

جامعة سعد دحلب بالبليدة

كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية

مذكرة ماجستير

التخصص: مالية نقود و بنوك

دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشاريع الاستثمارية

دراسة حالة

(عرض التجربة الماليزية)

من طرف

سمير غويني

أمام اللجنة المشكلة من :

رئيسا	أستاذ محاضر أ - جامعة البليدة	د- علاش أحمد
مشرفا و مقررًا	أستاذ التعليم العالي - جامعة البليدة	أ.د- كمال رزيق
عضوا مناقشا	أستاذ محاضر أ - جامعة البليدة	د- لسلوس مبارك
عضوا مناقشا	أستاذ مساعد أ - جامعة البليدة	أ- اللوشي محمد

البليدة، أكتوبر 2011

ملخص

تهدف هذه الدراسة إلى بيان أهمية منتج من منتجات الصناعة المالية الإسلامية المتمثل في: الصكوك الإسلامية لما يقدمه هذا المنتج من ميزات مالية و استثمارية فريدة، حيث تم ذلك من خلال دراسة مفهوم الصكوك الإسلامية: خصائصها، أنواعها، الفرق بينها وبين باقي الأوراق المالية هذا من جهة، ومن جهة أخرى تم بيان دور هذه الصكوك في تمويل المشاريع الاستثمارية الحكومية والخاصة وذلك من خلال عرض تجارب بعض الدول وعلى رأسها التجربة الماليزية لكونها تجربة رائدة في هذا المجال.

حيث توصلت هذه الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها:

- تستند الصكوك الإسلامية و هياكل إصدارها على إرث شرعي متين .
 - على الرغم من وجود تشابه كبير بين هندسة التوريق من ناحية وهيكلية إصدار الصكوك من ناحية أخرى إلا أنه توجد فروقات جوهرية بين هذين المفهومين .
 - تنوع و تعدد هياكل إصدار الصكوك الإسلامية من شأنه أن يوفر حولا للشركات و الحكومات الراغبة في الاستفادة من تقانة التصكيك الإسلامي .
 - تنوع تجارب إصدارات الصكوك بين أنها صارت ذات قيمة مضافة أعلى وأن استخدامها يعتبر أفضل نسبيا من استخدام أدوات الدين التقليدية .
 - برهنت التجارب العملية لإصدارات الصكوك أنها وسيلة مفيدة لتمويل مشروعات البنية التحتية و المشروعات التنموية الكبرى .
 - يوجد اعتراف دولي بأهمية الصكوك الإسلامية كمنتج مالي قابل للتطور و الاستمرار لتلبية الاحتياجات المالية المختلفة بدليل وجود إصدارات لدول غير إسلامية .
 - هناك بعض المعوقات تقف أمام انتشار الصكوك منها محدودية السوق وافتقارها إلى نظام تشريعي و مؤسسات بنية تحتية مساندة و كوادر بشرية مؤهلة للعمل في هذه الصناعة .
- الكلمات الدالة :** الاستثمار، التمويل، التمويل الإسلامي، الصكوك الإسلامية.

شكر

قال الله تعالى

{ وَإِذْ تَأَذَّنَ رَبُّكُمْ لَئِن شَكَرْتُمْ لَأَزِيدَنَّكُمْ وَلَئِن كَفَرْتُمْ إِنَّ عَذَابِي لَشَدِيدٌ }

فالحمد لله أولا و آخرا و ظاهرا و باطنا

قال صلى الله عليه و سلم

"من لا يشكر الناس لا يشكر الله"

وعليه

أتقدم بالشكر الجزيل لمن كان صاحب الفكرة في هذه الرسالة ومن كان له الفضل في إخراجها على هذا

النسق أستاذي و المشرف على هذا العمل

الأستاذ الدكتور : كمال رزيق

كما لا أنسى كل من ساهم في هذا العمل وأعانني من قريب أو من بعيد و هنا أخص بالذكر

الأساتذة القائمين على معهد البحوث و التدريب التابع للبنك الإسلامي للتنمية بجدة

الدكتور سامر مظهر قنطقجي(سوريا)

الأستاذ أسامة الجورية (سوريا)

الدكتور سليمان ناصر(جامعة ورقلة)

الأستاذ عبد القادر زيتوني (جامعة بجاية)

الأساتذة المشاركين في مجموعة الدكتور نضال السيد

كل هؤلاء الأفاضل كان لهم الفضل علي بعد الله إما بنصحي أو بتزويدي بالمراجع اللازمة فلهم مني

جزيل الشكر و الإحترام و التقدير

قائمة الجداول

الصفحة	الرقم
50	01
51	02
52	03
79	04
93	05
103	06

قائمة الأشكال

الصفحة	الرقم
7	01 أنواع الاستثمارات
14	02 دورة حياة المشروع الاستثماري
23	03 مصادر تمويل المشاريع الاستثمارية
37	04 أنواع الشركات في الفقه الاسلامي
64	05 المرحلة الأولى من صكوك الإجارة
65	06 المرحلة الثانية من صكوك الإجارة
65	07 المرحلة الثالثة من صكوك الإجارة
88	08 حجم الإصدار العالمي للصكوك 2001 – 2009
101	09 الصكوك المتداولة في سوق رأس المال الماليزي
102	10 الصكوك الماليزية في السوق العالمي

الفهرس

ملخص

شكر

قائمة الجداول والأشكال

الفهرس

08.....	مقدمة.....
16.....	1. الإطار العام لتمويل المشاريع الإستثمارية
16.....	1.1. أساسيات الاستثمار
17.....	1.1.1. ماهية الاستثمار
19.....	2.1.1. أنواع الاستثمار
23.....	3.1.1. أهمية الاستثمار
24.....	4.1.1. ماهية المشروع الاستثماري
27.....	5.1.1. مراحل المشروع الإستثماري
29.....	2.1. ماهية التمويلات الإستثمارية
30.....	1.2.1. مفهوم التمويل
31.....	2.2.1. أهمية التمويل
32.....	3.2.1. مصادر تمويل المشاريع الإستثمارية
37.....	4.2.1. معايير الإختيار بين مصادر التمويل
40.....	2. التمويل الاسلامي للمشاريع الاستثمارية
41.....	1.2. أساسيات التمويل الاسلامي

41	1.1.2. فلسفة التمويل الاسلامي
42	2.1.2. ماهية التمويل الاسلامي
44	3.1.2. مبادئ التمويل الاسلامي
46	4.1.2. العائد من التمويل الاسلامي
48	2.2. الصيغ الاسلامية لتمويل الاستثمار
48	1.2.2. التمويل عن طريق المشاركات
55	2.2.2. التمويل عن طريق عقود البيع
59	3.2.2. التمويل عن طريق عقود الإجارة
62	3.2. مبررات تفضيل التمويل الاسلامي على التمويل الربوي
62	1.3.2. الجانب الاقتصادي
64	2.3.2. الجانب الكمي
69	3.3.2. الجانب الاجتماعي
69	4.3.2. كفاءة التمويل الاسلامي
73	3. الصكوك الاسلامية آلية من آليات تمويل المشاريع الاستثمارية
74	1.3. ماهية الصكوك الاسلامية
75	1.1.3. مفهوم الصكوك الاسلامية
76	2.1.3. تاريخ نشأة الصكوك
78	3.1.3. أنواع الصكوك الاسلامية
82	2.3. العمليات على الصكوك
82	1.2.3. مراحل الصكوك
84	2.2.3. تداول الصكوك
85	3.2.3. إجارة الصكوك
86	4.2.3. وقف الصكوك
87	5.2.3. ضمان الصكوك
88	3.3. الفرق بين الصكوك الاسلامية وغيرها من الأوراق المالية
89	1.3.3. مفهوم التوريق التقليدي والتصكيك الاسلامي

90.....	2.3.3. الفروق الجوهرية بين التوريق التقليدي والتصكيك الاسلامي
91.....	3.3.3. الفرق بين الصكوك والأسهم والسندات
95.....	4. الأهمية الاقتصادية للصكوك الاسلامية (عرض تجربة ماليزيا)
95.....	1.4. الدور التمويلي للصكوك
96.....	1.1.4. دور الصكوك على مستوى الشركات الاستثمارية
98.....	2.1.4. دور الصكوك على مستوى المصارف الاسلامية
99.....	3.1.4. دور الصكوك على مستوى الاقتصاد الكلي
100.....	4.1.4. الاصدار العالمي للصكوك
102.....	5.1.4. دور الصكوك الاسلامية في توفير الاحتياجات الرسمية
107.....	2.4. تجربة ماليزيا في الصكوك الاسلامية
107.....	1.2.4. سوق رأس المال في ماليزيا
110.....	2.2.4. الجهة المسؤولة التي تنظم إصدار الأوراق المالية في ماليزيا
112.....	3.2.4. تطور إصدار الصكوك في ماليزيا
118.....	4.2.4. أسباب نجاح إصدار الصكوك في ماليزيا
120.....	خاتمة
125.....	الملاحق
134.....	قائمة المراجع

مقدمة

لقد أصبح التطوير والابتكار في المنتجات المصرفية والأدوات المالية ضرورة حتمية للدول العربية والإسلامية بصفة عامة والمصارف الإسلامية بصفة خاصة، وذلك بسبب التحديات المختلفة التي تواجه هذه الدول والمصارف الموجودة بها، سواء كان ذلك محلياً أو دولياً .

فالدول العربية ومصارفها الإسلامية في حاجة ماسة إلى الانطلاق في رحاب أوسع من الابتكار والتطوير لمنتجاتها وأدواتها المالية والمصرفية، يعكس بالفعل حقيقة وجوهر المصرفية الإسلامية في تميزه عن المصرفية التقليدية، سواء في جانب أدوات تعبئة المدخرات، أو آليات توفير التمويل للأنشطة الاستثمارية والتجارية للأفراد والمؤسسات الخاصة والعامة .

وقد شهدت السنوات الأخيرة تطورات سريعة ومتلاحقة في مجال تقديم الخدمات والأنشطة المصرفية والمالية وتنوعها واستمرار تحديثها، مما انعكس علي توسيع نطاق وأشكال المنتجات المصرفية والمالية مع توظيف مكثف للتكنولوجيا في توفير هذه الخدمات والمنتجات، ونشير هنا إلى الابتكارات في الأدوات المالية الحديثة التي تتميز عن الأدوات المالية التي كانت معروفة وظهور أوراق مالية حديثة تجمع بين خصائص أوراق الملكية وأوراق الدين.

وقد استطاعت الهندسة المالية أن تقدم أدوات استثمار جديدة ، فالهندسة المالية تقدم أوراقاً – أدوات- مالية، وعمليات، ونظم تسهم في تحسين الأداء وزيادة الربحية، وتحقق السرعة والكفاءة مع وفورات في التكاليف.

ويمثل تطوير الأدوات المالية في النظام المصرفي في الدول العربية والإسلامية متمثلاً في مصارفها الإسلامية حجر الزاوية في هذا السياق، لما يمثله ذلك من رفع كفاءة تعبئة المدخرات وتوجيه الموارد إلى الاستثمارات والاحتياجات التمويلية المختلفة، خاصة مع معدلات النمو المرتفعة في المدخرات في المصارف الإسلامية.

وتعتبر الصكوك الإسلامية وتداولها في السوق المالية تغييراً جوهرياً في الهيكل التمويلي للمصارف الإسلامية، يمكنها من استيعاب المدخرات علي مختلف رغبات أفرادها، والتوفير الملائم للاحتياجات التمويلية للمشروعات مما يسهم في تقديم المصارف الإسلامية في إطارها الصحيح، فضلاً عن أن إصدار الصكوك الإسلامية لتوفير احتياجات المشروعات الخاصة والعامة هو بمثابة أداة مناسبة للتكامل بين النشاط المصرفي الإسلامي والأسواق المالية، والإندماج مع السوق العالمية.

أهمية الموضوع

تستمد هذه الدراسة أهميتها من أهمية الصكوك الإسلامية، والتي تعد من أبرز منتجات الصناعة المالية الإسلامية و ذلك للانتشار الواسع الذي تعرفه هذه الصكوك والإقبال المنقطع النظير من طرف الجميع (أفراد، مؤسسات، حكومات) في شتى دول العالم و ليس في العالم الإسلامي فقط، كما تكتسب هذه الأهمية لما تقدمه من ميزات مالية واستثمارية فريدة و ذلك كونها :

- * البديل الشرعي للسندات التي تعتمد الفائدة الربوية بدل المشاركة في الربح و الخسارة.
- * تفعيل نشاط الاقتصاد الحقيقي بدل الاقتصاد الورقي الوهمي .
- * تقدم أسلوباً جيداً لإدارة السيولة لدى المصارف و المؤسسات المالية.
- * إمكانية تمويل المشاريع الكبيرة التي لا تقوى عليها جهة واحدة.
- * وسيلة للتوزيع العادل للثروة، إذ تمكن جميع المستثمرين من الاستفادة من الربح الناتج عن المشروع بطريقة عادلة، و بهذا تنتشر الثروة دون أن تكون دولة بين الأغنياء فقط.

إشكالية الدراسة

تتمثل إشكالية الدراسة في طرح التساؤل التالي :

هل تعتبر الصكوك الإسلامية أداة فعالة في تمويل المشاريع الاستثمارية بشقيها الحكومية و الخاصة ؟
أما تفصيلاً فتتمثل في الأسئلة الفرعية التالية:

- ما المقصود بالصكوك الإسلامية؟ وما هي خصائصها ؟
- الفرق بين الصكوك و غيرها من الأوراق المالية من أسهم و سندات؟
- ما الفرق بين التوريق التقليدي و التوريق الإسلامي (التصكيك)؟
- ما الدور التمويلي للصكوك بالنسبة لكل من الحكومات و الخواص؟
- ما هو دور الصكوك بالنسبة للاقتصاد عموماً ؟

فرضيات الدراسة :

سنقوم من خلال هذه الدراسة بالتحقق من الفرضيات التالية :

الفرضية الأولى :

- يعتبر التمويل الإسلامي أفضل و أكفأ من التمويل التقليدي و ذلك لإعتماد هذا الأخير على سعر الفائدة و ما فيه من أضرار على الإقتصاد و الفرد و المجتمع .

الفرضية الثانية :

- يختلف التصكيك الإسلامي على التوريق التقليدي إختلافا جوهريا و ذلك كون الأول قائم على أصول حقيقية و الثاني قائم على الديون .

الفرضية الثالثة :

- تعتبر الصكوك الإسلامية أداة ذات أهمية إقتصادية كبيرة كما أن دورا تمويليا هاما بالنسبة لكل من الحكومات و الشركات.

دوافع اختيار الموضوع :

أولا : دوافع ذاتية

- اعتبار موضوع البحث يدخل ضمن مجال تخصص الطالب .

- الرغبة بدراسة مواضيع الإقتصاد الإسلامي

ثانيا : دوافع موضوعية :

- قلة الرسائل و الأطروحات التي تناولت هذا الموضوع بالبحث ، و الرغبة في إثراء المكتبة الجزائرية بالمواضيع الجديدة .

- حداثة هذا الموضوع و أهميته البالغة مما جعله موضوعا حيويا و مثيرا للإهتمام .

الهدف من الدراسة

تهدف هذه الدراسة إلى دراسة و تحليل دور الصكوك الإسلامية في تعبئة المدخرات و تجميع الأموال اللازمة لتمويل المشروعات، و توفير الموارد لتغطية الاحتياجات الاستثمارية للمؤسسات الحكومية و الخاصة.

حيث يمهّد البحث إلى هدفه عن طريق التعريف بهذه الصكوك و كيفية إصدارها و تداولها في الأسواق و تبيين أنواعها ، و بيان الفرق بينها و بين باقي الأوراق المالية الأخرى.

كما تهدف الدراسة إلى عرض و تقديم تجارب بعض الدول في استخدامها، من أجل استخلاص النتائج و الاستفادة منها، و معرفة السلبيات و النقائص و محاولة تفاديها.

المنهج العلمي المتبع

من أجل دراسة هذا الموضوع و تحقيق الأهداف المرجوة من الدراسة استخدمنا المناهج العلمية التالية:

- المنهج الوصفي: و تم استخدام هذا المنهج من خلال عرض ظاهرة الصكوك الإسلامية عن طريق التعريفات و كذا البيانات المدونة على الجداول و المخططات و الدوائر البيانية و النسب المئوية.

- المنهج التحليلي : و استخدمنا هذا المنهج من خلال تحليل المعطيات الموجودة في الجداول و النسب المئوية المبينة في الدوائر و معرفة أسبابها و تفسير دلالتها و مقارنتها و استخلاص النتائج منها مما يسمح لنا بالإحاطة الدقيقة بالصكوك و تحديد الدور المنشود منها في تمويل المشروعات.

- المنهج المقارن : و ذلك من خلال المقارنة بين الصكوك الإسلامية و غيرها من الأوراق المالية (الأسهم و السندات) و معرفة الفروق الأساسية بين هذا المنتج الجديد و الأوراق المالية التقليدية هذا من جهة ، و من جهة أخرى مقارنة التوريق التقليدي (توريق الديون) بالتوريق الإسلامي (التصكيك القائم على أصول حقيقية).

محتويات الدراسة

و من أجل الإلمام بالموضوع من كل جوانبه ، تم تقسيم البحث إلى أربعة فصول على النحو التالي :

الفصل الأول و عنوانه : الإطار العام لتمويل المشاريع الاستثمارية و قد كان في مبحثين : المبحث الأول تناولنا فيه الاستثمار بمفاهيمه المتعددة (المالي ،الاقتصادي ، المحاسبي) و محدداته و أنواعه ، كما قمنا بتعريف المشروع الاستثماري و بيان خصائصه و مراحلها، أما المبحث الثاني فكان حول التمويل و بيان مصادره التقليدية.

أما الفصل الثاني فكان بعنوان : التمويل الإسلامي للمشاريع الاستثمارية ، و كان في ثلاثة مباحث :

المبحث الأول تناولنا فيه فلسفة التمويل الإسلامي و مبادئه العامة و أنواعه و العوائد الناجمة عليه ، أما

الثاني فكان حول صيغ التمويل الإسلامية المعروفة (المشاركة و المضاربة والمرابحة ، السلم)، أما المبحث الثالث فقمنا فيه ببيان أفضلية التمويل الإسلامي على التمويل الربوي وذلك من عدة نواحي (اقتصادية،كمية ، اجتماعية).

وفي الفصل الثالث انتقلنا إلى الصكوك الإسلامية حيث كان عنوان الفصل : الصكوك الإسلامية آلية من آليات تمويل المشاريع الاستثمارية، وتضمن ثلاثة مباحث :المبحث الأول تضمن مفهوم الصكوك و أنواعها و خصائصها أما الثاني فقمنا فيه ببيان العمليات التي تجرى على الصكوك من خلال التطرق لمراحل الصكوك من إصدار وتداول و إطفاء وكذا بيان العمليات التي تجرى على الصكوك من وقف و إجارة و ضمان ، أما المبحث الثالث فتم فيه التفرقة بين الصكوك و غيرها من الأوراق المالية (الأسهم و السندات) كما تم بيان الفرق بين التوريق الإسلامي و التوريق التقليدي .

أما الفصل الرابع و الذي كان تحت عنوان الأهمية الاقتصادية للصكوك فقد تم تقسيمه إلى مبحثين : الأول قمنا فيه ببيان الدور التمويلي للصكوك بالنسبة لكل من (الشركات ، البنوك ، الحكومات) أما الثاني فتم فيه عرض تجربة ماليزيا في الصكوك و تناولنا فيه :السوق المالي الماليزي ،مكونات هذا السوق ،الجهات المنظمة لعملية إصدار الأوراق المالية، تطور إصدار الصكوك في ماليزيا ،ثم بيان أسباب نجاح صناعة الصكوك في ماليزيا.

الدراسات السابقة

ثمة عدد من الدراسات في موضوع بحثنا وأغلبها عبارة عن بحوث مقدمة لمؤتمرات وهيئات شرعية وفي مايلي بيان أبرزها :

- الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، إعداد أحمد إسحاق الأمين حامد والدراسة عبارة عن رسالة ماجستير، تخصص اقتصاد ومصارف إسلامية جامعة اليرموك الأردن،سنة 2005. وركز الباحث في هذه الدراسة على المخاطر التي تتعرض لها الصكوك الإسلامية وآليات معالجتها .

- صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد، إعداد أسامة عبد الحلیم الجورية ،بحث مقدم لنيل درجة الماجستير في الدراسات الإسلامية، معهد الدعوة الجامعي للدراسات الجامعية، سوريا، 2009. تناول الباحث في هذه الدراسة الأوراق المالية عموما (أسهم ،سندات،شهادات استثمار) ثم تناول مفهوم الصكوك، أنواعها ،خصائصها... ، ثم قام في الفصل الأخير بالتعرض لمفهوم التنمية الاقتصادية وبيان دور الصكوك في تحقيقها.

- البحوث المقدمة لمجمع الفقه الإسلامي بطلب منه من أجل تحديد الإطار النظري للصكوك وإصدار القرارات اللازمة بشأن هذا الموضوع ومن أهم هذه البحوث ما يلي:

أ- الصكوك الإسلامية "التوريق" وتطبيقاتها المعاصرة- دراسة فقهية واقتصادية، علي محي الدين القرة داغي بحث مقدم لمجمع الفقه الإسلامي في دورته التاسعة عشر وتناول فيه الباحث :

- مفهوم التوريق.

- دوافع عملية التوريق

- أنواع التوريق

- التكيف الفقهي للتوريق

- الأصول المحرمة شرعا دخولها في التوريق .

- الفرق بين التوريق التقليدي والتوريق في المؤسسات الإسلامية.

ب- الصكوك الإسلامية "التوريق" وتطبيقاتها المعاصرة وتناولها بحث مقدم لمجمع الفقه الإسلامي في دورته التاسعة العشر للدكتور عبد الحليم عمر وتناول فيه الباحث :المفاهيم الأساسية للتوريق ، دوافعه وضوابطه، أركانه ،طرق التوريق وأنواعه ،التكيف الفقهي للتوريق، الفرق بين التوريق الإسلامي والتوريق التقليدي .

ج- الصكوك الإسلامية "التوريق" وتطبيقاتها المعاصرة وتناولها بهذا العنوان قدم مجموعة من الأساتذة بحوثهم لمجمع الفقه الإسلامي بطلب من المجمع نذكر من هؤلاء الأساتذة على سبيل المثال لا الحصر:

* فؤاد محمد أحمد محيسن.

* الدكتور محمد عبد الحليم عمر .

* الدكتور محمد تقي العثماني .

* الدكتور أختار زيتي عبد العزيز.

* الدكتور محمد علي القرني بن عيد.

وكل هذه البحوث كانت تدور حول بيان مفهوم التوريق في المؤسسات التقليدية وفي المؤسسات الإسلامية وبيان الفرق بينهما .

- العمل بالصكوك الإسلامية الاستثمارية على المستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جديدة إعداد عبد الملك منصور بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول ، دبي، 31 ماي 2009. وتناول فيه الباحث بصفة خاصة الصكوك الحكومية وأنواعها، وأعطى أمثلة على ذلك من تجارب بعض الدول.

- دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية، للدكتور فتح الرحمن علي محمد صالح، بحث مقدم لمنندى الصيرفة الإسلامية ،بيروت 2008. وتناول فيه الباحث آلية التصكيك الإسلامي وأهميته الاقتصادية كما بين دور الصكوك في تمويل المشاريع التنموية ، وفي القسم الأخير تعرض لمخاطر الصكوك وسبل معالجتها .

- دور الصكوك الإسلامية في دعم الموازنة العامة،إعداد زياد الدماغ، بحث مقدم لمؤتمر الصيرفة والتمويل الإسلامي ،15 جوان 2010. وتناول فيه الباحث مفهوم الصكوك عموما في القسم الأول ،أما القسم الثاني فكان لمعرفة الاحتياجات التمويلية اللازمة لدعم الموازنة العامة ، وفي القسم الأخير وضع تصور مقترح تمويلي لسد الاحتياجات التمويلية اللازمة.

- صكوك الاستثمار الشرعية ،للدكتور وليد خالد الشايجي والدكتور عبد الله يوسف حجي ، بحث مقدم للمؤتمر العلمي السنوي 14، كلية الشريعة والقانون جامعة الإمارات .تناول فيه الباحث الجوانب الفنية لعملية إصدار وتداول الصكوك الاستثمارية .

وغيرها من البحوث التي تناولت موضوع الصكوك إما بصفة سطحية أو تناولته من جانب معين كبيان المخاطر أو إظهار الفرق بين الصكوك وغيرها من الأوراق المالية الخ.

وتختلف هذه الدراسة عن باقي الدراسات السابقة من ناحيتين:

الناحية الأولى: تركز هذه الدراسة على بيان أهمية التمويل الإسلامي عموما والصكوك الإسلامية خصوصا وذلك من خلال إظهار الفرق بين التمويل الإسلامي والتمويل التقليدي وبيان الأفضلية (حسابيا واقتصاديا، اجتماعيا)، أما من جانب الصكوك فتم ذلك من خلال إبراز الدور التمويلي للصكوك على كافة المستويات (حكومات، الشركات، البنوك الإسلامية، الاقتصاد الكلي) مع إعطاء أمثلة والتي تتجلى في تجارب بعض الدول وبالخصوص التجربة الماليزية التي تناولناها بشيء من التفصيل لكونها تجربة رائدة في هذا المجال .

الناحية الثانية : تناول موضوع الصكوك من شتى جوانبه دون إهمال لأي جانب وذلك حتى تكون دراسة شاملة لهذا الموضوع بدءًا من تاريخ نشأة هذه الأوراق مرورًا بالمفهوم العام (التعريف، الخصائص، الأنواع، المراحل) إلى العمليات التي تجرى على الصكوك(تداول ،إجارة،وقف،.....).

حيث حاولنا أن نلم بكل ما يتعلق بهذا الموضوع إلا أنه تبقى هناك نقائص فهذا جهدٌ مقل والكمال لله تعالى .

الفصل 1

الإطار العام لتمويل المشاريع الاستثمارية

تعتبر المشروعات الاستثمارية إحدى الأدوات الرئيسية لتحقيق التنمية، الأمر الذي يتطلب الاختيار الأجدى والأكفأ لهذه المشروعات، وكذا توفير التدفقات المالية اللازمة لتمويل هذه الاستثمارات، بهذين العاملين يمكن الحكم على نجاح المشاريع الذي يؤدي بدوره إلى تحقيق الرفاهية والنمو والتطور للمجتمع من خلال توسيع الخيارات المتاحة للأفراد وذلك عن طريق توفير مناصب عمل وتحسين المستوى الصحي والتعليمي وغيرها من الأمور التي تؤدي إلى رقي المجتمع.

وستتناول في هذا الفصل كل من: الاستثمار، المشاريع الاستثمارية، التمويل، وذلك من خلال تقسيمه إلى بحثين، حيث تناولنا في المبحث الأول: أساسيات الاستثمار، من خلال تعريفه وذكر أنواعه ومحدداته، وبيان مفهوم المشروع الاستثماري ومراحله، أما المبحث الثاني فكان حول ماهية التمويلات الاستثمارية وذلك ببيان مفهوم التمويل و بيان مصادره وذكر المعايير التي يتم من خلالها الاختيار بين مصادر التمويل المختلفة .

1.1. أساسيات الاستثمار

لا يعد مفهوم الاستثمار جديد بل هو مفهوم تطرقت له عدة مدارس و نظريات أهمها النظرية الكنزوية و التي اعتبر من خلالها كينز الاستثمار العامل المحرك للدورة الاقتصادية. كما تطرق لهذا المفهوم عدة باحثين كل عرف الاستثمار حسب موضوع دراسته فمنهم الاقتصادي و منهم المحاسب و الرجل المالي و رجل القانون، وفيما يلي من هذا المبحث تطرقنا إلى مجموعة من عموميات الاستثمار و التي تم تقسيمها على ثلاثة مطالب، المطلب الأول حوى تعريف الاستثمار و ذكر المفاهيم المختلفة له حسب اختلاف وجهات النظر من جهة وعلى حسب جهة الدراسة، أما المطلب الثاني فذكرنا فيه أنواع الاستثمار و تقسيماته المختلفة، والمطلب الثالث و الأخير فيدور حول أهمية الاستثمار و خصائصه.

1.1.1.1. ماهية الاستثمار

هناك عدة تعريفات للاستثمار كما أن له عدة مفاهيم وذلك على حسب الجهة التي تم تناوله منها وفيما يلي إيراد لأهم هذه التعريفات و المفاهيم .

1.1.1.1.1. تعريف الاستثمار

وفيما يلي سنقوم بتعريف الاستثمار بصفة عامة من خلال إيراد التعريف اللغوي و الإصطلاحي:

1.1.1.1.1.1. التعريف اللغوي

الاستثمار لغة من الثمر و هو أنواع المال [124]، و ثمر هو شيء يتولد عن شيء متجمعت يحمل عليه غيره استعارة. [125] ، ويقال: " استثمر المال أي نمّاه، والاستثمار استخدام الأموال في الإنتاج إما مباشرة بشراء الآلات و المواد الأولية وإما بطريقة غير مباشرة كسواء الأسهم و السندات، و ثمار المال ما ينتج في أوقات دورية" [126].

2.1.1.1.1. التعريف الاصطلاحي

أمّا اصطلاحاً فقد اتخذ مفهوم الاستثمار عدة اتجاهات اختلفت باختلاف وجهات النظر حول ماهية الاستثمار، وباختلاف الطريقة التي ينظر بها الفرد أو المؤسسة إلى رأس ماله وتعظيمه، إلا أن هناك شبه اتفاق بين جلّ التعاريف على أن: " كلمة استثمار ترتبط بثلاثة مفاهيم اقتصادية تنحصر في التضحية، الحرمان، الانتظار" [88]. فالتضحية تكون بالتخلي عن اتفاق مالي معين، أو عن موجودات مالية ومادية. و الحرمان من منفعة آنية من أجل انتظار منفعة آجلة متوقعة. و إليك عدد من تلك التعاريف:

الاستثمار هو: " إحلال قيمة مالية أكيدة ومتاحة حاضراً مقابل توقع الحصول على مداخيل مالية مستقبلاً أو بمعنى آخر هو تفضيل الاستهلاك المستقبلي عن الاستهلاك الآني، أو الحاضر الذي يتم التخلي عنه" [131].

أمّا الأستاذ قيتن فعرف الاستثمار على أنه: " تزايد مكونات الطاقة المتاحة أي تقبل تضحية الحاضر لتحسين المستقبل" [98]. يعرف أيضاً على أنه: "التضحية لمنفعة حالية يمكن تحقيقها بإشباع استهلاك حالي وذلك بإشباع استهلاك مستقبلي." [50].

2.1.1.1. المفاهيم المختلفة للاستثمار

إن التعريفات السابقة تناولت الاستثمار بصفة عامة، إلا أن هناك مفاهيم أخرى للاستثمار تختلف باختلاف الجانب الذي تم تناوله منه و فيما يلي بيان لهذه الجوانب :

1.2.1.1.1. المفهوم الاقتصادي للاستثمار

يقول كينز: "إن الاستثمار هو النفقة التي تحفز على الشراء والتي بدورها تخلق استثمارات" [133].

أما **سامويلسون** فيقول: " بالنسبة للاقتصاد الكلي تعني كلمة استثمار الزيادة في مخزون رأس المال المادي (من آلات، مباني..الخ)، أما بالنسبة للأشخاص العاديين، الاستثمار هو شراء قطعة أرض، أسهم، أو سندات ولا يمكن اعتبار مشروع استثماري إلا عندما يكون هناك خلق حقيقي لرأس المال." [136].

أما الاقتصادي **بوارك (Bahm Bawerk)** فقد أعطى تعريف محدد واضح للاستثمار حيث يعتبر أن الاستثمار قبل كل شيء هو " التخلي عن نفقة حالية من أجل تعظيم القدرة الإنتاجية للمؤسسة وهذا عن طريق شراء رأس مال تقني (آلات، معدات، بنايات...الخ) أو عن طريق رأس مال بشري (تكوين، تأطير العمال)." [135].

ولقد تعددت محاولات تعريف الاستثمار من قبل الاقتصاديين حيث جاءت على هذا النحو عدة تعاريف نذكر منها: تعريف الأستاذ **عمار صخري** الذي يقول بهذا الصدد: " ويقصد بالاستثمار في إطار التحليل الاقتصادي تلك الأهوال المخصصة لإنتاج البضائع التي تستخدم في إنتاج بضائع أخرى، أي أن الاستثمار يمثل الإنتاج الذي لا يستهلك مباشرة، مثل البضائع الرأسمالية كالآلات والتجهيزات و البناء." [36].

2.2.1.1.1. المفهوم المالي للاستثمار

و يعرف الرجل المالي الاستثمار "بأنه عملية الحياة على الأسهم أو السندات لغرض تحقيق قيمة مضافة في رأس المال، وهو يقوم على المضاربة المالية أو على أساس سعر الفائدة." [135] كما يمكن تعريفه أيضاً بأنه: " عبارة عن اكتساب الموجودات المالية أي التعامل بالأموال للحصول على الأرباح و التعامل بالأموال يعني التخلي عنها لفترة زمنية معينة قصد الحصول على تدفقات مالية في المستقبل تعوض لنا القيمة الحالية للأموال المستثمرة وعامل المخاطرة المرافق دائماً للمستقبل." [64] إذن الاستثمار هنا قائم على أساس توظيف الأموال من أجل كسب الربح من خلال عدة متتابعة سواء كان هذا عن طريق شراء أسهم في مؤسسة هامة وكبيرة أو من خلال السندات، فالمستثمر هنا يقوم بتوظيف أمواله ويقتنع بالأرباح الناجمة عن ذلك [38].

3.2.1.1.1. المفهوم المحاسبي للاستثمار

أما محاسبياً فالاستثمار عبارة عن مجموعة من الممتلكات والقيم الدائمة مادية كانت أو معنوية، مكتسبة أو منشأة من طرف المؤسسة وذلك من أجل استعمالها كوسيلة دائمة الاستغلال وليس بهدف البيع [132]، كما يعرف المحاسبين الاستثمار: " على أنه مجموعة النفقات التي تكون نتيجتها إدخال عناصر جديدة و التي توجه من أجل البقاء دائماً فمن ممتلكات المؤسسة." [14]

و يعرف الاستثمار حسب المخطط الوطني للمحاسبة بأنه عبارة عن الأموال المادية وغير المادية، المنقولة وغير المنقولة، المكتسبة أو التي أنتجتها المؤسسة والموجودة للبقاء مدة طويلة محافظة على شكلها داخل المؤسسة.

2.1.1. أنوع الاستثمار

للاستثمارات أنواع عديدة نظراً لأهدافها، طبيعتها و أهميتها ومن هذه التصنيفات نذكر: [65]

1.2.1.1. من حيث طبيعة الاستثمار

تختلف الاستثمارات من حيث طبيعتها إلى استثمارات حقيقية واستثمارات مالية واستثمارات بشرية كالآتي :

1.1.2.1.1. الاستثمار الحقيقي

ويقصد بالاستثمار الحقيقي: الاستثمار في الأصول الحقيقية كالمباني، الآلات، الأراضي، وهذا النوع من الاستثمار يعتبر الأساسي في زيادة الدخل القومي للدولة [66]. كما يعني " الإنفاق على الأصول الإنتاجية أو السلع الاستثمارية الجديدة والذي يترتب عليه إنتاج إضافي وفرص عمل إضافية، وزيادة المخزون من المواد الأولية المختلفة" [59].

2.1.2.1.1. الاستثمار المالي

ويشمل الاستثمار في سوق الأوراق المالية حيث يترتب على عملية الاستثمار فيها حيازة المستثمر لأصل مالي غير حقيقي، يتخذ شكل سهم، سند أو شهادة إيداع... الخ، والأصل المالي يمثل حقاً مالياً يخول لحامله المطالبة بأصل حقيقي، ويكون مرفق بسند قانوني [50].

3.1.2.1.1. الاستثمار البشري

يعتبر توظيف شخص ذو كفاءة معينة في مشروع معين نوعاً من الاستثمار، باعتبار أن ما يقدمه من خدمة لمصلحة المنشأة يؤدي بالتالي إلى زيادة أرباحها وإنتاجها، كما تعتبر النفقات أو الكلفة الخاصة بتدريب العاملين بهدف رفع مهاراتهم وكفاءاتهم نوعاً من الاستثمار في المجال البشري [29].

2.2.1.1. من حيث الملكية

تختلف الاستثمارات باختلاف الجهة التي تقوم بالاستثمار إلى:

1.2.2.1.1. الاستثمارات العمومية

وهي استثمارات تقوم بها الدولة من أجل التنمية الشاملة، لتحقيق حاجيات المصلحة العامة.

2.2.2.1.1. الاستثمارات الخاصة

ويتميز هذا النوع من الاستثمارات بطابع الربح الذي يتوقعه أصحابها وراء عملية الاستثمار، وهي تنجز من طرف الأفراد والمؤسسات الخاصة.

3.2.2.1.1. الاستثمارات المختلطة

وتتحقق هذه الاستثمارات بدمج القطاع العام والخاص لإقامة مشاريع كبيرة والتي تتطلب رؤوس أموال ضخمة، حيث تلجأ الحكومات إلى رؤوس الأموال الخاصة لأنها لا تستطيع تحقيق هذه المشاريع برأس مالها الخاص.

3.2.1.1. من حيث المدة الزمنية

تختلف الاستثمارات باختلاف المدة التي يستغرقها الإستثمار إلى:

1.3.2.1.1. استثمارات قصيرة الأجل

مدتها أقل من سنتين ونتائجها تكون في نهاية الدورة لأنها تتعلق بالدورة الاستغلالية.

2.3.2.1.1. استثمارات متوسطة الأجل

وهي التي تقل مدة إنجازها عن 05 سنوات وتزيد عن السنتين، وهي التي تكمل الأهداف الإستراتيجية التي تحددها المؤسسة.

3.3.2.1.1. استثمارات طويلة الأجل

تؤثر هذه الاستثمارات بشكل كبير على المؤسسة بصفة خاصة وعلى المجتمع بصفة عامة، وهي تتطلب رؤوس أموال ضخمة، وتقوم مدة إنجازها خمس سنوات.

4.2.1.1. من حيث الأهمية والغرض

تختلف الاستثمارات من حيث الغرض من الاستثمار إلى:

1.4.2.1.1. استثمارات التجديد

وهي الاستثمارات التي تسمح بتحقيق حاجات المؤسسة نفسها إلا أنها أكثر تطوراً وأكثر تقدماً، وذلك باستبدال المعدات القديمة بأخرى جديدة أكثر فعالية [132].

2.4.2.1.1. استثمارات النمو

هدفها الأساسي تحسين الطاقات الإنتاجية لتنمية الإنتاج.

3.4.2.1.1. الاستثمارات المنتجة وغير المنتجة

و هي استثمارات تنقسم على أساس معيار تكلفتها، فكلما كانت زيادة في إنتاج المؤسسة مع تحسن النوعية و بأقل التكاليف الممكنة، سميت هذه الاستثمارات بالاستثمارات المنتجة، و في حالة العكس فهي غير منتجة.

4.4.2.1.1. الاستثمارات الإجبارية

و تكون إما اقتصادية أو اجتماعية، فالاجتماعية هي التي تهدف من خلالها الدولة إلى تطوير البنية الاجتماعية للفرد، و ذلك بتوفير المرافق العمومية الضرورية. أما الاقتصادية فغرضها هو تلبية الحاجات المختلفة للأفراد من سلع و خدمات مختلفة .

5.4.2.1.1. الاستثمارات التعويضية

هدفها الحفاظ على رأس المال على حاله، و تعويض ما استهلك منه.

6.4.2.1.1. استثمارات الرفاهية

هذا النوع من الاستثمارات نتائجها غير مباشرة، حيث تقوم بتحسين القدرة الشرائية للمؤسسة، و بالتالي إعطاء صورة حسنة عنها لدى المتعاملين معها و المستهلكين لمنتجاتها.

5.2.1.1. من حيث الموطن

وتنقسم إلى قسمين استثمارات أجنبية: مباشرة وغير مباشرة، و استثمارات محلية.*

6.2.1.1. من حيث الاستقلالية

وتنقسم الاستثمارات من حيث الاستقلالية إلى استثمار مستقل: وهو الذي يأتي من خارج دورة الدخل الجاري، و استثمار محقق يأتي نتيجة زيادة الدخل [66].

* لمزيد من التفصيل حول أنواع الاستثمارات راجع: آليات تشجيع الاستثمار كأداة لتمويل التنمية، أطروحة دكتوراه لمنصوري الزين، مرجع سبقته الإشارة إليه.

الشكل رقم 01: أنواع الاستثمارات



3.1.1. أهمية الاستثمار و محدداته

الاستثمار عنصر حساس للكثير من العوامل المؤثرة، لذلك كان الاستثمار كثير التقلبات و غير مستقر، و تفسير هذه التقلبات و التغيرات يعد أمراً بالغ الأهمية في التحليل الاقتصادي، وفيما يلي سوف نتناول أهمية الاستثمار و أهم العوامل المؤثرة فيه.

1.3.1.1. أهمية الاستثمار

يعتبر الاستثمار الدعامة الرئيسية والعمود الفقري لأي اقتصاد كان، إذ يحتل أهمية بالغة في جميع الدول، سواء في الجانب الاجتماعي أو في الجانب الإقتصادي، حيث نجد أن الاستثمار يساهم في الناحية الاجتماعية في عرض فرص التشغيل وبالتالي في التقليل من حدة البطالة كما يعمل على رفاهية المجتمع من رفع مستوى دخل الأفراد، أمّا من الناحية الاقتصادية فتأثير الاستثمار (حقيقي وحساس للغاية) لا يحتاج إلى دليل حيث يعطي للاقتصاد دفعاً حقيقياً ويمكن إظهار أهميته الاقتصادية في النقاط التالية: [11]

- للاستثمار دور في عملية الابتكار في الإنتاج ذلك أن إدخال الأساليب الحديثة أو التحسينات الفنية في الإنتاج يتطلب القيام باستثمارات في الأصول الرأسمالية كما يتطلب كذلك القيام باستثمار على نطاق واسع في الصناعات الأساسية التي لا غنى عنها في النهوض بالصناعات الأخرى.
- المحافظة على قيمة الأصول الحقيقية أي المحافظة على قيمة رأس المال الأصلي المستثمر في المشروع [37].
- للاستثمار قوة دفع كبيرة للحركة التراكمية للنشاط الاقتصادي صعوداً أو هبوطاً ويمكن توضيح ذلك من خلال فكرة المضاعف والمعدل، فالمضاعف يعرف على أنه تلك العلاقة بين التغيرات في الاستثمار و التغيرات في الدخل فأى زيادة في الاستثمار تتبعها زيادة مضاعفة في الدخل، والمعدل العكس أي زيادة في الدخل تتبعها زيادة في الاستثمار، وهذا من شأنه أن يحدث دورة مفرغة تنشأ عنها حركة تراكمية في الاتجاه التصاعدي أو الاتجاه التنازلي وهكذا تتكون الحركة التراكمية للنشاط الاقتصادي زيادةً أو نقصاناً.
- للاستثمار أهمية بالغة في تحقيق النمو الاقتصادي وذلك أن زيادة الإنتاج الكلي لا يمكن أن تزيد وتنمو إلا بزيادة قيمة الاستثمار العيني.
- للاستثمار دور في توسيع السوق الداخلية بحيث أن ارتفاع الاستثمار يؤدي إلى زيادة إنتاج السلع والخدمات. مما يتيح غرض التصدير ومنه تحقيق التوازن في الميزان التجاري.

2.3.1.1. محددات الاستثمار

إن من أهم العوامل المحددة للاستثمار تتمثل في ما يلي: [37]

1.2.3.1.1. سعر الفائدة

والمقصود بسعر الفائدة تكلفة رأس المال المستثمر، والعلاقة بينهما وبين حجم الأموال المستثمرة هي علاقة عكسية.

زيادة سعر الفائدة يؤدي إلى انخفاض حجم الاقتراض وبالتالي انخفاض الاستثمار، نتيجة ارتفاع تكلفة الاقتراض، أمّا عند نقصان سعر الفائدة فذلك يؤدي إلى ارتفاع حجم الاقتراض وبالتالي ارتفاع الاستثمار نتيجة انخفاض تكلفة الاقتراض.

2.2.3.1.1. الكفاية الحديدية لرأس المال

والمقصود بالكفاية الحديدية لرأس المال هو الإنتاجية الحديدية لرأس المال أو العائد المتوقع الحصول عليه من استثمار حجم معين من الأموال.

والعلاقة بين الإنتاجية الحديدية لرأس المال والأموال المستثمرة هي علاقة طردية، لأنه عند ارتفاع الإنتاجية الحديدية يعني ارتفاع المداخل وبالتالي التشجيع على الاستثمار ومنه زيادة الأموال المستثمرة. أمّا عند انخفاض الإنتاجية الحديدية فذلك يعني انخفاض المداخل المتوقعة من ذلك الاستثمار ومنه انخفاض الأموال المستثمرة.

3.2.3.1.1. التقدم التكنولوجي

فالتقدم التكنولوجي يؤدي إلى ظهور نوع جديد من الآلات المتطورة ذات الطاقة الإنتاجية العالية، والتي تعمل على دفع المنتج والمستثمر إلى العمل على إحلال المكائن القديمة بأخرى جديدة وذلك في ظل المنافسة السائدة في السوق.

4.2.3.1.1. درجة المخاطرة

إن العلاقة بين درجة المخاطرة و الاستثمار هي علاقة عكسية، بحيث أنه كلما زادت درجة المخاطرة انخفضت معها كمية الإستثمار والعكس. كما تجدر الإشارة إلى أن هناك علاقة طردية واضحة بين المخاطرة والبعد الزمني للاستثمار، فكلما طال زمن تحقيق العائد على الاستثمار تزيد المخاطرة وهذا راجع لانخفاض احتمال تحقق العائد كلما طالت الفترة الزمنية.

4.1.1. ماهية المشروع الاستثماري

هناك تداخل قوي بين مفهوم الاستثمار ومفهوم المشروع الاستثماري لدرجة اعتبارهما مصطلحان لمسمى واحد، وعليه سنتناول في هذا المطلب تعريف المشروع الاستثماري، خصائصه وكذا تصنيف المشاريع الاستثمارية.

1.4.1.1. تعريف المشروع الاستثماري

تعددت تعريفات المشروع الاستثماري، إذ أن معظم الذين تناولوا هذا الموضوع بالبحث كانوا يركزون على مفهوم الاستثمار دون ذكر مفهوم المشروع، وهذا ناتج عن التداخل والاندماج الكبير بين المفهومين وعلى هذا الأساس " فإن الفرق بين الاستثمار والمشروع الاستثماري يكمن في المرحلة الزمنية، فالمشروع الاستثماري يسبق العملية الاستثمارية فهو تمهيد للاستثمار [أو قد يحتويها] (*)، أي هو كل ما يتعلق بالأفكار التي على أساسها سيقام المشروع الاستثماري" [68].

كما أن الاستثمار أوسع من المشروع الاستثماري من ناحية وهي أن " المشروع عبارة عن استثمار حقيقي لزيادة الطاقة الإنتاجية في المجتمع" [16]، أما الاستثمار فمفهوماً هو حقيقي ومالي وبشري، إذ له عدة أنواع بخلاف المشروع الاستثماري، وهناك بعض تعريفات المشروع الاستثماري. حسب (Bridie et Michailof) فإن المشروع الاستثماري هو " مجموعة كاملة من النشاطات والعمليات التي تستهلك موارد محدودة سواءً كانت (تجهيزات، موارد بشرية أو عملة صعبة...)، حيث ينتظر من هذه العمليات تحصيل دخول أو منافع نقدية أو غير نقدية بالنسبة لأفراد المجتمع كله" [130] كما عرف أيضاً بأنه " كل تنظيم له كيان حي ومستقل يملكه ويديره فقط منظم يعمل على التأليف والمزج بين عناصر الإنتاج ويوجهها لإنتاج أو تقديم سلعة أو خدمة أو مجموعة من السلع والخدمات وطرحها في السوق من أجل تحقيق أهداف معينة خلال فترة معينة" [27].

كما تم تعريفه بأنه: " عبارة عن الوحدة التي يتم فيها الاتفاق عن طريق اتخاذ القرارات وهو أيضاً الوحدة التي يتم بها ومن خلالها جميع البيانات والمعلومات اللازمة لإجراء عمليات التحليل المختلفة وكافة الدراسات الاقتصادية" [12].

وعرف أيضاً بأنه " فكرة محددة لاستخدام بعض الموارد الاقتصادية بطريقة معينة لفترة معينة للوصول لهدف معين أو عدة أهداف على أن إيرادات المشروع على تكلفة إنشائه وتشغيله" [25]. بصيغة أخرى هو " مجرد خطة أو فكرة تترتب على تنفيذها التضحية بقدر معين من الموارد بغية الحصول على الربحية" [40].

وعلى كل تعددت تعريفات المشروع الاستثماري ولعل أعرفها إلى الشمول والعمومية هو " أنه عبارة عن مجموعة من الأنشطة الاستثمارية التي يمكن تخطيطها، تمويلها، تنفيذها وتشغيلها" [62].

2.4.1.1. خصائص المشروع الاستثماري

من خلال التعاريف السابقة يتبين لنا أن المشروع الاستثماري يتميز بالخصائص التالية:

- أنه عبارة عن مجموعة من الأنشطة تتم في المستقبل، وهذه الخاصية تتطلب التنبؤ بالتقديرات المختلفة للبيانات التي تدخل في تقدير قيمة المشروع [09].

* - معنى ذلك أن الاستثمار ما هو إلا مرحلة من مراحل المشروع الاستثماري كما سنبينه في المطلب القادم.

- الجهة المنظمة وهي التي تقوم بالتأليف والدمج بين عناصر الإنتاج.
- الربح والعائد على الاستثمار كهدف رئيسي، ولا مانع من وجود أهداف أخرى.
- تعرض المشروع إلى ظروف المخاطرة وعدم التأكد أكثر من ظروف التأكد [46].
- للمشروعات دورة حياة، فمن بداية بطيئة تتقدم المشروعات إلى حجمها البنائي ثم تصل إلى الذروة ثم تبدأ في الانخفاض وأخيراً يجب أن تنتهي [40].

3.4.1.1. تصنيف المشاريع الاستثمارية

هناك عدة تصانيف للمشروعات، فمنهم من يصنفها حسب نوعية المشروع إلى مشاريع توسيع ومشاريع جديدة ومشاريع إحلال، ومنهم من يقسمها حسب مصدر العائد الذي تغله إلى مشاريع يترتب عليها زيادة الإيرادات ومشاريع يترتب عليها تخفيض التكاليف، وفيما يلي تصنيف المشاريع حسب نوعية المشروع [09]:

1.3.4.1.1. مشروعات جديدة

2.3.4.1.1. مشروعات توسّع

وذلك عن طريق زيادة طاقة المشروعات القائمة فعلاً وكذلك زيادة مبيعات المنشأة.

3.3.4.1.1. مشروعات الإحلال والتجديد

ويقصد بذلك استبدال الأصول القائمة بأصول أخرى حديثة ذات طاقة أكبر أو تحقق وفورات في تكاليف التشغيل.

4.3.4.1.1. مشروعات البحوث والتطويرات والاستكشافية

وتشمل مثلاً الأبحاث التي توجه لتطوير المنتجات، أو لتدريب العاملين ورفع مستوى كفاءتهم. وهذه المشروعات قد تزيد من إيرادات المنشأة أو تخفض من تكاليفها على حسب المشروع.

كما تصنف المشروعات حسب نوع العلاقة الموجودة بينهما (*) إلى:

1.4.3.4.1.1. استثمارات مستقلة و استثمارات تابعة

ومعنى هذا أنه إذا كان القرار المتخذ بتنفيذ المشروع (أ) سوف يؤثر على أرباح أو تكاليف المشروع (ب) فهنا يكون (أ) تابع لـ (ب).

2.4.3.4.1.1. استثمارات مكملّة و استثمارات بديلة

ومعنى هذا أن الاستثمار (ب) مثلاً لا يمكن تنفيذه أو لا ينتج أرباح، أو أن أرباحه ستقل إذا لم نأخذ (ب) لاستثمار (أ)، نقول عندئذ أن الاستثمار (أ) مكمل أو لازم الاستثمار (ب).

* لمزيد من التفصيل راجع المرجع السابق للدكتورة ثناء محمد طعيمة.

5.1.1. مراحل المشروع

تمر دروة حياة المشروع الاستثماري بمرحل ثلاث أساسية هي:

- مرحلة ما قبل الاستثمار.
- مرحلة الاستثمار.
- مرحلة التشغيل.

وفيما يلي عرض لهذه المراحل [46]:

1.5.1.1. مرحلة ما قبل الاستثمار

تتطلب دراسة هذه المرحلة تناول مجموعة من العناصر التالية [61]:

1.1.5.1.1. تحديد الفرص الاستثمارية

والتي تكون كأفكار، يتم الحصول عليها من عدة مصادر.

2.1.5.1.1. دراسة الجدوى المبدئية

وذلك بالتقرير الأولي للمشاريع أو الأفكار، وذلك بغية حذف المشاريع أو الأفكار غير الصالحة لعدة أسباب.

3.1.5.1.1. دراسة الجدوى التفصيلية

والتي تكون على الأفكار المقبولة مبدئياً، ثم العمل على المفاضلة بينها سواءً على أساس الربحية المالية أو المنفعة العامة التي يقدمها المشروع.

4.1.5.1.1. التقرير النهائي للمشروع

وذلك باختيار مشروع أو أكثر والعمل على التنفيذ الحقيقي لهذا المشروع.

2.5.1.1. مرحلة الاستثمار (مرحلة تنفيذ المشروع)

وتمر هذه المرحلة بالخطوات التالية [46]:

1.2.5.1.1. مرحلة وضع تصميم المشروع:

وتهدف هذه المرحلة إلى تحديد البرنامج الزمني للتنفيذ، اختيار الموقع، الاختيار النهائي للآلات، إعداد التفاصيل الهندسية للمشروع.

2.2.5.1.1. مرحلة التفاوض:

وتهدف إلى إجراء الاتفاقات مع المقاولين والموردين والمتعهدين حول أعمال الإنشاء، والطاقة الإنتاجية في صورة آلات ومعدات وغيرها.

3.2.5.1.1. مرحلة الإنشاء:

وتهتم هذه المرحلة بتهيئة وتجهيز موقع إقامة الأبنية وتركيب الآلات و... الخ.

4.2.5.1.1. مرحلة التدريب:

وتعني هذه المرحلة بتدريب الكوادر الفنية اللازمة على مختلف المستويات.

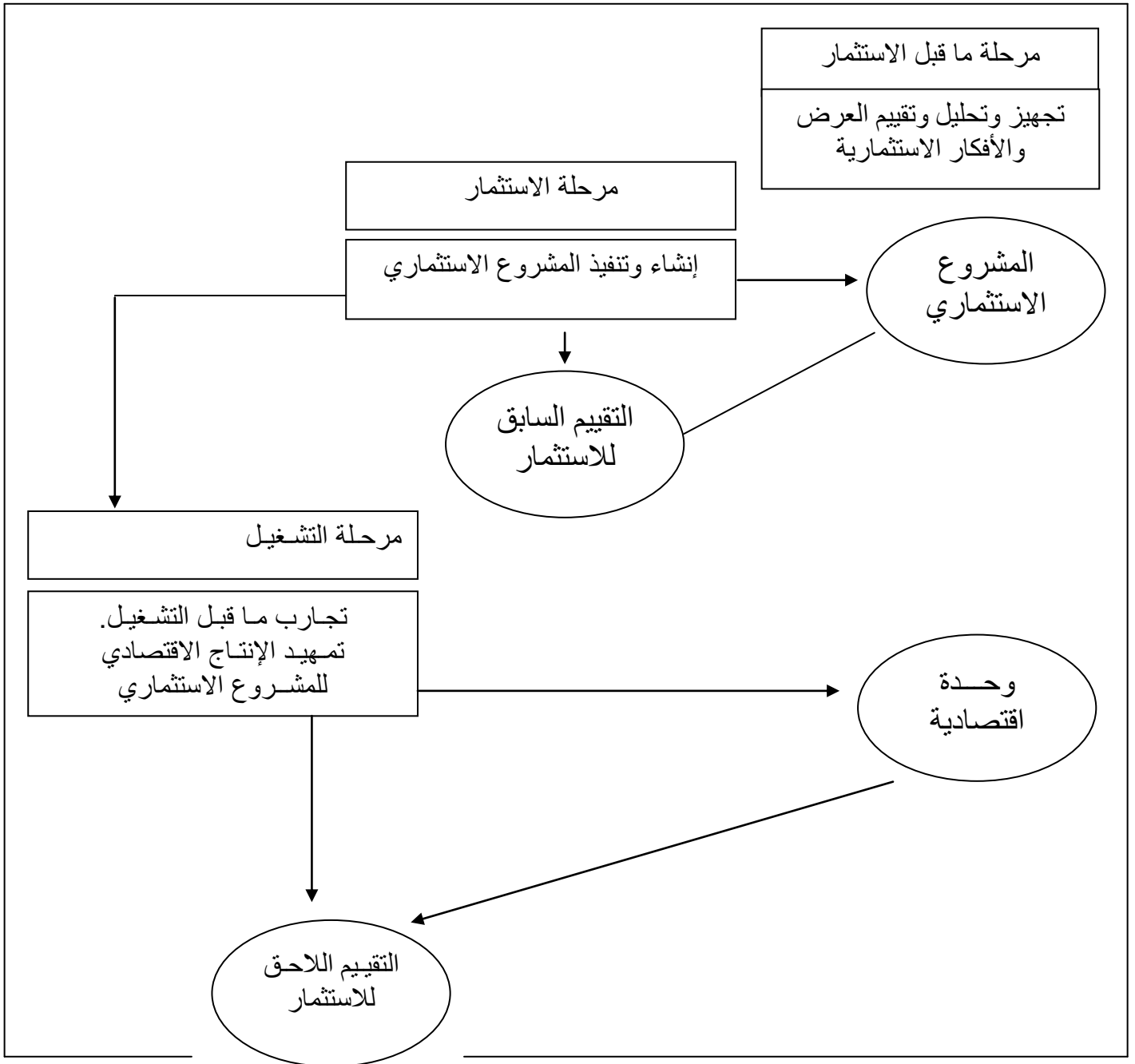
5.2.5.1.1. مرحلة التشغيل التجريبي:

وهذا من أجل الاطمئنان على سلامة تنفيذ المراحل السابقة.

وفي مرحلة التنفيذ أهم شيء هو الوقت [53] ، لأنه قد توجد مصاريف على عدة مرات نظراً لطول فترة التنفيذ.

3.5.1.1. مرحلة التشغيل:

ويتم في هذه المرحلة القيام بالإنتاج الاقتصادي مع رصد مراعاة رصد أية مشكلات فنية قد تظهر في المدى القصير والربط بين الأداء الفعلي وبين ما هو مخطط، مع تحديات الانحرافات إن وجدت. وتنمية ما هو إيجابي منها ومعالجة والقضاء على أي إسراف أو انحراف سلبي. وفي الأخير يمكن بلورة هذه المراحل الثلاث الأساسية في الشكل التالي:



الشكل رقم 02 : دورة حياة المشروع الإستثماري [46]

2.1. ماهية التمويلات الاستثمارية

تعتبر المشروعات الاستثمارية من بين العناصر الأساسية لرفي المجتمعات، وتعود هذه الأهمية إلى الوظائف التي تقوم بها هذه الاستثمارات والتي تتمثل في زيادة القدرة الإنتاجية وتغيير الهيكل الاقتصادي ونقله من طرق الإنتاج التقليدية إلى الطرق المتطورة، وكذا التخفيف من آثار البطالة وغيرها من الأمور الإيجابية، إلا أن هذه الاستثمارات تتطلب توفير الموارد المالية اللازمة لأن الاستثمار ما هو إلا تحويل لرأس المال النقدي إلى رأس مال ثابت ولا يتم هذا التحويل إلا بواسطة التمويل، لذلك فإن العلاقة بين الاستثمار والتمويل علاقة وثيقة جداً.

لهذا فقد تناولنا في المبحث الأول جوانب مهمة متعلقة بالاستثمار والمشاريع الاستثمارية، وفي هذا المبحث سنتناول ما يتعلق بالتمويل ومصادره للارتباط الوثيق بين الموضوعين.

1.2.1. مفهوم التمويل

لعل المشكلة التي تواجه المستثمر ليست هي نوع أو زمان أو مكان الاستثمار بقدر ما هو مصدر تمويل هذا الاستثمار فالمال أساس أي مشروع استثماري، فكيف يعرف الاقتصاديون مصطلح التمويل؟

1.1.2.1. المفهوم اللغوي

كلمة التمويل مأخوذة من المال وهو "ما ملكته من جميع الأشياء، قال ابن الأثير: المال في الأصل ما يملك من الذهب والفضة ثم أُطلق على كل ما يُقتنى و يُملك من الأعيان وأكثر ما يطلق على المال عند العرب على الإبل لأنها كانت أكثر أموالهم" [124] وفي الحديث: " وما جاءك منه وأنت غير مشرف عليه فخذهُ وتموّله أي اجعله مالاً لك". وتموّل الرجل أي اتخذ مالاً [125] ، وموّله أي قدم له ما يحتاج إليه من مال [126] ، والتمويل هو الإمداد بالمال [129].

2.1.2.1. المفهوم الاصطلاحي

هناك عدة تعاريف لمفهوم التمويل نتناوله من عدة جهات، وفيما يلي نذكر جملة منها حتى نلّم بمختلف وجهات النظر في تعريف التمويل:

- التعريف الأول:

التمويل هو تلك الوظيفة الإدارية في المشروع التي تختص بعمليات التخطيط للأموال والحصول عليها من مصدر التمويل المناسب لتوفير الاحتياجات المالية اللازمة لأداء أنشطة المشروع المختلفة مما يساعد في تحقيق أهدافه، وتحقيق التوازن بين الرغبات المتعارضة للفئات المؤثرة في نجاح واستمرار المشروع والتي تشمل المستثمرين، العمال، المديرين، المجتمع والمستهلكين [47].

- التعريف الثاني:

التمويل هو كافة الأعمال التنفيذية التي يترتب عليها الحصول على النقود، واستثماره في عمليات مختلفة تساعد على تعظيم القيمة النقدية المتوقع الحصول عليها مستقبلاً، في ضوء النقدية المتاحة حالياً للاستثمار، والعائد المتوقع منه تحقيقه، المخاطر المحيطة به واتجاهات السوق المالي [28].

- التعريف الثالث:

هو تلك الناحية الإدارية أو مجموعة الوظائف الإدارية في الشركة التي تتعلق بإدارة حركة النقود حتى تتوفر للشركة وسائل تحقيق أهدافها بوجه مقبول قدر الإمكان، وتستطيع في الوقت نفسه مواجهة التزاماتها المالية عندما تحين مواعيدها [28].

يتبين لنا من التعاريف السابقة أنها تناولت مفهوم التمويل من منظور إداري كما ركزت على الجانب النقدي أيضاً، غير أن هذا التركيز على هذا الجانب في مفهوم التمويل لا يفي بالغرض إذ ليس

الهدف من التمويل في كل الأحوال هو الحصول على النقود [28] ، فقد يكون الهدف هو الحصول على التمويل عينياً، وهو التمويل الذي يضطلع الآن بدور هام في النشاط التجاري والاقتصادي، ويأتي بشكل إمداد عيني بالأجهزة والمعدات عن طريق ما يسمى بالتأجير التمويلي:

كما أنه باعتبار التمويل يقصد به الحصول على الأموال [نقدية، عينية] بغرض استخدامها لتشغيل أو تطوير المشروع كان يمثل نظرة تقليدية حيث تركز النظرة الحديثة للوظيفة التمويلية على تحديد أفضل مصدر للأموال عن طريق المفاضلة بين عدة مصادر متاحة من خلال دراسة التكلفة والعائد [06]، ويقول موريس دوب: " التمويل في الواقع ليس إلا وسيلة لتعبئة الموارد الحقيقية القائمة، أما الكاتب ديب فيعرفه على أنه الإمداد بالأموال اللازمة في أوقات الحاجة إليها "[97].

من خلال ما سبق من عرض جوانب مهمة لمفهوم التمويل نستنتج التعريف التالي الذي يجمع بين مختلف وجهات النظر في هذا المفهوم والذي يُعرف التمويل على أنه: كافة الأعمال الإدارية في المنشأة والتي يترتب عليها الحصول على الأموال (نقدية كانت أم عينية) بأقل تكلفة من خلال المزج والمفاضلة بين مختلف مصادر التمويل واستعمالها بطريقة تؤدي إلى تعظيم العائد المتوقع من الاستثمار وتحد من حجم المخاطرة التي تهدد المشروع.

2.2.1. أهمية التمويل

تكمن أهمية التمويل في الحاجة إليه من قبل أفراد المجتمع سواءً أفراداً أو مؤسسات أو حكومات، وقبل أن نتطرق إلى إبراز هذه الأهمية سنتناول مفهوم الحاجة إلى التمويل وأنواعها.

1.2.2.1. مفهوم الحاجة إلى التمويل

" الحاجة عبارة عن مطلب للإنسان اتجاه الموارد المتاحة يؤدي تحقيقها إلى إنماء طاقاته اللازمة لعمرارة الأرض "[70].

2.2.2.1. أنواع الحاجة إلى التمويل [70]

تختلف الحاجة إلى التمويل على عدة اعتبارات نذكر منها :

1.2.2.2.1. تقسيم الحاجة إلى اقتصادية واجتماعية

أي تقسيم الحاجة حسب مضمون العمليات، حيث تكون الحاجة اقتصادية إذا كانت تشمل عمليات الإنتاج، التوزيع، تقديم الخدمات، البيع وغيرها وكل هذه العمليات لا تتم إلا بتوفير الموارد المالية اللازمة بمختلف الأنواع، فبدون المال لا يمكن القيام لأي منها، وفي الشيء نفسه هناك حاجة اجتماعية كعمليات التضامن والمساعدات الإنسانية وغيرها من العمليات الاجتماعية التي لها اعتبارات اجتماعية بالدرجة الأولى، فكل هذه بحاجة إلى تمويل.

2.2.2.2.1. تقسيم الحاجة على حسب الشدّة

فقد تكون ضرورية كالغذاء والدواء والإيواء... الخ، وهذا حتى يبقى الفرد على قيد الحياة. وبالنسبة للمؤسسة كالألات والمباني وغيرها حتى تستطيع المؤسسة البقاء والاستمرار في العمل، وقد تكون كمالية، فالفرد يحتاج إلى مال من أجل تحسين، صيانة وتحقيق الرفاهية، والشئ نفسه بالنسبة للمؤسسة.

3.2.2.2.1. تقسيم الحاجة على حسب المدّة

فقد تكون قصيرة الأجل لا تتجاوز السنة، وقد تكون استثمارات كبيرة وتحتاج للتمويل كمدة طويلة تتعدى السنة والسنتين.

4.2.2.2.1. تقسيم الحاجة على حسب الجهة

فهناك حاجات عمومية وهي التي تتعلق باحتياجات القطاع العام للتمويل من أجل تغطية النفقات العامة وغيرها، في حين حاجات القطاع الخاص التي تهدف إلى تغطية نفقات استثماره وإنتاجه وكل العمليات التي تقوم بها لتحقيق الربح.

3.2.2.1. دور التمويل في تحقيق التنمية

لكل بلد في العالم سياسة اقتصادية وتنموية تعمل على تحقيقها من أجل تحقيق الرفاهية لأفراده، وتتطلب هذه السياسة التنموية وضع الخطوط العريضة لها والمتمثلة في تخطيط المشاريع التنموية وذلك حسب احتياجات وقدرات البلاد التنموية.

ومهما تنوعت المشروعات فإنها تحتاج إلى التمويل لكي تنمو وتواصل حياتها، حيث يعتبر بمثابة الدم الجاري للمشروع، ومن هنا نستطيع القول أن التمويل له دور فعّال في تحقيق سياسة البلاد التنموية وذلك عن طريق [97]:

* توفير رؤوس الأموال اللازمة لإنجاز المشاريع التي يترتب عليها:

- توفير مناصب شغل جديدة تقضي على البطالة.
- تحقيق التنمية الاقتصادية للبلاد.
- تحقيق الأهداف المسطرة من طرف الدولة.

* تحقيق الرفاهية لأفراد المجتمع عن طريق تحسين الوضعية المعيشية لهم من خلال (توفير السكن، العمل...).

3.2.1. مصادر تمويل المشاريع الاستثمارية

والمقصود بها البحث عن المبالغ المالية الكافية واللازمة لشراء الأدوات والمعدات وتسديد الأجور والأعمال التي تسبق العملية الإنتاجية وذلك بهدف الانطلاقة الفعلية لعملية الاستثمار.

كما تعتبر مصادر التمويل الخاصة بالمشروع الاستثماري أحد أهم العناصر المؤثرة في اتخاذ القرار الاستثماري، ولهذا تفرض أهميتها على القائمين على دراسة الجدوى المالية حيث يتعين دراستها وتحديد أفضل هذه المصادر وأكثرها ملائمة لظروف المشروع وتتفرع مصادر التمويل حسب طبيعتها كما يلي:

- مصادر التمويل الداخلي.
- مصادر التمويل الخارجي.

1.3.2.1. مصادر التمويل الداخلي

و يعد من المصادر الرئيسية للتمويل طويل الأجل ويطلق عليها أموال الملكية وأهم مصادرها الآتي[61]:

- الأرباح المحتجزة.
- الأسهم العادية.
- الأسهم الممتازة.

1.1.3.2.1. الأرباح المحتجزة

تعد الأرباح المحتجزة غير ذات أهمية في بداية المشروع حيث تكون مساوية للصفر، إلا أنه بنجاح المشروع بعد تنفيذه وتحقيقه للأرباح فيتم الاحتفاظ بجزء منها – وفقاً لسياسة توزيع الأرباح – لغرض إعادة استثمارها فالأرباح المحتجزة هي " الجزء المتبقي من الفائض بعد توزيع جزء من الأرباح على المساهمين في الشركات الخاصة وما يسبق هذا التوزيع من تجنب للاحتياطات"[28]. وبصفة عامة فإن الاعتماد على الأرباح المحتجزة كمصدر تمويلي سوف يرتبط ارتباطاً وثيقاً بسياسة توزيع الأرباح والتي نالت اهتماماً كبيراً ومناقشات عديدة من كتاب الإدارة المالية أمثال ميلر وهودجلياني وفوردن

2.1.3.2.1. الأسهم العادية

الأسهم العادية هي عبارة عن " أوراق مالية طويلة الأجل (أبدية كالما الشركة مستمرة) تمثل مستند ملكية، له قيمة اسمية، قيمة دفترية وقيمة سوقية وكذلك قيمة تصفوية، وتتمثل القيمة الاسمية في القيمة المكتوبة على الصك وهي قيمة نظرية لتسجيل حساب رأس المال المدفوع في القيود المحاسبية، أما القيمة الدفترية فتتمثل في قيمة الحقوق الملكية،- والتي لا تتضمن قيمة الأسهم الممتازة – مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة، أما السوقية فهي تمثل سعر تداول السهم في سوق رأس المال. أما القيمة التصفوية للسهم فتتمثل في نصيب السهم من قيمة تصفية موجودات الشركة بعد تسديد كل الالتزامات وحقوق كل الدائنين وحملة الأسهم الممتازة "[06].

وحامل هذه الأسهم يتمتع بالعديد من الحقوق [15]: كحق التصويت في الجمعية العمومية، حق الاطلاع على دفاتر الشركة، حق المشاركة في الأرباح والخسائر وحق البيع والتداول...إلخ.

3.1.3.2.1. الأسهم الممتازة

يمثل السهم الممتاز مستند ملكية، وإن كانت تختلف عن الملكية التي تنشأ عن السهم العادي ولهذا المستند قيمة اسمية، قيمة دفترية وقيمة سوقية شأنه في ذلك شأن السهم العادي، غير أن القيمة الدفترية طريقة حسابها في السهم الممتازة تختلف عنها في السهم العادي، حيث تحتسب قيمته بقسمة قيمة الأسهم الممتازة على عدد الأسهم المصدرة بمعنى آخر ليس للأسهم الممتازة نصيب من الاحتياطات والأرباح المحتجزة التي تظهر بميزانية المنشأة[06].

ويتمتع حامل السهم الممتاز بكافة المزايا والحقوق التي يتمتع بها حامل السهم العادي. إلا أن الأسهم الممتازة تختلف عن العادية في [61]: أن لجملة الأسهم لممتازة حق الأولوية في الحصول على الأرباح الموزعة ولكن ليس لهم الحق الدائم في التصويت، وتلجأ الشركات إلى هذه الأسهم بغرض استعمال الأموال دون أن يكون لأصحابها حق المشاركة في الإدارة.

2.3.2.1. مصادر التمويل الخارجي

ويمكن تقسيم أنواع التمويل الخارجي إلى ثلاثة أنواع:

- مصادر التمويل قصير الأجل.
- مصادر التمويل متوسط الأجل.
- مصادر التمويل طويل الأجل.

1.2.3.2.1. مصادر التمويل قصير الأجل

ويمكن تصنيف الصنف من التمويل إلى نوعين:

- الائتمان المصرفي.
- الائتمان التجاري.

1.1.2.3.2.1. الائتمان المصرفي

ويقصد بالائتمان المصرفي في هذا الصدد القروض قصيرة الأجل التي تحصل عليها المنشأة من البنوك، ويأتي هذا النوع من الائتمان في المرتبة الثانية بعد الائتمان التجاري، وذلك من حيث درجة اعتماد المنشأة عليه كمصدر للتمويل قصير الأجل، ويتميز الائتمان المصرفي بأنه أقل تكلفة من الائتمان التجاري في الحالات التي تفشل فيها المنشأة في الاستفادة من الخصم غير أنه أقل مرونة منه في ناحية أخرى، أنه لا يتغير تلقائياً مع تغير حجم النشاط[57].

2.1.2.3.2.1. الائتمان التجاري

يعرف الائتمان التجاري بأنه الائتمان قصير الأجل الذي يمنحه المورد إلى المشتري عندما يقوم هذا الأخير بشراء البضائع لغرض إعادة بيعها، ويحتاج المشتري إلى الائتمان التجاري في حالة عدم كفاية رأس ماله العامل لمقابلة الحاجات الجارية وعدم مقدرته على القروض المصرفية وغيرها من

القروض القصيرة ذات التكلفة المنخفضة [45] ، وبمعنى آخر فإن الائتمان التجاري يتمثل في المشتريات الآجلة التي تحصل عليها المنشأة أو المستثمر من الموردين في فترة غالباً لا تزيد عن سنة.

2.2.3.2.1. مصادر التمويل متوسط الأجل

وهي تعرف بالقروض التي يتم سدادها في فترة تزيد عن سنة ولكن تقل عن عشرة سنوات، وهي تنقسم إلى:

- قروض مباشرة متوسطة الأجل.

- التمويل بالاستئجار.

1.2.2.3.2.1. القروض متوسطة الأجل

وهذه القروض تدفع على أقساط دورية وبصورة منظمة، ولقد تزايد الاهتمام بالتمويل المتوسط الأجل لأسباب كثيرة منها أن البنوك التجارية وجدت من خلال تعاملها أن القروض المصرفية القصيرة تتحول بحكم التسديد المستمر إلى قروض متوسطة الأجل، كما أن حجم الودائع في المصارف التجارية يفوق بكثير حجم القروض قصيرة الأجل ويتطلب التمويل بالقروض المتوسطة الأجل شروطاً منها [71]:

- ضرورة أن يعرف المصرف نوع النشاط الذي يزاوله طالب التمويل ومعرفة متوسط الأرباح المتوقع تحقيقها سنوياً خلال مدة القرض.

- يشترط المصرف على طالب التمويل أن يقدم موازنة واضحة كتيبين مقبوضاته ومدفوعاته طوال مدة القرض، وأن يتعهد المقترض بعدم التعاقد على قروض أخرى أو رهن أي أصل من أصول الشركة مقابل ديون أخرى.

2.2.2.3.2.1. التمويل بالاستئجار

ظهر في الآونة الأخيرة – في معظم الدول اتجاه إلى استئجار معدات المصنع وآلاته كما امتد إلى جميع الأصول الثابتة.

ويقتضي التمويل التأجيري عدم شراء أو امتلاك الأصل، وقيام المشروع بدفع إيجار سنوي هو رسم الاستئجار، بالإضافة إلى دفع – في بعض الأحيان – مبلغ مبدئي، ويمثل هذا الاستئجار شكلاً من أشكال التمويل من خارج الميزانية وبالتالي يترتب عليه رفعاً مالياً مثله في ذلك مثل الاقتراض، وتظهر أهميته في حالة رغبة المشروعات الاحتفاظ بنسبة معينة من القروض إلى رأس مال، أو عندما تكون الشركة في وضع يصعب فيه زيادة سنداتها [61].

وهناك أشكال كثيرة من التمويل التأجيري [06]:

* الإستهجار التشغيلي:

يتمثل عقد الإستهجار التشغيلي في تقديم التجهيزات وضمان خدمات الصيانة إلى المستأجر، لذلك فإنه يدعى أحياناً بعقد استئجار الخدمات، ومن أهم خصائص الإستهجار التشغيلي انه في كثير من

الأحيان لا يتطلب إطءاء كامل لقيمة الأصل، والميزة الثالثة هو أنه قد يحتوي على بند إمكانية إءائه من قبل المستأءر وإعادة التءهيزات إلى المؤءر قبل انتهاء فترة العءء.

* الاستئءار التمولي:

يتميز عءء الاستئءار التمولي بأنه يتطلب إءفاء كامل لقيمة الأصل ءلال فترة العءء، لذلك يدعى أيضاً باستئءار رأس مالي، أي أن مجموع دفعات الإءءار يجب أن تءطي كامل تكلفة الأصل على المؤءر وتءقق له أيضاً عائءاً مناسباً على رأس المال المستثمر وقد يعطي الاستئءار التمولي خياراً للمستأءر بتءءيد العءء لفترة إضافية بإءءار منءء أو لشراء التءهيزات، ومن ءصائص هذا النوع من التمول انه لا يقدم أي ءءمات صيانة للتءهيزات كما أنه لا يمكن إءاؤه، ويمكن أن يأءء الاستئءار التمولي عدة أشكال يمكن أن نءكر منها:

- البيع وإعادة الاستئءار التمولي.
- الاستئءار المباشء.
- الاستئءار المقرون بءافعة مالية.

3.3.2.1. مصادر التمول طويل الأءل

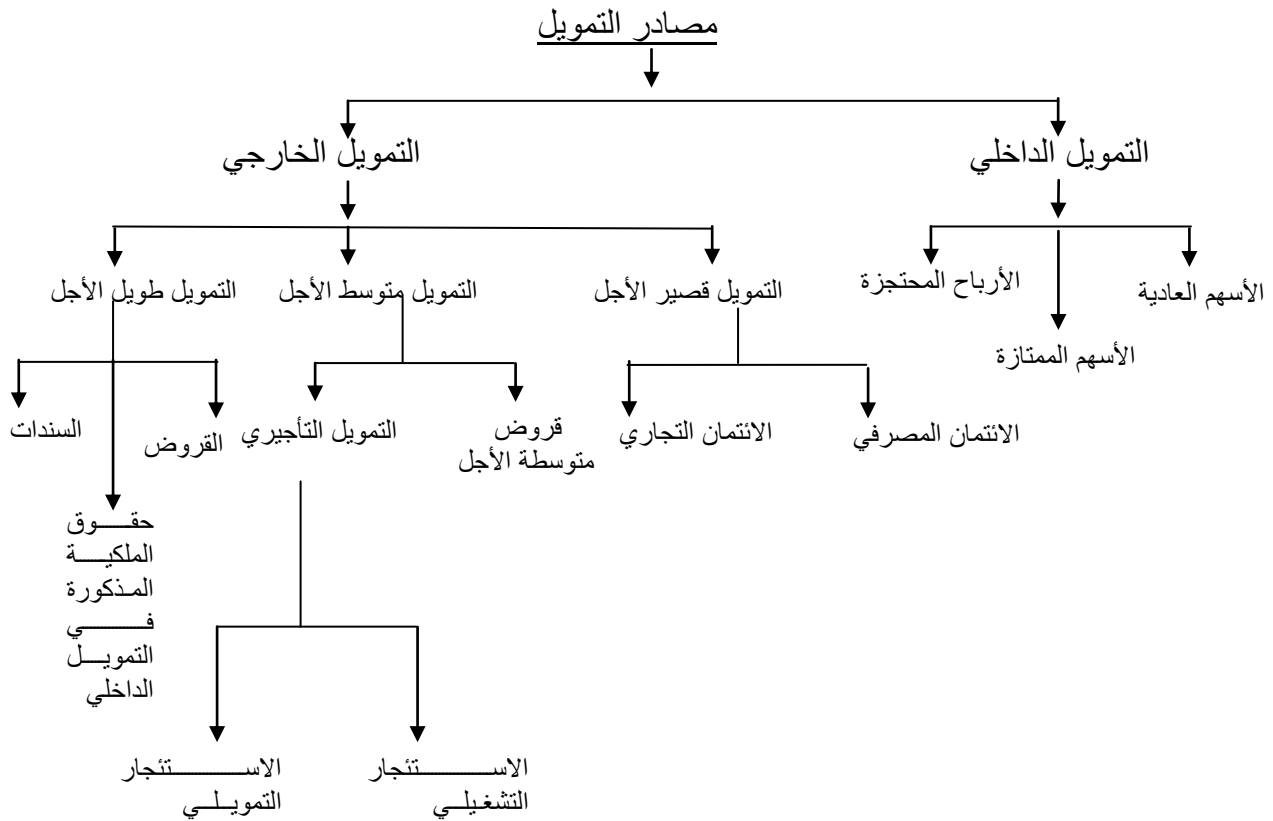
تنصرف مصادر التمول طويل الأءل إلى مصادر التمول الداخلي الموضءة سابقاً، كما تنصرف إلى القروض طويلة الأءل وكذا السندات.

1.3.3.2.1. القروض طويلة الأءل

وتءصل عليها المنشأة من المؤسسات المالية المءلفة مثل البنوك وشركات التأمين وءالباً ما تستحق هذه القروض بعد فترة طويلة من الزمن، وتتوقف عملية سداد القرض على ما تم الاتءاق عليه من شروط، وذلك فيما يتعلق بمءءل الفائدة وتأريء الاستءقاق وطريقة السداد، ونظراً لطول هذه القروض فإنها تتطلب بعض الضمانات التي تطلبها الجهة المقرضة [06].

2.3.3.2.1. السندات

يعتبر السند أداة من أدوات المءيونية طويلة الأءل، تصءره المؤسسات بءء الحصول على أموال لتمويل نفقاتها الاستثمارية والتشءيلية، وقيمة السند تمثل التءاماً على المؤسسة يتعين الوفاء به في تاريخ الاستءقاق المتفق عليه، وبصفة عامة فإن الاعتماد على الاقتراض (قروض وسندات) كمصدر تمويلي سوف يترتب عليه العديد من المزايا ءيء أن الاقتراض يعتبر عنصراً تمويلياً رءيصاً نسبياً لما يترتب على استخدامه من وفورات ضريبية وما يتضمنه من مخاطر أقل بالمقارنة بالأسهام العادية الممتازة .



الشكل 03: مصادر تمويل المشاريع الاستثمارية. (من إعداد الطالب)

4.2.1. معايير الاختيار بين مصادر التمويل

عندما تقرر المنشأة نوعية الأصول التي ترغب في اقتنائها أو المشاريع التي تهدف إلى إنجازها

فإنها تقيم مختلف مصادر التمويل المحتملة في ضوء الاعتبارات التالية:[06]

- حجم الأموال التي تحتاجها المنشأة والفترة الزمنية التي سيتم توظيف الأموال خلالها.
 - توافق مصادر الأموال لأوجه استخدامات توظيف هذه الأموال.
 - تكلفة التمويل * مقارنة مع معدل التكلفة السائد ومع عائد الاستثمار المتوقع.
 - آجال التسديد وتزامنها مع التدفقات النقدية المتوقع تحقيقها من استغلال المشاريع الممولة.
 - القيود التي يفرضها الممولون على المنشأة المفترضة كشرط عدم الاقتراض الإضافي، عدم توزيع الأرباح والمحافظة على معدلات محددة من النسب المالية طوال فترة الاقتراض.
- ولأن أحد العوامل المحددة للإستراتيجية المالية هي اختيار التمويل الملائم، فينبغي على المنشأة المفاضلة بين المصادر المتاحة واختيار الأنسب منها بما يحقق التوازن بين العائد والمخاطر، ولن يتأتى

* تعتبر عملية تقدير تكلفة التمويل مهمة جداً باعتبارها من أهم العمليات التي تتركز عليها القرارات المالية، وذلك باعتبار أن تكلفة التمويل هذه تعتبر بمثابة الحد الأدنى للعائد المقبول على الاستثمار، فالاستثمار الذي لا يتولد عنه عائد يعادل على الأقل تكلفة الأموال ينبغي رفضه .

ذلك إلا بالمعرفة المسبقة لمجموع مصادر التمويل الممكنة وخصائص كل منها وكذا المعايير المعتمدة في اتخاذ القرار التمويلي.

خلاصة الفصل:

في خلاصة هذا الفصل تبين لنا أن هناك علاقة وثيقة ووثيقة جدا بين مفهوم الاستثمار والتمويل فلا يمكن أن يكون هناك استثمار دون توفر الموارد المالية اللازمة لقيامه . فالاستثمار ما هو إلا تلك العملية التي يتم من خلالها استغلال الموارد المالية المتاحة والحاضرة من أجل الحصول على عوائد مستقبلية أكبر تغطي تلك النفقات كما أن عملية تمويل الاستثمار لا تقتصر على توفير الموارد اللازمة فقط وإنما هي عبارة عن توفير الموارد اللازمة في الأوقات المناسبة بأقل تكاليف ممكنة مع درجة أمان عالية .

حيث تناولنا هذه المفاهيم في المبحث الأول بعرض مختصر لكل من الاستثمار ومفاهيمه (الاقتصادية، المالية والمحاسبية) ثم تناولنا المشروع الاستثماري، مفهومه وأنواعه المختلفة حسب طبيعة المشروع، كما قمنا بعرض دورة حياة المشروع الاستثماري والتي تنقسم على ثلاث مراحل: مرحلة ما قبل الاستثمار، مرحلة الاستثمار ثم مرحلة التشغيل.

أمّا المبحث الثاني فقد تعرضنا فيه لشرح مفهوم التمويل وبيان أهميته والحاجة إليه، وذكر مصادره والتي تتمثل في مصادر داخلية تتمثل في حقوق الملكية (الأسهم، الأرباح المحتجزة) ومصادر خارجية حسب مدة التمويل قصيرة، متوسطة وطويلة الأجل وكما بينا ضرورة المزج بين هذه المصادر وأهمية المفاضلة بينها من أجل الحصول على المزيج التمويلي الأمثل.

الفصل 2

التمويل الاسلامي للمشاريع الاستثمارية

بعد الاستعراض الذي سبق في الفصل الأول لأهم مصادر التمويل المحتملة للمشاريع الاستثمارية، والتي تعتمد بصفة رئيسة على الائتمان المصرفي و السندات توجد مجموعة أخرى من المصادر التمويلية يمكن للمستثمر أن يقارن بين تكلفتها وتكلفة المصادر السابق الإشارة إليها. وهذه المجموعة من المصادر التمويلية تستبعد كافة المصادر التي تعتمد على دفع الفوائد مهما اختلفت أهميتها كتكلفة الحصول على التمويل اللازم لتمويل نشاط استثماري.

وحتى تتفق مصادر التمويل المقترحة مع وجهة النظر الإسلامية في استثمار الأموال يتعين بادئ ذي بدئ توافر القاعدين التاليين[15]:

- الابتعاد عن استثمار الأموال في أي أنشطة محرمة شرعاً مثل الأنشطة التي تتعلق بإنتاج الخمر ولحوم الخنزير والقمار... إلخ، والابتعاد عن أي نشاط أو إنتاج سلعة ينطوي التعامل فيها على غش، تدليس، احتكار أو تزوير أو استغلال حاجة المحتاجين... إلخ.
- أن تتم جميع العمليات الإنتاجية وما يستلزم إتمامها من تكاليف في ضوء مبادئ الشريعة الإسلامية من عدل وإنصاف في المعاملات و دون غبن على حقوق البعض لحساب البعض الآخر.
- وفي هذا الفصل سنتناول عرض وتقديم أغلب صيغ التمويل الإسلامية مع بيان سبب أفضلية هذه الصيغ على غيرها من الصيغ التقليدية التي تم ذكرها في الفصل الأول ومن اجل هذا تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث:

المبحث الأول : أساسيات التمويل الإسلامي

المبحث الثاني : الصيغ الإسلامية لتمويل المشاريع

المبحث الثالث : مبررات تفضيل التمويل الإسلامي على التمويل الربوي

1.2. أساسيات التمويل الإسلامي

يعتمد التمويل الإسلامي على معدلات المشاركة المتنوعة المرتبطة بالحركية الاقتصادية الحقيقية في حين يعتمد التمويل التقليدي على آلية الفوائد الربوية المسبقة التي تنمي الاقتصاد الوهمي الذي لا يرتبط في كثير من الحالات على الاقتصاد الحقيقي ، ومن ثم فهو يعد من بين العوامل الأساسية للآزمات و التقلبات الاقتصادية الدورية .

في هذا المبحث سنتناول الفلسفة التي يقوم عليها التمويل الإسلامي هذا في المطلب الأول ، أما المطلب الثاني فتم فيه تعريف التمويل الإسلامي و بيان أنواعه و مصادره ، وفي المطلب الثالث تناولنا عوائد الاستثمار وفي المطلب الأخير تم بيان المبادئ الأساسية للتمويل الإسلامي .

1.1.2. فلسفة التمويل الإسلامي

يقوم الاقتصاد الإسلامي على العموم، الذي يشكل التمويل الإسلامي جزءاً مهماً منه، أساساً على التوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية السمحاء و التي تتمثل في بعض المحرمات، وهذا في مجال الاقتصاد والتمويل الإسلاميين، حيث أن تحريم الربا وتحليل التجارة كما ورد في الآية 275 من سورة البقرة (الذين يأكلون الربا لا يقومون إلا كما يقوم الذي يتخبطه الشيطان من المس ذلك بأنهم قالوا إنما البيع مثل الربا وأحل الله البيع وحرم الربا فمن جاءه موعظة من ربه فانتهى فله ما سلف وأمره إلى الله و من عاد فأولئك أصحاب النار هم فيها خالدون) الشاهد من الآية و أحل الله البيع وحرم الربا، فتحريم الربا وحل التجارة يدفع الأنشطة المالية في الاقتصاد الإسلامي نحو الأعمال و المعاملات التي تساندها الأصول و يعني ذلك أن كل المعاملات المالية يجب أن تمثل معاملات حقيقية أو بيع سلع أو خدمات أو منافع.

يدور هيكل التمويل الإسلامي حول تحريم أي فائدة ناتجة عن قرض/دين (الربا) ومشروعية الربح، حيث أن الربا تشيع تسميته بالفائدة- زيادة على رأس المال يدفعها المدين، ويمثل عائد المعاملات التي تنطوي على تبادل النقود بالنقود، أو زيادة بسبب تأخر السداد، على السعر المتفق عليه عبد البيع بالدين، وقد حرّمته الشريعة لأنه يخل بالتوازن في الاقتصاد، وبما أن كل المعاملات التي تنطوي على منح الفائدة محرمة تحريماً صارماً، فإنه لا يمكن بيع عقود الدين بعلاوة أو خصم، ويجب أن يكون معاملات تبادل النقود أو أي سلعة تمثل النقود مثل الذهب أو الفضة سواءً بسواءٍ و يبدأ بيد. كما قال رسول الله صلى الله عليه وسلم: " الذهب بالذهب، والفضة بالفضة، والبر بالبر والشعير بالشعير والتمر بالتمر والملح بالملح، مثلاً بمثل، سواءً بسواءٍ يبدأ بيد فإذا اختلفت هذه فبيعوا كيف شئتم إذا كان يداً بيد " [04].

بالإضافة إلى إلغاء الفائدة، لا تقرّ الشريعة الإسلامية المشاركة في المخاطرة المفرطة أو أي غرر أو ألعاب حظ تقود أيضاً إلى الاستغلال وتعود بالخسارة على طرفي العقد أو أحدهما أو على المجتمع الإنساني ككل، إذ يجب أن يعرف المرء بقدر كاف ما الذي يعطيه وما الذي يحصل عليه بالمقابل في العقد، ويعني ذلك ضمناً أن المعقود عليه وقيمة تبادله و الشفاء و المكاشفة وقبول الطرفين دخول العقد بحرية عوامل مهمة في الأعمال و التمويل الإسلامي، هذا بصفة عامة و فيما يلي من المطالب الأخرى ما سنتناول بالتفصيل مفهوم التمويل الإسلامي ومبادئه وعوائده الناتجة عنه [01].

2.1.2. ماهية التمويل الإسلامي

فيما يلي من هذا المطلب سنحاول التعرف على جوانب مهمة من التمويل الإسلامي والتي تتمثل في تعريفه من زوايا مختلفة وبيان التعريف المعتمد، كما نبيّن أنواع التمويل الإسلامي.

1.2.1.2. تعريف التمويل الإسلامي

تبيّن لنا فيما سبق من الفصل الأول أن التمويل هو سبيل الحصول على الأموال، أو تقديم الأموال، بصرف النظر والاعتبار إلى الطريقة التي يتم بها ذلك، وفيما يلي سنتعرض إلى التمويل بمفهومه الإسلامي، و في هذا السياق توجد عدة تعاريف نذكر منها:

يعرف **منذر قحف** التمويل الإسلامي على أنه " تقديم ثروة عينية أو نقدية، بقصد الاسترباح من مالها إلى شخص آخر يديرها ويتصرف فيها لقاء عائد تبيحه الأحكام الشرعية " [56].

وعرفه **فؤاد السرطاوي** بـ " أن يقوم شخص بتقديم شيء ذي قيمة مالية لشخص آخر، إما على سبيل التبرع أو على سبيل التعاون بين الطرفين، من أجل استثماره، بقصد الحصول على أرباح تقسم بينهم على نسبة يتم الاتفاق عليها مسبقاً، وفق طبيعة عمل كل منهما، ومن أهميته في رأس المال، واتخاذ القرار الإداري والاستثماري " [02].

نلاحظ مما سبق أن التعريف الأول لم يتناول التمويل التعاوني والذي يتمثل في الهبة والتبرع والقرض الحسن، في حين لم يتناول التعريف الثاني التمويل من جانبه الواسع أي التمويل من طرف الدولة أو مجموعة أشخاص – كما هو الحال في الصكوك – أو الهيئات والمؤسسات المالية المصرفية.

ويعرفه **محمد عبد الحليم فرحان** بأنه " تقديم ثروة عينية أو نقدية إما على سبيل اللزوم أو التبرع أو التعاون أو الاسترباح من مالها إلى شخص آخر يديرها ويتصرف فيها لقاء عائد معنوي أو مادي يحث عليه أو تبيحه الأحكام الشرعية " [78].

ويعرفه أيضاً **عبد المجيد قدي** بأنه " إطار شامل من الأنماط والنماذج والصيغ المختلفة التي تتضمن توفير الموارد المالية لأي نشاط اقتصادي من خلال الالتزام بضوابط الشريعة الإسلامية" [102]

2.2.1.2. مصادر التمويل الإسلامي [67]

وتنقسم مصادر التمويل الإسلامي إلى:

1.2.2.1.2. مصادر التمويل الذاتي (الإدخار)

2.2.2.1.2. مصادر التمويل التعاوني (التكافلي)

وتتمثل هذه المصادر في :

- القروض الحسنة.
- التمويل بالهبة.
- التمويل بالوصية.
- التمويل بالوقف.
- التمويل عن طريق إحياء الموات: ويتمثل في استصلاح الأراضي واستثمارها في الزراعة.

3.2.2.1.2. مصادر التمويل الإلزامي

وتتمثل في مايلي :

- الدولة: والمقصود قدرة الدولة على توظيف مواردها وممتلكاتها واستثمارها من أجل تحقيق التنمية الشاملة وتمويل المشروعات المختلفة.
- الزكاة.
- الميراث.

4.2.2.1.2. مصادر التمويل الاستثماري

ويقصد به إعطاء المال أو الحصول عليه من خلال إحدى صيغ التمويل الإسلامية من مضاربة، مشاركة، مساقاة سنتناولها في المبحث الثاني من هذا الفصل.

3.2.1.2. أنواع التمويل الإسلامي

يمكن التفريق بين نوعين من التمويل الإسلامي في هذا السياق، فتمويل تكون فيه سلطة رب المال ضئيلة ولا يباشر هو بنفسه عملية الاستثمار واتخاذ القرار ففي هذه الحالة تكون أمام التمويل المالي.

أما التمويل الذي تتوسع فيه سلطة رب المال وهو الذي يباشر عملية الاستثمار واتخاذ القرار فهنا نكون أمام التمويل التجاري.

وللتوضيح والتمييز بين هذين النوعين من التمويل لدينا [56]:

1.3.2.1.2. التمويل المالي

في هذا التمويل يتخذ قرار رب المال واحداً من شكلين:

-اختيار الطرف المدير، الذي يقدم إدارته وخبرته ويقوم باتخاذ القرارات الاستثمارية والتجارية، وتحديد الشروط العامة للعلاقة معه ومنها نوع النشاط الاستثماري ومجاله، وهذا واضح في حالة المضاربة.
- اختيار الأصل الثابت الذي يتم استثماره بالإضافة إلى اختيار الطرف المدير كما في المزارعة والمساقاة.

2.3.2.1.2. التمويل التجاري

أما في هذا التمويل فإن رب المال يتخذ القرار الاستثماري كاملاً، أي أنه يقوم بما يعمله التجار في العادة، فيعدد السلعة التي يمتلكها، ويقوم بعملية تملكها، صيانتها، تخزينها ثم بيعها أو إيجارها للطرف الآخر، وقد يفعل ذلك في كثير من الأحيان بناءً على أمر بالشراء من طرف المستفيد، في حين أن دور الطرف المستفيد من التمويل التجاري بعد الحصول على السلعة أو الخدمة هو استعمالها استهلاكاً أو استغلالاً- بالشكل الذي يريده وعلى مسؤوليته الكاملة.

3.1.2. مبادئ التمويل الإسلامي

للمويل الإسلامي مجموعة من السمات و الخصائص تؤدي في مجملها إلى إظهار الفروق الأساسية بينه وبين التمويل التقليدي القائم على أساس التعامل بالفوائد (الربا) أخذاً و عطاءً وفي ما يلي بيان لمجمل هذه الخصائص:

1.3.1.2. استبعاد التعامل بالربا أخذاً و عطاءً

وهذا وقوفاً عند قوله تعالى في سورة البقرة الآية 275 "وأحل الله البيع وحرّم الربا"، كما أن هذه الخاصية تساهم في تحقيق العدالة الاجتماعية، وذلك بمنع الظلم والحد من تركيز الثروة عند الأغنياء.

2.3.1.2. اجتناب الغرر

ويشير الغرر إلى " الجهل أو الخطر الناتج عن عدم وضوح المعقود عليه أو السعر في عقد أو مبادلة" [01]. وقد نهى النبي صلى الله عليه وسلم عن بيع الغرر كما قال النووي في شرحه لصحيح مسلم "وأما النهي عن بيع الغرر فهو أصل عظيم من أصول كتاب البيوع ولهذا قدمه مسلم ويدخل فيه مسائل كثيرة غير منحصرة كبيع الأبق، والمعدوم والمجهول وما لا يقدر على تسليمه وما لا يتم ملك البائع عليه وبيع السمك في الماء الكثير واللبن في الضرع وبيع الحمل في البطن وبعض الصبرة مبهماً وبيع

ثوب من الأثواب وشاة من شياه ونظائر ذلك، وكل هذا بيعه باطل لأنه غرر من غير حاجة ... وإن دعت الحاجة إلى ارتكاب الغرر ولا يمكن الاحتراز منه وكان الغرر حقيراً جاز البيع وإلا فلا "[60]. فهذا مثال على البيوع التي يكون فيها غرر وهكذا بالنسبة لكل البيوع التي تحوي جهلاً أو خطراً على أحد الأطراف.

3.3.1.2. اجتناب القمار وألعاب الحظ

والقمار شكل من أشكال الغرر لأن المقامر يجهل نتيجة القمار، يراهن المرء بماله حيث يمكن أن يحقق المبلغ المخاطر به مبالغ كبيرة من المال أو قد يخسر، وقد جاء القمار في القرآن بلفظ: "الميسر" والميسر هو " الثراء المتاح بسهولة أو حيازة الثروة بالمصادفة سواءً أكانت تحرم الآخر من حقه أم لا "[01] ، قال الله تعالى في الآية 90 من سورة المائدة: " يا أيها الذين آمنوا إنما الخمر والميسر والأنصاب والأزلام رجسٌ من عمل الشيطان فاجتنبوه لعلكم تفلحون ".

4.3.1.2. الملكية

" استحقاق الربح لرب المال إنما هو بمقتضى الملك "[56] حيث أن الملك هو شرط لاستحقاق الربح (وبدونه لا يحق)، فمن ملك شيئاً استحق أية زيادة على هذا الشيء سواء كانت الزيادة بسبب العمل الذي أضيف إلى هذا الشيء فزادت قيمته أو كانت هذه الزيادة طبيعية ناتجة بسبب عوامل طبيعية أم بسبب عوامل سوقية ناتجة عن العرض والطلب.

5.3.1.2. المشاركة الحقيقية في الإنتاج

والمقصود أن التمويل الإسلامي لا بد له من المرور من خلال السلع والخدمات سواءً في إنتاجها كما هو الحال في التمويل بالمشاركة والمضاربة أم في تداولها كما في التمويل بالإيجارات والبيوع [82]. وهذا يقودنا إلى نتيجة مهمة جداً مفادها أن التمويل الإسلامي يسهم في الإنتاج الحقيقي في المجتمع.

6.3.1.2. الواقعية

والمقصود بالواقعية أن العين المملوكة سواءً أكانت عيناً أم لا، لا بد أن تقبل بطبيعتها الزيادة والنماء، ونتيجة لهذه الطبيعة فإن الزيادة التي تحصل تستحق لمالك هذه العين، وإن كان ليس في حوزته [82]،

والواقعية تقتضي بالنسبة للتمويل قاعدتين نوعيتين هما جزء من هذه القاعدة وهما [80]:

*أن الشيء المملوك ينبغي أن يكون مما يحتمل بطبيعته الذاتية الزيادة فإذا لم يكن قابلاً للزيادة فلا يمكن أن يكون للمالك زيادة (ربح) في ملكه، وفي المقابل فإن قاعدة الواقعية ترفض فكرة النماء الافتراضي أي أن الإنسان لو ملك شيئاً ليس من طبعه النماء فليس لمالكة أي حق في أي زيادة ومثال ذلك الدين.

* ربط ما يحصل عليه المالك بوجود زيادة حقيقية في الشيء المملوك، فلو وجدت استحق المالك الزيادة وإن لم توجد فلا.

7.3.1.2. الالتزام بقاعدة الخراج بالضمان والغرم بالغنم

قال صلى الله عليه وسلم: " الخراج بالضمان "[52] ومعنى الخراج الدخل والمنفعة ومفاد هذه القاعدة أن غلة الشيء ومنفعته تستحق بضمان الشيء والغرم بالغنم هي القاعدة العكسية للخراج بالضمان، ومفادها أن التكاليف والخسارة والتي تحصل من الشيء تكون على من يستفيد منه شرعاً [76].

4.1.2. العائد من التمويل الإسلامي

يتطلب تحديد أنواع العائد تحديد عناصر الإنتاج، نفي النظم الاقتصادية الرأسمالية والاشتراكية يحصل كل عنصر من عناصر الإنتاج على دخل أو عائد، فالعمل يحصل على الأجر، ورأس المال يحصل على الفائدة، والأرض تحصل على الربح، والمنظم يحصل على الربح. أما في النظام الاقتصادي الإسلامي فعناصر الإنتاج ثلاثة وهي [22]: العمل ورأس المال والأرض، وكل عنصر من هذه العناصر يحصل على عائد معين أو على عدة عوائد وسيأتي بيانه فيما يلي. وعموماً هناك ثلاث أنواع من العائد والتي تتمثل في الربح، الأجر، الجعالة.

1.4.1.2. الربح

ذكر المفسرون تعريفات عدة للربح منها ما قاله الألويسي في تفسيره: " الربح هو تحصيل الزيادة على رأس المال، وشاع في الفضل عليه "[18].

ومن هذا التعريف نستنتج أن الربح عائد على رأس المال، إلا أنه قد يكون عائداً على العمل، حيث ذهب الشافعية والمالكية إلى أن الربح يستحق بسبب المال والعمل. [03] فقالوا بخلاف العمل ثم فإنه يقابل بالربح، فلو منعناه من التصرف بغير النقد لضيقنا عليه طرق الربح الذي في مقابل عمله. أما الحنفية والحنابلة فيقولون بأن الربح يستحق بالمال والعمل والضمان. [30]، [63] وعموماً يتفق الفقهاء أن الربح يكون عائداً على المال والعمل، وقد وضعت الشريعة الإسلامية شروطاً للربح المشروع من أهمها [33]:

- أن يكون الربح ناتجاً عن كسب مشروع، ألا يكون الربح بسبب استغلال أو غش.

- أن لا يؤدي الربح إلى تحقيق غبن فاحش للطرف الآخر.
- أن لا يكون الربح ناتجاً عن احتكار في الطعام ونحوه.

2.4.1.2. الأجر

" والأجر هو ثمن خدمة العمل، الأجير هو الذي يتقاضى أجراً معيناً مقابل مساهمته بعمله في العملية الإنتاجية، وحينما يذكر الآخرين بنظم الاقتصادية - فيقصد به الأجر بالنسبة لوحدة من الزمن مثل: الساعة، اليوم والشهر... "[21] وقد نص الله عزّ وجل على الأجر باعتباره عائد العمل في الآية 25 من سورة القصص: " فجاءته إحداهما تمشي على استحياء قالت إن أبي يدعوك ليجزيك أجر ما سقيت لنا "، وقد بيّن النبي صلى الله عليه وسلم عائد العمل الذي هو الأجر وأمر بدفع الأجرة للعامل وتعجيلها بقوله: " أعطي الأجير أجره قبل أن يجف عرقه "، وينبغي عند تحديد الأجر مراعاة مايلي [76]:

- ظروف العمل وطبيعة مسؤوليته ومستواها.
- مؤهلات العامل، ومدى خبرته وكفاءته.
- مستوى تكاليف المعيشة.
- الشروط التي تتطلبها الوظيفة.
- أوقات الراحة والعمل والعلاوات.

3.4.1.2. الجعالة

قال ابن منظور في لسان العرب " والجعل والجعل والجعل والجعيلة والجعالة والجعالة والجعالة كل ذلك: ما جعله له على عمله، فيقال جعل لك جعلاً وجُعلاً وهو الأجر على الشيء فعلاً أو قولاً "[124].

وشرعاً هي: " أن يجعل شيئاً معلوماً لمن يعمل به عملاً معلوماً أو مجهولاً مدة معلومة أو مجهولة كرد عبد أو لقطه أو خياطة وبناء حائط... "[17].

والجعالة عقد الاشتراط فيه العلم بأحد العوضين [42]، والفرق بين الجعالة والإجارة أن الإجارة مع معين بخلاف الجعالة فهو يطلق فيقول، من فعل كذا له كذا... وهو جائز لدعاء الحاجة إليه، فمثلاً من ضاعت بعيه لا يمكنه أن يستأجر شخصاً لإحضاره، لأن هذا الشخص لا يدري متى يجد البعير، فلم يبق إلا الجعالة، ولولاها لضاعت للناس مصالح كثيرة [42]، وللجعالة شرطان [76]: إتمام العمل والوصول إلى الغاية.

2.2. الصيغ الإسلامية لتمويل الاستثمار

في هذا المبحث سنحاول تقديم الإطار النظري لصيغ المشاركات والبيوع والإيجار حتى تكون هناك خلفية واضحة لهذه الصيغ عند الكلام عن أنواع الصكوك الإسلامية المستنبطة منها.

ويمكن تقسيم صيغ تمويل الاستثمارات وفقاً للعائد منها وذلك على النحو التالي: [23]

- أدوات العمل على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة كالمشاركة والمضاربة وما شاكلهما (المساقاة والمزارعة).

- أدوات تعمل على مبدأ الهامش الربحي كالبيوع والإجارة.*

وعلى هذا الأساس تم تقسيم هذا المبحث إلى ثلاثة مطالب كآلاتي:

1.2.2. التمويل عن طريق المشاركات

وعقود المشاركات [69] في البنوك الإسلامية تشتمل كل من عقد المشاركة والمقاربة والمزارعة المساقاة، وكل منها مختص بتمويل معين، حيث يمكن أن نجد من يملك الخبرة والكفاءة العالية ولا يملك المال والعكس. وفيما يلي عرض لهذه الصيغ كل منها على حدة.

1.1.2.2. التمويل بالمشاركة

وفي ما يلي سنتناول تعريف المشاركة ومشروعيتها وخصائصها.

1.1.1.2.2. تعريفها

قبل أن نتناول هذه الصيغة نعرف أولاً ما معنى المشاركة.

- المشاركة لغة مأخوذة من الشركة وهي بفتح أوله وكسره سواء وهي: مخالطة الشريكين ويقال اشتركتنا بمعنى تشاركتنا وشاركت فلاناً أي صرت شريكه.

وهي أن يكون الشيء بين اثنين لا ينفرد به أحدهما [124]، [125].

- أما اصطلاحاً فهي: " اجتماع، استحقاق أو تصرف " [17].

وقوله اجتماع استحقاق بمعنى أن يكون شخصين فأكثر اشتركا فيه باستحقاق وهذه تسمى شركة

أملك مثل: ورثة ورثوا عن أبيهم عقاراً، فهؤلاء اجتمعوا في استحقاق ليس بينهم عقد، واشتراك

* وهناك أدوات لا تعتمد على أي ربح مثل القرض الحسن، وأدوات تعمل على مبدأ الأجر والعمولة كإصدار الاعتمادات المستندية والكفالات المصرفية وخطابات الضمان، إلا أن هذه الأدوات ليست موضوع بحثنا.

المجاهدين في الغنيمة وكذا لو وهب لرجلين كتاب وقد تكون في المنافع كما لو منح لرجلين الانتفاع ببيت، والاجتماع في الاستحقاق يسمى شركة أملاك، وقوله: أو تصرف وتسمى شركة عقود بن المتعاقدين [42]، ويعرف **القرة داغي** المشاركة بأنها المساهمة بالمال والبدن أو بالوجهة مع آخر أو آخرين لأجل المشاركة في الربح المتحقق منه، وتكون الخسارة على رأس المال [33].

2.1.1.2.2. مشروعيتها

والشركة جائزة في الجملة وقد ثبت جوازها بالكتاب والسنة والإجماع والمعقول [08].

فمن الكتاب : قوله عز وجل: "فإن كانوا أكثر من ذلك فهم شركاء في الثلث". سورة ص الآية 24 وقوله عز وجل: "ضرب الله مثلا رجلاً فيه شركاء متشاكسون ورجلاً سلماً لرجل هل يستويان مثلاً الحمد لله بل أكثرهم لا يعلمون". سورة الزمر الآية 29

ومن السنة القولية : ما رواه أبو داود عن أبي هريرة رضي الله عنه عن النبي صلى الله عليه وسلم أن الله عز وجل يقول: "أنا ثالث الشريكين ما لم يخن أحدهما صاحبه فإذا خانته خرجت من بينهما".
ومن السنة التقريرية : ما أقره النبي صلى الله عليه وسلم لأصحابه في تعاملهم في الشركة، فعن السائب بن أبي السائب انه قال للنبي صلى الله عليه وسلم: "كنت شريكي في الجاهلية فكنت خير شريك لا تداريني ولا تماريني".

ومن الإجماع : أن الناس كانوا يتعاملون بالشركة من لدن رسول الله صلى الله عليه وسلم إلى يومنا هذا من غير تكبير منكر.

ومن المعقول: فإن الشركة طريق صالح لاستثمار المال وتنميته، ولما كانت حاجة الناس إلى إستئناء أموالهم متحققة قلت أموالهم أو كثرت، والعقود قد شرعت لتحقيق مصالح الناس لذا كانت الشركة مشروعاً.

3.1.1.2.2. أنواع الشركات

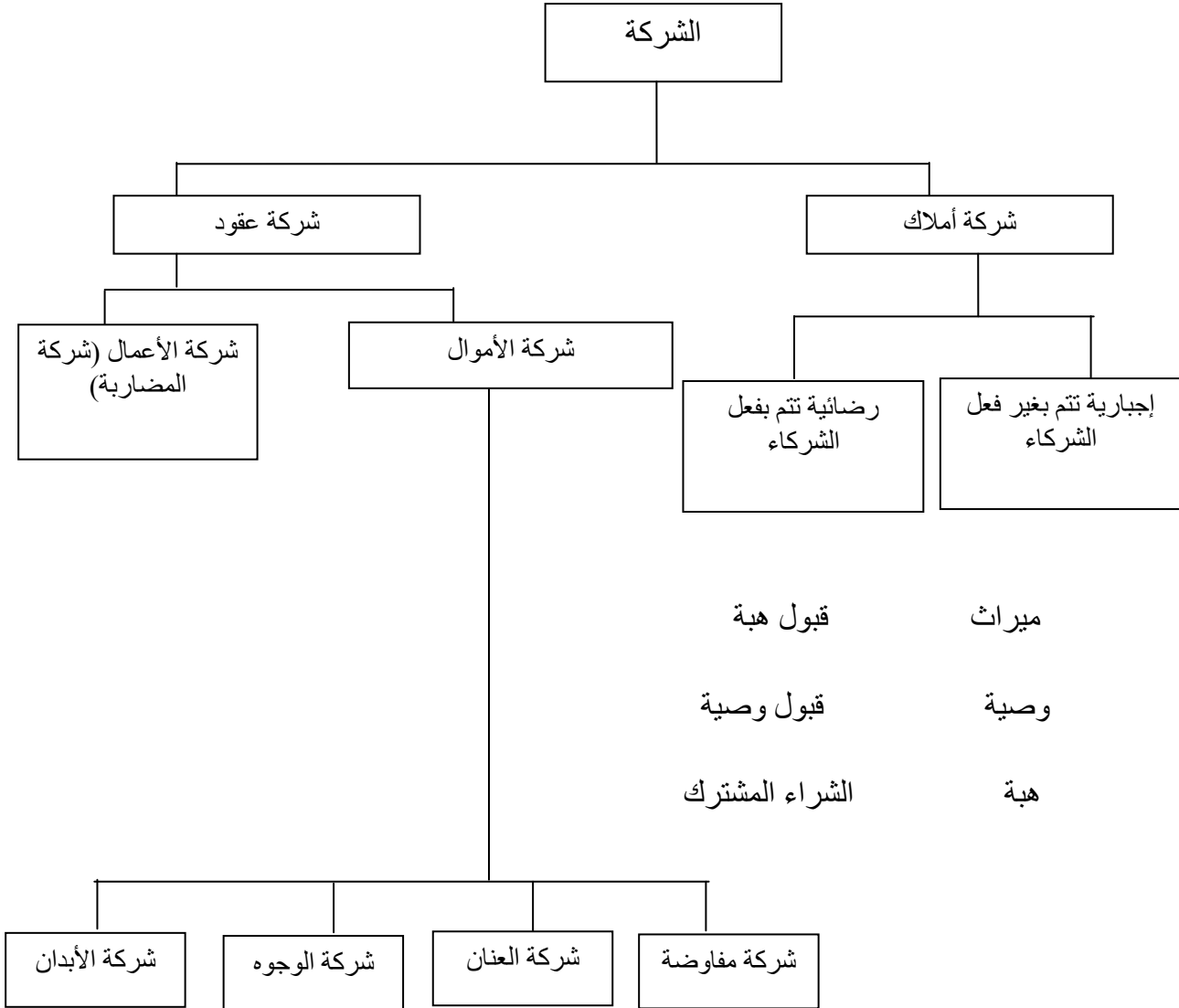
كما قلنا آنفاً في تعريف الشركة هناك قسمين من الشركات، شركة أملاك وشركة عقود، أما شركة الأملاك فهي التي تنشأ بين طرفين أو أكثر دون فعل منهما كالإرث والوصية والهبة، أو تنشأ بفعلها كقيامها بالشراء وقبول الهبة والوصية. فهي إذن إجبارية ورضائية.

أما شركة العقود فهي التي تنشأ بين طرفين أو أكثر بناءً على تعاقد شرعي أو قانوني وبناءً على رغبتهما. وهذه تنقسم إلى: شركة الأموال وشركة الأعمال (المقاربة)، أما شركة الأموال فتتقسم إلى شركة مفاوضة* وشركة عنان** وشركة الأبدان*** وشركة الوجوه**** [51].

* شركة مفاوضة: تقوم على أساس المساواة بين الشريكين في المال والتصرف ولا تقع مع التفاضل، ومعنى المفاوضة المساواة.

وفيما يلي شكل يبين أنواع الشركات في الفقه الإسلامي.

الشكل رقم:4 أنواع الشركات في الفقه الإسلامي



الشكل رقم:4 أنواع الشركات في الفقه الإسلامي

هذا عن المشاركة في الفقه الإسلامي، أما المشاركة كما تجريها المصارف الإسلامية فهي تأخذ الأشكال

التالية: [10]، [55]، [54]

** العنان: وهي أن يشترك اثنان أو أكثر بمالهما على أن يعملوا بأبداًهما في لتجارة والربح حسب الاتفاق والخسارة على قدر المال.

*** الأبدان وهي التي تقوم على تقبل الأعمال من قبل الشركاء واقتسام الأرباح حسب الاتفاق وتسمى أيضاً شركة الأعمال.

**** الوجود: وتقوم على القيام بالشراء بالأجل اعتماداً على جاههم (الشركاء) والبيع بالنقد وبالأجل، ويكون الربح والخسارة بينهم حسب الاتفاق.

1.3.1.1.2.2. المشاركة الثابتة (المتوازنة)

وتعني أن البنك شارك مع شخص أو أكثر في مشروع ما عن طريق التمويل المشترك ويكون الربح على حسب نسبة رأس مال كل منها.

2.3.1.1.2.2. المشاركة في رأس مال المشروع

وتسمى المشاركة المتتالية أو المتداخلة، وتقوم المصارف الإسلامية بتمويل المشروعات في هذا النوع من المشاركة من أموال المودعين حيث يصيرون شركاء معه مشاركة غير دائمة بحسب مدة الوديعة، كما يمكن أن يختار المصرف استثمار أمواله عن طريق اختيار مضاربين له من الأفراد أو الشركات العامة أو الخاصة، وعادة ما يطلب المصرف من الشريك مساهمة مالية تتراوح ما بين 25% و 40% تبعاً لنوع الصفقة، وتسمى المشاركة التشغيلية في رأس مال مشروع.

3.3.1.1.2.2. المشاركة المتناقصة المنتهية بالتملك

وهي: " شركة يعطي المصرف الحق فيها للشريك في الحل محلها في الملكية دفعة واحدة أو على دفعات حسبما تقتضيه الشروط المتفق عليها " [48]، ويختلف هذا النوع من المشاركة عن المشاركة الدائمة في عنصر الدوام والاستمرار.

2.1.2.2. المضاربة والصيغ المشابهة لها

وفي هذا الفرع سنتناول كل من المضاربة، المزارعة، والمساقاة.

1.2.1.2.2. المضاربة

والمضاربة نوع من أنواع الشركة إلا أنها تكون بين مال و عمل، وفيما يلي بيان معنى المضاربة:

1.1.2.1.2.2. تعريفها

تسمى المضاربة أيضاً المقارضة والقراض قال أبو الحسن الماوردي: " اعلم أن القراض والمقارضة اسمان لمسمى واحد، فالقراض لغة أهل الحجاز والمضاربة لغة أهل العراق " [72]، [33].

أما عن تعريف المضاربة لغة يقول ابن منظور: " وضرب في الأرض يضرب ضرباً وضرباً ومضرباً، بالفتح أي خرج منها تاجراً أو غازياً...، وضاربه في المال من المضاربة وهي القراض والمضاربة: أن تعطي إنساناً من مالك ما يتجر فيه على أن يكون الربح بينكما... وكأنه مأخوذ من الضرب في الأرض لطلب الرزق، قال تعالى: " وآخرون يضربون في الأرض يبتغون من فضل الله " [124].

أما اصطلاحاً فيعرفها ابن قدامة: " أن يشترك مال وبدن وهذه المضاربة تسمى قراضاً أيضاً ومعناه أن يدفع رجلٌ ماله إلى آخر يتجر له فيه على أن ما حصل من الربح بينهما حسب ما يشترطانه، أما القراض فهو مشتق من القطع، يقال قرض الفأر الثوب إذا قطعه، فكأن صاحب المال اقتطع من ماله قطعة وسلّمها إلى العامل "[63].

ويعرفها القرة داغي بأنها: " الشراكة بالمال والعمل والخبرة سواءً كان العمل في التجارة حيث يطلق عليه المضاربة أو القراض في الغالب، أو العمل في السقي فتسمى المساقاة أو في الزرع فتسمى المزارعة أو في الصناعة فتسمى المصانعة "[33].

2.1.2.1.2.2. مشروعيّتها:

قال ابن قدامة: " وأجمع أهل العلم على جواز المضاربة في الجملة "[63]

3.1.2.1.2.2. أنواعها

المضاربة نوعان [22]: مطلقة ومقيدة.

- **المطلقة:** أن يدفع شخص مالاً إلى آخر دون أن يقبده بزمن معين أو نوع عمل أو مكان عمل معين.

- **المقيدة:** أن يدفع شخص مالاً إلى آخر فيقيد بالتصرف إما بزمن معين أو ببضاعة معينة أو بمكان معين، أو لا يبيع أو يشتري إلا من شخص معين.

4.1.2.1.2.2. شروط صحتها

يشترط لصحة المضاربة شروط في العاقدين وفي رأس المال وفي الربح [72]، [22] وهي:

* **شروط العاقدين:** رب العمل والمضارب يشترط فيهما أهلية التوكيل، لأن المضارب يتصرف بإذن رب المال وهذا معنى التوكيل.

* **شروط رأس المال:**

- أن يكون رأس المال من الأثمان (النقود وما يقوم مقامها).

- أن يكون رأس المال معلوماً لكل من رب المال والمضارب.

- أن يكون رأس المال عينياً لا دينياً فلا يجوز أن يقال لمن عليه دين ضارب بالدين الذي عليه.

- أن يكون رأس المال مسلماً إلى العامل: يجب تسليم رأس المال إلى العامل ليتمكن من العمل.

* شروط الربح*:

- أن يكون الربح معلوم المقدار.
- أن يكون جزءاً مشاعاً كالنصف أو الربع أو الثلث.

5.1.2.1.2.2. أركانها [07]

- العاقدان.
- الصيغة: وتتضمن الإيجاب والقبول.
- رأس المال.
- العمل.
- الربح.

أما الصيغ الشبيهة بالمضاربة فهي المزارعة والمساقاة، فالمضارب يشمل كل من المساقى والمزارع ونحوهما [33]، ويقول عدنان التركماني تأكيداً لهذا: " أجمع علماء المسلمين رحمهم الله تعالى، إذا ما أخذنا ما عليه لفتوى في كل مذهب – على اعتبار شركة المزارعة جائزة لأنها عقد شركة بين المال والعمل قياساً على شركة المضاربة ... وقد اتفق العلماء على جواز شركة المساقاة لأنها عقد شركة بين المال والعمل قياساً على المضاربة " [72].

أكد هذا الشافعي قبل ذلك حيث قال في كتابه الأم: " وإنما أجزنا المقارضة قياساً على المعاملة على النخل " [41] و ذكر هذا في باب المساقاة والمزارعة، من أجل هذا وذاك ألحقنا المزارعة والمساقاة بالمضاربة.

2.2.1.2.2. المزارعة

والمزارعة صيغة من صيغ المضاربة وتعريفها كالآتي:

1.2.2.1.2.2. تعريفها

وهي لغة مفاعلة من الزرع وهو الإنبات [30]، أما اصطلاحاً فعرفها ابن قدامة في المغني بأنها " دفع الأرض إلى من يزرعها أو يعمل عليها والزرع بينهما " [63].

2.2.2.1.2.2. مشروعتها:

" جائزة في قول كثير من أهل العلم، قال البخاري قال أبو جعفر: ما بالمدينة أهل بيت إلا ويزرعون على الثلث والرابع " [63] .

3.2.2.1.2.2. شروطها:

وتتلخص شروط المزارعة فيما يلي : [20]

- الإيجاب من صاحب الأرض والقبول من العامل (الزارع).
- أهلية المتعاقدين لمباشرة العقود.
- أن تكون حصة كل منهما من النماء معلومة ومشاعة بينهما بالتساوي أو بالتفاوت حسب الاتفاق.
- تعيين المدة بالأشهر، الفصول أو السنين.
- يجب أن تكون الأرض قابلة للزرع وينبغي تحديد على من البذار.

3.2.1.2.2. المساقاة

وهي لغةً : مفاعلة من السقي والسقي الحظ من الشرب [124]. أما اصطلاحاً: " أن يدفع الرجل شجره إلى آخر ليقوم بسقيه وعمل سائر ما يحتاج إليه بجزء معلوم من الثمر " [63].

1.3.2.1.2.2. مشروعتها

وهي جائزة عند المالكية والشافعية والحنابلة والصاحبين من الحنفية وهو المفتى به عندهم، ودليل جوازها هو معاملة النبي صلى الله عليه وسلم لأهل خيبر [21].

2.3.2.1.2.2. شروطها

وتتلخص شروطها فيما يلي [20]:

- الإيجاب من صاحب الأشجار والقبول من العامل بكل ما دل عليها منقول وفعل.
- أهلية المتعاقدين لمباشرة العقد.
- أن تكون المدة محددة فيجوز أن تكون لسنوات عدة أما القلة فتقدر بمدة تتسع لحصول الثمر.
- أن تجري المساقاة قبل نضوج الثمر.
- ينبغي أن تكون الأصول (الأشجار) معلومة عند الطرفين وكذا الأعمال المطلوبة من العامل.
- أن ينتفع بثمرها مع بقاء أصولها كالنخل وشجر الفواكه.

2.2.2.2. التمويل عن طريق عقود البيع

يتخذ التمويل بالبيع عدة أشكال أهمها: بيع المرابحة، بيع السلم وبيع الاستصناع. وقبل أن نبدأ في بسط هذه الأنواع نتعرض لمفهوم البيع عموماً :

1.2.2.2. البيع

يعرف البيع بأنه " عقد معاوضة مالية تفيد ملك عين أو منفعة على التأييد بقصد الاكتساب ... والبيع والشراء من أسماء الأضداد تستخدم كل منهما مكان الأخرى، غير أن لغة قریش يطلق البيع فيها على ما خرج من الملك والشراء على ما دخل في الملك، وهذا المعنى هو الذي استقر في عصرنا "[16].

1.1.2.2.2. مشروعيته

قال ابن قدامة: البيع جائز بالكتاب والسنة والإجماع [63].

أما الكتاب : فقوله تعالى: " وأحل الله البيع وحرّم الربا " البقرة 275.

أما السنة : فقوله صلى الله عليه وسلم: " البيعان بالخيار ما لم يتفرقا " [43] [04].

ومن الإجماع : أجمع العلماء على جواز البيع في الجملة والحكمة تقتضية لأن حاجة الإنسان تتعلق بما في يد صاحبه وصاحبه لا يبذله بغير عوض ففي شرع البيع وتجويزه شرع طريق إلى وصول كل واحد منهما إلى غرضه ودفع حاجته.

2.1.2.2.2. شروط صحته

وتتلخص شروط البيع فيما يلي: [42]

- التراضي بين البائع والمشتري.
- أن يكون العاقد (البائع والمشتري) جائز التصرف (حراً، بالغاً، عاقلاً، رشيداً).
- أن تكون العين التي وقع عليها العقد مباحة النفع.
- أن يكون البائع مالكاً لما يبيع.
- أن يكون المبيع والثمن مقدوراً على تسليمه.
- أن يكون المبيع معلوماً برؤية أو وصف.
- أن يكون الثمن معلوماً برؤية أو صفة أو عد أو وزن.

وبما أن البيع من عقود التراضي فالثمن يتحدد باتفاق البائع والمشتري، ومن هنا وعلى هذا الأساس تنقسم البيوع إلى قسمين: بيوع المساومة* وبيوع الأمانة.

بيوع الأمانة فهي إما مرابحة أو تولية أو مواضعة** [32]

2.2.2.2. المrabحة

المrabحة بيع من بيوع الأمانة وفيما يلي بيان مفهومها وأنواعها و شروط صحتها :

1.2.2.2.2. تعريفها

و المrabحة لغة من الربح بكسر أوله وفتح ه وهو النماء في التجارة ... ويقال أعطاه مالاً مرابحةً أي على الربح بينهما ويقال بعث السلعة مرابحة على كل عشرة دراهم درهم. [124]

أما اصطلاحاً عرفها ابن قدامة بأنها البيع برأس المال وربح معلوم [63]، أما الكاساني فعرفها بأنها بيع بمثل الثمن الأول مع زيادة الربح. [30]

2.2.2.2.2. مشرو عيتها

استدل جمهور الفقهاء على جواز المrabحة بما يلي [73]:

- عموم الأدلة التي تقضي بإباحة البيع وهي منه مثل قوله تعالى: " وأحلّ الله البيع وحرّم الربا " البقرة الآية 275.

- الإجماع حيث تعامل الناس بالمrabحة بمختلف الأعصار والأمصار بدون نكير.

- الحاجة الماسة لهذا النوع من البيع.

3.2.2.2.2. شروطها

بما أنها نوع من أنواع البيوع فيشترط فيها ما يشترط في البيوع إضافة إلى: [74]

- أن يعلم كل من المصرف والمشتري برأس مال السلعة سواءً اشتمل على الثمن الأول أو الثمن الأول مضافاً إليه ما أنفقه البائع عليها من مصاريف.

- أن يعلم كل من المصرف والمشتري بالربح لأنه بعض الثمن والعلم بالثمن شرط لصحة البيوع.

* بيوع المساومة هي التي لا يذكر فيها ربح البائع أو خسارته وهذا هو الفرق بينها وبين بيوع الأمانة.

** التولية البيع بمثل الثمن من غير نقص أو زيادة، والمواضعة : البيع بأقل من ثمن الشراء.

- أن لا يكون الثمن بالعقد الأول مقابلاً بجنسه من أموال الربا، إن اشترى المكيل أو وزن بجنسه مثلاً لم يجز له أن يبيع مرابحة، لأن البيع الأول فيه ربا.
- أن يكون العقد الأول صحيحاً، فإن كان فاسداً لم يجز بيع المرابحة .
- أن يبين صفة ثمن الشراء مثل حالة الشراء المؤجل.

4.2.2.2.2. أقسامها

تنقسم إلى قسمين:

1.4.2.2.2.2. المrabحة البسيطة

وهي التي تم بسطها آنفاً.

2.4.2.2.2.2. المrabحة للأمر بالشراء (المrabحة المركبة):

" وهي أن يلجأ أحد العملاء إلى المصرف الإسلامي طالباً منه أن يشتري له سلعة موصوفة، فيعد المصرف العميل بشراء السلعة، ويعد العميل المصرف بشرائها منه إذا ما اشترها المصرف، ثم إذا اشترها المصرف دفع ثمنها نقداً وباعها إلى العميل بثمن مقسط أعلى "[13].

- مشروعية المrabحة للأمر بالشراء* :

عرض هذا الموضوع على مجمع الفقه الإسلامي بجدة واتخذ فيه عام 1409 القرار التالي:

- أن بيع المrabحة للأمر بالشراء إذا وقع على السلعة بعد دخولها في ملك المأمور وحصول القبض المطلوب شرعاً، هو بيع جائز.
- أن المواعدة، تجوز في بيع المrabحة بشرط الخيار للمتواعدين فإن لم يكن هناك خيار فإنها لا تجوز.

3.2.2.2. السلم

والسلم نوع من أنواع البيع وفيما يلي بيان مفهومه و شروط انعقاده:

1.3.2.2.2. تعريفه

السلم لغة الإسلاف والقرض الذي لا منفعة فيه للمقرض، والسلم بالتحريك السلف ويطلق على التقديم والتسليم والتسليف [128] [124].

أما اصطلاحاً " أصبح السلم والسلف بمعنى واحد، حيث يطلق على بيع شيء موصوف الذمة بثمن عاجل، ولكن أهل الحجاز يطلقون عليه اسم (السلم) وأهل العراق اسم (السلف) " [34].

2.3.2.2.2. مشروعيته

السلم عقد مشروع، يدل على مشروعيته الكتاب والسنة والإجماع والمعقول [34]، أما الكتاب : فقوله تعالى: " يا أيها الذين آمنوا إذا تداينتم بدين إلى أجل مسمى فاكتبوه " البقرة الآية 282.

أما السنة: ما رواه البخاري ومسلم عن ابن عباس رضي الله عنهما قال: " قدم رسول الله صلى الله عليه وسلم والناس يسلفون في الثمر العام والعامين ".

و قوله صلى الله عليه وسلم: " من أسلم في شيء فليسلم في كيل معلوم ووزن معلوم إلى أجل معلوم " [52].

أما الإجماع : فقد انعقد على مشروعيته، إلا ما حكي عن ابن المسيب أنه كان يكرهه، وأما المعقول فإن عقد السلم مما تدعوا إليه الحاجة ويحقق مقاصد الشرع في التداول المشروع، ومصالح العاقدين [34].

3.3.2.2.2. شروط صحته

حتى يصح عقد السلم هناك شروط في رأس المال و شروط في المسلم فيهوهي كالاتي : [34]، [74].

1.3.3.2.2.2. شروط رأس مال السلم

- أن يكون رأس مال السلم (الثمن) معلوماً علماً نافياً للجهالة.

- أن يسلم رأس المال في مجلس العقد.

2.3.3.2.2.2. شروط المسلم فيه

- أن يكون المسلم فيه ديناً موصوفاً في الذمة ولا يكون معيناً بذاته.

- أن يكون المسلم فيه مما يمكن ضبط صفاته وذلك بالصفات التي ترفع الجهالة المؤدية إلى النزاع.

- أن يكون المسلم فيه مؤجلاً.

- أن يكون الأجل معلوماً.
- أن يكون المسلم فيه مقدور التسليم عند محله.

4.2.2.2. الاستصناع

الاستصناع عقد من عقود البيع وفيما يلي بيان مفهومه وشروط انعقاده :

1.4.2.2.2. تعريفه

الاستصناع لغةً طلب الصنع، وصنع شيء عمله واصطنع خاتماً: أمر أن يصنع له. واستصنع الشيء أي صنعه [124] [128].

أما اصطلاحاً: " وهو أن يطلب شخص من آخر صناعة شيء ما له، على أن تكون الموارد عند الصانع، وذلك نظير ثمن معين " [75].

2.4.2.2.2. مشروعيته

يرى جمهور العلماء جواز الاستصناع .. فقد ذهب جمهور الفقهاء من المالكية والشافعية والحنابلة إلى اعتبار الاستصناع قسماً من أقسام السلم تشترط فيه شروطه [77] وكذا يرى بجوازه مجمع الفقه الإسلامي تحت مجموعة من الشروط .

3.4.2.2.2. شروطه

وتتلخص شروط السلم فيما يلي : [77]

- أن يكون المعقود عليه معلوماً (مواصفاته، المواد الداخلة في صنعه وطريق صنعه).
- أن يكون الشيء المصنوع مما يجري التعامل فيه.
- تحديد المدة اللازمة لتسليم الشيء المصنوع.
- أن يكون العقد مكتوباً.

3.2.2. التمويل عن طريق عقود الإجارة

أفردنا التمويل عن طريق عقود الإجارة في مطلب منفرد ولم نجعلها من عقود البيع لا لأنها ليست نوعاً من أنواع البيع وإنما هي كذلك، ولكن هي نوع من البيع يرد على منافع الأشياء لا أدواتها أو أعيانها، فتميز عقد الإيجار عن البيع المطلق أو العادي وعن بقية أنواع البيوع بالسلم والاستصناع وغيرهما من

البيوع التي خضعت بأسماء تميزها عن غيرها، ومن هنا لا يلتبس عقد الإيجار بعقد البيع الذي يقع على الشيء ذاته [24].

وهناك قول لابن حزم الأندلسي يقول فيه أن الإجارة ليست بيعاً [05]، والظاهر أن القول الأول أصح والله أعلم.

1.3.2.2. مفهوم الإجارة

الإجارة لغة من أجزر يأجزر وهو ما أعطيت من أجر في عمل، والأجر بدل المنفعة وقد يطلق على الثواب ويطلق على الإجارة والأجرة وهو ما أعطي من أجر في عمل (مثلثة) أي بالفتح والضم والكسر، والكسر الأشهر والأفصح [124]، [127].

أما اصطلاحاً: فهي " عقد على منفعة مقصودة معلومة قابلة للبدل والإباحة بعوض معلوم، فخرج بقوله منفعة العين وبمقصودة التافهة وبمعلومة القراض والجعالة على عمل مجهول... وأخرجت بقابلة للبدل وبعوض هبة المنافع والوصية بها والشركة والإعارة" [39].

* شرح التعريف: [79]

عقد: ارتباط إيجاب وقبول يظهر أثره في محله.

منفعة: لإخراج العقد على العين، فالعقد عليها بيع أو هبة.

مقصودة: لإخراج المنافع التافهة كاستئجار تفاحة لشمها.

معلومة: لإخراج المنافع المجهولة حيث لا تصح الإجارة عليها لوجود الغرر، وبهذا القيد تخرج المضاربة والجعالة على عمل مجهول قابلة للبدل لإخراج المنافع غير القابلة للبدل كمنفعة البضع.

الإباحة: لإخراج هبة المنافع والوصية بها وإعارتها.

2.3.2.2. مشروعيتها

الإجارة مشروعة عند جمهور العلماء [30][39][44][63]، واستدلوا على ذلك بـ:

* الأدلة من الكتاب: قال تعالى: " فإن أَرْضَعْن لَكُمْ فَآتُوهُنَّ أُجُورَهُنَّ " الطلاق الآية 6.

وقوله تعالى: " قالت إحداهما يا أبت استأجره فإن خير من استأجرت القوي الأمين " القصص الآية 26.

* **من السنة:** ما ثبت عن رسول الله صلى الله عليه وسلم وأبي بكر رضي الله عنهما استأجرا هادياً من بني الدبل، وروى البخاري عن أبي هريرة أن رسول الله صلى الله عليه وسلم قال: " قال الله تعالى ثلاثة أنا خصمهم يوم القيامة: رجل أعطى بي ثم غدر، ورجل باع حراً فأكل ثمنه، ورجل استأجر أجيراً فاستوفى منه ولم يوفّه أجره".

* **أما الإجماع:** فقد أجمع أهل العلم في كل عصر ومصر على جواز الإجارة كما ذكر ذلك ابن قدامة.

3.3.2.2. شروط انعقادها

وتتلخص شروط الإجارة في ما يلي: [21] أن تقع الإجارة على المنفعة لا على العين.

- أن تكون المنفعة متقومة – أن يكون لها قيمة يحسن بذل المال في مقابلها.
- أن تكون المنفعة مباحة الاستيفاء.
- أن تكون المنفعة مقدورة الاستيفاء والقدرة على التسليم تشمل ملك الأصل.
- أن تكون المنفعة معلومة عيناً وصفةً وقدرًا بحيث تنتف الجهالة عنها.
- أن تكون الأجرة معلومة قدرًا وصفةً.

4.3.2.2. أقسامها

هناك نوعين من التأجير تطبقه البنوك في الوقت الحاضر: [72]

1.4.3.2.2. التأجير التشغيلي

مثل تأجير السيارات ومعدات البناء والآلات...، ولا يكون في هذا النوع ارتباط بين عمر الأصل ومدة الإيجار ونفقات الصيانة على المؤجر.

2.4.3.2.2. التأجير التمويلي (الرأسمالي)

وهنا يقوم البنك بتمويل شراء الأصول التي يحتاج إليها المستأجر ويؤجرها بأجر غير قابل للإلغاء بعد مضي فترة معينة. ويتضمن هذا العقد عادة شراء الأصل من طرف المستأجر لأن مدة الإيجار عادة تساوي العمر الإنتاجي للأصل وهو ما يسمى " عقد الإجارة المنتهية بالتمليك" *

3.2. مبررات تفضيل التمويل الإسلامي على التمويل الربوي

في هذا المبحث سنتناول هذه المبررات من عدة جوانب اقتصادية، اجتماعية وكمية وذلك م خلال إبراز سلبيات التمويل التقليدي القائم على الربا (سعر الفائدة) وبيان مدى ضرره على المجتمعات، ومقارنته بالتمويل الإسلامي القائم على المشاركة في الربح والخسارة وفي نفس الوقت بيان مدى كفاءته كنظام بديل للنظام السابق.

1.3.2. الجانب الاقتصادي

وفي هذا المطلب سنركز على الآثار السلبية للربا (سعر الفائدة) وبيان مساوئه الاقتصادية [21].

1.1.3.2. أثر الربا (سعر الفائدة) في الحد الاستثمار

إن الربا (سعر الفائدة) سبب رئيس من الأسباب التي تحد من عملية استثمار الأموال، لأن صاحب المال في النظام الربوي يجد الربا فرصة مناسبة للحصول على نسبة مضمونة من الربح، يأخذها من غير مخاطرة، ومن ثم يبتعد عن توظيف ماله في مشروعات إنتاجية تقل نسبة الربح عنها عن النسبة المضمونة التي أخذها من الربا. ولقد بين بعض العلماء المسلمين ذلك، قال فخر الدين الرازي: " قال بعضهم أن الله عز وجل إنما حرم الربا من حيث إنه يمنع الناس من الاشتغال بالمكاسب، وذلك أن صاحب الدرهم إذا تمكن بواسطة عقد الربا من تحصيل الدراهم الزائدة، خف عليه اكتساب وجه المعيشة، فلا يكاد يتحمل مشقة الكسب والتجارة والصناعة الشاقة، كما أكد ذلك علماء الاقتصاد، حيث أوضح كينز أن ارتفاع سعر الفائدة يؤثر سلباً في الاستثمار وذلك أن المنظم يفاضل بين تكلفة التمويل ممثلة في سعر الفائدة والكفاءة الحدية للاستثمار أو الربح الذي يتوقع الحصول عليه من العملية الاستثمارية، وعندما لا يكون الفرق بينهما كافياً لإقناع المنظم فإنه لا يستمر في المشروع.

2.1.3.2. أثر الربا (سعر الفائدة) في زيادة البطالة

إن الربا يزيد من البطالة، لأن أصحاب الأموال الربوية يفضلون إقراض أموالهم بالربا على استثمارها في مشروعات إنتاجية، ومن ثم فإن ذلك يقلل من الطلب على العمل فتنتشر البطالة.

وقد أكد الاقتصادي البريطاني كينز أن الربا سبب رئيس للبطالة، وأن تخفيض سعره سوف يؤدي إلى التشغيل الكامل، في كتابه " النظرية العامة للتوظيف، الفائدة والنقود "، حيث قال من مصلحتنا أن نخفض سعر الربا إلى درجة نتمكن من تشغيل الناس جميعاً .

3.1.3.2. أثر الربا (سعر الفائدة) في التضخم

إن التمويل التقليدي يسهم في ارتفاع تكاليف الإنتاج، وهي التكاليف التي يدفعها المستثمر للممول الوسيط وينتقل عبؤها للمستهلكين عبر الأسعار.

حيث أن تسعير السلعة المنتجة الممولة من طرف المصارف الربوية ليتم وفق المعادلة الآتية [92]:

$$\text{سعر السلعة} = \text{تكلفة الإنتاج} + \text{معدل الفائدة} + \text{معدل الربح.}$$

وأكد هذا جوهان فيليب مزايهرفون بتمان مدير بنك ألماني في فرانكفورت، حيث أُلّف كتاب عن الفوائد أسماه " كارثة الفائدة ". وفي جملة ما قاله عن الفائدة مايلي: " إنه كما تقلل المياه من صفاء وقوة وتركيز عصير البرتقال أو اللبن أو الحليب، فإن ارتفاع الفائدة يقلل من قيمة النقود... فكل الفوائد تعتبر عالية إذا زادت عن معدل الإنتاجية في المجتمع أي إذا زادت عن القيمة المضافة أي ما أضافه استخدام النقود من زيادة حقيقية في الإنتاج... فكل زيادة في الفوائد عن معدل الزيادة في الإنتاجية معناه حقن التضخم بمزيد من الجرعات المنشطة للتضخم " [31].

4.1.3.2. أثر الربا في خلق مشاكل اقتصادية مختلفة

ومن جملة هذه المشاكل:

* أن التمويل التقليدي يرحل كل مخاطر النشاط الاقتصادي إلى فئة المستثمرين بعد أن يحتاط لمخاطرة الإقراض بالضمانات الكافية، و لأجل ذلك فالنشاط الاقتصادي يكون رهين حالة التشاؤم أو التفاؤل التي تسيطر على المنظمين وهو أمر تسبب في الدورات الاقتصادية في كثير من الأحيان، ولو اشترك جميع الأطراف في تحمل مخاطرة النشاط الاقتصادي كما في المشاركة والمضاربة فإن ذلك يؤدي إلى الحوافز الملائمة للإنتاج.

* إن التمويل التقليدي يميل إلى التمويل قصير الأجل، وهذا يعني أن فرص الاستثمار الحقيقي طويل الأجل لا تنافس التوظيفات والتمويلات التجارية قصيرة الأجل.

* إن التمويل التقليدي ينتقل باتجاه الوحدات المليئة التي تستطيع تقديم الضمانات المالية الكافية فلن يحصل على التمويل ولو كان كفوفاً وهذا يعني أن التمويل التقليدي يسيء تخصيص السيولة.

* إن التمويل التقليدي يفتقد الى الكفاءة الاقتصادية لأنه لا يتضمن آليات لإعادة توجيه الموارد المالية إلى الاستخدامات الأكثر جدوى اقتصادياً واجتماعياً.

2.3.2. الجانب الكمي

في ظل مصدرين مختلفين من التمويل، التمويل التقليدي (الربوي) القائم على القروض ذات الفائدة المحددة مسبقاً، والتمويل الإسلامي القائم على نوعين رئيسيين من الصيغ يتمثلان في صيغ المشاركة في الربح والخسارة من مضاربة ومشاركة بنوعيتها دائمة ومتناقضة وصيغ الهامش المعلوم من مرابحة وسلم واستصناع...، وفيما يلي سنحاول تبيان تكلفة كل من التمويلين (التقليدي والإسلامي) والمقارنة بينهما، وذلك من خلال ضرب أمثلة حتى يتبين الفرق [117].

1.2.3.2. مقارنة بين تكلفة التمويل بصيغة الهامش المعلوم في البنوك الإسلامية وتكلفة

التمويل بالقروض في البنوك التقليدية

بافتراض تساوي معدل الربح المفروض بالبنوك الإسلامية ومعدل الفائدة المفروض من البنوك التقليدية نجد أنه لا توجد اختلافات جوهرية بين تكلفة التمويل المقدم من طرف البنوك التقليدية والإسلامية ولتوضيح ذلك أكثر نضرب المثال التالي:

نفترض أن شخصاً ما تقدم لبنك تقليدي بطلب تمويل بمبلغ 100.000 دج لشراء مواد أولية، وبعد دراسة الطلب من طرف البنك وافق على منحه قرض بمبلغ 100.000 دج، بمعدل فائدة سنوي قدره 8% ولمدة 1 سنة وبالتالي فإن تكلفة التمويل في هذه الحالة تكون كالتالي:

تكلفة التمويل = مبلغ القرض × معدل الفائدة × المدة (بالسنوات).

$$1 \times 0.08 \times 10.000 =$$

$$= 8000 \text{ دج}$$

وبالافتراض أن هذا الشخص له الخيار بأن يذهب إلى البنك التقليدي أو البنك الإسلامي الذي يقوم بتمويله بصيغة الربحية، حيث قام البنك الإسلامي بشراء السلعة بمبلغ 100.000 دج واتفقاً فرضاً على معدل ربح بـ 8% ولمدة سنة، وبالتالي فإن تكلفة التمويل بالمرابحة بالنسبة للعميل هي هامش الربح الذي يتحصل عليه البنك الإسلامي أي أن:

تكلفة التمويل بالمرابحة = سعر السلعة × معدل الربح × المدة.

$$1 \times 0.08 \times 100.000 =$$

$$= 8000 \text{ دج.}$$

ومن هنا نستنتج عدم وجود فروق جوهرية من حيث تكلفة التمويل بالمرابحة أو التمويل بالقروض في ظل تساوي معدل الربح بمعدل الفائدة، فقط تلاحظ أن صيغ التمويل الإسلامية تشترط من جهة تقديم التمويل مقابل معاملة سلعة محددة في عقد التمويل وهذا أمر محمود لضمان ارتباط التيارات السلعية بالتيارات النقدية، ومن جهة أخرى فإن التمويل الإسلامي لا يسمح بإعادة النظر في هامش الربح المتفق عليه مهما كانت الظروف، حتى في حالة تعثر المدين من الوفاء بالتزاماته، الأمر الذي لا تقبل به البنوك التقليدية حيث أن العداد لا يتوقف عن احتساب الفائدة المدينة إلى أن تستوفي حقها وزيادة.

2.2.3.2. مقارنة بين تكلفة التمويل بالمشاركة الثابتة وتكلفة التمويل بالقروض

نفترض أن لدينا مؤسسة تريد الحصول على مبلغ 10.000 دج ولها بديلين للحصول على هذا المبلغ، أي البنك التفكيرى بمعدل فائدة 10% والبنك الإسلامي بنسبة مشاركة في الربح بـ 10% وتتوقع المؤسسة ثلاث حالات للنتيجة الإجمالية للمشروع هي 10.000 دج و 12.000 دج و 8000 دج.

حيث تختار المؤسسة المصدر الأقل تكلفة حسب كل حالة ويمكن توضيح ذلك من خلال الجدول التالي:

البيان	الحالة	الحالة الأولى	الحالة الثانية	الحالة الثالثة
رأس المال (1)	10.000	10.000	10.000	10.000
الربح المتوقع (2)	10.000	10.000	12.000	8000
تكلفة التمويل التقليدي 10% × (1)	1000	1000	1000	1000
تكلفة التمويل الإسلامي 10% × (2)	1000	1000	1200	800
اختيار المصدر	نفس الشيء	اختيار التمويل التقليدي	اختيار التمويل الإسلامي	اختيار التمويل الإسلامي

جدول رقم 01: المفاضلة بين التمويل التقليدي والتمويل الإسلامي بصيغة المشاركة الثابتة [117]

من خلال هذا الجدول نلاحظ أنه في مستوى ربح إجمالي يقدر بـ 10.000 دج فإن المؤسسة تتحمل نفس التكلفة، أما في مستوى ربح يقدر بـ 12.000 دج، فإن المؤسسة تختار البنك التقليدي، ومستوى ربح 8000 دج فالمؤسسة تختار البنك الإسلامي لأنه أقل تكلفة من البنك التقليدي، بعبارة أخرى الفرصة التي يمنحها البنك الإسلامي للمؤسسات المتعثرة لا يوفرها لها البنك التقليدي، كما أن البنوك الإسلامية تشارك في خسائر المشروع إذا حدث ذلك بخلاف البنوك التقليدية التي لا تتحمل أي خسائر مع المشروع الممول بل تزيد في خسارته بتحمله لفوائد ثابتة تتعلق بمبلغ القرض، ولا تعتبر تكلفة التمويل الإسلامي في حالة الخسارة معدومة فقط، بل إنها تتحول من تكلفة إلى وفر يساهم في تخفيف قيمة الخسارة.

3.2.3.2. مقارنة بين تكلفة التمويل بالمشاركة المنتهية بالتمليك وتكلفة التمويل بالقرض

نفترض أن شخصاً ما يريد شراء عقار بمبلغ 100.000 دج وله خيارين، بنك إسلامي وتقليدي.

1.3.2.3.2. حالة التوجه إلى بنك تقليدي

يشترط البنك التقليدي مساهمة خاصة بـ 10% أي 10.000 دج ويقدم له قرض بمبلغ 90.000 دج بمعدل فائدة 8% لمدة 30 سنة ويكون التسديد شهرياً بطريقة الأقساط الثابتة:

لدينا المعطيات التالية: - مبلغ القرض: 90.000 دج، مدة القرض: 360، معدل الفائدة: 8%، القسط الشهري: 660.39

لتحديد تكلفة التمويل نقوم بتكوين جدول الاهتلاك التالي:

المبلغ المتبقى في نهاية الشهر	الاهتلاك	الفائدة	المبلغ المتبقى في بداية الشهر	الأقساط الشهرية	الشهر
89939.61	60.39	600.00	90000.00	660.39	1
89878.82	60.79	599.60	89939.61	660.39	2
89817.62	61.20	599.19	89878.82	660.39	3
89756.01	61.61	598.78	89817.62	660.39	4
89694.00	62.02	598.37	89756.01	660.39	5
					:
					:
					:
2595.38	638.83	21.56	3234.21	660.39	356
1952.29	643.09	17.30	2595.38	660.39	357
1304.92	647.37	13.02	1952.29	660.39	358
653.23	651.69	8.70	1304.92	660.39	359
-	656.04	4.35	653.23	660.39	360
	90000.00	147.737.59		660.39	المجموع

جدول رقم 02: اهتلاك قرض عقاري بمبلغ 90.000 دج بمعدل فائدة 8% لمدة 30 سنة بقسط شهري 660.39 [117].

من خلال هذا الجدول نستنتج أن تكلفة القرض العقاري بالنسبة للعميل تساوي 147737.59 دج.

2.3.2.3.2. حالة التوجه إلى البنك الإسلامي

. يشترط البنك الإسلامي مساهمة خاصة بـ 10% أي 10.000 دج ويقوم بتحويله بصيغة

المشاركة المنتهية بالتمليك بنسبة 90% أي 90.000 دج.

وحتى تكون هناك مصداقية للمقارنة يفترض أن يكون العائد الشهري المنتظر في تأجير العقار هو نفسه مبلغ القسط الشهري في حالة الاقتراض من البنك التقليدي أي مبلغ 660.39، حيث يقوم العميل بتسديد مساهمة البنك عن طريق التنازل عن حصته في العائد للبنك، ولحساب مجموع الأقساط المقدمة للبنك الإسلامي وكذا تغيير حصة كل من البنك والعميل في العائد نقوم بتكوين الجدول التالي:

الشهر	القسط	حصة العميل	حصة البنك	ملكية العميل	ملكية البنك	نسبة العميل	نسبة البنك
1	660.39	66.04	594.35	10066.04	89933.39	10.07%	89.93%
2	660.39	66.48	593.91	10132.51	89867.49	10.23%	89.87%
3	660.39	66.91	593.48	10199.43	89800.57	20.20%	89.80%
4	660.39	67.36	593.03	10266.78	89733.22	10.27%	89.73%
5	660.39	67.36	593.03	10266.78	89733.22	10.27%	89.73%
:							
:							
:							
346	660.39	639.77	20.62	97516.61	2983.39	97.52%	2.48%
347	660.39	643.99	16.40	98160.60	1839.40	98.16%	1.84%
348	660.39	648.24	12.15	98.808.85	1191.15	98.81%	1.19%
349	660.39	652.52	7.87	99.461.37	538.63	99.46%	0.54%
350	660.39	656.83	3.56	100 000.00	-		0.00%
المجموع	231136.5	90118.20	141018.30				

جدول رقم 03: حصة البنك والعميل في عائد المشاركة وكيفية تحول ملكية العقار للعميل [117].

من خلال الجدول يتضح أن تكلفة التمويل في حالة التوجه إلى البنك الإسلامي هي 141136.5 دج وهي تتمثل في مجموع العوائد التي تحصل عليها البنك الإسلامي وبالمقارنة نجد أن تكلفة التمويل في حالة التوجه للبنك الإسلامي والتي تقدر بـ 141136.5 دج أقل من تكلفة التمويل في حالة التوجه للبنك التقليدي والتي تقدر بـ 147737.5 دج أي فارق يقدر بـ 6719.29 دج أي نسبة 1.1% وذلك راجع إلى أن ملكية العقار تحولت إلى العميل بنسبة 100% في الشهر 350 أي أن العميل قام بتسديد 350 قسط بدلاً من 360 قسط.

نستنتج مما سبق ومن خلال مقارنة تكلفة التمويل المقدم من البنوك التقليدية والبنوك الإسلامية أنه في حالة التمويل بصيغ الهامش المعلوم وفي ظل تساوي معدل الربح المفروض من البنوك الإسلامية ومعدل الفائدة المفروض من البنوك التقليدية تكون تكلفة التمويل متساوية، أما في حالة التمويل بصيغ المشاركة بالربح والخسارة فإن تكلفة التمويل المقدم من البنوك الإسلامية تنخفض كلما انخفضت نتيجة

المشروع، وربما تتحول من تكلفة إلى وفر في حالة تحقق خسارة يساهم البنك الإسلامي في التقليل من حدتها، بخلاف البنوك التقليدية التي تزيد من حدة الخسارة التي يتحملها أعوان الحجز التمويلي بتحملهم لأعباء ثابتة واجبة الدفع بغض النظر عن نتيجة المشروع وربما أن تلك الأعباء المالية التي تتسبب في إفلاس المشروع.

3.3.2. الجانب الاجتماعي

هناك عدة سلبيات للتمويل التقليدي من الجانب الاجتماعي نذكر منها:

- إن التمويل التقليدي يؤدي إلى تركز الثروة، فالأموال في ظل هذه العلاقة تسير باتجاه الوحدات التي تكسب دائماً، أي الوحدات التي تقرض بفائدة، وتنحصر في المحصلة عن وحدات الحجز التي تلتزم برد القروض مع الفوائد سواء بحق أم لا.
- إن الفائدة هي أداة رديئة ومضللة في تخصيص الموارد، ولا تغير الناحية الاجتماعية أي اهتمام، فتحرم المجتمع من مشروعات ضرورية، وتعيق حركة التنمية فيه، ففي دراسة ميدانية قام بها (إنزلىر) و (كوفراد) و (جونسون)، توصلوا إلى أن رأس المال في الاقتصاديات المعاصرة قد أسيء تخصيصه إلى حد خطير بين قطاعات الاقتصاد وأنواع الاستثمارات بسبب سعر الفائدة، فالمشروعات الكبيرة تحصل على قروض أكبر وبسعر فائدة أقل، بينما العكس تماماً يحصل مع المؤسسات المتوسطة والصغيرة، حيث تحصل على سعر فائدة مرتفع، مع العلم أنها قد تكون أكثر فائدة وإنتاجية [92].
- انصراف الناس عن استثمار أموالهم في مشروعات زراعية أو صناعية أو تجارية لأن مودع الأموال في المصارف حصل على مبتغاه دون تعب.
- اختيار المرابين والمصارف لتمويل المشروعات الكمالية التي تدر أرباحاً أعلى والتضحية بالمشروعات الحيوية التي قد يكون فيها فائدة أكبر للمجتمع.
- الربا يسبب البغضاء والعداوة بين الفقراء و الأغنياء أو بين المقرض والمقترض بسبب شعور المقترض المحتاج بجشع وطمع، وبأن المقرض يأكل من تعب وجهد غيره، فتتولد الكراهية مما يهدد تماسك اللحمة الاجتماعية.
- طغيان النفسيات الانتهازية الأنانية المتكالبة على الدنيا وجمع المال، يصبح المال غاية الغايات وتفقد القيم السامية والأخلاق الحميدة ويغيب التكافل الاجتماعي.

4.3.2. كفاءة التمويل الإسلامي

وفيما يلي عرض لأهم مزايا التمويل الإسلامي التي تبرز كفاءته على التمويل الربوي [94].

1.4.3.2. الكفاءة التمويلية المرتبطة بتنوع الصيغ وتعدد أساليب التمويل الإسلامي

يعتمد التمويل الإسلامي على عدة صيغ في توفير الاحتياجات وتمويل المشاريع، وتتلخص هذه الصيغ في: صيغ المشاركات القائمة على المشاركة في الربح والخسارة كالمضاربة والمشاركة والمزارعة والمساقاة، وصيغ البيوع القائمة على تحديد هامش الربح المعلوم مثل المرابحة والسلم والاستصناع وكذا صيغ الإجازات.

إن هذا التنوع الصيغي والتعدد في أساليب التمويل يؤدي إلى تغطية الحاجيات التمويلية لمختلف مؤسسات الحجز، بما يتناسب مع طبيعتها وحجمها ومجال نشاطها.

2.4.3.2. كفاءة التمويل الإسلامي المتعلقة باحتواء التقلبات الاقتصادية الدورية

لقد جمعت آية المداينة بين تحريم الربا وإنظار المعسر، ولعلّ الحكمة في الربط بين هذين المبدأين يتجلى جانب منها في ضوء التقلبات الاقتصادية الدورية.

ويعتبر انظار المعسر فريضة واجبة لا تقتصر أهميته على القيمة الأخلاقية الإنسانية التي يجسدها، بل يؤدي وظيفة اقتصادية هامة في ظل التقلبات الاقتصادية الدورية وذلك للاعتبارات التالية:

- إذا كانت الأزمات الاقتصادية تنشأ من تعثر السداد، فإن من أهم السياسات الاحتوائية لتداعياتها هو الدعم التمويلي التضامني الزكوي للغارمين وإمهال المدينين العاجزين عن السداد
- يؤكد الفقه الإسلامي على ضرورة ضمان السكن للمدين، وأن عجزه عن السداد لا يحرمه هذا، لذلك فهو يدخل في وصف المعسر الذي يستحق الإنظار.
- إذا كان المدين الذي يثبت عجزه عن السداد لا يبيع مسكنه الذي لا يستغني عنه، فإن إنظاره في هذه الحالة من شأنه أن يستوعب تداعيات الأزمات لأنه يحفظ أسعار العقار من الانهيار أو على الأقل يقلل من سرعة انخفاضها.
- إذا كانت الأزمات الدورية تنشأ من التساهل في إقراض ذوي الملاءة المنخفضة الذين يتوقع إفسارهم أكثر من غيرهم، فإن تطبيق مبدأ إنظار المعسر يمكن أن يحول دون التوسع في إقراض هذه الفئة ومن ثم يقلل من احتمالات الانهيار منذ البداية.
- إن إلغاء الفائدة الربوية من شأنه أن يضبط التوسع في الائتمان، بحيث لا تتحرك السوق من مرحلة الرواج إلى حالة الفقاعة التي تهدد الاقتصاد أما في حالة الكساد فإن إنظار المعسر من شأنه أن يقلل من معدل تراجع أسعار الأصول.

- استقرار النظام المصرفي والمالي الإسلامي، يعتبر النظام المصرفي الإسلامي أكثر استقراراً من النظم الأخرى وذلك للاعتبارات التالية:

- * مشاركة المودعين والمساهمين في المخاطرة تؤدي إلى تجنب الانهيار وقت الأزمات.
- * عدم تداول الديون في سوق ديون متكاملة يمنع من الاختلال والعدوى.
- * ارتباط التدفقات النقدية بالتدفقات السلعية يؤدي إلى زيادات متوازنة في الطلب والعرض.
- * منع عقود الربا والغرر وبيع ما لا يملك يؤدي إلى تحجيم التجاوزات في الأسواق.

خلاصة:

تناولنا في هذا الفصل التمويل الإسلامي عموماً، حيث تطرقنا في المبحث الأول إلى معرفة ماهية التمويل الإسلامي وما هي مبادئه والخصائص التي تميزه على التمويل التقليدي، كما تطرقنا في المبحث ذاته إلى عوائد التمويل الإسلامي والتي تتمثل في الربح والأجر والجمالة، هذه العوائد التي تعتبر أساس تميز التمويل الإسلامي على التمويل الربوي، أما المبحث الثاني فقد تناولنا فيه على عجلة مختلف صيغ التمويل الإسلامية والتي تتمثل في صيغ المشاركات والتي تتكون من (صيغ المشاركة، المضاربة، المزارعة والمساقاة) وكذا صيغ البيوع التي تضم كلاً من المرابحة بنوعها البسيطة والمركبة، والسلم والاستصناع. كما تطرقنا إلى صيغ الإجارة التشغيلية والإجارة المنتهية بالتملك. هذا عن المبحث الثاني أما المبحث الثالث والأخير في هذا الفصل فقد تناولنا فيه مبررات تفضيل التمويل الإسلامي على التمويل الربوي والتي ظهرت جلياً في السلبيات العديدة للتمويل القائم على أساس سعر الفائدة (الربا). فقمنا ببيان هذه السلبيات في الجانب الاقتصادي والاجتماعي. كما قمنا بمقارنة بين تكلفة التمويل الإسلامي وتكلفة التمويل الربوي والتي كانت نتائجها جلية في أفضلية الأول عن الثاني.

وكان هذا الفصل كمقدمة للفصل الذي يليه حتى لا يكون فيه إشكال عندما نتعرض لأنواع الصكوك المستنبطة من مختلف صيغ التمويل السالفة الذكر. هذا من جهة، وبمثابة الرابط أو الجسر الذي تنتقل عبره من العموم الذي يتمثل في التمويل التقليدي للمشاريع إلى الخصوص والذي هو الصكوك الإسلامية والتي تعتبر كآلية من آليات التمويل الإسلامي للمشاريع الاستثمارية.

الفصل 3:

الصكوك الإسلامية آلية من آليات تمويل المشاريع الاستثمارية

تكتسب الصكوك الإسلامية أهمية بالغة في هذه المرحلة من تطور المصرفية الإسلامية، وذلك لما تقدمه من ميزات مالية واستثمارية فريدة، وهي تسد جزءا من الحاجة لباقة متكاملة من الأدوات المالية الإسلامية ذات المخاطر المتنوعة القادرة على بناء سوق مالية متكاملة من حيث أنواع الأدوات حيث صار إصدار الصكوك المبنية على أحكام الشريعة الإسلامية الغراء من أهم أهداف العمل المصرفي الإسلامي، ومن أعظم الوسائل لتنمية الاقتصاد الإسلامي في المجتمع بشرط أن تراعى آلياتها جميع المبادئ الأساسية التي تميز الاقتصاد الإسلامي عن غيره. وإن النظام الربوي السائد في العالم اليوم متعود بإصدار السندات القائمة على أسعار الفائدة الربوية للمشاريع الاستثمارية الكبيرة التي تقتضي أموالا جمة وتدر ربحا كبيرا، ولكن حاملي السندات لا يتجاوزون أن يكونوا مقرضين لأصحاب المشاريع على أساس الفائدة، ولا دخل لهم في ملكية المشروع ولا في ربحية الربح الذي ينتج من هذه المشاريع. وكانت الفكرة الأساسية من وراء إصدار الصكوك هي مشاركة حملة الصكوك في ربح المشاريع من جهة والتحول من اقتصاد وهمي مبني على الربا إلى اقتصاد حقيقي مبني على المشاركة في الربح والخسارة من جهة أخرى.

وفيما يلي سنتناول موضوع الصكوك من كل جوانبه (تعريف الصكوك، أنواعها، العمليات التي تجري عليها، أهميتها الاقتصادية، الفرق بينها وبين الأوراق المالية الأخرى، وغيرها من المواضيع ذات الصلة بها) وهذا حسب التقسيم التالي :

المبحث الأول : ماهية الصكوك الإسلامية

المبحث الثاني : العمليات على الصكوك

المبحث الثالث : الفرق بين الصكوك و غيرها من الأوراق المالية

1.3. ماهية الصكوك الإسلامية

لا يخفى على الجميع التطور الكبير الذي وصلت إليه الصكوك والتي أصبحت في خلال سنوات قليلة من أفضل أدوات الاستثمار الإسلامي الحديثة، حيث أصبحت بديلا ملموسا عن الأدوات التقليدية

الربوية، وتحققت فيها خصائص وأنواع عديدة تتوافق ومتطلبات فقه المعاملات الإسلامي ليستفاد منها في تمويل الاستثمارات بصيغ مختلفة مع قابليتها للتداول.
ونظرا لحدائثة هذا المنتج سنحاول في هذا المبحث إعطاء صورة شاملة عن الصكوك، أنواعها، الفروق الجوهرية بينها وبين أدوات الاستثمار التقليدية.

1.1.3. مفهوم الصكوك الإسلامية

من أجل الإحاطة بمفهوم الصكوك سنورد عدة تعريفات لمجموعة من العلماء والاقتصاديين والهيئات الشرعية، كما نقدم أهم الخصائص التي تتميز بها الصكوك عن غيرها من الأوراق المالية الأخرى.

1.1.1.3. تعريف الصكوك الإسلامية

▪ **لغة:** الصكوك جمع صك والصك هو الضرب الشديد بالشيء العريض وقيل هو الضرب عامة... وهو فارسي معرب أصله جك ويجمع صكاك وصكوك وكانت الأرزاق تسمى صكاكا لأنها كانت تخرج مكتوبة [124] ، والصك وثيقة بمال مقبوض أو بنحوه [126].

▪ **اصطلاحا:** تم تعريف الصكوك من طرف جمع من الباحثين نذكر بعضا من تعريفاتهم.
تعريف **علي محي الدين القرّة داغي:** « هي أوراق مالية متساوية القيمة تمثل أعيانا، ومنافوخدمات معا أو إحداهما، مبنية على مشروع استثماري يدر دخلا » [107].
تعريف **علي معبد الجارحي:** « وثائق اسمية أو لحاملها، تصدر بفئات متساوية القيمة لإثبات حق مفيما تمثله من حقوق في الموجودات والمنافع الصادرة مقابلها » [108].

تعريف **محمد علي القرّي بن عيد:** « أوراق مالية ذات مدة قابلة للتداول تثبت ملكية حاملها لأصل مولد لدخل دوري. » [86].

تعريف **عبد الله بن سليمان المنيع:** « وثيقة ثبوتية تشهد لحاملها لملكيتها جزءا مشاعا لمحتويات وعاء هذه الصكوك من أصول ونقود وديون والتزامات ومنافع وخدمات. » [100].

تعريف **عبد الله بن محمد المطلق:** « عبارة عن أوراق مالية تثبت لصاحبها حقا شائعا في ملكية المال المراد تقليبه في مشروع تجاري من أجل الحصول على أرباح. » [101].

تعريف هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية*: « وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في حقوق ملكية أعيان أو منافع أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص يتكون منها ومن النقود والديون وذلك بعد قفل باب الاكتتاب وتحصيل قيمة الصكوك، وبدء استخدامها فيما صدرت من أجله. » [122]

وهذا التعريف هو الذي يعتمد عليه الباحث كونه صادر عن هيئة من العلماء والباحثين وكونه جامع لكل الجوانب الخاصة بالصكوك.

2.1.1.3. مشروعية الصكوك الإسلامية

وضع مجمع الفقه الإسلامي المنعقد بإمارة الشارقة في دورته التاسعة عشر مجموعة من الضوابط والأحكام بشأن إصدار وتداول الصكوك وهي مبينة في الملحق في آخر الرسالة يرجى الاطلاع عليه.*

كما وضع الدكتور محمد علي القري ثلاث عناصر كمتطلبات لمشروعية الصكوك وهي: [85]

■ **العنصر الأول:** ملكية حملة الصكوك للأصل المولد الدخل يجب أن تكون ثابتة بالطرق والإجراءات والوثائق المتعارف عليها. والتي يتطلبها القانون.

■ **العنصر الثاني:** لا يجوز للشريك أو المضارب أو الوكيل أن يتعهد بالشراء بالقيمة الاسمية ويجوز له الوعد بالشراء بالقيمة السوقية أو بثمن يقدره الخبراء عند البيع أو بما يتفقان عليه وقت البيع.

■ **العنصر الثالث:** لا بأس بتسهيلات السيولة بشرط أن يجري استرداد ما قدمه المصدر، على صفة تسهيلات سيولة من مستحقات حملة الصكوك سواء كان ذلك من إيرادات الأصل المملوك أو من رأس مالهم عند البيع في نهاية المدة.

3.1.1.3. خصائص الصكوك الإسلامية

تتميز الصكوك عن غيرها من الأوراق المالية بمجموعة من الخصائص التي تمخضت عنها قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي في دورته التاسعة عشر المنعقد بإمارة الشارقة والتي هي كما يلي: [115]

- يمثل الصك حصة شائعة في ملكية حقيقية.
- يصدر الصك على أساس عقد شرعي ويأخذ أحكامه.
- انتفاء ضمان المدير (المضارب أو الوكيل أو الشريك المدير).

*تم إنشاء هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بموجب اتفاقية تأسيس موقعة من عدد من المؤسسات المالية الإسلامية بتاريخ 26 فبراير 1990 في الجزائر وقد تم تسجيل الهيئة في 1991/03/27 في دولة البحرين بصفتها هيئة عالمية ذات شخصية معنوية مستقلة لا تسعى للربح، وتهدف الهيئة إلى تطوير فكر المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية ونشر ذلك الفكر وتطبيقاته عن طريق التدريب وعقد الندوات وإصدار النشرات الدورية.

- أن تشترك الصكوك في استحقاق الربح بالنسب المحددة وتحمل الخسارة بقدر الحصة التي يمثلها الصك، ويمنع حصول صاحبه على نسبة محددة مسبقا من قيمته الاسمية أو على مبلغ مقطوع.
 - تحمل مخاطر الاستثمار كاملة.
 - تحمل الأعباء والتبعات المترتبة على ملكية الموجودات الممثلة في الصك، سواء كانت الأعباء مصاريف استثمارية أو هبوطا في القيمة أو مصروفات الصيانة أو اشتراكات التأمين.
- إضافة إلى هذا هناك بعض الخصائص التي تتميز بها الصكوك فضلا عن هاته التي أوردها مجمع الفقه وهي [81]:

- الصكوك لا تخلق الائتمان ولا تساعد عليه فهي منضبطة بضوابط الشرع وفق الأسس التالية:
- لا تقوم الصكوك على فلسفة الدين بل على فلسفة الاستثمار.
- حجمت ضوابط صكوك الاستثمار التعامل بالدين إلى حدوده الدنيا تقاديا لمخاطره الكبيرة على التنمية والاقتصاد.
- منع تداول الصكوك التي تدخل الديون في بنيتها مثل صكوك السلم وصكوك الاستصناع وصكوك المرابحة.
- استثمار الصكوك في نشاط مباح.
- تقوم الصكوك على مبدأ المضاربات الشرعية في كل جوانبها، فمصدر الصكوك والمتلقي لحصيلة هذا الإصدار بقصد استثماره مضارب، ويده على هذه الحصيلة يد أمانة لا يد ملك ولا ضمان، إلا في حالات التعدي والتقصير.

2.1.3. تاريخ نشأة الصكوك

- قام المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية برصد تاريخ الصكوك والمراحل التي مرت بها في الفترة ما بين 1986 و 2009 فكانت كالتالي: [89]
- في أكتوبر 1986 تم إصدار سندات مقارضة وسندات للتنمية والاستثمار فقام مجمع الفقه الإسلامي الدولي بالتأكيد على أهمية موضوع السندات، كما كلف باحثين متخصصين لتمكينه من اتخاذ القرار الغائب بشأن هذه السندات.
- في فبراير 1988 أصدر مجمع الفقه الإسلامي الدولي الصيغة المقبولة شرعا لصكوك المقارضة.
- في مارس 1990 أصدر المجمع فتوى مفادها تحريم السندات واقتراح البديل لها وهو الصكوك أو السندات القائمة على أساس المضاربة.

في جانفي 2002 أصدرت رابطة العالم الإسلامي وهي تعتبر الجهة الثانية المعتمدة بعد مجمع الفقه الإسلامي، فتوى ثانية بتحريم التعامل بالسندات، وعدم جواز تصكيك الديون بحيث تكون قابلة للتداول في سوق ثانوية.

في المرحلة الخامسة قامت جهة ثالثة ألا وهي هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بتحديد أنواع الصكوك وخصائصها والأحكام والضوابط الشرعية التي تحكمها، وكان ذلك في ماي 2003.

وفي المرحلة التي تليها قام المجمع في مارس 2004 بتوضيح الأحكام والضوابط الشرعية التي تحكم صكوك الإجارة، كما أوصى بدراسة إصدار صكوك بملكية الأعيان المؤجرة إجارة منتهية بالتمليك، ودراسة إصدار الصكوك وتداولها في إجارة الموصوف في الذمة.

في يونيو 2006 أوصى المجمع بعقد ندوة متخصصة لإعداد لائحة بشأن سندات المقارضة إذا كانت الصكوك تمثل موجودات مختلطة مابين أعيان ومنافع ونقود وديون.

أما صندوق النقد الدولي فقد جاء دوره للتأكيد على الطفرة في معاملات التوريق الإسلامي حيث تمخضت عن زيادة إصدار الصكوك بمقدار أربعة أضعاف، والتأكيد أيضا على أن عددا متناميا من البلدان يفكرون في دخول سوق الصكوك، كما بين الصندوق أن أبرز تحدي للصكوك هو تعديل السمات الهيكلية المعتادة في الأوراق المالية التقليدية وكان ذلك في سبتمبر 2007.

ثم ظهرت مشكلة الصكوك في المرحلة التاسعة وتحديدا في فبراير 2008.

وفي المرحلة التي تليها ظهرت زكاة صكوك المقارضة، حيث أصدرت الهيئة الشرعية العالمية للزكاة في نيسان أبريل عام 2008 فتوى مفادها أن أموال صكوك المقارضة المستوفية لضوابطها الشرعية تزكى زكاة عروض التجارة مع توافر شروط الزكاة فيها.

بعد ذلك أكد صندوق النقد الدولي مرة أخرى في المرحلة اللاحقة في يوليو تموز عام 2008 على أهمية الصكوك الإسلامية السيادية (الحكومية) والتأكيد كذلك على أن الصكوك تلقى اهتماما أكثر سواء من المسلمين أو من غيرهم، كما أكد الصندوق على أن أبرز التحديات التي تواجه الصكوك هي القوانين والخلاف الفقهي.

وفي نفس تاريخ المرحلة السابقة ظهرت الصكوك الإسلامية الخاصة بالإجارة، حيث أصدر المجلس الأوربي للإفتاء عقد الإجارة الواردة على منافع الأعيان، فيمكن بذلك من الاستفادة منه من خلال الصكوك الإسلامية الخاصة بالإجارة فهي تعتبر من أكثر أنواع الصكوك مرونة وضبطا.

وفي ماليزيا قام مجلس الخدمات المالية الإسلامية في جانفي عام 2009 بوصف هياكل الصكوك والتعريف بها، وتوضيح المخاطر المختلفة التي تتعرض لها مؤسسات الخدمات المالية بالنسبة للصكوك والمتطلبات التشغيلية المتعلقة بالتصكيك والصكوك، كما قام المجلس بمعالجة التعرض لمخاطر الصكوك والتصكيك بالإضافة إلى معالجة التعزيز الائتمان المقدم من المصدر أو المنشئ حسب هيكلته.

وفي المرحلة قبل الأخيرة أجاز مجمع الفقه الإسلامي الدولي في نيسان أبريل 2009 وقف الصكوك لأنها أموال معتبرة شرعاً، مبيناً الأحكام والضوابط الشرعية لوقف الصكوك. وفي المرحلة الأخيرة استعرض المجمع خصائص الصكوك وأحكامها مؤكداً على إيجاد الإطار القانوني لها، وكان ذلك في أبريل نيسان عام 2009.

3.1.3. أنواع الصكوك الإسلامية

تقوم فكرة الصكوك الإسلامية على أساس الاستثمار في واحد أو أكثر من العقود المشروعة في الفقه الإسلامي، وتختلف أنواع الصكوك بحسب نوع العقد الذي يصدر الصك على أساسه وطبيعة العلاقة التي ينشئها هذا العقد بين مصدر الصك والمكتتبين فيه، ونوع النشاط الذي تستثمر فيه حصيلة الصك وهذه الأنواع حسب تصنيف هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية [122] هي كالتالي:

1.3.1.3. صكوك الإجارة

صكوك الإجارة هي عبارة عن أوراق مالية ذات قيمة متساوية قابلة للتداول، تمثل ملكية أعيان مؤجرة أو منافع أو خدمات وتتخذ من أحكام الفقه الإسلامي مرجعاً رئيسياً لها [49]. كما أن لصكوك الإجارة عدة صور نذكرها بإيجاز:

1.1.3.1.3. صكوك ملكية الموجودات المؤجرة

هي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين مؤجرة أو موعود باستئجارها أو وسيط مالي ينوب عنه، بغرض بيعها واستيفاء ثمنها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح العين مملوكة لحملة الصكوك.

2.1.3.1.3. صكوك ملكية المنافع

وهي على أنواع كما يلي:

1- صكوك ملكية المنافع الموجودة:

وهي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك منفعة عين موجودة أو وسيط مالي ينوب عنه بغرض إجارة منافعها واستيفاء أجرتها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك.

2- صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة:

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

3- صكوك ملكية الخدمات من طرف معين:

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لغرض تقديم الخدمة من مصدر معين (كمنفعة التعليم من جامعة مسماة) واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها وتصبح تلك الخدمات مملوكة لحملة الصكوك.

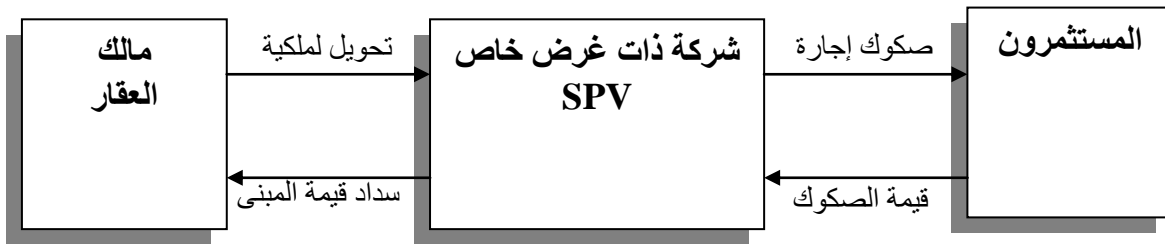
4- صكوك ملكية الخدمات من مصدر موصوف في الذمة:

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

مثال على صكوك الإجارة [95]:

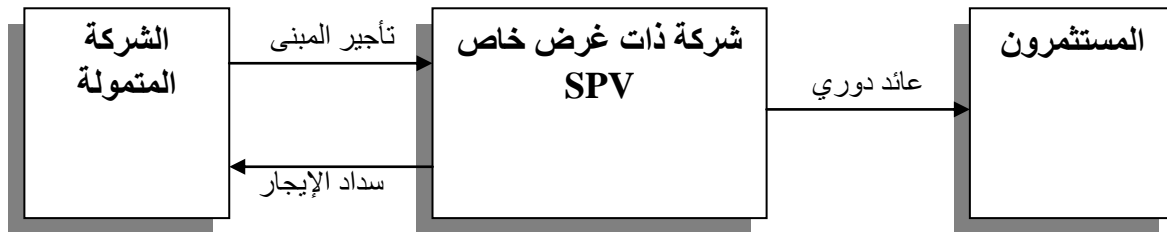
قد ترغب شركة في تمويل شراء عقار من خلال إصدار صكوك إسلامية (يطلق عليها بالشركة المتمولة)، بعد البحث إذا وجدت الشركة العقار وتفاوضت على السعر النهائي للشراء، تنشئ الشركة المتمولة لشركة ذات غرض خاص SPV، تصدر الشركة ذات الغرض الخاص صكوك إجارة للمستثمرين بقيمة مبلغ الشراء وتحصيل القيمة، تستخدم هذه الأموال في سداد قيمة المبنى ونقل ملكيته إلى الشركة ذات الغرض الخاص كما هو مبين في الشكل التالي:

شكل رقم 05: المرحلة الأولى من صكوك الإجارة [95]



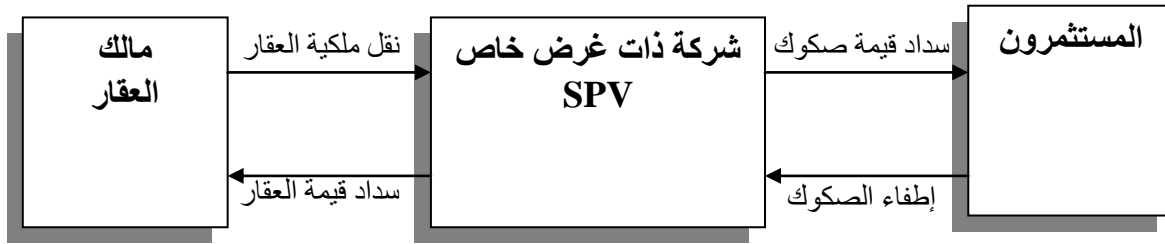
تؤجر الشركة ذات الغرض الخاص للعقار للشركة المتمولة (بوعدها بإعادة شراء المبنى من الشركة ذات الغرض الخاص بسعر متفق عليه عند الشراء) وتحصل منها إيجارا دوريا تحوله إلى حملة الصكوك كعائد دوري، كما في الشكل التالي :

الشكل رقم 06: المرحلة الثانية من صكوك الإجارة [95]



تقوم الشركة المتمولة بتنفيذ الوعد بإعادة شراء العقار من الشركة ذات الغرض الخاص بالسعر المتفق عليه، تسدد الشركة ذات الغرض الخاص المبلغ لحملة الصكوك وتنقل ملكية العقار للشركة المتمولة كما هو موضح في الشكل التالي:

الشكل رقم 07: المرحلة الثالثة من صكوك الإجارة [95]



2.3.1.3. صكوك السلم

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها، لتحصيل رأس المال السلم وتصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك.

كما تم تعريفها أيضا: « بأنها صكوك تمثل ملكية شائعة في رأس مال السلم لتمويل شراء سلعة يتم استلامها في المستقبل ثم تسوق على العملاء ويكون العائد على هذه الصكوك هو الربح الناتج عن البيع، ولا يتم تداول هذه الصكوك إلا بعد أن يتحول رأس المال إلى سلع وذلك بعد استلامها وقبل بيعها، وتمثل الصكوك حينها ملكية شائعة في هذه السلعة.» [113]

ويعتبر مصدر تلك الصكوك هو البائع لسلعة السلم والمكتتبون فيها هم المشترون للسلعة وحصيلة الاكتتاب هي ثمن شراء السلعة (رأس مال السلم).

3.3.1.3. صكوك الاستصناع

وهي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة ويصبح المصنوع مملوكا لحملة الصكوك. كما تم تعريفها أيضا بأنها شهادات أو وثائق أو عقود يتم إصدارها باسم المكتتب مقابل المبلغ الذي اكتتب فيه في شركة معينة وفقا لقواعد وشروط معينة، وهي تمثل بذلك حصصا شائعة في شركات متخصصة لممارسة نشاط الصناعة، حيث تقوم الجهات المصدرة لصكوك الاستصناع بتكوين شركة ذات قدرة وخبرة في تصنيع السلعة. بمختلف أنواعها من الصناعات الخفيفة والثقيلة والبرية والبحرية والجوية، كالمباني السكنية، ووسائل النقل كالسيارات والطائرات والسفن والقطارات وغيرها. [119]

ويعتبر المصدر لهذه الصكوك هو الصانع (البائع) والمكتتبون فيها هم المشترون للعين المراد صنعها، وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة المصنوع ويملك حملة الصكوك العين المصنوعة ويستحقون ثمن بيعها، أو ثمن بيع العين المصنوعة في الاستصناع الموازي إن وجد.

4.3.1.3. صكوك المراجعة

وهي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المراجعة وتصبح سلعة المراجعة مملوكة لحملة الصكوك.

ويعتبر الهدف من إصدار صكوك المرابحة هو تمويل عقد بيع بضاعة المرابحة كالمعدات والأجهزة، فتقوم المؤسسة المالية بتوقيعه مع المشتري مرابحة، بصفتها مدير إصدار نيابة عن حملة الصكوك، وتستخدم المؤسسة المالية حصيلة الصكوك في تملك بضاعة المرابحة وقبضها قبل بيعها مرابحة، وتصدر هذه الصكوك لشراء سفن وطائرات وإنشاء محطات توليد الطاقة مما لا ترغب المؤسسة المالية في تمويله من مواردها العادية [101].

ويعد المصدر لصكوك المرابحة هو البائع لبضاعة المرابحة والمكتتبون فيها هم المشترون لبضاعة المرابحة وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة لشراء البضاعة، ويملك حملة الصكوك سلعة المرابحة ويستحقون ثمن بيعها.

5.3.1.3 . صكوك المشاركة

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع أو تطوير مشروع قائم، أو تمويل نشاط على أساس عقد من عقود المشاركة ويصبح المشروع أو موجودات النشاط ملكاً لحملة الصكوك في حدود قيمة حصصهما وتدار صكوك المشاركة على أساس الشركة أو على أساس المضاربة أو على أساس الوكالة بالاستثمار. ومن أمثلتها « صفقة صكوك طيران الإمارات بمبلغ 550 مليون دولار أمريكي وذلك لتطوير وإنشاء مبنى جديد للشركة» [113]

المصدر لهذه الصكوك هو طالب المشاركة معه في مشروع معين أو نشاط معين والمكتتبون هم الشركاء في عقد المشاركة وحصيلة الاكتتاب هي حصة المكتتبين في رأس مال الشركة، ويملك حملة الصكوك موجودات الشركة بغنمها وقرمها ويستحقون حصتهم في أرباح الشركة إن وجدت.

6.3.1.3 . صكوك المضاربة

وتعرف بأنها: « أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس مال المضاربة بإصدار صكوك متساوية القيمة تمثل ملكية حصص شائعة في المشروع الذي وقع لتمويله بذلك المال» [111]

ومصدر هذه الصكوك هو المضارب والمكتتبون فيها هم أرباب العمال، وحصيلة الاكتتاب هي رأس مال المضاربة، ويملك حملة الصكوك موجودات المضاربة والحصة المتفق عليها من الربح ويتحملون الخسارة إن وجدت.

7.3.1.3 . صكوك المزارعة

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تمويل مشروع على أساس المزارعة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في المحصول وفق ما حدده العقد. ويعتبر صاحب الأرض هو مصدر هذه الصكوك، والمكتتبون فيها هم المزارعون في عقد المزارعة. وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف الزراعة، وقد يكون المصدر هو المزارع (صاحب العمل) والمكتتبون هم أصحاب الأرض، ويملك حملة الصكوك الحصة المتفق عليها مما تنتجه الأرض.

8.3.1.3. صكوك المساقاة

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في سقي أشجار مثمرة والإنفاق عليها ورعايتها على أساس عقد المساقاة، ويصبح لحملة الصكوك حصة من الثمر وفق ما حدده العقد وصاحب الأرض التي فيها الشجر هو المصدر لتلك الصكوك والمكاتبون فيها هم المساقون في هذا العقد، وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف العناية بالشجر ويستحق حملة الصكوك الحصة المتفق عليها مما تنتجه الأشجار.

9.3.1.3. صكوك المغارسة

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في غرس أشجار وفيما يتطلبه هذا الغرس من أعمال ونفقات، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الأرض والغرس. ومالك الأرض هنا هو المصدر لتلك الصكوك، والمكاتبون هم المغارسون، وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف الغرس، ويستحق حملة الصكوك الحصة المتفق عليها من الأرض والشجر.

2.3. العمليات على الصكوك

وتتضمن العمليات على الصكوك المراحل التي تمر بها الصكوك بدءاً من الإعلان عن الاكتتاب وانتهاءً بالإطفاء واسترداد قيمة الصكوك. مروراً بعمليات التداول التي تتضمن كلا من البيع والشراء والرهن وما إلى ذلك من العمليات وفيما يلي من هذا المبحث سنتناول كلا من هذه العمليات على حدا.

1.2.3. مراحل الصكوك

تتم عملية التصكيك حسب الخطوات التالية: [106]

- مرحلة إصدار الصكوك.
- مرحلة إدارة محفظة الصكوك.
- مرحلة إطفاء الصكوك.

1.1.2.3. مرحلة إصدار الصكوك

وتتم هذه المرحلة بالخطوات التالية:

الخطوة الأولى: الشركة المنشئة تعين الأصول التي يراد تصكيكها، يحصرون جميع ما لديها

من الأصول المتنوعة في وعاء استثماري واحد يعرف بمحفظة الصكوك ونقلها إلى SPV وهي كيان مستقل تم تأسيسها من قبل الشركة المنشئة بقرار من هيئة سوق المال وفقاً للشروط والإجراءات الخاصة ويلاحظ أن SPV تمثل ركناً أساسياً في عملية التصكيك وذلك لكونها تحقق شرط انفصال الذمة المالية (للمصكك) الأصلي عن الجهة المصدرة للصكوك وذلك

لتحسين الجدارة الائتمانية للصكوك. [110]

الخطوة الثانية: تصكيك الأصول ثم بيعها، تقوم شركة SPV بإعادة تصنيف الأصول وتقسيمها إلى أجزاء أو وحدات تناسب وتلبي حاجات ورغبات المستثمرين. ثم تحويلها إلى صكوك وبيعها إلى المستثمرين.

والمقصود بإصدار الصكوك هو طرحها للاكتتاب فيها ويكون ذلك على أساس عقد إصدار والذي هو عبارة عن العقد الشرعي الذي تصدر الصكوك الاستثمارية على أساسه، ويتم عقد إصدار الصكوك بإيجاب وقبول بعقد من هذه العقود الشرعية، ويوجه الإيجاب عن طريق إعلان نشرة تسمى نشرة الإصدار، أما القبول فإنه يتمثل في الاكتتاب في الصكوك المصدرة ودفع قيمتها، وتتمثل شروط الإصدار في الشروط التي يجب أن تتضمنها نشرة إصدار الصكوك حتى تستوفي شروط الإيجاب الشرعي الذي ينشأ عن قبوله العقد الشرعي الذي تصدر الصكوك على أساسه، والذي تترتب آثاره في حق عاقيه (المصدر والمكتتب)، ويعد المكتتب في الصكوك بناءً على نشرة الإصدار قابلاً لهذا العقد بجميع الشروط والأحكام التي تتضمنها هذه النشرة. ويراعي في نشرة الإصدار ما يأتي[122]:

- أن تتضمن نشرة الإصدار شروط التعاقد والبيانات الكافية في المشاركين في الإصدار وصفاتهم الشرعية وحقوقهم وواجباتهم، مثل وكيل الإصدار، ومدير الإصدار، ومنظم الإصدار، وأمين الاستثمار... وغيرهم. كما تتضمن شروط تعيينهم وعزلهم.
- أن تتضمن نشرة الإصدار تحديد العقد الذي تصدر الصكوك على أساسه.
- أن يكون العقد الذي أصدرت الصكوك على أساسه مستوفياً لشروطه وأركانه.
- أن ينص في النشرة على الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية، وعلى وجود هيئة شرعية تعتمد آلية الإصدار وتراقب تنفيذه طوال مدته.
- أن تنص النشرة على أن يتم استثمار حصيلة الصكوك وما تتحول إليه تلك الحصيلة من موجودات بصيغة من صيغ الاستثمار الشرعية.
- يجب أن يشارك مالك كل صك في الغنم بمقدار ما دفع ويتحمل من الغرم بنسبة ما تمثله صكوكه من حقوق مالية.
- أن لا تشمل النشرة على أي نص يضمن به مصدر الصك لمالكة قيمة الصك الاسمية، في غير حالات التعدي والتقصير. ولا قدراً معيناً من الربح.
- يجوز أن تصدر الصكوك لأجل قصيرة أو متوسطة أو طويلة وقد تصدر دون تحديد أجل.
- يجوز أن ينظم مصدر الصكوك أو حملة الصكوك طريقة مشروعة تحوطاً للمخاطر، صندوق تأمين إسلامي بمساهمة حملة الصكوك.

2.1.2.3. مرحلة إدارة محفظة الصكوك

بعد أن يتم بيع الصكوك للمستثمرين تقوم شركة SPV بإدارة هذه المحفظة نيابة عن المستثمرين طيلة مدة الاستثمار بتجميع العائدات والدخول الدورية الناتجة من الأصول وتوزيعها للمستثمرين. كما تقوم بتقديم جميع الخدمات التي تحتاجها المحفظة.

3.1.2.3. مرحلة إطفاء الصكوك

ويقصد بإطفاء الصكوك انتهاء صفتها الاستثمارية بتحويلها إلى نقود يتسلمها حامل الصك الأخير الذي تملك السند بدفع قيمته إلى الحامل السابق له على أن هذا الإطفاء للصكوك إما أن يكون كلياً مرة واحدة في نهاية مدة الإصدار، أو جزئياً بالتدريج خلال سنوات الإصدار، وصورته بأنه إذا كان للإصدار مدة محددة فإنه بانتهاؤها تتم تصفية الموجودات التي يمثلها الصك إما حقيقة ببيعها لطرف خارجي أو حكماً بالتقويم (التنضيق الحكمي) وأيلولتها إلى الجهة المصدرة بالبيع أيضاً، وقد يتم التملك لتلك الموجودات بالهبة أو بثمان رمزي، أو بالقيمة المتبقية في صورة صكوك الإجارة التي تنتهي بالتمليك. [123]

2.2.3. تداول الصكوك

من الناحية الشرعية فإن تداول الصكوك أي انتقال ملكية الصك من شخص إلى آخر هو من التصرفات الجائزة شرعاً، فليس الصك إلا وثيقة بما يمثله من أعيان ومنافع وديون، ويراعي في التعامل والتصرفات المتعلقة بالصكوك الأحكام الفقهية في التصرف في أنواع الملك التي يمثلها الصك، فالتصرف في الصك تعرف في العروض إلا إذا كانت أعياناً محرمة (كالخمر) أو شاب التعاقد ظلم أو غش إلى آخره، وإنما تضع أحكام الشريعة بعض القيود على التصرفات المتعلقة بالديون والنقود السائلة، فالنقود تخضع في تبادلها لأحكام الربا، كذلك التصرف في الديون يخضع لبعض الضوابط مثل تحريم بيع الدين بالدين. وتحريم بيع الدين بدين أكثر إلى أجل أطول إلى غير ذلك.

لذلك إذا كان الصك ممثلاً لخليط من الديون والأعيان والمنافع والغالب فيه للأعيان فيجوز التصرف فيه بالبيع، يمثل ثمنه أو أزيد أو أقل أما إذا كانت الديون هي الغالبة فيما يمثله الصك، فيخضع تبادل الصك لأحكام بيع الدين في الفقه الإسلامي وهو لا يجوز بيعه إلا بمثل ثمنه دون زيادة أو نقصان التزاماً بأحكام الربا. [103]

ويمكن حصر أبرز الضوابط الشرعية لعملية التداول فيما يلي: [122]

- يجوز تداول الصكوك واستردادها إذا كانت تمثل حصة شائعة في ملكية موجودات من أعيان أو منافع أو خدمات، بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدأ النشاط.
- يجوز تداول الصكوك بأي طريقة متعارف عليها فيما لا يخالف الشرع.
- يجوز تداول صكوك ملكية الموجودات المؤجرة أو الموعود باستئجارها منذ لحظة إصدارها بعد تملك حملة الصكوك للموجودات وحتى نهاية أجلها.

- لا يجوز تداول صكوك ملكية الأعيان الموصوفة في الذمة قبل تعيين العين التي تستوفي منها المنفعة إلا بمراعاة ضوابط التصرف في الديون، فإذا تعينت جاز تداول الصكوك.
- لا يجوز تداول صكوك ملكية الخدمات التي تستوفي من طرف موصوف في الذمة قبل تعيين الطرف الذي تستوفي منه الخدمة إلا بمراعاة ضوابط التصرف في الديون، فإذا تعين الطرف جاز تداول الصكوك.
- يجوز تداول ملكية الخدمات التي تستوفي من طرف معين قبل إعادة إجازة تلك الخدمات فإذا أعيدت الإجازة كان الصك ممثلاً للأجرة.
- يجوز تداول صكوك المشاركة وصكوك المضاربة وصكوك الوكالة بالاستثمار بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط في الأعيان والمنافع.
- يجوز تداول صكوك المزارعة المساقاة بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط إذا كان حملة الصكوك مالكي الأرض.
- لا يجوز تداول صكوك السلم.
- لا يجوز تداول صكوك المرابحة بعد تسليم بضاعة المرابحة للمشتري، أما بعد شراء البضاعة وقبل بيعها للمشتري فيجوز التداول.
- يجوز تداول أو استرداد صكوك الاستصناع إذا تحولت النقود إلى أعيان مملوكة لحملة الصكوك في مدة الاستصناع، أما إذا دفعت حصيلة الصكوك ثمناً في استصناع مواز فإن تداولها يخضع لأحكام التصرفات في الديون وكذا بعد تسليم العين المصنعة للمستصنع.

3.2.3. إجازة الصكوك

- لا يجوز إجازة الصكوك سواء أكانت سلعا أو منافعا أو أعيانا وذلك للأسباب التالية [81]:
- إذا كانت الصكوك تمثل نقودا فإن تأجيرها في هذه الحالة لا يجوز لأن إجازة النقود من باب الربا المنهي عنه، نظرا لأنه لا يخلو بدل الإجازة من أن يكون ثمنا، والصكوك تمثل ثمنا، وتبادل الأثمان له شروط (التقابض والتماثل عند اتحاد الجنس، والتقابض عند اختلاف الجنس)، وفي إجازة الصكوك لا يتم التقابض بين البديلين فيكون العقد باطلا.
- إذا كانت الصكوك تمثل أعيانا (سلعا وعقارات) فيشترط لصحة عقد الإجازة القدرة على تسليم المعقود عليه ليتمكن المستأجر من استيفاء المنفعة، وتسليم العين التي تمثلها الصكوك متعذر لأن المساهم ليس له الحق في المطالبة بالعين التي يمثلها صكه للانتفاع بها فمن باب أولى لا يستطيع أن يملك منفعة العين لغيره.
- إذا كانت الصكوك تمثل ديونا وكانت الديون في أصلها نقودا، فيشترط في إجازتها ما يشترط في الصرف، وإذا كانت الديون في أصلها سلعا ويتعذر تسليم الأعيان، وبالتالي لا يجوز إجازة الصكوك التي تمثل ديونا.

4.2.3. وقف* الصكوك

مضمون هذه الفكرة أن تقوم إدارة الأوقاف بدراسة اقتصادية لمشروع محدد، تبين فيه الكلفة المتوقعة والربح المتوقع، ثم تقوم عبر هيئة متخصصة بإعداد صكوك قيمتها الإجمالية مساوية للتكلفة المتوقعة للبناء، وتعرض على حاملي الصكوك الممولين للبناء، اقتسام عائد الإيجار، بنسبة تحددها هي في ضوء الدراسة الاقتصادية للمشروع على أن يخصص جزء من العائد الذي تملكه إدارة الأوقاف لإطفاء الصكوك أي شرائها من حامليها شيئاً فشيئاً حتى تعود بعد فترة من الزمن - الملكية الكاملة للبناء إلى إدارة الأوقاف. [96]

والهدف من هذه العملية هو القدرة على الوقف إلى عموم المسلمين وذلك من خلال اكتتابها في الصكوك التي يتم طرحا من قبل إدارة الأوقاف، وهناك اسم آخر لهذه العملية ألا وهو الصكوك الوقفية. ولهذه الصكوك عدة أشكال نذكر منها على سبيل المثال لا الحصر [114]:

1.4.2.3. صكوك المشاركة الوقفية

وذلك بأن يكون لإدارة الوقف أرض ترغب بالبناء عليها ولا يوجد لديها التمويل اللازم للبناء فتقوم إدارة الوقف بإصدار صكوك مشاركة عادية تشبه الأسهم في شركات المساهمة، حيث تتضمن نشرة الإصدار وكالة لإدارة الأوقاف باستعمال قيمة الإصدار للبناء على أرض الوقف وبعد قيام البناء يشارك أصحاب الصكوك في ملكية البناء بنسبة ما يملكون من صكوك، ويكون ناظر الوقف مدير للبناء بأجر معلوم كما هو الحال في الأسهم في شركات المساهمة العادية، فإن الأرباح توزع على حملة الأسهم والسندات. ويمكن أن يبقى ملك البناء بيد أصحاب الصكوك بصورة مستمرة، فلا يحتاج إلى إطفاء أو انتقال الملك للوقف كما يمكن لإدارة الوقف القيام بالتملك التدريجي للبناء من خلال شراء الصكوك من السوق.

2.4.2.3. صكوك الأعيان المؤجرة:

وهي صكوك أو أوراق مالية نمطية تمثل أجزاء متساوية من ملك بناء وقفي مؤجر، تم تشييده بتمويل من أصحاب الصكوك أنفسهم حيث يقوم ناظر الوقف بإصدار هذه الصكوك وبيعها للجمهور وبسعر يساوي نسبة حصة الصك من البناء إلى مجموع تكلفة البناء، فلو كانت كلفة البناء عشر ملايين دينار، وقسم البناء إلى مليون وحدة، صدر فيها مليون صك أعيان مؤجرة وكان سعر بيع الصك الواحد عن إصداره من ناظر الوقف هو عشرة دنانير، ويعطي الصك توكيلاً من حامله لناظر الوقف بالبناء وكالة عن حملة الصكوك، ويمكن لهذه الصكوك أن تصدر بأجال متعددة، آجال طويلة متجددة أو آجال محددة

* الوقف لغة هو الحبس والمنع، واصطلاحاً هو وقف الأصل، وتسبيل الثمرة أو المنفعة، وحبس العين يكون بعدم التصرف فيها بالبيع أو الرهن أو الهبة وغيرها من التصرفات.

تنتهي إما بشراء الأصل الثابت بسعر السوق من قبل ناظر الوقف أو بتحويله إلى وقف بعد عشرين سنة من التأجير مثلا فيكون ذلك في أصل عقد إصدار صكوك* الأيجار.

وكانت أول تجربة للصكوك الوقفية من طرف الدكتور سامي حمود عندما طرح فكرة صكوك المقارضة (المضاربة) على وزارة الأوقاف الأردنية وذلك من أجل إعمار الممتلكات الوقفية فتشكلت لجنة لهذا الغرض وصدر قانون خاص مؤقت برقم(10) العام 1981 ونشر بالجريدة الرسمية.[114]

5.2.3. ضمان* الصكوك

من بين المشاكل التي تواجه الصكوك الإسلامية أحكام ضمان الصكوك وضمن عوائدها، وهذا ما سنتناوله في العناصر التالية:

1.5.2.3. ضمان القيمة الاسمية للصك

والمقصود بالقيمة الاسمية التي تحدد للصك عند إصداره، ومجموع قيم هذه الصكوك هو رأس مال الصندوق، وإذا وجد تعهد من مصدره أو مديره فهو غير جائز لأنه ممنوع شرعا، كما أنه يفقد الصكوك الإسلامية أهم خصائصها التي تميزت بها من حيث كونها أدوات مالية استثمارية مشروعة ويدخلها في دائرة السندات، وحامل الصك مالك له، له غنمه وعليه غرمه فهلاكه كليا أو جزئيا أو نقصان قيمته عليه وحده، وهذا هو الذي يحقق معنى الملك الحقيقي في الصكوك الإسلامية.

2.5.2.3. ضمان العائد

وضمن العائد على الصكوك بأن يتعهد مصدرها أو مديرها بضمن عائد معين أو منسوب إلى رأس المال الذي اشترى به الصك، لأن مشتري الصك لا يدري هل سيتحقق له ربح أو لا يتحقق، وهل سيسلم له رأس ماله أو ينقص، فضمنهم له غرر كبير لا يجوز شرعا إضافة إلى أنه يسوي بين الصكوك الإسلامية والسندات الربوية، المحرمة التي تتمتع بضمن العائد عليها من مصدر ربحها فتكون بذلك قرضا ربويا محرما.

3.5.2.3. الضمان بعوض

المقصود به أن يدفع حامل الصك مبلغا إلى مصدر الصك أو إلى أي جهة أخرى لضمان نقصان القيمة الاسمية للصك أو لضمان العائد، وهذا في حقيقته غرر ومقامرة، لأن حامل الصك الذي يدفع هذا المبلغ قد يأخذ أكثر مما يدفع وقد يدفع أقل منه، وقد لا يأخذ شيئا وهذا من الربا أيضا، لأنه قد يدفع مئة فيأخذ بدلا عنها ألفا.

* كاتب البحث استعمل كلمة سندات بدل صكوك قاصدا بذلك الصكوك فأرجعناها إلى أصلها من أجل توحيد المصطلحات.
* الضمان، الالتزام بالشيء وفي الاصطلاح: ضم ذمة الضامن إلى ذمة المضمون عنه في التزام الحق وقد تستخدم كلمة الضمان بمعنى آخر بمعنى التزام التعويض عن الخسارة في حال وقوعها في رأس المال.

4.5.2.3. ضمان الطرف الثالث

والمقصود به وجود طرف غير طرفي العقد، يضمن ما يحصل من نقص أو خسران في مشروع معين، تم تمويله بواسطة الصكوك.

وقد جاء في المعيار الشرعي رقم [122]18، بأنه يجوز أن يتبرع بالضمان طرف ثالث مستقل وكذا في قرار مجمع الفقه الإسلامي بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار في البند 3 بأنه ليس هناك ما يمنع شرعا في نشرة الإصدار أو صكوك المقارضة في الحصول على وعد طرف ثالث منفصل في شخصيته ودمته المالية عن طرفي العقد بالتبرع وبدون مقابل لمبلغ مخصص لجبران الخسران في مشروع معين على أن يكون التزاما مستقلا عن عقد المقارضة بمعنى التزامه ليس شرطا في نفاذ العقد. ويستند هذا القرار إلى أن مبدأ التبرع جائز شرعا ومرغب فيه فليس هناك ما يمنع من قبوله هنا مادام أنه مستقل عن طرفي العقد وربما كان الدافع به في التبرع المحض، وربما كان يقصد تشجيع نوع معين من الاستثمارات وتنشيطها لتستمر وتزدهر أو لغير ذلك.

3.3. الفرق بين الصكوك الإسلامية وغيرها من الأوراق المالية

حينما يريد شخص إنشاء مشروع اقتصادي فإنه يحتاج لتمويل يقدمه من ماله الخاص ويسمى المشروع (مشروع فردي) وحينما لا تكفي موارده الذاتية فإنه يلجأ للغير إما بالمشاركة معه بعدد محدد من الأشخاص في صورة شركة أشخاص، وإما بالاقتراض من شخص أو بنك وحينما كبرت المشروعات بعد الثورة الصناعية وزيادة حجم النشاطات ووجدت صعوبة في تجميع التمويل من عدد محدد من الأشخاص نشأت شركات المساهمة التي يقسم رأس مالها إلى أسهم بقيمة اسمية متساوية، ثم تطرح للاكتتاب (الشراء) بواسطة الجماهير، ومن هنا وجدت فكرة الأوراق المالية، وفي ترتيب آخر عندما تحتاج الشركات بعد قيامها إلى تمويل إضافي من غير المساهمين تقترض من الجماهير بواسطة ورقة مالية اسمها السندات، وبالتالي فالأوراق المالية تمثل وثيقة بحق شائع في ملكية صافي أصول الشركة إن كانت سهما والحق في الحصول على نصيب من الربح الذي تحققه الشركة إن وجدت، أو حق شائع في قرض ذمة شركة مع الحق في الحصول على فائدة تحسب بنسبة من قيمة القرض.

ويوجد طريق ثالث للحصول على التمويل وذلك في شركة أو مؤسسة قائمة وهي أن تباع أحد أصولها الذي يدر تدفقا ماليا في صورة دخل بشكل منفرد عن باقي الأصول وهذا البيع إن كان لجهة واحدة فهو بيع عادي وإن تم البيع للجماهير يملك كل منهم حصة شائعة في هذا الأصل بموجب ورقة مالية فهو التوريق.

إن التوريق والتصكيك والتسنييد هي مفردات لمسمى واحد، أي تشير إلى نفس المعنى، إلا أن مصطلح التصكيك قد انصب في عقول الجمهور على خصوص الاستثمار الإسلامي الذي يتوافق مع

أحكام الشريعة أما التوريق والتسنييد فلا يشتهر استعمالها عند الباحثين في الاقتصاد الإسلامي لارتباطهما بالاستثمار التقليدي.

فيما يلي من هذا المبحث سنحاول ضبط المصطلحات المتعلقة بكل من المفاهيم التالية: التوريق، التصكيك، الصك، السهم، السند.

حتى يظهر مفهوم كل واحدة منها على حدة ولا يحصل الخلط بين المفاهيم والمصطلحات، وهذا عن طريق تحديد معنى كل منها وإظهار الفرق بين الصكوك (التي هي موضوع بحثنا) وغيرها من الأوراق المالية الأخرى، حيث تم تقسيم هذا المبحث إلى المطالب التالية:

المطلب الأول: مفهوم التوريق التقليدي والتصكيك الإسلامي.

المطلب الثاني: الفروقات الجوهرية بين التوريق والتصكيك.

المطلب الثالث: الفرق بين الصكوك والأسهم والسندات.

1.3.3. مفهوم التوريق التقليدي والتصكيك الإسلامي

سنحاول في هذا المطلب بيان مفهوم التوريق التقليدي وتاريخ ظهوره والأسباب المتعلقة بذلك، وكذا تحديد مفهوم التصكيك بشكل موجز لأنه سبق شرحه في المبحث الأول من هذا الفصل.

1.1.3.3. التوريق التقليدي

بدأ بروز التوريق كظاهرة بشكل خاص في نهاية الثمانينات بالولايات المتحدة الأمريكية، وقد كانت بداية التوريق في البورصات المالية الأمريكية وكان غرضها حل مشكلة القروض الإسكانية العقارية، وذلك لتحويل أصول مالية مرهونة غير سائلة إلى أصول مالية سائلة أو قابلة للتسييل في البورصات. ثم لم يطل بمنتج التوريق العهد حتى انتشر في أوربا وبخاصة في بريطانيا وفرنسا ثم كندا وأستراليا ونيوزلندا والسويد، وبدأ هذا المنتج يأخذ دوره في السنوات الأخيرة إلى أن أدى إلى انفجار الأزمة المالية العالمية، حيث صار إذا ذكر التوريق تذكر الرهون العقارية ويذكر بيع الديون وهذا يساوي الأزمة المالية العالمية 2008 التي عصفت بالبنوك الدولية والشركات العملاقة.

فما هو التوريق؟

لغة : من الورق ورق الشجرة والكتاب... وورقت الشجرة توريقا وأورقت إيراقا أخرجت ورقها، والورق المال، هذا بالفتح أم بالكسر الورق هي الفضة. [124]

أما اصطلاحاً: كلمة توريق تعني « تحويل القروض إلى أوراق مالية قابلة للتداول. » [98]

كما تم تعريفه: أداة مالية جديدة لتحويل الديون إلى أوراق مالية من خلال قيام مؤسسة مالية بحشد مجموعة من الديون المتجانسة والمضمونة كأصول، ووضعها في صورة دين واحد معزز ائتمانيا وموزع على شكل أوراق مالية متساوية القيمة، قابلة للتداول قليلا للمخاطر، وضمانا للتدفق المستمر للسيولة النقدية للبنك [107].

وعرفه القرّة داغي بأنه تحويل الديون المضمونة من المقرض الأساسي إلى مقرضين آخرين وهذا تعريف موجز وواضح مفاده أن التوريق ما هو إلا عملية بيع الدين* لغير صاحبه.
ونلاحظ من هذه التعريفات أن التوريق لا يشمل التوريق في المؤسسات المالية الإسلامية التي يكون محل التوريق فيها الموجودات العينية والمنافع بدلا من الديون، الأمر الذي يتطلب تعريفا خاصا للتوريق الإسلامي والذي اختير له مصطلح التصكيك بدلا من التوريق.

2.1.3.3. مفهوم التصكيك الإسلامي

عرف التصكيك بأنه عبارة عن « عملية تحويل الأصول المقبولة شرعا إلى صكوك مالية مفصولة الذمة المالية عن الجهة المنشئة لها وقابلة للتداول في سوق مالية شريطة أن يكون محلها غالبا أعيانا، وذات آجال محددة بعائد غير محدد أو محدد ولكن ليس خاليا من المخاطر.» [110]
كما تم تعريفه أيضا بأنه « عملية تقسيم ملكية الأصول والموجودات المالية إلى أجزاء، يمثل كل جزء منها صكا قابلا للتداول لأغراض الاستثمار في سوق المال وفق الضوابط والمعايير الشرعية.» [83]

وعليه فإن التعريف الذي نختاره لعملية التصكيك هو عملية تحويل الأصول المالية التي تمثل أعيانا ومنافع وخدمات إلى صكوك متساوية القيمة ذات آجال محددة قابلة للتداول بما يوافق الشرع بناءً على صيغة من صيغ التمويل الإسلامية المعروفة، واستعمال حصيلتها في تمويل مشروع استثماري معين وفقا لأحكام الشريعة.

2.3.3. الفروق الجوهرية بين التوريق التقليدي والتصكيك الإسلامي

بعد استعراض مفهوم كل من التوريق التقليدي والتصكيك الإسلامي تبين لنا ما يلي [98]:

1.2.3.3. التسمية و الهدف:

- تسمى العملية توريقا وتسنيدا في المؤسسات التقليدية لأن ما يصدر منها أوراق مالية في صورة سندات بفائدة، بينما تسمى في المؤسسات الإسلامية تصكيكاً لأن ما ينتج عنها صكوك.
- الهدف الأساسي من عملية التوريق أو التصكيك واحد وهو الحصول على السيولة النقدية في كلا النوعين من المؤسسات بجانب توفير وسيلة استثمار لحملة الصكوك.

2.2.3.3. الأصول محل التوريق أو التصكيك

- من حيث نوعها: هي في الأولى ديون وفي الثانية أعيان أو منافع أو هما معا.
- من حيث هيكل الموجودات القابلة للتوريق: يتكون من بند واحد في الأولى وهو الديون، بينما تتعدد في الثانية بتعدد بنود التمويل والاستثمار من إجارة ومشاركة ومضاربة.

3.2.3.3. من حيث الخطوات

تتفق خطوات عملية التوريق في كل منهما من وجود أو اقتناء الأصل محل التوريق ثم النقل لشركة التوريق ثم إصدار الأوراق أو الصكوك ثم تلقي الاكتتاب فيها ثم توزيع العائد ثم التصفية.

4.2.3.3. حقوق حملة الصكوك

- تمثل ديناً على المصدر في الأولى وفي الثانية هي وثائق بحق ملكية.
- العائد في الأولى فائدة ربوية محرمة شرعاً، وفي الثانية أجرة في حالة الإجارة وربحاً في حالة المشاركات والمضاربات.
- مخاطر التشغيل الخسائر: في الأولى لا يتحمل حملة السندات أية مخاطر من عدم قدرة المصدر على تحصيل الديون، بينما في الثانية يتحملون الخسائر في حالة تحقيق المشاركة أو المضاربة لخسائر وكذا في الأجرة في حال الإجارة إن لم يوجد لها ضامن.

5.2.3.3. تداول الأوراق المالية

في الأولى يتم تداول السندات في السوق الثانوية بينما في الثانية يتم تداول الصكوك إن كانت تمثل ملكية أعيان أو منافع أما الصكوك التي تصدر عن ندم بيوع آجلة فلا يجوز تداولها شرعاً.

6.2.3.3. التعزيزات الائتمانية

من أهم مكونات صفقة التصكيك التقليدي التعزيزات الائتمانية، أما في التصكيك الإسلامي فالوضع يختلف إذ العلاقة ليست علاقة دائنية وإنما هي مشاركة في الأصول واستحقاق للربح والخسارة وبالتالي لا توجد حاجة لمثل تلك التعزيزات. [99]

3.3.3. الفرق بين الصكوك والأسهم والسندات

في الفصل الأول تم تعريف كل من الأسهم والسندات، وفي هذا الفصل تم تعريف الصكوك، لهذا لن نتعرض لتعريف هذه الأدوات في هذا المطلب، ونكتفي بذكر أوجه الشبه وأوجه الاختلاف بين الصكوك والأسهم وبين الصكوك والسندات.

1.3.3.3. المقارنة بين الصكوك والأسهم

وفيما يلي إيراد لكل من أوجه الشبه وأوجه الاختلاف:

1.1.3.3. أوجه الشبه [81]:

- يشترك كل من السهم والصك في أنهما يمثلان حصة شائعة في صافي أصول الشركة أو المشروع.
- يستحق مالك السهم والصك حصة في صافي ربح الشركة أو المشروع.
- يقوم كل من السهم والصك مقام الحصة الشائعة في صافي أصول الشركة أو المشروع في التسليم والحياسة والقبض، وهي أمور تلزم لصحة التصرف فشرط محل البيع والهبة والرهن أن يكون مقدراً على تسليمه.

- إذا تم بيع السهم أو الصك، فإن حيازتهما و قبضتهما يعد حيازة للحصة الشائعة نفسها، كحكم من أحكام العقد وأثر من الآثار المترتبة عليه.

2.1.3.3.3. أوجه الاختلاف [91]:

- الصكوك (بشكل عام) ورقة مالية قليلة المخاطر، بينما الأسهم ورقة مالية ذات مخاطر عالية.
- من جهة الشركة المصدرة، الصكوك – في أغلب هياكلها- أداة تمويل خارج الميزانية، بينما الأسهم حصة مشاعة في رأس مال الشركة وعليه فحامل الصك ممول للشركة المصدرة وأما مالك السهم فهو شريك ومالك لحصة مشاعة في الشركة.
- الصكوك لها تاريخ استحقاق – إطفاء- بينما الأسهم ورقة مالية غير مؤقتة.
- حامل السهم له حقوق مباشرة على إدارة الشركة وله صوت في تعيين الإدارة وعزلها، أما حامل الصك فليس له الحق في تعيين إدارة الشركة ولا عزلها.

2.3.3.3. المقارنة بين الصكوك والسندات

وفيما يلي عرض لأجه الشبه والإختلاف:

1.2.3.3.3. أوجه الشبه [95]:

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

2.2.3.3.3. أوجه الاختلاف:

- العائد على السند فائدة ربوية محرمة أو العائد على الصك فهو ناشيء عن ربح أو غلة العقود التي بنيت هيكله الصكوك عليها.
- عوائد الصكوك ليست التزاما في ذمة المصدر، بينما عوائد السندات هي التزام من المفترض يلزمه الوفاء بها في مواعيد استحقاقها.
- الصك يمثل حصة شائعة في العين المملوكة أو في العقود المدرة للربح في عين إلى السند يمثل قرضا في ذمة مصدره.

تمويل مهيكّل		تمويل مباشر		عنصر المقارنة
الصكوك الإسلامية	الصكوك التقليدية	الأسهم	السندات	
1990	1970	1600	1600	تاريخ التطبيق
ملكية حصة شائعة من الأصول	مديونية مضمونة بأصول	ملكية حصة شائعة من الأصول	مديونية (قرض)	العلاقة بين المصدر والمستثمر
العائد من استثمار الأصول	سعر الفائدة	العائد من استثمار الأصول	سعر الفائدة	مصدر العائد
حسب طبيعة الأصول	قابلة للتداول	قابلة للتداول	قابلة للتداول	القابلية للتداول
خارج الميزانية	خارج الميزانية	تظهر في الميزانية	تظهر في الميزانية	المعاملة المحاسبية
تعتمد على صيغة استثمار الأصول	منخفضة	مرتفعة	منخفضة	درجة المخاطرة
مؤقتة	مؤقتة	غير مؤقتة	مؤقتة	المدة

جدول رقم 04 : مقارنة الصكوك بالأوراق المالية الأخرى [116]

خاتمة الفصل

تناولنا في هذا الفصل المفاهيم الأساسية التي تتعلق بالصكوك الإسلامية، ففي المبحث الأول تناولنا تعريف الصكوك الإسلامية من طرف جمع من الاقتصاديين والفقهاء والمجامع الفقهية والهيئات الشرعية كما تم بيان أهم الخصائص التي تتميز بها الصكوك، كما عرجنا على تاريخ الصكوك منذ أن كانت مجرد فكرة إلى أن صارت واقعا معاشا يفرض نفسه بقوة، كما تناولنا مختلف أنواع الصكوك حسب تصنيف هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، هذا في المبحث الأول أما في المبحث الثاني فقد تعرضنا فيه لمجمل العمليات التي تقع على الصكوك بداية من الإصدار مروراً بالتداول وانتهاءً بالإطفاء، وغيرها من العمليات التي تجري عليها من إجارة ووقف وضمنان.

أما المبحث الثالث فقد حوى الفروق الجوهرية بين التوريق الذي تقوم به المؤسسات المالية التقليدية وبين التصكيك الذي تقوم به المؤسسات الإسلامية. كما تم التفريق بين الصكوك والأسهم والسندات بعرض موجز لأهم أوجه الشبه والاختلاف.

الفصل 4 الأهمية الاقتصادية للصكوك (عرض تجربة ماليزيا)

لقد برزت أهمية الصكوك كأداة استثمارية مؤخرًا و خاصة بعد الأزمة المالية العالمية ، وقد استفادت الدول من هذه الأداة المالية عن طريق التعامل مع أصول حقيقية . والصكوك الإسلامية المصدرة لم تقتصر على مؤسسات الأعمال فقط بل امتدت لتشمل الحكومات ، فعلى سبيل المثال قامت كل من ماليزيا و السودان بإصدار صكوك لتمويل الخزانة العامة ، و لم يقتصر إصدار الصكوك على الدول العربية و الإسلامية فقط بل امتد إلى بعض البلدان الغربية . ويعتبر الربع الأول من 2011 الأفضل على الإطلاق كفترة فصلية في إصدار الصكوك خلال السنوات الأخيرة حيث أظهرت الأرقام أن ما تم إصداره حتى نهاية مارس الماضي 26 مليار دولار من خلال نحو 160 إصدارًا متنوعًا حول العالم ، و تعكس هذه الأرقام مدى التوجه العالمي نحو الصكوك .

وفي هذا الفصل سنتناول أهمية الصكوك بالنسبة لكل من الشركات و الحكومات و الاقتصاد الكلي كما سنقوم بعرض تجربة ماليزيا في مجال الصكوك و ذلك من خلال تقسيم هذا الفصل كالتالي :

المبحث الأول : الأهمية الاقتصادية للصكوك الإسلامية .

المبحث الثاني : تجربة ماليزيا في الصكوك الإسلامية.

1.1.4 الدور التمويلي للصكوك

في هذا المبحث سنتناول الدور التمويلي للصكوك على كافة المستويات (على مستوى الشركات الاستثمارية، على مستوى البنوك، على مستوى الاقتصاد الكلي) وذلك من أجل إبراز المكانة التي وصلت إليها هاته الأوراق المالية، ودورها التمويلي الفعال على المستوى الكلي. وهذا من خلال تقسيم هذا المبحث إلى المطالب التالية :

1.1.4. دور الصكوك على مستوى الشركات الاستثمارية

تختلف الشركات والمؤسسات الاستثمارية إلى مؤسسات صغيرة ومتوسطة وهي التي تعنى بالمشروعات الصغيرة القصيرة الأجل، ومؤسسات ضخمة تعنى بالاستثمار طويل الأجل.

وفيما يلي سنتناول بالبحث دور الصكوك الإسلامية في تفعيل الاستثمار بشقيه القصير والطويل الأجل.

1.1.1.4. دور الصكوك في تفعيل المشروعات الصغيرة

يكشف الواقع التمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول الإسلامية، وما به من معوقات أمام تلك المؤسسات، مدى حاجة الدول الإسلامية للوقوف على تلك المعوقات، وعلاجها بما يحقق للنظام التمويلي دوره في تنمية تلك المؤسسات، وتبدو هنا أهمية التمويل الإسلامي وفي مقدمتها الصكوك الإسلامية لتحقيق ذلك، فهي تملك من الخصائص والسمات ما يحول دون وجود مثل هذه المعوقات، بما تتضمنه من مزايا لا توجد في غيرها من أنظمة التمويل التقليدي ويمكن إيجاز تلك المزايا: [81]

* تنوع صكوك الاستثمار وتعددتها، فهناك أنواع قائمة على التبرعات والبر والإحسان، وأخرى قائمة على المشاركات، وهذا يتيح فرص ومجالات أكثر لتمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة.

* الصكوك الاستثمارية تقوم على أساس دراسات الجدوى من الناحية الاقتصادية، وعلى أساس الحلال من الناحية الشرعية، وهذا يعني أن المشروعات عند دراستها تخضع للأولويات الإسلامية من ضروريات وحاجيات وكماليات، مما يحقق تخصيصاً أمثل للموارد.

* صكوك الاستثمار الإسلامية تنقل التمويل من أسلوب الضمان والعائد الثابت إلى أسلوب المخاطرة والمشاركة، والغنم بالغرم حيث لا يكون هناك مجال لاستفادة طرف على حساب الآخر كما هو في التمويل التقليدي، وهي بذلك تحقق معيار العدل في المعاملات.

وفي هذا الإطار يمكن لمؤسسات تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة تبني آلية التصكيك لتمويل تلك المشروعات تقوم على تنمية جانب الموارد وكذلك تنمية جانب الاستخدامات لدى مؤسسات التمويل، بما ينمي المشروعات الصغيرة والمتوسطة، أما حصيلة الصكوك فيتم توجيهها لتمويل هذه المشاريع وفقاً لأساليب التمويل الإسلامية.

وهكذا تتحول مؤسسات التمويل من الأسلوب الربوي إلى الأسلوب الإسلامي، ويتحول اهتمامها من إدارة الإقراض إلى إدارة الاستثمار ومن التركيز على الضمان إلى التركيز على الجدوى الاقتصادية.

كما يتم عن طريق التصكيك توفير التمويل اللازم للمشروعات الصغيرة والمتوسطة التي تعاني من عدة مشاكل وعلى رأسها مشكل التمويل. ومنه تفعيل هذه المشاريع التي تعتبر المصدر الرئيسي لتقديم احتياجات المواطنين من السلع والخدمات.

2.1.1.4. دور الصكوك في تفعيل الاستثمار طويل الأجل

إن زيادة حجم سوق الصكوك الإسلامية في الآونة الأخيرة، يؤكد قدرتها على حشد الموارد المالية لتمويل المشروعات التنموية الكبرى مثل مشروعات البنى التحتية كالنفط والغاز والمطارات والموانئ وغيرها من المشروعات التنموية طويلة الأجل، وكذلك لتمويل التوسعات الرأسمالية للشركات.

حيث تؤكد التجارب العملية لإصدارات الصكوك في عدد من البلدان الإسلامية والخليجية والإفريقية قدرتها على تمويل المشروعات الاستثمارية طويلة الأجل وفي ذلك تحقيق قيمة مضافة أكبر للاقتصاد ولهذه الصكوك. حيث توجد بعض المعالم البارزة في التجارب العالمية في إصدار الصكوك الإسلامية (الحكومية والخاصة) لتمويل المشاريع الاستثمارية طويلة الأجل يمكن إيجازها فيما يلي:

[110]

- تمويل مؤسسة الموانئ والجمارك، والمنطقة الحرة في دبي بمبلغ 2.8 مليار دولار وذلك عبر صكوك إسلامية مصدرة بواسطة بنك دبي الإسلامي.

- صكوك شركة (خزانة) الماليزية، بحجم 750 مليون دولار.

- صكوك كرفان السعودية بحجم 98 مليون ريال وهو عملية تصكيك أسطول سيارات أجرة .

- صكوك شركة سابك السعودية بقيمة 3 مليارات.

- صكوك التأجير المرتبطة بمطار البحرين الدولي والمصدرة بواسطة مؤسسة النقد البحرين نيابة عن حكومة البحرين.

- قامت حكومة دبي ممثلة بدائرة الطيران المدني بالتوقيع مع ستة بنوك إسلامية تحت إدارة بنك دبي الإسلامي لإصدار صكوك إجارة إسلامية بحجم بليون دولار أمريكي تم تغطيتها بالكامل لتمويل توسعة مطار دبي.

- صكوك الإجارة الدولية لحكومة قطر بقيمة 700 مليون دولار لتطوير مدينة حمد الطبية.

- ولاية سكسوني انهالت الألمانية أول ملتزم سيادي يصدر صكوكا إسلامية في بلد غير مسلم بحجم 100 مليون يورو.
- صكوك إجارة شركة تبريد الإماراتية بحجم 100 مليون دولار (2002) وكذلك 250 مليون دولار عام 2006.
- صكوك الانتفاع لمشآت البحرين بحجم 340 مليون دولار.
- صكوك إجارة (درة البحرين) بمبلغ 152.5 مليون دولار.
- صكوك إجارة حكومية باكستان بحجم 600 مليون دولار.
- صكوك المشاركة Dubai MCE بحجم 200 مليون دولار.
- صكوك الإجارة (طيران الإمارات) بحجم 550 مليون دولار.
- صكوك المشاركة دار الاستثمار البحرين بحجم 100 مليون دولار.

وغيرها من الإصدارات في البلدان الإسلامية وغير الإسلامية ما لا يمكن حصره*.

2.1.4. دور الصكوك على مستوى المصارف الإسلامية

تعتبر الصكوك أداة محورية في نشاط المصارف الإسلامية، يمكن من خلالها تطوير هيكل الموارد والاستخدامات، وتفعيل دورها الاستثماري والتمويلي وتخفيف المخاطر فيها والحد من مشكلة السيولة. فالميزة الفريدة للصكوك مصرفيا أنها تربط الموارد باستخداماتها في الآجال فتتخفف المخاطر الناجمة عن اختلاف آجال الموارد عن الاستخدامات.

ويمكن للمصارف الإسلامية وفقا للصكوك توفير فرصة الاختيار الوافي للإغراض والمجالات والمشروعات التي تخصص لها حصيلة موارد الصكوك، وبما في ذلك من تنمية الايجابية لدى المدخرين، والتعرف على تفضيلاتهم، ويمكن اعتبارهم عند إقبالهم على الاكتتاب في هذا الصك دون غيره بمثابة قناة معلومات عن الأسواق والاستثمارات، والصكوك تستخدمها المصارف الإسلامية في تلطيف المخاطرة، أي تدنيتهما والتعامل معها بكفاءة وذلك من خلال التنويع في الصكوك (أجلا واستخداما)، وبالترايط بين هيكل الأصول والخصوم، فتتخفف مخاطرة اختلاف الآجال، وتكون الاستخدامات ممولة بمصادر

* لمزيد من المعلومات يمكن مراجعة موقع مركز إدارة السيولة – البحرين على الانترنت

منسجمة في خصائصها وطبيعتها مع خصائص وطبيعة الاستخدامات وبمعدلات الربحية الناتجة في التوظيف في الاقتصاد الحقيقي.

وهكذا نرى أن استخدام آلية الصكوك الإسلامية في المصارف الإسلامية في جذب المدخرات سينتج عنها التفاعل بين العمل المصرفي والاستثمار في دفع عملية التنمية وإقامة هيكل مالي وتوظيف أكفاً وأكثر فاعلية. [103]

من جهة أخرى، يعد النشاط الاستثماري في المصارف الإسلامية بمثابة البديل الشرعي للتعامل الربوي في مجال التمويل في البنوك التقليدية، إلا أن الاستثمار قصير الأجل يمثل السمة الغالبة لاستثمارات هذه المصارف [82]، على حساب الاستثمار طويل الأجل، فمدخلات المصارف الإسلامية تعامل في غالب معاملة الحسابات الجارية في حق السحب، الأمر الذي أوقع تلك المصارف في أزمة فبينما كانت مدخلاتها قصيرة الأجل كانت أهدافها الاستثمارية طويلة الأجل، فتحوّلت من الأسلوب الاستثماري طويل الأجل إلى أسلوب تجاري قصير الأجل، بحثاً عن السيولة والربحية وكان من نتيجة ذلك أن كانت المرابحة بديلاً للائتمان في جانب المخرجات، وفي المقابل أصبحت الودائع الجارية في جانب المدخلات فتحوّلت المصارف الإسلامية إلى صورة شبيهة بالمصارف التقليدية ولمعالجة هذا الخلل وإعادة التوازن إلى نشاطات تلك المصارف كان لابد من إحداث تغيير في أساليب التمويل. فكانت عملية التصكيك كأحد أبرز هذه الأساليب، إذ أنه يمكن للصكوك الإسلامية أن تقدم تمويلاً طويلاً ومتوسط الأجل، ومن ثم يمكن للمصارف الإسلامية أن تعيد التوازن لاستثماراتها من خلال توظيف الأموال المودعة لديها في صكوك استثمارية طويلة الأجل مثل صكوك الاستثمار في مشروعات قطاعية [120]، وهي صكوك ترتبط بالنشاط الاقتصادي الذي سيتم توظيفها عنه، حيث يقوم البنك الإسلامي بتقديم التمويل للمشروعات الاقتصادية في الزراعة والصناعة والخدمات الإنتاجية ومن ثم إصدار صكوك تمويل واستثمار خاصة بهذه الأنشطة القطاعية. [99]

3.1.4. دور الصكوك على مستوى الاقتصاد الكلي

ويبرز دور الصكوك على مستوى الاقتصاد في مجموعة من النقاط هي كالتالي: [110]

- تزيد عمليات التصكيك من درجة تعميق السوق المالية بالبلاد وذلك من خلال وجود عدة بدائل من الأوراق المالية للمستثمرين.

- تساعد عملية التصكيك في نمو الناتج المحلي الإجمالي.

- تساعد عملية التصكيك في تقليل درجة سيطرة الجهاز المعرفي كمزود وحيد للتمويل.

- إن انتشار صناعة التصكيك من شأنه أن يوفر مساحة لقيام مؤسسات توفر هذه الصناعة بالمدخلات الأساسية لها و بالتالي تقوى بنيتها التحتية، من هذه المؤسسات قيام الشركات ذات الطبيعة الخاصة SPV، وكالات التصنيف Agency Rating، خدمات المحاسبة والمراجعة والرقابة الشرعية، بالإضافة إلى خدمات بنوك الاستثمار Investment Banks، وغيرها من الجهات ذات الصلة بنشاط التصكيك.

- مسايرة التغيرات الدولية الحاصلة في سوق التمويل بغرض إرضاء المستثمر المحلي بدلا من انتقاله لاستهلاك هذه الخدمات في الخارج وتأثير ذلك على ميزان العمليات الرأسمالية.

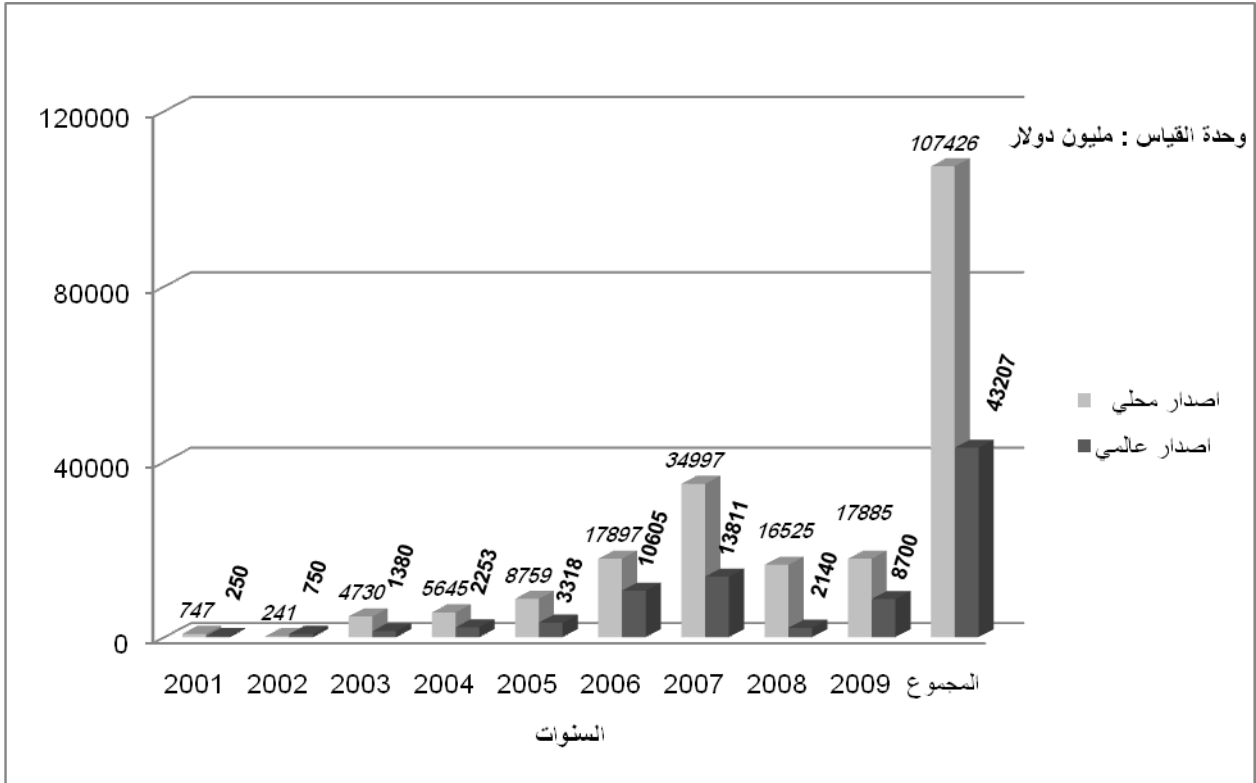
- إتاحة فرص هائلة لسداد العجز في موازنة الدولة كتوفيره لموارد حقيقية غير مؤثرة على المستوى العام للأسعار، وبالتالي لتمكينها من تمويل مشروعات التنمية الأساسية بصورة غير ممكنة.

- من شأن عملية التصكيك أن تبرر تبني الدول لسياسات نقدية أقل تقييدا للائتمان بسبب حقيقة مصادر تمويلها، وبالتالي فإن السياسات التوسعية تعطي ثقة أكبر في مناخ الاستثمار بالبلاد.

4.1.4. الإصدار العالمي للصكوك

عرفت الصكوك الإسلامية في العشر سنوات الماضية تطورا ملحوظا حيث تجاوز متوسط الإصدار العالمي في الفترة ما بين 2001 و 2009 نسبة 30 ٪ من حجم الإصدار الكلي، وهذا إن دل على شيء إنما يدل على الإقبال الكبير والمنقطع النظير على هذه المنتجات.

وفيما يلي رسم بياني يوضح حجم الإصدار العالمي للصكوك في الفترة ما بين 2001-2009.



الشكل رقم 08: حجم الإصدار العالمي للصكوك 2001 - 2009 [137]

يتبين لنا من الشكل السابق أن سوق الصكوك قد سجل معدلات نمو سنوية مرتفعة خصوصا خلال سنتي 2003 و 2006 حيث تجاوز معدل النمو 8.19% و 13.6% على التوالي مما يبرز أن هناك إقبال كبير على التعامل بالصكوك الإسلامية، حيث تم تسجيل أكبر حجم إصدار سنة 2007، بقيمة تجاوزت 47 مليار دولار ما بين إصدارات محلية وعالمية، وقد تزامن هذا كله مع الطفرة النفطية التي شهدتها دول الخليج، حيث سعت المؤسسات المالية الإسلامية في هذه الدول سعيا متزايدا إلى العثور على فرص لتوظيف رأسمالها في استثمارات تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية وهو ما وفرته الصكوك الإسلامية.

كما يلاحظ حجم الإصدار العالمي للصكوك قد تراجع بنسبة فاقت 60% عام 2008، وهذا يعود إلى الأزمة العالمية من جهة وإلى أسباب جانبية أخرى نذكر منها:

- المخالفات الشرعية في تطبيق الصكوك الإسلامية.

- غياب الإطار التشريعي للصكوك غيابا كاملا في بعض الدول الإسلامية أو عدم استكماله. إضافة إلى محدودية الأسواق المالية وافتقارها إلى مؤسسات البنية التحتية المساندة لها وكذا قلة الموارد البشرية

المؤهلة، وغيرها من الأسباب التي أدت إلى عدم تزايد الإصدار من هذه المنتجات بالشكل المطلوب.

[99]

5.1.4. دور الصكوك الإسلامية في توفير الاحتياجات الرسمية

يشهد دور الحكومة في الاقتصاديات المعاصرة توسعا وبخاصة في مجال تنوع الأدوار التي تمارسها، والتي تشمل ضبط الأسواق ومعالجة أوجه قصورها، والتوسع في برامج الرفاه الاجتماعي وضمان رفع الكفاءة البشرية للمواطنين، وبالتالي التمويل المتزايد لأنشطة التعليم والبحث العلمي والاهتمام الكبير ببرامج الصحة العامة ومعالجة مشكلات التوتر الاجتماعي لبعض المناطق والفئات الاجتماعية ودمجها في المجتمع.

وتتطلب هذه الأدوار المتوسعة المزيد من النفقات العامة وبالتالي البحث عن مصادر تمويل أخرى بخلاف الموارد العامة السيادية – الضرائب – وهنا يأتي دور الصكوك الإسلامية كإحدى أكثر الأدوات المالية فاعلية وكفاءة، بدليل اتجاه بعض السلطات المحلية في أوروبا، وألمانيا على وجه الخصوص لاستخدامها في توفير الموارد لتمويل أوجه الإنفاق العام، كما توسعت ماليزيا في هذا المجال توسعا متزايدا في السنوات الأخيرة، وشهد هذا التوسع مجالات متنوعة وأغراض مختلفة حكومية يمكن توفير التمويل اللازم لها وبمقادير كبيرة من خلال استخدام آلية الصكوك الإسلامية الحكومية، وكذلك برز هذا الاتجاه في دول الخليج العربي في الآونة الأخيرة.

وتمثل الصكوك الإسلامية اتجاها حديثا في هذا الصدد، نظرا لما تتميز به الأوراق المالية التقليدية – السندات – ذات الفائدة الثابتة والتي تبرز آثارها في تزايد العبء على الموازنة العامة نظرا لارتفاع تكلفة الفوائد الثابتة، وبخاصة على تلك الأنشطة الحكومية التي لا يكون لها عائد، أو يقل ذلك العائد عن الفائدة المقررة.

وفيما يلي نتناول أنواع الصكوك الإسلامية التي تتلاءم مع الاحتياجات الرسمية للدول.

1.5.1.4. الصكوك الإسلامية ومدى ملاءمتها للاحتياجات الرسمية

نتناول فيما يلي أنواع الصكوك الحكومية والتي يمكن أن تشمل [104]:

- صكوك المضاربة والمشاركة الحكومية.

- صكوك الإجارة الحكومية

- صكوك الاستصناع.

- صكوك السلم.

- صكوك القروض الحكومية الحسنة.

ولكل نوع من هذه الأنواع مجال يلاءم استخدامه، ويتميز فيه باستجابته للاحتياجات الرسمية بطريقة مرنة.

1.1.5.1.4. صكوك المضاربة والمشاركة الحكومية

وتستعمل الحكومة هذه الصكوك بصفقتها مضاربا أو شريكا وذلك من أجل تمويل مشروع معين يدر دخلا، على أن يشارك المكتتبون في الربح أو الخسارة في نتيجة الأعمال للمشروع كما يمكن أن تكون هذه الصكوك وفقا لصيغة المشاركة المتناقضة، وفيها يتخارج حملة الصكوك على مدى سنوات، حيث يتناقص حجم تمويلها سنويا حتى يصفى نهائيا، ويبقى المشروع بكامله ملكا للدولة وصكوك المشاركة المتناقضة تبدو صلاحيتها لتوفير الاحتياجات الاستثمارية وبعض المرافق العامة للدولة التي تدر دخلا يتمثل في ثمن بيع خدماتها للجمهور، وتنخفض درجة المخاطرة فيها لقيام الدولة بدفع حصة المكتتبين على أقساط.

2.1.5.1.4. صكوك الإجارة الحكومية

وشملت صكوك الإجارة الحكومية توفير الأصول مثل المعدات والآلات بصيغة الإجارة المنتهية بالتمليك، ويتم إصدار صكوك الإجارة بقيمة هذه المعدات، وتخصيص حصيلة الاكتتاب فيها في توفير هذه المعدات والآلات للحكومة للانتفاع بخدماتها مقابل حصول حملة الصكوك على الأجر السنوي الذي يوزع بينهم وفقا للحصص النسبية، وتختلف صكوك الإجارة عن صكوك المشاركة والمضاربة في أن العائد ثابت في الإجارة بينما يكون متغيرا ارتفاعا وهبوطا في المضاربة والمشاركة.

3.1.5.1.4. صكوك الاستصناع الحكومية

يشهد التطبيق المعاصر للصكوك الإسلامية في توفير الاحتياجات الرسمية استخدام صيغة الاستصناع في توفير الأجهزة المصنعة للمؤسسات الحكومية مثل معدات المستشفيات، ومثل الطائرات لوزارات النقل والمواصلات وغيرها من المعدات والآلات الأخرى.

4.1.5.1.4. صكوك السلم

تستخدم صكوك السلم على نطاق أوسع من غيرها من الصكوك في توفير احتياجات تمويلية معينة للحكومات، وذلك مثل الاحتياجات العاجلة للسيولة للإففاق على التزامات عامة دورية في الأوقات التي لا

تتوفر فيها السيولة اللازمة لدى الحكومات، فنقوم باستخدام صكوك السلم في توفير تلك السيولة مقابل الالتزام بتوفير سلع ومنتجات زراعية بكميات محددة وبمواصفات معينة في وقت محدد في المستقبل.

5.1.5.1.4. صكوك القروض الحكومية الحسنة

هناك بعض الأنشطة والمرافق العامة التي لا تصلح لتمويلها صيغ المضاربة والمشاركة والإجارة، وتكون الحكومة في حاجة إلى الأموال اللازمة لتوفير هذه الخدمات فتلجأ حينئذ إلى طلب قروض من الأفراد والمؤسسات وتدعوهم إلى الاكتتاب في صكوك بقروض عادة ما تكون قصيرة الأجل، وتضمن الحكومة سداد هذه الصكوك في موعدها المحدد.

فصكوك الإجارة وسيلة لتوفير الاحتياجات الرسمية من معدات وآلات وسفن وطائرات وأصول طبيعية كالأراضي والعقارات، أما صكوك الاستصناع فيقتصر استخدامها على توفير المعدات والأجهزة المصنعة كمستلزمات المستشفيات ومختلف المؤسسات الرسمية للدولة، وتستخدم صكوك السلم في توفير احتياجات رسمية مستعجلة كنفقات عامة مستحقة في آجال ضيقة، أو نفقات دورية وصكوك المشاركة المتناقصة لتلاءم تمويل المشروعات الاستثمارية الحكومية والمرافق العامة التي تدر دخلاً، بينما يبرز دور صكوك القرض الحسن في نشر المشروعات الاجتماعية والتكافل كمعالجة المرضى المصابين بالأمراض المزمنة، والتعليم العام المجاني. وغيرها من المشروعات الاجتماعية ذات الطابع الخيري التعاوني.*

2.5.1.4. استعراض بعض التجارب الحكومية في مجال الصكوك

نتناول فيما يلي بعض تطبيقات الصكوك الإسلامية الحكومية التي أصدرتها وتعاملت بها بعض الحكومات وذلك لتغطية احتياجاتها من الأموال بديلاً عن أدوات الدين العام بفائدة.

وفيما يلي بعض النماذج للصكوك الحكومية التي أصدرتها بعض البلدان نذكر منها:

1.2.5.1.4. تجربة البحرين

بدأت مؤسسة نقد البحرين في إصدار صكوك الإجارة والسلم في عام 2001، ثم أصدرت حكومة البحرين مجموعة متتالية من إصدارات الصكوك الإسلامية بلغت حتى أوائل 2009 نحو أحد عشر إصداراً حكومياً في سلسلة صكوك الإجارة الصادرة عن مؤسسة نقد البحرين ويبلغ إجمالي قيمتها 21.1 مليار دولار. وفي عام 2004 أصدرت البحرين صكوكاً إسلامية بقيمة 1.3 مليار دولار وقد أعلنت

* لمزيد من التفصيل حول صكوك القروض الحكومية الحسنة (الصكوك الاجتماعية) انظر: فتح الرحمن علي محمد صالح، التجربة السودانية في مجال الصكوك الإسلامية، بحث مقدم لورشة عمل: الصكوك الإسلامية، تحديات، تنمية، ممارسة دولية، الأردن، 6 - 7 شعبان 1431.

حكومة البحرين أنها ستحول جزءاً من ديونها إلى سندات إسلامية، كما قال مسؤول لرويترز: إن مؤسسة نقد البحرين قد حولت سندات تقليدية قيمتها 300 مليون دولار إلى صكوك تأجير في عام 2004. [104]

كما قام البنك المركزي البحريني بإصدار عدد كبير من صكوك السلم وهي صكوك شهرية بقيمة

25 مليون دولار من أجل امتصاص السيولة الزائدة في السوق.

2.2.5.1.4. تجربة السودان

في إطار تنظيم المعاملات الإسلامية والتمويل الإسلامي تم إصدار قانون صكوك التمويل الحكومية لعام 1995.

أنشأت وزارة المالية والاقتصاد الوطني السودانية إدارة السندات الحكومية والتي باتت تعرف فيما بعد بإدارة الصكوك الحكومية وذلك لتقوم بإصدار الأوراق المالية من أجل توفير موارد إضافية وسد العجز في الموازنة العامة وقامت هذه الإدارة بدراسات تفصيلية لإصدار شهادات المشاركة الحكومية (شهادة) بالتنسيق مع بنك السودان وصندوق النقد الدولي والبنك الإسلامي للتنمية بجدة. [105]

وتم إصدار شهادات شهادة في ماي 1999 عبر شركة السودان للخدمات المالية، وتصدر الشهادة مبنية على أساس مشاركة الدولة في أنصبتها في مؤسسات، شركات، هيئات مملوكة لها كلياً أو جزئياً، حيث أصبحت شهادة خلال فترة وجيزة وسيلة فعالة لتمويل الموازنة العامة تستطيع الحكومة خلالها على توفير الموارد من الجمهور دون اللجوء للاستدانة من النظام المصرفي.

شهدت الفترة: " ماي 2003 إلى ديسمبر 2009" طرح أربعة عشر إصداراً لصكوك الاستثمار الحكومية، حيث بلغ حجم الموارد المحققة حوالي 2.237 مليون جنيه.

معدل الأرباح المعلن عنها في الإصدار بين الأول والثاني بلغ حوالي 20٪ بينما يقدر في الثالث وحتى التاسع بين 14٪ إلى 16٪ أما الإصدار العاشر حتى الرابع عشر فمعدل الأرباح بلغ ما بين 16 إلى 18٪ ويتم توزيع الأرباح دورياً خلال العام.

بلغت جملة الموارد المحققة حوالي 2.237 مليون جنيه، تم توجيه 59.5٪ منها إلى مشروعات تنموية، 8.9٪ من الموارد إلى البنك الزراعي لمقابلة احتياجات تشغيلية مختلفة، بينما تم توجيه 26.7٪ من الموارد لمقابلة مشروعات مختلفة شملت خدمات الثروة الحيوانية وتطوير البنية التحتية لصناعة النسيج وذلك حسبما يوضحه الجدول التالي:

البيان	المبلغ (مليون دينار)	النسبة
تنمية قومية	889	%39.74
تنمية ولائية	722	%32.27
مصروفات تشغيلية	54	%2.43
تمويل حكومي متنوع	449	%20.07
مدخلات إنتاج (البنك الزراعي)	123	%5.49
الجملة	22.37	%100

جدول رقم 5: توزيع موارد صكوك الاستثمار الحكومية في السودان. [105]

كما أطلقت حكومة السودان في 2003، صكوكا استثمارية حكومية (صرح) تتيح لحاملها المشاركة في أرباح تمويل المشروعات الحكومية تقوم على صنعة المضاربة في حشد الموارد وعن طريق عقود الإجارة والمرابحة و الاستصناع والسلم في مجال توظيف الموارد. [109]

3.2.5.1.4. تجربة ألمانيا

لم يقتصر استخدام الصكوك الإسلامية على مستوى البلاد الإسلامية بل تم استخدامها من قبل سلطات بعض الولايات في البلاد غير الإسلامية.

فقد شارك بيت التمويل الكويتي في إصدار أول صكوك إجارة لدولة أروبية وفق الشريعة الإسلامية، ومدة الصك خمس سنوات قيمتها 100 مليون يورو، لصالح ولاية «سكسوني أنهلت» الألمانية وبلغت حصة بيت التمويل الكويتي 30 مليون يورو* [104].

* لمزيد من التفصيل حول التجارب الحكومية في مجال الصكوك انظر: خولة فريز النوباني، الصكوك - تجارب عالمية - بحث مقدم لورشة عمل: الصكوك الإسلامية، تحديات، تنمية ممارسات دولية، الأردن، 6 - 7 شعبان 1431 هـ. وكذا بدر الدين قريشي مصطفى، إصدار وإدارة الصكوك الحكومية، بحث مقدم لنفس الورشة السابقة.

2.4. تجربة ماليزيا في الصكوك الإسلامية

بدأت صناعة المال الإسلامي في ماليزيا منذ أكثر من 30 سنة، حيث تم إقرار قانون البنوك الإسلامية رسميا في عام 1983، وفي عام 2001 أعلن وزير المالية الماليزي عن خطة إستراتيجية مدتها عشر سنوات لتطوير السوق المالي بحيث تم وضع مجموعة من الأهداف المرتبطة بمبادرات وتوصيات لتطوير السوق المالي بما يستوعب تحفيز إصدارات الصكوك في ماليزيا.

حققت ماليزيا سجلا من النجاحات في بناء نظام مالي إسلامي مستقر جنبا إلى جنب مع النظام المالي التقليدي. حيث صارت ماليزيا دولة رائدة في الصكوك العالمية، وقد أطلقت أول صكوك عالمية ذات سيادة بقيمة 600 مليون دولار عام 2006، ومثلت ماليزيا 60% من الصكوك العالمية البارزة لعام 2010. [93]

إن هذه الريادة الماليزية في مجال الصكوك الإسلامية جعلت الكتاب والباحثين يتناولون هذه التجربة بالتأليف والبحث من أجل الوصول إلى الأسباب الحقيقية لنجاح ماليزيا في صناعة المال الإسلامي عموما وفي الصكوك الإسلامية خصوصا. وسنتناول في هذا المبحث النقاط التالية:

- سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

- الجهات المسؤولة عن تنظيم إصدار الأوراق المالية في ماليزيا.

- الصكوك المتداولة في سوق رأس المال الماليزي.

- حجم إصدار ماليزيا للصكوك الإسلامية.

- أسباب نجاح صناعة الصكوك في ماليزيا.

1.2.4. سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا

قامت الحكومة الماليزية بالعديد من الخطوات لإصلاح سوق رأس المال المحلي ومنها إقامة سوق رأس المال الإسلامي، حيث تم اعتماد هيئة الأوراق المالية الماليزية كجهة رقابية رسمية والرئيسية لسوق رأس المال في ماليزيا سواء التقليدي أو الإسلامي، وتبنت الهيئة تطوير سوق رأس المال الإسلامي، واعتبرته أحد الأهداف الأساسية.

ويعتبر سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا أحد المكونات الأساسية لسوق رأس المال فيها. ويلعب دورا هاما في تحقيق نمو الاقتصاد الماليزي، وفيما يلي سنتناول:

- مفهوم سوق رأس المال الإسلامي الماليزي.
- المكونات الأساسية لسوق رأس المال الإسلامي.

1.1.2.4. مفهوم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا

عرفت هيئة الأوراق المالية لماليزيا سوق رأس المال الإسلامي بأنه السوق الذي تتوفر فيه فرص الاستثمار والتمويل متوسطة وطويلة الأجل المتوافقة تماما مع أحكام الشريعة الإسلامية والخالية من الأنشطة المحرمة شرعا كالتعامل بالربا، والمقامرة وبيع الغرر وغيرها. فهو سوق مالي يتوفر فيه فرص لتمويل الأنشطة الاقتصادية المختلفة، ولتجميع الموارد المالية والاستثمارية المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية. [84]

ولضمان التزام أنشطة سوق رأس المال الإسلامي بمبادئ الشريعة الإسلامية تخضع السوق لرقابة وإشراف المستشارين الشرعيين والخبراء المتخصصين في مجال المعاملات المالية الشرعية.

2.1.2.4. أدوات سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا

إن أدوات سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا يمكن تقسيمها إلى ثلاثة أقسام رئيسية كما يلي: [84]

1.2.1.2.4. الملكية الإسلامية:

وتشمل الملكية الإسلامية الأدوات المالية لاسيما الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية والمدرجة في اللوحة الرئيسية في البورصة الماليزية وما يتعلق بالأسهم مثل صناديق الاستثمار الإسلامية التي تتولى جميع أموال صغار المستثمرين فضلا عن كبارهم في صورة وحدات استثمارية والتي يعهد بإدارتها إلى جهة من أهل الخبرة والاختصاص لتوظيفها في الشركات المعترف بها من اللجنة الاستثمارية الشرعية وفقا لصيغ الاستثمار الشرعية، وكذا مؤشر الشريعة والذي هو عبارة عن رقم حسابي قياسي يعكس تطور أسعار التعامل في سوق معينة بالزيادة أو بالنقصان، وهو مقياس للتعرف على أداء سوق الأسهم بصورة عامة، وفي البورصة الماليزية يعتمد مؤشر الشريعة لقياس حركة جميع الأسهم العادية المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في اللوحة الرئيسية في البورصة ويوجد نوعان من مؤشر الشريعة في البورصة الماليزية هما:

* المؤشر الشرعي كوالا لمبور: وتم تأسيس هذا المؤشر بتاريخ 17 أبريل 1999، ويعتبر دليلا على الوضع العام للبورصة الماليزية في إطار الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة.

* المؤشر الإسلامي الماليزي رشيد حسين المحدودة، داو جونز، وبدأ العمل بهذا المؤشر 1992 من قبل شركة حسين المحدودة ، ولكنه طرح في 10 ماي 1996 رسمياً، وهو يسمى بالمؤشر الشرعي رشيد حسين المحدودة داو جونز، لأنه يخضع لمعايير داو جونز لتقييم أداء الشركات المدرجة في اللوحة الرئيسية في البورصة والمرخصة من اللجنة الاستشارية الشرعية.

2.2.1.2.4. الصكوك الإسلامية

في التجربة الماليزية، تعرف الصكوك الإسلامية بأنها الصكوك التي يتم إصدارها وفقاً لمبادئ الشريعة الإسلامية المسموح بها من اللجنة الاستشارية الشرعية في هيئة الأوراق المالية الماليزية ، ويتم إصدار الصكوك الإسلامية من الشركات الخاصة والتعامل بها تحت رقابة هذه اللجنة، وأما الصكوك الإسلامية الحكومية فهي خاضعة لرقابة البنك المركزي الماليزي.

1.2.2.1.2.4. الصكوك الإسلامية الحكومية

الصكوك الحكومية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، التي أصدرتها الحكومة الماليزية بمثابة شهادات الاستثمار الحكومي وتم إصدارها في أوائل 1983، وهي أول شهادات دون فائدة صادرة في الحكومة الماليزية.

وفي جويلية 1983 تم إصدار شهادات استثمارية تم تطويرها وفق مبدأ القرض الحسن من قبل الحكومة الماليزية كخطوة لمساندة حركة الأعمال المصرفية الإسلامية في ماليزيا. والغرض من إصدار هذه الشهادات هو حصول الحكومة على الأموال اللازمة لتمويل أنفاقها على المشاريع التنموية وقيمة العائد على هذه الشهادات لا يحدد مقدماً وتصل مدة استحقاقها من سنة إلى 5 سنوات.

2.2.2.1.2.4. الصكوك الإسلامية للشركات

الصكوك الإسلامية الصادرة عن الشركات، عبارة عن إحدى الأدوات المالية الاستثمارية متوسطة وطويلة الأجل التي أصدرتها الشركات الخاصة، وطرحت فكرة الصكوك في ماليزيا عام 1990م ، وتعد هذه الصكوك أحد أشكال التعاملات البارزة في السوق، وهي تصدر وفقاً لمبادئ البيع بالثمن الأجل والمرابحة والاستصناع والإجارة والمضاربة والمشاركة.

3.2.1.2.4. خدمات الوساطة

إن فئة الوسطاء الماليين تلعب دوراً هاماً في إدارة وتنظيم عمليات تبادل الأسهم لاسيما الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية المدرجة في البورصة الماليزية وصناديق الاستثمار الإسلامية

وتعتبر وسيطا بين وحدات العجز والفائض، وتمارس معاملاتها وفقا لأحكام الشريعة وإحدى خدماتها توفير المعلومات اللازمة للبايعين والمشتريين عن كافة الأمور ذات الصلة بها. ومن أهم أقسام الوساطة المتوفرة في هذا السوق:

1.3.2.1.2.4. السمسرة:

في التجربة الماليزية توفر بعض شركات السماسرة خدمة السمسرة الإسلامية والتي تساعد جمهور المسلمين وغيرهم للاستثمار في الأسهم المدرجة في البورصة الماليزية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية فقط والتي تسمح بها اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية ومن أهم شركات السمسرة الإسلامية المشهورة في ماليزيا:

Bank Islam Malaysia Berherd. BimB Securities sdn Bhd *

PTB Securities *

2.3.2.1.2.4. إدارة الاستثمار Investment management:

إدارة الاستثمار عبارة عن أعمال الإدارة لمحفظه الأوراق المالية التي تدبرها وتمارسها الشركات المحددة ذات المؤهلات والمواصفات لغرض الاستثمار نيابة عن عملائها وهذه الشركات يتوافر فيها الصندوق الخاص لتوفير الموارد المالية من عملائها كالأفراد الذين يملكون من الأموال أكثر من 1 مليون رينجيت ماليزي، أو المؤسسات والشركات التي أكثر من 50 مليون RM.

3.3.2.1.2.4. الرقابة الشرعية:

تعتبر اللجنة الاستشارية الشرعية الجهة الرقابية الشرعية العليا، وقد أسست من قبل هيئة الأوراق المالية الماليزية، وتمارس الرقابة مع سوق رأس المال الإسلامي في الهيئة، بالإضافة إلى المستشارين الشرعيين المستقلين الذين يلعبون دورا هاما في عملية إصدار الصكوك الإسلامية بصورة خاصة.

2.2.4. الجهة المسؤولة التي تنظم إصدار الأوراق المالية في ماليزيا [84]

تعتبر هيئة الأوراق المالية الماليزية (SC) هي الجهة المنفردة التي تنظم وترخص جميع إصدارات الأوراق المالية الإسلامية والتقليدية، حيث كان للهيئة دور بارز في تطوير سوق رأس المال في ماليزيا، وذلك من خلال الاستراتيجيات الهامة التي انتهجتها، وكذلك من خلال إنشائها لقسم سوق رأس المال الإسلامي واللجنة الاستشارية الشرعية، اللذين ساهما بشكل ملفت في تطوير سوق رأس المال الإسلامي الماليزي.

1.2.2.4. دور هيئة الأوراق المالية في تطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا

من الاستراتيجيات الفاعلة التي انتهجتها الهيئة لتطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ما يلي:

* توفير التسهيلات في مجال البحث والدراسة والمناقشة والحوار وكل ما من شأنه تطوير سوق رأس المال الإسلامي.

* التخطيط يجعل ماليزيا مركزا دوليا لسوق رأس المال الإسلامي، ولتحقيق هذا الهدف عرضت الهيئة عددا من الاستراتيجيات المختارة منها:

- توفير المنتجات والخدمات التنافسية ذات الصلة بسوق رأس المال الإسلامي بشكل مستمر.

- خلق سوق فعالة لتعبئة الصناديق الإسلامية بكفاءة وفعالية.

- التأكد من أن ماليزيا توفر أطر تنظيمية وضريبية ومحاسبية ملائمة وشاملة لسوق المال الإسلامي.

- الحصول على اعتراف دولي باعتبار ماليزيا مركزا دوليا لسوق رأس المال الإسلامي.

* تعيين هذه الهيئة رئيسا للجنة التنفيذية في المنظمة الدولية لهيئة الأوراق المالية.

لعل من مظاهر الاعتراف الدولي بزيادة وتطور سوق رأس المال الإسلامي الماليزي تعيين هيئة الأوراق المالية الماليزية رئيسا للجنة التنفيذية في المنظمة الدولية لهيئة الأوراق المالية.

* توفير البنية التنظيمية والقانونية والرقابية لحماية المتعاملين في سوق رأس المال الإسلامي.

* توفير التدريب والتعليم فيما يتعلق بمعاملات سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

وذلك من خلال مشاركة الهيئة في الدورات التدريبية المكثفة والندوات والمؤتمرات، كما تتيح الهيئة أيضا الفرصة لأعضاء اللجنة الاستشارية الشرعية لحضور المؤتمرات أو الندوات لتبادل المعارف والأفكار.

2.2.2.4. تأسيس قسم المال الإسلامي وهيئة الرقابة الشرعية

في عام 1996 أنشأت هيئة الأوراق المالية بماليزيا ما يسمى بقسم سوق المال الإسلامي وذلك لمساندتها ومعاونتها في إصدار الأوراق المالية الإسلامية، وهو يمثل الجهة الإدارية لهذه الهيئة.

ومن الوظائف الأساسية لهذا القسم الاهتمام بالدراسات والبحوث الخاصة بإقرار الأدوات المالية الإسلامية، وهو مسؤول مسؤولية كاملة عن إصدار القوانين المتعلقة بسوق رأس المال الإسلامي وتعديل القوانين التي تخالف مبادئ الشريعة الإسلامية، ومعاينة المخالفين للقوانين.

قامت الهيئة أيضا بإنشاء هيئة الرقابة الشرعية في 10 أكتوبر 1994 وعرفت باللجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية. Islamic Instrument study Group. TISG

ومن أهم وظائفها مساندة الهيئة في دراسة صلاحية بعض الأدوات المالية المتداولة في السوق التقليدية من منظور شرعي وإيجاد البدائل الشرعية لها. وكذا إصدار الفتاوى الشرعية في الأمور التي تتعلق بالأوراق المالية الإسلامية، وكذا توثيق جميع الإرشادات والقوانين المتعلقة بإصدارات الأوراق المالية الإسلامية قبل إعلانها للزبون والعوام.

3.2.4. تطور إصدار الصكوك في ماليزيا

وفيما يلي من هذا المطلب سنتعرض إلى أهم الصكوك الإسلامية المتداولة في السوق المالي الماليزي، مع إبراز الصكوك الأكثر تداولاً منها وكذا إبراز حجم إصدار ماليزيا للصكوك مقارنة مع بقية الدول الفاعلة في هذا المجال، كما نبين أهم إصدارات الصكوك في ماليزيا وتطورها من 1990 إلى غاية 2008.

1.3.2.4. الصكوك المتداولة في السوق المالي الماليزي

تنقسم الصكوك المتداولة في سوق رأس المال الماليزي إلى صكوك قائمة على عقود المدائيات وهي تتمثل في: صكوك البيع بالثمن الأجل والمرابحة، صكوك الاستصناع، صكوك الإجارة. وكذا الصكوك القائمة على عقود المشاركات وهي نوعين: صكوك المضاربة وصكوك المشاركة.

وفيما يلي عرض لأهم هذه الصكوك:

1.1.3.2.4. صكوك البيع بالثمن الأجل والمرابحة

معظم الصكوك الصادرة عن الشركات الخاصة الماليزية قائمة على عقود المدائيات مثل صكوك البيع بالثمن الأجل وصكوك المرابحة وإصدارهما قائم على أساس البيع بالثمن الأجل والذي يعرف بأنه العقد الذي يشير إلى بيع المبيع بثمن مؤجل ويزيد عن ثمنه نقداً أو تسليمه حالاً، أو المرابحة التي تمثل زيادة معلومة سواء أكانت منسوبة إلى رأس المال أو محددة بمبلغ معين، ويتم التسديد للشراء على دفعة زائدة أو تقسيط والذي يكون محدداً في الاتفاق بين المتعاقدين (هيئة الأوراق المالية الماليزية، 2004،

ص 11)، والاختلاف الأساسي بين صكوك البيع بالثمن الآجل والمرابحة هي من حيث آجال الاستثمار ومدة الاستحقاق لتلك الصكوك. فصكوك البيع بالثمن الآجل هي للاستثمارات طويلة الأجل أكثر من 5 سنوات أما صكوك المرابحة فهي للاستثمارات متوسطة الأجل من سنة إلى 5 سنوات. [84]

ويلاحظ في هذه الصكوك صكوك البيع بالثمن الآجل وصكوك المرابحة المتداولة في ماليزيا أن عليها مؤاخذات شرعية حيث لم يقر مجمع الفقه الإسلامي شرعية التعامل بها. [84]

2.1.3.2.4 صكوك الاستصناع

عرفت هيئة الأوراق المالية الماليزية الاستصناع بأنه عقد شراء العين، حيث يطلب المشتري بشراء العين التي ستسلم في المستقبل كما يطلب المشتري من البائع أو المقاول تسليمه أو بناءه الذي سينجز في المستقبل وفقا لمواصفات معينة تم الاتفاق بشأنها، وبسعر وتاريخ تسليم محددين. ولا يشترط في الاستصناع أن يكون الصانع هو الذي يقوم بنفسه فعلا بتنفيذ العمل المطلوب إذ بإمكانه أن يعهد بذلك العمل أو بجزء منه إلى جهات أخرى تنفذه تحت إشرافه ومسؤوليته .

تم في عام 2003 أول إصدار للصكوك الإسلامية المطروحة على أساس الاستصناع الموازي البالغة بقيمة 5.6 بليون رينجيت ماليزي والتي تصدرها شركة SKS Power solm. Bhd ومدة استحقاقها من 5 إلى 9 سنوات، وهي اكبر إصدار في التمويل الإسلامي الماليزي حيث بلغت نسبة هذا الإصدار إلى مجموع الإصدارات في العام 46.5% من إجمال الصكوك الصادرة .

وعلى الرغم من ذلك فإن إصدار وتداول صكوك الاستصناع في التجربة الماليزية غير متوافق مع الشريعة الإسلامية لأنه يشتمل على بيع الدين، كما يقوم على تصكيك الدين النقدي المحرم شرعا. [84]

3.1.3.2.4 صكوك الإجارة

تشير صكوك الإجارة في التجربة الماليزية إلى صكوك ملكية الموجودات المؤجرة وهي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك العين المؤجرة، أو عين موعود باستئجارها، أو يصدرها وسيط مالي ينوب عن المالك وتتيح لحاملها فرصة الحصول على دخل الإيجار، وعائد رأس المال عن العين المؤجرة، بالإضافة إلى تحمل مخاطر الخسارة و الغرر على العين المؤجرة وإصدار هذه الصكوك بغرض بيعها واستيفاء ثمنها من حصيلة الاكتتاب فيها وتصبح العين مملوكة لحملة الصكوك وقد قررت اللجنة الاستشارية الشرعية بأن صكوك الإجارة هي الصكوك الإسلامية المبنية على عقد الإجارة التي تعتبر موجودات أصلية في إصدارها، وكانت التجربة الماليزية توفر تطبيق إصدار صكوك الإجارة في المستوى العالمي مثل الصكوك الدولية الماليزية.

كانت الحكومة الماليزية في 3 جويلية 2002، قد أصدرت صكوك الإجارة المتداولة في بورصة الأوراق المالية العالمية وتم طرحها بعملة أجنبية بقيمة 600 مليون دولار أمريكي بموعد استحقاق في 2007.

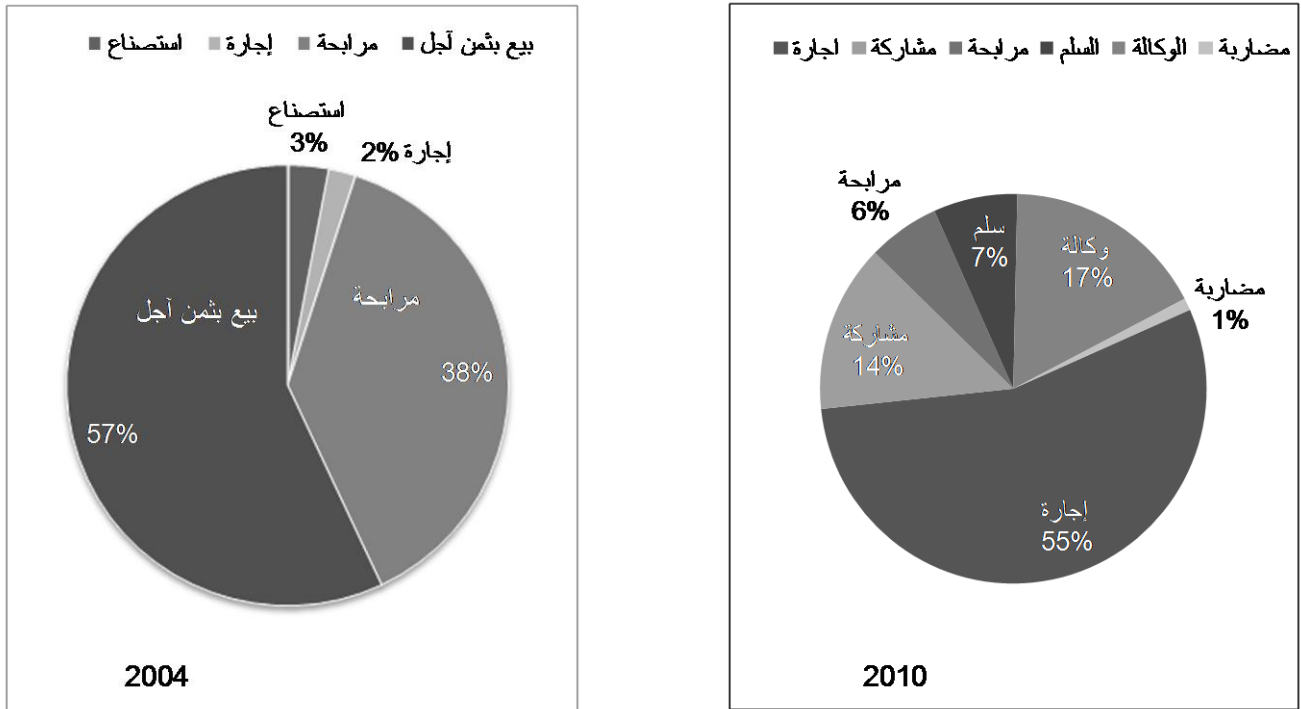
وفي جويلية 2004 أصدرت شركة أنكرس المحدودة صكوكا إسلامية على أساس عقد الإجارة بقيمة 160 مليون رينجيت ماليزي على المستوى المحلي .

إن عملية إصدار صكوك الإجارة في ماليزيا تتم وفقا للمعايير اللازمة لصكوك الاستثمار الشرعية المعتمدة من هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية.

وحسب البيانات والمعلومات حققت الصكوك الإسلامية المرخصة من هيئة الأوراق المالية الماليزية معدلات نمو متفاوتة.

كما هو في الشكل التالي:

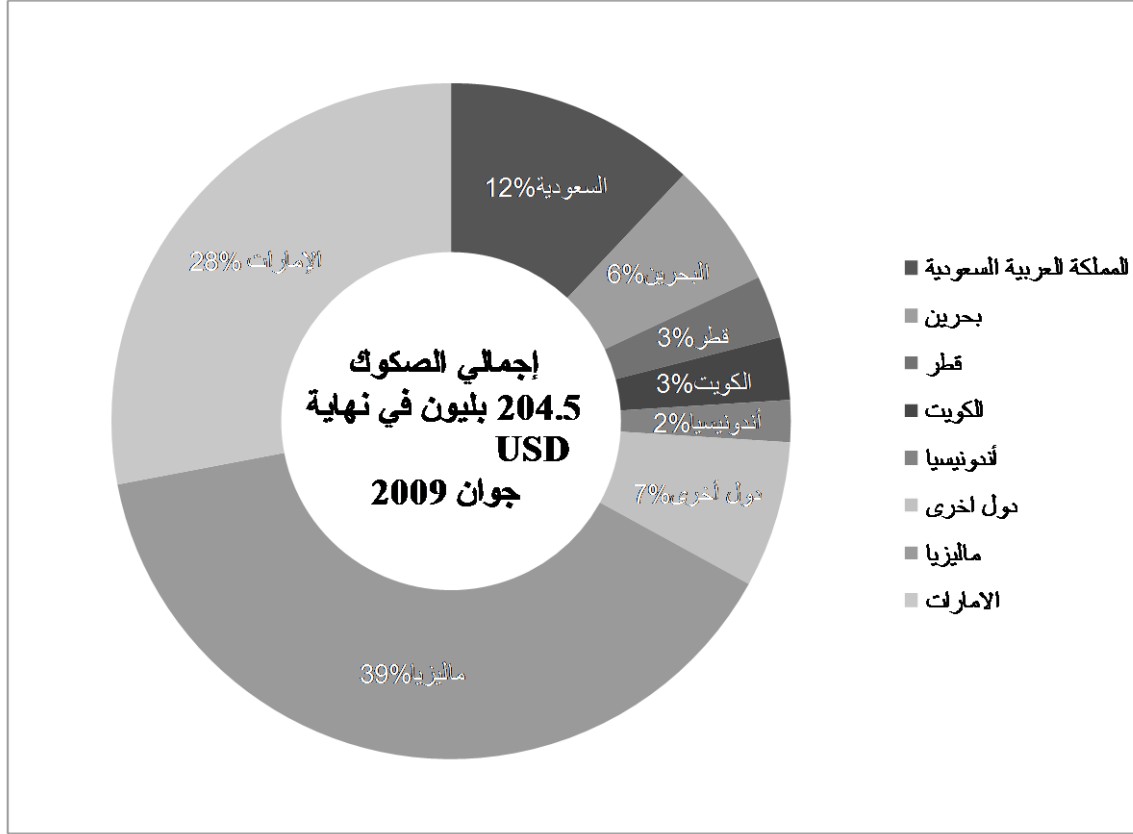
شكل رقم 09: الصكوك المتداولة في سوق رأس المال الماليزي [138]



نلاحظ أنه في سنة 2004 كان إصدار الصكوك القائمة على البيع بالئمن الآجل يصل إلى 57% من إجمالي الإصدارات يليه صكوك المرابحة التي بلغت 38% بينما لا وجود لصكوك المشاركة والمضاربة، إلا أنه في 2010 تحولت الكفة بحيث أصبحت صكوك الإجارة لها حصة الأسد حيث بلغت 55% بينما صكوك المرابحة لم تتجاوز 6%، وهذا إن دل على شيء إنما يدل على تحول هيئة الأوراق المالية الماليزية من اعتماد إصدار الصكوك المعتمدة على عقود المداينات والتي لم يقر شرعيتها مجمع الفقه الإسلامي إلى إصدار الصكوك المعتمدة على عقود المشاركة التي بلغت 14% وعقود الإجارة الخالية من المخالفات الشرعية والمعتمدة من طرف الهيئات الشرعية العالمية.

2.3.2.4. حجم إصدارات ماليزيا للصكوك

تعتبر ماليزيا أكبر مصدر للصكوك في العالم وذلك بنسبة 39% من إجمالي الإصدارات تليها في ذلك الإمارات العربية المتحدة بنسبة 28% ثم المملكة العربية السعودية 12% ثم البحرين وقطر والكويت وبقية دول العالم، حيث تتركز أغلب الإصدارات في دول الخليج وماليزيا والشكل التالي يوضح ذلك :



الشكل رقم 10: الصكوك الماليزية في السوق العالمي [138]

كما يبين الجدول التالي تطور الصكوك في الدول المصدرة لها من 2001 إلى 2009، حيث يظهر أن ماليزيا تحتل الصدارة في كل السنوات وكذا إجمالي الإصدارات الذي بلغ 77.744 مليار دولار، من سنة 2001 إلى غاية 2009، تليها في ذلك الإمارات العربية المتحدة بقيمة إصدار 30.886 مليار، ثم المملكة العربية السعودية 12.348 مليار دولار، والجدول الآتي يبين ذلك:

السنوات	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	مجموع الإصدارات
البحرين	100	200	230	454	1.113	118	1.137	891	1.405	5.947
الكويت	-	-	-	-	-	200	200	-	-	400
السعودية	-	-	500	415	500	800	5.683	1.874	2.576	12.348
قطر	-	-	700	-	-	270	300	137	-	1.407
الإمارات	-	-	-	1.165	950	8.245	10.417	6.159	3.950	30.886
باكستان	-	6	-	-	600	180	1.065	214	192	2.257
ماليزيا	680	761	4.073	4.957	7.311	15.060	26.529	5.897	12.477	77.744
أندونيسيا	-	19	64	84	60	-	193	681	1.555	2.656
بروناي	-	-	-	-	-	580	222	31	107	940
ألمانيا	-	-	-	123	-	-	-	-	-	123
بريطانيا	-	-	-	-	261	-	-	-	-	261
الو.م.أ	-	-	-	-	-	167	-	-	500	667
السودان	184	5	543	700	1.283	1.872	2.427	2.509	3.24	12.744
إرلندا	-	-	-	-	-	710	635	-	500	1.845
سنغافورة	33	-	-	-	-	-	-	-	102	135
المجموع	997	991	6.110	7.898	12.077	28.502	48.808	18.392	26.392	26.584

الجدول رقم 06: إجمالي الإصدار العالمي للصحوك جانفي 2001 إلى ديسمبر 2009 [137]

4.2.4. أسباب نجاح إصدار الصكوك في ماليزيا

هناك عدة أسباب أدت إلى نجاح الصكوك في ماليزيا نذكر منها [93]:

- سنت ماليزيا القوانين بما يسمح بوجود هيئة شرعية عليا تتبع للبنك المركزي الماليزي إضافة إلى أن عضو الهيئة الشرعية للبنوك المحلية لا يجوز له أن يجلس على مجلس شرعي لبنك آخر.
- قيام ماليزيا بتطوير مراكز بحثية متخصصة في التمويل الإسلامي، وقد أسس البنك المركزي الماليزي ذراعا بحثية متخصصة وهي الأكاديمية العامة للبحوث الشرعية.
- وجود سوق مالي إسلامي للتداول مع نظام إعفاءات ضريبية جعل من البورصة الماليزية وجهة مفضلة لإدراج الصكوك الإسلامية المحلية والدولية.
- يولي البنك المركزي الماليزي اهتماماً نوعياً لتوفير رأس المال البشري المؤهل من خلال المركز الدولي لتعليم التمويل الإسلامي (INCEIF) حيث يضم بين جدرانه تشكيلة طلابية من 60 دولة حول العالم.
- ماليزيا تعتبر الدولة الأولى من حيث إصدارات الصكوك، وفي عام 2007 صدرت سوق الصكوك بما يسمح بالتداول من مختلف أنحاء العالم، إضافة إلى اهتمامها بأن تكون مركز تجميع السيولة عالمياً.

خلاصة الفصل:

تناول هذا الفصل بيان الأهمية الاقتصادية للصكوك وذلك من خلال إبراز الدور التمويلي للصكوك في شتى الميادين والذي يظهر جليا في دورها في تفعيل المشروعات الصغيرة والقدرة الكبيرة لتمويل هذه المشاريع وتنميتها، كما يظهر دورها أيضا في تمويل المشاريع طويلة الأجل لاسيما مشاريع البنية التحتية والمشاريع التنموية الكبيرة حيث أكدت التجارب العملية في البلدان الإسلامية والخليجية والإفريقية قدرة الصكوك على تمويل هذه المشاريع، كما تناول أيضا دور الصكوك على مستوى المصارف وذلك من خلال تنويع الموارد والمزج بين العمل المصرفي والاستثمار، إضافة إلى دورها الفعال في الاقتصاد الكلي والذي تجلى في نمو الناتج الإجمالي وإتاحة الفرصة لسداد العجز في الميزانية العامة للدولة وتوسيع الأسواق المالية.

كما تم التطرق أيضا لدور الصكوك في توفير الاحتياجات الرسمية للدول سواء في تمثين البنية القاعدية أو تمويل المشاريع الحكومية الاستثمارية وذلك من خلال عرض التجارب الحكومية في هذا المجال كالتجربة السودانية والبحرينية فضلا عن الدول غير الإسلامية.

أما الشطر الثاني من هذا الفصل فقد تناولنا فيه التجربة الماليزية من خلال عرض سوق رأس المال الماليزي وأهم الجهات الرقابية الفاعلة فيه، كما تطرقنا إلى أهم الصكوك المتداولة في ماليزيا وإلى حجم الإصدار الماليزي للصكوك مقارنة بالإصدار العالمي.

الخاتمة:

وقفت هذه الدراسة على محطتين أساسيتين :

المحطة الأولى : تمثلت في الفصلين الأول و الثاني و تناولنا فيها كلا من التمويل التقليدي و التمويل الإسلامي و المقارنة بينهما .

المحطة الثانية : تمثلت في الفصل الثالث و الرابع و تناولنا فيها الصكوك الإسلامية و بيان أهميتها .

أما المحطة الأولى فتم فيها بيان مفهوم كل من التمويل الإسلامي و التمويل التقليدي و شرح آلية عمل كل منهما و إجراء مقارنة بينهما حيث تبين لنا أن التمويل الإسلامي يختلف إختلافا جوهريا عن التمويل التقليدي وذلك من حيث طبيعة كل منهما ، فبينما ينظر إلى التمويل في النظام التقليدي على أنه فروض واجبة الرد بسعر فائدة محدد مسبقا بغض النظر عن اعمال المقترض فردا كان أو جماعة، فيتخذ التمويل الإسلامي صوراً متعددة تقوم على أساس صيغ المشاركة في الربح والخسارة أو التمويل بصيغ الهامش المعلوم ، كما تبين لنا أفضلية وكفاءة التمويل الإسلامي على التمويل التقليدي الربوي من خلال التعرض لسلبيات هذا الأخير في الجانب الإقتصادي والتي تتمثل في البطالة والتضخم وغيرها من المشاكل الاقتصادية على غرار المشاكل الاجتماعية الناتجة عن التعامل بسعر الفائدة والتي تم ذكرها في الفصل الثاني ، كما تبين لنا أفضلية التمويل الإسلامي حسابيا وذلك من خلال إعطاء أمثلة ومعرفة كلفة إختيار كل منهما .

أما المحطة الثانية من هذه الدراسة فقد تناولنا فيها منتجا من منتجات الصيرفة الإسلامية ألا وهو الصكوك الإسلامية حيث تم بسط مفهومها وأنواعها و خصائصها وبيان الفرق بينها وبين باقي الأوراق المالية، كما تم بيان الأهمية الاقتصادية لهذا المنتج ، حيث توصلنا إلى ان الصكوك الإسلامية هي احد اهم الادوات المالية الإسلامية التي تسهم وبقوة في تمويل المشاريع الاستثمارية الكبرى خاصة تلك المتعلقة

بمشاريع البنية التحتية، حيث إتمدت عليها بلدان كثيرة في تمويل مشروعاتها الكبرى مثل ماليزيا التي كانت ومازالت تستحوذ على أكبر حصة في إصدار الصكوك عالمياً.

نتائج اختبار الفرضيات:

- بالنسبة للفرضية الأولى و التي تنص على أن التمويل الإسلامي أفضل و أكفأ من التمويل التقليدي وذلك لاعتماد هذا الأخير على سعر الفائدة و ما فيه من أضرار على الإقتصاد و الفرد و المجتمع ، فقد تم إثبات صحتها من خلال الفصل الثاني و ذلك ببيان مضار سعر الفائدة و آثاره السلبية على الإقتصاد و المتمثلة في تفشي البطالة و ارتفاع معدل التضخم و منع الإستثمار و غيرها من المشاكل الإقتصادية و الإجتماعية الأخرى ، كما تم بيان ذلك من خلال مقارنة تكلفة التمويل المقدم من البنوك التقليدية و البنوك الإسلامية حيث تبين أنه في حالة التمويل بصيغ الهامش المعلوم و في ظل تساوي معدل الربح المفروض من البنوك الإسلامية و معدل الفائدة المفروض من البنوك التقليدية تكون تكلفة التمويل متساوية، أما في حالة التمويل بصيغ المشاركة بالربح و الخسارة فإن تكلفة التمويل المقدم من البنوك الإسلامية تنخفض كلما انخفضت نتيجة المشروع، و ربما تتحول من تكلفة إلى وفر في حالة تحقق خسارة يساهم البنك الإسلامي في التقليل من حدتها بخلاف البنوك التقليدية .

- أما الفرضية الثانية و التي تنص: يختلف التصكيك الإسلامي على التوريق التقليدي إختلافا جوهريا وذلك كون الأول قائم على أصول حقيقية و الثاني قائم على ديون ، فقد تم إثبات صحة هذه الفرضية في الفصل الثالث و ذلك من خلال إجراء مقارنة بين المفهومين و إضهار الفروقات الجوهرية بينهما سواء من حيث الأصول محل التوريق أو التصكيك فهي في الأولى ديون و في الثانية أعيان و منافع، أو من حيث حقوق حملة الصكوك

فهي تمثل ديناً على المصدر في الأولى و في الثانية هي وثائق بحق ملكية. أما العائد في الأولى فهو فائدة ربوية محرمة شرعاً، و في الثانية أجرة في حالة الإجارة و ربحاً في حالة المشاركات و المضاربات، و غيرها من أمور التي تبين مدى إختلاف التصكيك الإسلامي على التوريق التقليدي .

- أما الفرضية الثالثة و التي تنص : تعتبر الصكوك الإسلامية أداة ذات أهمية إقتصادية كبيرة كما أن لها دوراً تمويلياً هاماً بالنسبة لكل من الحكومات و الشركات، فقد تم إثبات صحتها في الفصل الرابع و ذلك من خلال بيان الدور التمويلي للصكوك بالنسبة للمشاريع القصيرة و الطويلة الأجل ، وكذا دورها في توفير الإحتياجات الرسمية للدول و في تمويل المشاريع الكبرى و مشاريع البنية التحتية مع إعطاء أمثلة من الواقع و من تجارب بعض الدول مثل البحرين و السودان، كما تم بيان دورها على مستوى المصارف من خلال تفعيل دورها الإستثماري و التمويلي وكذا دورها على مستوى الإقتصاد الكلي و الذي يتمثل في تعميق

السوق المالية وتقليل سيطرة الجهاز المصرفي كمصدر للتمويل وغيرها من الأمور التي جعلت من الصكوك أداة ذات أهمية إقتصادية كبيرة .

وفي نهاية هذه الدراسة توصلنا إلى مجموعة من النتائج و التوصيات وهي :

أولا :النتائج

- أفضلية التمويل الإسلامي على التمويل التقليدي الربوي من كل الجوانب.

- التمويل الإسلامي غالبا ما يساعد على توسيع قاعدة المشاركة في ملكية المشاريع ،حيث تتاح الفرصة لعدد غير قليل من صغار الممولين في مختلف القطاعات على العكس مما هو معروف في التمويل التقليدي الذي يؤدي إلى تضيق قاعدة المشاركة و حصر ملكية المشاريع بفئة قليلة من أصحاب رؤوس الأموال .

- يتحمل رب المال في التمويل الإسلامي الخسارة حالة عدم وجود تقصير أو إهمال من العامل ،بينما لا يتحمل رب المال في التمويل التقليدي أي خسارة .

- على الرغم من وجود تشابه كبير بين هندسة التوريق من ناحية وهيكلية إصدار الصكوك من ناحية أخرى إلا أنه توجد فروقات جوهرية بين هذين المفهومين .

- تستند الصكوك الإسلامية و هيكل إصدارها على إرث شرعي متين .

- تنوع و تعدد هيكل إصدار الصكوك الإسلامية من شأنه أن يوفر حلا للشركات و الحكومات الراغبة في الاستفادة من تقانة التصكيك الإسلامي .

- تنوع تجارب إصدارات الصكوك بين أنها صارت ذات قيمة مضافة أعلى و أن استخدامها يعتبر أفضل نسبيا من استخدام أدوات الدين التقليدية .

- برهنت التجارب العملية لإصدارات الصكوك أنها وسيلة مفيدة لتمويل مشروعات البنية التحتية و المشروعات التنموية الكبرى .

- يوجد اعتراف دولي بأهمية الصكوك الإسلامية كمنتج مالي قابل للتطور و الاستمرار لتلبية الاحتياجات المالية المختلفة بدليل وجود إصدارات لدول غير إسلامية .

- هناك بعض المعوقات تقف أمام انتشار الصكوك منها محدودية السوق وافتقارها إلى نظام تشريعي و مؤسسات بنية تحتية مساندة و كوادر بشرية مؤهلة للعمل في هذه الصناعة .

- قواعد الشريعة الإسلامية الكلية قادرة على استيعاب المستجدات، فهي تتضمن حلاً لكل ما يطرأ وحكماً لكل ما يستجد. ومن هنا تبرز أهمية ابتكار أدوات تمويلية إسلامية تستوعب القدرات الاقتصادية الكبيرة القائمة في المجتمع وتتمتع هذه الأدوات بما تتمتع به سندات الفائدة من سيولة وربحية وقابلية التداول وضمان في إطار ما هو ممكن وبما لا يتعارض مع قواعد الشريعة الإسلامية السمحاء.

- ان الصكوك يجب ان تستند الى اصول مدرة للدخل حتى يكون عائدا حقيقيا لا عائدا مبنيا على تعظيم الربح بمعزل عن اي ضوابط اقتصادية، وظاهرة البيوع الوهمية، وظاهرة توسع الحركة النقدية بمعزل عن الحركة السلعية الاقتصادية الحقيقية وغيرها .

- ان استمرار واستقرار الصناعة المالية الإسلامية يتطلب ان تكون الأدوات والمنتجات التي تقدمها تجمع بين سلامة الصيغة وصحة الهدف والمال . وليس سلامة الصيغة فحسب، وفقا للقاعدة الشرعية "العبارة بالحقائق والمعاني لا بالألفاظ والمباني" وقاعدة "الأمور بمقاصدها".

التوصيات:

- الحاجة إلى المزيد من الدراسات الشرعية والاقتصادية من قبل المجامع الفقهية لمراجعة الواقع الفعلي للصكوك وتقييمه وضبطه بالضوابط الشرعية .

- عدم مجازاة الفكر الغربي في ممارسات التوريق وإنما ابتكار أدوات مالية إسلامية جديدة نابعة من الارث الإسلامي في مجال المعاملات .

- ضرورة القيام بجهد إعلامي كبير للترويج لنشر ثقافة الصكوك الإسلامية داخل البلاد الإسلامية وخارجها من اجل إستقطاب الاموال الإسلامية التي يتم إستثمارها في الخارج .

- تعتبر الصكوك الإسلامية حديثة العهد، لذلك تمثل الموارد البشرية المؤهلة اللازمة للعمل فيها جانبا مهما لمواكبة التطور والتوسع في سوق الصكوك ، فهي بحاجة مستمرة إلى تأهيل الكوادر البشرية بمختلف التخصصات للعمل في هذه الصناعة .

- حري بصكوك استثمارية إسلامية أريد لها منافسة الأوراق المالية التقليدية ألا تكون مبنية على أسس خلافية ، و عليه فإن الهيئات الشرعية في المؤسسات المالية الإسلامية مطالبة بتوحيد جهودها للتوصل إلى قواعد إسلامية موحدة حيال كل القضايا الجوهرية المختلف فيها شرعيا ، ووضع معايير ملزمة لكافة المؤسسات المالية الإسلامية .

- السعي لتصنيف الصكوك المصدرة من قبل مؤسسات تصنيف دولية معترف بها .

آفاق الدراسة :

في ضوء النتائج التي تم التوصل اليها نوصي الباحثين والدارسين في مجال المصارف الإسلامية والاقتصاد الإسلامي بإجراء الدراسات المستقبلية التالية:

- دراسة اثر الابتكار المالي والهندسة المالية على الاستقرار الاقتصادي.
- أثر استخدام مفاهيم الهندسة المالية الاسلامية في ضمان سلامة رؤوس اموال الصناديق الاستثمارية الاسلامية وحمايتها.
- دور الصكوك الإسلامية في إنعاش إقتصادات الدول النامية و انتشارها من الأزمات الاقتصادية .

الملحق رقم 01 :

قرار مجمع الفقه الإسلامي

بشأن موضوع :

هل يجوز تحديد ربح رب المال في شركة المضاربة بمقدار معين من المال

الحمد لله وحده و الصلاة و السلام على من لا نبي بعده سيدنا و نبينا محمد و على آله و صحبه و سلم
...أما بعد

فإن مجلس المجمع الفقهي الإسلامي التابع لرابطة العالم الإسلامي في دورته الرابعة عشر المنعقدة بمكة المكرمة والتي بدأت يوم السبت 20 من شعبان 1415 الموافق لـ 1995/01/21 ، قد نظر في هذا الموضوع و قرر أنه لا يجوز في المضاربة أن يحدد المضارب لرب المال مقدار معين من المال ، لأن هذا يتنافى مع حقيقة المضاربة ، و يجعلها قرضاً بفائدة ، ولأن الربح قد لا يزيد على ما جعل لرب المال فيستأثر به كله ، و قد تخسر المضاربة ، أو يكون الربح أقل مما جعل لرب المال ، فيغرم المضارب .

و الفرق الجوهرى الذى يفصل بين المضاربة و القرض بفائدة الذى تمارسه البنوك الربوية ، هو أن المال فى يد المضارب أمانة ، لا يضمه إلا إذا تعدى أو قصر ، و الربح يقسم بنسبة شائعة متفق عليها بين المضارب و رب المال ، و قد أجمع الإئمة الأعلام على أن من شروط صحة المضاربة أن يكون الربح مشاعاً بين رب المال و المضارب ، دون تحديد قدر معين لأحد منهما و الله أعلم

وصلى الله على سيدنا محمد و على آله و صحبه ، و سلم تسليماً كثيراً و الحمد لله رب العالمين

الملحق رقم: 2

قرار مجمع الفقه الإسلامي بشأن

مشروعية المراجعة للأمر بالشراء

الحمد لله رب العالمين والصلاة والسلام على سيدنا محمد خاتم النبيين وعلى آله وصحبه أجمعين

إن مجلس مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنعقد في دورة مؤتمره الخامس بالكويت من 1- 6 جمادى الأولى 1409 الموافق 10 – 15 كانون الأول (ديسمبر) 1988م،

بعد اطلاعه على البحوث المقدمة من الأعضاء والخبراء في موضوعي الوفاء بالوعد، والمراجعة للأمر بالشراء، واستماعه للمناقشات التي دارت حولهما،

قرر ما يلي:

أولاً: أن بيع المراجعة للأمر بالشراء إذا وقع على سلعة بعد دخولها في ملك المأمور، وحصول القبض المطلوب شرعاً، هو بيع جائز، طالما كانت تقع على المأمور مسؤولية التلف قبل التسليم، وتبعية الرد بالعيب الخفي ونحوه من موجبات الرد بعد التسليم، وتوافرت شروط البيع وانتفت موانعه.

ثانياً: الوعد – وهو الذي يصدر من الأمر أو المأمور على وجه الانفراد – يكون ملزماً للواعد ديانة إلا لعذر، وهو ملزم قضاء إذا كان معلقاً على سبب ودخل الموعود في كلفة نتيجة الوعد. ويتحدد أثر الإلزام في هذه الحالة إما بتنفيذ الوعد، وإما بالتعويض عن الضرر الواقع فعلاً بسبب عدم الوفاء بالوعد بلا عذر.

ثالثاً: المواعدة – وهي التي تصدر من الطرفين – تجوز في بيع المراجعة بشرط الخيار للمتواعدين، كليهما أو أحدهما، فإذا لم يكن هناك خيار فإنها لا تجوز، لأن المواعدة الملزمة في بيع المراجعة تشبه البيع

نفسه، حيث يشترط عندئذ أن يكون البائع مالكا للمبيع حتى لا تكون هناك مخالفة لنهي النبي صلى الله عليه وسلم عن بيع الإنسان ما ليس عنده.

ويوصي بما يلي:

في ضوء ما لوحظ من أن أكثر المصارف الإسلامية اتجه في أغلب نشاطاته إلى التمويل عن طريق المربحة للأمر بالشراء.

أولاً: أن يتوسع نشاط جميع المصارف الإسلامية في شتى أساليب تنمية الاقتصاد ولاسيما إنشاء المشاريع الصناعية أو التجارية، بجهود خاصة، أو عن طريق المشاركة والمضاربة، مع أطراف أخرى.

ثانياً: أن تدرس الحالات العملية لتطبيق المربحة للأمر بالشراء لدى المصارف الإسلامية، لوضع أصول تعصم من وقوع الخلل في التطبيق، وتعين على مراعاة الأحكام الشرعية العامة أو الخاصة ببيع المربحة للأمر بالشراء.

والله أعلم؛؛

الملحق رقم: 3
قرار رقم: 44 (5/6) (1) بشأن
الإيجار المنتهي بالتمليك

إن مجلس مجمع الفقه الإسلامي المنعقد في دورة مؤتمره الخامس بالكويت من 1-6 جمادى الأولى 1409 هـ الموافق 10-15 كانون الأول (ديسمبر) 1988م.

بعد اطلاعه على البحوث المقدمة من الأعضاء والخبراء في موضوع الإيجار المنتهي بالتمليك ، واستماعه للمناقشات التي دارت حوله.

وبعد الاطلاع على قرار المجمع رقم 13 (1/3) في الدورة الثالثة، بشأن الإجابة عن استفسارات البنك الإسلامي للتنمية ، فقرة (ب) بخصوص عمليات الإيجار.
 قرر ما يلي:

أولاً: الأولى الاكتفاء عن صور الإيجار المنتهي بالتمليك ببدائل أخرى، منها البديلان التاليان:
 (الأول): البيع بالأقساط مع الحصول على الضمانات الكافية .

(الثاني): عقد إجارة مع إعطاء المالك الخيار للمستأجر بعد الانتهاء من وفاء جميع الأقساط الإيجارية المستحقة خلال المدة في واحد من الأمور التالية:
 -مد مدة الإجارة .

-إنهاء عقد الإجارة ورد العين المأجورة إلى صاحبها.

-شراء العين المأجورة بسعر السوق عند انتهاء مدة الإجارة .

ثانياً: هناك صور مختلفة للإيجار المنتهي بالتمليك تقرر تأجيل النظر فيها إلى دورة قادمة، بعد تقديم

نماذج لعقودها وبيان ما يحيط بها من ملابسات وقيود بالتعاون مع المصارف الإسلامية لدراستها وإصدار القرار في شأنها.

الملحق رقم: 4

قرار رقم 178 (19/4)

بشأن الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها

إن مجلس مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنبثق من منظمة المؤتمر الإسلامي المنعقد في دورته التاسعة عشرة في إمارة الشارقة (دولة الإمارات العربية المتحدة) من 1 إلى 5 جمادى الأولى 1430هـ، الموافق 26 – 30 نيسان (إبريل) 2009م،

بعد اطلاعه على البحوث الواردة إلى المجمع بخصوص موضوع الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، وبعد استماعه إلى المناقشات التي دارت حوله، قرر ما يأتي:

أولاً: المقصود بالتوريق، والتصكيك:

التوريق التقليدي تحويل الديون إلى أوراق مالية (سندات) متساوية القيمة قابلة للتداول، وهذه السندات تمثل ديناً بفائدة لحاملها في ذمة مصدرها ولا يجوز إصدار هذه السندات ولا تداولها شرعاً.

أما التصكيك (التوريق الإسلامي) فهو إصدار وثائق أو شهادات مالية متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية موجودات (أعيان أو منافع أو حقوق أو خليط من الأعيان والمنافع والنقود والديون) قائمة فعلاً أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب، وتصدر وفق عقد شرعي وتأخذ أحكامه.

ثانياً: خصائص الصكوك:

(1) يمثل الصك حصة شائعة في ملكية حقيقية.

(2) يصدر الصك على أساس عقد شرعي، ويأخذ أحكامه.

(3) انتفاء ضمان المدير (المضارب أو الوكيل أو الشريك المدير).

(4) أن تشترك الصكوك في استحقاق الربح بالنسبة المحددة وتحمل الخسارة بقدر الحصة التي يمثلها الصك، ويمنع حصول صاحبه على نسبة محددة مسبقاً من قيمته الاسمية أو على مبلغ مقطوع.

(5) تحمل مخاطر الاستثمار كاملة.

(6) تحمل الأعباء والتبعات المترتبة على ملكية الموجودات الممثلة في الصك، سواء كانت الأعباء مصاريف استثمارية أو هبوطاً في القيمة، أو مصروفات الصيانة، أو اشتراكات التأمين.

ثالثاً: أحكام الصكوك:

(1) لا يجوز أن يتعهد مدير الصكوك بإقراض حملة الصكوك أو بالتبرع عند نقص الربح الفعلي عن الربح المتوقع، وله - بعد ظهور نتيجة الاستثمار - أن يتبرع بالفرق، أو أن يقرضه، وما يصير عرفاً يعتبر كالتعهد.

(2) مدير الصكوك أمين لا يضمن قيمة الصك إلا بالتعدي أو التقصير أو مخالفة شروط المضاربة أو المشاركة أو الوكالة في الاستثمار.

(3) لا يجوز إطفاء الصكوك بقيمتها الاسمية بل يكون الإطفاء بقيمتها السوقية أو بالقيمة التي يتفق عليها عند الإطفاء.

(4) يراعى في الصكوك من حيث قابليتها للتداول الالتزام بالضوابط المنصوص عليها في قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي رقم: 30(4/3) التالية:

(أ) إذا كانت مكونات الصكوك لا تزال نقوداً فتطبق أحكام الصرف.

(ب) إذا انقلبت الموجودات لتصبح ديوناً كما هو الحال في بيع المرابحة فيطبق على تداول الصكوك أحكام الدين، من حيث المنع إلا بالمثل على سبيل الحوالة.

(ج) إذا صار مال القراض موجودات مختلطة من النقود والديون والأعيان والمنافع فإنه يجوز تداول صكوك المقارضة وفقاً للسعر المتراضى عليه، على أن يكون الغالب في هذه الحالة أعياناً ومنافع. أما إذا كان الغالب نقوداً أو ديوناً فتراعى في التداول الأحكام الشرعية التي ستبينها لائحة تفسيرية توضع وتعرض على المجمع في الدورة القادمة.

وفي جميع الأحوال يتعين تسجيل التداول أصولياً في سجلات الجهة المصدرة.

رابعاً: لا يجوز أن يتخذ القول بالجواز ذريعة أو حيلة لتصكيك الديون وتداولها كأن يتحول نشاط الصندوق إلى المتاجرة بالديون التي نشأت عن السلع، ويجعل شيء من السلع في الصندوق حيلة للتداول.

خامساً: التطبيقات المعاصرة للصكوك:

انطلاقاً من أن الشريعة الإسلامية قادرة على استيعاب المستجدات ومنها الحل لكل ما يطرأ والحكم على كل ما يستجد، وانطلاقاً من أن الصكوك الإسلامية تعتبر ابتكاراً لأداة تمويلية شرعية تستوعب القدرات الاقتصادية الكبيرة فقد تعددت مجالات تطبيق الصكوك ومنها استخدامها أداة فاعلة من أدوات السياسة النقدية أو في تمويل موارد البنوك الإسلامية أو استثمار فائض سيولتها، وفي إعمار الممتلكات الوقفية، وتمويل المشروعات الحكومية، وإمكانية استخدام هذه الصكوك في الخصخصة المؤقتة شريطة أن يكون عائد هذه الصكوك جميعها ناشئاً عن موجودات دارة للدخل.

يوصي المجمع بما يلي:

(1) ضرورة التزام المصارف الإسلامية بالبحث عن حلول تلبي الحاجات الاقتصادية وتلتزم بالأحكام الشرعية.

(2) حيث إن الإطار القانوني لعملية التصكيك هو أحد المقومات الأساسية التي تؤدي دوراً حيوياً في نجاح عمليات التصكيك، فإن مما يحقق ذلك الدور قيام السلطات التشريعية في الدول الأعضاء بإيجاد الإطار القانوني المناسب والبيئة القانونية الملائمة والحاكمة لعملية التصكيك من خلال إصدار تشريعات قانونية ترعى عمليات التصكيك بمختلف جوانبها وتحقق الكفاءة الاقتصادية والمصدقية الشرعية بشكل عملي. والله أعلم.

الملحق رقم : 5

قرار مجمع الفقه الإسلامي بشأن موضوع بيع الدين

الجمد لله وحده و الصلاة و السلام على من لا نبي بعده ، أما بعد :

فإن مجلس المجمع الفقهي الإسلامي في دورته السادسة عشرة المنعقدة بمكة المكرمة ، في المدة 21-1422/10/26 الذي يوافق : 5-10 / 2002/1م، قد نظر في موضوع : بيع الدين ، وبعد استعراض البحوث التي قدمت ، و المناقشات المستفيضة حول الموضوع ، و ما تقرر في فقه المعاملات من أن البيع في أصله حلال ، لقوله تعالى : {وأحلّ الله البيع وحرّم الربا} البقرة :275، ولكن البيع له أركان و شروط لا بد من تحقق وجودها ، فإذا تحففت الأركان و الشروط و انتفت الموانع كان البيع صحيحا ، و قد اتضح من البحوث المقدمة أن بيع الدين له صور عديدة ، منها ما هو جائز و منها ما هو ممنوع ، و يجمع الصور الممنوعة وجود أحد نوعي الربا : ربا الفضل أو ربا النساء ، في صورة ما ، مثل بيع الدين الربوي بجنسه ، أو وجود الغرر الاذي يفسد البيع ، كما إذا ترتب على بيع الدين عدم القدرة على التسليم و نحوه ، لنهيه صلى الله عليه و سلم على بيع الكالئ بالكالئ .

وهناك تطبيقات معاصرة في مجال الديون تتعامل بها بعض المصارف و المؤسسات المالية ، بعض منها لا يجوز التعامل به ، لمخالفته للشروط و الطوابط الشرعية الواجبة في البيوع ، وبناء على ذلك قرّر المجمع ما يأتي :

أولا من صور بيع الدين الجائزة

بيع الدين للمدين نفسه بثمن حالّ، لأن شرط التسليم متحقق ،حيث إن ما في ذمته مقبوض حكما ، فانتهى المانع من بيع الدين ، الذي هو عدم القدرة على التسليم

ثانيا : من صور بيع الدين غير الجائزة

أ-بيع الدين للمدين بثمن مؤجل أكثر من مقدار الدين ، لأنه صورة من صور الربا ، وهو ممنوع شرعا ، وهو ما يطلق عليه (جدولة الديون)

ب-بيع الدين لغير المدين بثمن مؤجل من جنسه ، أو من غير جنسه ، لأنها من صور بيع الكالئ بالكالئ (أي الدين بالدين) الممنوع شرعا

ثالثا: بعض التطبيقات المعاصرة في التصرف في الديون

أ-لا يجوز حسم الأوراق التجارية (الشيكات ، السندات الإذنية ، الكمبيالات)، لما فيه من بيع الدين لغير المدين على وجه يشتمل على الربا .

- ب- لا يجوز التعامل بالسندات الربوية إصداراً أو تداولاً أو بيعاً ، لاشتمالها على الفوائد الربوية
- ج- لا يجوز توريق (تصكيك) الديون بحيث تكون قابلة للتداول في سوق ثانوية ، لأنه في معنى حسم الأوراق التجارية ، المشار لحكمه في الفقرة أ .
- رابعاً : يرى المجمع أن البديل الشرعي لحسم الأوراق التجارية ، و بيع السندات ، هو بيعها بالعروض (السلع) شريطة تسلّم البائع إيّاها عند العقد ، و لو كان ثمن السلعة أقل من قيمة الورقة التجارية ، لأنه لا مانع شرعاً من شراء الشخص سلعة بثمن مؤجل أكثر من ثمنها الحالي .
- خامساً : يوصي المجمع بإعداد دراسة عن طبيعة موجودات المؤسسات المالية الإسلامية ، من حيث نسبة الديون فيها ، وما يترتب على ذلك من جواز التداول من عدمه .
- و الله و ليّ التوفيق ، و صلّى الله على نبينا محمد .

قائمة المراجع:

أ- الكتب :

- 1- محمد أيوب النظام المالي في الإسلام ، مؤسسة محمد بن راشد آل مكتوم و أكاديمية أنترناشيونال، بيروت، 2009. (120،143،126،71)
- 2- فؤاد السرطاوي، التمويل الإسلامي ودوره في القطاع الخاص، عمان، ط1، 1999 (97)
- 3- ابن رشد، بداية المجتهد ونهاية المقتصد، مطبعة مصطفى البابي الحلبي وأولاده، ط4، مر، 1975 (235/2)
- 4- أبو الحسين مسلم بن الحجاج بن مسلم القشيري النيسابوري لجامع الصحيح المسمى صحيح مسلم دار الجيل بيروت + دار الأفق الجديدة - بيروت، بدون تاريخ. (9/5،43)
- 5- أبو محمد علي ابن حزم الأندلسي، المحلى، دار الفكر للطباعة والنشر، بدون تاريخ. (138/8)
- 6- أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، الجزائر، 2008. (25،48،53،103،57،26)
- 7- أشرف محمد دوابة، صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية، دار السلام للطباعة والنشر، ط2، القاهرة، 2006. (235)
- 8- أشرف محمد دوابة، دراسات في التمويل الاسلامي، دار السلام، الطبعة 1، القاهرة، 2008. (18)
- 9- ثناء محمد طعيمة، نظم المعلومات المحاسبية في تقييم المشروعات الإستثمارية، إيتراك للطباعة والنشر، القاهرة، 2002. (6،8)
- 10 - جمال لعمارة، المصارف الإسلامية، دار النبأ، الجزائر، 1996. (89،92)
- 11- حسين عمر، الإستثمار والعولمة، دار الكتاب الحديث، القاهرة، 2000
- 12- حكمت أحمد الراوي، البعد المحاسبي لجدوى تقييم المشروعات الإستثمارية، مكتبة الفلاح الأكاديمية للنشر، عمان، 2000
- 13- رفيق يونس المصري، المصارف الإسلامية دراسة شرعية لعدد منها، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، بدون تاريخ
- 14- سعدان شبايكي، تقنيات المحاسبة حسب المخطط الوطني المحاسبي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1997.
- 15- سعيد عبد العزيز عثمان، دراسات جدوى المشروعات بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية ، جامعة الإسكندرية، 2002. (152،156،165،201)
- 16- شقيري نوري موسى و أسامة عزمي سلام، دراسة الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات، دار المسيرة، عمان، 2009

- 17- شرف الدين موسى الحجاوي، زاد المستنقع في إختصار المقنع، دار الوطن للنشر، الرياض، (138/1)،
(1/124)
- 18- شهاب الدين الألوسي، روح المعاني في تفسير القرآن العظيم والسبع الثاني، دار الكتب العلمية، بيروت، ط1، 1994، (164/1)
- 19- شوقي حسين عبد الله، التمويل الإداري مدخل حديث، دار النهضة العربية، القاهرة، 1975.
- 20- صادق راشد الشمري، أساسيات الصناعة المصرفية الإسلامية، دار اليازورب، عمان،
2008، (76،70)
- 21- صالح حميد العلي، توزيع الدخل في الاقتصاد الإسلامي والنظم الاقتصادية المعاصرة، الإمامة للطباعة والنشر والتوزيع، دمشق، ط1، 2001، (332، 296-333، 341 - 347، 199، 164)
- 22- صالح حميد العلي، عناصر الإنتاج في الاقتصاد الإسلامي، الإمامة للنشر، دمشق، 2000، (196،
312، 314)
- 23- عائشة الشرقاوي المالقي، البنوك الإسلامية التجربة بين الفقه والقانون والتطبيق، المركز الثقافي العربي، الطبعة الأولى، الدار البيضاء، 2002، (275، 312، 312 - 314)
- 24- عبد الحميد محمود البعلي، أدوات الاستثمار في المصارف الإسلامية، الديوان الأميري، الكويت، بدون تاريخ، (232)
- 25- عبد العزيز مصطفى عبد الكريم، دراسات الجدوى وتقييم المشاريع، دار الحامد، عمان،
2002. (16)
- 26- عبد الله بن قدامة المقدسي، المغني في فقه الإمام أحمد بن حنبل الشيباني، دار الفكر، بيروت، ط1،
1405.
- 27- عبد المطلب عبد الحميد، دراسة الجدوى الاقتصادية لإتخاذ القرارات الإستثمارية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، (19)
- 28- عبيد علي أحمد حجازي، مصادر التمويل، دار النهضة العربية، 2001، (12، 12-13، 37)
- 29- عقيل جاسم عبد الله، تقييم المشروعات (إطار نظري وتطبيقي)، دار حامد، عمان، 1999، (13)
- 30- علاء الدين الكاساني، بدائع الضائع في ترتيب الشرائع، دار الكتاب العربي، بيروت، 1982،
(6/175، 6/63، 5/222، 4/201)
- 31- علي أحمد السالوس، القضايا الفقهية المعاصرة والاقتصاد الإسلامي، دار الثقافة، الدوحة، ط12،
2010، (78)
- 32- علي أحمد السالوس، فقه البيع والاستيثاق والتطبيق المعاصر، مؤسسة الريان، بيروت، 2009،
(16، 51 - 54)

- 33- علي محي الدين القرعة داغي، بحوث في فقه البنوك الإسلامية، دار البشائر، بيروت، ط2، 2009 ، (16، 229 ، 230) ،
- 34- علي محي الدين قرعة داغي، السلم وتطبيقاته المعاصرة، دار البشائر الإسلامية، بيروت، 2010، (07 ، 09 ، 10 - 11 ، 22 - 38)
- 35 - علي محي الدين القرعة داغي ، بحوث في الإقتصاد الإسلامي ، دار البشائر الإسلامية ، بيروت ، 2009 ، (230 ، 229)
- 36 - عمار صخري، التحليل الاقتصادي الكلي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2008، (168) (
- 37 - كاظم جاسم العيساوي، دراسات الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، 2002، (19 ، 33 - 35)
- 38 - كمال عليوش تمربوع، قانون الإستثمارات في الجزائر، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1999، (04)
- 39 - محمد الخطيب الشربيني، مغني المحتاج إلى معاني ألفاظ المنهاج، دار الفكر، بيروت، بدون تاريخ، (332/2)
- 40 - محمد الصيرفي، إقتصاديات المشروع، مؤسسة مورش الدولية، القاهرة، 2005، (59 ، 60)
- 41- محمد بن إدريس الشافعي، الأم، دار المعرفة، ط1، بيروت، 1988، (12/4)
- 42 - محمد بن صالح بن محمد العثيمين ، الشرح الممتع على زاد المستقنع ، دار بن الجوزي ، الرياض ، 2002 ، (344 /10 ، 345 /10 ، 107 /08 ، 169 - 398/09)
- 43 - محمد بن إسماعيل أبو عبدالله البخاري الجعفي، الجامع الصحيح المختصر، دار ابن كثير ، اليمامة بيروت، بدون تاريخ ، (743/2)
- 44 - محمد بن عبد الله الخرشبي، شرح مختصر خليل، دار الفكر، بيروت، بدون تاريخ، (02/7)
- 45- محمد صالح الحناوي، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، (293)
- 46- محمد عبد الفتاح العثماوي، دراسات جدوى المشروعات الإستثمارية، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، القاهرة، 2007، (07، 15 ، 17، 19)
- 47- محمد عثمان اسماعيل، أساسيات التمويل الإداري واتخاذ قرارات الإستثمار، دار النهضة العربية، القاهرة، 1983 ، (09)
- 48- محمد عثمان شبير، المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي، دار النفائس، عمان، ط6، 2008، (34)
- 49 - محمد مبارك البصمان ، صكوك الإجارة الإسلامية ، دار النفائس ، الطبعة الأولى ، عمان ، 2011 ، (21 ، 26) ،

- 50 - محمد مطر، إدارة الاستثمارات، دار وائل للنشر و التوزيع، عمان، 2004، (24، 79)
- 51- محمد محمود العجلوني البنوك الإسلامية أحكامها، مبادئها و تطبيقاتها المصرفية، دار المسيرة، عمان، 2008، (209)
- 52 - محمد ناصر الدين الألباني، إرواء الغليل في تخريج أحاديث منار السبيل، المكتب الإسلامي - بيروت، الطبعة الثانية - 1405 - 1985، (158/5، 213/5 - 218)
- 53 - محمد هشام خواجكية، دراسات الجدوى للمشروعات الإستثمارية، مكتبة دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، 2004، (44)
- 54 - محمود عبد الكريم أحمد أرشيد، الشامل في معاملات وعمليات المصارف الإسلامية، دار النفائس، الأردن، 2008، (03)
- 55 - مصطفى كمال السيد طایل، القرار الاستثماري في البنوك الإسلامية، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2006، (192)
- 56 - منذر قحف، مفهوم التمويل في الاقتصاد الإسلامي، تحليل فقهي واقتصادي، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 1991، ط1، (12، 13، 126)
- 57 - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1998، (08)
- 58- موسى عمر مبارك أبو محمد، مخاطر صيغ التمويل الإسلامي وعلاقتها بمعيار كفاية رأس المال للمصارف الإسلامية من خلال معيار بازل 1 و2، كلية العلوم المالية والمصرفية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية، الأردن، 2008، (74)
- 59- ناظم الشمري وآخرون، أساسيات الإستثمار العيني والمالي، دار وائل للطباعة والنشر، عمان، 1999، (26)
- 60- يحيى بن شرف النووي، المنهاج شرح صحيح مسلم بن الحجاج، دار إحياء التراث العربي، بيروت، الطبعة الثانية، 1392 هـ، (156/10)
- 61- يحيى عبد الغني عبد الفتوح، دراسات جدوى المشروعات، الدار الجامعية الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2003، (26، 271، 267، 276)
- 62- يعقوب عبد الكريم، دراسات جدوى المشروع، دار أسامة للنشر، عمان، 2009، (161)
- 63 - ابن قدامة المقدسي، المغني في فقه الإمام أحمد بن حنبل، دار الفكر، بيروت، الطبعة الثالثة، 1987، (156/5، 134/5، 581/5، 554/5، 04/3، 280/4، 05/6، 13/5)
- 64 - حكيم بن حسان، دراسة الجدوى و معايير تقييم المشاريع الاستثمارية، رسالة ماجستير في علوم التسيير فرع إدارة أعمال، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2005، (07)

- 65 - ألزين منصور، آليات تشجيع وترقية الاستثمار كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2005، (24- 27)
- (
- 66 - عادل عنزي، دراسة جدوى المشروعات الإستثمارية، رسالة ماجستير في علوم التسيير فرع إدارة أعمال، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2007، (13، 08- 13)
- 67 - علي فلاق، طرق تمويل الاستثمار من منظور إسلامي مع الإشارة إلى تطبيقات بعض المصارف الإسلامية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، فرع نظرية اقتصادية، جامعة الجزائر، 2009، (61- 66)
- 68 - بلقاسم سعودي، تقنيات إختيار المشاريع الإستثمارية في ظل المخاطر، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية فرع التخطيط والتنمية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2001، (02)
- 69 - فارس مسدور التطبيقات المعاصرة لتقنيات التمويل بلا فوائد لدى البنوك الإسلامية، رسالة ماجستير، تخصص تحليل إقتصادي، كلية العلوم الاقتصادية جامعة الجزائر، 2001، (78)
- 70 - عبد العزيز ميلودي، محددات تمويل الاستثمار في البنوك الإسلامية، رسالة ماجستير تخصص اقتصاد كمي، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، (23، 24)
- 71 - جميل محمد سلطان حطاطبة، التمويل اللاربوي للمؤسسات الصغيرة في الأردن، رسالة ماجستير تخصص إقتصاد إسلامي، جامعة اليرموك، الأردن، 1992، (43)
- 72 - سليمان ناصر، تطوير صيغ التمويل قصير الأجل للبنوك الإسلامية، رسالة ماجستير تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، (55، 57، 64، 83)
- 73 - جميل أحمد، الدور التنموي للبنوك الإسلامية، أطروحة دكتوراه، فرع تسيير، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2006، (136)
- 74 - هيفاء شفيق سليمان الدويكات، عقد السلم كأداة للتمويل في المصارف الإسلامية، رسالة ماجستير، تخصص اقتصاد إسلامي، جامعة اليرموك، الأردن، 2003، (28- 33)
- 75 - ميلود بن مسعودة، معايير التمويل والاستثمار في البنوك الإسلامية، رسالة ماجستير تخصص اقتصاد إسلامي، كلية العلوم الاجتماعية والعلوم الإسلامية، جامعة باتنة، 2007، (48)
- 76 - مختاري مصطفى، مخاطر التمويل في المصارف الإسلامية، رسالة ماجستير، قسم العلوم الاقتصادية، فرع التحليل الإقتصادي، جامعة الجزائر، 2009، (45، 52)
- 77 - أحمد بلخير، عقد الاستصناع وتطبيقاته المعاصرة، دراسة حالة البنك الإسلامي للتنمية، رسالة ماجستير، فرع اقتصاد إسلامي، قسم الشريعة، كلية العلوم الاجتماعية والعلوم الإسلامية، جامعة باتنة، الجزائر، (08، 16 - 18)

- 78 - محمد عبد الحليم فرحان ، التمويل الإسلامي للمشروعات الصغيرة دراسة لأهم مصادر التمويل ، رسالة ماجستير ، قسم المصارف الإسلامية ، (31)
- 79- محمد يوسف عارف الحاج محمد، عقد الإجارة المنتهية بالتملك من التطبيقات المعاصرة والإجارة في الفقه الإسلامي، رسالة ماجستير في الفقه والتشريع الإسلامي لكلية الدراسات العليا، جامعة النجاح، نابلس، فلسطين،(10)
- 80 - عمارة محمد يحيى العاصي ، تقييم الأداء المالي للمصارف الإسلامية ، رسالة ماجستير ، تخصص إدارة أعمال ، كلية الإقتصاد جامعة حلب 2010 ، (31)
- 81 - أسامة عبد الحليم الجورية، صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد، رسالة ماجستير، قسم الدراسات العليا، معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية، سوريا، 2009، (30 - 33 ، 46 ، 34 ، 158)
- 82 - إلياس عبد الله ، تطوير آليات التمويل بالمشاركة في المصارف الإسلامية دراسة حالة الأردن ، أطروحة دكتوراه، تخصص إقتصاد و مصارف إسلامية ، جامعة اليرموك ، 2007 ، (25 ، 126)
- 83 - احمد إسحاق الأمين حامد، الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، رسالة ماجستير، تخصص اقتصاد والمعارف الإسلامية، جامعة اليرموك، الأردن، 2005، (32)
- 84 - نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية غزة، 2007 ، (99 ، 109 ، 144 ، 156 ، 160 ، 115 - 118)

البحوث و الدورات :

- 85 - محمد علي قري، كيف تتوافق الصكوك مع أحكام الشريعة الإسلامية، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر السابع للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، جدة، بدون تاريخ، (04)
- 86 - محمد علي القري، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتهما المعاصرة، بحث مقدم للمجمع، الدورة 19 ،(02)
- 87 - أحمد محي الدين أحمد، التطبيقات المصرفية لصكوك الاستثمار، دورة الصكوك، الإسكندرية، 5 - 6 يوليو 2008،
- 88- الجمعية المصرية للأوراق المالية، دليل المستثمر لتمويل الشركات، مصر، 2003،(23)
- 89 - المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، التاريخ الشرعي للصكوك، 2010/03/26
- 90 - بدر الدين قريشي مصطفى، إصدار وإدارة الصكوك الحكومية، بحث مقدم لورشة عمل: الصكوك الإسلامية ، تحديات، تنمية ممارسات دولية، الأردن، 6 - 7 شعبان 1431
- 91 - حامد بن حسن بن محمد بن علي ميرة، صكوك الحقوق المعنوية، بحث مقدم لندوة الصكوك الإسلامية عرض وتقويم المنعقدة في جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 24 - 2010/05/26، (03)

- 92 - حسن محمد الرفاعي، بدائل معدل الفائدة في الاقتصاد الإسلامي ودورها في إدارة الأزمة الاقتصادية العالمية (الأسس النظرية وتطبيقاتها في المصارف الإسلامية) بحث مقدم إلى مؤتمر لكلية العلوم الإدارية في جامعة الكويت، 15-16/12/2010، (16، 18)
- 93 - خولة فريز النوباني، الصكوك - تجارب عالمية - بحث مقدم لورشة عمل: الصكوك الإسلامية، تحديات، تنمية ممارسات دولية، الأردن، 6 - 7 شعبان 1431، (14، 17)
- 94 - صالح صالح، عبد الحليم غربي، كفاءة صيغ وأساليب التمويل الإسلامي في احتواء الأزمات والتقلبات الدورية، بحث مقدم إلى الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 20-21/10/2009
- 95 - صفية أحمد أبو بكر، الصكوك الإسلامية، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، 31 مايو - 3 جوان، 2009، (08، 14)
- 96 - عادل بن عبد القادر بن محمد ولي قوته، وقف الأسهم والصكوك والمنافع والحقوق المعنوية، بحث مقدم لمجمع الفقه الإسلامي في دورته التاسعة عشر، الإمارات العربية المتحدة، (08)
- 97 - عاشور كتوش، دور الاعتماد المستندي في تمويل التجارة الخارجية، مداخلة في الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الإقتصادات والمؤسسات، بسكرة، أيام 21-22 نوفمبر 2006. (02)
- 98 - عبد الحليم عمر، الصكوك الإسلامية التوريق وتطبيقاتهما المعاصرة وتداولها، بحث مقدم لمجمع الفقه الإسلامي في دورته التاسعة عشر، الشارقة، (02، 18 - 19)
- 99 - عبد القادر زيتوني، التصكيك الإسلامي ركب المصرفية الإسلامية في ظل الأزمة العالمية، بحث مقدم للمؤتمر العالمي الدولي حول الأزمة المالية الاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اعتقادي إسلامي، الأردن، 1-2 ديسمبر 2010، (73، 14)
- 100- عبد الله بن سليمان المنيع، الصكوك الإسلامية تجاوز أو تصحيح، بحث مقدم لندوة (الصكوك الإسلامية عرض وتقويم) المنعقدة في جامعة الملك عبد العزيز، جدة، خلال 24، 25/05/2010. (02)
- 101 - عبد الله بن محمد المطلق، الصكوك، بحث مقدم لندوة (الصكوك الإسلامية عرض وتقويم) المنعقدة في جامعة الملك عبد العزيز، جدة، خلال 24، 25/05/2010. (01، 18)
- 102 - عبد المجيد قدي، التمويل في الاقتصاد الإسلامي مداخلة في ملتقى بعنوان الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية بمعهد العلوم الاقتصادية بالمركز الجامعي خميس مليانة، 6/5 ماي 2009. (04)
- 103- عبد الملك منصور المصعبي، الصكوك، بدون مكان نشر، بدون تاريخ، (25، 33)

- 104 - عبد الملك منصور المصعبي، العمل بالصكوك الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جديدة، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، 31 ماي - 3 جوان 2009، (15، 54، 57)
- 105 - عثمان حمد محمد الخير، تجربة السودان في مجال إصدار الصكوك الحكومية، بحث مقدم لورشة عمل، الصكوك الإسلامية، تحديات وممارسات دولية، الأردن، 6-7 شعبان 1431
- 106 - علاء الدين زعتري، الصكوك (تعريفها، أنواعها، أهميتها، دورها في التنمية)، بحث مقدم لورشة عمل أقامتها شركة BOD بعنوان الصكوك الإسلامية، تحديات، تنمية، ممارسات دولية، عمان، 18-14/07/2009، (29)
- 107 - علي محي الدين القرة الداغي، الصكوك الإسلامية وتطبيقاتها المعاصرة، بحث مقدم لمجمع الفقه الإسلامي، الدورة 19، (02، 03)
- 108 - علي معبد الجارحي، الصكوك قضايا فقهية واعتقادية، بحث مقدم لمجمع الفقه الإسلامي، الدورة 19، (05)
- 109 - فتح الرحمن علي محمد صالح، التجربة السودانية في مجال الصكوك الإسلامية، بحث مقدم لورشة عمل: الصكوك الإسلامية، تحديات، تنمية، ممارسة دولية، الأردن، 6 - 7 شعبان 1431، (15)
- 110 - فتح الرحمن محمد صالح، دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية، بحث مقدم لمنندى الصرفة الإسلامية، بيروت، يوليو 2008. (07، 06، 19، 13)
- 111 - قتيبة عبد الرحمن العاني: صكوك المضاربة الإسلامية، بحث مقدم لمؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، دبي بدون تاريخ، (27)
- 112 - قطب مصطفى سانو، إصدار الصكوك والشروط الواجب توفرها في مصدرها، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة.
- 113 - كمال توفيق حطاب، الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة، بحث مقدم إلى المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، 31 ماي - 3 جوان 2009، (15، 13)
- 114 - كمال توفيق حطاب، الصكوك الوقفية ودورها في التنمية، بدون تاريخ ومكان نشر، (11، 12)
- 115 - مجمع الفقه الإسلامي، القرارات والتوصيات، القرار رقم 178 بشأن الصكوك الإسلامية و تطبيقاتها المعاصرة وتداولها، الدورة 19 إمارة الشارقة، 26 - 30 أبريل 2009.
- 116 - محمد بن إبراهيم السحباني، هيكل الصكوك الإسلامية، عرض مقدم لحلقة نقاش، وحدة البحوث بكلية الشريعة، الرياض، 23 ربيع الثاني 1429

117 - محمد بوجلال وشوقي بورقبيبة، تكلفة التمويل في البنوك التقليدية والبنوك الإسلامية- دراسة مقارنة لبحث مقدم ضمن فعاليات الملتقى الدولي حول سياسة التمويل وأثرها على الاقتصادات والمؤسسات، بسكرة، 2003/11/222. (23 ، 24 ، 26)

118 - منذر قحف، تمويل العجز في الميزانية العامة للدولة من وجهة نظر إسلامية – دراسة حالة ميزانية الكويت – بحث رقم 39، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، ط 2، 2000.

119 - موسى بلا حمود، صكوك الاستصناع من البدائل الشرعية لسندات القروض الربوية، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي للصيرفة المالية الإسلامية، 15 – 16 جوان 2010. (03)

120 - نادية أمين محمد علي، صكوك الاستثمار الشرعية خصائصها و أنواعها، المؤتمر السنوي الرابع عشر عن المؤسسات المالية الإسلامية، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، بدون تاريخ، (986)

121 - نظيف جامع آدم، أهمية الصكوك وتطورها وأبعادها المستقبلية، دورة تدريبية في الصكوك

122- هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، اجتماع المجلس الشرعي العاشر، 3 – 8 ماي/2003، (04 ، 10- 11 ، 59 - 60 ، 11 ، 05 ، 06)

123- وليد خالد الشايجي، وعبد الله يوسف حجي، صكوك الاستثمار الشرعية، بحث مقدم إلى المؤتمر السنوي الرابع عشر، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، (923)

المعاجم و القواميس :

124 - ابن منظور، لسان العرب، دار المعارف، القاهرة، بدون تاريخ.(504/1، 543/1، 635/11،

110/11 ، 448/10 ، 390/14 ، 442/2 ، 89/12 ، 208/8 ، 10/4 ، 456/10 ، 374/10)

125 - أحمد بن فارس، معجم مقاييس اللغة، دار الفكر، القاهرة، 1979.(388/1، 288 /5 ، 3 /165)

126 - مجمع اللغة العربية، المعجم الوجيز، وزارة التربية والتعليم المصرية، القاهرة، 1994.(87، 595، 375،

127 - محمد بن عبد الرزاق الحسيني، تاج العروس من جواهر القاموس، دار الهداية، بدون تاريخ، (25/10)

128 - محمد بن يعقوب الفيروز آبادي ، القاموس المحيط، دار الحديث، القاهرة، 2008.(793، 951)

129 - محمد بن أبي بكر بن عبد القادر الرازي ، مختار الصحاح ، مكتبة لبنان ناشرون ، بيروت ، 1955 ، (648)

130-Bridie.M, S.Michailof, Guide pratique d'analyse de projet (évaluation et choix des projets d'investissement), economica, Paris, France, 1995, (01)

131- Gvedj Norbert: "Finance d'entreprise, les règles du jeu", les éditions d'organisation, France, 1997. (273)

132- jacky koehl,les choix d 'investissement, ed dunod paris,2003(12,13)

133- Jean-Pierre Couriaux, macro-économie, economica, Paris, 1988.(366)

134 - Miloud Boubaker, investissement et stratégies de développent, opu, 1998.(83)

135-Patrick Epingard, investir face aux enjeux technologiques et informationnels, ed, ellipse, 1991 (01-03 ,105)

136- Paul Samuelsson, macro-économie, ed. Organisation 17eme, 1994.(635)

137- International Islamic Financial Market ,IIFM Sukuk Analysis,As of December 2009

138- Bank Negara Malaysia , Sukuk Market Academic Visit by INCEIF's CIFP Student,30 october2009