustment coefficients (standard error in parentheses)				
D(MUDARABA)	-0.142003			
	(0.05143)			
D(SUKUK)	-0.028339			
	(0.09947)			

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي (Eviews)

جدول رقم (25) معايير اختيار فترة الإبطاء المثلى باستخدام نموذج VAR

VAR Lag Order Selection Criteria Endogenous variables: MUDARABA SUKUK Exogenous variables: C Date: 10/15/18 Time: 15:39 Sample: 1 43 Included observations: 40						
Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-1304.867	NA	8.19e+25	65.34337	65.42782	65.37391
1	-1202.011	190.2836*	5.85e+23*	60.40057*	60.65391*	60.49217*
2	-1201.592	0.734055	7.01e+23	60.57960	61.00182	60.73226
3	-1200.738	1.408372	8.24e+23	60.73692	61.32803	60.95065
* indicates lag order selected by the criterion LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level) FPE: Final prediction error AIC: Akaike information criterion SC: Schwarz information criterion HQ: Hannan-Quinn information criterion						

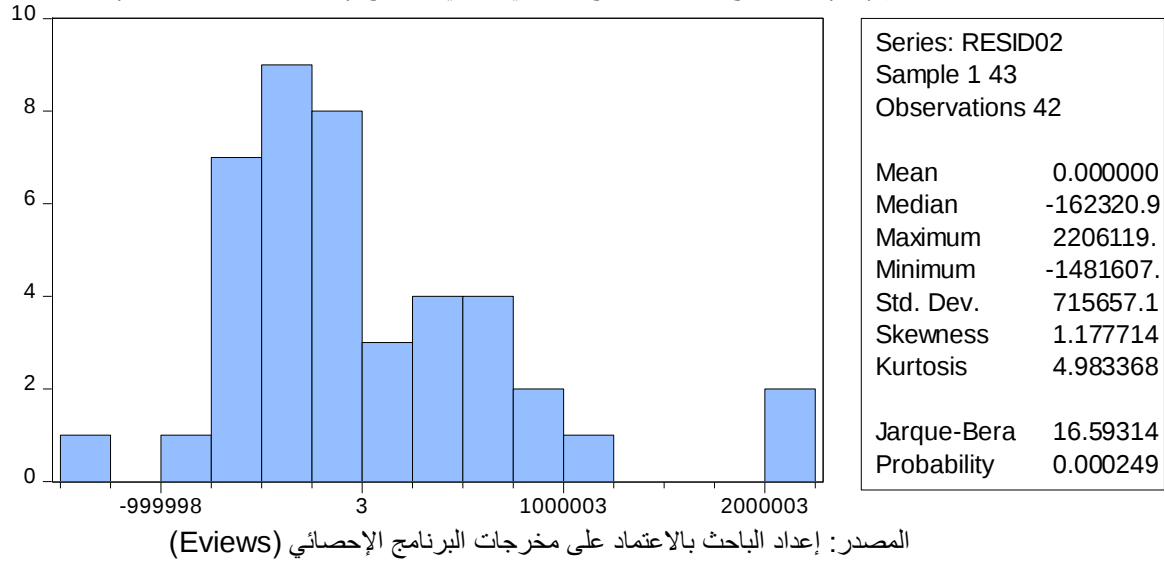
المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي (Eviews)

جدول رقم (26) يبين نتائج اختبار VAR لمتغيرات النموذج (Sukuk-mudaraba)

Dependent Variable: MUDARABA Method: Least Squares (Gauss-Newton / Marquardt steps) Date: 10/15/18 Time: 15:45 Sample (adjusted): 2 43 Included observations: 42 after adjustments MUDARABA = C(1)*MUDARABA(-1) + C(2)*SUKUK(-1) + C(3)				
	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	0.903233	0.066488	13.58498	0.0000
C(2)	0.082765	0.043691	1.894322	0.0656
C(3)	263599.8	273332.9	0.964391	0.3408
R-squared	0.961586	Mean dependent var		7357522.
Adjusted R-squared	0.959616	S.D. dependent var		3651418.
S.E. of regression	733777.9	Akaike info criterion		29.91855
Sum squared resid	2.10E+13	Schwarz criterion		30.04267
Log likelihood	-625.2895	Hannan-Quinn criter.		29.96404
F-statistic	488.1306	Durbin-Watson stat		1.617240
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي (Eviews)

شكل رقم (27) يبين نتائج اختبار التوزيع الطبيعي لبواقي النموذج (Sukuk-mudaraba)



جدول رقم (29) يبين نتائج اختبار مشكلة عدم تجانس التباين لبواقي النموذج (Sukuk-mudaraba)

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey			
F-statistic	0.139782	Prob. F(2,39)	0.8700
Obs*R-squared	0.298926	Prob. Chi-Square(2)	0.8612
Scaled explained SS	0.513351	Prob. Chi-Square(2)	0.7736

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي (Eviews)

ثالثاً – نتائج اختبارات النموذج Sukuk – Musharaka

جدول رقم (31-1) يبين استقرارية السلاسل الزمنية لكلا المتغيرين لكلا المتغيرين (Sukuk-musharaka) من الفروق من الدرجة الأولى بوجود ثابت:

Group unit root test: Summary Series: MUSHARAKA, SUKUK Date: 10/15/18 Time: 16:03 Sample: 1 43 Exogenous variables: Individual effects User-specified lags: 1 Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel Balanced observations for each test				
Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-5.47743	0.0000	2	80
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-5.01510	0.0000	2	80
ADF - Fisher Chi-square	30.6041	0.0000	2	80
PP - Fisher Chi-square	38.6944	0.0000	2	82
** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.				

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي (E-views)

جدول رقم (2-31) يبين استقرارية السلاسل الزمنية لكلا المتغيرين لكلا المتغيرين (Sukuk- musharaka) من الفروق من الدرجة الأولى بوجود ثابت واتجاه عام:

Group unit root test: Summary Series: MUSHARAKA, SUKUK Date: 10/15/18 Time: 16:04 Sample: 1 43 Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends User-specified lags: 1 Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel Balanced observations for each test				
Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-5.01917	0.0000	2	80
Breitung t-stat	-1.90435	0.0284	2	78
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-4.45213	0.0000	2	80
ADF - Fisher Chi-square	24.7695	0.0001	2	80
PP - Fisher Chi-square	53.0870	0.0000	2	82
** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.				

المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الاحصائي (E-views)

جدول رقم (3-31) يبين استقرارية السلاسل الزمنية لكلا المتغيرين لكلا المتغيرين (Sukuk- musharaka) من الفروق من الدرجة الأولى بدون وجود ثابت واتجاه عام:

Group unit root test: Summary Series: MUSHARAKA, SUKUK Date: 10/15/18 Time: 16:06 Sample: 1 43 Exogenous variables: None User-specified lags: 1 Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel Balanced observations for each test				
Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-5.96083	0.0000	2	80
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
ADF - Fisher Chi-square	39.4392	0.0000	2	80
PP - Fisher Chi-square	50.8175	0.0000	2	82
** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.				

المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على البرنامج الاحصائي (E-views)

جدول رقم (32) يبين نتائج اختبار التكامل المشترك باستخدام منهجية Johansen cointegration Test لكلا المتغيرين (Sukuk-musharaka)

Date: 10/15/18 Time: 16:09 Sample (adjusted): 3 43 Included observations: 41 after adjustments Trend assumption: Linear deterministic trend Series: MUSHARAKA SUKUK Lags interval (in first differences): 1 to 1				
Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)				
Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None	0.170220	8.335379	15.49471	0.4302
At most 1	0.016568	0.684993	3.841466	0.4079
Trace test indicates no cointegration at the 0.05 level * denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level **MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values				
Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)				
Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None	0.170220	7.650385	14.26460	0.4154
At most 1	0.016568	0.684993	3.841466	0.4079
Max-eigenvalue test indicates no cointegration at the 0.05 level * denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level **MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values				
Unrestricted Cointegrating Coefficients (normalized by b*S11*b=I):				
MUSHARAKA	SUKUK			
-5.78E-07	-6.17E-08			
-8.56E-08	-2.13E-07			
Unrestricted Adjustment Coefficients (alpha):				
D(MUSHARAKA)	264405.4	36593.48		
D(SUKUK)	228680.1	-135148.3		
1 Cointegrating Equation(s):	Log likelihood	-1237.782		
Normalized cointegrating coefficients (standard error in parentheses)				
MUSHARAKA	SUKUK			
1.000000	0.106853 (0.12664)			
Adjustment coefficients (standard error in parentheses)				
D(MUSHARAKA)	-0.152776 (0.06168)			
D(SUKUK)	-0.132133 (0.11067)			

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي (Eviews)

جدول رقم (33) معايير اختيار فترة الإبطاء المثلى باستخدام نموذج VAR

VAR Lag Order Selection Criteria Endogenous variables: MUSHARAKA SUKUK Exogenous variables: C Date: 10/15/18 Time: 16:11 Sample: 1 43 Included observations: 40						
Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-1307.979	NA	9.57e+25	65.49897	65.58341	65.52950
1	-1204.067	192.2383	6.48e+23	60.50334	60.75667*	60.59493
2	-1198.411	9.897760*	5.98e+23*	60.42054*	60.84276	60.57320*
3	-1196.462	3.215249	6.65e+23	60.52311	61.11422	60.73684
* indicates lag order selected by the criterion LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level) FPE: Final prediction error AIC: Akaike information criterion SC: Schwarz information criterion HQ: Hannan-Quinn information criterion						

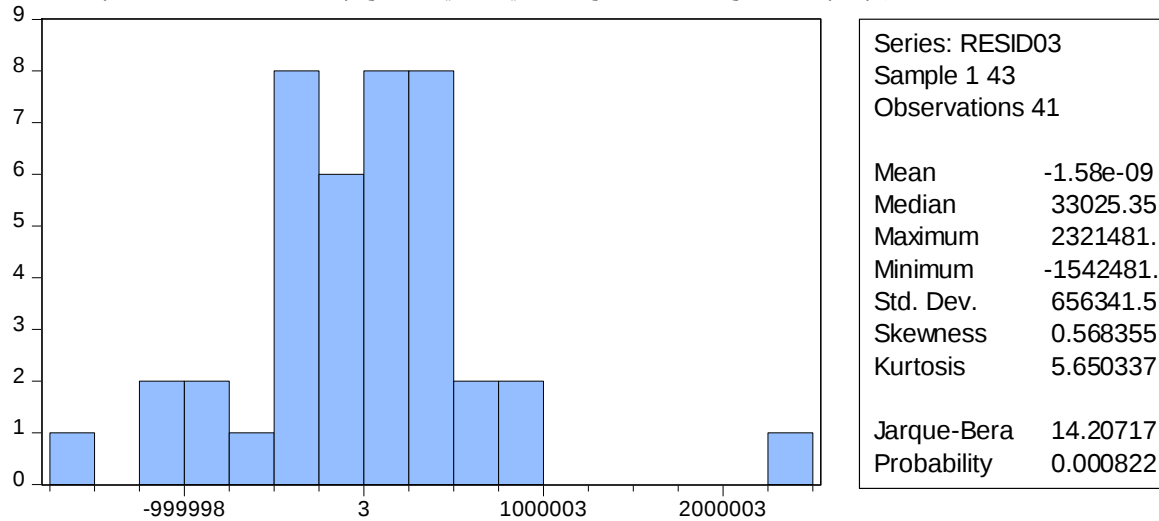
المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي (Eviews)

جدول رقم (34) يبين نتائج اختبار VAR لمتغيرات النموذج (Sukuk-musharaka)

Dependent Variable: MUSHARAKA Method: Least Squares (Gauss-Newton / Marquardt steps) Date: 10/15/18 Time: 16:15 Sample (adjusted): 3 43 Included observations: 41 after adjustments MUSHARAKA = C(1)*MUSHARAKA(-1) + C(2)*MUSHARAKA(-2) + C(3)*SUKUK(-1) + C(4)*SUKUK(-2) + C(5)				
	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	1.297492	0.147137	8.818268	0.0000
C(2)	-0.453400	0.140790	-3.220394	0.0027
C(3)	-0.025392	0.092606	-0.274189	0.7855
C(4)	0.001275	0.097400	0.013086	0.9896
C(5)	1333396.	561764.4	2.373585	0.0231
R-squared	0.880373	Mean dependent var		7241414.
Adjusted R-squared	0.867081	S.D. dependent var		1897648.
S.E. of regression	691844.6	Akaike info criterion		29.84596
Sum squared resid	1.72E+13	Schwarz criterion		30.05493
Log likelihood	-606.8422	Hannan-Quinn criter.		29.92206
F-statistic	66.23399	Durbin-Watson stat		1.835690
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي (Eviews)

شكل رقم (35) يبين نتائج اختبار التوزيع الطبيعي لبواقي النموذج (Sukuk-musharaka)



المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي (Eviews)

جدول رقم (37) يبين نتائج اختبار مشكلة عدم تجانس التباين لبواقي النموذج (Sukuk-musharaka)

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey			
F-statistic	1.669808	Prob. F(4,36)	0.1783
Obs*R-squared	6.416436	Prob. Chi-Square(4)	0.1701
Scaled explained SS	11.50232	Prob. Chi-Square(4)	0.0215

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي (Eviews)

المصادر والمراجع

أولاً - المراجع باللغة العربية:

أ - الكتب:

1. القرآن الكريم.
2. السُّنة النبوية الشريفة.
3. أبو زيد، محمد عبد المنعم. (2000). نحو تطوير نظام المضاربة في المصارف الإسلامية (ط.1). القاهرة: المعهد العالمي للفكر الإسلامي.
4. الأمين، حسن. (2000). المضاربة الشرعية وتطبيقاتها الحديثة (ط.3). جدة: البنك الإسلامي للتنمية - المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب.
5. الأنصاري، بلال صلاح. (2016). الاقتصاد بين الإسلام والنظم المعاصرة (ط.1). اليمن: مركز الكتاب اليمني لطباعة ونشر وتوزيع الكتب الجامعية والعلمية.
6. الجمال، غريب. (1978). المصارف وبيوت التمويل الإسلامية (ط.1). جدة: دار الشروق للنشر.
7. الحناوي، محمد صالح، وعبد السلام، عبد الفتاح. (2000م). المؤسسات المالية البورصة والبنوك التجارية (ط.1). مصر: الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع.
8. الخضير، محسن احمد. (1990). البنوك الإسلامية (ط.1). القاهرة: دار الحرية للصحافة والنشر.
9. خلف، فليح حسن. (2005). البنوك الإسلامية (ط.1). إربد: عالم الكتاب الحديث للنشر والتوزيع.
10. الزامل، بدر بن علي بن عبد الله. (2010). الحسابات الاستثمارية لدى المصارف الإسلامية - تأصيلها الشرعي وأساليب توزيع أرباحها (ط.1). السعودية: دار ابن الجوزي للنشر والتوزيع.
11. الزحيلي، وهبة. (2006). المعاملات المالية المعاصرة (ط.3). دمشق: دار الفكر.
12. زعتري، علاء الدين. (2005). فقه المعاملات المالية المقارن - صياغة جديدة وأمثلة معاصرة (ط.1). دمشق: دار العصماء.
13. السالوس، علي احمد. (1998). الاقتصاد الإسلامي والقضايا الفقهية المعاصرة (ط.1). بيروت: دار الريان للنشر والطباعة والتوزيع.
14. سحنون، محمد. (2003). الاقتصاد النقدي والمصرفي (ط.1). الجزائر: بهاء الدين للنشر والتوزيع.
15. شبير، محمد عثمان. (2007). المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي (ط.6). الاردن: دار النفائس للنشر والتوزيع.
16. شيخون، محمد. (2002). المصارف الإسلامية (ط.1). عمان: دار وائل للطباعة والنشر والتوزيع.
17. طایل، مصطفى كمال السيد. (1999). القرار الاستثماري في البنوك الإسلامية (ط.1). طنطا: مطابع غباشي.

18. العززي، شهاب أحمد سعيد. (2012). إدارة البنوك الإسلامية (ط.1). عمان: دار النفائس للنشر والتوزيع.
19. علي، صالح حميد. (2013). المصارف الإسلامية (ط.1). دمشق: منشورات جامعة دمشق.
20. عمري، أمال عبد الوهاب. (2017). الصكوك دراسة فقهية مقارنة (ط.1). تونس: مطبعة تونس قرطاج – الشرقية ا.
21. كنعان، علي. (2015). إدارة المصارف والسياسات المصرفية. دمشق: منشورات جامعة دمشق.
22. لعمارة، جمال. (1996). المصارف الإسلامية. الجزائر: دار النبأ.
23. المالقي، عائشة الشرقاوي. (2000). البنوك الإسلامية بين الفقه والقانون والتطبيق (ط.1). الدار البيضاء: المركز الثقافي العربي.
24. محمد الطاهر، قادري، البشير، جعيد، وعبد الكريم، كافي. (2014). المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول (ط.1). لبنان: مكتبة حسن العصرية.
25. محمد، سامي يوسف كمال. (2012). الصكوك المالية الإسلامية بديلاً عن قروض المؤسسات الدولية بالتطبيق على جمهورية مصر العربية (ط.1). القاهرة: دار البشير للطباعة والنشر والتوزيع.
26. مرزوق، لقمان محمد. (2001). البنوك الإسلامية ودورها في تنمية اقتصاديات المغرب العربي (ط.2). السعودية: المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب.
27. المصراتي، عبد اللطيف حمزة. (2011). المصارف الإسلامية - النظرية والتطبيقات. ليبيا: دار الكتب الوطنية.
28. المغربي، عبد الحميد، والشربيني، صفاء. (2004). الإدارة الاستراتيجية في البنوك الإسلامية (ط.1). جدة: البنك الإسلامي للتنمية- المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب.
29. المغربي، محمد الفاتح محمود. (2016). التمويل والاستثمار في الإسلام (ط.1). الأردن: دار الجنان للنشر والتوزيع.
30. هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية. (2010). المعايير الشرعية. البحرين: هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية.

ب. الرسائل العلمية:

1. أبو الهيجاء، إلياس عبد الله. (2007). تطوير آليات التمويل بالمشاركة في المصارف الإسلامية. رسالة ماجستير، جامعة اليرموك، الأردن.
2. احمد، جميل. (2005). الدور التنموي للبنوك الإسلامية. رسالة دكتوراه، جامعة الجزائر، الجزائر.
3. بني عامر، زاهرة علي محمد. (2008). التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية. رسالة ماجستير، جامعة اليرموك، الأردن.
4. بوطكوك، عمار. (2007). دور التوريق في نشاط البنك - حالة بنك التنمية المحلية. رسالة ماجستير، جامعة منتوري - قسنطينة، الجزائر.

5. جورية، عبد الحليم. (2009). صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد. رسالة ماجستير، معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية، لبنان.
6. حامد، أحمد اسحق الأمين. (2005). الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها. رسالة ماجستير، جامعة اليرموك، الأردن.
7. حميدان، تقي الدين، وبلعيد، لطفي. (2016). دور الهندسة المالية في تطوير منتجات المصارف المالية الإسلامية. رسالة ماجستير، جامعة العربي التبسي، الجزائر.
8. الخماش، لنا محمد إبراهيم. (2007). البنوك الإسلامية بين التشريع الضريبي والزكاة. رسالة ماجستير، جامعة النجاح الوطنية، فلسطين.
9. زيتون، منذر عبد الهادي رجب. (2010). تقييم جودة أداء وسائل الاستثمار. رسالة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا، الأردن.
10. سميرة، مصطفى. (2016). البنوك في مواجهة آلية التوريق. رسالة ماجستير، جامعة مولود معمري - تيزي وزو، الجزائر.
11. سناء، نزار. (2015). دور آلية التوريق المصرفي والتصكيك الإسلامي في سوق رأس المال - دراسة حالة سوق رأس المال الماليزي. رسالة ماجستير، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر.
12. الشلبي، مطيع أسعد. (2009). دور المصارف في تمويل الاستثمار. أطروحة دكتوراه، جامعة دمشق، سورية.
13. عبد القادر، زيتوني. (2016). دور التصكيك الإسلامي في تفعيل الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية - دراسة تطبيقية على عينة من المصارف الإسلامية خلال الفترة 2003-2014. رسالة دكتوراه، جامعة قاصدي مرباح، الجزائر.
14. العبد اللطيف، عبد اللطيف بن عبد الحليم. (2012). صكوك الاستثمار دراسة فقهية تأصيلية. رسالة دكتوراه، جامعة الامام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض.
15. عرفات، فتحي شوكت مصطفى. (2007). بطاقات الائتمان البنكية في الفقه الإسلامي. رسالة ماجستير، جامعة النجاح الوطنية، نابلس، فلسطين.
16. العنزي، سعد بن ملوح. (2010). الصكوك الإسلامية ضوابطها وتطبيقاتها المعاصرة. رسالة دكتوراه، كلية الدراسات العليا، الجامعة الاردنية، الاردن.
17. الغزالي، سامح كامل. (2015). معوقات إصدار الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل المشروعات الاقتصادية - دراسة تطبيقية على المؤسسات المصرفية العاملة في فلسطين. رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة.
18. كريمة، كربي، وحفيظة، غماري. (2014). صيغ التمويل في البنوك الإسلامية - دراسة حالة بنك البركة الجزائري. رسالة ماجستير، جامعة أكلي محند أوالحاج - البويرة، الجزائر.
19. الكواملة، نور الدين عبد الكريم. (2006). المشاركة المتناقصة وتطبيقاتها المعاصرة - البنك الإسلامي الأردني نموذجاً. رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية العالمية، ماليزيا.
20. لمسلم، عبلة. (2005). الدور الاقتصادي للمشاركة المصرفية. رسالة ماجستير: جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر.

21. محمد، غزال. (2012). دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية- دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية. رسالة ماجستير، جامعة فرحات عباس، الجزائر.

22. محيسن، فؤاد محمد أحمد. (2006). نحو نموذج تطبيقي إسلامي لتوريق الموجودات. رسالة دكتوراه، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، الأردن.

23. مركن، بدور. (2011). دور الصكوك الإسلامية في التمويل الإسلامي. رسالة ماجستير، جامعة حلب، سورية.

24. مريم، سرارمة. (2011). دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008. رسالة ماجستير، جامعة منتوري - قسنطينة، الجزائر.

25. النجار، طلال أحمد اسماعيل. (2002). المضاربة المشتركة ومدى تطبيقها في المصارف الإسلامية في فلسطين. رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة.

26. نواره، شيماء ابراهيم محمد. (2007). الإفصاح عن توريق الديون في البنوك التجارية المصرية في ظل معايير المحاسبة الدولية. رسالة ماجستير، جامعة قناة السويس، مصر.

27. الياسري، إبراهيم جاسم جبار. (2009). إشكالية تطبيق عقد المضاربة في المصارف الإسلامية. رسالة ماجستير، جامعة الكوفة، العراق.

28. يحكم، نجا. (2015). الضوابط الشرعية والأبعاد الاقتصادية لإصدار وتداول الصكوك الإسلامية. رسالة ماجستير، جامعة الشهيد حمه لخضر - الوادي، الجزائر.

ت. المؤتمرات والندوات والدورات:

1. دراسة أعدتها لجنة خبراء المصارف الإسلامية، (1980، 30 - 31 كانون الأول). تشجيع وتنظيم ومراقبة المصارف الإسلامية. قدم إلى الاتحاد الدولي للبنوك الإسلامية، الرياض، السعودية.

2. الغريب، ناصر. (2005). التمويل المصرفي الإسلامي. قُدّم إلى ندوة التطبيقات الاقتصادية الإسلامية المعاصرة، البنك الإسلامي للتنمية - المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب.

3. البلتاجي، محمد. (2011، 20-19 كانون الثاني). المشاركة المتغيرة - صيغة مقترحة لتمويل رأس المال العامل. قُدّم إلى الندوة الفقهاء الثالثة لمصرف أبو ظبي الإسلامي - التمويل بالمشاركة الآليات العملية لتطويره، الامارات.

4. لاشين، محمود المرسى. (2003، 25-28 ماي). من أساليب التمويل الإسلامية التمويل بالمشاركة للمشروعات الصغيرة والمتوسطة. بحث مقدم إلى الدورة التدريبية الدولية حول: تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتطوير دورها في الاقتصاديات المغاربية سطيف، الجزائر.

5. المدنيني، ابراهيم أبو بكر. (2010، 27-28 أبريل). أسلوب التمويل والاستثمار بالمشاركة في النظام المصرفي الإسلامي مع دراسة حالة بنك التضامن الإسلامي بالسودان. ورقة عمل مقدمة لمؤتمر الخدمات المالية الإسلامية الثاني بطرابلس، ليبيا.

6. الأمين، خنيوة محمد، وموسى، حنان علي. (2011، 23-24 فيفري). منتجات الهندسة المالية الإسلامية: الواقع والتحديات ومناهج التطوير. قدم إلى الملتقى الدولي: "الاقتصاد الإسلامي: الواقع ورهانات المستقبل" في جامعة غرداية، الجزائر.
7. قروف، محمد كريم. (2011، 23-24 فيفري). الهندسة المالية الإسلامية كمدخل علمي لتطوير صناعة المنتجات المالية الإسلامية. قدم إلى الملتقى الدولي: "الاقتصاد الإسلامي: الواقع ورهانات المستقبل" في جامعة غرداية، الجزائر.
8. وهيبة، بوخدوني. (2016، 27-28 أفريل). منتجات الهندسة المالية الإسلامية: واقع وآفاق، قدم إلى ملتقى صفاقس الدولي الرابع للمالية الإسلامية، تونس.
9. عثمان، حسين فتحي. (2002، 22-24 كانون الأول). التوريق المصرفي للديون: الممارسة والإطار القانوني، بحث مقدم لمؤتمر تشريعات عمليات البنوك بين النظرية والتطبيق، بجامعة اليرموك، الأردن.
10. عمر، محمد عبد الحليم. (2009، 26-30 أبريل). الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، بحث مقدم إلى مجمع الفقه الإسلامي الدولي - الدورة التاسعة عشر بالشارقة، الامارات.
11. القره داغي، علي محيي الدين. (2009، 26-30 أبريل). الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة، بحث مقدم إلى مجمع الفقه الإسلامي الدولي - الدورة التاسعة عشر بالشارقة، الامارات.
12. محيسن، فؤاد محمد احمد. (2009، 26-30 أبريل). الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، بحث مقدم إلى مجمع الفقه الإسلامي الدولي - الدورة التاسعة عشر - بالشارقة، الامارات.
13. مشعل، عبدالباري. (2009، 26-30 أبريل). الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، بحث مقدم إلى مجمع الفقه الإسلامي الدولي - الدورة التاسعة عشر بالشارقة، الامارات.
14. عبدالعزيز، أختر زيتي. (2009، 26-30 أبريل). الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، بحث مقدم إلى مجمع الفقه الإسلامي الدولي - الدورة التاسعة عشر بالشارقة، الامارات.
15. النشمي، عجيل جاسم. (2009، 26-30 أبريل). الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، بحث مقدم إلى مجمع الفقه الإسلامي الدولي - الدورة التاسعة عشر بالشارقة، الامارات.
16. الشاذلي، حسن علي. (2009، 26-30 أبريل). التورق: حقيقته وحكمه والفرق بينه وبين العينة والتوريق. بحث مقدم إلى مجمع الفقه الإسلامي الدولي - الدورة التاسعة عشر - بالشارقة، الامارات.
17. البقوم، علي هلال. (2012، 14-16 ايار). مستجدات العمل المصرفي الإسلامي والتقليدي "الواقع والمشكلات والافاق المستقبلية". قدم إلى فعاليات المؤتمر الدولي الأول، الأردن.
18. ابوبكر، صفية احمد. (2009، 31 مايو - 3 يونيو). الصكوك الإسلامية. بحث مقدم الى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دبي.

19. منصور، عبد الملك. (2009، 31 مايو - 3 يونيو). العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جديدة. بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دبي.
20. خطاب، كمال توفيق. (2009، 31 مايو - 3 يونيو). الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة. بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دبي.
21. صالح، فتح الرحمن علي محمد. (2008، يوليو). دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية. بحث مقدم إلى منتدى الصيرفة الإسلامية ببيروت، لبنان.
22. ابراهيم، صبري عبد العزيز. (2009، 1 - 2 أبريل). التوريق وأثره في وقوع الأزمة المالية العالمية في ضوء الفكر الإسلامي. بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر بجامعة المنصورة، مصر.
23. خير الدين، معطى الله، ورفيق، شريك. (2012، 3 - 4 ديسمبر). الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية. بحث مقدم إلى الملتقى الدولي حول: مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي، جامعة قلمة، الجزائر.
24. الشبيلي، يوسف. (2011، 19-20 يناير). التمويل بالمشاركة - الآليات العملية لتطويره. بحث مقدم إلى الندوة الفقهية الثالثة لمصرف أبو ظبي الإسلامي، أبوظبي.
25. العماري، حسن سالم. (2005، 2-3 تموز). المصارف ودورها في تعزيز القطاع المصرفي. ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر مستجدات العمل المصرفي في سورية في ضوء التجارب العربية والعالمية، دمشق.
26. الماحي، عصام الزين. (2008، 24-25 فبراير). الصكوك المالية الإسلامية ودورها في تطوير وتعميق السوق المالي. بحث مقدم إلى المؤتمر الرابع للتمويل والاستثمار في دمشق، سورية.
27. أبو غدة، عبد الستار. (2006، 13-14 آذار). المصرفية الإسلامية: خصائصها، آلياتها، تطويرها. بحث مقدم إلى المؤتمر الأول للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، دمشق، سورية.
28. مشعل، عبدالباري. (2003، 21-22 آذار). موقف الشريعة الإسلامية من الخدمات المصرفية المستحدثة. بحث مقدم إلى المؤتمر المصرفي الإسلامي الأول - مستقبل المصارف الإسلامية في الكويت: دفع المسيرة وتصحيح المسار، الكويت.
29. دوابه، أشرف محمد. (2010، 20-21 مارس). إدارة مخاطر الصكوك الاستثمارية. ورقة عمل مقدمة لمؤتمر المصارف الإسلامية اليمنية - الواقع وآفاق المستقبل، صنعاء.
30. الدبو، ابراهيم فاضل. (2009، 26-30 نيسان). التورق، حقيقته، أنواعه (الفقهي المعروف والمصرفي المنظم). قدم إلى الدورة التاسعة عشر لمجمع الفقه الإسلامي بالشارقة، الإمارات.
31. شبير، محمد عثمان. (2009، 26-30 نيسان). التورق الفقهي وتطبيقاته المصرفية المعاصرة في الفقه الإسلامي. بحث مقدم إلى الدورة التاسعة عشر لمجمع الفقه الإسلامي بالشارقة، الإمارات.

32. الجارحي، معبد علي، وأبو زيد، عبد العظيم جلال. (2009، 26-30 نيسان). الصكوك قضايا فقهية واقتصادية. بحث مقدم إلى مجمع الفقه الإسلامي في دورته التاسعة عشر في الشارقة، الامارات.
33. دربال، عبد القادر، وميلود، مهدي. (2014، 5-6 ماي). المنتجات المالية المركبة في البنوك الإسلامية بين حتمية الابتكار والمصادقية الشرعية - الاجارة المنتهية بالتملك أنموذجاً. قدم إلى المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، الجزائر.
34. زيد، ربيعة، وناصر، سليمان. (2014، 5-6 ماي). الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية ومدى إمكانية الاستفادة منها في الجزائر. بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية بجامعة فرحات عباس- سطيف1، الجزائر.
35. العيفة، عبد الحق، وبني عامر، زاهرة. (2014، 5-6 ماي). دور الصكوك الإسلامية في تمويل مشاريع البنى التحتية - دراسة حالة مشروع توسيع مطار 8 ماي 1945 الدولي بسطيف. قدم إلى المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية، جامعة سطيف، الجزائر.
36. ابوغدة، عبد الستار. (2010، 24-25 مايو). المخاطر في الصكوك وموقف الشريعة من ضمانها. بحث مقدم الى ندوة الصكوك الإسلامية - عرض وتقديم بجامعة الملك عبد العزيز، جدة.
37. الزحيلي، وهبة. (2004، 6-11 مارس). بطاقات الائتمان. قدم إلى الدورة الخامسة عشر لمجمع الفقه الإسلامي بمسقط، عمان.
38. الدماغ، زياد. (2010، 15-16 حزيران). مخاطر الصكوك الإسلامية وطرق معالجتها. بحث مقدم الى مؤتمر المصارف الإسلامية والتمويل في كولالمبور، ماليزيا.
39. زعتري، علاء الدين. (2010، 18- 19 تموز). الصكوك: تعريفها - أنواعها- أهميتها، حجم إصداراتها، دورها في التنمية، تحديات الإصدار. بحث مقدم لورشة العمل التي أقامتها شركة BDO، الأردن.
40. محمد، راتول، واحمد مداني. (2006، 21-22 نوفمبر). دور التوريق كأداة مالية حديثة في التمويل وتطوير البورصة في الجزائر. بحث مقدم إلى الملتقى العلمي الدولي الأول حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات - دراسة حالة الجزائر والدول النامية بجامعة محمد خيضر بسكرة بالجزائر.
41. بني عامر، زاهرة علي. (2013، 12-13 تشرين الثاني). التصكيك المدعوم بالأصول والتصكيك القائم على الأصول، أيهما مقبول إسلامياً؟ بحث مقدم لمؤتمر الصكوك الإسلامية وأدوات التمويل الإسلامي بجامعة اليرموك، الأردن.

ث. المجلات والتقارير والمقالات:

1. ابو حمد، رضا صاحب، وعطية، كرار حاتم. (2017). التوريق المصرفي ودوره في حل أزمة السكن في العراق. مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، 14(1)، 1 - 32.
2. الاسرج، حسين. (2011، 30 أكتوبر). تفعيل دور التمويل الإسلامي في تنمية المشروعات الصغيرة والمتوسطة. استرجعت في تاريخ 29 كانون الثاني، 2018 من

3. الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية. (2013، 21 آذار). آليات ومتطلبات إصدار الصكوك الإسلامية. مجلة الدراسات المالية والمصرفية، 21(1)، 26 – 38.
4. أمية، عبد الحكيم محمد، والتونسي، عبد اللطيف بشير. (2017، يونيو). مساهمة الصكوك الإسلامية في تمويل عجز الموازنة التنموية في ليبيا. مجلة جامعة صبراتة العلمية، 1، 31 – 52.
5. أيمن، زيد، وأمنية، بودراع. (2017، جانفي). صيغ التمويل الإسلامي ودورها في الحد من مشكلة البطالة. مجلة الاجتهاد للدراسات القانونية والاقتصادية، 11، 387 – 403.
6. بريكة، السعيد، ومرابطي، سناء. (2017، جوان). دور الصكوك الإسلامية في تحقيق التنمية الاقتصادية - تجربة السودان أنموذجاً. مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، 5، 183 – 197.
7. بوشناف، خالد عبد الواحد، والطيرة، طارق علي. (2017، 5 مايو). الصكوك الإسلامية ودورها في إعادة الإعمار والتنمية. المجلة الليبية العالمية، 18، 1 – 25.
8. التقرير المالي السنوي لبنك دبي الإسلامي. (2017). <https://www.dfm.ae/ar>
9. جريدان، نايف بن جمعان، والشيخ، بابر مبارك عثمان. (2017، 17 آذار). التمويل عبر توريق الديون من وجهة نظر مالية إسلامية. IUG مجلة الاقتصاد والأعمال، 25(2)، 49 – 66.
10. حشوف، نسيم. (د.ت.). ماهية البنوك الإسلامية. استرجعت في تاريخ 12 كانون الأول، 2017 من www.kantakji.com/search.aspx?s=
11. الخليلي، عبد الباري. (2016، مايو). مؤشرات سوق الأوراق المالية الإسلامية بين الواقع والمأمول. استرجعت بتاريخ 25 فبراير، 2018 من <https://giem.kantakji.com/article/details/ID/956>
12. خميسي، بن رجم محمد. (2010، ديسمبر). التوريق ووقعه على الأزمات المالية. أبحاث اقتصادية وإدارية، 8، 54 – 72.
13. رشاد، مرداسي احمد، وصبرينة، بوطبة. (2017، مارس). الهندسة المالية الإسلامية كآلية لتوفير التمويل المصرفي الإسلامي. مجلة اقتصاديات المال والأعمال، 1(1)، 40 – 54.
14. سمير، غويني، وكمال، رزيق. (2017، 30 حزيران). إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية وسبل إدارتها، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، 8(1)، 36 – 74.
15. الشبيلي، يوسف. (2005). مقدمة في المعاملات المالية وبعض التطبيقات المعاصرة. استرجعت في تاريخ 28 شباط، 2018 من www.shubily.com/books/tradingshort.pdf
16. شحاته، حسين. (د.ت.). الضوابط الشرعية والأسس المحاسبية للصكوك الاستثمارية الإسلامية. تم استرجاعها بتاريخ 15 مايو، 2018 من www.darelmashora.com/Default.aspx?DepartmentID=26

17. صالح، فتح الرحمن علي محمد. (2002، ديسمبر). أدوات سوق النقد الإسلامية: مدخل للهندسة المالية الإسلامية. استرجعت في تاريخ 11 تشرين الأول، 2018 من <http://www.kantakji.com>
18. العابدين، محمد وفيق محمد زين. (2017، 3 مايو). المؤشرات الإسلامية في سوق رأس المال – دراسة تطبيقية. تم استرجاعها بتاريخ 25 فبراير، 2018 من www.aliqtisadalislami.net
19. العتيبي، خالد فالح. (2016). تجديد الفقه وأثره في العمل المصرفي. المجلة الأردنية في الدراسات الإسلامية، 12(1)، 343 – 368.
20. عمارة، نوال. (2011). الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية – البحرين. مجلة الباحث، 09، 253 – 264.
21. العنزي، سعود بن ملوح، والسرطاوي، محمود علي. (2013). صكوك المراجعة. المجلة الأردنية في الدراسات الإسلامية، 8(1)، 211 – 235.
22. فرحات، منى خالد. (2013). توريق الدين التقليدي والإسلامي. مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، 29(1)، 221-241.
23. القره داغي علي محيي الدين. (2000). بطاقات الائتمان غير المغطاة. مجلة مجمع الفقه الإسلامي، 12، 1312 – 1510.
24. كروش، نور الدين، وسرارمة، مريم. (2017، 4 ديسمبر). التصكيك الإسلامي والتسديد: دراسة مقارنة. مجلة الدراسات المالية والمحاسبية، 8، 644 – 659.
25. المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية. (د.ت.). التاريخ الشرعي للصكوك. تم استرجاعها بتاريخ 3 أبريل، 2018 من www.kantakji.com
26. مجمع الفقه الإسلامي. (2009، 30 أبريل). قرار بشأن الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها. تم استرجاعها بتاريخ 15 أبريل، 2018 من www.iifa-aifi/2300.html
27. محمد، سامي عبيد، وجعار، عدنان هادي. (2015، آذار). الدور التمويلي للمصارف الإسلامية (التمويل بالصكوك) تجربة ماليزية. مجلة العلوم الاقتصادية، 10(38)، 109 – 142.
28. مشراوي، سميرة. (2015). أثر التصكيك في تحسين أداء المصارف الإسلامية. مجلة الباحث، 15(15)، 245 – 258.
29. ملحم، أحمد سالم. (د.ت.). غايات التصكيك وشروطه والجهات ذات العلاقة. تم استرجاعها بتاريخ 21 أبريل، 2018 من www.drahmadmelhem.com/p/blog-page_5210.html?m=1
30. موسى، سندس حميد. (2017). تقييم دور الصكوك الإسلامية في معالجة عجز الموازنة العامة للدولة- السودان نموذجاً. مجلة كلية التربية للبنات للعلوم الإنسانية، 21، 919 – 962.
31. ناصر، سليمان، وبوشرمة، عبد الحميد. (2009). متطلبات تطوير الصيرفة الإسلامية في الجزائر. مجلة الباحث، 07، 305-314.

32. ناصر، سليمان، وزيد، بن ربيعة. (2014). إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية – دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية. مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، 20 (1)، 1 – 78.

33. النجار، اخلاص باقر. (2004، حزيران). قراءة في مفردات الهندسة المالية الإسلامية. مجلة العلوم الاقتصادية، 5(21)، 164-183.

34. وزارة المالية. (د.ت.). الصكوك الإسلامية. تم استرجاعها بتاريخ 3 أبريل، 2018 من www.syrianfinance.gov.sy/arabic/budget/organization-chart/221/2260/3058/3061.html

ثانياً – المراجع باللغة الأجنبية:

1. Ab Majid, H., Shahimi, S., Abdullah, M.(n.d.). Sukuk Defaults and Its Implication- A case study of Malaysian Capital Market. 8th International conference on Islamic Economics and Finance.
2. Ali, E. R. (2005, 29-30 June). Securitization in Islamic Contract. Workshop on Islamic Bonds, Sukuk and Securitization center for research and training, Kuala Lumpur, Malaysia.
3. Clifford Chance LLP. (2009). Sukuk Guidebook, Dubai: Dubai International Financial Centre.
4. H. Abdel Khaleq, A. (2012, 24 September). Case studies on Sukuk Issuance. Regional Workshop-Developing Government Securities under Islamic Finance, Amman.
5. Hassan, M., & K. Lewis, M. (2007). Handbook of Islamic Banking (1st-ed.) UK: Edward Elgar publishing Limited.
6. IIFM Annual Sukuk Report. (April,2018). www.iifm.net.
7. J. Godlewski, C., Turk-Ariss, R., & Weill, L. (2010, April,23). Are Islamic Investment Certificates Special? Evidence on the Post-Announcement Performance of Sukuk Issues. Retrieved March 19,2018 from https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1594716
8. J.T McMillen, M. (2013,15 jul). Asset Securitization Sukuk and Islamic Capital Markets: Structural Issues in These Formative Years University of Pennsylvania Law School. Retrieved August 1,2017 from https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2276578
9. Rosly, S. A, & M. sanusi, M.(n.d.) The application of Bay Al-Inah and Bay al Dayn in Malaysian Islamic Bonds: An Islamic Analysis. Retrieved July 26,2017 from www.ukm.my/hairun/kertas_kerja_assignment/saiful_azhar.pdf

10. Tareq, A. A. (2004). Managing Financial Risks of Sukuk Structures.
Master, Loughborough university, UK.