

الفرق بين
صكوك التمويل والسندات

الباحث / محمد إسماعيل إسماعيل أحمد
بقسم القانون التجاري - كلية الحقوق - جامعة القاهرة



www.mercj.journals.ekb.eg

الملخص:

يعد الاستثمار في الأوراق المالية بشكل عام والصكوك بشكل خاص من الأنشطة التي تزداد أهميتها يوماً بعد يوم؛ نظراً لانتشار التعامل بها في أوساط المستثمرين؛ وأيضاً لضخامة الأموال المستثمرة فيها، فأصبح بذلك نشاطاً اقتصادياً أساسياً، وله تأثير واضح على الاقتصاديات المحلية والدولية التي تعتمد عليها في تمويلها وتعزيز نموها اقتصادياً.

وقد تناولنا في البحث مفهوم الصكوك من حيث تعريفها، وأهميتها، ونشأتها، وخصائصها، وأنواعها. ومن ثم تناولنا مفهوم السندات من حيث تعريفها، وخصائصها، وأنواعها، ومن ثم أوجه التشابه بينها وصكوك التمويل.

وخلصنا إلى إن الخط بين الصكوك والسندات راجع إلى ما بينهما من شبه من ناحية أن كليهما يصدر بقيمة اسمية، وأن للصكوك عائداً متوقعاً مرتبطاً بتلك القيمة الاسمية، كما إن هيكل الإصدار يتضمن ترتيبات تقلل مخاطر التقلبات في ثمن الصك وتؤدي إلى استقرار المبلغ الذي يمكن لحامل الصك أن يسترده في نهاية مدته.

ومن أهم النتائج التي توصلنا إليها وجود اختلاف بين الصكوك والسندات يتمثل في الآتي:-

- أن الصكوك من ناحية قيمتها الاسمية، فهي ليست مضمونة على المصدر، ومن ثم لا تكون ديناً في ذمة المصدر.

- إن ما يدفع على الصكوك ربح مصدره النشاط الذي استخدمت فيه أموال حملة الصكوك أو الإيراد المتولد من الأصول التي يملكونها بموجب الصكوك، وليس فائدة مرتبة على القيمة الاسمية. بينما أن السندات ديون ربوية والقروض وثائق ملكية لأصل مولد لعائد أو استثمار مدر لربح.

- عند تصفية المشروع، يكون لصاحب السند الأولوية في الحصول على قيمة السند وفوائده المتفق عليها، أما مالك الصك فليس له الأولوية، وإنما تصرف له



نسبته مما يتبقى من موجودات المشروع بعد سداد الديون.
- من حيث الطبيعة والشكل القانوني تمثل الصكوك حصة شائعة طبقاً لمبدأ المشاركة في الربح والخسارة ويعتبر من الاستثمارات المتوسطة وطويلة الأجل، بينما تعتبر السندات قرض ربوي بفوائد ثابتة ويعتبر من الاستثمارات طويلة الأجل.



Abstract:

Investing in securities in general and instruments in particular is one of the activities whose importance increases day after day, given the prevalence of dealing in them among investors and the magnitude of funds invested in it. Hence, this became a basic economic activity having clear-cut impact on the domestic and global economies that rely on it for financing and promoting its economic growth.

In this research brief, we discussed the notion of instruments including the definition, importance, origin, features and types. We also underscored the idea of bonds in terms of their definition, characteristics, and types, then similarities between bonds and financing instruments.

We concluded that the confusion between instruments and bonds is due to the similarity between them whereas both are issued with a nominal value. In addition, the instruments have an expected return associated with that nominal value and the issue structure includes arrangements that reduce the risk of fluctuations taking place in the instrument price and result in the stabilization of the sum that may be regained at the end of its term by the instrument holder.

The most important results reached between bonds and instruments:

- Instruments regarding their nominal value are not guaranteed by the issuer, and therefore they are not debt owed by the issuer
- What is paid on the instruments is a profit from the activity in which the instrument holders' funds or the revenue generated from the assets owned are used according to the instruments. These funds are not an interest based on the nominal value, while bonds are usurious debts and loans are proprietary documents of an asset that generates a return or a profitable investment
- When a project is liquidated, holder of the bond will have priority to obtain the value of the bond and its agreed benefits, while the owner of the instrument has no priority and the rate left from assets of the project is paid to the owner after paying the debts
- Regarding the nature and legal form, the instruments represent a common share in accordance with the principle of sharing in



profit and loss. Instruments are also considered a medium and long-term investment while the bonds are a usurious loan with fixed interest rates and a long-term investment



المقدمة:

شهدت السنوات الأخيرة اهتمامًا متزايدًا بأسواق الأوراق المالية في الدول النامية والدول المتقدمة على حدٍ سواء؛ نظرًا للدور المهم الذي تؤديه في ميدان الحياة الاقتصادية، فقد ثبت بالتجارب أن تلك الأسواق تمثل فرصًا استثمارية ممتازة، وعامل جذب مهم لرؤوس الأموال المحلية والأجنبية في تلك الدول. وتساهم كفاءة الأسواق المالية وتنظيمها مساهمة إيجابية في النمو الاقتصادي الشامل للبلاد، فبدون تلك الأسواق لا تستطيع المجتمعات الحصول على الموارد المالية لتمويل وتطوير الأنشطة الاستثمارية.

وتعتبر صكوك التمويل من أهم الأدوات التمويلية الواعدة التي شهدت نموًا واسعًا في الآونة الأخيرة. ومفادها تحويل أصول مالية ممثلة في ديون إلى وثائق مالية متساوية القيمة ذات عائد محدد وتقبل التداول ومضمونة قانونًا.

وتتملك صكوك التمويل خصائص مشابهة لورقة مالية أخرى وهي السندات، الأمر الذي دفع البعض إلى عدم التمييز بينهم ماعدا أن الصكوك تطبق عليها بعض الأحكام الشرعية. وفي الواقع، إن السندات من أهم وسائل التمويل المالي التي عن طريقها تستطيع الحكومات والشركات الحصول على رأس المال اللازم للنمو والتطوير والمنافسة، باعتبارها مصدرًا أساسيًا من مصادر التمويل طويلة الأجل وتعتبر أيضًا مصدر تمويل خارجيًا، إلا إن التمويل القائم على الفائدة قد أثبت عدم فعاليته بعد ما أصاب النظام الرأسمالي من أزمات مالية كالأزمة التي حدثت عام ٢٠٠٨م، وبدأت بوادرها في أمريكا ثم طارت شرارتها لتعم العالم كله، ثم انقلبت من أزمة مالية إلى أزمة اقتصادية لا يزال العالم يعاني من ويلاتها.

إن الإشكالية الرئيسية التي تتطرح هذه الورقة البحثية للإجابة عنها هي: هل السندات بصورتها التقليدية هي ذاتها صكوك التمويل أم هناك اختلاف جوهري بينهما؟.



وللإجابة على هذا التساؤل ستمحور هذه الدراسة حول:

- إيضاح مفهوم صكوك التمويل، تعريفها، نشأتها، خصائصها، أنواعها.
- إيضاح مفهوم السندات، تعريفها، نشأتها، خصائصها، أنواعها.
- الفروق الجوهرية بين صكوك التمويل والسندات وطبيعتهما القانونية.

وتهدف هذه الدراسة إلى التعرف على الصكوك، باعتبارها أداة تمويل جديدة، ولفت نظر الشارع والباحثين إلى ضرورة مراعاة الاختلاف بينها وبين السندات عند التنظيم القانوني لها حتى لا يتم تكرارها.

وتعتمد منهجية البحث على الدراسة النظرية الوصفية التحليلية، وذلك من خلال تعريف الصكوك ونشأتها وخصائصها وأنواعها والاختلاف بينها وبين السندات، كما اعتمدت الدراسة على الأسلوب الوصفي في عرض وتحليل تجارب بعض الدول، وذلك من أجل إيضاح مدى تأثير الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي في هذه الدول. وقد تم تقسيم الدراسة إلى:

- المقدمة.
- المبحث الأول: مفهوم صكوك التمويل.
- المبحث الثاني: مفهوم السندات وأوجه الاختلاف بينها وبين صكوك التمويل.
- الخاتمة.

المبحث الأول

مفهوم صكوك التمويل

تمهيد وتقسيم:-

تقوم فكرة صكوك التمويل أو ما يعرف بالصكوك الإسلامية على المشاركة في تمويل مشروع أو عملية استثمارية متوسطة أو طويلة الأجل وفقاً لقاعدة (الغنم بالغرم) أي (المشاركة في الربح والخسارة) على منوال نظام الأسهم في شركات المساهمة المعاصرة ونظام الوحدات الاستثمارية في صناديق الاستثمار، حيث تؤسس شركة مساهمة لهذا الغرض، ولها شخصية معنوية مستقلة، وتتولى هذه الشركة إصدار الصكوك اللازمة للتمويل وتطرحها للاكتتاب العام للمشاركين، ومن حق كل حامل صك المشاركة في رأس المال والإدارة والتداول والهبة والإرث ونحو ذلك من المعاملات في الأسواق المالية.

حيث تعتبر صكوك التمويل أدوات اقتراض تم تطويرها من قبل المختصين لكي توفر الجانب التمويلي المهم للمؤسسات المالية، كما إن صكوك التمويل متنوعة و تناسب معظم أوجه النشاط التجاري والاستثماري، حيث تتميز بتنوع صيغ عقودها التمويلية مما يجعلها ذات مرونة عالية لاستيعاب احتياجات السوق المالية.

ولما كان التعامل بالسندات وأذون الخزانة كوسيلة لجذب المدخرات وجمع الأموال وإدارة السيولة لا يتفق والضوابط الشرعية، فقد كان من الضروري البحث عن أدوات استثمارية جديدة لتحل محل الأدوات التقليدية، وتكون بمثابة وسيلة لسد العجز في الموازنة العامة للدولة وتمويل التنمية.

وقد تكون الجهة المصدرة لهذه الصكوك أحد المصارف الإسلامية أو أي بيت تمويل إسلامي أو شركة أو جهة حكومية لها شخصية معنوية، وتنشأ هذه الجهة وفقاً للقوانين المحلية السائدة في الدولة التي سوف تصدر فيها.



ولإيضاح مفهوم صكوك التمويل سنتناول في هذا المبحث ماهيتها من خلال تعريفها، أهميتها، نشأتها، في (المطلب الأول)، ومن ثم نعد إلى دراسة خصائص وأنواعها صكوك التمويل في (المطلب الثاني).

المطلب الأول

ماهية صكوك التمويل:

تمهيد وتقسيم:-

توصف صكوك التمويل بالقضية الأكثر أهمية وحيوية، وذلك لتنامي الاهتمام العالمي بالصكوك لتنمية رأس المال سواء بالاستثمار أو التمويل. ويتوقع أن تكون الصكوك من أفضل وسائل جذب المدخرات، وتجميع الأموال لتمويل مشروعات التنمية خاصة مشروعات البنى التحتية، ومواجهة المشكلات الاقتصادية، وهذه الأهمية البالغة للصكوك، والنمو السريع الذي شهدته وانتشار مؤسسات ومصارف إسلامية دفع بكثير الدول إلى إصدار قوانين بشأنها، وكان المشرع المصري من الذين سارعوا للقفز إلى عربة الصكوك. وحتى نميز الصكوك عن الأوراق المالية من الضرورة تسليط الضوء على ما يتعلق بمفهومها. وسنتناول ذلك في الفروع الآتية:-

الفرع الأول

تعريف صكوك التمويل وأهميتها

أولاً: تعريف صكوك التمويل:-

قبل أن نتطرق لتعريف الصكوك في الفقه والقانون، فإنه يجدر بنا أن نعرفها من الناحية اللغوية و الاصطلاحية:

الصكوك^(١) لغة: لغة جمع صك ويراد به: وثيقة بمال أونحوه، وفي اللغة العربية يقال: صكه صكا أي دفعه بقوة. وفي القرآن الكريم: {فصكت وجهها}

[الذاريات: ٢٩]، أي: لطمته تعجبًا. وصكت الباب أي أغلقته، و الصك لفظ معرب يقصد به وثيقة بمال أو نحوه . والصك الذي يكتب للعهد معرب أصله جك. وكانت الأرزاق تسمى صكاكًا؛ لأنها تخرج مكتوبة، ومن معانيه، وثيقة اعتراف بالمال المقبوض، أو وثيقة حق في ملك أو نحوه (٢) والصكوك جمع (صك) وهي كلمة فارسية معرّبة، وتعني شهادة أو وثيقة أو مستند (٣).

والصكوك عبارة عن وثيقة بقيمة مالية معينة تصدرها مؤسسة بأسماء من يكتبون فيها مقابل دفع القيمة المحررة بها، وتستثمر حصيلة البيع سواء بنفسها أو بدفعه إلى الغير لاستثماره نيابة عنها، وتعمل على ضمان تداوله، ويشارك المكتتبون في الصكوك بنتائج هذا الاستثمار حسب الشروط الخاصة بكل إصدار. ومن هنا يمكن تعريف الصك في اللغة بأنه ما يكتب في الأوراق من حقوق مالية وهو على عمومه يشمل جميع الأوراق المنطوية على حقوق مالية " كالسندات - الشيكات - العقود ". والصك نموذج مطبوع على شكل معين يستعمله المودع في أحد المصارف للأمر بصرف المبلغ المحرر به من النقد.

الصكوك اصطلاحًا: - يلاحظ أن كلمة التصكيك والتوريق والتسنيذ تستعمل كمفردات لمسمى واحد، أي تشير إلى نفس المعنى، إلا إن مصطلح الصكوك قد أصبح عرفًا لدى الجمهور ما يختص بالاستثمار الإسلامي الذي ينسجم مع أصول وأحكام الشريعة الغراء. وبالنسبة للتوريق أو التسنيذ فلا يشتهر استعمالهما عند الباحثين في الاقتصاد الإسلامي لارتباطهما بالاستثمار التقليدي.

١- تعريف صكوك التمويل في الفقه:-

تعرف الصكوك بأنها: شهادات الاستثمار الشرعية وأنها تماثل السندات التقليدية في أنها تسمح للكيانات السيادية والشركات جمع الأموال في أسواق رأس المال وفقًا لمبادئ الشريعة الإسلامية (٤). والصكوك هي شهادات مشاركة في كثير من الأحيان تعرف بأنها سندات إسلامية (٥).



وتعرف أيضاً بأنها: " ملكية مشتركة في أصل ما، ولها الحق في الدخل الناتج عن هذا الأصل، إما عن طريق تدفق الدخل فيتم ترسيخه و ترجمته عبر أدوات قابلة للتداول يمكن إصدارها في السوق المالية، لذلك فإن الصكوك تمكن المستثمر من حصر أو حجز العوائد متوسطة وطويلة الأجل". (٦)

وهناك من يعرف الصكوك بأنها: " أوراق مالية محددة المدة، تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو نقود أو ديون أو مزيج منها، تخول مالكيها منافع، وتحمله مسؤوليات بمقدار ملكيته". (٧)

وقد ورد تعريف التصكيك (٨) في قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي بأنه: " إصدار وثائق أو شهادات مالية متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية موجودات (أعيان، أو منافع، أو حقوق، أو خليط من الأعيان والمنافع والديون) قائمة فعلاً أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب، وتصدر وفق عقد شرعي وتأخذ أحكامه". (٩)

وفي مايو ٢٠٠٣م، عرفت الصكوك رسمياً من قبل هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المصرفية الإسلامية (AAOIFI) بأنها " شهادات متساوية القيمة تمثل أسهم غير محددة في ملكية الموجودات المادية، حق الانتفاع والخدمات، أو (في ملكية) أصول مشاريع معينة أو نشاط استثماري خاص". (١٠)

٢- تعريف صكوك التمويل في التشريعات:

تعتبر صكوك التمويل نوع من الأوراق المالية التي يتم التعامل بها في سوق الأوراق المالية، وقد عرفت في أوروبا في العصور الوسطى وتستخدم اليوم الكلمة اللاتينية الحديثة "شيك" للتعبير عنها.

(أ) تعريف الصكوك في التشريعات العربية:-

أصدر المشرع المصري^(١١) القانون رقم ١٧ لسنة ٢٠١٨م بتعديل بعض أحكام سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، ثم صدر قرار رئيس مجلس الوزراء رقم ٢٤٧٩ لسنة ٢٠١٨م بتعديل بعض أحكام اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال الصادر بقرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية رقم ١٣٥ لسنة ١٩٩٣م والذي عرف صكوك التمويل في المادة (١٤ مكرراً) منه على أنه:

الصكوك أوراق مالية اسمية متساوية القيمة، تصدر لمدة محددة لا تزيد على ثلاثين عامًا، تمثل كل منها حصة شائعة في ملكية أصول أو منافع أو حقوق أو مشروع معين أو حقوقه أو التدفقات النقدية له، وفقًا لما تحدده نشرة الاكتتاب العام أو مذكرة المعلومات بحسب الأحوال.

وعرف القانون التونسي رقم ٣٠ لسنة ٢٠١٣م والخاص بالصكوك الإسلامية في الباب الأول الصكوك على أنها: الفصل الأول: الصكوك هي أوراق مالية قابلة للتداول تمثل حصصًا شائعة ومتساوية القيمة في ملكية موجودات قائمة فعلا أو سيتم إنشاؤها من أعيان أو منافع أو خدمات أو حقوق أو خليط من الأعيان والمنافع والخدمات والنقود والديون من حصيلة الاكتتاب وتصدر في إطار عقد وفقًا لمعايير الشرعية وعلى أساس قاعدة الغنم بالغرم.

ونصت المادة الثانية من القانون الأردني رقم ٣٠ لسنة ٢٠١٢م على أنه:

صكوك التمويل الاسلامي: وثائق متساوية القيمة تمثل حصصًا شائعة في ملكية المشروع تصدر بأسماء مالكيها مقابل ما يقدمون من أموال لتنفيذ المشروع واستغلال هو تحقيق العائد لمدة تحدد في نشرة الإصدار وفق مبادئ الشريعة الإسلامية وأحكامها.



ب: تعريف الصكوك في التشريعات الأجنبية:

في جمهورية أندونيسيا صدر قانونًا خاصًا بالصكوك السيادية (Sovereign Sukuk Law) رقم ١٩ لعام ٢٠٠٨م، وقد عرفها في المادة (١) بأنها:

الأوراق المالية ذات السيادة الشرعية والتي يشار إليها SBSN، أو الصكوك السيادية، هي الأوراق المالية السيادية الصادرة على أساس مبادئ الشريعة. وقد أصدرت بكل من الروبية الأندونيسية والعملات الأجنبية^(١٢).

وفي ماليزيا، أحالت المادة (٣٧٧) من قانون رأس المال والخدمات الماليزي، تنظيم الصكوك إلى المبادئ التوجيهية^(١٣) بشأن الصكوك والمعروفة باسم "GUIDELINES ON SUKUK"، وقد عرفت تلك اللائحة الصكوك في الفصل الثاني الخاص بالتعريفات بأنها:

" الصكوك التي يتم إصدارها وفقًا لمبادئ الشريعة الإسلامية المسموح بها من طرف اللجنة الاستشارية الشرعية في هيئة الأوراق المالية الماليزية^(١٤).

وهنا لا نجد تعريفًا اصطلاحياً يفسر المعنى الحقيقي للصكوك، ولكن نجد لها وصفًا لشرعيتها من عدمه^(١٥). حيث يتداول في سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا مجموعة من الصكوك من أهمها صكوك المضاربة والمشاركة بين بالثمن الآجل والمرابحة.

ثانياً: أهمية صكوك التمويل:

تظهر أهمية الصكوك في كونها بديل اقتصادي أثبت نجاحه في كثير من الأنظمة التي بدأت في تطبيقه. ويمكن تلخيص ذلك فيما يلي:

- ١- تتميز صكوك التمويل^(١٦) في أنها تقدم أسلوبًا جيدًا لإدارة السيولة تستطيع به سواء الحكومات أو الشركات أو المصارف والمؤسسات المالية تدبير السيولة اللازمة لاحتواء تلك الأزمات التي عصفت باقتصاديات الدول^(١٧).

٢- الصكوك أداة تساعد على الشفافية^(١٨)، وتحسين بنية المعلومات في السوق^(١٩)؛ لأنه يتطلب العديد من الإجراءات، ودخول العديد من المؤسسات في عملية الإقراض.

٣- تساهم في الحد من التضخم، وبالتالي الحد من زيادة الأسعار كما إنها تقلل من تكاليف الإنتاج؛ لأنها لا تتحمل تكاليف التمويل وأعبائها كما في القروض؛ وذلك لأن صكوك المشاركة ترغم مؤسسات التمويل على استغلال كل طاقاتها في مشروعات تنمية حقيقية لكي تحقق عائداً فعلياً لأصحابها؛ ولأنها لا تعتمد على محصلاتها من الفوائد كما يحدث في البنوك^(٢٠).

٤- تتعد أهمية الصكوك باختلاف المتعاملين علي^(٢١)، فهذه الورقة المالية أهمية كبيرة بالنسبة للاقتصاد القومي؛ لأنها تلبى احتياجات الدولة في تمويل مشاريع البنى التحتية والتنمية والمشاريع الضخمة التي تتطلب إقامتها رؤوس أموال كبيرة، بدلا عن الاعتماد على سندات الخزينة والدين العام^(٢٢).

٥- يساعد التصكيك بشكل عام على تنوع مصادر التمويل متعدد الآجال والمكملة للمصادر التقليدي^(٢٣)، وتقوم بعض مؤسسات القطاع العام والخاص ذات الأهمية الاقتصادية أو الاجتماعية، بإصدار صكوك لجمع رؤوس الأموال واستخدامها في تمويل احتياجاتها أو توسيع نشاطها،^(٢٤) وتتيح هذه الصكوك لحاملها المشاركة في أرباح شركات القطاع العام والخاص، كما تتيح لهم مرونة كافية من خلال القدرة على تداول الصكوك في السوق الثانوية^(٢٥).

٦- للصكوك مزايا عديدة بالنسبة للاقتصاد الكلي، فالتوسع في استخدام الصكوك يؤدي إلى تدعيم وتنشيط وتنمية الأسواق المالية، فتزيد عمليات التصكيك من كفاءة الأسواق المالية، بالإضافة إلى أنها تساعد في تقليل درجة سيطرة الجهاز المصرفي كمزود وحيد للتمويل^(٢٦)، وبالأخص المشروعات ذات الآجال والمردود القليل، مما لا تطيقه المؤسسات التجارية والمصرفية كالبنوك^(٢٧). ودخول العديد من المؤسسات في عملية الإقراض، مما يوفر المزيد من المعلومات في



- السوق وتستخدم من طرف الحكومات ويطلق عليها الصكوك المركزية وتصدر من طرف وزارة المالية أو من ينوب عنها عادة البنك المركزي^(٢٨).
- ٧- وللصكوك أهمية بالنسبة للجهة التي تصدرها، حيث تعمل الصكوك على تحسين القدرة الائتمانية والهيكل التمويلي للمؤسسات المصدرة للصكوك، من حيث إنها تتطلب التصنيف الائتماني للمحفظة بصورة مستقلة عن المؤسسة ذاتها، ومن ثم يكون تصنيفها الائتماني مرتفعاً^(٢٩).
- ٨- تضاعف صكوك التمويل من قدرة الشركات على تسهيل أصولها أي تحريرها لتأمين السيولة اللازمة لتمويل احتياجاتها المختلفة، بالإضافة لتتبع مصادر التمويل^(٣٠).
- ٩- تعمل الصكوك على تنويع العمل الاستثماري، دون التركيز على المربحة فقط كما في تجربة البنوك الإسلامية في مصر، فضلاً عن تنويع المخاطر^(٣١).
- وتلبي احتياجات الدولة في تمويل مشاريع البنية التحتية بدلاً من الاعتماد على سندات الخزينة والدين العام^(٣٢).
- ١٠- تتمتع الصكوك بأهمية بالنسبة للمستثمرين، من حيث إن تصكيك أصول الشركة أقل تكلفة مقارنة بالاقتراض المصرفي؛ وذلك بسبب قلة الوسطاء من ناحية العمولة الممنوحة، وقلة المخاطر المرتبطة بالورقة المالية المصدرة لكونها مبنية ومدعومة بأصول موجودة حقيقية.
- ١١- تتميز عملية تصكيك الأصول 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^(٣٣).
- ١٢- تعطي صكوك التمويل عوائد عالية مقارنة بباقي الاستثمارات المالية الأخرى (الأوراق المالية الحكومية، السندات ذات الأجل القصيرة) وانخفاض مخاطرها^(٣٤).

١٣- أنها تقدم قناة استثمارية جيدة للمستثمرين الذين يريدون توظيف فائض أموالهم في مشاريع مربح^(٣٥)، ويرغبون في الوقت نفسه أن يستردوا أموالهم بسهولة عندما يحتاجون إليها^(٣٦).

١٤- لا تقتصر أهمية الصكوك على اقتصاديات الدول بل تؤثر في الاقتصاد العالمي، كما تساعد على النهوض بالاقتصاد الإسلامي^(٣٧). لقدرتها على إرضاء المستثمر المحلي واستقطاب المستثمر الاجنبي لاصدار الصكوك بالعملة المحلية أو بعملات دولية مع التداول العالمي^(٣٨). وبهذا، فإنها تتيح للدول القدرة على توفير تمويل طويل أو متوسط الأجل^(٣٩).

ثالثاً: نشأة صكوك التمويل:-

نشأت الصكوك؛ بسبب حاجة الناس لمصادر تمويل مستمدة من الشريعة الإسلامية بديلاً عن المصادر الأخرى المقترنة بفوائد ثابتة والمحرمة شرعاً. ولا يوجد إجماع على تاريخ نشأة الصكوك، لكن تشير بعض الدراسات إلى ان استخدام الصكوك يرجع إلى القرن الأول الهجري خلال العصر الأموي أبان حكم الخليفة مروان ابن الحكم، كما ذكر في كتاب الموطأ^(٤٠). وظهرت بعد ذلك في عهد الإمبراطورية العثمانية، ومثالاً على ذلك إصدار الإمبراطورية في عام ١٧٧٥م، أسهم لتمويل العجز في ميزانيتها بعد هزيمتها على أيدي الروس. وقد قامت الحكومة بتوريق تحصيل الرسوم الجمركية على التبغ التي من خلالها تلقى المستثمرين الإيراد السنوي (العائد المتغير) لبقية حياتهم. ويجوز للحكومة إعادة شراء الأسهم وفقاً لتقديرهم الخاص^(٤١).

ويشير البعض^(٤٢) إلى أن فكرة التصكيك نشأت وطرأت على ساحة العالم الاقتصادي في الولايات المتحدة الأمريكية عام ١٩٧٠م، عندما قامت الهيئة الوطنية الحكومية للرهن العقاري بإصدار صكوك تستند على القروض المضمونة بالرهن العقاري. ومن ثم إصدار صكوك خاصة ببيع ديون شراء السيارات عام ١٩٨٥م، ومن ثم ديون بطاقات الائتمان عام ١٩٨٦م، ثم أقساط التأمين عام ١٩٩٠م. في حين اتجه البعض



الأخر^(٤٣) إلى أن فكرة طرح الصكوك يرجع إلى تناولها بالبحث في المؤتمر العلمي الأول للاقتصاد الإسلامي عام ١٩٧٩م، ثم بعد ذلك جرت عدة محاولات للبحث فيها كانت أبرزها تلك الدراسة التي بلورت الصورة الأولية للصكوك الاستثمارية للصكوك الإسلامية، والتي قدمها الدكتور سامي حمود في بحثه "سندات المقارضة"^(٤٤). وقد شهدت الفترة الأخيرة من القرن العشرين عدة تجارب لإصدار الصكوك الإسلامية في مقدمتها سندات المشاركة التي أصدرتها الحكومة التركية عام ١٩٨٤م بمبلغ ٢٠٠ مليون دولار لتمويل بناء جسر محمد الفاتح فوق مضيق البوسفور^(٤٥). وعلى الرغم من صدور الصكوك ونموها خلال العقد الماضي، إلا إن بروزها كان من خلال قرار صدر عام ١٩٨٨م، من قبل مجمع الفقه التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي الذي أوضح أنه يمكن تمثيل أي تحصيل للأصول في شكل ورقة نقدية مكتوبة، ويمكن تداول هذه الورقة طالما أنها تمثل في معظمها الأصول المادية بدلاً من العملة النقدية أو الدين، مراعاة لأحد مبادئ التمويل الإسلامي المتمثل في أن الدين لا يمكن تداوله^(٤٦).

وقد قام المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية برصد تاريخ الصكوك والمراحل التي مرت بها في الفترة ما بين ١٩٨٦م وبين ٢٠٠٩م. حيث تم إصدار سندات مقارضة وسندات للتنمية والاستثمار في أكتوبر - تشرين الأول عام ١٩٨٦م. كما قام مجمع الفقه الإسلامي الدولي بالتأكيد على أهمية موضوع السندات، وكلف باحثين متخصصين لتمكينه من اتخاذ القرار الصائب بشأن هذه السندات. وفي فبراير عام ١٩٨٨م، فقد أصدر مجمع الفقه الإسلامي الدولي الصيغة المقبولة شرعا لصكوك المقارضة. كما أصدر المجمع فتوى في آذار - مارس عام ١٩٩٠م مفادها تحريم السندات واقترح البديل لها وهو الصكوك أو السندات القائمة على أساس المضاربة^(٤٧).

وفي عام ١٩٩٠م، شهد العالم صدور أول صكوك، من شركة غير إسلامية، وهي شركة Shell MDS في دولة ماليزيا^(٤٨)؛ وقد صدرت بأشكال مختلفة مثل صكوك المضاربة في عام ١٩٩٤م، وصكوك الإجارة في عام ٢٠٠١م وصكوك ذات سيادة في

عام ٢٠٠٢م، و صكوك مشاركة في عام ٢٠٠٥م^(٤٩). حيث وقد اقتصر إصدارات الصكوك في ماليزيا، حتى عام ٢٠٠٣م، على أساس توريق الديون الناشئة عن عقود المرابحة، وبالبيع بثمن أجل و الإجارة. ومنذ عام ٢٠٠٤م، بدأ إصدار الصكوك الماليزية باستخدام عقود المشاركة والمضاربة. وأعقب هذا بفترة وجيزة صدور أول صكوك عالمية شبه سيادية من قبل شركة Kumpulan Guthrie في ماليزيا^(٥٠). كما تعتبر اندونيسيا واحدة من الأسواق الناشئة لتطوير التمويل الإسلامي في مجال الصكوك^(٥١). حيث بدأت حكومة إندونيسيا بإصدار صكوك سيادية في مايو ٢٠٠٨م^(٥٢).

ثم أصدرت رابطة العالم الإسلامي، وهي تعتبر الجهة الثانية المعتمدة بعد مجمع الفقه الإسلامي^(٥٣) الدولي، فتوى ثانية وذلك بتاريخ يناير - كانون الثاني عام ٢٠٠٢م، بتحريم التعامل بالسندات وعدم جواز تصكيك الديون بحيث تكون قابلة للتداول في السوق الثانوية. وفي مرحلة لاحقة قامت جهة ثالثة وهي هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI) بتحديد أنواع الصكوك وخصائصها والقواعد والضوابط الشرعية التي تحكمها، وكان ذلك في مايو عام ٢٠٠٣م^(٥٤).

وفي تركيا، صدر عام ١٩٨٤م نوع من صكوك المشاركة المخصصة لتمويل بناء جسر البوسفور الثاني بمبلغ ٢٠٠ مليون دولار أمريكي^(٥٥). وفي عام ٢٠٠٨م أصدرت الهيئة الشرعية لهيئة المحاسبة والمراجعة ست توصيات بشأن هياكل صكوك السلم^(٥٦).

أما صندوق النقد الدولي، فقد جاء دوره للتأكيد على الطفرة في معاملات التورق الإسلامي، حيث تمخضت عن زيادة إصدار الصكوك بمقدار أربعة أضعاف، والتأكيد أيضًا على أن عددًا متناميًا من البلدان يفكرون في دخول سوق الصكوك، كما بين الصندوق أن أبرز تحدي للصكوك هو تبديل السمات الهيكلية المعتادة في الأوراق المالية التقليدية، وكان ذلك في سبتمبر ٢٠٠٧م^(٥٧).

وفي الخليج العربي تهيمن الإمارات العربية المتحدة على سوق الصكوك في الشرق الأوسط بنسبة ٦٩% من كل إصدار وتركز على الخدمات والعقارات.



أما في المملكة العربية السعودية فقد كانت أول الصكوك الصادرة والتي وافقت عليها هيئة السوق المالية CMA من الشركة السعودية للصناعات الأساسية لشركة (سابك) في يوليو ٢٠٠٦م بما قيمته ٨٠٠ بليون دولار^(٥٨). وفي البحرين صدرت أول صكوك سيادية دولية من قبل حكومة البحرين، وأطلق البنك المركزي البحريني في عام ٢٠٠١م برنامجا للصكوك، قدم أول صكوك مقومة بالدولار للمستثمرين بما يعادل ٢٥ مليون دولار^(٥٩). وفي عام ٢٠٠٨م تسبب النقص العالمي في السيولة، نتيجة أزمة الديون العقارية الرديئة في العالم الغربي، وكذلك الخلاف بين الفقهاء حول الأساليب التي كانت تستخدم في تقديم ضمانات لحملة الصكوك، في انحسار نمو إصدارها بدرجة كبيرة، إلا إن السوق انتعشت مرة أخرى في عام ٢٠٠٩م؛ بسبب الإصدارات من الصكوك السيادية وشبه السيادية. وهذا الأمر يعود إلى حقيقة أن بعض الدول الغربية كبريطانيا قد قفزت إلى عربة إصدار الصكوك^(٦٠). واليوم معظم الدول المتقدمة كفرنسا واليابان وغيرها، يبحثون بجدية في الصناعة المصرفية الإسلامية وتحديدًا نظام الصكوك باعتبارها واحدة من أفضل بدائل النظام المالي الضعيف الحالي.

رابعًا: التطور التشريعي لصكوك التمويل: - M.E.I.

أدرك المشرع المصري مدى أهمية الصكوك ولذلك نص في صلب أحكام القانون رقم ١٤٦ لسنة ١٩٨٨م على صكوك التمويل ذات العائد المتغير، وبعد ذلك صدر قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م بأحكام جديدة تنظم صكوك التمويل، ثم صدر القانون رقم ١٠ لسنة ٢٠١٣م، الذي حوى في نصوصه على تنظيم أحكام الصكوك، حتى تم وقف العمل به بعد قيام الثورة المصرية في ٣٠ يونيو ٢٠١٣م. حتى صدر القانون رقم ١٧ لسنة ٢٠١٨م بتعديل بعض أحكام سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م، وبناء عليه صدر قرار رئيس مجلس الوزراء رقم ٢٤٧٩ لسنة ٢٠١٨م بتعديل بعض أحكام اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال الصادر بقرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية رقم ١٣٥ لسنة ١٩٩٣م.

أما المملكة الأردنية الهاشمية، فقد أصدرت المملكة قانون صكوك التمويل الإسلامي رقم ٣٠ لسنة ٢٠١٢م^(٦١). وفي دول الخليج العربي، فقد أصدرت دولة الإمارات العربية المتحدة قرارًا بشأن نظام إدراج الصكوك الإسلامية رقم ٩٣ / ر لسنة ٢٠٠٥م. وفي البحرين^(٦٢) نظمت قواعد الترخيص في تأسيس شركات المساهمة المعفاة من أحكام قانون الشركات التجارية رقم ٢٥ لعام ١٩٧٧م^(٦٣). وفي الكويت صدر قانون البنوك الإسلامية ٢٠٠٣م الذي أجاز في المادة (٩٥) منه للبنك المركزي إصدار أدوات تتفق وأحكام الشريعة الإسلامية. ثم أجازت للشركات إصدار الصكوك بموجب قانون الشركات المعدل بالقانون رقم ٩٧ لسنة ٢٠١٣م و لائحته التنفيذية رقم ٢٥/٢٠١٢م. وفي تونس أصدرت الجهة التشريعية قانون يتعلق بالصكوك الإسلامية رقم ٣٠ لعام ٢٠١٣م، وكذلك قامت الحكومة السودانية بإلغاء العمل بنظام سندات الخزنة، وأصدرت عام ١٩٩٥م، قانون صكوك التمويل، وتضمن قانون صكوك التمويل تنظيم صكوك المضاربة وصكوك الاستثمار وصكوك القروض والصكوك الخيرية. وفي إندونيسيا صدر قانون خاص بالصكوك الشرعية السيادية رقم ١٩ لعام ٢٠٠٨م^(٦٤) Sovereign Sharia Securities.

أما الدولة الرائدة في صناعة الصكوك العالمية^(٦٥) فهي ماليزيا، حيث ظهرت الصكوك لأول مرة في عام ١٩٩٠م، لكن دون تنظيم قانوني ومن ثم صدر قانون البنوك الإسلامية رسمياً في عام ١٩٨٣م، لمساعدة الحكومة على إصدار شهادات لا ربوية تعرف باسم " شهادات استثمار الحكومة GIC". وتعتبر ماليزيا أول دولة في العالم قامت بإصدار الصكوك الإسلامية السيادية العالمية في عام ٢٠٠٢م، وأطلقت ماليزيا التوجيهات الخاصة بالصكوك (Gaidelines On Sukuk) والتي عمدت إلى تحديثها في عام ٢٠٠٥م. وجدير بالإشارة إليه أن المعاملات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية لم تقتصر على الدول الإسلامية ففي الأسواق المالية في لندن^(٦٦).

عام ١٩٨٠م جرت معاملات كبيرة للمرابحة في السلع في جميع أنحاء



بورصة لندن للمعادن؛ لإعطاء السيولة للمؤسسات شرق أوسطية والمستثمرين الآخرين وبما يعزز تطوير سوق العملة في المملكة المتحدة. ولكن الحكومة لم تعتمد آنذاك إلى سن قوانين أو إجراء تعديلات تشريعية بغرض إصدار الصكوك^(٦٧). وهناك أيضًا دول أخرى سعت إلى إدخال بعض التعديلات التشريعية الضريبية والتي كان من شأنها استيعاب التمويل الإسلامي وتسهيل إصدار الصكوك مثل اليابان^(٦٨) وفرنسا^(٦٩)، وألمانيا، ولوكسمبرج، أستراليا^(٧٠).

المطلب الثاني

خصائص صكوك التمويل وأنواعها

أولاً- خصائص صكوك التمويل:

إن المعاملات المالية من أهم مجالات الحياة اليومية، كما إنها أكثرها نشاطًا وتطورًا؛ إذ تتجدد وتتطور صور وأوجه هذه المعاملات تبعًا لنشاط وتشتت مجريات الحياة الحديثة. ومن أحدث وأبرز هذه التطورات ظهور صكوك التمويل في سائر أنحاء العالم.

ومن المعلوم أنه إذا كثرت الدين وانتشر المطل أو عجز الناس عن السداد، فإن الحياة الاقتصادية سوف تتخلل، وسوف يحجم الناس عن البيع بالدين، مما يضيق عليهم في معاملاتهم، ويؤدي إلى اضطرابات في السوق، وتوقف الناس عن السداد والوقوع بأزمات ائتمانية شاملة كما حدث في الأزمة الاقتصادية العالمية عام ٢٠٠٨م، حيث انتشر الدين في الغرب بشكل كبير، وأصبح توريق الديون وتسييلها أمر مألوف في الاقتصاد الغربي، وقد رصد في بعض الحالات أن الدين بيع أكثر من ثلاثين مرة^(٧١). ولم تشجع الشريعة الإسلامية الدين واعتبرته عبئًا على صاحبه، حيث كان رسول الله يتعوذ من الدين في دعائه^(٧٢)، ولذلك برزت صكوك التمويل كضرورة لا بد منها لتصكيك تلك الديون^(٧٣)، وقد تكون الجهة المصدرة لهذه الصكوك أحد المصارف الإسلامية، أو أي بيت تمويل إسلامي أو شركة، أو جهة حكومية لها شخصية معنوية. وتنشأ هذه الجهة وفقًا للقوانين المحلية السائدة في الدولة التي سوف

تصدر فيها، ويكون لها هيئة رقابة شرعية للتأكد من إن إصدارها واستثمارها وتداولها وتصفياتها، يتم وفقاً للمبادئ وكذلك للقوانين والقرارات المنظمة لها^(٧٤)، وعليه فسوف نقوم بتوضيح خصائص صكوك التمويل على التفصيل التالي:

أولاً- تداول الأموال مطلب شرعي:- تخصص حصيلة الصكوك للاستثمار في مشاريع تتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية، كما تقوم على أساس عقود شرعية وفقاً لصيغ التمويل الإسلامية كالمشاركة والمضاربة والمرابحة والسلم والاستصناع والمضاربة لتيسير دوران المال على أفراد الأمة^(٧٥)، وغيرها، بضوابط تنظم إصدارها وتداولها.

ثانياً- تأسيس الصكوك على عقد شرعي وبضوابط شرعية تنظم إصدارها وتداولها وطرحها للاكتتاب العام أو الخاص، فقد تصدر الصكوك في صورة صكوك للتمويل (مرابحة، استصناع، سلم) أو صكوك الإجارة بأنواعها المختلفة، أو صكوك استثمار (مضاربة، وكالة بالاستثمار، صكوك المشاركة في الربح، صكوك المشاركة في الإنتاج)^(٧٦)، أو في صور صكوك الصناديق والمحافظ الاستثمارية، ويمكن توليف مختلف الصيغ لابتكار صيغ جديدة وبما لا يتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية.

ثالثاً- صلاحية العقود الشرعية لإنتاج أدوات مالية؛ نظراً لتنوع صيغ العقود في الشريعة الإسلامية^(٧٧)، هو الذي سمح لها بأن تستخدم كأحجار بناء أساسية لإنتاج طائفة واسعة من الأدوات الأكثر تطوراً، مما يوحى بوجود إمكانية كبيرة للتجديد والتوسع المالي في الأسواق العالمية، وهو ما يعرف بالهندسة المالية الإسلامية^(٧٨).

رابعاً- تمثل الصكوك حصص ملكية شائعة في ملكية موجودات، فيعتبر مالك الصك شريكاً على الشئوع لبقية ملاك الصكوك في المال أو الموجودات والتي تمثلها هذه الصكوك، وملكيتها هذه ترتب له كافة حقوق المالك (كالحق في التصرف في حصته بكل أنواع التصرفات من بيع وإجارة ورهن وهبه...) ومن حقه في حصة



محددة في العائد أو الربح محددة في نشرة الإصدار (وقت التعاقد) كما يحدد أيضًا نصيب المدير (المضارب، الوكيل، الشريك المدير) ويترتب على ذلك أن أي تحديد لنصيب الصك بمبلغ محدد أو نسبة معينة من القيمة الاسمية أو حصة من الربح غير محددة في نشرة الإصدار، كما يترتب على حق الملكية هذا في الموجودات تحمل صاحب الصك مخاطر الاستثمار (مخاطر الملكية) وفقًا لقاعدة "الغنم بالغرم واستحقاق الربح مقابل تحمل المخاطر" (٧٩).

خامسًا- يلزم استثمار حصيلة الصكوك في نشاط مباح وفقًا لإحكام الشريعة الإسلامية، فلا يجوز إصدار تلك الصكوك لتمويل نشاط محرم كصناعة الخمر أو تداولها أو التعامل بالفائدة الربوية أو في نشاط ينطوي على مقامرة أو في أي نشاط غير مشروع، كما يجب أن تعد عن هذا النشاط قوائم مالية وفقًا لمعايير المحاسبة التي تصدرها هيئات الرقابة المالية بعد موافقة الهيئة الشرعية لإصدار الصكوك والتعامل عليها (٨٠).

سادسًا- صك التمويل يعطي حامله حصة من الربح وليس نسبة محددة مسبقًا من قيمته الاسمية (٨١) وحصة مالك الصك من أرباح المشروع تحدد بالنسبة لوقت التعاقد، أي في نشرة الإصدار التي تسبق الاكتتاب، أو في الصك المالي نفسه، بحيث تتضمن هذه النشرة أو الصك حصة المضارب، وحصة أرباب المال من الربح الذي يتحقق في نهاية المشروع، أو في فترات دورية معينة.

سابعًا- الصك الاستثماري الإسلامي يلزم صاحبه بتحمل مخاطر الاستثمار كاملة، حيث يقوم مبدأ إصدار وتداول الصكوك على نفس الأسس التي تقوم عليها المشاركات في القواعد المالية الإسلامية من حيث العلاقة بين المشتركين فيها، بالاشتراك في تحمل الخسارة مقابل استحقاق الربح، وهو مبدأ الغنم بالغرم وذلك في حدود مساهمة حامل الصك في المشروع (٨٢).

ثامنًا- يخصص حصيلة الاكتتاب فيه للاستثمار في مشاريع أو أنشطة تتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية. فإذا كانت حصيلة الاكتتاب تستثمر في أنشطة

محرمة، كصناعة الخمر، والاقراض بفائدة؛ فلا يجوز إصدار هذه الصكوك وتداولها من الناحية الشرعية؛ لأنه يعد مساهمة في نشاط محرم. **تاسعاً** - تصدر الصكوك بفئات متساوية القيمة؛ لأنها تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك لتيسير شراء وتداول هذه الصكوك^(٨٣).

عاشراً - يتحمل حامل الصك الأعباء والتبعات المترتبة على ملكية الموجودات الممثلة في الصك، سواء كانت الأعباء مصاريف استثمارية، أو الهبوط في القيمة، فإن هذه المصاريف تكون على حامل الصك، وليس على المستفيد من منفعة الموجودات، إلا إذا كانت هذه المصاريف تشغيلية أو دورية منضبطة، فإنه يمكن اشتراطها على المستفيد من تلك الموجودات، ويظل حامل الصك ملتزماً بالأعباء المتعلقة بالصيانة الأساسية؛ لأنه مسئول عن ضمان استمرار تولد المنفعة لهذه الموجودات، ولأنه يتحمل تبعه هلاكها.

ثانياً - أنواع صكوك التمويل:

تتعدد صور العقود الشرعية التي تصدر الصكوك بشكل عام وفقاً للأحكام الشرعية، وقد اختلف الفقهاء في تحديد أنواع صكوك التمويل والاستثمار، وذلك لاختلاف مفهومها وأنواعها ومن هنا جاء الفصل بينها؛ وذلك لكون صكوك التمويل تنشأ لتمويل الأنشطة الاقتصادية المختلفة، أو لتوفير سيولة للجهة التي تصدرها وضخ تلك السيولة في المؤسسات المالية، وعلى اعتبار أن صكوك التمويل تصدر على أساس عقد التمويل في الشريعة الإسلامية، وتسمى عقود التجارة وأحياناً عقود المدائنة، وهي التي يترتب عليها دين في ذمة طالب التمويل أي هي التي يترتب عليها دين في ذمة مصدرها، أي طالب التمويل والمستفيد من حصيلة إصدار الصكوك كالبائع سلماً والمشتري مرابحة أو المستنصر، فهؤلاء يستخدمون حصيلة الإصدار في تمويل هذه العقود، ثم يدفعون الدين النقدي أو السلعي في المستقبل دفعة واحدة أو على أقساط، فإنه صيغ العقود التي تقوم



على أساس عقد التمويل هي (صكوك المرابحة)^(٨٤)، الاستصناع^(٨٥)، السلم^(٨٦) وهو ما ذهب اليه جانب كبير من الفقة^(٨٧).

المبحث الثاني

ماهية السندات وأوجه الاختلاف بينها وبين صكوك التمويل

تمهيد وتقسيم:-

السندات هي التزامات مالية، أو ديون على المقرض ويتمتع حاملها وهو المقرض بضمان مالي كامل على أصول الشركة المقرضة وفقاً للقانون ويكون حامل السند أيضاً دائماً بقيمة الفوائد المحددة فيه، والمستحقة في المواعيد المنصوص عليها فيه وذلك بغض النظر عن نتائج أعمال الشركة.

وتعد السندات من أهم وسائل التمويل المالي التي أوجدتها ضرورات التعامل التجاري، والتي عن طريقها تستطيع الحكومات والشركات الحصول على رأس المال اللازم للنمو والتطوير والمنافسة، باعتبارها مصدرًا أساسيًا من مصادر التمويل طويلة الأجل وتعتبر أيضاً مصدر تمويل خارجي. M. E.

وسيتناول مفهوم السندات في مطلبين، مفهوم السندات في (المطلب الأول) ووأوجه الاختلاف بين السندات وصكوك التمويل في (المطلب الثاني).

المطلب الأول

مفهوم السندات

تواجه كثير من الدول احتياجاتها التمويلية لتغطية العجز في الموازنة العامة عادة بالاقتراض من الخارج، ولكن قد لا تفضل بعض الدول؛ ذلك نظرًا للتبعات المترتبة على الاقتراض، فالسوق المحلية في هذه الحالة يمثل البديل الأنسب، وذلك من خلال إصدار أدونات الخزنة خاصة السندات. وسنتعرف في هذا المطلب على تعريف السندات في (الفرع الأول)، وخصائص السندات في (الفرع الثاني)، وأنواع السندات في (الفرع الثالث).

الفرع الأول

تعريف السندات

عرف الفقه القانوني السندات بعدة تعريفات تقاربت مبادئها ومعانيها، لعل أكثرها دقة ما ورد في بعض المراجع، من هذه التعريفات:-

- ١- أن السند: "صك قابل للتداول، يعطي صاحبه الحق في الفائدة المتفق عليها، بالإضافة إلى قيمته الاسمية عند انتهاء مدة القرض" ^(٨٨). وهناك من عرفها بأنها: "السندات هي صكوك متساوية القيمة، وقابلة للتداول، تثبت حق حاملها فيما قدمه من مال على سبيل القرض إلى الشركة" ^(٨٩).
- ٢- عرفها آخر بأنها: "السندات هي صكوك متساوية القيمة، وقابلة للتداول تمثل قرضًا طويل الأجل يعقد عن طريق الاكتتاب العام" ^(٩٠).
- ٣- هناك من عرفه: "السند هو صك قابل للتداول، يثبت حق حامله فيما قدمه من مال على سبيل القرض للشركة، وحقه في الحصول على الفوائد المستحقة، واقتضاء دينه في الميعاد المحدد لانتهاء مدة القرض" ^(٩١).



- ٤- "السند هو الصك الذي يثبت دين الشركة أمام المقرض، ويكون قابلاً للتداول بالطرق التجارية بحسب الشكل الذي يتخذه، فإذا كان اسمياً، فإنه ينتقل بالقيود في دفاتر الشركة، أما إذا كان السند لحامله، فإنه ينتقل بالتسليم"^(٩٢).
- ٥- وقيل: "السند هو صك مكتوب، قابل للتداول، ويتيح لحامله حق مديونية قبل الشركة المقرضة مع الحق في الحصول على الفوائد المستحقة، واسترداد قيمة هذا الدين في ميعاد الاستحقاق المتفق عليه"^(٩٣).

ومن هذه التعريفات، يمكن القول أن السندات هي صكوك تصدرها الشركات أو الهيئات أو الدولة لأجل طويلة، تمثل ديوناً في ذمة الشركة التي أصدرتها. وهي بمثابة عقد أو اتفاق بين مصدرها ويأخذ وضع المقرض المدين وحاملها باعتباره دائئاً، وبمقتضى هذا الاتفاق يقوم الطرف الثاني بإقراض الطرف الأول مبلغاً من المال الذي يتعهد بدوره برد أصل المبلغ وفوائده المنفق عليها في تواريخ محددة. مع ملاحظة أن هذا العقد قد يتضمن شروطاً أخرى لصالح المقرض مثل رهن بعض الأصول الثابتة، ضماناً للسداد أو وضع قيود على إصدار سندات أخرى في تاريخ لاحق كما قد يتضمن العقد شروطاً أخرى لصالح المقرض مثل حق استدعاء السندات قبل تاريخ الاستحقاق.

وفي جملة القول، يصبح السند ورقة مالية تمثل قرضاً يعقد عن طريق الاكتتاب تصدره شركة معينة أو تصدره الدولة مقابل فائدة محددة، وتكون هذه الورقة متساوية القيمة وقابلة للتداول بالطرق التجارية وغير قابلة للتجزئة^(٩٤). مع ملاحظة أنه يحق لحامل هذه الورقة استرداد قيمتها عند حلول أجلها^(٩٥).

الفرع الثاني

خصائص السندات

من خلال التعريفات السابقة للسندات، نجد أنها تتميز عن غيرها من الصكوك أو الأوراق المالية الأخرى، بخصائص محددة بالآتي:

- ١- أن السند يمثل ديناً، أي قرضاً على الشركة المصدرة له، لا حصة فيها، فإذا أفلست الشركة، أو قامت بأعمال تضعف التأمينات الخاصة الممنوحة من قبلها لحملة السند، سقط أجل الدين الممنوح للشركة، وأصبح واجب الوفاء، واشترك حامل السند مع باقي الدائنين للشركة.
- ٢- أن حامل السند يستوفي فائدة ثابتة ربحت الشركة أو خسرت، ويجوز أن يشترط حامل السند نسبة مئوية في الأرباح.
- ٣- أن حامل السند لا يعتبر مساهماً في الشركة، ومن ثم، فإنه لا يحق له التدخل في إدارتها، ولا حتى في توجيهها.
- ٤- أن حاملي السندات لهم حق الأولوية في استيفاء قيمة سنداتهم والفوائد المستحقة لها عند التصفية قبل المساهمين، أي قبل حاملي الأسهم، باعتبار أن حاملي السندات لهم ضمان عام مقرر على أموال الشركة.
- ٥- أن قرض السندات قرض جماعي، بمعنى أن الشركة لا تتعاقد مع كل مقرض على حدة وإنما مع مجموع المقرضين، ثم يقسم مبلغ القرض إلى أجزاء متساوية هي السندات، ويترتب على ذلك أنه يتعين تساوي السندات في الإصدار الواحد، وفي حقوق حملة السندات التي ترتبها بالنسبة لسندات الإصدار الواحد.

٦- أن قرض السندات يعقد لمدة طويلة تتراوح بين عشر سنوات وثلاثين سنة، وهذه الخصيصة تجعل مركز حامل السند غير ثابت تبعاً لتغير أحوال الشركة



خلال هذه المدة الطويلة، خلافاً للدائنين في قرض قصير الأجل الذي يتمتع بمركز ثابت نسبياً.

٧- أن حامل السند لا يشترك في الجمعيات العامة للمساهمين في الشركة، ولا يكون لقراراتها أي تأثير بالنسبة له؛ إذ لا يجوز لهذه الجمعيات أن تعدل التعاقد، ولا أن تغير ميعاد استحقاق الفوائد المستحقة له.

٨- أن السند قابل للتداول بالطرق التجارية . كغيره من الصكوك أو الأوراق المالية الأخرى . بحسب الشكل الذي يتخذه، فإن كان اسمياً، فإنه ينتقل بالقيود في دفاتر الشركة، وإن كان لحامله، فإنه ينتقل بالتسليم^(٩٦).

الفرع الثالث

أنواع السندات

تنقسم السندات إلى عدة أنواع تبعاً لاعتبارات متعددة، وذلك كما يلي:

أولاً- أنواع السندات من حيث مصدرها:

تنقسم السندات من حيث الجهة المصدرة لها، أو باعتبار الجهة التي تقوم بإصدارها إلى قسمين:

١- السندات الحكومية:

وهي السندات التي تصدرها الدولة ومؤسساتها للاكتتاب العام، وتمثل قروضاً تحصل عليها الحكومة من الأفراد أو الهيئات العامة، إما لتمويل المجهود الحربي، وتسمى "قروض الحروب"، أو لتمويل عمليات التنمية الاقتصادية وتسمى "قروض الإنتاج" أو "قروض التنمية"^(٩٧)، أو لمواجهة العجز في ميزانيتها أو بهدف مواجهة التضخم. وتتميز بأنها خالية من المخاطر؛ لأنها مضمونة من الحكومة، كما إنها تتمتع بدرجة عالية من السيولة، حيث يمكن لحاملها تحويلها من خلال البورصة.

وتنقسم السندات الحكومية إلى أنواع عديدة منها:

- ١- سندات الخزينة^(٩٨).
- ٢- شهادات الخزينة^(٩٩).
- ٣- سندات البلدية^(١٠٠).
- ٤- سندات حكومية بعملات أجنبية^(١٠١).
- ٥- شهادات الاستثمار^(١٠٢).

٢- السندات الأهلية:

ويطلق عليها سندات الشركات، أو شركات القطاع الخاص، أو السندات غير الحكومية، وهي السندات التي تصدرها المؤسسات المالية أو الشركات المساهمة العاملة في القطاع الخاص، لتمويل مشاريعها ونشاطاتها لآجال طويلة.

وأهم ما يميزها بالنسبة للمستثمر، هي أنها تصدر بمعدلات فائدة أعلى من الفائدة على السندات الحكومية، وبالمقابل من أهم عيوبها أن حاملها أكثر تعرضاً من حامل السند الحكومي لمخاطر الائتمان، والمرتبة على عجز الجهة المصدرة عن الوفاء بالدين وفوائده السنوية، ومن أجل توفير بعض الحماية للمستثمر فيها تصدر هذه السندات مضمونة في كثير من الأحيان^(١٠٣).

ثانياً: أنواع السندات من حيث الضمان:

تنقسم السندات باعتبار الضمان إلى قسمين:

- ١- السندات المضمونة^(١٠٤).
- ٢- السندات غير المضمونة^(١٠٥).

ثالثاً- أنواع السندات من حيث قابليتها للتحويل إلى أسهم:

تنقسم السندات من حيث قابليتها للتحويل إلى أسهم إلى قسمين:



١ - السندات القابلة للتحويل:

وهي السندات التي تعطي لحاملها الحق في طلب تحويلها إلى أسهم عادية أو ممتازة واقتضاء قيمتها كلما رغب في ذلك، أو هي تلك السندات التي تخول لحاملها الحق في أن يستبدلوا بها عددًا من الأسهم العادية أو الأسهم الممتازة التي تصدرها الشركة إذا ما رغبوا في ذلك (١٠٦).

وقد اشترط المشرع في المادة ١/٥١ من القانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ لإصدار هذا النوع من السندات ثلاثة شروط هي:

- **الشرط الأول:** أن يتم إصدارها بقرار من الجمعية العامة غير العادية للمساهمين.
- **الشرط الثاني:** مراعاة القواعد المقررة لزيادة رأس المال. وهو الأمر الذي أكدته نصوص المواد ١٦٦ - ١٦٨ من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١م.
- **الشرط الثالث:** مضي مدة معينة من تاريخ إصدار هذه السندات، حتى يمكن تحويلها إلى أسهم، ويتم تحديد هذه المدة من قبل الشركة، وتكون أحد بيانات نشرة الاكتتاب (١٠٧).

٢ - السندات غير القابلة للتحويل:

وهي السندات التي لا تعطي لحاملها الحق في تحويلها إلى أسهم عادية أو ممتازة كلما رغب في ذلك (١٠٨).

وعدم قابلية السندات للتحويل هو الأصل في السندات، كما هو الحال بالنسبة إلى شرط الاستدعاء؛ ونظرا لعدم قابلية هذه السندات للتحويل إلى أسهم، فإنها تصدر عادة بمعدلات فائدة أعلى من فائدة السندات القابلة للتحويل (١٠٩).

رابعاً - أنواع السندات من حيث طريقة سداد الفائدة:

تنقسم السندات من حيث طريقة سداد الفائدة إلى أربعة أقسام:

- ١- سندات المشاركة في الأرباح^(١١٠).
- ٢- سندات متزايدة العائد "الفائدة"^(١١١).
- ٣- سندات يرتبط عائدها بمستوى الأسعار^(١١٢).
- ٤- سندات الدخل^(١١٣).

خامساً- أنواع السندات من حيث النصيب:

تتقسم السندات من حيث النصيب إلى قسمين:

١- سندات ذات النصيب بفائدة^(١١٤).

٢- سندات النصيب بدون فائدة^(١١٥).

سادساً- أنواع السندات من حيث الاستحقاق:

تتقسم السندات من حيث الاستحقاق إلى قسمين:

١- السندات العادية^(١١٦).

٢- السندات المستحقة الوفاء بعلاوة إصدار^(١١٧).

سابعاً: أنواع السندات من حيث الشكل:

تتقسم من حيث شكل الإصدار، أي الشكل التي تصدر به . كما الأسهم . إلى قسمين:

١- السندات الاسمية^(١١٨).

٢- السندات لحاملها^(١١٩).

ثامناً- أنواع السندات من حيث الأجل:

تتقسم السندات من حيث الأجل إلى ثلاثة أنواع:

١- السندات قصيرة الأجل^(١٢٠).

٢- السندات متوسطة الأجل^(١٢١).

٣- السندات طويلة الأجل^(١٢٢).



تاسعاً - أنواع السندات من حيث القابلية للاسترداد:

تنقسم السندات من حيث القابلية للاسترداد . أي استرداد قيمتها . إلى ثلاثة أقسام:

- ١- السندات غير القابلة للاسترداد^(١٢٣) .
- ٢- السندات المستمرة "أو السندات التي لها صفة الاستمرارية"^(١٢٤) .
- ٣- السندات الاختيارية "أو السندات التي تخول لحاملها حق استرداد قيمتها بإرادته المطلقة"^(١٢٥) .

عاشراً - أنواع السندات من حيث القابلية للاستدعاء:

كما تنقسم السندات حسب العائد إلى القابلية للاستدعاء. أي قيام الشركة أو الجهة المصدرة للسندات باستدعائها للقيام بسدادها مبكراً قبل تاريخ استحقاقها بسعر محدد في خلال فترة محددة . إلى قسمين:

- ١- السندات القابلة للاستدعاء^(١٢٦) .
- ٢- السندات غير القابلة للاستدعاء^(١٢٧) .

الحادي عشر - أنواع السندات من حيث العائد:

تنقسم السندات حسب العائد إلى:

- ١- سندات ذات المعدل الثابت: في هذا النوع من السندات يقدم عائداً مماثلاً لكل السنوات إلى غاية نهاية مدة القرض وهذا النوع من السندات يزداد الطلب عليه في حالة انخفاض معدلات الفائدة في البنوك؛ إذ يمكن المستثمر من الحصول على عائد أكثر مما هو عليه في السوق.
- ٢- سندات ذات العائد المتغير: وتكون بمعدلات فائدة متغيرة تابعة لتغير سعر الفائدة في السوق المالي.

المطلب الثاني

أوجه الاختلاف بين السندات وصكوك التمويل

تُصنّف الصكوك والسندات بشكل عام بأنها أوراق مالية ذات استقرار كبير، ومخاطر متدنية، ويمكن تداولهما، وغرضهما الأساسي هو الحصول على التمويل^(١٢٨)، فإن احتاجت جهة ما للأموال بهدف التوسع مثلاً، أو سد ما ينقص من رأس مالها بسبب خسائرها، فيمكنها الحصول على تلك الأموال من طرق متعددة، كالتالي يلجأ إليها الأفراد كالقرض العادي، أو القرض المضمون برهن، إلا إن الشركات تفضل دائماً الحصول على الأموال المطلوبة بواحدة من طريقتين: إما بزيادة رأس مال الشركة بإصدار أسهم جديدة، وإما بالاقتراض ويكون عن طريق إصدار السندات^(١٢٩). كما تشترك الصكوك مع السندات في أن الأموال المتحصلة منهما تعود إلى أصحابها في نهاية الإصدار، سواء كانت القيمة الاسمية أو السوقية^(١٣٠).

سبق الايضاح بأن السند هو عبارة عن "صك قابل للتداول يعطي صاحبه الحق المتفق عليه بالإضافة إلى قيمته الاسمية عند انتهاء مدة القرض"^(١٣١)، أما أدون الخزانة "وهي أدوات دين قصير الأجل تصدرها الحكومة من أجل تمويل إنفاقها ويتم بيعها في السوق الرئيسية عن طريق المزايمة إلى البنوك والمتعاملين والمؤسسات المالية الأخرى. وتعتبر أدون الخزانة من أكثر أدوات سوق النقود سيولة لكبر حجم التعامل بها، كما تعتبر من أقل أدوات سوق النقود مخاطرة من الناحية الاستثمارية؛ نظراً لضعف احتمال إفلاس الدولة"^(١٣٢).

وبناء عليه، فإن الصكوك تختلف عن السندات وأدون الخزانة، سواء من حيث طبيعة كل منها، أو من حيث المركز الذي يتمتع به حامل السند وحامل الصك، أو من حيث العائد منها، أو من حيث أثر حدوث حالة تصفية للمشروع.



وعلى هذا يمكن إجمال الفرق بين السندات وصكوك التمويل كما يلي:

١- الصك يمثل حصة معلومة في ملكية أصول مشروع استثماري، فحق صاحب الصك، عيني مرتبط بأصول المشروع أو الشركة بينما السند يمثل ديناً في ذمة مصدره (جهة الإصدار).

٢- حامل السند يعتبر دائئاً، والجهة التي أصدرته تعتبر مديناً له^(١٣٣)، وذلك بخلاف مركز حامل الصك الذي يعتبر مالكا للأصل أو لمنفعته (بحسب صورته)، كما إن مصدر الالتزام في الصكوك التمويلية يكون مجموعة متنوعة من العقود المنظمة لعملية الإصدار، في حين أن مصدر الالتزام في السندات هو عقد القرض المبرم بين أطرافه^(١٣٤).

٣- إيراد الصكوك ليست بفوائد على القيمة الاسمية لها، بل هي متأتية من عوائد النشاط الاستثماري لأصول الصكوك، أو الإيراد من الأصول التي يملكها (عملية تصكيك للأصول)، في حين أن عوائد السندات هي التزام من المقترض (مصدر السند)، وهي ثابتة في دئته و يلزمه الوفاء بها في مواعيد استحقاقها، وعليه، فيكون عائد السند التقليدي زيادة في القرض، ويكون بذلك من الربا المحرم شرعاً.

٤- حامل السند يستحق فائدة مقررة على أصل الدين الذي صدر السند بموجبه، فهو لا يتأثر بالمركز المالي للمصدر ولا بنتائج أعمال الشركة، باختلاف تأثير مالك الصك بنتائج أعمال المشروع، يتحمل الأخطار والخسائر المحتملة، كما يشارك في الأرباح المحققة، فعليه غرم المشروع كما له غنمه. ويختلف هذا العائد باختلاف صورة الصك، فهو قد يكون أجرة في صكوك الإجارة، أو ريع المضاربة والمتاجرة في المجال الذي أنشئت الصكوك لأجله في صك المضاربة.

٥- هناك اختلاف أيضا بين الصكوك التي هي أوراق مالية مبنية على أصول حقيقية، وبين أنواع السندات التقليدية (المدعومة بالأصول) التي تمثل قرصاً في ذمة المصدر موثقاً برهن و ضمان هو أصول الشركة، ففي هذه الحالة

الصكوك تصدر وفق أصول حقيقية في حين السندات المدعومة بالأصول، يكون حق حاملها متعلق بزمة المصد، والأصول عبارة عن ضمان ورهن لحامل السند، وهنا يبرز الفرق جليا في إنشاء كل من الورقتين الماليتين.

٦- كما إن العائد في الصكوك التمويلية يخضع لقانون العرض والطلب، فيكون معرضا للهبوط والارتفاع، بخلاف السندات التي يقوم العائد فيها على مدى الجدارة الائتمانية لمصدره، وعادة ما يكون ثابتاً ومعروفاً مسبقاً، ومتفق عليه سلفاً بينما حامل السند تتقطع صلته بالجهة المصدرة بمجرد وفاء الأخيرة بقيمته وفوائده، ذلك باعتباره دائئاً لها، فحامل الصك لا تتقطع علاقته، حيث تبقى له صفة مالك الأصل أو منفعة.





الخاتمة:

يعد الاستثمار في الأوراق المالية بشكل عام والصكوك بشكل خاص من الأنشطة التي تزداد أهميتها يوماً بعد يوم؛ نظراً لانتشار التعامل بها في أوساط المستثمرين، وأيضاً لضخامة الأموال المستثمرة فيها، فأصبح بذلك نشاطاً اقتصادياً أساسياً، وله تأثير واضح على الاقتصاديات المحلية والدولية التي تعتمد عليها في تمويلها وتعزيز نموها اقتصادياً.

وقد تناولنا في البحث مفهوم الصكوك من حيث تعريفها، وأهميتها، ونشأتها، وخصائصها، وأنواعها. ومن ثم تناولنا مفهوم السندات من حيث تعريفها، وخصائصها، وأنواعها، ومن ثم أوجه التشابه بينها وصكوك التمويل.

وخلصنا إلى إن الخلط بين الصكوك والسندات راجع إلى ما بينهما من شبه من ناحية أن كليهما يصدر بقيمة اسمية، وأن للصكوك عائداً متوقعاً مرتبطاً بتلك القيمة الاسمية، كما إن هيكل الإصدار يتضمن ترتيبات تقلل مخاطر التقلبات في ثمن الصك وتؤدي إلى استقرار المبلغ الذي يمكن لحامل الصك أن يسترده في نهاية مدته.

ومن أهم النتائج التي توصلنا إليها وجود اختلاف بين الصكوك السندات يتمثل في الآتي:-

- أن الصكوك من ناحية قيمتها الاسمية فهي ليست مضمونة على المصدر، ومن ثم لا تكون ديناً في ذمة المصدر.
- إن ما يدفع على الصكوك ربح مصدره النشاط الذي استخدمت فيه أموال حملة الصكوك أو الإيراد المتولد من الأصول التي يملكونها بموجب الصكوك، وليس فائدة مرتبة على القيمة الاسمية. بينما أن السندات ديون ربوية والقروض وثائق ملكية لأصل مولد لعائد أو استثمار مدر لربح.
- عند تصفية المشروع يكون لصاحب السند الاولوية في الحصول على قيمة

السند وفوائده المتفق عليها، أما مالك الصك فليس له الأولوية، وإنما تصرف له نسبته مما يتبقى من موجودات المشروع بعد سداد الديون.

- من حيث الطبيعة والشكل القانوني تمثل الصكوك حصة شائعة طبقاً لمبدأ المشاركة في الربح والخسارة ويعتبر من الاستثمارات المتوسطة وطويلة الأجل، بينما تعتبر السندات قرض ربوي بفوائد ثابتة ويعتبر من الاستثمارات طويلة الأجل.





الهوامش

(١) - الصك: هو الكتاب الذي يكتب في المعاملات، وجمعه (صكوك) و (أصك) و (صكاك) مثل بحر وبحور وأبحر وبحار و(صك) الرجل للمشتري (صكا) من باب قتل إذا كتب (الصك) ويقال هو معرب وكانت الأرزاق تكتب (صكاكا) فتخرج مكتوبة فتباع فنهى عن شراء (الصكاك). انظر: أحمد بن محمد بن علي المقري الفيومي، المصباح المنير في غريب الشرح الكبير للرافعي، المكتبة العلمية، بيروت، ج١، ص ٣٤٥.

ويطلق الصك على ما يكتب فيه من الورق ونحوه من حقوق، لكنه يستعمل مجازًا في الحقوق أو الديون الثابتة فيه، وبهذا يتضمن التصرف في الصك كورقة، التصرف فيما تحتويه من حق أو دين. انظر: ابن رجب الحنبلي، القواعد، مكتبة نزار مصطفى الباز، مكة، ط٢، ١٩٩٩م، ج١، ص٩٢.

(٢) - ابن منظور، لسان العرب، ج١٠، ص٤٥٧.

(٣) - من الصك ظهرت كلمة (check) باللغة الإنجليزية، وكلمة (cheque) باللغة الفرنسية، وأشبههما في اللغات الأخرى.

(4) - "Sukuk are Islamic investment certificates similar to conventional bonds in that they allow sovereign and corporate entities to raise funds in capital markets but following the principles of Shari'a, which is the Islamic legal code". See: Christophe J. Godlewski, Rima Turk-Ariss, Laurent Weill, Are Islamic Investment Certificates Special? Evidence on the Post-Announcement Performance of Sukuk Issues, p.2.

(5) - "Sukuk are participatory certificates frequently conceived of as Islamic bonds."

Dr. Asyraf Wajdi Dusuki & Shabnam Mokhtar, Critical Appraisal of Shari'ah Issues on Ownership in Asset-Based Sukuk as Implemented in the Islamic Debt Market, INT'L SHARI'AH RESEARCH ACADEMY FOR ISLAMIC FIN. (2010), available at <http://uaelaws.files.wordpress.com/2012/03/critical-appraisal-of-shariah-issues-on-ownership-in-asset-based-sukuk-as-implemented-in-the-islamic-debt-market>. See: IRINA MARINESCU, Hastings Int'l & Comp. L. Rev., Vol. 35:2, ٢٠١٢, supra, p. 452.

(6) - <http://www.q8zoom.com/vb/archive/index.php/t-10106.html>.

مشار إليه لدى أ. د. صفية أحمد أبوبكر، الصكوك الإسلامية، بحث مقدم إلى " مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول" دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي بتاريخ ٣١ مايو-٣

يونيو ٢٠٠٩م، ص ٧.

(٧) - د. حامد بن حسن بن محمد علي ميرة، صكوك منافع الأعيان الموصوفة في الذمة وصكوك منافع الأعيان المؤجرة لمن باعها تأجيراً منتهياً بالتمليك، بحث مقدم في الدورة العشرين لمؤتمر مجمع الفقه الإسلامي الدولي في ١٠/٦/٢٠٠٩، ص ٢.

(٨) - عرف مجلس الخدمات المالية الإسلامية في المعيار رقم (٧) الصكوك بأنها: "شهادات يمثل كل صك منها حق ملكية لنسبة مئوية شائعة في موجودات عينية، أو مجموعة مختلطة من الموجودات العينية وغيرها، وقد تكون الموجودات في مشروع محدد أو نشاط استثماري معين، ويشترط أن يكون المشروع متفقاً مع الشريعة الإسلامية".

(٩) - حمزة بن حسين الفهر الشريف، "ضمانات الصكوك الإسلامية"، بحث مقدم إلى ندوة (الصكوك الإسلامية - عرض وتقييم) جامعة الملك عبد العزيز، جدة، ٢٤، ٢٥، مايو ٢٠١٠، ص ٢٠. مشار إليه لدى: أ.د. معطي الله خير الدين و أ. شرياق رفيق، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية، بحث مقدم في الملتقى الدولي حول: مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي جامعة قالم، ٣-٤ ديسمبر ٢٠١٢م، ص ٢٣٧. والصك هو الورقة التجارية التي توفر للمستثمر ملكية في أحد الأصول الأساسية، والتي تمثل شهادات ملكية مدعومة بأصل من الأصول والتي تعطي الثقة لمالكيها لاستثمار أموالهم وفق مبادئ الشريعة الإسلامية وهي على عكس السندات التقليدية.

"a commercial paper that provides an investor with ownership in an underlying asset. It is asset-backed trust certificates evidencing ownership of an asset or its usufruct (earnings or fruits). It has a stable income and complies with the principle of Shari'ah. Unlike conventional bonds .Sukuk need to have an underlying tangible asset transaction either in ownership or in a master lease agreement". See: Mr. Ijlal Ahmed Alvi and others, SUKUK REPORT, A comprehensive study of the International Sukuk market, p. 5.

(10) - "Certificates of equal value representing undivided shares in ownership of tangible assets, usufructs and services or (in the ownership of) the assets of particular projects or special investment activity". (Page 298 of AAOIFI's Shari'ah Standards for Financial Institutions 2004-5). See: Christophe J. Godlewski, Rima Turk-Ariss, Laurent Weill, Op, cit, p. 6.

(١١) - لم ينص المشرع في القانون المصري رقم ١٤٦ لسنة ١٩٨٨م ولا القانون رقم ٩٥ لسنة



١٩٩٢م على تعريف صك التمويل، وإنما وضع الحقوق والالتزامات التي تتقرر نتيجة إصدار هذه الصكوك د/ عصام حنفي محمود، صكوك التمويل والاستثمار التي تصدرها شركات المساهمة، رسالة مقدمة للحصول على درجة الدكتوراه، كلية الحقوق - جامعة القاهرة - ١٩٩٥م، ص ٩٠. ويصدر القانون رقم ١٠ لسنة ٢٠١٣م (وهو القانون الذي تم إلغائه لاحقاً)، تم تحديد تعريف الصكوك المادة (١، ٨) بأنها " هي أوراق مالية اسمية متساوية القيمة، تصدر لمدة محددة لا تزيد عن خمسة وعشرين عامًا، على أساس عقد شرعي، بالجنية المصري أو بالعملة الأجنبية، عن طريق الاكتتاب العام أو الخاص، وتمثل حصصًا شائعة في ملكية موجوداتها وفقًا لما تحدده نشرة الاكتتاب. وعرف كذلك الصكوك الحكومية على أنها هي الصكوك التي تصدرها الحكومة أو الهيئات العامة، أو وحدات الإدارة المحلية أو غيرها من الأشخاص الاعتبارية العامة. وبين أنواع صكوك التمويل وحددها في ثلاثة أنواع (صكوك المرابحة، وصكوك الاستصناع، وصكوك السلم، ثم أصدر المشرع مشروع مرسوم بقانون تنظيم الصكوك وأعطى فيه تعريف عام للصكوك، حتى أنه لم يميز بين أنواعها عما جاء بالقانون رقم ١٠ لسنة ٢٠١٣م؛ وإنما عدد الأنواع المختلفة لإصدارات الصكوك ولم يبين تقسيماتها ضمن نصوص مواد كصكوك استثمار أو صكوك تمويل وغيرها.

(12)- " Sovereign Shariah securities hereinafter referred to as SBSN ,or Sovereign sukuk ,are the Sovereign securities issued based on Syariah principles ,as evidence of the participation in SBSN assets ,issued both in Indonesian Rupiah and foreign currencies. "

(١) The Commission may ,generally in respect of this Act or in respect of any particular provision of this Act, issue such guidelines and practice notes as the Commission considers desirable.

(٢)The Commission may revoke, vary, revise or amend the whole or any part of any guidelines and practice notes issued under this section.

(٣)Subject to this Act or unless the contrary intention is expressly stated, a person to whom the guideline or practice note referred to in subsection (1) apply, shall give effect to such guideline or practice note within such period as may be specified by the Commission.

(٤)Where a person referred to in subsection (3) contravenes or fails to give effect to any guideline or practice note issued by the Commission, the Commission may take any one or more of the actions set out in section 354 ٣٥٥ ,or 356 as it thinks fit.

(١٣)-أصدرت هذه التعليمات لتوجيه المتعاملين في هذه السوق، بإجراءات إصدار الصكوك

الإسلامية في ماليزيا، وتوفير معلومات عن التشريعات والقوانين المتعلقة بها، وركزت هذه التعليمات كذلك على تعيين المستشار الشرعي المستقل ودوره فيما يتعلق بالصكوك، وينبغي للجهات المصدرة والمستثمرين الراغبين في إصدار الصكوك والتداول بها مراجعة هذه التعليمات. راجع: د، بن الصيف محمد عدنان، الاستثمار في سوق الأوراق المالية "دراسة في المقدمات والأدوات - من وجهة نظر إسلامية"، رسالة للحصول على درجة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير - قسم العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيصر، بسكرة، ٢٠٠٨م، ص ١٨٩.

(14)- Guidelines on The Offering of Islamic Securities , Securities Commission of Malaysia- took effect 26 July, 2004, p1.

(١٥)- انظر د. بن الصيف محمد عدنان، المرجع السابق، ص ١٩٢.

(١٦)- تكمن أهمية الصكوك في أنها تعد من أفضل وسائل التمويل الاقتصادي المتقدمة مع الشريعة الإسلامية والتي يقصد منها تنمية الاقتصاد الإسلامي من ناحية، وتحقيق أرباح كبيرة من ناحية أخرى، في الوقت الذي ساد فيه النظام الربوي في العالم الذي اتخذ السندات كإحدى أهم الأدوات المالية والنقدية في التمويل الاقتصادي تتجلى أهمية الصكوك كبديل عن هذه السندات، بتوافقها مع أحكام الشريعة الإسلامية في تمويل المشاريع الضخمة. انظر:-
<http://www.aliifta.net/Fatawa/fatawaDetails.aspx?languagename=ar&BookID=2&View=Page&PageNo=9&PageID=14027>

(١٧)- د. اشرف محمد دوابه، الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، الطبعة الاولى ٢٠٠٩، دار السلام للطباعة والنشر، ص ٢٨.

(١٨)- د. أحمد جابر بدران، "الصكوك كأداة للتمويل بين النظرية والتطبيق"، مجلة المسلم المعاصر، لبنان، عدد ١٥٣، ٢٠١٤ انظر:

http://almuslimalmuaser.org/index.php?option=com_k2&view=item&id=814:el-squoq

(١٩)- د. الشيخ علاء الدين زعتري، الصكوك، تعريفها، أنواعها، أهميتها، دورها في التنمية، حجم إصداراتها، تحديات الإصدار، بحث مقدّم لورشة العمل التي أقامتها شركة BDO بعنوان (الصكوك الإسلامية؛ تحديات، تنمية، ممارسات دولية)، عمان، المملكة الأردنية الهاشمية، ١٨. ١٩ يوليو/٢٠١٠م، ص ١٠.

(٢٠)- عبد الكريم قندوز، مداني أحمد، "الاقتصاد الإسلامي، الواقع ورهانات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة غرداية، ص ٢٥١ - ٢٥٨، البحث متاح

على الموقع: https://democraticac.de/?p=54469#_ftn28



- (٢١)- فتح الرحمن علي محمد صالح، دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية، بحث مقدم لمنتهى الصيرفة الإسلامية، اتحاد المصارف العربية، بيروت، ٢٠٠٨، ص ١١.
- (٢٢)- د / هيثم محمد حرمى شريف، صكوك التنمية (دراسة اقتصادية مقارنة)، دار النهضة العلمية، (الإمارات)، طبعة ٢٠١٧، ص ١ .
- (٢٣)- خاصة بالنسبة لتلك الجهات التي لا تستطيع الوصول مباشرة إلى سوق الأوراق المالية، وذلك عن طريق تعبئة المدخرات وسهولة تدفق الأموال للاستثمارات والتطوير في تشكيلة الأدوات المالية الإسلامية وكذلك توسيع قاعدة سوق الأوراق المالية، بالإضافة إلى اندماج اقتصاديات الدول في بعضها البعض. انظر: د/ عبد الملك منصور المصعبي، دراسة وتحليل دور الصكوك الإسلامية. بحث منشور على شبكة الإنترنت. انظر:
<http://www.sahmmisr.com/forums/index.php?showtopic=280336>
- (٢٤)- قامت بعض المصارف الإسلامية بتمويل مشاريع تنموية مهمة بالصكوك، فعلى سبيل المثال أصدر مصرف دبي الاسلامي صكوكًا إسلامية بقيمة ٢.٨ مليار دولار لتمويل مشاريع مؤسسة الموانئ والجمارك والمنطقة الحرة. وأصدرت عدد ٦ مصارف إسلامية بقيادة مصرف دبي الاسلامي صكوك إجازة بقيمة مليار دولار؛ وذلك لتطوير مطار دبي. ومؤسسة النقد البحريني أصدرت صكوكًا بقيمة ١.٣ دولار، كما تقوم مؤسسة النقد البحريني بإصدار شهري بقيمة ٢٥ مليون دولار (صكوك سلم) لامتناس السيولة الزائدة. كما أصدر قطر الإسلامي صكوكًا بقيمة ٧٠٠ مليون دولار لتطوير مدينة حمد الطبية. وقام البنك السوداني المركزي بإصدار شهادات مشاركة لتمويل العجز في الموازنة. ولم يقتصر إصدار الصكوك على الدول الإسلامية فقط، فقد قامت ولاية سكسوني في ألمانيا بإصدار صكوك إسلامية بقيمة ١٠٠ مليون يورو. كما أصدرت إحدى شركات الغاز الأمريكية صكوك إسلامية بقيمة ١٦٦ مليون دولار وذلك لتطوير مكامن نفطية في لويزيانا الأمريكية. انظر:- ا.م.د. سامي عبيد محمد، عدنان هادي جعاز، الدور التمويلي للمصارف الإسلامية (التمويل بالصكوك)، تجربة ماليزية، مجلة العلوم الاقتصادية، العدد الثامن والثلاثون، المجلد العاشر، آذار - ٢٠١٥، ص ١١٥.
- (٢٥)- د. محمد الغزالي - دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية، دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية، رسالة لنيل درجة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس، الجزائر، ٢٠١٢، ص ١٣٧.
- (٢٦)- فتح الرحمان علي محمد صالح، مرجع سابق، ص ١٣.
- (٢٧)- صكوك التمويل تتيح الفرصة أمام البنك المركزي لاستخدام الصكوك مستقبلاً ضمن أطر

- السياسة النقدية وفقا للمنظور الاسلامي بما يساهم في امتصاص السيولة، ومن ثم خفض معدلات التضخم، وإتاحة الفرصة أمام البنوك العامة والخاصة لإدارة السيولة الفائضة لديها . د/ فارس محمد زناتي، الصكوك الإسلامية، دار المطبوعات الجامعية، طبعة ٢٠١٤، ص ٣١ .
- (٢٨)- د. معبد الجارحي، عبد العظيم أبو زيد، سوق الصكوك الإسلامية وكيفية الارتقاء بها، بحث مقدم الى ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقويم، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، جدة ٢٤-٢٦ ماي لسنة ٢٠١٠، ص ٤٣. متاح على الموقع: <http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2010/09/>
- (٢٩)- د. رمزي محمود: الصكوك الإسلامية في ضوء المعاملات المصرفية في الرأسمالية والإسلام، منشأة المعارف بالإسكندرية، طبعة ٢٠١٣، ص ٢٤٩.
- (٣٠)- زياد جلال الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، رسالة دكتوراه في البنوك الإسلامية والتمويل، الجامعة الإسلامية العالمية، ماليزيا، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، طبعة ٢٠١٢م، ص ٦٩.
- (٣١)- د/ فارس محمد زناتي، الصكوك الإسلامية "الإطار النظري والشرعي وكيفية التطبيق، طبعة ٢٠١٤، دار المطبوعات الجامعية، الإسكندرية، ص ٣١.
- (٣٢)- زياد الدماغ، " دور الصكوك الإسلامية في دعم قطاع الوقف الاسلامي " المؤتمر العالمي لقوانين الأوقاف وإدارتها -وقائع وتطلعات"، الجامعة الإسلامية العالمية، ماليزيا، ٢٠-٢٢ أكتوبر، ص ٤٠ .
- (٣٣)- د/ عبد الملك منصور، العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جديدة، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي ٢٠٠٩، ص ٣٣.
- (٣٤)- د/ معبد الجارحي، عبد العظيم أبو زيد، مرجع سابق، ص ٩. عبد الملك منصور، العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جديدة، مرجع سابق، ص ٣٧ .
- (٣٥)- الصكوك أداة استثمارية فاعلة لاستيعاب فوائض الأموال بالاستخدام المكثف لعمليات التصكيك ووضع أسس البنية التحتية لجعل الاقتصاد المحلي مركزاً مالياً بأدوات أكثر جاذبية وتسمح للجمهور بالاستثمار في مجالات واسعة وتوظيفها في مشاريع تنموية بناءة . د/ حامد عبد علي ميرة، صكوك الحقوق المعنوية، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقديم، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، جدة، ٢٠١٠، ص ٦٠.
- (٣٦)- د/رمزي محمود، الصكوك الإسلامية في ضوء المعاملات المصرفية في الرأسمالية والإسلام



وأسرار الصكوك في مصر والعالم، منشأة المعارف بالإسكندرية، طبعة ٢٠١٣، ص ٢٤٨ .
 (٣٧)- تعزز الصكوك بنية الاقتصاد الإسلامي نظريًا وعمليًا، فهي استكمال لحلقات الاقتصاد بجانب البنوك وشركات التأمين الإسلامي وعمليًا فان وجودها يساعد على رفع الحرج الديني عن المستثمرين. انظر: زياد جلال الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، مرجع سابق، ص ٦٩. وعبد القوي ردمان محمد عثمان، الصكوك الإسلامية وإدارة السيولة، بحث مقدم إلى المؤتمر الرابع للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، دمشق ٢ يونيو، ٢٠٠٦، ص ٨.

(٣٨)- د. محمد الغزالي، مرجع سابق، ص ١٣٩.

(٣٩)- عملية التصكيك ودورها في تحقيق مقاصد الشريعة الإسلامية، د/ محمد إبراهيم نقاشي، بحث مقدم في المؤتمر العالمي عن مقاصد الشريعة الإسلامية وسبل تحقيقها في المجتمعات المعاصرة، كوالالمبور، ٢٠٠٦ م. انظر أيضًا د. عادل عبد الفضيل عيد، الصكوك الاستثمارية الإسلامية (دراسة مقارنة)، دار التعليم الجامعي، طبعة ٢٠١٥، ص ٢٩.

(٤٠)- يشير الإمام مالك في كتابه الموطأ: " وحدثني عن مالك أنه بلغه أن صكوك خرجت للناس في زمان مروان بن الحكم من طعام الجار، فتتابع الناس تلك الصكوك بينهم قبل أن يستوفوها، فدخل زيد بن ثابت - رضي الله تعالى عنه - ورجل من أصحاب النبي ﷺ على مروان بن الحكم فقالا: أتحل بيع الربا يا مروان؟ فقال: أعوذ بالله وما ذلك؟ فقالوا: هذه الصكوك تتابعها الناس ثم ياعوها قبل أن يستوفوها، فبعث مروان بن الحكم الحرس يتبعونها يزعونها من أيدي الناس، ويردونها إلى أهلها"، الموطأ - كتاب البيوع (١) - باب: العينة وما يشبهها.

(41)- Dr-MOHD NAZRI BIN CHIK- sukuk: "shariah guidelines for Islamic bonds -islamic banking operations and regulatory framework workshop - p 6"

http://www.bankislam.com.my/en/documents/cinfo/sukuk_shariahguideline.s.pdf

(٤٢)- د. الشيخ علاء الدين زعتري، مرجع سابق، ص ١١.

(٤٣)- د. محمد الغزالي، مرجع سابق، ص ٧٨.

(٤٤)- هذا البحث قدم ضمن مشروع إنشاء البنك الإسلامي بالأردن عام ١٩٨٧م. وكان المقصود منها إيجاد البديل الإسلامي لسندات القرض التي تقوم على أساس الفائدة. ثم أصدر مجمع الفقه الإسلامي في دورته الرابعة بجدة سنة ١٩٨٨م قرار رقم ٣٠ (٤/٥) بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار. انظر: د/ وليد خالد الشايحي و عبد الله يوسف الحجى، صكوك الاستثمار الشرعية، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الرابع عشر: المؤسسات المالية الإسلامية، معا لم

أفاق المستقبل، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، ١٥-١٧ ماي ٢٠٠٥، ص: ٩٠٧-٩٠٨.

(٤٥)- د. رضا سعد الله، الصكوك الإسلامية: مدخل عام، ص ٢. بحث منشور على

شبكة الإنترنت:- <https://www.kantakji.com/media/175704/sukuk-introduction-ge%CC%81ne%CC%81rale-.pdf>

(46)- Elaine Housby – Islamic financial services in the united kingdom – Edinburgh university press, ٢٠١١ p . see also: Mr. Ijlal Ahmed Alvi, Dr. Ahmed Rufai Mohammed and others, SUKUK REPORT, A comprehensive study of the International Sukuk market, 1st Edition, p. 7

(٤٧)- د. الشيخ علاء الدين زعتري، المرجع السابق، ص ١٣.

(48)- Mohamed Ariff, Munawar Iqbal, Shamsheer Mohamad, The Islamic Debt Market for Sukuk Securities: The Theory and Practice of Profit Sharing Investment, Edward Elgar Publishing, UK, Jan 1, ٢٠١٢ p.51 .

ويرجح بعض الباحثين، أن بدء تاريخ الصكوك في ماليزيا كان عام ٢٠٠٢م، في حين يرى البعض الآخر أن نشأتها تعود إلى عام ١٩٨٣م، وذلك عندما رفض أول بنك إسلامي في ماليزيا (بنك إسلام ماليزيا) التعامل بالسندات المالية المخالفة لأحكام الشريعة، و قام بإصدار صكوك استثمار لا تحتوي في آلياتها على الربا، ثم جاء طرح مشروع (سندات المقارضة الإسلامية) كبديل إسلامي لسندات القروض الربوية. انظر: د/ عادل عبد الفضيل عيد، الصكوك الاستثمارية الإسلامية، دار التعليم الجامعي، طبعة ٢٠١٥، ص ١٨-٢٢.

(49)- Ali Said, Does the Use of Sukuk (Islamic bonds) Impact Islamic Banks Performances? A Case Study of Relative Performance during 2007-2009, Middle Eastern Finance and Economics, EuroJournals Publishing, Inc. 2011, p. 66.

وقد شهد النصف الأول من عام ٢٠٠٨م نمو هائل، حيث شكلت صكوك المشاركة حوالي ٨٤٪ من مجموع إصدار السوق. انظر:-

Albadran Badr Kaseb, Harmonization between the shariah guidelines and the practices in Malaysian Sukuk Market, Thesis Submitted for the Degree of PhD at the International Islamic University Malaysia, April 2010, p. 6.

(50) - Mr. Ijlal Ahmed Alvi, Dr. Ahmed Rufa Mohammed and others, Op, Cit, p . 7.

(51) - Roslina Mohamad Shafi and Mohd Asyadi Redzuan, MODELLING SUKUK STRUCTURES IN INDONESIA: ECONOMIC DEVELOPMENT AND THE RISK MANAGEMENT, p. 2. available at: <http://ssrn.com/abstract=1742906>.



وتعد أندونيسيا إلى جانب دولة بروناي وباكستان من الدول الفاعلة في التمويل الإسلامي مما زاد من إصدارات شرق آسيا لتبلغ ٢٥٩ إصدار بقيمة ٣٤,٢ بليون دولار. انظر: - د / خوله فريز النوباني، الصكوك الإسلامية .تحديات، تنمية وممارسات دولية، بحث مقدّم لورشة العمل التي أقامتها شركة BDO في عمان، المملكة الأردنية الهاشمية خلال الفترة: ٦ - ٧ شعبان ١٤٣١ هـ الموافق ١٨ - ١٩ / ٧ / ٢٠١٠ م. ص ٥.

(52)- Nevi Danila, MODELLING RETAIL SUKUK IN INDONESIA, p. 2.

وهناك من يحدد هذه الانطلاقة في إصدار الصكوك من عام ٢٠٠٢ م. انظر: Asiamoney. Sep2008, Vol. 19 Issue 8, p11-11. 1, p.3. available at: Business Source Complete.

(٥٣)- جدير بالإشارة إليه أن قام مجمع الفقه الإسلامي الدولي في مارس عام ٢٠٠٤م بتوضيح الأحكام والضوابط الشرعية التي تحكم صكوك الإجارة، كما إنه أوصى بدراسة إصدار صكوك بملكية الأعيان المؤجرة إجارة منتهية بالتمليك، ودراسة حكم إصدار الصكوك وتداولها في إجارة الموصوف في الذمة. ومن جهته أوصى المجمع بعقد ندوة متخصصة لإعداد لائحة بشأن سندات المقارضة إذا كانت الصكوك تمثل موجودات مختلطة ما بين أعيان ومنافع ونقود وديون، وذلك في شهر يونيو - حزيران عام ٢٠٠٦م.

(54)- Christophe J. Godlewski, Rima Turk-Ariss and Laurent Weill, Do markets perceive sukuk and conventional bonds as different financing instruments?, BOFIT Discussion Papers 6 /2011, p.8.

(٥٥)- قد لاقى هذا الإصدار قبولا جماهيرياً واسعاً، ولاسيما بالنسبة للمواطنين الأتراك المتواجدين خارج البلاد. وقد استعملت حصيلة الإصدار في تمويل بناء الجسر الذي أفاد في تسهيل حركة المرور عبر شطري استنبول وكان الدخل جيداً، حيث تعتبر ورقة المشاركة من أقوى الأوراق المتداولة في بورصة استنبول، منذ أكثر من عشر سنوات متواصلة. انظر: - د. بشر محمد موفق، بحث " البدائل الشرعية لمشاركة القطاع الخاص في تمويل الموازنة العامة للدولة،

٢٠٠٩، ص (٥٣) - متاح على الإنترنت: - <https://iefpedia.com/arab/?p=3441>

(56)- See: Tan Wan Yean, Sukuk: Issues and the Way Forward, p.3.

(٥٧)- د. الشيخ علاء الدين زعتري، المرجع السابق، ص ١٤.

(58)- ALSAEED, KHALID,SULAIMAN, Sukuk Issuance in Saudi Arabia: Recent Trends and Positive Expectation, Ph.D., ٢٠١٢ P. 61. Available at Durham E-Theses Online:

<http://etheses.dur.ac.uk/3502/U>.

(59)- Abu-Alkheil, Ahmad, "Ethical Banking and Finance: A Theoretical and Empirical Framework for the Cross-Country and Inter-bank

Analysis of Efficiency, Productivity, and Financial Performance", Ph.D at faculty of Business, Economics, and Social Sciences at the University of Hohenheim, ,٢٠١٢ p. 36.

(60)- Jhordy Kashoogie Nazar, Regulatory and Financial Implications of Sukuk's Legal Challenges for Sustainable Sukuk Development in Islamic Capital Market^{1,8} th International Conference on Islamic Economics and Finance, Center for Islamic Economics and Finance, Qatar Faculty of Islamic Studies, Qatar Foundation ,p.2.

(٦١)- تعتبر المملكة أول من قدم مفهوم سندات، وقد تم تعريفها في مشروع قانون البنك الإسلامي الأردني المؤقت رقم (٣) لسنة ١٩٧٨م. ومن ثم صدر قانون سندات المقارضة المؤقت رقم (١٠) لسنة ١٩٨١م الذي نظم نوع واحد من الصكوك وهو المقارضة، والذي وضع الأساس الصحيح لإصدار الصكوك في الأردن. انظر:- د. الشيخ علاء الدين زعتري، المرجع السابق، ص ١٢. وأيضًا:

Mohammad Saeed" A Alsheyab, Jordanian Islamic Finance Sukuk Law A Critical Study, Dirasat, Shari'a and Law Sciences, Volume 41, No. 2, 2014, p. 1561

كذلك صدرت قرارات تنظيمية لأحكام القانون رقم (٣٠) وهي تعليمات هيئة مالكي صكوك التمويل الإسلامي لسنة ٢٠١٣م الصادرة استنادا لأحكام المادة ١٦ من قانون صكوك التمويل الإسلامي رقم ٣٠ لسنة ٢٠١٢م، وتعليمات تسجيل وإيداع الصكوك وتسويتها الصادرة بالاستناد إلى أحكام المادة (١٩/ب/٢) من قانون رقم (٣٠) لسنة ٢٠١٢م والمادة (٨١/أ) من قانون الأوراق المالية رقم (٧٦) لسنة ٢٠٠٢م، تعليمات تداول الصكوك لسنة ٢٠١٣م والصادرة بالاستناد لأحكام المادة رقم (١٤/أ) من قانون صكوك التمويل الإسلامي رقم (٣٠) لسنة ٢٠١٢م، وتعليمات إدراج صكوك التمويل الإسلامي في بورصة عمان والصادرة بالاستناد لأحكام المادة (١٤/أ) من قانون صكوك التمويل الإسلامي رقم (٣٠) لسنة ٢٠١٢م، وتعليمات إصدار صكوك التمويل الإسلامي وتسجيلها لسنة ٢٠١٣م الصادرة استنادا لأحكام المادتين (١٤/أ) و (١٩/أ) من قانون صكوك التمويل الإسلامي رقم (٣٠) لسنة ٢٠١٢م، والمادة (١٢/ف) من قانون الأوراق المالية رقم (٧٦) لسنة ٢٠٠٢م، وأخيرا صدر النظام رقم (٤٤) لسنة ٢٠١٤م المتعلق بنظام الشركة ذات الغرض الخاص والصادر بمقتضى الفقرة ب من المادة (١٠) من قانون صكوك التمويل الإسلامي رقم (٣٠) لسنة ٢٠١٢م.

(٦٢)- جدير بالإشارة إليه أنه قد تم إنشاء السوق المالية الإسلامية الدولية في البحرين سنة ٢٠٠٢م بجهود مشتركة للمصارف المركزية في كل من البحرين و ماليزيا واندونيسيا والسودان



و بروناي والبنك الإسلامي للتنمية. حيث اتخذت البحرين مقرًا لها باعتبارها من أكبر المراكز للمؤسسات المالية الإسلامية إذ يوجد ٣٨ مؤسسة وعدد من المؤسسات المساندة للمؤسسات المالية الإسلامية مثل هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، والوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف ومركز إدارة السيولة للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، ومركز التحكيم والمصالحة الإسلامي، ومن ضمن أعمالها في البحرين المصادقة على شرعية إصدار وتداول الصكوك الإسلامية. انظر:- د نوال بن عمارة، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية، البحرين، مجلة الباحث، عدد ٩، ٢٠١١ م، ص ٢٥٩ - ٢٦٠.

<https://dspace.univ-ouargla.dz/jspui/bitstream/123456789/7731/1/R0921.pdf>

(٦٣)- أجاز القانون تأسيس شركة مساهمة بحرينية ذات رأس مال متغير تعمل وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية. وفي سبتمبر ٢٠٠١م تم إصدار أول صكوك سيادية من مؤسسة نقد البحرين يتم التعامل بها بين البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية في المنطقة، وأصدرت فيما بعد تعليمات بشأن إصدارات سندات الديون والصكوك من مصرف البحرين المركزي عام ٢٠٠٤م تضمن متطلبات نشرة الإصدار والاكتمال العام وحماية مصالح المكتتبين والإدراج والتداول و الإلزامات وإحكام المخالفات وإيقاف التعامل.

(٦٤)- من الناحية العملية فقد سبق ذلك إصدار للصكوك من قبل القطاع الخاص في إندونيسيا، حيث قامت ٢٨ شركة خاصة بتمية مواردها الخاصة بإصدارها، وكان أول طرح لها من قبل PT Indosat في عام ٢٠٠٢م. انظر:-

Sukuk's strong start, Islamic Business & Finance, May 17, ,٢٠١٢ p.3.

(٦٥)- أطلقت ماليزيا أول صكوك عالمية ذات سيادة في عام ٢٠٠٢م بما قيمته ٦٠٠ مليون دولار، وقد مثلت إصدارات ماليزيا ٦٠ % من الصكوك العالمية البارزة في عام ٢٠١٠م. وقد أعلنت هيئة الأوراق المالية الماليزية عن إدراج للإصدار الأجنبي الثاني من نوعه بقيادة بيت التمويل الكويتي وبتنظيم مشترك من اليابان ودول من شرق آسيا، والإصدار مهيكلا على أساس الإجارة وتجاوز الاكتتاب به (٧٠) مليون دولار. انظر: خوله فريز التوباني، المرجع السابق، ص ١٥.

(٦٦)- في أبريل ٢٠٠٧م قام فريق خبراء بالتمويل الإسلامي بإعداد اعتبارات خاصة بإصدار الصكوك ونشرت وزارة الخزانة تقريرًا عن نتائج هذه الاعتبارات في يونيو ٢٠٠٨م. وفي ديسمبر ٢٠٠٨م، وضعت الحكومة استراتيجية استهدفت تطوير التمويل الإسلامي ورفع مستوى الوعي حول نموه وأبرز الحواجز التي قد تعوق تنميته في المستقبل، وتم إدخال تعديلات في بعض

التشريعات لتسهيل إصدار الصكوك، كما هو الحال في تعديل قانون المالية لعام ٢٠٠٧م (، الجدير بالإشارة إليه أن التعديل الذي تم إجراؤه على بعض التشريعات (FA) Finance Act كقانون المالية ٢٠٠٧م لم يشر إلى كلمة الصكوك، وقواعد الصكوك التي أدخلت في هذا القانون كانت نفس القواعد المنظمة في قانون المالية الصادر عام ٢٠٠٥م فيما يخص HM Treasury على معاملات المرابحة أو معاملات المضاربة. كما عملت وزارة الخزانة إدخال مفهوم جديد في قانون الضرائب في المملكة المتحدة يسمى " التمويل البديل لسندات ((AFIB) 'alternative finance investment bond' للاستثمار

Michael Ainley, Ali Mashayekhi, Robert Hicks and others, Islamic Finance in the UK: Regulation and Challenges, November 2007, The Financial Services Authority 2007, p.8-24..

والجدير بالذكر أنه في يوليو ٢٠٠٦م تم تحديد أول صكوك في قوائم بورصة لندن. انظر:-

Mohammed Amin, The new UK tax law on sukuk, NewHorizon Magazine, December 2007, p. 1.

Klaus Peter Follak, Property Finance Based on Sukuk and Conventional Covered Bonds – Requirements for Establishing a Liquid Market: a Comparative Study,^٨ th International Conference on Islamic Economics and Finance, p.17.

(٦٧)- في عام ٢٠٠٠م قامت الحكومة البريطانية، لأسباب تتعلق بالسياسة العامة، بإدخال سلسلة من التغييرات الضريبية والتشريعية التي صممت خصيصا لإزالة العقبات التي تحول دون تطوير التمويل الإسلامي، وفي مقدمتها إدخال أمر يتعلق بمنع دفع الضرائب المتعددة للدمغة الخاصة بضريبة الأراضي على الرهون العقارية الإسلامية في قانون المالية ٢٠٠٣م. كما أحتوى قانوني المالية ٢٠٠٥م و٢٠٠٦م على تدابير أخرى ترمي إلى وضع المنتجات الإسلامية الأخرى على قدم المساواة الضريبية مع نظيراتها التقليدية. كما تضمن قانون المالية لسنة ٢٠٠٧م الإطار الضريبي في حالة إصدار الصكوك. وعلى صعيد آخر ساهمت هيئة الرقابة المالية (FSA) التي أنشئت في عام ١٩٩٧م في حل العديد من التعقيدات وتضارب الآراء في القواعد التنظيمية السابقة.

(٦٨)- شهدت اليابان مؤخرا إصلاحات قانونية لتسهيل إصدارات الصكوك حيث أقر المجلس التشريعي الوطني في ١٧ مايو ٢٠١١م مشروع قانون يتعلق بإدخال تعديلات ضريبية في اليابان عن طريق تعديل قانون توريق الأصول (Asset Securitization Act)، ويقر القانون الإعفاء من ضريبة الدخل فيما يتعلق بنقل الصكوك الخاص بصكوك



الإجارة، التي سيتم إنشائها بموجب الإطار القانوني الجديد، وعادة، عن طريق أخذ شكل سندات من نوع خاص (SPT) Special Bond-Type Beneficial Interests، انظر: Japan Securities Dealers Associationy, Basic Data on Islamic Finance and Japan,p.3 .

see also: Mr.Esq.City-Yuwa Partners, Tax Reform in Japan2011 to encourage the issuance of Japanese version of Sukuk al Ijara, Tokyo, July 2011, p.2 . Available at: <http://www.city-yuwa.com>.

(٦٩)- شهد التمويل الإسلامي في فرنسا دعماً سياسياً قوياً منذ ديسمبر ٢٠٠٧م، وتم إنشاء لجنة التمويل الإسلامي لجذب المستثمرين من دول الخليج إلى سوق باريس في يوليو ٢٠٠٨م. وفي ديسمبر ٢٠٠٨م أصدرت فرنسا توجيهات بشأن المعاملات الضريبية لتطبيقها على الأوراق المالية الصادرة وفق الشريعة الإسلامية (المرابحة والصكوك) وهذه التوجيهات صدرت على موقع [www.Industry and Employment ,The French Ministry of Economy](http://www.industryandemployment.fr), وأدرجت في فبراير ٢٠٠٩م. انظر:

Tax guidelines boost Islamic finance in France May 2009,p.39. Available at:<http://heinonline.org>

ثم أصدر صندوق النقد الدولي منصبين يسمحان للصناديق الاستثمارية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية وقوائم الصكوك في la Place de Paris. وفي عام ٢٠١٠م حدثت بعض التغييرات التنظيمية من أجل تطوير منتجات إسلامية مختلفة مثل المرابحة أو الصكوك أو الإجارة. وفي عام (٢٠١١م)، تم إطلاق أول صكوك فرنسية في قطاع الوجبات السريعة الفرنسي بقيمة ٦ ملايين دولار أمريكي أو ٥ ملايين يورو. انظر:

Rihab GRASSA,M. Kabir HASSAN, Islamic Finance in France: Current State, Challenges and Opportunities , International Journal of Islamic Economics and Finance Studies, 2015, Year:1, Volume:1, Number:1 , p.75.

Carlos Rodríguez-Monroy, An approach to Islamic Finance in Spain, onference Paper: e: 9th International Conference on Industrial Engineering and Industrial Management, At Aveiro (Portugal), Volume: 1• July 2015. p. 6.

في الصين تم تعديل قانون الإيرادات الداخلية (IRO) وقانون الدمغة (SDO) لتوفير إطار ضريبي للصكوك يشابه السندات التقليدية، وبالتالي إزالة عقبة كان ينظر إليها السوق لتطوير سوق الصكوك في هونغ كونج. وتعرف الصكوك في القانون الصيني بمصطلح (alternative bond schemes) انظر:

Proposed legislation to facilitate development of an Islamic Bond (sukuk) market in Hong Kong – Inland Revenue and Stamp Duty Legislation (Alternative Bond Schemes) (Amendment) Bill, p.9.

(٧٠)- على سبيل المثال: أعلن مجلس الضرائب القومي أنه بصدد إدخال تعديلات على قوانين الضرائب؛ ليضمن المعاملة العادلة لأدوات التمويل الإسلامي ويجذب إصدارات الصكوك، أما كوريا والصين والفلبين وسريلانكا فقد أكدا على عزمهما للدخول بقوة في مجال الصكوك وإصدار قوانين وتشريعات جديدة. كما أعلنت وزارة المالية في السنغال أنها بصدد دراسة إصدار صكوك لتمويل مشروعات البنية التحتية، وفي نيجيريا أعلن محافظ البنك المركزي عن مخططات الحكومة لإصدار صكوك سيادية بهدف جعل نيجيريا مركزاً للتمويل الإسلامي بحلول عام ٢٠٢٠م، كما أعلنت اليابان وروسيا عن عزمهما إصدار صكوك سيادية مع إدخال تعديلات تشريعية وضريبية لإزالة العوائق أمام إصدار الصكوك.

(٧١)- أ. أسامة عبد الحليم الجورية: "صكوك الاستثمار" ودورها التنموي في الاقتصاد، بحث لنيل درجة الماجستير في الدراسات الإسلامية، معهد الدعوة الجامعي، ٢٠٠٩م، ص ٣١.

(٧٢)- يروي عبد الله ابن عمرو بن العاص، إن رسول الله صلى الله عليه وسلم كان يدعو بهؤلاء الكلمات "اللهم انى اعوذ بك من غلبة الدين وغلبة العدو وشماتة الاعداء"، وقد بين الرسول الكريم النتائج الاجتماعية للدين بقوله " أن الرجل اذا غرم حدث فكذب، وواعد فأخلف"، انظر: أحمد بن شعيب أبو عبد الرحمن النسائي، المجتبى من السنن، مكتب المطبوعات الإسلامية، حلب، تحقيق عبد الفتاح أبو غدة، ط٢، ١٤٠٦-١٩٨٦، ج٨، ص ٢٦٧، رقم الحديث ٥٤٨٨، (صحيح).

(٧٣)- أوضحت الولايات المتحدة، بسبب تماذيتها في سياسة الدين، مصدرة للالتزامات المالية والاقتصادية بعدما كانت مصدراً أساسياً للتوازن والاستقرار المالي والاقتصادي العالمي خلال العقود السابقة من القرن الماضي.

(٧٤)- عبد اللطيف عبد الرحيم جناحي، الصكوك الإسلامية بدائل للسندات التقليدية، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة التاسعة عشر، إمارة الشارقة، دولة الامارات العربية المتحدة ص ١٩ . عمر، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، ص ٦ . د. حسين حسين شحاته، تساؤلات حول الصكوك الإسلامية والاجابة عليها، موقع اخوان اون لاين على الانترنت، ص ١.

(٧٥)- د. محمد الطاهر عاشور، مقاصد الشريعة الإسلامية، الشركة التونسية للتوزيع، ص ١٧٥ . أنظر د. فارس محمد زنتي، الصكوك الإسلامية "الإطار النظري والشرعي وكيفية التطبيق، طبعة



- ٢٠١٤، دتر المطبوعات الجامعية، ص ٤٨. الكساني، بدائع الصنائع، مكتبة الكليات الإزهرية، القاهرة، لا يوجد تاريخ نشر ص ٦-٧٩ .
- (٧٦)- راجع د. عبد الله منصور، العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة الى تشريعات جديدة، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي ٢٠٠٩ م، ص ٣٣ .
- (٧٧)- أنظر د. فارس محمد زناتي، الصكوك الإسلامية "الإطار النظري والشرعي وكيفية التطبيق، طبعة ٢٠١٤، دتر المطبوعات الجامعية ص ٥٠ . ويلاحظ أن الهيكل الاسلامي يحتوى على أدوات تمويل كبيرة ومتنوعة، ولكل منها أهميتها ومكانتها بحيث لا يستطيع بسهولة أن نقول أنه رغم تعدد الأدوات فهناك أداة مركزية واحدة تتمحور حولها بقية الأدوات، كما هو الحال في التمويل بنظام الفائدة. انظر أيضا: د. شوقي دنيا، الإدوات المالية المستخدمة في تمويل المشروعات، ندوة الصناعة المالية والإسلامية، البنك الاسلامي للتنمية، ٢٠٠٠م، ص ٢ .
- (٧٨)- زامر إقبال، النظم المالية الإسلامية، مجلة التمويل والتنمية، البنك الدولي، يونيو ١٩٩٧، ص ٢٩ .
- (٧٩)- لازم قاعدة الغنم بالغرم أن مدير الصكوك (المضارب أو الشريك المدير أو وكيل الاستثمار) لا يلتزم بان راس المال لحملة الصكوك أو يتحمل الخسائر أو النقص في قيمتها المتداولة، فإذا ما نصت نشرة الإصدار على شيء من هذا الضمان لم يكن الصك شرعيا، وذلك وفقا للاحكام الشرعية، فمصدر الصكوك والمتلقي لحصيلة الإصدار بقصد استثماره مضارب، ويده على هذه الحصيلة يد امانة لا يد ضمان، إلا في حالة التعدي أو التقصير في الإدارة أو مخالفة شروط المضاربة المتضمنة في نشرة الإصدار. انظر د. حسين حامد حسان، الأدوات المالية الإسلامية، مجمع الفقه الاسلامي، ج ١، لا يوجد دار نشر، ص ١٠٥٦ . وأيضا د. عادل عبد الفضيل عيد، الصكوك الاستثمارية الإسلامية، دار التعليم الجامعي، مرجع سابق، ص ٣١-٣٢ . تجدر الإشارة إلى إن أعباء الاستثمار وتبعات ملكية الموجودات تقع أيضا على حملة الصكوك دون المستفيدين من المشروع، كما هو الشأن في تكاليف الصيانة لدوام الاستفاداة منها أو الهبوط في قيمة الصك لدى تداوله، ويبقى المستفيدون ملتزمون بأعباء المصاريف التشغيلية أو الدورية، انظر د. ذكرى عبد الرازق محمد، الجوانب القانونية والتطبيقية للأوراق المالية المضمونه بأصول، دار الجامعة الجديدة، طبعة ٢٠١٥، ص ٧٨ .
- (٨٠)- راجع: د . اشرف محمد دوابه، الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، دار السلام للطبع والنشر، لا يوجد تاريخ نشر، ص ٢٢٧ .

(٨١)- فإذا كان الصك يعطي حامله مبلغًا محددًا، أو نسبة معينة من قيمته الاسمية، أو يعطيه حصة من الربح غير محددة في نشرة الإصدار، أو في الصك نفسه، أو يحددها المضارب في نهاية المشروع، أو في فترات دورية لاحقة، لم يكن صكا ماليًا إسلاميًا، فلا يجوز إصداره ولا تداوله ولا يل العائد منه ذلك أن العلم بمحل التعاقد شرط عند التعاقد لا بعده، ومحل عقد المضاربة هو رأس المال والربح وحصة المضارب وحصة رب المال من الربح. وقد ورد في فتاوى هيئة الرقابة الشرعية لبنك الاستثمار الأول: يستند استحقاق المستثمرين في اجرة المعدات، على الملكية الفعلية لهم الناتجة عن شراء تلك الموجودات من الشركة، وبذلك يستحقون الغنم (الربح)، ويتحملون الغرم (الضمان).

(٨٢)- ورد في فتاوى هيئة الرقابة الشرعية لبنك الاستثمار الأول: يستند استحقاق المستثمرين في اجرة المعدات، على الملكية الفعلية لهم الناتجة عن شراء تلك الموجودات من الشركة، وبذلك يستحقون الغنم (الربح)، ويتحملون الغرم (الضمان).

(٨٣)- د. نوال عمارة، مرجع سابق، ص ٢٥٥.

(٨٤)- صكوك المرابحة: هي وثائق متساوية القيمة تصدر لتمويل شراء سلعة مرابحة، وتصبح سلعة المرابحة مملوكة كامل الصكوك أو هي وثائق يصدرها الواعد بشراء بضاعة بهامش ربح محدد، أو الوسيط المالي الذي ينوب عنه، بعد تملك البائع وقبضه لها، بقصد استخدام حصيلتها في تكلفة شراء هذه البضاعة ونقلها وتخزينها، ويكتتب فيها البائعون لبضاعة المرابحة بعد تملكهم وقبضهم لها عن طريق الوسيط المالي الذي يتولى تنفيذ هذه العقود نيابة عن مالكي صكوك المرابحة.

(٨٥)- صكوك الاستصناع هي عبارة عن وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة، ويصبح المصنوع صكوكًا لحاملي الصكوك أو هي وثائق يصدرها المشتري لعين يلتزم البائع بتصنيعها بمواد من عنده، أو المؤسسة المالية التي تتوب عنه لاستخدام حصيلتها في تصنيع هذه العين، وذلك بقصد الاستفادة من فرق تكلفة تصنيع العين وثن بيعها باعتبارها ربحًا للمالكي الصكوك، وقد تستخدم حصيلة الصكوك في دفع ثمن تصنيع العين في استصناع مواد زواد بتكلفة أقل، والاستفادة، والاستفادة من فروق التثمين باعتباره ربحًا لمالكي الصكوك، ويوزع ثمن العين المصنعة على حملة صكوك الاستصناع بعد قصه، وقد توزع أقساط الثمن عند قبها.

(٨٦)- صكوك السلم: هي وثائق يصدرها البائع لبضاعة السلم، أو المؤسسة المالية التي تتوب عنه، لقبض ثمن السلم عند التعاقد من حصيلتها، ويكتتب فيها المشترون لبضاعة السلم بقصد بيع هذه البضاعة بعد قبضها بثمن أعلى وتوزيع الثمن بينهم، أو بيع بضاعة بسلم



مواز من جنس وبنفس مواصفات بضاعة السلم قبل قبض بضاعة السلم بثمان أعلى، وقبض الثمن من المشتري عند التعاقد وتوزيعه على مالكي صكوك السلم، ثم تسليمه بضاعة السلم بعد قبضها أو تحصيل بضاعة أخرى من السوق وتسليمها له، وتمثل صكوك السلم بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك حصة شائعة في بضاعة السلم وهي دين سلعي.

(٨٧)- د/ ذكرى عبد الرزاق محمد، الجوانب القانونية والتطبيقية للأوراق المالية المضمونة بأصول "دراسة في المفهوم التقليدي وفي إطار الفقه الإسلامي"، دار الجامعة الجديدة، طبعة ٢٠١٥، ص ٨٧ - أنظر أيضًا، د/ نوال صالح بن عمارة، المراجعة والرقابة في المصارف الإسلامية، الطبعة الأولى، ٢٠١٣، دار وائل للنشر، ص ٩٤، المستشار د/ محمد علي سويلم، الصكوك المالية "دراسة مقارنة"، دار المطبوعات الجامعية، طبعة ٢٠١٤، ص ٢٦١، د/ عثمان أحمد عثمان، الرقابة الشرعية على المصارف الإسلامية، دار النهضة العربية، طبعة ٢٠١٥، ص ١٥٥ .

وتتنوع الصكوك لاعتبارات عدة حيث يمكن تقسيمها حسب نوع النشاط الذي أصدرت من أجله سواء كان نشاطًا زراعيًا أم خدميًا أم استثماريًا، وأيضًا يمكن تقسيمها طبقًا لاعتبار الأمان إلى صكوك أكثر أمانًا كصكوك المرابحة حيث أنها أكثر أمانًا من أنواع الصكوك الأخرى كصكوك المشاركة أو المضاربة حيث يشارك المستثمر في الربح أو الخسارة بناءً على نتائج المشاركة. ويمكن تقسيم الصكوك حسب أجل الصك سواء كان قصير الأجل أو متوسط أو طويل الأجل وأيضًا يمكن تقسيمها إلى صكوك الاستثمار كصكوك المضاربة والمشاركة وصكوك التمويل كصكوك الاستصناع أو السلم.

(٨٨)- أ.د.سميحة القليوبي، الشركات التجارية، الطبعة الرابعة، جمهورية مصر العربية، دار النهضة العربية، ٢٠٠٨. ص ٥٤١.

(٨٩)- د. حسين الماحي، الشركات التجارية، طبعة دار أم القرى، المنصورة، الطبعة الثانية، سنة ١٩٩٢، ص ١٩٥.

(٩٠)- د. عبد الفضيل محمد أحمد، مرجع سابق، ص ٣١٩. د. مصطفى كمال طه، مبادئ القانون التجاري، مؤسسة الثقافة الجامعية، الإسكندرية، ١٩٩٧م، ص ٩١.

(٩١)- د. أبو زيد رضوان، شركات المساهمة، دار الفكر العربي، ١٩٨٣م، ص ١٤٦.

(٩٢)- د. محمود سمير الشراوي، الشركات التجارية في القانون المصري، مكتبة دار النهضة، ١٩٨٠م، ص ٣٤٠.

(٩٣)- د. عباس المصري، القانون التجاري، دار المطبوعات الجامعية الجديدة، طبعة ٢٠٠٨/٢٠٠٨، ص ٤٣٢.

- (٩٤)- راجع: د. علي البارودي، القانون التجاري، الأعمال التجارية والتجار والشركات، طبعة ١٩٨٦، منشأة المعارف، ص ٢٨٩. و د. علي عبدالله عبده، إدارة صناديق الاستثمار في الأوراق المالية من الوجهة القانونية، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، ٢٠٠٦م، ص ٢٨٩.
- (٩٥)- أ. صالح راشد الحمراي، دور شركات السمسرة في بورصة الأوراق المالية، الطبعة الأولى، ٢٠٠٤، ص ٢٦٨.
- (٩٦)- د. عبد العزيز الخياط، الشركات في الشريعة الإسلامية والقانون الوضعي (رسالة دكتوراه)، ط ٤، ١٩٩٤م، ص ١٢٠/٢. د. عبد الفضيل محمد أحمد، مرجع سابق، ص ٣٢٠. ود. حسين الماحي، الشركات التجارية، طبعة - دار أم القرى - المنصورة - الطبعة الثانية، سنة ١٩٩٢، ص ١٩٥. و د. سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، إصدارات المعهد العالمي للفكر الإسلامي - دراسات في الاقتصاد الإسلامي ١٩٩٦م، ط ١، ص ٣٦٤.
- د. محمد هلالية، الشركات التجارية، مطبعة جامعة المنصورة، دار النهضة العربية، القاهرة، ص ١٩٦-١٩٧.
- (٩٧)- د. محمد صبري هارون، أحكام الأسواق المالية الأسهم والسندات وضوابط الانتفاع بها، عمان: دار. النفائس، ط ١، ص ٢٣٥. و د. إقبال محمد خورشيد، سوق الأوراق المالية بين الشريعة الإسلامية والنظم الوضعية، أطروحة دكتوراه، نسخة الكترونية، ٢٠٠٥ م، ص ٢٣٩.
- (٩٨)- وتسمى أيضًا بأوراق الخزانة أو أذونات الخزينة أو أذون الخزينة، وهي عبارة عن سندات تصدرها الحكومة لأجل قصير يتراوح عادة ما بين ثلاثة أشهر وكل عام، وذلك لسد حاجات ضرورية إبان الأزمات الاقتصادية.
- (٩٩)- وهي عبارة عن تعهد بدفع مبلغ معين من المال إضافة إلى فائدة محددة في تاريخ معين، ولا تتجاوز مدتها العام الكامل. انظر:- د. محمد صبري هارون، مرجع سابق، ص ٢٣٧. شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي - دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر، دمشق، ط ١، ٢٠٠٢م، ص ١٣٣. و د. خورشيد محمد إقبال، مرجع سابق، ص ٢٤١.
- (١٠٠)- وهي السندات التي تصدرها هيئة حكومية، أو التي تصدرها البلديات، أو الإدارات المحلية، وتكون أرباحها مغفأة من ضريبة الدخل، وهو ما ورد بأحكام السوق المالية. د. محمد صبري هارون، ص ٢٣٧. د. خورشيد محمد إقبال، مرجع سابق، ص ٢٤١.
- (١٠١)- وتسمى أيضًا سندات التنمية الوطنية، وهي السندات التي يصدرها البنك المركزي، وتباع على نطاق واسع في الأسواق الدولية وتصدر بالدولار الأمريكي بعدة فئات تبدأ بفئة



٢٥ دولارا حتى ١٠.٠٠٠ دولار، ويدفع البنك المركزي على هذه السندات فائدة تساوي الفائدة التي ترد في سوق لندن على القروض بين البنوك التجارية يضاف إليه ٥% أو أكثر أو أقل، وهو ما ورد بأحكام الأسواق المالية، د. محمد صبري هارون، مرجع سابق، ص ٢٣٧-٢٣٨. ود. خورشيد محمد إقبال، مرجع سابق، ص ٢٤١ - ٢٤٢.

(١٠٢)- وهي التي تصدرها البنوك في بعض الدول وتعتبر دينا لصالح الحكومة، ذلك أن البنوك في بعض الدول تصدر سندات دين لصالح الحكومة تسمى شهادات استثمار، وتقسّم البنوك هذه الشهادات أحيانا إلى مجموعات متشابهة لسندات الخزينة الأمريكية مع بعض الاختلافات. وفي مصر يصدر هذه الشهادات البنك الأهلي، ولكن يؤول عوائدها إلى الدولة.

(١٠٣)- د. محمد صبري هارون، مرجع سابق، ص ٢٣٩. د. شعبان محمد إسلام، مرجع سابق، ص ١٤٣. د. خورشيد محمد إقبال، مرجع سابق، ص ٢٤٢.

(١٠٤)- وهي السندات التي تصدر عن الشركة بضمان يقرر لها، وهذا الضمان قد يكون شخصياً، ككفالة أحد البنوك، أو كفالة الحكومة، أو هيئة عامة، وقد يكون عينياً كأن تقرر الشركة لحملة السندات رهن رسمي على عقارات وموجودات الشركة، ويتم الرهن لصالح جماعة حملة السندات. وتلجأ الشركة إلى إصدار مثل هذه السندات إذا كانت بحاجة إلى اجتذاب رجال المال لإقراضها بالنقد، لكي تتخطى سوء أحوالها المادية. انظر: د. أبو زيد رضوان، مرجع سابق، ص ١٤٨. د. حسين الماحي، مرجع سابق، ص ١٩٦.

(١٠٥)- وتمثل هذه السندات ديناً عادياً غير مرتبط بأي أصل من أصول الشركة، أو هي السندات التي تصدرها الشركة غير مصحوبة بضمان للوفاء بحقوق حامليها، أو هي سندات عادية تصدر بقيمة اسمية يدفعها المكتتب عند الاكتتاب وتحسب الفوائد على أساسها إلا إنها غير مصحوبة بضمان شخصي أو عيني يقرر للوفاء بحقوق حامليها، مما يجعل المستثمرين يقبلون على شرائها. انظر: شركات المساهمة، د. أبو زيد رضوان، مرجع سابق، ص ١٤٨. د. محمد صبري هارون، مرجع سابق، ص ٢٤٤.

(١٠٦)- وتصدر هذه النوعية من السندات بنص صريح في عقد الإصدار يعطي لصاحبها ضمن مدة محددة، الحق في تحويل سندات إلى أسهم عادية أو ممتازة، فمثلا إذا صدر سند بقيمة اسمية مقدارها ألف جنيه، وكان قابلا للتحويل إلى أسهم عادية بسعر أربعين جنيها للسهم الواحد خلال مدة ثلاث سنوات من تاريخ إصداره، فإن لحامل هذا السند الحق في تحويله في أي وقت خلال الفترة المسموح بها للتحويل، وهي ثلاث سنوات، إلى خمسة وعشرين سهما عاديا. انظر: د. محمد صبري هارون، مرجع سابق، ص ٢٤٨.

- (١٠٧)- د. أبو زيد رضوان، مرجع سابق، ص ١٤٩.
- (١٠٨)- د. حسين الماحي، مرجع سابق، ص ١٩٧. د. مصطفى كمال طه، مرجع سابق، ص ١٩٣. د. محمد صبري هارون، مرجع سابق، ص ٢٤٧.
- (١٠٩)- د. خورشيد محمد إقبال، مرجع سابق، ص ٢٤٨.
- (١١٠)- وهي تلك التي تخول لحاملها حق الحصول على حصة في الأرباح الذي حققته الشركة إذا تجاوز الفائض المحقق قدرا معيناً، فضلاً عن الفائدة الثابتة التي تغلها هذه السندات. انظر: د. سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص ٣٧٢.
- (١١١)- وهي السندات التي تصدر بأسعار فائدة غالباً ما تكون منخفضة عن المستوى المتاح في الأسواق المالية، إلا أن السعر يجري تصعيده تدريجياً حتى يصل في تاريخ معين إلى آخر معدل تم تحديده مسبقاً لسعر الفائدة، ويصبح السعر منذ ذلك الحين ثابتاً.
- (١١٢)- هي السندات التي يرتبط العائد فيها على ضوء ما يسفر عنه قياس التغير النسبي في مستوى الأسعار.
- (١١٣)- وهي سندات تخول لحاملها الحق في الحصول على فائدة محددة السعر، إلا أن هذا الحق مشروط بتحقيق الشركة المصدرة فائضاً كافياً لتغطية الفائدة، فإذا لم يكن الفائض كافياً للشركة تدفع عائداً أقل أو يسقط عنها السداد كلية، ولا تخول هذه السندات لحاملها الحق في المطالبة بتصفية الشركة وإعلان إفلاسها في حالة عدم قدرتها على السداد. انظر: د. سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص ٣٧٢ - ٣٧٤.
- (١١٤)- هي السندات التي تصدر بقيمة اسمية معينة، ويتم الاكتتاب فيها بذات القيمة حقيقية، أي تستوفي الشركة المصدرة القيمة الاسمية في هذه السندات، وتحدد لحملة فائدة سنوية ثابتة بتاريخ استحقاق معين، ويستحق المبلغ المتجمع من الفرق بين السعر العادي للفائدة وسعر الفائدة المقررة في هذا النوع من السندات لتكوين جوائز مالية كبيرة هي جوائز "اليانصيب"، يتعين أصحابها بالقرعة سنوياً أو في كل فترة زمنية معينة من بين حملة هذه السندات ومن أمثلة هذه السندات في مصر: سندات البنك العقاري، وهذه السندات نوع من أنواع اليانصيب، حيث لا يسترد حاملها رأس ماله في حالة الخسارة، ولذلك يخضع إصدار هذا النوع من السندات في التشريعات الوضعية المختلفة لتنظيم قانوني خاص أو لإذن حكومي، حيث منعت القوانين إصدار هذا النوع من السندات إلا بقانون خاص، أو بإذن من الحكومة كما هو الشأن في كل أنواع أوراق اليانصيب. انظر: شركات المساهمة، د. أبو زيد رضوان، مرجع سابق،



- ص ١٤٨. د. عبد الفضيل محمد أحمد، مرجع سابق، ص ٣٢٦. د. ثروت عبد الرحيم، القانون التجاري، ص ٣٠١ - ٣٠٢. د. حسين الماحي، مرجع سابق، ص ١٩٦.
- (١١٥)- وهي السندات التي يسترد حاملها رأس ماله في حالة الخسارة، بخلاف السندات ذات النصيب بفائدة التي لا يسترد حاملها شيئاً في حالة الخسارة. انظر: د. محمد صبري هارون، مرجع سابق، ص ٢٤١.
- (١١٦)- وهي السندات التي تصدر بقيمة اسمية معينة يدفعها المَكْتَتب عند الاكْتَتَاب، ثم يسترد نفس القيمة كاملة من الشركة عند نهاية مدة القرض، أي عند حلول أجل الوفاء بالسند، ويحصل على فائدة ثابتة عن هذه القيمة خلال مدة القرض. انظر: د. عبد الفضيل محمد أحمد، مرجع سابق، ص ٣٢٦. د. أبو زيد رضوان، مرجع سابق، ص ١٤٧. د. حسين الماحي، مرجع سابق، ص ١٩٦، القانون التجاري، ص ٣٠١.
- (١١٧)- وهي السندات التي تصدر بقيمة اسمية معينة، كأن تكون مائة جنيه، إلا أن المَكْتَتب يدفع أقل من هذه القيمة الاسمية عند الاكْتَتَاب، كأن يدفع تسعون جنيهاً، ولكن عند انتهاء مدة القرض. أي عند حلول أجل الوفاء بالسند. القيمة الاسمية التي صدرت بها السندات وهي المائة جنيهاً، لا القيمة الحقيقية التي دفعها عند الاكْتَتَاب وهي التسعون جنيهاً، ويكون الفرق بين القيمة الاسمية التي صدرت بها هذه السندات، والقيمة التي دفعها المَكْتَتب عند الاكْتَتَاب، وهو مبلغ العشرة جنيهاً علاوة إصدار، وتتداول السندات وتحتسب فوائدها السنوية على أساس القيمة الاسمية التي صدرت بها هذه السندات وهي المائة جنيه، ويحصل المَكْتَتب فضلاً عن هذه الفوائد السنوية المقررة طوال مدة القرض، على علاوة الإصدار عند انتهاء مدة القرض. انظر: د. أبو زيد رضوان، مرجع سابق، ص ١٤٧ - ١٤٨. د. عبد الفضيل محمد أحمد، مرجع سابق، ص ٣٢٦. د. حسين الماحي، مرجع سابق، ص ١٩٦. د. عبد العزيز الخياط، مرجع سابق، ١٠٤/٢. د. خورشيد محمد إقبال، مرجع سابق، ص ٢٧٤.
- (١١٨)- وهي السندات التي يذكر فيها اسم الدائن، ويكون شأنها شأن الأسهم الاسمية. أو هي السندات التي تحمل اسم صاحبها، وتفيد في سجل خاص بملكية السندات لدى الشركة أو الجهة المصدرة لها، وتتداول أي تنتقل ملكيتها من شخص لآخر عن طريق نقل القيد في السجل الخاص بملكية السندات لدى الشركة أو الجهة المصدرة لها. انظر: د. عبد العزيز الخياط، مرجع سابق، ١٠٦/٢. د. سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص ٣٧١ - ٣٧٢. د. محمد صبري هارون، مرجع سابق، ص ٢٤٢. د. أبو زيد رضوان، مرجع سابق، ص ١٠٧. د. يسري

- محمد أبو العلا، المالية العامة (النفقات . الإيرادات . الميزانية)، طبعة مطابع الدار الهندسية، القاهرة، دار النهضة العربية، القاهرة، سنة ٢٠٠٤ / ٢٠٠٥م، ص ١٤٨.
- (١١٩)- وهي السندات التي لا يذكر فيها اسم الدائن، وتكون ملك لحاملها ويتعهد محررها بدفع مبلغ معين من النقود في تاريخ معين، أو بمجرد الاطلاع لمن يحمل هذه السندات. انظر: د. عبد العزيز الخياط، مرجع سابق، ١٠٦/٢.
- (١٢٠)- وهي السندات التي لا يزيد أجلها عن عام واحد. أو هي السندات التي لا تتجاوز مدتها عامًا واحدًا، ومن أمثلة هذا النوع من السندات: سندات الخزينة التي تتراوح مدتها ما بين تسعين يوما وعام كامل، وشهادات الخزينة التي لا تتجاوز مدتها العام الكامل. انظر: د. محمد صبري هارون، مرجع سابق، ص ٢٤٣. د. خورشيد محمد إقبال، مرجع سابق، ص ٢٤٥.
- (١٢١)- وهي السندات التي لا يقل أجلها عن عام ولا تتجاوز سبعة أعوام، وهذا النوع من السندات يعتبر أداة تمويل متوسطة الأجل، ولذلك تصدر بمعدلات فائدة أعلى من معدلات الفائدة التي تغلها السندات قصيرة الأجل.
- (١٢٢)- وهي السندات التي يزيد أجلها عن سبعة أعوام، وهذا النوع من السندات يعتبر أداة تمويل طويلة الأجل، ولذلك تصدر بمعدلات فائدة أعلى من تلك الفائدة التي تغلها السندات قصيرة الأجل أو متوسطة الأجل، ومن أمثلة هذا النوع من السندات الطويلة الأجل، السندات العقارية. انظر: أحكام الأسواق المالية، د. محمد صبري هارون، مرجع سابق، ص ٢٤٣. د. خورشيد محمد إقبال، مرجع سابق، ص ٢٤٠ - ٢٤٦.
- (١٢٣)- وهي السندات التي لا يتم استردادها بانقضاء مدة معينة، وهذه السندات ليس لها تاريخ استحقاق محدد، ولهذا، فإن الفائدة المستحقة عليها يجري سدادها أبدًا.
- (١٢٤)- وهي السندات التي يكون لحاملها الحق في تقديمها للاسترداد في تاريخ الاستحقاق، أو أي تاريخ لاحق مستفيدا من عوائدها.
- (١٢٥)- وهي السندات التي تعطي لحاملها حق استرداد قيمتها بإرادته المطلقة في أي وقت يشاء، حيث لا يوجد لها تاريخ محدد للاستهلاك، وهذا النوع من السندات ليس فيه تاريخ محدد للاسترداد، والأمر هنا يكون رهنا بمشيئة المقرض، فيسترد قيمة السند وقتما يشاء. انظر: د. سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص ٣٧٤ - ٣٧٥. د. خورشيد محمد إقبال، مرجع سابق، ص ٢٤٨.
- (١٢٦)- وهي السندات التي لا يكون لصاحبها الحق في الاحتفاظ بها لحين انتهاء أجلها، حيث يكون للشركة أو الجهة المصدرة لها الحق في استدعائها قبل تاريخ استحقاقها للقيام بسدادها



- مبكرًا بسعر محدد في خلال فترة زمنية محددة، لأي سبب من الأسباب، لاشتراطها ذلك صراحة في عقد الإصدار .
- (١٢٧)- هي السندات التي يكون لصاحبها الحق في الاحتفاظ بها لحين انتهاء أجلها، ولا يجوز للجهة أو الشركة المصدرة لها استدعاءها للسداد مبكرًا، لأي سبب من الأسباب .
- (١٢٨)- د. حامد بن حسين ميرة، هيكله الصكوك الإسلامية، بحث مقدم لمنندى تونس الأول للاقتصاد الإسلامي، المنعقد في تونس بتاريخ ٢٧/٢/٢٠١٢، ص٧.
- (١٢٩)- محمد كامل أمين ملش، الشركات، دار الكتاب العربي، جمهورية مصر العربية، بدون عدد للطبعة، ١٩٥٠، ص١٣٧.
- (130)- Omar, Salah, "Structuring sukuk al-ijarah in Netherlands", Tisco working paper series on banking finance, and services, (November 2010), Tilburg law school legal studies research paper series No. 17/2011, p. 21.
- (١٣١)- أ.د. سميحة القليوبي، مرجع سابق، ص٧٤٥.
- (١٣٢)- علي بن محمد الجمحة، معجم المصطلحات الاقتصادية والإسلامية، العبيكان للنشر، ٢٠٠٠م، ص٢٦.
- (١٣٣)- د. محسن شفيق، الوسيط في شرح القانون التجاري، الطبعة الثانية، جمهورية مصر العربية، مكتبة النهضة المصرية، ١٩٥٥، ص٦٠١.
- (134)- Al-maghlouth, Ahmed Khalid, Sukuk"An inside study of its mackground structures, challenges & ceses, open university of Malaysia, 2009, p.10.
dy-of-its-background-structures-challenges-and-cases.pdf

المصادر والمراجع

- ١- ابن رجب الحنبلي، الفوائد، مكتبة نزار مصطفى الباز، مكة، ط٢، ١٩٩٩م، ج١.
- ٢- د.أبو زيد رضوان، شركة المساهمة وفقاً لأحكام القانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ م والقطاع العام، طبعة دار الفكر العربي.
- ٣- أحمد بن شعيب أبو عبد الرحمن النسائي، المجتبى من السنن، مكتب المطبوعات الإسلامية، حلب، تحقيق عبد الفتاح أبو غدة، ط٢، ١٤٠٦ - ١٩٨٦، ج٨.
- ٤- أحمد بن محمد بن علي المقرئ الفيومي، المصباح المنير في غريب الشرح الكبير للرافعي، المكتبة العلمية، بيروت، ج١.
- ٥- د. أشرف محمد دوابه، الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، الطبعة الأولى ٢٠٠٩ - دار السلام للطباعة والنشر.
- ٦- الكساني، بدائع الصنائع، مكتبة الكليات الأزهرية، القاهرة، لا يوجد تاريخ نشر.
- ٧- د. حسين حلمد حسان، الأصول المالية الإسلامية، مجمع الفقه الإسلامي، ج١، لا يوجد تاريخ نشر.
- ٨- د. حسين الماحي، الشركات التجارية، طبعة - دار أم القرى - المنصورة - الطبعة الثانية، سنة ١٩٩٢.
- ٩- د. ذكرى عبد الرازق محمد، الجوانب القانونية والتطبيقية للأوراق المالية المضمونة بأصول، دار الجامعة الجديدة، طبعة ٢٠١٥ م.
- ١٠- أ.د. سميحة القليوبي، الشركات التجارية، الطبعة الرابعة، جمهورية مصر العربية، دار النهضة العربية، ٢٠٠٨.
- ١١- د. سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، إصدارات المعهد العالمي للفكر الإسلامي - دراسات في الاقتصاد الإسلامي ١٩٩٦م، ط١.
- ١٢- شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي - دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر، دمشق، ط١، ٢٠٠٢م.
- ١٣- د. فارس محمد زناتي، الصكوك الإسلامية "الإطار النظري والشرعي وكيفية التطبيق، طبعة ٢٠١٤، دار المطبوعات الجامعية، الاسكندرية.
- ١٤- د/ عادل عبد الفضيل عيد، الصكوك الاستثمارية الإسلامية (دراسة مقارنة)، دار التعليم الجامعي، طبعة ٢٠١٥.
- ١٥- عباس المصري، القانون التجاري، دار المطبوعات الجامعية الجديدة - طبعة ٢٠٠٨.
- ١٦- د.عبد العزيز الخياط، الشركات في الشريعة الإسلامية والقانون الوضعي (رسالة دكتوراه)، ط٤، ١٩٩٤ م.



- ١٧- د. علي البارودي، القانون التجاري، الأعمال التجارية والتجار والشركات، طبعة ١٩٨٦، منشأة المعارف.
- ١٨- الامام مالك، الموطأ- كتاب البيوع (١)- باب: العينة وما
- ١٩- د. محسن شفيق، الوسيط في شرح القانون التجاري، الطبعة الثانية، جمهورية مصر العربية، مكتبة النهضة المصرية، ١٩٥٥.
- ٢٠- د. محمد الطاهر عاشور، مقاصد الشريعة الإسلامية، دار سحنون للنشر والتوزيع، ١٩٩٧ م.
- ٢١- د. محمد هلالية، مبادئ الشركات التجارية، مطبعة جامعة المنصورة، دار النهضة العربية، القاهرة، ١٩٩٠ م.
- ٢٢- محمد كامل أمين ملش، الشركات، دار الكتاب العربي، جمهورية مصر العربية، بدون عدد للطبعة، ١٩٥٠.
- ٢٣- د. محمد صبري هارون، أحكام الأسواق المالية الأسهم والسندات وضوابط الانتفاع بها، عمان: دار. النفائس، ط١.
- ٢٤- د. محمود سمير الشرفاوي، الشركات التجارية في القانون المصري، طبعة مكتبة دار النهضة، ١٩٨٠ م.
- ٢٥- د. مصطفى كمال طه، مبادئ القانون التجاري، مؤسسة الثقافة الجامعية، الإسكندرية، ١٩٩٧ م.
- ٢٦- د. رمزي محمود: الصكوك الإسلامية في ضوء المعاملات المصرفية في الرأسمالية والإسلام، منشأة المعارف بالإسكندرية، طبعة ٢٠١٣ .
- ٢٧- د/هيثم محمد حرمي شريف، صكوك التنمية (دراسة اقتصادية مقارنة)، دار النهضة العلمية، (الإمارات)، طبعة ٢٠١٧ .
- ٢٨- د. يسري محمد أبو العلا، طبعة مطابع الدار الهندسية، القاهرة، دار النهضة العربية، القاهرة، سنة ٢٠٠٤ / ٢٠٠٥ م.

أبحاث ومقالات:

- ١- د. محمد علي القرني، كيف تتوافق الصكوك مع أحكام الشريعة الإسلامية، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر السابع للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية (البحرين).
- ٢- د. محمد عبد الحليم عمر، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، بحث مقدم لمجمع الفقه الاسلامي الدولي، الدورة التاسعة عشرة، الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، ٢٠٠٩م.
- ٣- د. حامد بن حسن بن محمد علي ميرة، صكوك منافع الأعيان الموصوفة في الذمة وصكوك منافع الأعيان المؤجرة لمن باعها تأجيرًا منتهيًا بالتمليك، بحث مقدم في الدورة العشرين لمؤتمر مجمع الفقه الإسلامي الدولي في ١٠/٦/١٤٣٣هـ.
- ٤- د. صفية أحمد أبوبكر، الصكوك الإسلامية، بحث مقدم إلى " مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول" دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي بتاريخ ٣١مايو-٣يونيو ٢٠٠٩م.
- ٥- د. معطى الله خير الدين وأ. شرياق رفيق، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية، بحث مقدم في الملتقى الدولي حول: مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي جامعة قلمة، ٣-٤ ديسمبر ٢٠١٢م.
- ٦- د. معبد الجارحي، عبد العظيم أبو زيد، سوق الصكوك الإسلامية وكيفية الارتقاء بها، بحث مقدم الى ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقييم، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، جدة ٢٤-٢٦ مايو لسنة ٢٠١٠، ص٤٣، انظر: <http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2010/09>
- ٧- خوله فريز النوباني، الصكوك الإسلامية، تحديات، تنمية وممارسات دولية، بحث مقدم لورشة العمل التي أقامتها شركة BDO في عمان، المملكة الأردنية الهاشمية خلال الفترة: ٦ - ٧ شعبان ١٤٣١ هـ الموافق ١٨ - ١٩ /٧/ ٢٠١٠م.
- ٨- د. الشيخ علاء الدين زعتري، الصكوك تعريفها، أنواعها، أهميتها دورها في التنمية، حجم إصداراتها، تحديات الإصدار، بحث مقدم لورشة العمل التي أقامتها شركة BDO بعنوان(الصكوك الإسلامية؛ تحديات، تنمية، ممارسات دولية)عمان، المملكة الأردنية الهاشمية ١٨. ١٩. ٧/٢٠١٠م.
- ٩- د. فتح الرحمن علي محمد صالح
- ورقة بعنوان (إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية بالإشارة للحالة السودانية)، مقدمة الى ملتقى الخرطوم للمنتجات المالية الإسلامية، تحت عنوان (التحوط وإدارة المخاطر في المؤسسات المالية الإسلامية)، النسخة الرابعة -أبريل ٢٠١٢م.



- دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية، بحث مقدم لمنندى الصيرفة الإسلامية، اتحاد المصارف العربية، بيروت، ٢٠٠٨.
- ١٠- عبد الكريم قندوز، مدانى أحمد، "الاقتصاد الاسلامي، الواقع ورهانات المستقبل"، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة غرداية: بحث منشور على شبكة الإنترنت. راجع: https://democraticac.de/?p=54469#_ftn28
- ١١ - د/ عبد الملك منصور المصعبي:
- دراسة وتحليل دور الصكوك الإسلامية. بحث منشور على شبكة الإنترنت. انظر: <http://www.sahmmisr.com/forums/index.php?showtopic=280336>
- العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة الى تشريعات جديدة، بحث مقدم الى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي ٢٠٠٩ م، انظر [/http://www.academia.edu/7348188](http://www.academia.edu/7348188)
- ١٢- د/ أحمد جابر بدران، "الصكوك كأداة للتمويل بين النظرية والتطبيق"، مجلة المسلم المعاصر، لبنان، عدد ١٥٣، ٢٠١٤. انظر: http://almuslimalmuaser.org/index.php?option=com_k2&view=item&id=814:el-squoq
- ١٣- د. سامي عبيد محمد، عدنان هادي جعاز، الدور التمويلي للمصارف الإسلامية (التمويل بالصكوك)، تجربة ماليزية، مجلة العلوم الاقتصادية، العدد الثامن والثلاثون، المجلد العاشر، آذار - ٢٠١٥ م.
- ١٤- د/ وليد خالد الشايجي و عبدالله يوسف الحجى، صكوك الاستثمار الشرعية، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمى الرابع عشر: المؤسسات المالية الإسلامية، معالم أفاق المستقبل، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، ١٥-١٧ ماي ٢٠٠٥.
- ١٥- د/ محمد إبراهيم نقاشى، عملية التصكيك ودورها في تحقيق مقاصد الشريعة الإسلامية، بحث مقدم في المؤتمر العالمى عن مقاصد الشريعة الإسلامية وسبل تحقيقها في المجتمعات المعاصرة، كوالامبور، ٢٠٠٦ م.
- ١٦- زياد الدماغ، " دور الصكوك الإسلامية في دعم قطاع الوقف الاسلامي " المؤتمر العالمي "قوانين الأوقاف وإدارتها -قائع وتطلعات"، الجامعة الإسلامية العالمية، ماليزيا، ٢٠-٢٢ أكتوبر.
- ١٧- زامر إقبال، النظم المالية الإسلامية، مجلة التمويل والتنمية، البنك الدولي، يونيو ١٩٩٧.
- ١٨- عبد اللطيف عبد الرحيم جناحي، الصكوك الإسلامية بدائل للسندات التقليدية، مجمع الفقه الإسلامى الدولي، الدورة التاسعة عشرة، إمارة الشارقة، دولة الإمارات العربية المتحدة.

- ١٩- عبد القوي ردمان محمد عثمان، الصكوك الإسلامية وإدارة السيولة، بحث مقدم إلى المؤتمر الرابع للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، دمشق ٢ يونيو، ٢٠٠٦.
- ٢٠- د نوال بن عمارة، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية، البحرين، مجلة الباحث، عدد ٩، ٢٠١١ م. متاح على الموقع:-
<https://dspace.univ-ouargla.dz/jspui/bitstream/123456789/7731/1/R0921.pdf>
- ٢١- د/ حامد عبده علي ميرة: صكوك الحقوق المعنوية، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقديم، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، جدة، ٢٠١٠.
- ٢١- د. حامد بن حسن ميرة، هيكل الصكوك الإسلامية، بحث مقدم لمنندى تونس الأول للاقتصاد الإسلامي، المنعقد في تونس بتاريخ ٢٧/٢/٢٠١٢.
- ٢٢- د. حسين حسين شحاته، تساؤلات حول الصكوك الإسلامية والاجابة عليها، موقع إخوان أون لاين على الإنترنت.
- تشريعات:**

- القانون الأردني ٣٠ لسنة ٢٠١٢م
- القانون المصري رقم ١٧ لسنة ٢٠١٨ م بتعديل بعض أحكام قانون رأس المال الصادر بالقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ م.
- القانون الاندونيسي ١٩ لعام ٢٠٠٨م
- القانون المالي GUIDELINES ON SUKUK
- القانون التونسي ٣٠ لسنة ٢٠١٣م.



الرسائل الجامعية:

- ١ - أ. اسامة عبد الحليم الجورية: "صكوك الاستثمار" ودورها التتموي في الاقتصاد، بحث لنيل درجة الماجستير في الدراسات الإسلامية، معهد الدعوة الجامعي، ٢٠٠٩م.
- ٢- د. إقبال محمد خورشيد، سوق الأوراق المالية بين الشريعة الإسلامية والنظم الوضعية، أطروحة دكتوراه، نسخة الكترونية، ٢٠٠٥ م.
- ٣- د. بن الصيف محمد عدنان، الاستثمار في سوق الأوراق المالية "دراسة في المقدمات والأدوات - من وجهة نظر إسلامية"، رسالة للحصول على درجة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير - قسم العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيصر، بسكرة، ٢٠٠٨م.
- ٤- د. محمد الغزالي، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية، دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية، رسالة لنيل درجة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس، الجزائر، ٢٠١٢-٢٠١٣. ريشالة
- ٥- د/ زياد جلال الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، رسالة دكتوراه في البنوك الإسلامية والتمويل، الجامعة الإسلامية العالمية، ماليزيا، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، طبعة ٢٠١٢م.
- ٦- د. علي عبدالله عبده، إدارة صناديق الاستثمار في الأوراق المالية من الوجة القانونية، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، ٢٠٠٦م.

معاجم وموسوعات:-

- ابن منظور، لسان العرب، ج ١٠.
- علي بن محمد الجمعة، معجم المصطلحات الاقتصادية والإسلامية، العبيكان للنشر، ٢٠٠٠م.

المواقع الإلكترونية:-

- <https://www.mobt3ath.com/uplode/book/book-13272.pdf>

المراجع الأجنبية:-

- (1) Ali Said ,Does the Use of Sukuk (Islamic bonds) Impact Islamic Banks Performances? A Case Study of Relative Performance during 2007-2009 ,Middle Eastern Finance and Economics , EuroJournals Publishing ,Inc. 2011.
- (2) Albadran Badr Kaseb ,HARMONIZATION BETWEEN THE SHARIAH GUIDELINES AND THE PRACTICES IN MALAYSIAN SUKUK MARKET ,Thesis Submitted for the Degree of PhD at the International Islamic University Malaysia , April 2010.
- (3) Abu-Alkheil ,Ahmad , "Ethical Banking and Finance A Theoretical and Empirical Framework for the Cross-Country and Inter-bank Analysis of Efficiency ,Productivity ,and Financial Performance" , Ph.D at faculty of Business ,Economics ,and Social Sciences at the University of Hohenheim. ٢٠١٢ .
- (4) Al-maghlouth, Ahmed Khalid, "An inside study of its mackground structures, challenges & ceses, open university of Malaysia, 2009.
- (5) ALSAEED ,KHALID.SULAIMAN ,Sukuk Issuance in Saudi Arabia: Recent Trends and Positive Expectation ,Ph.D. ٢٠١٢ .
- (6) Dr. Asyraf Wajdi Dusuki & Shabnam Mokhtar ,Critical Appraisal of Shari'ah Issues on Ownership in Asset-Based Sukuk as Implemented in the Islamic Debt Market ,INT'L SHARI'AH RESEARCH ACADEMY FOR ISLAMIC FIN. (2010)



(7) Carlos Rodríguez-Monroy, An approach to Islamic Finance in Spain, onference Paper: e: 9th International Conference on Industrial Engineering and Industrial Management, At Aveiro (Portugal), Volume: 1• July 2015.

(8) Christophe J. Godlewski ,Rima Turk-Ariss ,Laurent Weill.:

- Are Islamic Investment Certificates Special? Evidence on the Post-Announcement Performance of Sukuk Issues.

- Do markets perceive sukuk and conventional bonds as different financing instruments? ,BOFIT Discussion Papers 6 /2011.available at:-
[http://uaelaws.files.wordpress.com/2012/03/critical-appraisal-of-shariah-issues-on-ownership-in-asset-based-sukuk-as implemented-in-the-islamic-debt-market](http://uaelaws.files.wordpress.com/2012/03/critical-appraisal-of-shariah-issues-on-ownership-in-asset-based-sukuk-as-implemented-in-the-islamic-debt-market). available at:-

<http://www.alifta.net/Fatawa/fatawaDetails.aspx?languagename=ar&BookID=2&View=Page&PageNo=9&PageID=14027>.

(9)Islamic banking operations and regulatory framework workshop .
 .available at:-

http://www.bankislam.com.my/en/documents/cinfo/sukuk_shariahguidelines.pdf

(10) Edward Elgar Publishing ,UK ,Jan .٢٠١٢.

(11) Elaine Housby – Islamic financial services in the united kingdom –
 Edinburgh university press ,٢٠١١ .

(12) Mr.Esq.City-Yuwa Partners ,Tax Reform in Japan2011 to encourage
 the issuance of Japanese version of Sukuk al Ijara ,Tokyo ,July 2011.

Available at: <http://www.city-yuwa.com>.

(13) Ijlal Ahmed Alvi ,Dr. Ahmed Rufai Mohammed and others ,
 SUKUK REPORT ,A comprehensive study of the International Sukuk
 market \ ,st Edition.

(14) IRINA MARINESCU ,Hastings Int'l & Comp. L. Rev. ,Vol. 35:2 ,
 ,٢٠١٢supra

<http://www.q8zoom.com/vb/archive/index>.

(15) Jhordy Kashoogie Nazar ,Regulatory and Financial Implications of

- Sukuk's Legal Challenges for Sustainable Sukuk Development in Islamic Capital Market¹ ,th International Conference on Islamic Economics and Finance ,Center for Islamic Economics and Finance , Qatar Faculty of Islamic Studies ,Qatar Foundation .
- (16) Klaus Peter Follak ,Property Finance Based on Sukuk and Conventional Covered Bonds – Requirements for Establishing a Liquid Market: a Comparative Study[^] ,th International Conference on Islamic Economics and Finance.
- (17) Mohamed Ariff ,Munawar Iqbal ,Shamsher Mohamad ,The Islamic Debt Market for Sukuk Securities: The Theory and Practice of Profit Sharing Investment.
- (18) Michael Ainley ,Ali Mashayekhi ,Robert Hicks and others ,Islamic Finance in the UK: Regulation and Challenges ,November 2007 ,The Financial Services Authority 2007.
- (19) Mohammed Amin ,The new UK tax law on sukuk ,NewHorizon Magazine ,December 2007.
- (20) Mohammad Saeed" A Alsheyab, Jordanian Islamic Finance Sukuk Law A Critical Study, Dirasat, Shari'a and Law Sciences, Volume 41, No. 2, 2014 .
- (21)Nevi Danila .MODELLING RETAIL SUKUK IN INDONESIA.
- (22) Omar, Salah, "Structuring sukuk al-ijarah in Netherlands", Tisco working paper series on banking finance, and services, (November 2010), Tilburg law school legal studies research paper series No. 17/2011.
- (23) Rihab GRASSA,M. Kabir HASSAN, Islamic Finance in France: Current State, Challenges and Opportunities , International Journal of Islamic Economics and Finance Studies, 2015, Year:1, Volume:1, Number:1
- (24) Roslina Mohamad Shafi and Mohd Asyadi Redzuan .MODELLING SUKUK STRUCTURES IN INDONESIA: ECONOMIC DEVELOPMENT AND THE RISK MANAGEMENT. available at: <http://ssrn.com/abstract=1742906>
- (25)Tan Wan Yean .Sukuk: Issues and the Way Forward. Available at Durham E-Theses Online:



<http://theses.dur.ac.uk/3502/U>.

- (26) Asiamoney. Sep2008 ،Vol. 19 Issue 8 .available at: Business Source Complete.
- (27) Sukuk's strong start ،Islamic Business & Finance ،May 17،٢٠١٢ .
- (28) Japan Securities Dealers Associationy ،Basic Data on Islamic Finance and Japan,p.3.
- (29) Tax guidelines boost Islamic finance in France May 2009,p.39.
Available at:<http://heinonline.org>
- (30) Proposed legislation to facilitate development of an Islamic Bond (sukuk) market in Hong Kong – Inland Revenue and Stamp Duty Legislation (Alternative Bond Schemes) (Amendment) Bill.

