هيئة سوق رأس المال الفلسطينية

تشرين ثاني، 2017

الصكوك الإسلامية ومتطلبات تعزيز دورها في تنمية الاقتصاد الفلسطيني

الإدارة العامة للدراسات والتطوير

قائمة المحتويات

1- مقدمة 4

1-1 أهداف الدراسة 5

1-2 منهجية الدراسة 6

1-3 أهمية الدراسة 6

2- الصكوك الإسلامية، تعريفها، ماهيتها، أنواعها وخصائصها 7

2-1 تعريف الصكوك الإسلامية 7

2-2 أنواع الصكوك الإسلامية 8

2-2-1 صكوك المشاركات 8

2-2-2 صكوك العقود الزراعية 9

2-2-3 صكوك الاجارة 10

2-2-4 صكوك بيوع الآجال 13

2-3 خصائص الصكوك 14

2-4 الضوابط الشرعية لإصدار وتداول الصكوك 17

2-4-1 الضوابط الشرعية لإصدار الصكوك الاستثمارية وتداولها 17

2-4-2 الضوابط الشرعية الواجب مراعاتها في نشرة الاصدار 21

3- المؤسسات الدولية ذات العلاقة بالتمويل الإسلامي 23

3-1 هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية 23

3-2 مجلس الخدمات المالية الإسلامية (IFSB) Islamic Financial Services Board 24

3-3 مجمع الفقه الإسلامي الدولي(IIFA) International Islamic Fiqh Academy 26

3-4 السوق المالية الإسلامية الدولية (IIFM) International Islamic Financial Market 27

3-5 مؤسسة إدارة السيولة الإسلامية الدولية 27

(IILMC) International Islamic Liquidity Management Corporation 27

3-6 وكالة التقييم الإسلامية الدولية (IIRA) Islamic International Rating Agency 28

4- التطورات الدولية لإصدارات الصكوك الإسلامية 29

4 – 1 التوجهات الدولية لصناعة التمويل الإسلامي 29

4-2 اصدارات الصكوك الإسلامية 30

4-3 أجال الاستحقاق للصكوك المصدرة 35

4-4 أداء المؤشرات المالية الإسلامية 36

5- الصكوك الإسلامية نظرة إقليمية مقارنة 38

5-1 تطور سوق الصكوك الإسلامية في الدول العربية 38

5-2 التجربة الأردنية 41

5-3 التجربة الإماراتية 43

5-4 التجربة الماليزية 47

6- الصكوك الإسلامية والواقع الفلسطيني 55

6-1 الدور المتوقع للصكوك الإسلامية في التنمية الاقتصادية في فلسطين 59

6-1-1 الصكوك السيادية Sovereign Sukuk 59

6-1-2 الصكوك التجارية Corporate Sukuk 64

6-2 التحديات التي تواجه اصدار الصكوك في فلسطين 67

6-3 سبل إدارة مخاطر الصكوك 72

6-4 سبل تعزيز وتطوير سوق الصكوك الإسلامية في فلسطين 74

7- الخلاصة 82

8- المراجع 83

9- الملاحق 88

قائمة الجداول

الجدول	الصفحة
جدول 2-1: مقارنة الصكوك الإسلامية بأدوات الاستثمار التقليدية	16
جدول 4-1: تصنيف صناعة الخدمات المالية الإسلامية وفقاً للخدمات والتوزيع الجغرافي	29
جدول 4-2: مقارنة بين أداء مؤشر داوجونز المؤشر العالمي، ومؤشر داوجونز الإسلامي من حيث العائد الكلي	37
جدول 5-1: الإطار التشريعي والتنظيمي لأدوات التمويل الإسلامي في الدول العربية	40
جدول 6-1: تعرضات المخاطر من وجهات نظر مختلفة	71

قائمة الأشكال

الشكل	الصفحة
شكل 4-1: التوزيع القطاعي للتمويل الإسلامي على المستوى الدولي (2016)	30
شكل 4-2: التوزيع الجغرافي للتمويل الإسلامي (2016)	30
شكل 4-3: الاتجاه العام للصكوك القائمة على المستوى العالمي (2003-2016)	31
شكل 4-4: إصدارات الصكوك السيادية والتجارية على المستوى العالمي (2004-2016)	31
شكل 4-5: إصدار الصكوك السيادية وفقاً للدولة (2016)	32
شكل 4-6: إصدار الصكوك التجارية على المستوى العالمي (2004-2016)	33
شكل 4-7: إصدار الصكوك التجارية وفقاً للدولة (2016)	34
شكل 4-8: إصدار الصكوك وفقاً للتوزيع القطاعي (2016)	34
شكل 4-9: آجال الاستحقاق للإصدارات الجديدة من الصكوك (2008-2016)	35
شكل 4-10: إصدار الصكوك مقارنة مع إصدار السندات التقليدية	36
شكل 5-1: دور هيئة الأوراق المالية والسلع الإماراتية بموجب الاستراتيجية الجديدة	45
شكل 5-2: دور السوق المالي بموجب الاستراتيجية	46
شكل 5-3: التحديات التي تواجه سوق التمويل الإسلامي	46
شكل 6-1: اجمالي قيمة الودائع ونموها في القطاع المصرفي الفلسطيني	56
شكل 6-2: اجمالي صافي التسهيلات ونموها في القطاع المصرفي الفلسطيني	56
شكل 6-3: قيمة المحفظة التأمينية ونسبة نموها خلال الأعوام 2012-2016	57

1- مقدمة

شهدت صناعة التمويل الإسلامي في العقدين الأخيرين نمواً مضطرداً واهتماماً متزايداً على المستويين العالمي والإقليمي، وعملت العديد من الدول على وضع استراتيجيات لتطوير صناعة التمويل الإسلامي لديها، بدءاً من تطوير البنية التحتية الممكنة بما يشمله ذلك من تطوير قانوني وتنظيمي، مروراً بابتكار المنتجات والخدمات التي تتوافق مع متطلبات وأحكام الشريعة من قبل مزودي الخدمات المالية والإسلامية، كما شهدت منتجات التمويل الإسلامي اهتماماً متزايداً من قبل المستثمرين الدوليين بل وتعدى ذلك إلى اهتمام دول غير إسلامية بتطوير صناعة التمويل الإسلامي لديها كما هو الحال في المملكة المتحدة وغيرها من الدول.

وتعتبر الصكوك الإسلامية من أكثر المنتجات الإسلامية التي لاقت اهتماماً خلال السنوات الماضية، لما توفره من وسائل تمويلية لمشاريع التنمية على المستوى الحكومي من خلال الصكوك السيادية، أو على مستوى القطاع الخاص والمؤسسات المالية الإسلامية من خلال الصكوك التجارية، وعملت المنظمات الدولية المعنية بوضع المعايير الخاصة بالتمويل الإسلامي على تطوير المعايير الناظمة لصناعة التمويل الإسلامي، ومراجعة وتحديث القائم منها، تحديداً هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية ومجلس الخدمات المالية الإسلامية، ولاقت الصكوك اهتماماً متزايداً من قبل هذه المنظمات ضمن جهودها في توحيد المعايير والضوابط التي تحكم عمل الصكوك الإسلامية، ومحاولة التوافق في الآراء الفقهية من خلال توحيد المعايير ووضع الضوابط التي تساعد الهيئة الرقابية المحلية على تطوير الأطر القانونية والتنظيمية والرقابية بما يتوافق وتلك المعايير الصادرة عن تلك المنظمات الدولية.

وفي ظل الواقع الفلسطيني، تنامى الاهتمام بالمنتجات والخدمات المالية الإسلامية في السنوات الأخيرة، ويتضح ذلك جلياً في ازدياد عدد المؤسسات المالية الإسلامية المصرفية وغير المصرفية، إضافة إلى التزايد الملحوظ في مؤشرات النمو والتوسع لدى المؤسسات المالية الإسلامية العاملة في القطاع المالي الفلسطيني، مما يتطلب من الجهات الرقابية تحديداً هيئة سوق رأس المال وسلطة النقد الفلسطينية الاستجابة لهذا النمو المتزايد والطلب المتنامي على الخدمات والمنتجات المالية تحديداً الصكوك الإسلامية، والعمل على تطوير الأطر القانونية والتنظيمية والرقابية الناظمة، الأمر الذي يسهم في تعزيز ونمو صناعة التمويل الإسلامي في فلسطين واتخاذ السبل الكفيلة لمعالجة التحديات التي تواجه هذه الصناعة.

وتأتي هذه الدراسة لمعالجة موضوع الصكوك الإسلامية، بحيث تسهم في مساعدة واضعي السياسات المالية ومتخذي القرار من تحديد السياسات والإجراءات الملائمة استناداً إلى أسس موضوعية بهدف تطوير صناعة التمويل الإسلامي في فلسطين

وتحديداً الصكوك الإسلامية. حيث يناقش الفصل الأول من هذه الدراسة المنهجية المستخدمة والهدف من هذه الدراسة، في حين يقدم الفصل الثاني الإطار المفاهيمي الخاص بالصكوك الإسلامية من حيث أنواع الصكوك والتعريف والضوابط والأحكام الشرعية الخاصة بها، وذلك استناداً إلى المعايير الصادرة عن مجلس الخدمات المالية الإسلامية وهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بشكل رئيس إضافة إلى الفتاوي الصادرة عن مجمع الفقه الإسلامي الدولي، ويتطرق الفصل الثالث إلى أهم المؤسسات الدولية التي تضع المبادئ والمعايير ذات العلاقة بصناعة التمويل الإسلامي، في حين يقدم الفصل الرابع والخامس نظرة دولية وإقليمية مقارنة حول تطور الصكوك الإسلامية وحجم الإصدار والاتجاهات الدولية في صناعة الصكوك الإسلامية، مع التركيز على بعض التجارب الإقليمية والعربية تحديداً كل من ماليزيا والإمارات العربية المتحدة والمملكة الهاشمية الأردنية في تعزيز وتطوير صناعة التمويل الإسلامي لديها وتحديداً في مجال الصكوك الإسلامية، ويعالج الفصل السادس الواقع الفلسطيني والدور المتوقع للصكوك الإسلامية في عملية التنمية الاقتصادية في فلسطين، ومتطلبات تعزيز هذا الدور بشيء من التفصيل، إضافة إلى التحديات التي تواجه نمو وتطور سوق الصكوك الإسلامية تحديداً فيما يخص الاطار القانوني والتنظيمي، ويخلص الفصل إلى مجموعة محددة من التوصيات المقدمة إلى متخذي القرار وتحديداً في هيئة سوق رأس المال، بهدف تطوير البيئة الممكنة لصناعة التمويل الإسلامي والصكوك الإسلامية بشكل خاص بالتعاون مع الجهات الشريكة والأطراف الأخرى ذوي العلاقة.

1-1 أهداف الدراسة

تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على الصكوك الإسلامية، ودورها المحتمل في التنمية الاقتصادية ودعم الاقتصاد الفلسطيني، والمتطلبات اللازمة لتطويرها ونموها تحديداً من وجهة نظر هيئة سوق رأس المال كجهة رقابية، وتتلخص أهداف الدراسة بالآتي: -

- التعرف على الصكوك الإسلامية كأداة تمويلية، وتبيان أهميتها ومفهومها وخصائصها وأنواعها واستخداماتها.
- التوجهات العالمية والإقليمية للتمويل الإسلامي من خلال عرض تحليلي لواقع وتطور حجم الإصدار من الصكوك الإسلامية عالمياً، وتسليط الضوء على تجارب دول إقليمية برزت عالمياً في اصدار وتداول الصكوك واعتمدت على الصكوك في تمويل مشاريعها التنموية.
- تحديد ودراسة المعايير الرقابية والشرعية الناظمة للصكوك، والبيئة الرقابية والفنية المطلوبة.

- ابراز الدور المحوري والأهمية الاقتصادية المتوقعة للصكوك في فلسطين، ومدى الحاجة إلى هذا النوع من الأدوات المالية.

1-2 منهجية الدراسة

تم استخدام المنهج الوصفي في تنفيذ هذه الدراسة من حيث عرض الجوانب النظرية للصكوك الإسلامية وأنواعها وخصائصها ومن واقع أدبيات التمويل الإسلامي، بالإضافة إلى قواعد وأسس إصدارها وتداولها، وذلك من خلال الاستناد بشكل رئيسي إلى المعايير والمبادئ الدولية الصادرة بهذا الشأن، كما تم استخدام المنهج الاستقرائي من خلال تجميع البيانات والمعلومات المرتبطة بالصكوك الإسلامية لغرض تحليلها ودراستها بشيء من التفصيل، باستخدام وسائل وأدوات إيضاحية مختلفة كالجداول التوضيحية والأشكال البيانية.

1-3 أهمية الدراسة

تبرز أهمية الدراسة في كونها توفر معلومات وبيانات دقيقة حول واقع الصكوك الإسلامية ومفهومها، إضافة إلى توفيرها البيانات والمعلومات اللازمة لمتخذي القرار حول الصكوك الإسلامية الأمر الذي يسهم في تقديم التوصيات المقترحة المبنية على أسس موضوعية ومتوافقة مع الواقع الفلسطيني، مما يسهل مهمة متخذي القرار وصناع السياسات تحديداً في هيئة سوق رأس المال في اتخاذ القرارات اللازمة لتطوير صناعة الصكوك الإسلامية في فلسطين.

2- الصكوك الإسلامية، تعريفها، ماهيتها، أنواعها وخصائصها

2-1 تعريف الصكوك الإسلامية

حدد المعيار رقم 17 الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institution "AAOIFI") تعريفاً محدداً للصكوك الإسلامية بأنها "وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أُصدرت من أجله." وعرف المعيار الشرعي رقم 17 الصكوك في هذا المعيار "بالصكوك الاستثمارية" تمييزاً لها عن الأسهم وسندات القرض.[1]

فيما حدد مجمع الفقه الإسلامي الدولي في قراره رقم 178 (4/19) والصادر في شهر نيسان من العام 2009 المقصود بالتوريق والتصكيك، حيث أشار القرار إلى أنّ التوريق التقليدي هو "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 "اصدار 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 انشاؤها من حصيلة الاكتتاب، وتصدر وفق عقد شرعي وتأخذ أحكامه."[2]

ويلاحظ أن تعريف الصكوك وفقاً لمجمع الفقه الإسلامي الدولي أتى مشابهاً لتعريف الصكوك وفقاً لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الدولية في المعيار الشرعي رقم 17، إلا أنّ مجمع الفقه الإسلامي الدولي أضاف بعداً مهماً في تعريف الصكوك وهي أنها تصدر وفق عقد شرعي وتأخذ أحكامه، وهذا الأمر في غاية الأهمية من حيث هيكلية الصكوك المنوي إصدارها، وله انعكاسات مهمة من حيث الضوابط الشرعية لإصدار الصكوك وتداولها كما سيتم التوضيح لاحقاً في هذه الدراسة.

في حين عرف المعيار رقم 7 والصادر عن مجلس الخدمات المالية الإسلامية الصكوك على أنها" الصكوك جمع صك ويشار لها عادة "سندات إسلامية" وهي شهادات. ويمثل كل صك حق ملكية لنسبة مئوية شائعة في موجودات عينية، أو

---

[1] المعيار الشرعي رقم 17 والصادر بتاريخ 8 أيار من العام 2003، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية AAOIFI.

[2] مجمع الفقه الإسلامي الدولي، International Islamic Fiqh Academy (IIFA)، قرار رقم 178(4/19) بعنوان "الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها"، الدورة التاسعة عشر، الشارقة، الامارات المتحدة، 26-30 نيسان،2009.

مجموعة مختلطة من الموجودات العينية وغيرها، وقد تكون الموجودات في مشروع محدد أو نشاط استثماري معين وفقاً لأحكام الشريعة."[3]

2-2 أنواع الصكوك الإسلامية

شهدت صناعة التمويل الإسلامي اصدار العديد من أنواع الصكوك الإسلامية خلال السنوات الأخيرة، إلا أنّ المعيار الشرعي رقم 17 والصادر عن منظمة AAOIFI حدد ما يقارب أربعة عشر نوعاً من أنواع الصكوك[4]، والتي سيتم التطرق إليها بنوع من التفصيل وسيتم تبويبها وفقاً لطبيعة النشاط الخاص بإصدارها، ومجالات التوظيف[5]، ويقصد به مجالات توظيف الصكوك، حيث اعتُمد هذا التصنيف من قبل هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية في معاييرها الشرعية، والتي يمكن تصنيفها في أربعة أقسام رئيسية وهي:

- صكوك المشاركات وتضم المضاربة والمشاركة والوكالة.
- صكوك العقود الزراعية وتضم المزارعة والمغارسة والمساقاة.
- صكوك الإجارة.
- صكوك بيوع الآجال.

وفيما يلي تفصيل لكل نوع من أنواع الصكوك المشار إليها أعلاه، وفقاً لما ورد في المعيار الشرعي رقم 17 الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية:

2-2-1 صكوك المشاركات

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

[3] المعيار رقم 7، الصادر في شهر كانون ثاني من العام 2009، مجلس الخدمات المالية الإسلامية IFSB.
[4] المعيار الشرعي رقم 17 والصادر بتاريخ 8 أيار من العام 2003، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية AAOIFI.
[5] "الصكوك، دراسة فقهية مقارنة"، آمال عبد الوهاب عمري، كانون ثاني،2017.

2-2-1-1 صكوك الشركة

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

2-2-1-2 صكوك المضاربة

هي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس المضاربة بتعيين مضارب من الشركاء أو غيرهم لإدارتها. وقد عرف مجمع الفقه الإسلامي الدولي صكوك المضاربة على أنها "آداه استثمارية تقوم على تجزئة رأس المال القِرَاض (المضاربة) بإصدار صكوك ملكية برأس مال المضاربة على أساس وحدات متساوية القيمة ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصاً شائعة في رأس مال المضاربة وما يتحول إليه من ربح بنسبة ملكية كل منهم فيه."[6]

2-2-1-3 صكوك الوكالة بالاستثمار

هي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الوكالة بالاستثمار بتعيين وكيل عن حملة الصكوك لإدارتها. والمصدر لتلك الصكوك هو الوكيل بالاستثمار والمكتتبون هم الموكلون وحصيلة الاكتتاب هي المبلغ الموكل في استثماره، ويملك حملة الصكوك ما تمثله الصكوك من موجودات بغنمها وغرمها، ويستحقون ربح المشاركة إن وُجد.[7]

2-2-2 صكوك العقود الزراعية

2-2-2-1 صكوك المزارعة

هي وثائق متساوية القيمة يتم اصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تمويل مشروع على أساس المزارعة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في المحصول وفقاً لما حدّده العقد[8]. وتقوم عقود المزارعة على عقد المزارعة حيث يُصدر صاحب الأرض (مالكها أو مالك منافعها) الصكوك، والمكتتبون فيها هم المزارعون في عقد المزارعة، وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف الزراعة.

2-2-2-2 صكوك المساقاة

تعرّف صكوك المساقاة على أنّها وثائق متساوية القيمة يتم اصدارها لاستخدام حصيلتها في سقي أشجار مثمرة والانفاق عليها ورعايتها على أساس عقد المساقاة، ويصبح لحملة الصكوك حصة من الثمرة وفق ما حدده العقد.[9] وتقوم صكوك

---

[6] مجمع الفقه الإسلامي الدولي، قرار رقم 30 (3/4)، الدورة الرابعة، جدة، المملكة العربية السعودية، شباط، 1988.
[7] "الصكوك، دراسة فقهية مقارنة"، آمال عبد الوهاب عمري، كانون ثاني،2017.
[8] المعيار الشرعي رقم 17 والصادر بتاريخ 8 أيار من العام 2003، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية AAOIFI.
[9] ذات المصدر السابق.

المساقاة على عقد المساقاة، والمصدر لتلك الصكوك هو صاحب الأرض (مالكها أو مالك منافعها) التي فيها الشجر والمكتتبون فيها هم المساقون في عقد المساقاة وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف العناية بالشجر.

2-2-2-3 صكوك المغارسة

صكوك المغارسة هي وثائق متساوية القيمة يتم اصدارها لاستخدام حصيلتها في غرس أشجار وفيما يتطلبه هذا الغرس من أعمال ونفقات على أساس عقد المغارسة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الأرض والغرس[10]. وتقوم صكوك المغارسة على عقد المغارسة، والمصدر لصكوك المغارسة هو مالك أرض صالحة لغرس الأشجار، والمكتتبون فيها هم المغارسون في عقد المغارسة وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف غرس الشجر، وقد يكون المصدر هو المغارس (صاحب العمل) والمكتتبون هم أصحاب الأرض (المستثمرون الذين غُرست الأرض بحصيلة اكتتابهم) ويستحق حملة الصكوك الحصة المتفق عليها من الأرض والشجر.

2-2-3 صكوك الاجارة

تعرف الاجارة اصطلاحاً أنها لا تخرج في اصطلاح الفقهاء رغم اختلاف عباراتهم عن كونها عقداً يفيد تمليك المنفعة بعوض[11]. وعرف البهوتي في كتابه "كشاف القناع" عقد الاجارة بأنه "عقد على منفعة مباحة معلومة، تؤخذ شيئاً فشيئاً مدة معلومة من عين معلومة أو موصوفة بالذمة أو عمل معلوم بعوض معلوم."[12] ويتضح من هذا التعريف أنّ الإجارة نوعان: اجارة عين، واجارة ذمة.

وفي التطبيق المعاصر هناك أسلوبين من الاجارة الواردة على منافع الأعيان هما: الاجارة التشغيلية والاجارة التمويلية وهي التي غالباً ما تنتهي بالتمليك. والاجارة التشغيلية هي الاجارة التي تقوم على عقود تأجير منافع معلومة ومباحة شرعاً بعوضٍ معلوم إلى أجل معين، ولا تتضمن حقاً للمستأجر بشراء العين عند نهاية العقد مثل عقود تأجير السيارات والعقارات ونحوها.[13] أما الاجارة المنتهية بالتمليك (التمويلية) فتعرف على أنها اتفاقية ينتفع بموجبها المستأجر بمحل العقد بأجرة محدودة على مدة معلومة على أن تؤول ملكية المحل للمستأجر خلال مدة الاجارة أو في نهايتها.

---

[10] ذات المصدر السابق.

[11] "الصكوك، دراسة فقهية مقارنة"، ص140، آمال عبد الوهاب عمري، كانون ثاني،2017.

[12] "كشاف القناع" 688/1.

[13] المعيار الشرعي رقم 9 والصادر بتاريخ 16 أيار من العام 2002، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية AAOIFI.

في حين عالج مجمع الفقه الاسلامي الدولي موضوع الاجارة المنتهية بالتمليك في قراره رقم 110 (4/12) بشأن موضوع الاجارة المنتهية بالتمليك،[14] حيث حدد القرار ضابط الصور الجائزة والممنوعة في الاجارة المنتهية بالتمليك، وصور العقد الممنوعة وصور العقد الجائزة.

أما صكوك الإجارة فتعرّف على أنها "وثائق ذات قيمة متساوية تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان مؤجرة أو موعود بتأجيرها أو منافع أو خدمات هي قائمة على أساس عقد الاجارة كما عرفته الشريعة الإسلامية، ويندرج تحتها أنواع عديدة."[15]

2-2-3-1 صكوك ملكية الموجودات المؤجرة

وهي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين مؤجرة أو عين موعود باستئجارها، أو يصدرها وسيط مالي ينوب عن المالك، بغرض بيعها واستيفاء ثمنها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح العين مملوكة لحملة الصكوك[16]. ويجوز تداول هذه الصكوك منذ لحظة إصدارها إلى نهاية أجلها لأن صك الاجارة لا يمثل مبلغاً محدداً من المال ولا ديناً على جهة معينة، وإنما هو ورقة مالية تمثل جزءاً شائعاً من ملكية عين استعمالية كعقار أو طائرة أو باخرة أو مجموعة من الأعيان الاستعمالية يجوز فيها البيع بأي ثمن سواء كان مساوياً أو أقل أو أكثر من الثمن الذي اشتريت به، وذلك لخضوع أثمان الأعيان لعوامل السوق (العرض و الطلب)، ولا يجوز أن يضمن مصدر الصكوك أو مديرها أصل قيمة الصك أو عائده لأن يد المدير والوكيل والمضارب يد أمانة ويد الأمانة لا ضمان عليها، واذا هلكت الأعيان المؤجرة كلياً أو جزئياً فإن غرمها على حملة الصكوك.[17]

2-2-3-2 صكوك ملكية المنافع

وهي أنواع:

النوع الأول: صكوك ملكية منافع الأعيان الموجودة[18]

ولهذه الصكوك نوعان استناداً الى مُصدر الصكوك:

- **الأول:** وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين موجودة، بنفسه أو عن طريق وسيط مالي بغرض إجارة منافعها واستيفاء أجرتها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك.

[14] مجمع الفقه الإسلامي الدولي، قرار رقم 110(4/12)، الدورة الثانية عشر، الرياض، المملكة العربية السعودية، أيلول، 2000.
[15] "الصكوك، دراسة فقهية مقارنة"، ص147، آمال عبد الوهاب عمري، كانون ثاني،2017.
[16] المعيار الشرعي رقم 17 والصادر بتاريخ 8 أيار من العام 2003، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية AAOIFI.
[17] "الصكوك، دراسة فقهية مقارنة"، ص148، آمال عبد الوهاب عمري، كانون ثاني،2017.
[18] المعيار الشرعي رقم 17 والصادر بتاريخ 8 أيار من العام 2003، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية AAOIFI.

- **الثاني:** وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك منفعة عين موجودة (مستأجرة)، بنفسه أو عن طريق وسيط مالي بغرض إعادة اجارتها واستيفاء أجرتها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك.

وتصدر هذه الصكوك عندما يكون بيع الأصل محل التصكيك من قبل المصدر الى حملة الصكوك أمراً صعباً، يلجأ مصدر الصكوك الى الاجارة طويلة وقصيرة الأجل، ومثال على ذلك صعوبة بيع الأملاك الحكومية من قبل بعض الجهات الحكومية وما يتطلبه الأول من إجراءات وقرارات تشريعية[19].

وقد أصدر مجمع الفقه الإسلامي الدولي في قراره رقم 137(3/15) بشأن صكوك الاجارة، قراراً بأنه "يجوز للمستأجر الذي له حق الاجارة من الباطن أن يصدر صكوك اجارة تمثل حصصاً شائعة في المنافع التي ملكها بالاستئجار بقصد اجارتها من الباطن."[20]

النوع الثاني: صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض إجارة أعيان موصوفة بالذمة واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين الموصوفة في الذمة مملوكة لحملة الصكوك.[21]

وتصدر هذه الصكوك عندما تريد مؤسسة مالية معينة توفير جزء من ثمن أعيان أو منافع ترغب في شرائها يمكنها أن تلجأ إلى اصدار صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة، فعلى سبيل المثال تصدر هذه المؤسسة نشرة تعلن فيها عن رغبتها في اجارة مضافة إلى المستقبل لأعيان موصوفه وصفاً دقيقاً يرفع الجهالة ويبعد الغرر ولا يفضي إلى النزاع، لمدة محددة (3 سنوات مثلاً تبدأ من تاريخ معين) بأجرة اجمالية محددة.[22]

النوع الثالث: صكوك ملكية الخدمات من طرف معين

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض تقديم الخدمة من طرف معين (كمنفعة التعليم من جامعة مسمّاة) واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح تلك الخدمات مملوكة لحملة الصكوك.[23] مثل الصكوك التي تصدر لتمويل البرامج

---

[19] "الصكوك، دراسة فقهية مقارنة"، ص154، آمال عبد الوهاب عمري، كانون ثاني،2017.
[20] مجمع الفقه الإسلامي الدولي، قرار رقم 137 (3/15)، الدورة الخامسة عشر، سلطنة عمان، آذار، 2004.
[21] المعيار الشرعي رقم 17 والصادر بتاريخ 8 أيار من العام 2003، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية AAOIFI.
[22] "الصكوك، دراسة فقهية مقارنة"، ص158، آمال عبد الوهاب عمري، كانون ثاني،2017.
[23] المعيار الشرعي رقم 17 والصادر بتاريخ 8 أيار من العام 2003، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية AAOIFI.

التعليمية أو الصحية أو غيرها ومتطلباتها حتى تكون جاهزة لطالبي هذه الخدمات، وتكون حصيلة بيع تلك البرامج والخدمات للمستفيدين منها هو الريع العائد لحملة الصكوك.

النوع الرابع: صكوك ملكية الخدمات من طرف موصوف في الذمة

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض تقديم الخدمة من مصدر موصوف في الذمة (كمنفعة التعليم من جامعة يتم تحديد مواصفاتها دون تسميتها) واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح تلك الخدمات مملوكة لحملة الصكوك.[24]

2-2-4 صكوك بيوع الآجال

2-2-4-1 صكوك السلم

هي صكوك استثمارية يتم إصدارها بناءاً على عقد السلم، وتعرف صكوك السلم على أنها وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها، لتحصيل رأس مال السلم، وتصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك.[25]

والمصدر لتلك الصكوك هو البائع (أي المسلم اليه) لسلعة السلم (أي المسلم فيه)، والمكتتبون هم المشترون للسلعة (أي رب مال السلم)، وحصيلة الاكتتاب هي ثمن شراء السلعة (أي رأس مال السلم)، ويكون المسلم فيه مُلكاً لحملة الصكوك الذين يستحقون ثمن بيعها أو ثمن بيع المسلم فيه في السلم الموازي إن وجد، والسلم الموازي هو أن يعقد المسلم اليه مع طرف ثالث للحصول على سلعة مواصفاتها مطابقة للسلعة المتعاقد على تسليمها في السلم الأول ليتمكن من الوفاء بالتزامه فيه، وفي هذه الحالة يكون البائع في السلم الأول مشترياً في السلم الثاني.[26]

2-2-4-2 صكوك الاستصناع

هي صكوك تصدر بناءاً على عقد الاستصناع وهي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة، ويصبح المصنوع مملوكاً لحملة الصكوك.[27]

ومصدر صكوك الاستصناع إما أن يكون:[28]

- المستصنع: وفي هذه الحالة تمثل الصكوك ثمن الاستصناع أو ثمن البضاعة المستصنعة.

---

[24] ذات المصدر السابق.
[25] ذات المصدر السابق.
[26] "الصكوك، دراسة فقهية مقارنة"، ص 167، آمال عبد الوهاب عمري، كانون ثاني،2017.
[27] المعيار الشرعي رقم 17 والصادر بتاريخ 8 أيار من العام 2003، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية AAOIFI.
[28] "الصكوك، دراسة فقهية مقارنة"، ص 173، آمال عبد الوهاب عمري، كانون ثاني،2017.

- الصانع: (وهي الصورة الغالبة) وفي هذه الحالة تمثل الصكوك حصصاً في موجودات مختلفة من الأعيان المملوكة للبائع (مباني، معدات، مواد خام، الخ) بالإضافة إلى ديونه لدى المستصنعين والنقود التي قبضها كدفعات من ثمن الاستصناع.

2-2-4-3 صكوك المرابحة

تقوم صكوك المرابحة على عقد المرابحة، وتعرّف صكوك المرابحة على أنها وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المرابحة، وتصبح سلعة المرابحة مملوكة لحملة الصكوك.[29]

والمرابحة نوعان:[30]

- **المرابحة العادية (أو المرابحة الفقهيّة)**

وهي المعروفة في كتب الفقه وتتكون من طرفين هي البائع والمشتري ويتم البيع مباشرة دون الحاجة إلى وعد أو مواعده، لأن البائع تاجر يشتري السلع قبل وجود المشترين.

- **المرابحة المصرفية (أو المرابحة للآمر بالشراء)**

المرابحة المصرفية هي المُعتمدة في اصدار الصكوك، وهي صياغة معاصرة لصورة قديمة من صور المرابحة ولهذه المعاملة أطراف ثلاثة هم: البائع والمشتري والمصرف باعتباره وسيطاً بينهما. ولا يشتري المصرف السلع في هذه المعاملة إلّا بعد تحديد المشتري لرغبته وصدور وعد مسبق منه بالشّراء يكون مُلزماً له.

2-3 خصائص الصكوك

تمتاز الصكوك الإسلامية (صكوك الاستثمار) بخصائص عديدة، وحدد المعيار الشرعي رقم 17 الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية خصائص صكوك الاستثمار كالآتي:

- أنها وثيقة تصدر باسم مالكها أو لحاملها، بفئات متساوية القيمة لإثبات حق مالكها فيما تمثله من حقوق والتزامات مالية.
- أنها تمثل حصة شائعة في ملكية موجودات مخصصة للاستثمار، أعياناً أو منافع أو خدمات أو خليطاً منها ومن الحقوق المعنوية والديون والنقود ولا تمثل ديناً في ذمة مصدرها لحاملها.

[29] المعيار الشرعي رقم 17 والصادر بتاريخ 8 أيار من العام 2003، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية AAOIFI.
[30] "الصكوك، دراسة فقهية مقارنة"، ص 176، آمال عبد الوهاب عمري، كانون ثاني،2017.

- أنها تصدر على أساس عقد شرعي، بضوابط شرعية تنظم إصدارها وتداولها.
- أن تداولها يخضع لشروط تداول ما تمثله.
- أن مالكيها يشاركون في غنمها حسب الاتفاق المبين في نشرة الإصدار، ويتحملون غرمها بنسبة ما يملكه كل منهم من صكوك.

في حين حدد مجمع الفقه الإسلامي الدولي خصائص الصكوك في قراره رقم 178(4/19) بشأن الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها كالآتي:[31]

- يمثل الصك حصة شائعة في ملكية حقيقية.
- يصدر الصك على أساس عقد شرعي، ويأخذ أحكامه.
- انتفاء ضمان المدير (المضارب أو الوكيل أو الشريك المدير).
- أن تشترك الصكوك في استحقاق الربح بالنسبة المحددة وتحمّل الخسارة بقدر الحصة التي يمثلها الصك، ويمنع حصول صاحبه على نسبة محددة مسبقاً 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 هبوطاً في القيمة، أو مصروفات الصيانة، أو اشتراكات التأمين.

ويلاحظ إلى حد كبير تشابه في تحديد خصائص الصكوك بموجب المعيار الشرعي رقم 17 الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، والقرار رقم 178(4/19) الصادر عن مجمع الفقه الإسلامي الدولي، إلى أنَّ قرار رقم 178(4/19) أشار إلى أنّ من خصائص الصكوك تحمل كامل مخاطر الاستثمار من قبل حامل الصك ومنع تحديد نسبة محددة مسبقة من القيمة الاسمية أو مبلغ مقطوع، **وهذه الخصائص لها انعكاسات مهمة حول الإطار القانوني الناظم لإصدار الصكوك وتداولها والذي سيتم التطرق له في فصول لاحقة من هذه الدراسة، تحديداً من حيث عدم جواز شمول نشرة الإصدار أي نص (صراحة أو ضمناً) يضمن به مُصدر الصك لمالكه قيمته الاسمية في غير حالات التعدي أو التقصير.**

[31] مجمع الفقه الإسلامي الدولي، قرار رقم 178(4/19)، الدورة التاسعة عشرة، الشارقة، الامارات المتحدة، نيسان، 2009.

ومما سبق، وبمقارنة الصكوك الإسلامية والأوراق المالية التقليدية تحديداً الأسهم والسندات، يلاحظ وجود أوجه اتفاق في بعض الجوانب واختلافاً في أوجه عديدة أخرى. ويوضح الجدول رقم 2-1 أدناه مقارنة ما بين الصكوك الإسلامية وأدوات الاستثمار التقليدية وفقا لما هو وارد في المعيار رقم 7 لمجلس الخدمات المالية الإسلامية IFSB.[32]

جدول 2-1: مقارنة الصكوك الإسلامية بأدوات الاستثمار التقليدية

	الصكوك	السندات	الأسهم
الطبيعة	ليس ديناً على المُصدر، وانما حصة ملكية غير تجزئة في الموجودات المحددة (المدعومة بالموجودات أو القائمة بها) أو المشاريع التجارية	دين على المصدر	حصة الملكية في الشركة
الموجودات	حد أدنى لنسبة معينة من الموجودات العينية	غير مطلوب	غير مطلوب
المطالبات	ملكية المطالبات على الموجودات المحددة أو المشاريع التجارية	مطالبة الدائنين على كيان الاقتراض، والامتيازات في بعض الحالات على الموجودات	ملكية المطالبات على الشركة
الأوراق المالية	ضمان حقوق الملكية في الموجودات المعنية أو المشاريع بالإضافة إلى أي هيكل لتعزيز الضمانات الإضافية	عموماً السندات غير مضمونة إلا في حالات مثل الأوراق المالية المدعومة بالرهن، ضمان التزامات الديون، وشهادات صندوق الأمانة إلخ	غير مضمونة
المبلغ الأصلي والعائد	غير مضمونين من قبل المصدر	مضمونان من قبل المصدر	غير مضمونين
الغرض	يجب إصدارها لأغراض الالتزام بأحكام الشريعة	يمكن إصدارها لأيّ غرض	يمكن إصدارها لأيّ غرض
التداول في الأوراق المالية	للبيع في الملكية الخاصة في الموجودات أو المشاريع	أداة بيع الدين	بيع الأسهم في الشركات
مسؤولية المالكين	المسؤولية عن واجبات محددة تتعلق بالموجودات / المشروع يقتصر على مدى مشاركته في هذه المسألة	مالكو السندات لا توجد لديهم أي مسؤولية بالنسبة لظروف المُصدر	المسؤولية عن شؤون الشركة تقتصر على مدى حصتها في الشركة

المصدر: المعيار رقم 7، IFSB

[32] المعيار رقم 7، الصادر في شهر كانون ثاني من العام 2009، مجلس الخدمات المالية الإسلامية IFSB.

2-4 الضوابط الشرعية لإصدار وتداول الصكوك

عالج المعيار الشرعي رقم 17 الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية الضوابط الشرعية لإصدار وتداول الصكوك بشكل مفصل، إضافة إلى التفاصيل الواجب تضمينها في نشرة الإصدار الخاصة بالصكوك وذلك وفقاً للتفاصيل التالية:[33]

2-4-1 الضوابط الشرعية لإصدار الصكوك الاستثمارية وتداولها

- يجوز اصدار صكوك لاستثمار حصيلة الاكتتاب فيها على أساس عقد من عقود الاستثمار الشرعية.
- يجوز تصكيك (توريق) الموجودات من الأعيان والمنافع والخدمات، وذلك بتقسيمها الى حصص متساوية واصدار صكوك بقيمتها. أما الديون في الذمم فلا يجوز تصكيكها (توريقها) لغرض تداولها.
- يترتب على عقد الإصدار جميع آثار العقد الذي يصدر الصك على أساسه، وذلك بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك.
- طرفا عقد الإصدار هما مصدر الصكوك والمكتتبون فيها.
- تتحدد العلاقة بين طرفي عقد الإصدار وفق نوع العقد وصفته الشرعية.
- يجوز تداول الصكوك واستردادها إذا كانت تمثل حصة شائعة في ملكية موجودات من أعيان أو منافع أو خدمات، بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط، أما قبل بدء النشاط الفعلي فتراعى الضوابط الشرعية لعقد الصرف، كما تراعي أحكام الديون إذا تمت التصفية وكانت الموجودات ديوناً، أو تم بيع ما تمثله الصكوك بثمن مؤجل.
- في الصكوك القابلة للتداول يجوز أن يتعهد مصدر الصك في نشرة اصدار الصكوك، بشراء ما يعرض عليه من هذه الصكوك، بعد إتمام عملية الإصدار بسعر السوق، ولكن لا يجوز أن يكون وعد الشراء بالقيمة الاسمية للصك.
- يجوز تداول الصكوك بأي طريقة متعارف عليها فيما لا يخالف الشرع، مثل القيد في السجلات، أو الوسائل الالكترونية، أو المناولة إذا كانت لحاملها.

[33] هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية AAOIFI، المعيار الشرعي رقم 17 والصادر بتاريخ 8 أيار من العام 2003.

وفيما يلي الضوابط الشرعية لإصدار وتداول كل نوع من أنواع الصكوك مبوبة وفقاً لمجالات التوظيف أي طبيعة النشاط الخاص بإصدارها.

2-4-1-1 الضوابط الشرعية لإصدار وتداول صكوك المشاركات

- **صكوك الشركة (المشاركة):** المصدر لتلك الصكوك هو طالب المشاركة معه في مشروع معين أو نشاط محدد، والمكتتبون هم الشركاء في عقد المشاركة، وحصيلة الاكتتاب هي حصة المكتتبين في رأس مال المشاركة، ويملك حملة الصكوك موجودات الشركة بغنمها وغرمها ويستحقون حصتهم في أرباح الشركة إن وجدت.
- **صكوك المضاربة:** المصدر لتلك الصكوك هو المضارب، والمكتتبون فيها هم أرباب المال، وحصيلة الاكتتاب هي رأس المال المضاربة، ويملك حملة الصكوك موجودات المضاربة والحصه المتفق عليها من الربح لأرباب المال، ويتحملون الخسارة إن وقعت.
- **صكوك الوكالة بالاستثمار:** المصدر لتلك الصكوك هو الوكيل بالاستثمار، والمكتتبون هم الموكلون، وحصيلة الاكتتاب هي المبلغ الموكل في استثماره، ويملك حملة الصكوك ما تمثله الصكوك من موجودات بغنمها وغرمها، ويستحقون ربح المشاركة إن وُجد.

أما من حيث التداول، فيجوز تداول صكوك المشاركة، وصكوك المضاربة، وصكوك الوكالة بالاستثمار بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط في الأعيان والمنافع.

2-4-1-2 الضوابط الشرعية لإصدار وتداول صكوك العقود الزراعية

- **صكوك المزارعة:** المصدر لتلك الصكوك هو صاحب الأرض (مالكها أو مالك منافعها)، والمكتتبون فيها هم المزارعون في عقد الزراعة (أصحاب العمل بأنفسهم أو بغيرهم)، وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف الزراعة وقد يكون المصدر هو المزارع (صاحب العمل) والمكتتبون هم أصحاب الأرض (المستثمرون الذين اشتريت الأرض بحصيلة اكتتابهم)، ويملك حملة الصكوك الحصة المتفق عليها مما تنتجه الأرض.
- **صكوك المساقاة:** المصدر لتلك الصكوك هو صاحب الأرض (مالكها أو مالك منافعها) التي فيها الشجر، والمكتتبون فيها هم المساقون في عقد المساقاة، وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف العناية بالشجر. وقد يكون المصدر

هو المساقي (صاحب العمل) والمكتتبون هم أصحاب الأرض (المستثمرون الذين سقيت الأرض بحصيلة اكتتابهم) ويستحق حملة الصكوك الحصة المتفق عليها مما تنتجه الأشجار.

- **صكوك المغارسة:** المصدر لتلك الصكوك هو مالك أرض صالحة لغرس الأشجار، والمكتتبون فيها هم المغارسون في عقد المغارسة، وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف غرس الشجر. وقد يكون المصدر هو المغارس (صاحب العمل)، والمكتتبون هم أصحاب الأرض (المستثمرون الذين غرست الأرض بحصيلة اكتتابهم)، ويستحق حملة الصكوك الحصة المتفق عليها من الأرض والشجر.

وفيما يخص تداول صكوك عقود المزارعة فيجوز تداول صكوك المزارعة والمساقاة بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط إذا كان حملة الصكوك مالكي الأرض. أما إذا كانوا الملتزمين بالعمل (الزراعة أو السقي) فلا يجوز تداول الصكوك إلا إذا كان التداول بعد بُدوّ صلاح الزّرع أو الثمر.

ويجوز تداول صكوك المغارسة بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط سواء كان حملة الصكوك مالكي الأرض أم الملتزمين بالغرس.

2-4-1-3 الضوابط الشرعية لإصدار وتداول صكوك الاجارة

- **صكوك ملكية الموجودات المؤجرة:** المصدر لتلك الصكوك بائع عين مؤجرة أو عين موعود باستئجارها، والمكتتبون فيها مشترون لها، وحصيلة الاكتتاب هي ثمن الشراء، ويملك حملة الصكوك تلك الموجودات على الشيوع بغنمها وغرمها وذلك على أساس المشاركة فيما بينهم.

ويجوز تداول صكوك ملكية الموجودات المؤجرة أو الموعود باستئجارها منذ لحظة اصدارها بعد تملك حملة الصكوك للموجودات وحتى نهاية أجلها. ويجوز استرداد صكوك ملكية الموجودات المؤجرة من مصدرها قبل أجلها بسعر السوق، أو بالسعر الذي يتراضى عليه حامل الصك ومصدره حين الاسترداد.

- **صكوك ملكية المنافع (صكوك ملكية منافع الأعيان الموجودة):** المصدر لتلك الصكوك بائع لمنفعة العين الموجودة، والمكتتبون فيها مشترون لها، وحصيلة الاكتتاب هي ثمن تلك المنفعة، ويملك حملة الصكوك تلك المنافع على الشيوع بغنمها وغرمها.

أما من حيث التداول، فيجوز تداول صكوك ملكية منافع الأعيان (الموجودات) المعينة قبل اعادة اجارة تلك الأعيان، فإذا أعيدت الاجارة كان الصك ممثلاً للأجرة، وهي حينئذ دين في ذمة المستأجر الثاني، فيخضع التداول حينئذٍ لأحكام وضوابط التصرف في الديون.

ويجوز للمصدر أن يسترد صكوك ملكية منافع الأعيان (الموجودات) المعينة من حاملها بعد التخصيص ودفع ثمن الاكتتاب سواء كان بسعر السوق أم بالثمن الذي يتراضى عليه العاقدان حين الاسترداد، على ألَّا يكون مبلغ الاكتتاب أو مبلغ الاسترداد مؤجلاً.

- **صكوك ملكية المنافع (صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة بالذمة):** المصدر لتلك الصكوك بائع لمنفعة العين الموصوفة بالذمة، والمكتتبون فيها مشترون لها، وحصيلة الاكتتاب هي ثمن تلك المنفعة، ويملك حملة الصكوك تلك المنافع على الشيوع بغنمها وغرمها.

ولا يجوز تداول صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة قبل تعيين العين التي تستوفي منها المنفعة إلا بمراعاة ضوابط التصرف في الديون، فإذا تعينت جاز تداول الصكوك.

- **صكوك ملكية الخدمات:** المصدر لتلك الصكوك هو بائع الخدمة، والمكتتبون فيها مشترون لها، وحصية الاكتتاب هي ثمن تلك الخدمة.

2-4-1-4 الضوابط الشرعية لإصدار وتداول صكوك بيوع الآجال

- **صكوك السلم:** المصدر لتلك الصكوك هو البائع لسلعة السلم، والمكتتبون فيها هم المشترون للسلعة، وحصيلة الاكتتاب هي ثمن شراء السلعة (رأس مال السلم)، ويملك حملة الصكوك سلعة السلم ويستحقون ثمن بيعها أو ثمن بيع سلعة السلم في السلم الموازي إن وجد. أما من حيث التداول، فلا يجوز تداول صكوك السلم.
- **صكوك الاستصناع:** المصدر لتلك 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.

ويجوز تداول أو استرداد صكوك الاستصناع إذا تحولت النقود إلى أعيان مملوكة لحملة الصكوك في مدة الاستصناع، أما إذا دفعت حصيلة الصكوك ثمناً في استصناع موازٍ أو تم تسليم العين المصنعة للمستصنع فإن تداولها يخضع لأحكام التصرفات في الديون.

- **صكوك المرابحة:** المصدر لتلك الصكوك هو البائع لبضاعة المرابحة، والمكتتبون فيها هم المشترون لبضاعة المرابحة، وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة شراء البضاعة، ويملك حملة الصكوك سلعة المرابحة، ويستحقون ثمن بيعها. ولا يجوز تداول صكوك المرابحة بعد تسليم بضاعة المرابحة للمشتري، أما بعد شراء البضاعة وقبل بيعها للمشتري فيجوز التداول.

2-4-2 الضوابط الشرعية الواجب مراعاتها في نشرة الاصدار

حدد المعيار رقم 17 الصادر عن هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية مجموعة من الضوابط الشرعية الواجب مراعاتها في نشرة الاصدار[34]، وأشار المعيار إلى أن عقود اصدار الصكوك هي التي تنظم العلاقة بين طرفيها أي مصدر الصك والمكتتب فيه، وتترتب آثار هذه العقود من حقوق والتزامات بين طرفيها بمجرد انعقاد العقد وتمثل نشرة اصدار الصكوك الدعوة التي يوجهها مصدرها إلى المكتتبين، ويمثل الاكتتاب في الصك الإيجاب، أما القبول فهو موافقة الجهة المصدرة إلا اذا صرح في نشرة الاصدار أنها ايجاب فتكون حينئذ ايجاباً ويكون الاكتتاب قبولاً.

وفقاً للمعيار الشرعي رقم 17، يراعى في نشرة الاصدار ما يلي:

- أن تتضمن نشرة الإصدار شروط التعاقد والبيانات الكافية عن المشاركين في الإصدار وصفاتهم الشرعية وحقوقهم وواجباتهم، وذلك مثل وكيل الإصدار، ومدير الإصدار، ومنظم الإصدار، وأمين الاستثمار، ومتعهد التغطية، ووكيل الدفع وغيرهم، كما تتضمن شروط تعيينهم وعزلهم.
- أن تتضمن نشرة اصدار الصكوك تحديد العقد الذي تصدر الصكوك على أساسه، كبيع العين المؤجرة، أو الاجارة، أو المرابحة أو الاستصناع، أو السلم، أو المضاربة، أو المشاركة، أو الوكالة، أو المزارعة، أو المغارسة، أو المساقاة.
- أن يكون العقد الذي أُصدر الصك على أساسه مستوفياً لأركانه وشروطه، وألَّا يتضمن شرطاً ينافي مقتضاه أو يخالف أحكامه.
- أن ينص في النشرة على الالتزام بأحكام ومبادئ 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.

[34] المعيار الشرعي رقم 17 والصادر بتاريخ 8 أيار من العام 2003، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية AAOIFI.

- مع مراعاة ما جاء في المعيار الشرعي رقم (12) بشأن الشركة (المشاركة) والشركات الحديثة، يجب أن تنص النشرة على مشاركة مالك كل صك في الغنم وأن يتحمل من الغرم بنسبة ما تمثله صكوكه من حقوق مالية.
- ألَّا تشتمل النشرة على أي نص يضمن به مصدر الصك لمالكه قيمة الصك الاسمية في غير حالات التعدي أو التقصير، ولا قدراً معيناً من الربح، ولكن يجوز أن يتبرع بالضمان طرف ثالث مستقل، مع مراعاة ما جاء في المعيار الشرعي رقم (5) بشأن الضمانات البند 6/6. كما يجوز أن يقدم مصدر الصك لمالكه بعض الضمانات العينية أو الشخصية لضمان مسؤوليته في حال تعديه أو تقصيره مع مراعاة ما ورد في البند رقم 3/4/1/3 من المعيار الشرعي رقم (12) بشأن الشركة (المشاركة) الشركات الحديثة والعقود الواردة فيه.
- يجوز أن تتعهد مؤسسة بشراء ما لم يكتتب فيه من الصكوك، ويكون الالتزام من متعهد الاكتتاب مبيناً على أساس الوعد الملزم، ولا يجوز أن يتقاضى المتعهد بالاكتتاب عمولات مقابل ذلك التعهد مع مراعاة ما ورد في المعيار الشرعي رقم (12) بشأن الشركة (المشاركة) والشركات الحديثة.
- يجوز أن تصدر الصكوك لآجال قصيرة، أو متوسطة، أو طويلة بالضوابط الشرعية وقد تصدر دون تحديد أجل، وذلك بحسب طبيعة العقد الذي تصدر الصكوك على أساسه.
- يجوز أن ينظم مصدر الصكوك أو حملة الصكوك طريقة مشروعة للتحوط من المخاطر أو للتخفيف من تقلبات العوائد الموزعة (احتياطي معدل التوزيع)، مثل انشاء صندوق تأمين إسلامي بمساهمات من حملة الصكوك، أو الاشتراك في تأمين إسلامي (تكافلي) بأقساط تدفع من حصة حملة الصكوك في العائد أو من تبرعات حملة الصكوك، ولا مانع شرعاً من اقتطاع نسبة معينة من العائد.

3- المؤسسات الدولية ذات العلاقة بالتمويل الاسلامي

شهدت الساحة الدولية في العقود السابقة إنشاء العديد من الأجسام المهنية ذات العلاقة بالتمويل الإسلامي، والتي تهدف إلى وضع المعايير المهنية والمبادئ التي تسهم في تطوير وتنمية صناعة التمويل الإسلامي، وذلك بهدف وضع أسس هيكلية تسهم في توحيد الاجراءات وتسهّل من عملية الرقابة على صناعة التمويل الإسلامي، ونذكر فيما يلي أهم هذه الأجسام والمؤسسات الدولية ودور كل منها:

3-1 هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية

Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI)

تأسست هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية والتي كانت تسمّى سابقاً هيئة المحاسبة المالية للمصارف والمؤسسات المالية الاسلامية (الهيئة) بموجب اتفاقية التأسيس الموقعة من عدد من المؤسسات المالية الإسلامية بتاريخ 26 شباط عام 1990 في الجزائر، وقد تم تسجيل الهيئة بتاريخ 27 آذار من العام 1991 في مملكة البحرين، بصفتها هيئة عالمية ذات شخصية معنوية مستقلة غير هادفة للربح. وتهدف الهيئة في إطار أحكام الشريعة الاسلامية إلى تحقيق مجموعة من الأهداف منها:

1. تطوير فكر المحاسبة والمراجعة والحوكمة والأخلاقيات ذات العلاقة بأنشطة المؤسسات المالية الإسلامية مع الأخذ بعين الاعتبار المعايير والممارسات الدولية بما يتفق وأحكام الشريعة الإسلامية.
2. نشر فكر المحاسبة والمراجعة والحوكمة والأخلاقيات المتعلقة بأنشطة المؤسسات المالية الإسلامية وتطبيقاته عن طريق التدريب وعقد الندوات وإصدار النشرات الدورية وإعداد الأبحاث والتقارير وغير ذلك من الوسائل.
3. تحقيق التطابق أو التقارب (ما أمكن ذلك) في التصورات والتطبيقات بين هيئات الرقابة الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية لتجنب التضارب أو عدم الانسجام بين الفتاوى والتطبيقات لتلك المؤسسات بما يؤدي إلى تفعيل دور هيئات الرقابة الشرعية الخاصة بالمؤسسات المالية الإسلامية والبنوك المركزية، وذلك بإعداد وإصدار معايير شرعية ومتطلبات شرعية لصيغ الاستثمار والتمويل والتأمين وتفسير هذه المعايير والمتطلبات الشرعية.
4. السعي لاستخدام وتطبيق المعايير والبيانات والارشادات التي تصدرها الهيئة من قبل كل من الجهات الرقابية ذات الصلة والمؤسسات المالية الإسلامية وغيرها مما يباشر نشاطاً مالياً إسلامياً ومكاتب المحاسبة والمراجعة.

هذا وأصدرت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية منذ تأسيسها مجموعة من المعايير الشرعية ومعايير المحاسبة ومعايير الحوكمة ومعايير الأخلاقيات، وحتى تاريخ إعداد هذه الدراسة أصدرت الهيئة 87 معياراً، منها 54 معيار شرعي و27 معيار محاسبي و4 معايير في الحوكمة ومعياران في مجال الأخلاقيات، ويُذكر أن الهيئة تُخضع المعايير الصادرة إلى المراجعة كلما استجدت متطلبات تُوجب ذلك. ويورد الملحق رقم 1 قائمة بجميع المعايير الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية حتى أيلول 2017.

وتعتبر المعايير الشرعية الصادرة عن الهيئة من أبرز المعايير التي يتم الاستناد إليها في صناعة التمويل الاسلامي، من قبل المؤسسات المالية الاسلامية وهيئات الرقابة الشرعية إضافة الى الهيئات الرقابية ذات العلاقة.[35]

وفيما يتعلق في الصكوك الاسلامية يعتبر المعيار الشرعي رقم 17 بعنوان "صكوك الاستثمار" حجر الأساس في مجال الصكوك الإسلامية حيث صدر المعيار بتاريخ 8 أيار من العام 2003، ويتناول المعيار تعريف صكوك الاستثمار وأنواعها وخصائصها، إضافة الى الأحكام والضوابط الشرعية التي تحكم إصدار وتداول واطفاء صكوك الاستثمار بأنواعها المختلفة، علماً أنه وفقاً للمعلومات المدرجة على الموقع الالكتروني لِ "AAOIFI" في تاريخ اعداد هذه الدراسة فإن المعيار رقم 17 يخضع للمراجعة.

2-3 مجلس الخدمات المالية الإسلامية Islamic Financial Services Board (IFSB)

مجلس الخدمات المالية الإسلامية IFSB هو هيئة دولية مقرها كوالالمبور في ماليزيا، وبدأ عمله في 10 آذار من عام 2003، ويضم في عضويته 183 عضواً وذلك حتى شهر نيسان من عام 2017، يمثلون 70 سلطة إشرافيه ورقابية من 57 دولة، و7 منظمات دولية، و106 منظمة فاعلة في السوق (المؤسسات المالية والشركات المهنية والاتحادات النقابية). ويعمل IFSB بوصفه منظمة دولية في وضع المعايير الخاصة بعمل الهيئات الرقابية والاشرافية، التي لها مصلحة مباشرة في ضمان متانة واستقرار صناعة الخدمات المالية الإسلامية، والتي تضم بصفة عامة قطاعات الصيرفة، وأسواق رأس المال، والتكافل (التأمين الإسلامي). وفي إطار تأديته مهمته، يعمل مجلس الخدمات المالية الإسلامية IFSB على تطوير صناعة خدمات مالية إسلامية على نحو قوي وشفاف، من خلال تقديم معايير جديدة، أو ملائمة المعايير الدولية القائمة

[35] هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية "AAOIFI"، www.aaoifi.com

بصفة تتسق مع مبادئ الشريعة الإسلامية. وعليه فإن عمل IFSB يعد متمماً لعمل لجنة بازل للإشراف المصرفي، والمنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية IOSCO، والجمعية الدولية لهيئات الإشراف على التأمين IAIS.[36]

ويهدف المجلس إلى تقديم الارشاد حول آليات الرقابة والاشراف والرقابة الفعالة للمؤسسات التي تقدم منتجات مالية إسلامية، والعمل على تطوير معايير لصناعة الخدمات المالية الاسلامية للمساعدة في تحديد، وقياس، وإدارة المخاطر والافصاح عنها، مع الأخذ بعين الاعتبار المعايير الدولية المعنية، والتواصل مع المنظمات الدولية المختلفة التي تضع حالياً معايير لاستقرار وتقوية الأنظمة النقدية والمالية الدولية. ومنذ نشأته في عام 2003 أصدر المجلس "IFSB" 27 معياراً ومبدءاً ارشادياً، وملاحظة فنية، خاصة بصناعة الخدمات المالية الاسلامية (من ضمنها 19 معياراً حتى تاريخ اعداد هذه الدراسة). ويورد الملحق رقم 2 قائمة بالمعايير الصادرة عن مجلس الخدمات المالية الإسلامية IFSB.

وفي مجال الصكوك الإسلامية، أصدر مجلس "IFSB" المعيار رقم 7 وذلك في شهر كانون ثاني من العام 2009 بعنوان "متطلبات كفاية رأس المال للصكوك، والتصكيك، والاستثمارات العقارية"، حيث عالج المعيار مواضيع الصكوك والتصكيك من حيث التعريف وهياكل الصكوك إضافة إلى أطراف هيكل التصكيك، كما تطرق المعيار رقم 7 إلى تعرض مؤسسات الخدمات المالية الإسلامية للمخاطر، والمتطلبات التشغيلية المتعلقة بالتصكيك والصكوك مثل الموجودات في التصكيك والاعتراف بنقل المخاطر (قواعد الغاء الاعتراف بالموجودات)، هذا بالإضافة إلى معالجة التعرض لمخاطر الصكوك والتصكيك لأغراض رأس المال النظامي. كما تطرق المعيار رقم 7 إلى معالجة تخفيض مخاطر الائتمان التي تتعرض لها عملية التصكيك، ومعالجة التعزيز الائتماني المقدم من المصدر أو المُنشئ.

كما أصدر مجلس "IFSB" المعيار رقم 19 في شهر نيسان من العام 2017 بعنوان "المبادئ الارشادية الخاصة بمتطلبات الإفصاح لمنتجات سوق رأس المال الإسلامي (الصكوك وبرامج الاستثمار الجماعي الإسلامي)، حيث هدف المعيار إلى:

1. توفير أساس للسلطات الرقابية والاشرافية لوضع قواعد وإرشادات تتعلق بمتطلبات الإفصاح الخاصة بمنتجات سوق رأس المال الإسلامي، وخصوصاً الصكوك وبرامج الاستثمار الجماعي الإسلامي.
2. تحديد أساس للسلطات الرقابية والاشرافية لتقييم مدى كفاية أُطر الإفصاح التي حدّدها الآخرون.
3. توفير إطار افصاح شامل للمشاركين في سوق رأس المال الإسلامي.

[36] مجلس الخدمات المالية الإسلامية IFSB، www.ifsb.org

4. تعزيز الانسجام بين التنظيمات الرقابية والممارسات العملية في سوق رأس المال الإسلامي، وبالتالي تسهيل إصدار العروض العابرة للحدود.

أما من حيث النطاق والتغطية، فينطبق المعيار رقم 19 فقط على الصكوك وبرامج الاستثمار الجماعي الإسلامي، كما يمكن قياساً تطبيق بعض عناصر هذا المعيار أيضاً على أي منتجات أخرى تتحمل السلطات الرقابية والاشرافية المسؤولية عنها. وبذلك يعتبر المعيار الشرعي رقم 17 الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية AAOIFI إضافة إلى المعيار رقم 7 الصادر عن مجلس الخدمات المالية الإسلامية IFSB من المعاير الرئيسية التي تنظم صناعة الصكوك الإسلامية.

3-3 مجمع الفقه الإسلامي الدولي International Islamic Fiqh Academy (IIFA)

يتبع مجمع الفقه الإسلامي الدولي إلى منظمة المؤتمر الإسلامي، وجاء تأسيسه في العام 1981 تنفيذاً لقرار صادر عن مؤتمر القمة الإسلامي الثالث المنعقد في مكة المكرمة عام 1981، ومقر مجمع الفقه الإسلامي الدولي هو مدينة جدة في المملكة العربية السعودية[37]

وجاء من ضمن أهداف المجمع وفقاً لما ورد في نظامه الأساسي ما يلي:

1. الاجتهاد الجماعي في قضايا الحياة المعاصرة ومشكلاتها وتشجيعه لتقديم الحلول النابعة من الشريعة الإسلامية، وبيان الاختيارات المقبولة من بين الآراء المتعددة في المسألة الواحدة مراعاةً لمصلحة المسلمين أفراداً وجماعات ودولاً، بما يتفق مع الأدلة ويحقق المقاصد الشرعية.
2. التنسيق بين جهات الفتوى في العالم الإسلامي على النحو الذي تبينه اللائحة التنفيذية.
3. الرد على الفتاوى التي تخالف ثوابت الدين، وقواعد الاجتهاد المعتبرة، وما استقر من مذاهب العلماء بغير دليل شرعي معتبر.
4. إبداء الرأي الشرعي في الموضوعات التي تتصل بالواقع بما يُيسر الإفادة منه في تطوير التشريعات والقوانين والأنظمة لتكون متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.

[37] مجمع الفقه الإسلامي الدولي "IIFA"، http://www.iifa-aifi.org

5. اعتبار المجمع مرجعية إسلامية فقهية عامة من خلال الاستجابة المباشرة لدواعي إبداء الرأي الفقهي في مستجدات الحياة، وفي التحديات التي تواجه الأمة الإسلامية.
6. توضيح حقيقة الموقف الشرعي من القضايا العامة.

ويتكون أعضاء المجمّع من الفقهاء المسلمين المتخصصين في شتى مجالات المعرفة الإسلامية أو المعنيين بالدراسات المقارنة.

ومما سبق، يُلاحظ شمولية عمل مجمع الفقه الإسلامي الدولي ليغطي كافة مناحي الحياة التي تهُم الأمة الإسلامية وعدم اقتصاره على صناعة التمويل الإسلامي، إلا أنّه كان له دور بارز في تطوير صناعة التمويل الإسلامي من خلال اصدار العديد من القرارات وفي دوراته المختلفة بخصوص مواضيع تعنى بالتمويل الإسلامي وتحديداً تلك المتعلقة بفقه المعاملات والعقود الإسلامية وكذلك التصكيك، وفي مجال الصكوك الإسلامية أصدر المجمع مجموعة من القرارات ذات العلاقة المباشرة في موضوع الصكوك الإسلامية منها: قرار رقم 178(4/19) "بشأن الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها"، والذي صدر في شهر نيسان من العام 2009 خلال انعقاد الدورة التاسعة عشر للمجمع، حيث حدد القرار المقصود بالتوريق والتصكيك وخصائص الصكوك وأحكامها، إضافةً إلى التطبيقات المعاصرة للصكوك، هذا بالإضافة إلى قرار 188 (3/20) "بشأن استكمال موضوع الصكوك الإسلامية" والصادر في شهر أيلول من العام 2012 خلال دورة مؤتمر المجمع العشرين، حيث عالج القرار الضوابط العامة للصكوك والتعهدات، إضافة إلى إجارة الأصل على بائعه، وإجارة الموصوف في الذمة، كما عالج القرار تداول الأوراق المالية من صكوك أو أسهم أو وحدات.

3-4 السوق المالية الإسلامية الدولية International Islamic Financial Market (IIFM)

وهي منظمة دولية لا تهدف إلى الربح تأسست في العام 2002، ومقرها مملكة البحرين، وتهدف بشكل رئيسي إلى توحيد وموائمة الإجراءات المرتبطة بصناعة التمويل الإسلامي تحديداً تلك المرتبطة بأسواق رأس المال والسوق النقدي الإسلامي.[38]

3-5 مؤسسة إدارة السيولة الإسلامية الدولية

International Islamic Liquidity Management Corporation (IILMC)

وهي مؤسسة دولية تم تأسيسها من قبل البنوك المركزية وسلطات النقد، وذلك بهدف إصدار أدوات مالية قصيرة الأجل تتوافق وأحكام الشريعة الإسلامية. وتأسست المؤسسة في شهر تشرين أول من عام 2010، ومقرها في كوالالمبور، ماليزيا.[39]

---

[38] السوق المالية الإسلامية الدولية "IIFM"، www.iifm.net
[39] مؤسسة إدارة السيولة الإسلامية الدولية "IILMC"، www.iilm.com

6-3 وكالة التقييم الإسلامية الدولية Islamic International Rating Agency (IIRA)

وهي وكالة تقييم تم تأسيسها في العام 2005، ومقرها مملكة البحرين، والمساهم الرئيسي بها هو بنك التنمية الإسلامي، وتهدف إلى تقديم خدمات التصنيف الائتماني كطرف مستقل للمصدرين والإصدارات الخاصة بالمنتجات المالية الإسلامية، إضافة إلى تقييم المخاطر المرتبطة بالمؤسسات والأدوات المالية وتنمية الإفصاح وزيادة الشفافية بالأسواق المالية.[40]

[40] وكالة التقييم الإسلامية الدولية "IIRA"، www.iirating.com

4- التطورات الدولية لإصدارات الصكوك الاسلامية

4 – 1 التوجهات الدولية لصناعة التمويل الاسلامي

شهد العقدين الأخيرين تطوراً ملحوظاً في نمو صناعة التمويل الإسلامي، وذلك في شتى المجالات من حيث الصيرفة الإسلامية وأسواق المال والتأمين التكافلي بالإضافة إلى صناديق الاستثمار الإسلامية،[41] وإلى نمو إجمالي قيمة صناعة التمويل الإسلامي لتصل مع نهاية العام 2016 إلى مبلغ 1893.10 مليار دولار، تحتل منها الصكوك المصدرة والقائمة مبلغ 318.5 مليار دولار امريكي. (انظر الجدول رقم 4-1)

جدول 4-1 تصنيف صناعة الخدمات المالية الإسلامية وفقاً للخدمات والتوزيع الجغرافي

Region	Islamic Banking	*Ṣukūk* Outstanding	Islamic Funds Assets	*Takāful* Contributions	Total
Asia	218.6	182.7	19.8	4.4	425.5
GCC	650.8	115.2	23.4	11.7	801.1
MENA (ex-GCC)	540.5	16.6	0.2	8.4	565.7
Africa (ex-North Africa)	26.6	1.9	1.5	0.6	30.6
Others	56.9	2.1	11.2	--	70.2
Total	**1,493.40**	**318.5**	**56.1**	**25.1**	**1,893.10**

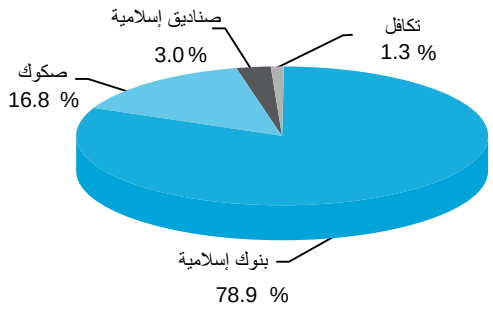
** Data for ṣukūk outstanding and Islamic funds is for full-year 2016; data for Islamic banking is for the six months ended June 2016 (1H2016); data for takāful is as at end-2015.*

Source: Islamic Financial Services Board (IFSB), Islamic Financial Service Industry، stability report, May 2017.

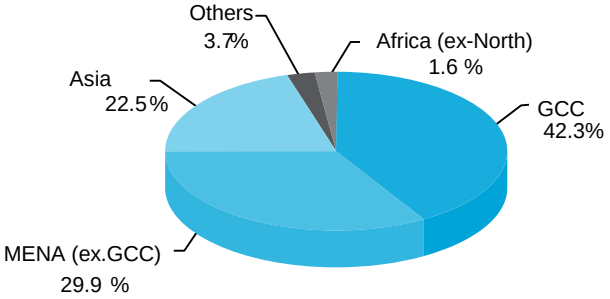
أما من حيث التكوين القطاعي فيشير الشكل 4-1 إلى أن الصيرفة الاسلامية تحتل ما نسبته 78.9% من اجمالي صناعة التمويل الإسلامي مع نهاية العام 2016، تليها صناعة الصكوك والتي تحتل ما نسبته 16.8%، في حين بلغت نسبة صناديق الاستثمار الاسلامية والتأمين التكافلي ما نسبته 3% و1.3% على التوالي وذلك في نهاية العام 2016. (انظر الشكل رقم 4-1)

[41] Islamic Financial Service Industry, stability report, IFSB, May 2017.

شكل 4-1 التوزيع القطاعي للتمويل الإسلامي على المستوى الدولي (2016)



شكل رقم 4-2 التوزيع الجغرافي للتمويل الإسلامي (2016)



Source: *Islamic Financial Services Board (IFSB), Islamic Financial Service Industry، stability report, May 2017.*

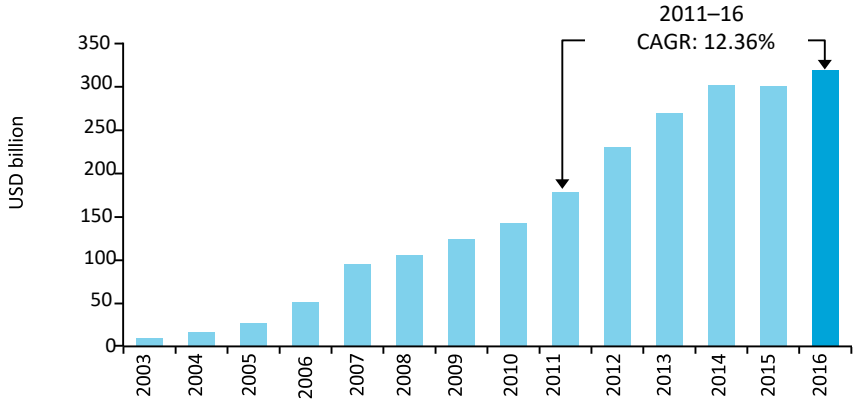
أما من حيث التوزيع الجغرافي لصناعة التمويل الإسلامي، فتحتل دول مجلس التعاون الخليجي ما نسبته 42.3% من إجمالي صناعة التمويل الإسلامي مع نهاية العام 2016، تليها منطقة الشرق الأوسط وشمال افريقيا (باستثناء دول مجلس التعاون الخليجي) بنسبة بلغت 29.9% وفقاً للبيانات الواردة في شكل رقم 4-2.

4-2 اصدارات الصكوك الاسلامية

شهد سوق الصكوك الإسلامية نمواً ملحوظاً خلال السنوات العشر الأخيرة، تحديداً في الفترة التي تبعت الأزمة المالية العالمية في العام 2008، حيث بلغ معدل النمو السنوي الاجمالي لسوق الصكوك خلال الأعوام 2009-2014 ما نسبته 19.56%، في حين نما السوق خلال الأعوام 2011-2016 بنسبة 12.36% كمعدل نمو سنوي اجمالي، ويلاحظ من البيانات الواردة في شكل رقم 4-3 إلى تباطؤ معدل نمو سوق الصكوك خلال الأعوام الثلاث الأخيرة، حيث يلاحظ أنه لم يسجل العام 2015 أي نسبة نمو عما كان عليه في العام 2014، في حين بلغت نسبة نمو أسواق الصكوك مع نهاية العام 2016 ما نسبته 16.3%.[42] (انظر الشكل رقم 4-3)

[42] Islamic Financial Service Industry, stability report, IFSB, May 2017.

شكل 4-3 الاتجاه العام للصكوك القائمة على المستوى العالمي (2003-2016)



Source: *Islamic Financial Services Board (IFSB), Islamic Financial Service Industry، stability report, May 2017.*

أما من حيث جهة الاصدار فكانت الغالبية العظمى من مصدري الصكوك، 79.4% ما يعادل 59.4 مليار دولار، جهات سيادية أو مؤسسات تابعة لجهات سيادية إضافة إلى مؤسسات دولية مثل البنك الدولي وبنك التنمية الإسلامي، في حين كانت باقي الاصدارات من قبل مصدرين من قطاع الأعمال. (انظر الشكل رقم 4-4)

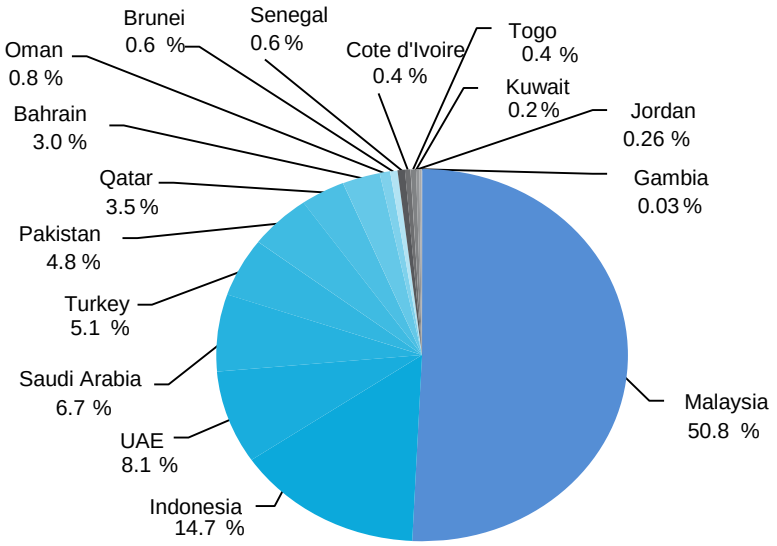
شكل 4-4 إصدارات الصكوك السيادية والتجارية على المستوى العالمي (2004-2016)

**Includes all government-related entities (GREs), multilateral development banks (MDBs) and international organizations (IOs). For the purposes of this report, "GREs" refers to ṣukūk obligors with a shareholding structure representing more than two-thirds (66.67%) of government ownership through either ministries, authorities, etc. or other GREs such as sovereign wealth funds.*

Source: *Islamic Financial Services Board (IFSB), Islamic Financial Service Industry، stability report, May 2017.*

ومن حيث الدول المصدرة للصكوك السيادية فتشير البيانات الواردة في شكل رقم 4-5 أنّ ماليزيا احتلت الصدارة بنسبة بلغت 50.8% من اصدارات الصكوك مع نهاية العام 2016، تليها إندونيسيا بنسبة بلغت 14.7%، ثم دولة الامارات العربية المتحدة بنسبة بلغت 8.1% وذلك في نهاية العام 2016. (انظر الشكل رقم 4-5)

شكل 4-5 إصدار الصكوك السيادية وفقاً للدولة* (2016)



Includes all GREs, MDBs and IOs.

** MDBs and IOs for 2016 include ṣukūk issuances by the Islamic Development Bank (IDB), the Islamic Cooperation for the Development of the Private Sector (ICD), the International Islamic Liquidity Management Corporation (IILM), the Arab Petroleum Investments Corporation (APICORP) and the Gulf Investment Corporation (GIC). These ṣukūk issued have been traced to their headquarter jurisdictions – namely, Saudi Arabia for IDB, ICD and APICORP; Malaysia for IILM; and Kuwait for GIC.*

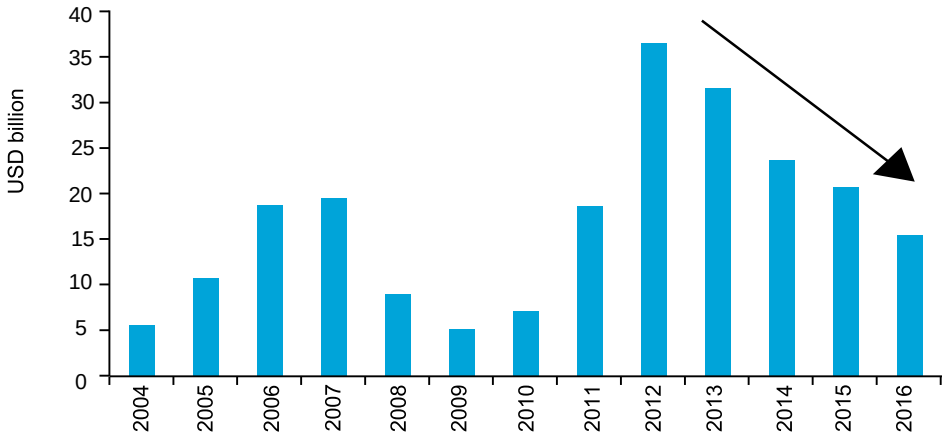
Source: *Islamic Financial Services Board (IFSB), Islamic Financial Service Industry، stability report, May 2017.*

وشهد العام 2016 دخول دولتين لأول مرة سوق الصكوك وتحديداً الاصدارات السيادية، وهما توغو من إفريقيا والأردن من الشرق الأوسط، حيث عَملت الحكومة الأُردنية على اصدار أول مجموعة من صكوك المرابحة في شهر أيار من العام 2016 بقيمة اجمالية بلغت 75 مليون دينار أردني ويمتد أجلها لخمس سنوات، وذلك لاستخدام متحصلات الاكتتاب لتمويل الاحتياجات التمويلية لشركة الكهرباء الوطنية، وسلطة المياه الأردنية، وبلغت نسبة تغطية الاكتتاب 2.73 مرة، وتبع ذلك الإصدار الثاني للصكوك السيادية الأردنية في اكتوبر من العام 2016 وهي صكوك اجارة بعائد بلغ 3.01%، وقيمة إصدار 34 مليون دينار، وكانت نسبة تغطية الاكتتاب أكثر من ثلاث مرات من القيمة الاسمية للصكوك السيادية، واعتبرت الحكومة الأردنية اصدار الصكوك السيادية مصدراً مهمّاً في دعم ادارة السيولة.[43]

[43] Islamic Financial Service Industry, stability report, IFSB, May 2017.

في حين استمر التراجع الملحوظ في اصدار الصكوك التجارية Corporate sukuk، حيث تراجع سوق الصكوك التجارية بنسبة 25.7% في نهاية العام 2016 عما كان عليه في عام 2015، وتجدر الإشارة إلى أن سوق الصكوك التجارية شهد تراجعاً ملحوظاً بدءاً من العام 2013 وذلك بدءاً من مؤشرات سياسة الفدرالي الأمريكي في منتصف العام 2013، واتخاذه للقرار في بداية عام 2014 بالبدء تدريجياً في تقليص برنامج التيسير الكمي، والذي أدى إلى تخوفات في ارتفاع معدلات الفوائد على المستوى الدولي، هذا بالإضافة إلى الاضطرابات والتقلبات الجيوسياسية التي شهدتها العديد من المناطق حول العالم تحديداً في منطقة الشرق الأوسط.[44] (انظر الشكل رقم 4-6)

شكل 4-6 إصدار الصكوك التجارية على المستوى العالمي (2004-2016)

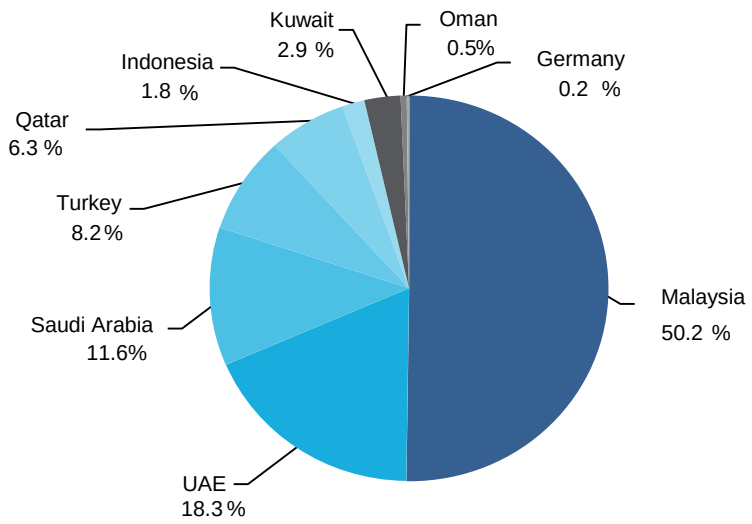


Source: *Islamic Financial Services Board (IFSB), Islamic Financial Service Industry، stability report, May 2017*

ومن حيث الدول المصدرة للصكوك التجارية، احتلت ماليزيا المرتبة الأولى بنسبة بلغت 50.2% من اجمالي اصدارات الصكوك التجارية في نهاية العام 2016، تليها دولة الإمارات العربية المتحدة والمملكة العربية السعودية بنسبٍ بلغت 18.3% و11.6% على التوالي، وذلك وفقاً للبيانات الواردة في شكل رقم 4-7، وفي نهاية العام 2016.

[44] Islamic Financial Service Industry, stability report, IFSB, May 2017.

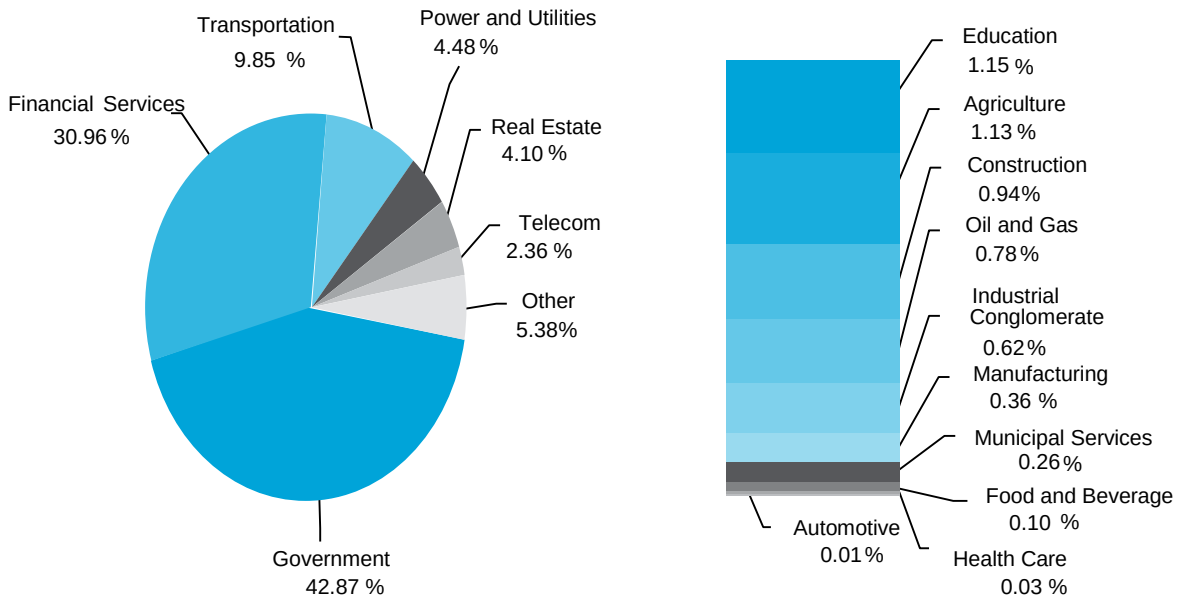
شكل 4-7 إصدار الصكوك التجارية وفقاً للدولة (2016)



Source: *Islamic Financial Services Board (IFSB), Islamic Financial Service Industry، stability report, May 2017.*

واستحوذ القطاع الحكومي على النسبة الأعلى من اصدارات الصكوك الكلية وفقاً للتوزيع القطاعي في نهاية العام 2016 بنسبة بلغت 42.87%، يليه قطاع الخدمات المالية وقطاع النقل بنسبٍ بلغت 30.96% و9.85% على التوالي. (انظر الشكل رقم 4-8)

شكل 4-8 إصدار الصكوك وفقاً للتوزيع القطاعي (2016)

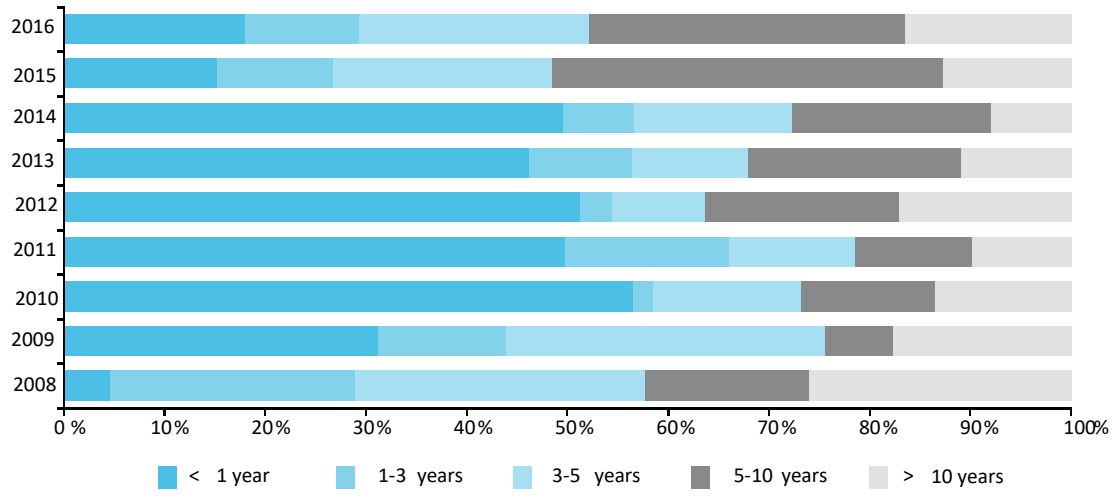


** Issuances by GREs are traced to their respective economic sectors (e.g. GRE Ṣukūk by an airline is traced to the transportation sector, as opposed to government).*
Source: *Islamic Financial Services Board (IFSB), Islamic Financial Service Industry، stability report, May 2017.*

4-3 آجال الاستحقاق للصكوك المصدرة

تراوحت آجال استحقاق الصكوك المصدرة خلال العام 2016 ما بين قصيرة ومتوسطة وطويلة الأجل، ولم يشهد العام 2016 اختلافاً جوهرياً عمّا كانت عليه اصدارات الصكوك من حيث الآجال خلال عام 2015. حيث بلغت نسبة اصدارات الصكوك قصيرة الآجل (أقل من 12 شهر) خلال العام 2016 18% من اجمالي الاصدارات. وبلغت نسبة اصدارات الصكوك استحقاق 1-3 سنوات 11.3%، واستحقاق 3-5 سنوات، واستحقاق 5-10 سنوات بلغت نسبتَهم 22.8% و31.4% على التوالي، في حين بلغت نسبة اصدارات الصكوك استحقاق أكثر من 10 سنوات 16.5% من اجمالي اصدارات الصكوك للعام 2016. حيث يبين شكل 4-9 آجال الصكوك المصدرة من حيث تواريخ الاستحقاق منذ العام 2008 ولغاية العام 2016.

شكل 4-9 آجال الاستحقاق للإصدارات الجديدة من الصكوك (2008-2016)



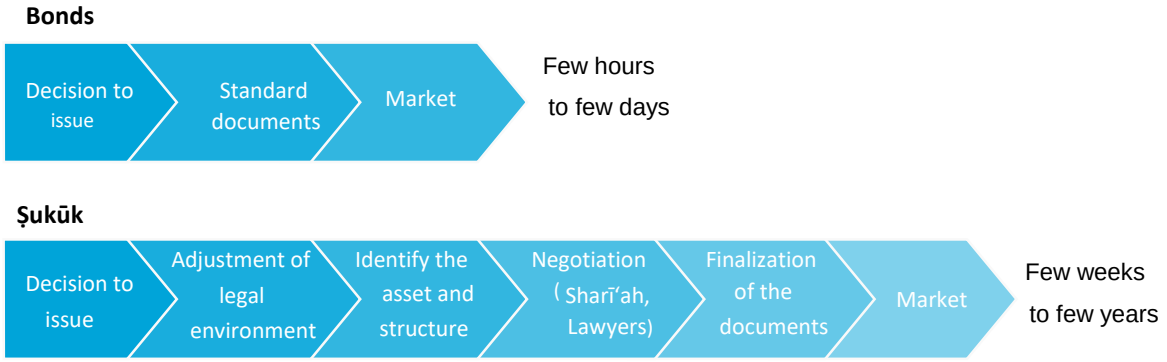
Source: *Islamic Financial Services Board (IFSB), Islamic Financial Service Industry، stability report, May 2017*

وبالإجمالي، فإنَّ معدل إصدار سنوي للصكوك ما بين 65 إلى 75 مليار دولار أمريكي أصبح أمراً طبيعياً في سوق الصكوك الأولي على المستوى العالمي، ومن الملاحظ في الآونة الأخيرة في سوق الصكوك، دخول دول من خارج نطاق منظمة التعاون الإسلامي إلى سوق الصكوك كمصدر بديل لمصادر التمويل مثل المملكة المتحدة، ولوكسمبورغ، وجنوب إفريقيا، وهونغ كونغ، وسنغافورة، اضافة إلى دول أخرى.

في حين شهد سوق الصكوك التجارية تراجعاً حاداً بدءاً من العام 2013 حتى تاريخه. وأحد أسباب هذا التراجع يعزى إلى التطورات المالية والأحداث التي تلت ذلك العام على مستوى الاقتصاد العالمي، إلا أنَّ هناك سبب أخر وهو الرأي السائد أن عملية إصدار الصكوك أكثر تعقيداً من عملية اصدار السندات التقليدية، حيث تشير أهم الوكالات الدولية للتصنيف الائتماني،

أنه وعلى الرغم من عمليات تبسيط الاجراءات وتقليل فجوة التكاليف في عملية اصدار الصكوك، ما زالت عملية اصدار الصكوك الاسلامية أكثر تعقيداً مقارنة مع اصدار السندات التقليدية، تحديداً من حيث الوقت اللازم، ودرجة التعقيد، والوثائق المطلوبة، وتكاليف تجهيزها، والأطراف والجهات المختلفة الداخلة في عملية اصدار الصكوك، وتحديداً الحاجة إلى تحديد الأصول المرتبطة بعملية الاصدار وذلك تلبيةً لمتطلبات الشريعة الإسلامية.[45] ويشير الشكل رقم 4-10 إلى مقارنة عملية اصدار الصكوك مع عملية اصدار السندات التقليدية.

شكل 4-10 إصدار الصكوك مقارنة مع إصدار السندات التقليدية



Source: *Islamic Financial Services Board (IFSB), Islamic Financial Service Industry، stability report, May 2017.*

4-4 أداء المؤشرات المالية الإسلامية

يقصد بالمؤشرات المالية الإسلامية هي تلك المؤشرات التي تستهدف الأوراق المالية المدرجة التي خضعت للمراجعة ضمن معايير محددة لتقييم مدى توافقها وأحكام الشريعة الإسلامية، وهذه الآلية يتم استخدامها بشكل متزايد في الآونة الأخيرة في العديد من أسواق الأوراق المالية الإقليمية والدولية، وتعمل شركات دولية مرموقة في صناعة المؤشرات مثل داو جونز على تطوير المؤشرات المالية الإسلامية في العديد من الدول، وسيتم التطرق لاحقاً لآلية عمل هذه المؤشرات في الفصول اللاحقة من الدراسة، ومن أشهر هذه المؤشرات المالية الإسلامية هو مؤشر

The Dow Jones Islamic Market World Index (DJ Islamic)، حيث تشير البيانات الواردة في جدول رقم 4-2 أدناه إلى مقارنة بين أداء مؤشر داو جونز الإسلامي ومؤشر داو جونز المؤشر العالمي.

[45] Islamic Financial Service Industry, stability report, IFSB, May 2017.

جدول 4-2 مقارنة بين أداء مؤشر داوجونز المؤشر العالمي، ومؤشر داوجونز الإسلامي من حيث العائد الكلي

	Dow Jones Global Index	DJIM World Index
2016	13.6.%	11.2%
3 Yr	3.8%	6.1%
5 Yr	42.5%	40.5%
10 Yr	17.5%	40.1%

Source: *Islamic Financial Services Board (IFSB), Islamic Financial Service Industry، stability report, May 2017.*

ووفقاً للبيانات الواردة في جدول رقم 4-2 أعلاه، فإنَّ مؤشر داو جونز الاسلامي حقق عائد سنوي اجمالي بلغت نسبته 11.2% في نهاية العام 2016 مقارنةً مع عائد سنوي بلغ 13.6% تحقق من قِبل مؤشر داو جونز العالمي، ويعود سبب هذا التباين بشكل رئيسي إلى طبيعة تركيبة داو جونز الاسلامي القطاعية، حيث يحتوي المؤشر على نسبة كبيرة من قطاعات العناية الصحية والبضائع الاستهلاكية وقطاعات الخدمات الاستهلاكية والتي تراجع آداؤها في عام 2016 مقارنة مع القطاعات الأخرى. في حين أنَّ مؤشر داو جونز العالمي يستند بشكل أكبر إلى قطاعات ذات حساسية اقتصادية مثل القطاع المالي وقطاعات الطاقة والاتصالات.

5- الصكوك الإسلامية نظرة إقليمية مقارنة

يهدف هذا الفصل إلى التعرف على واقع صناعة الصكوك الإسلامية في مجموعة من الدول الإقليمية والدول العربية المجاورة، تحديداً فيما يخص الأُطر القانونية والبنية التحتية لصناعة الصكوك الإسلامية وتحديداً من وجهة النظر الرقابية والإشرافية، مع التركيز على دول محدّدة تعتبر رائدة في صناعة التمويل الإسلامي تحديداً فيما يخص الصكوك إضافة إلى تلك الدول الأقرب إلى فلسطين جغرافياً واجتماعياً واقتصادياً.

5-1 تطور سوق الصكوك الإسلامية في الدول العربية

في نهاية العام 2015، عمل اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية على اعداد دراسة مسحيّة حول أدوات التمويل الإسلامي لدى أسواق رأس المال العربية، وذلك من خلال مسح أُعدَ مِن قِبل الاتحاد بهدف التعرف على الجوانب التشريعية والتنظيمية التي تحكم عمل أدوات التمويل الإسلامي لدى أسواق رأس المال العربية، بالإضافة إلى الجوانب المرتبطة بالأنشطة الاستثمارية والتمويلية المعتمدة وأبرز الجهات المصدرة، والحوافز الممنوحة التي تقدمها هذه الدول لتشجيع إصدارات أدوات التمويل الإسلامي وتحديداً الصكوك الإسلامية، وقد غطت الدراسة 12 دولة عربية من الدول الأعضاء في الاتحاد، وهي الدول التي استجابت هيئاتها الرقابية بالإجابة على أسئلة المسح المُنفذ.[46]

وخلصت الدراسة إلى أنه وعلى الرغم من الجهود الكبيرة التي تبذلها أسواق رأس المال العربية في مجال تطوير أسواق الأدوات المالية المستندة على الشريعة الإسلامية، والتطور الواضح الذي تحقق في مجال بناء إطار تشريعي وتنظيمي متطور في هذا المجال، إلا أنَّ نشاط سوق الأدوات المالية الإسلامية لا زال دون المستوى المطلوب ويحتاج إلى المزيد من الدعم والاهتمام لتطويره ليواكب وينافس أهم المراكز الدولية في مجال التمويل الإسلامي، وخاصةً فيما يتعلق باستكمال البنية التشريعية وبناء القدرات الذاتية من خلال التركيز على تدريب الكوادر لتصبح قادرة ومؤهلة على إدارة عمليات التطوير في هذا المجال.[47]

ومن حيث الإطار التشريعي، تشير نتائج الدراسة المعدة من قبل الاتحاد إلى أنَّ 5 دول عربية من أصل 12 دولة التي أجابت على الاستبيان الخاص بالمسح، لديها قانون أو تشريع خاص بالتمويل الإسلامي وهي الأردن والامارات وتونس وسلطنة عُمان ولبنان، في حين تستند قطر والكويت إلى تعليمات وأنظمة خاصة بالتمويل الإسلامي. ويوضح الجدول رقم

[46] "أدوات التمويل الإسلامي لدى أسواق رأس المال العربية"، دراسة مسحية معدّة من قبل اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، كانون أول،2015.
[47] ذات المصدر السابق.

5-1 الأطر التشريعية والتنظيمية لأدوات التمويل الإسلامي لدى مجموعة من الدول العربية من حيث نوع التشريع المستخدم، والجهة الرقابية المناط بها مسؤولية متابعة الالتزام بالتشريعات، إضافة إلى دور هيئة الرقابة الشرعية.

جدول 5-1: الإطار التشريعي والتنظيمي لأدوات التمويل الإسلامي في الدول العربية

الدولة	نوع التشريع	الجهة المسؤولة عن متابعة الالتزام بالتشريعات	دور هيئة الرقابة الشرعية
الأردن	قانون / تشريع خاص بالصكوك الإسلامية + تعليمات وأنظمة خاصة بالصكوك الإسلامية	هيئة الأوراق المالية بالتعاون مع هيئة رقابية شرعية	الإجازة والتحقق من استمرار التعامل في صكوك التمويل الإسلامي وفق مبادئ الشريعة الإسلامية وأحكامها
الامارات	قانون / تشريع خاص بالتمويل الإسلامي صادر عن المصرف المركزي + نظام الصكوك الإسلامية الصادر عن هيئة الأوراق المالية والسلع	هيئة الأوراق المالية والسلع بالتعاون مع هيئة رقابية شرعية	التحقق من توافق الصكوك مع مبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية
تونس	قانون / تشريع خاص بالتمويل الإسلامي	هيئة السوق المالية في ما يتعلق بالأدوات التمويلية المرتبطة بسوق رأس المال	البت في كافة الجوانب الشرعية والفتوى والتدقيق الشرعي والمراقبة
العراق	-	البنك المركزي العراقي	المصادقة على الشروط والأحكام الواردة في الوثائق التي تستخدم في تنفيذ المعاملات المالية
سلطنة عُمان	قانون / تشريع خاص بالتمويل الإسلامي	هيئة السوق المالية + البنك المركزي العُماني	الإجازة + المصادقة على السّياسات والإجراءات الشرعية+ المصادقة على الشروط والأحكام الواردة في الوثائق التي تستخدم في تنفيذ المعاملات المالية + تقديم المشورة
فلسطين	أحكام عامة موجودة بالتشريعات المختلفة المطبقة على سوق رأس المال	هيئة سوق رأس المال + سلطة النقد	الإجازة + المصادقة على السّياسات والإجراءات الشرعية+ المصادقة على الشروط والأحكام الواردة في الوثائق التي تُستخدم في تنفيذ المعاملات المالية
قطر	تشريعات خاصة بمتطلبات إدراج الصكوك	هيئة السوق المالية	-
الكويت	تعليمات أو أنظمة خاصة بالتمويل الإسلامي	هيئة السوق المالية بالتعاون مع هيئة رقابية شرعية	المصادقة على السّياسات والإجراءات الشرعية
لبنان	قانون / تشريع خاص بالتمويل الإسلامي + تعليمات أو أنظمة خاصة بالتمويل الإسلامي	هيئة السوق المالية	الإجازة + المصادقة على السياسات والإجراءات الشرعية+ المصادقة على الشروط والأحكام الواردة في الوثائق التي تستخدم في تنفيذ المعاملات المالية + تقديم المشورة
مصر	-	هيئة السوق المالية بالتعاون مع هيئة رقابية شرعية	الإجازة + المصادقة على السّياسات والإجراءات الشرعية+ المصادقة على الشروط والأحكام

			الواردة في الوثائق التي تُستخدم في تنفيذ المعاملات المالية
المغرب	أحكام عامة موجودة بالتشريعات المختلفة المطبقة على سوق رأس المال	هيئة السوق المالية بالتعاون مع هيئة رقابية شرعية	مجلس الشريعة يعطي الرأي الشرعي والبنك المركزي يُصدر الموافقة

المصدر: اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، "أدوات التمويل الإسلامي لدى أسواق رأس المال العربية"، كانون أول، 2015.

أما من حيث الجهات المصدرة لأدوات التمويل الإسلامي، فتشير البيانات الواردة في دراسة هيئات الأوراق المالية العربية إلى أنَّ غالبية إصدارات أدوات التمويل الإسلامي تأتي من قبل البنوك الإسلامية في كل من الأردن والامارات وسلطنة عُمان وقطر والكويت ولبنان ومصر والمغرب، في حين هناك إصدارات من قبل الشركات المدرجة كما هو الحال في دولة الكويت، وكذلك جهات حكومية في كل من الأردن والامارات العربية المتحدة، إضافة إلى المؤسسات الرسمية العامة والبلديات كما هو الحال في دولة قطر. وفيما يخص حوافز الإصدار الممنوحة من قبل الدول العربية لمصدري أدوات التمويل الإسلامي، فيلاحظ أنّ غالبية الحوافز الممنوحة هي لدى تلك الدول التي لديها قانون خاص بأدوات التمويل الإسلامي أو الصكوك كما هو الحال في الأردن، حيث تعفى معاملات الصكوك من رسوم التسجيل والترخيص، ويتم إعفاء الأفراد من الضريبة الناتجة عن الاستثمار في الصكوك الإسلامية، إضافة إلى عدد من الإعفاءات الأخرى وفقاً لما هو وارد في قانون صكوك التمويل الإسلامي. أما فيما يتعلق بإصدارات الصكوك الإسلامية، فتشير نتائج دراسة اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية إلى وجود أنواع مختلفة من العقود الإسلامية التي يصدر على أساسها الصكوك الإسلامية مثل الاجارة والمرابحة والمشاركة والمضاربة.

2-5 التجربة الأردنية

عملت المملكة الأردنية الهاشمية على اصدار قانون خاص بالصكوك، وسميَّ قانون رقم (30) لسنة 2012 " قانون صكوك التمويل الإسلامي"، وتناول القانون العديد من الجوانب الرئيسية والهامة في موضوع الصكوك الإسلامية من حيث الإصدار والتداول والإطفاء، كما أوجد القانون أجساماً مهنية لم تكن موجودة من أهمها هيئة الرقابة الشرعية المركزية، وتلا صدور قانون الصكوك في العام 2012 مجموعة من التشريعات القانونية المساندة من الأنظمة والتعليمات الوارد ذكرها في مواد وأحكام القانون، وحتى تاريخ اعداد هذه الدراسة صدرت الأنظمة والتعليمات التالية:[48]

- نظام عقود صكوك التمويل الإسلامي.
- نظام الشركة ذات الغرض الخاص.
- تعليمات اصدار الصكوك لسنة 2013.
- تعليمات نشرة الصكوك لسنة 2013.
- أسس وشروط اعتماد مستشار شرعي أو لجنة شرعية.
- تعليمات ادراج صكوك التمويل الإسلامي في بورصة عمان.
- تعليمات تداول الصكوك لسنة 2013.
- تعليمات تسجيل وإيداع الصكوك وتسويتها.
- تعليمات هيئة مالكي صكوك التمويل الإسلامي لسنة 2013.
- تعليمات الشركة ذات الغرض الخاص

وأبرز ما تناوله قانون صكوك التمويل الإسلامي، الهيئات المشكلة بموجبه، حيث أوجبَ تعيين أربعة مفوضين إلى مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية غير متفرغين ومن الخبراء الاقتصاديين والماليين في الاقتصاد الإسلامي مع تحديد مكافآتهم بقرار من مجلس الوزراء بناءاً على تنسيب مجلس الافتاء لمدة ثلاث سنوات قابلة للتجديد. ومن حيث مهام وصلاحيات المفوضين المعينين، فقد ألزم القانون مجلس مفوضي الهيئة عند النظر في الأمور المتعلقة بالصكوك بدعوة الأعضاء الأربعة المنصوص عليهم بالمادة 3 فقرة أ في القانون. ويكون اجتماع مجلس مفوضي الهيئة قانونياً في حالة النظر بأية موضوع

[48] هيئة الأوراق المالية الأردنية، www.jsc.gov.jo

يتعلق بصكوك التمويل الإسلامي بتوافر النصاب القانوني لأعضائه المتفرغين وحضور ثلاثة من الأعضاء غير المتفرغين على الأقل، ويُتخذ القرار بأكثرية الحاضرين على أن يكون من بينهم اثنان على الأقل من المفوضين غير المتفرغين، وحدد القانون صلاحيات ومهام مجلس المفوضين فيما يتعلق بصكوك التمويل الإسلامي برسم السّياسة العامة لإصدار الصكوك، وتقييم اصداراتها ومتابعتها، واعداد المتطلبات الواجب تضمينها في كل نشرة اصدار بحسب خصوصية صيغ صكوك التمويل الاسلامي والنماذج اللازمة لذلك، والموافقة على نشرة الاصدار، والتأكد من الالتزام بالقرارات الصادرة عن هيئة الرقابة الشرعية المركزية، والتأكد من تضمين نشرة الاصدار آراء هيئة الرقابة الشرعية المركزية أو ملاحظاتها.

ومن أبرز الهيئات المُشكلة بموجب القانون، هيئة الرقابة الشرعية المركزية والتي تشكل بقرار من مجلس الوزراء بناءاً على تنسيب مجلس الإفتاء، وتتكون من خمس أعضاء غير متفرغين من علماء فقه المعاملات ذوي الخبرة في التمويل الإسلامي المتصفين بالعدالة والنزاهة لمدة ثلاثة سنوات قابلة للتجديد، ويشارك في اجتماعات الهيئة إضافة إلى الأعضاء الخمسة المشار إليهم أعلاه، ثلاثة من ذوي الخبرة العملية في مجال الأوراق المالية بصفة مراقبين يتم تعينهم بقرار من مجلس الوزراء بناءاً على تنسيب مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية.

وحدد القانون مهام وصلاحيات هيئة الرقابة الشرعية كالتالي (المادة 5 من القانون):

- ابداء الرأي الشرعي بشأن صكوك التمويل الاسلامي المراد اصدارها بما في ذلك نشرة الإصدار ورفعه إلى مجلس مفوضي الهيئة.
- التحقق من استمرار التعامل في صكوك التمويل الاسلامي من الاصدار إلى الاطفاء وفق مبادئ الشريعة الاسلامية وأحكامها، وذلك بناءاً على تقارير تطلبها الهيئة من الجهات ذات العلاقة.

وحددت المادة 6 من القانون آلية عمل هيئة الرقابة الشرعية المركزية، من ضمنها أن تجتمع الهيئة بدعوة من رئيسها أو نائبه عند غيابه مرة على الأقل في الشهر، ويكون اجتماعها قانونياً بحضور أغلبية أعضائها على أن يكون من بينهم الرئيس أو نائبه، وتُتخذ قراراتها بأغلبية أعضائها، ويسمّي رئيس مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية أميناً لسر هيئة الرقابة الشرعية المركزية من موظفين هيئة الأوراق المالية ويتولى تدوين محاضر جلساتها ومتابعة تنفيذ قراراتها وحفظ قيودها وسجلاتها، كما أحال القانون صلاحية تحديد مكافآت رئيس وأعضاء الهيئة والمراقبين عن كل جلسة يتم حضورها إلى مجلس الوزراء.

وحدد القانون سبعة أنواع من العقود الشرعية التي يتم اصدار الصكوك بموجبها وهي الاجارة، المضاربة أو المقارضة المرابحة، المشاركة، السلم، الاستصناع، بيع حق المنفعة، إضافة الى أي عقد آخر تجيزه هيئة الرقابة الشرعية المركزية.

ومن حيث الجهات المصدرة شمل القانون المصدرين من الشركات والمؤسسات المالية الإسلامية إضافة إلى الحكومة والمؤسسات الرسمية العامة والمؤسسات العامة بعد أخذ موافقة مجلس الوزراء. وشمل القانون الشركة ذات الغرض الخاص ومهامها وصلاحياتها، وأجاز للجهة الراغبة في اصدار صكوك التمويل الإسلامي انشاء شركة ذات غرض خاص تقوم بتملك الموجودات أو المنافع أو الحقوق التي تصدر مقابلها الصكوك، والملاحظ هنا الجوازية في الإصدار المباشر من قبل الجهة المصدرة أو الإصدار غير المباشر من خلال انشاء شركة ذات غرض خاص، (المواد 10-أ ،11 ،17-أ) وهذه من المآخذ على قانون صكوك التمويل الإسلامي، حيث أنها تركت الخيار للجهة الراغبة في اصدار الصكوك إلى الإصدار المباشر أو الإصدار غير المباشر من خلال تأسيس شركة ذات غرض خاص بغض النظر عن نوع الصكوك، وكان يجب أن يُؤخذ بعين الاعتبار الموجبات الشرعية، لأنّ هناك أنواع من الصكوك لا يمكن إصدارها من خلال شركة ذات غرض خاص وأنواع أخرى يجب إصدارها من خلال الشركة ذات الغرض الخاص مثل بعض أنواع صكوك ملكية الأعيان تحديداً البائع للعين المؤجرة في صكوك ملكية الأعيان القابلة للتأجير، وبالتالي الأفضل أن تكون صياغة النص أنه يجب على الجهة المصدرة اصدار الصكوك عن طريق الشركة ذات الغرض الخاص في الصكوك التي تستوجب ذلك شرعاً.

أما من حيث الإعفاءات والحوافز وشروط الاستفادة منها، فقد أعفى القانون (المواد 20، 21) عملية التصكيك من كافة الرسوم والضرائب، وأعفيت الشركة ذات الغرض الخاص من جميع الرسوم بما فيها رسوم تسجيل الشركات وترخيصها، وضريبة بيع العقار، ورسوم معاملات تسجيل الأراضي التي تجري بينها وبين الجهة التي أنشأتها عند نقل ملكية العقارات والأراضي، إضافة إلى إعفاء الشركة ذات الغرض الخاص من جميع ضرائب ورسوم معاملات تسجيل الموجودات والمنافع التي تجري بينها وبين الجهة التي أنشأتها عند نقل ملكيتها أو إجراء أي تصرف بينهما، كما أعفى القانون معاملات صكوك التمويل الإسلامي من جميع الضرائب والرسوم بما في ذلك ضريبة الدخل، والضريبة العامة على المبيعات، ورسوم طوابع الواردات، إضافة إلى عدم اخضاع الأرباح الناشئة عن الاستثمار في صكوك التمويل الإسلامي لضريبة الدخل.

3-5 التجربة الإماراتية

تحتل دولة الامارات العربية المتحدة مركزاً متقدماً على المستوى الإقليمي والدولي في مجال اصدار الصكوك الإسلامية، حيث تربعت دولة الامارات في المرتبة الثانية عالمياً من حيث حجم الإصدارات للصكوك الإسلامية التجارية في نهاية العام 2016، بما نسبته 18.3% من اجمالي إصدارات الصكوك التجارية على المستوى الدولي.[49]

[49] Islamic Financial Service Industry, stability report, IFSB, May 2017.

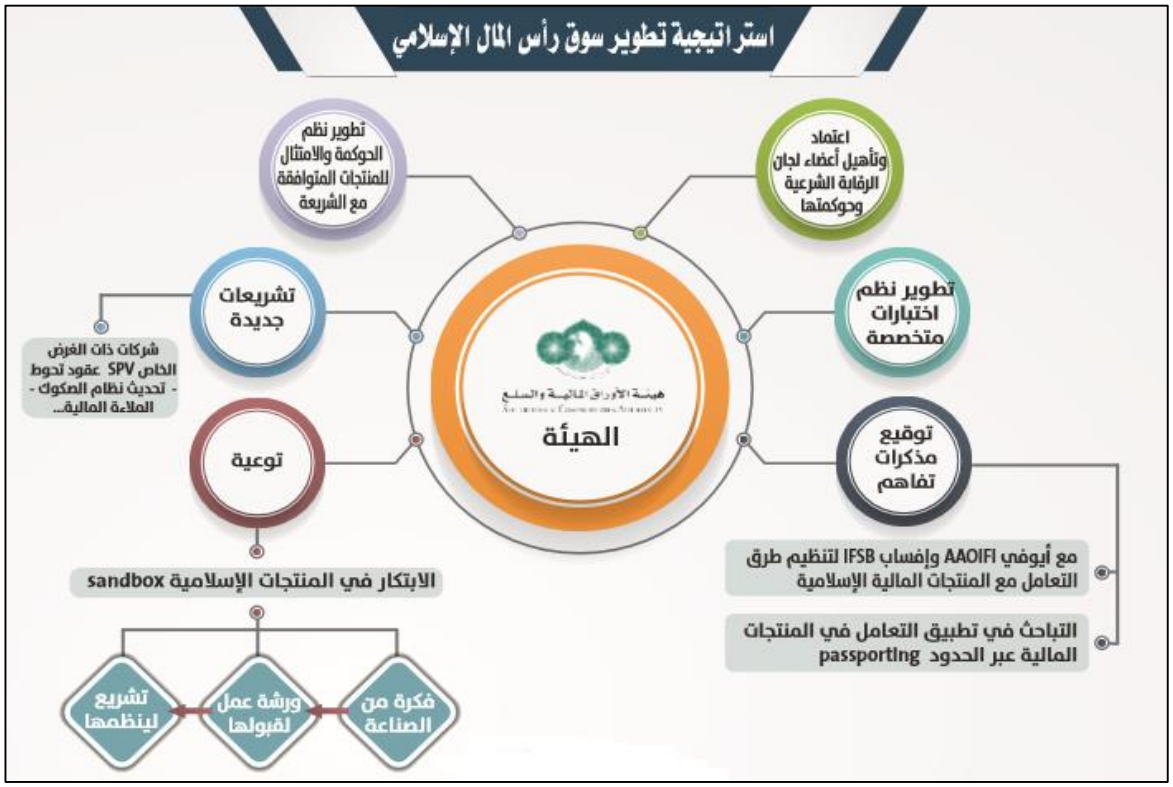
أما من حيث الإطار القانوني الناظم للصكوك الإسلامية، فيتم تنظيمه بموجب نظام الصكوك الصادر استناداً إلى قرار مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع رقم (16) لسنة 2014، حيث يعمل نظام الصكوك على تنظيم الصكوك الإسلامية من حيث شروط الإصدار والادراج، ونطاق التطبيق، وشروط الموافقة على الإصدار، والادراج الأساسي وهو الادراج الأولي للصكوك حال إصدارها إضافة إلى الادراج الثانوي لأغراض التداول، كما تناول نظام الصكوك نشرة الإصدار والمتطلبات والمستندات الواجب تضمينها في نشرة الإصدار، وحدد النظام الحد الأدنى للقيمة الاجمالية لإصدار الصكوك بواقع عشرة ملايين درهم اماراتي إضافة إلى تحديد قيمة صكوك الجملة والتي يكون فيها قيمة الصك الواحد لا يقل عن 500,000 درهم اماراتي وصكوك التجزئة بحيث لا تزيد قيمة الصك الواحد فيها عن 100,000 درهم اماراتي، إضافة إلى الجوانب الأخرى المرتبطة بإصدار وتداول الصكوك مثل متطلبات الإفصاح والتزامات الملتزم والمصدر ودور هيئة الرقابة الشرعية.[50]

وتجدر الإشارة إلى أن نظام الصكوك الاماراتي استثنى من نطاق التطبيق الخاص به الصكوك الحكومية على عكس قانون الصكوك في المملكة الأردنية الهاشمية، إضافة إلى استثناء الصكوك التي لا تطرح للاكتتاب العام ولا تدرج في السوق. كما لم يشير النظام إلى تشكيل هيئة رقابة شرعية مركزية بل اكتفى بالإشارة إلى إلزام المصدر والملتزم بعرض الإصدار على لجنة رقابية شرعية خاصة بالمصدر أو الملتزم، كما لم يشير النظام إلى دور الشركة ذات الغرض الخاص (spv) وآلية تشكيلها ومهامها ومسؤولياتها.

في حين عملت هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الامارات على إطلاق استراتيجية لتطوير سوق رأس المال الإسلامي وذلك في شهر أيلول من عام 2017، بالتعاون مع مركز دبي لتطوير الاقتصاد الإسلامي، وسوق دبي المالي وسوق أبو ظبي للأوراق المالية، حيث شملت ثلاث محاور رئيسية وهي الدور الرقابي للهيئة، ودور الجهات ذاتية التنظيم (الأسواق المالية)، إضافة إلى التحديات التي تواجه سوق التمويل الاسلامي[51]، وشملت الاستراتيجية خارطة طريق لتنفيذها وتحديد المخصصات المالية والاعتمادات اللازمة لتنفيذ كل مرحلة من مراحل خطة العمل. ويأتي إطلاق هذه الاستراتيجية تنفيذاً لرؤية نائب رئيس الدولة الشيخ محمد بن راشد آل مكتوم التي أطلقها في العام 2013 لجعل دبي عاصمة للاقتصاد الإسلامي في العالم. ويشير الشكل رقم 5-1 إلى الدور المناط بهيئة الأوراق المالية والسلع بموجب الاستراتيجية.

[50] قرار مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع الإماراتية رقم (16) لسنة 2014 بشأن نظام الصكوك، www.sca.gov.ae
[51] استراتيجية تطوير سوق رأس المال الإسلامي، هيئة الأوراق المالية والسلع، الامارات العربية المتحدة، www.sca.gov.ae

شكل 5-1 دور هيئة الأوراق المالية والسلع الإماراتية بموجب الاستراتيجية الجديدة



المصدر: استراتيجية تطوير سوق رأس المال الإسلامي، هيئة الأوراق المالية والسلع، الامارات العربية المتحدة.

حيث ستعمل الهيئة على اصدار الأنظمة التشريعية لتنظيم منتجات سوق رأس المال الإسلامي والرقابة عليها مثل صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، والإفصاح الإضافي للمنتجات الإسلامية، وعقود التحوط المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، وأحكام وكالات التصنيف التي تعمل على تصنيف الجهات والمنتجات الإسلامية، وتحديث أنظمة الصكوك والملاءة المالية بوضع أوزان للمنتجات الإسلامية، إضافة إلى مبادرة اصدار وثيقة ضوابط للصناعة تشجّع الابتكار في مجالات السوق المالية الإسلامية، واصدار نظام حوكمة اللجان الشرعية في الأوراق المالية، واعتماد وتأهيل أعضاء لجان الرقابة الشرعية، وتنظيم برامج تدريب واعداد برنامج توعية متكامل حول السوق المالي الإسلامي، والتنسيق مع الجهات الدولية ذات العلاقة تحديداً AAOIFI و IOSCO و IFSB.

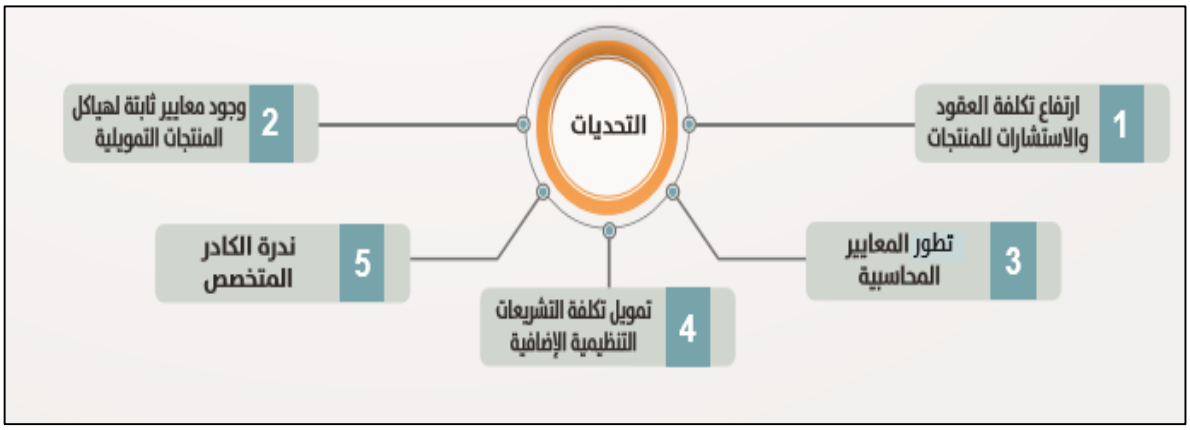
في حين يشير الشكل رقم 5-2 إلى الدور المناط بالسوق المالي بموجب الاستراتيجية. والتي يتمثل دورها في اصدار الأحكام المنظمة لإدراج وتداول الأوراق المالية وعقود التحوط المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، ووضع أحكام توافق للأوراق المالية الإسلامية، وتحديث أنظمة التداول والتقاص والتسوية فيما يتعلق بالتعامل مع المنتجات الإسلامية، وتطوير مؤشرات استثمارية للأوراق المالية الإسلامية.

شكل 5-2 دور السوق المالي بموجب الاستراتيجية

المصدر: استراتيجية تطوير سوق رأس المال الإسلامي، هيئة الأوراق المالية والسلع، الامارات العربية المتحدة.

وتناولت الاستراتيجية التحديات التي تواجه سوق التمويل الإسلامي والموضحة في الشكل 5-3. ومن هذه التحديات ارتفاع كلفة العقود الإسلامية، وزيادة في تعقيد تكوين المنتجات الإسلامية (عقود متعددة)، واختلاف وجهات النظر ومدارس التشريع الإسلامي، ومحاكاة الأدوات التقليدية في تكوين المنتجات الإسلامية، والحاجة إلى منتجات إبداعية مبتكرة ومنافسة للأدوات التقليدية وذات مصداقية، والتدرج في الكادر المؤهل الذي يجمع بين المعرفة والخبرة بالجانبين الفني والشرعي لابتكار منتجات إسلامية تحقق مقاصد الشريعة من العدالة والنزاهة والإحسان وتنمية المجتمع بنشاطات اقتصادية حقيقية.

شكل 5-3 التحديات التي تواجه سوق التمويل الاسلامي



المصدر: استراتيجية تطوير سوق رأس المال الإسلامي، هيئة الأوراق المالية والسلع، الامارات العربية المتحدة.

4-5 التجربة الماليزية

تعتبر ماليزيا من الدول الرائدة في صناعة التمويل الاسلامي بل أصبحت التجربة الماليزية نموذجاً يحتذى به في العديد من الدول التي تطمح إلى تطوير سوق التمويل الاسلامي لديها، وفي سوق الصكوك الإسلامية، تعتبر ماليزيا الدولة الأولى في العالم من حيث حجم اصدارات الصكوك بشقيها الحكومية والتجارية، حيث ومع نهاية العام 2016 بلغت نسبة الصكوك الماليزية القائمة 46.4% من اجمالي سوق الصكوك العالمي، وشهد العام 2016 المرة الأولى التي تتراجع فيها نسبة الصكوك الماليزية حاجز 50% من اجمالي سوق الصكوك العالمي (في عام 2015 كانت نسبة الصكوك الماليزية 50.6% من اجمالي سوق الصكوك العالمي).[52] في حين بلغت نسبة الصكوك الحكومية المصدرة عن مؤسسات حكومية في ماليزيا ما نسبته 50.8% من اجمالي الصكوك الحكومية الصادرة على المستوى الدولي، بينما بلغت نسبة الصكوك التجارية المصدرة في ماليزيا ما نسبته 50.2% من اجمالي الصكوك التجارية الصادرة في سوق الصكوك العالمي وذلك في نهاية العام 2016.[53] ووفقاً لأحدث البيانات الصادرة عن بورصة ماليزيا، فقد بلغت نسبة الصكوك الاسلامية القائمة 57.3% (حكومية وتجارية) من اجمالي السندات التقليدية القائمة وذلك في نهاية شهر آب من العام 2017.

أما من حيث نشاط الاصدار فقد بلغت نسبة اصدارات الصكوك الاسلامية في ماليزيا ما نسبته 65.36% مقارنة مع اجمالي اصدارات السندات التقليدية، وذلك في نهاية شهر آب من عام 2017.[54] وتعكس هذه النسبة الأهمية النسبية لسوق الصكوك الاسلامية في ماليزيا مقارنةً مع اصدارات أدوات الدين التقليدية وتحديداً السندات ومدى التطور والنمو الحاصل في سوق التمويل الاسلامي في ماليزيا وتحديداً الصكوك، حيث يحتل سوق التمويل الإسلامي ما نسبته 59.27% من اجمالي سوق رأس المال في ماليزيا والبالغ قيمته 3.10 ترليون رينجيت ماليزي أي ما يعادل 730 مليار دولار أمريكي وذلك في نهاية شهر آب من عام 2017.[55]

وعلى الرغم من وجود سوق التمويل الاسلامي في ماليزيا منذ عقود، إلا أن البداية الحقيقية لتطور نظام العمل المصرفي الاسلامي في ماليزيا كانت في عام 1983 مع اصدار قانون العمل المصرفي الإسلامي"Islamic Banking Act 1983"، في حين شهدت أوائل تسعينات القرن الماضي الانطلاقة الفعلية لسوق رأس المال الاسلامي في ماليزيا تزامناً مع إنشاء هيئة

---

[52] Islamic Financial Service Industry, stability report, p85, IFSB, May 2017.

[53] ذات المصدر السابق.

[54] هيئة الأوراق المالية الماليزية، www.sc.com.my

[55] ذات المصدر السابق.

الأوراق المالية الماليزية في العام 1993، حيث عملت الهيئة ومنذ نشأتها على تفعيل دور الرقابة الشرعية في سوق رأس المال الاسلامي في ماليزيا.

وكانت أولى هذه الخطوات تأسيس قسم سوق رأس المال الاسلامي في الهيئة " Islamic Capital Market Department ICMD" والذي تم إنشاؤه في العام 1994، وهو يمثل الجهة الادارية لهيئة الأوراق المالية في عمل الدراسات المتعلقة بأنشطة ومعاملات سوق رأس المال الإسلامي والأدوات المالية المتداولة في هذا السوق، حيث من الوظائف الأساسية لهذا القسم الاهتمام بالدراسات والبحوث الخاصة بإقرار الأدوات المالية التقليدية التي تتم وفقاً لأحكام الشريعة، وهو مسؤول مسؤولية كاملة عن اصدار القوانين المتعلقة بسوق رأس المال الإسلامي، وتعديل القوانين التي تخالف مبادئ الشريعة الإسلامية ليتم تنفيذها في السوق، بالإضافة إلى دراسة وتقييم الأسهم الصادرة عن الشركات المساهمة المدرجة في البورصة الماليزية للأوراق المالية من منظور شرعي، وتقديم نتائج دراسته إلى اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية حيث تقوم بعرضها واضافتها إلى قائمة الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة.[56] ويضم قسم سوق رأس المال الإسلامي العديد من الكوادر المؤهلة والمعروفة في الأوساط الإسلامية، لا سيما المتخصصين في فقه المعاملات، والمالية الحديثة، والذين يُنسب لهم الدور الأكبر في تطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا تطوراً مميزاً وملحوظاً على المستوى الدولي.

ويقوم قسم سوق رأس المال الإسلامي بتقديم نتائج دراساته إلى اللجنة الاستشارية الشرعية " Shariah Advisory Council, SAC" لاتخاذ القرارات المناسبة المتعلقة بتلك القضايا، وبالتالي تشكل القرارات الصادرة عن هذه اللجنة مرجعاً مهماً لكافة المتعاملين في سوق التمويل الإسلامي.

ومن العوامل المؤثرة في تطوير سوق المال الإسلامي في ماليزيا هو قيام هيئة الأوراق المالية ومن خلال قسم سوق رأس المال الإسلامي بتأسيس اللجنة الاستشارية الشرعية، والتي نشأت في العام 1994 وعرفت حينها باللجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية "Islamic Instrument Study Group, IISG"، وتعتبر لجنة مساندة واستشارية لهيئة الأوراق المالية، وتتألف هذه اللجنة من متخصصين في مجال المعاملات الشرعية الإسلامية والنظام المالي التقليدي، ويساعدهم خبراء في التمويل والموارد المالية والمعاملات المصرفية الإسلامية، وقد عقدت اللجنة أول اجتماعاتها في عام 1995، وأهم وظائف هذه اللجنة دعم هيئة الأوراق المالية الماليزية تحديداً في دراسة صلاحية بعض الأدوات المالية المتداولة في السوق التقليدي من منظور شرعي، وإيجاد البدائل الشرعية لها. وحققت هذه اللجنة نجاحاً مميزاً بعد فترة وجيزة من تأسيسها تحديداً

[56] "سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق "، دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، رسالة ماجستير، نبيل سمور، الجامعة الإسلامية، غزة، 2007.

في أسس تطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، ولعبت دوراً حيوياً في هذا السوق. ولهذا قامت هيئة الأوراق المالية الماليزية بتطوير دورها مما يمكن اعتمادها كجهة رسمية ومنظمة وليس فقط استشارية، وعملت الهيئة في العام 1996 على تحويلها إلى اللجنة الاستشارية الشرعية وتحديد مسؤولياتها الرسمية بالتوافق مع وزارة المالية الماليزية. بحيث تتولى الهيئة اختيار وتعيين أعضاء اللجنة الاستشارية الشرعية، وتحديد مكافآتهم ومدة تعينهم، وأصبحت الجهة الإدارية في الهيئة "قسم سوق رأس المال الإسلامي"، واللجنة الاستشارية الشرعية "لجنة الرقابة الشرعية المركزية" جهة داعمة لهذا القسم وتمده بالآراء والدراسات الفقهية والشرعية والفنية اللازمة.[57،58]

ومنذ تفعيل ومأسسة دور اللجنة الاستشارية الشرعية شهد سوق رأس المال الإسلامي انطلاقته المشهورة ومن خلال قسم سوق رأس المال الإسلامي في هيئة الأوراق المالية، بحيث أصبح لهم البصمات الواضحة ليس فقط على سوق رأس المال الإسلامي الماليزي فحسب بل امتد ليشمل صناعة التمويل الإسلامي على المستوى العالمي والإقليمي.

وكما ذكر سابقاً كان لتأسيس هيئة الأوراق المالية الماليزية الدور الأساسي في تطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا واقترن ذلك بتشجيع كبير من الحكومة الماليزية وفق استراتيجيات واضحة ومحددة بإحلال سوق رأس المال الإسلامي كبديل شرعي للسوق التقليدي. وفي سبيل ذلك تمثّل عمل الهيئة على عدة محاور منها: [59]

- توفير كافة التسهيلات في مجال البحث والدراسة والحوار وكل ما من شأنه تطوير سوق رأس المال الإسلامي، وقام بهذا الدور بشكل أساسي اللجنة الاستشارية الشرعية بالتعاون مع قسم سوق رأس المال الإسلامي.
- التخطيط لجعل ماليزيا مركزاً دولياً لسوق رأس المال الإسلامي، حيث طرحت الهيئة في عام 2001 الخطة الرئيسية لسوق رأس المال الماليزي واشتملت على ستة أهداف جوهرية منظمة، وسميت بالخطة الشاملة، وهي مبنية على رؤية استراتيجية للاتجاه المستقبلي لتطوير سوق رأس المال الماليزي وتمتد لعشرة أعوام من عام 2001–2010، وأحد أهدافها الرئيسية جعل ماليزيا مركزاً دولياً لسوق رأس المال الإسلامي. ولتحقيق هذا الهدف وضعت الهيئة مجموعة من الاستراتيجيات الفرعية منها توفير منتجات وخدمات تنافسية في سوق رأس المال الإسلامي وبشكل مستمر، وخلق سوق فعالة للصناديق الاستثمارية الإسلامية بكفاءة وفاعلية، والتأكد من أن ماليزيا توفر أطُراً تنظيمية ورقابية ومحاسبية ملائمة وشاملة لسوق رأس المال الإسلامي، والاعتراف الدولي باعتبار

---

[57] هيئة الأوراق المالية الماليزية، اللجنة الاستشارية الشرعية.

[58] "سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق "، دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، رسالة ماجستير، نبيل سمور، الجامعة الإسلامية، غزة، 2007.

[59] هيئة الأوراق المالية الماليزية، www.sc.com.my

ماليزيا مركزا دولياً لسوق رأس المال الإسلامي. وقد نجحت ماليزيا في تحقيق هذه الاستراتيجيات حيث أصبحت ماليزيا نموذجاً يحتذى به، وحقق سوق رأس المال الماليزي نمواً سنوياً تراكمياً بلغت نسبته 7.1% خلال السنوات العشر الماضية.[60]

- توفير البيئة التنظيمية والقانونية والرقابية لحماية المتعاملين في سوق رأس المال الإسلامي، حيث أصدرت الهيئة مجموعة من الأطر القانونية والرقابية المرتبطة بسوق رأس المال الإسلامي ومنها:
  - ❖ التعليمات الخاصة بصناديق الاستثمار.
  - ❖ تعليمات عرض الأوراق المالية الإسلامية بما يشمل الصكوك.
  - ❖ التعليمات الخاصة بصناديق الاستثمار العقاري الإسلامي (Islamic REITs).
- توفير التدريب والتعليم فيما يتعلق بمعاملات سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

وتعتبر ماليزيا من الدول الرائدة في مجال الخدمات المالية الإسلامية تحديداً في مجال تقديم الابتكارات المالية، وأدوات تعميق السوق المالي الإسلامي ومنها ابتكار أدوات تنقية وفلترة للشركات التقليدية من المنظور الشرعي، الأمر الذي مهّد إلى بناء المؤشرات المالية للشركات التي لا تتعارض مع أحكام الشريعة. وهذا يعود إلى الدور المركزي والهام الذي لعبته اللجنة الاستشارية الشرعية والذي تمحور دورها في اتجاهين أساسيين هما:

- دراسة وتحليل الأدوات المالية التقليدية وفقاً لأحكام الشريعة.
- تفعيل الأدوات المالية الشرعية.

حيث يتمحور الاتجاه الأول في دراسة وتحليل الأدوات المالية التقليدية من منظور شرعي وكونها أدوات مالية قابلة للتعامل من قبل المستثمرين الذين لديهم اعتبارات شرعية، وبالتالي لا تتعارض هذه الأدوات المالية مع أحكام الشريعة الإسلامية، ومن هذه الأدوات المالية الأسهم العادية المدرجة في بورصة ماليزيا وهي ما تسمى الأسهم المختلطة أي الشركة التي تحتوي أنشطتها على أنشطة لا تتوافق وأحكام الشريعة الإسلامية. والهدف من هذه الآلية هو توسيع وزيادة عمق السوق المالي الماليزي من خلال توفير أسس مرجعية صادرة عن اللجنة الاستشارية الشرعية لفلترة أنشطة الشركات المختلطة، وإتاحة الفرص للمستثمرين الذين يبحثون عن فرص استثمارية متوافقة مع أحكام الشريعة.

[60] هيئة الأوراق المالية الماليزية، www.sc.com.my

وعملت اللجنة الاستشارية الشرعية على وضع وبناء معايير للتنقية في العام 1995 مبنية على أسس معايير كمية ومعايير نوعية في تصنيف الشركات المدرجة في البورصة الماليزية. إلى أن تم تعديل هذه المنهجية في العام 2012 وذلك تماشياً مع التطورات الحاصلة في صناعة التمويل الإسلامي، وحددت اللجنة الاستشارية الشرعية المعايير النوعية التالية لفلترة الأسهم المدرجة في بورصة ماليزيا:

المعيار الأول: أن يكون النشاط الأساسي للشركة خالياً من المعاملات الربوية، وفي حال كان النشاط الأساسي للشركة مبني على المعاملات الربوية مثل البنوك التجارية التقليدية وشركات التمويل، فلا يجوز للمسلمين شراء أسهمها وتعتبر خارجة عن قائمة الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة.

المعيار الثاني: إذا كان النشاط الرئيسي للشركة هو التعامل بالقمار والميسر وما أشبه ذلك مثل الكازينوهات، فيحرّم على المستثمرين المسلمين شراء أسهمها، وبالتالي اخراج هذه الأسهم من قائمة الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة.

المعيار الثالث: الشركات التي تكون عملياتها قائمة على الغرر، كشركات التأمين التقليدية فيحرم على المستثمرين المسلمين الاستثمار بها، وبالتالي لا يتم ادراج أسهم هذه الشركات في قائمة الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة.

المعيار الرابع: الشركات التي تتضمن أنشطتها انتاج وتسويق وتوزيع المنتجات بطرق محرمة شرعاً، مثل المشاركة في صنع المشروبات الكحولية وانتاجها وتسويقها، وتوزيع لحوم الخنزير في الأسواق، وتقديم الخدمات اللاأخلاقية، فجميع أسهم هذه الشركات تستثنى من قائمة الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة.

واختلفت التجربة الماليزية مع تجارب الدول الاسلامية الأخرى في تطبيق هذه المعايير، حيث وفي العديد من الدول الإسلامية يحظر التعامل مع أسهم هذه الشركات قطعاً ومنها اللجنة الدائمة للبحوث العلمية والإفتاء بالمملكة العربية السعودية، والهيئة الشرعية لبيت التمويل الإسلامي، والهيئة الشرعية لبنك دبي الإسلامي، وهيئة الرقابة الشرعية للبنك الاسلامي السوداني.

وجاء اختلاف التجربة الماليزية أنَّ اللجنة الاستشارية الشرعية قامت بوضع معايير تنقية كمية للشركات التي تعمل في المجالات الواردة أعلاه، ضمن نسب محددة وإذا لم تتجاوز الشركة هذه النسبة فهي تعتبر متوافقة وأحكام الشريعة الإسلامية وفقاً للجنة الاستشارية الشرعية الماليزية.

حيث عملت على وضع معايير كمية تستند إلى محورين أساسيين هما:

- معايير طبيعة نشاط الشركة Business Activity Benchmark
- معيار النسبة المالية Financial Ratio Benchmark

علماً أنَّ معيار النسب المالية تم استحداثه خلال التعديل الحاصل على المنهجية في العام 2012 وتم أيضاً تعديل النسبة الخاصة بمعيار طبيعة النشاط.

وفي عام 1995 وضعت اللجنة الاستشارية الشرعية المعايير الخاصة بالنشاط مبنية على أربعة مستويات Four-tier benchmark وهي 5%، 10%، 20%، 25% وتم تحديد الأنشطة التي تندرج تحت كل معيار إلى أن تم تعديل هذه المنهجية في العام 2012 واختصارها على مستويين اثنين فقط Two-tier benchmark وهي 5% و20% بحيث أصبحت أكثر تشدداً، كما تم طرح معيار جديد خاص بالنسبة المالية Financial ratio benchmark وتم تحديد نسبته 33%. وتم تحديد الأنشطة التالية تحت معيار 5%، أي أنه اذا لم تتجاوز نسبة النشاط الوارد أدناه حاجز 5% من اجمالي نشاط الشركة فهي ما زالت تعتبر متوافقة وأحكام الشريعة الإسلامية وبالتالي تدخل في قائمة الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، وهذه الأنشطة هي:[61]

- الصيرفة التقليدية.
- خدمات التأمين التقليدي.
- المقامرات.
- أنشطة الكحول والمنتجات ذات العلاقة بالكحول.
- لحم الخنزير والأنشطة المرتبطة بلحم الخنزير.
- المأكولات والمشروبات غير المتوافقة مع أحكام الشريعة.
- أعمال الترفيه غير المتوافقة مع أحكام الشريعة.
- ايرادات الفوائد الناجمة من الأدوات والحسابات الربوية.
- التبغ والأعمال المرتبطة بالتبغ.

أما معيار 20% تندرج تحته الأنشطة التالية:

- الفنادق ومرافق الاستضافة.
- تداول الأسهم.
- أعمال الوساطة والسمسرة للأوراق المالية.

[61] هيئة الأوراق المالية الماليزية، www.sc.com.my

- ريع الايجار الناجم عن أنشطة غير متوافقة مع أحكام الشريعة.
- أية أنشطة أخرى تبدو غير متوافقة مع أحكام الشريعة.

ولأغراض احتساب معيار النسب المالية والبالغ 33% حددت النسب المالية التالية:

1. النقد مقابل اجمالي الأصول Cash Over Total Assets

بحيث يدخل في الاحتساب ذلك النقد المودع أو المستخدم في حسابات أو أدوات مالية تقليدية (ربوية) ويستثنى النقد المستخدم في أنشطة أو حسابات تتوافق مع أحكام الشريعة (مثل ودائع في بنوك اسلامية، أو استثمارات في الصكوك)

2. الدين مقابل اجمالي الأصول Debt Over Total Assets

ويحتسب فقط ذلك الدين المبني على الفائدة في حين يستثنى الدين (التمويل) الناجم عن أدوات مالية اسلامية مثل الصكوك. وتحتسب النسب المالية أعلاه بهدف قياس مدى وجود الربا في ميزانية الشركة، ويجب أن تكون كلتا النسبتين أقل من 33% لكل منها ليتم اعتبار نشاط الشركة متوافق وأحكام الشريعة الإسلامية.

وبناءاً على هذه المعايير تمَّ تطوير مؤشرات مالية اسلامية في ماليزيا للأسهم المدرجة في البورصة الماليزية والتي تتوافق وأحكام الشريعة الماليزية ومن هذه المؤشرات:

- مؤشر كوالالمبور الشرعي Kuala lumpur Shariah Index – KLSI
- المؤشر الإسلامي الماليزي لرشيد حسين– داو جونز Dow Jones–Rashid Hussain Berhad Islamic Malaysia Index

وتبرز أهمية منهجية التنقية والفلترة لأسهم الشركات المدرجة في البورصة الماليزية، كونها تجربة فريدة وأصبحت تعتمد في العديد من دول العالم المعنية في تطوير سوق التمويل الإسلامي، وأصبحت تُعرف بالنموذج الماليزي في فلترة وتنقية الأرباح أو اختيار أسهم الشركات، مع ضرورة الإشارة إلى أنّ هناك العديد من الجدل المثار حول هذه المعايير وعدم توافقها مع أحكام الشريعة الإسلامية، وعدم اعتمادها من قبل العديد من الهيئات الرقابية الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية في بعض الدول مثل المملكة العربية السعودية والإمارات والسودان والكويت.

وفي غالب الأحيان تعتبر التجربة الماليزية في تطوير سوق التمويل الإسلامي الأكثر تحرراً من حيث الضوابط الشرعية، حيث هناك العديد من قرارات اللجنة الاستشارية الشرعية الماليزية تتعارض والقرارات الصادرة عن مجمع الفقه الإسلامي الدولي بخصوص بعض العقود والأدوات الإسلامية، حيث أجازت اللجنة الاستشارية الشرعية الماليزية استخدامها، في حين

صدرت قرارات مجمع الفقه الإسلامي الدولي بعدم جوازها شرعاً لتعارضها مع أحكام الشريعة الإسلامية، وهذه الأمور أحد الأمثلة على التحديات التي تواجه التمويل الإسلامي وهي عدم توافق الآراء والفتاوى الفقهية والشرعية. ومثال على ذلك اجازه بيع العينة في بنية صكوك البيع بالثمن الآجل والمرابحة في ماليزيا في حين صدر قرار مجمع الفقه الإسلامي في دورته الخامسة المنعقدة في مكة العام 1998 بعدم جوازيه هذا البيع وهو ما يسمى بيع التوريق، ومثال آخر بيع الدين السلعي والنقدي وغيرها من الأمثلة الأخرى.[62]

[62] "سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق"، دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، رسالة ماجستير، نبيل سمور، الجامعة الإسلامية، غزة، 2007.

6- الصكوك الإسلامية والواقع الفلسطيني

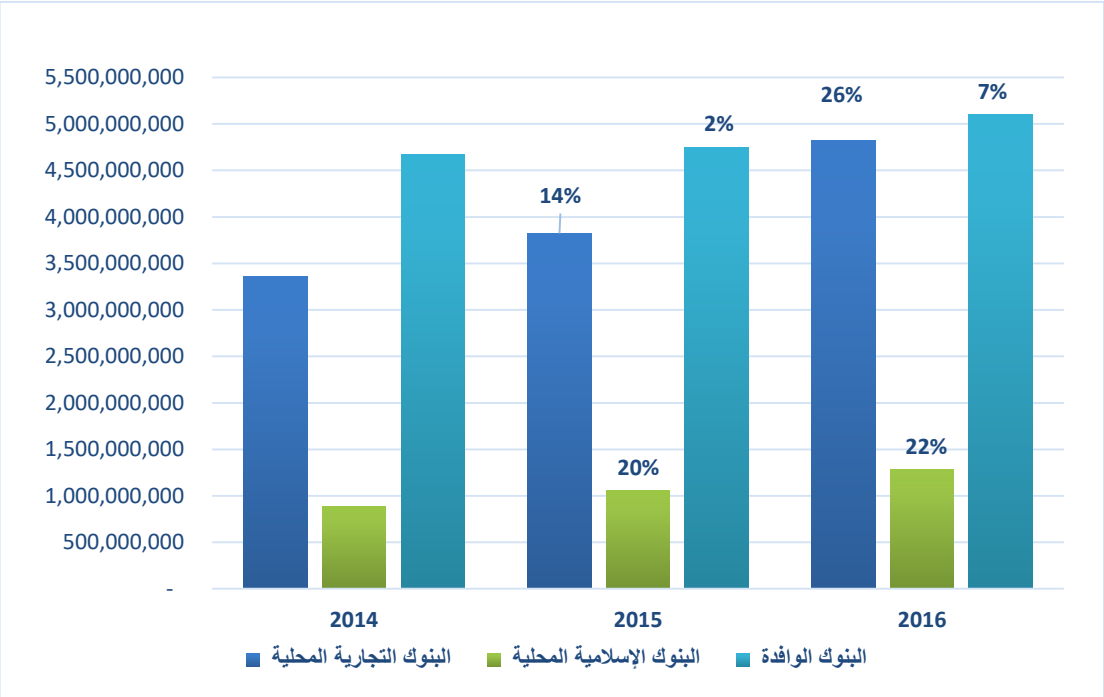
شهدت صناعة التمويل الإسلامي في فلسطين نمواً مضطرداً خلال العقد الأخير، حيث وحتى منتصف العام 2017 يعمل في القطاع المالي الفلسطيني ثلاثة مصارف إسلامية وشركة تأجير تمويلي تقدم خدمات تأجير تمويلي تتوافق وأحكام الشريعة (إيجاره) إضافة إلى شركتي تأمين تكافلي.[63] وحققت صناعة التمويل الإسلامي نمواً ملحوظاً في مؤشرات الأعمال خلال السنوات الأخيرة، فمن حيث الحصة السوقية تشكل المصارف الإسلامية ما نسبته 12.1% من إجمالي الودائع في القطاع المصرفي الفلسطيني وما نسبته 14.3% من حجم محفظة التسهيلات الائتمانية و15.2% من إجمالي حقوق الملكية للقطاع المصرفي في فلسطين وذلك في نهاية العام 2016.[64] في حين حققت البنوك الإسلامية معدلات نمو متزايدة خلال الأعوام الثلاث السابقة، وكانت أعلى من معدلات نمو القطاع المصرفي فمن حيث الودائع حققت البنوك الإسلامية نسب نمو بلغت 20% و22% خلال الأعوام 2015 و2016 على التوالي، في حين بلغت متوسط نسب نمو الودائع لدى القطاع المصرفي الفلسطيني 8% و16% على التوالي. أما من حيث صافي التسهيلات الائتمانية المباشرة فقد حققت محفظة التسهيلات لدى البنوك الإسلامية نمو بلغت نسبته 26% و27% خلال الأعوام 2015 و 2016 على التوالي، متفوقة على متوسط نسب نمو القطاع المصرفي والتي بلغت 19% و 25% ولذات الأعوام.[65]

[63] تم منح ترخيص جديد لشركة تأمين تكافلي في السوق فلسطين وهي شركة تمكين، إلا أنه ولغاية تاريخ اعداد هذه الدراسة لم تباشر الشركة بعد أعمالها التجارية، هذا بالإضافة إلى شركة التكافل للتأمين العاملة في قطاع التأمين الفلسطيني.

[64] "دراسات مصرفية"، 2016، ص22، جمعية البنوك الفلسطينية.

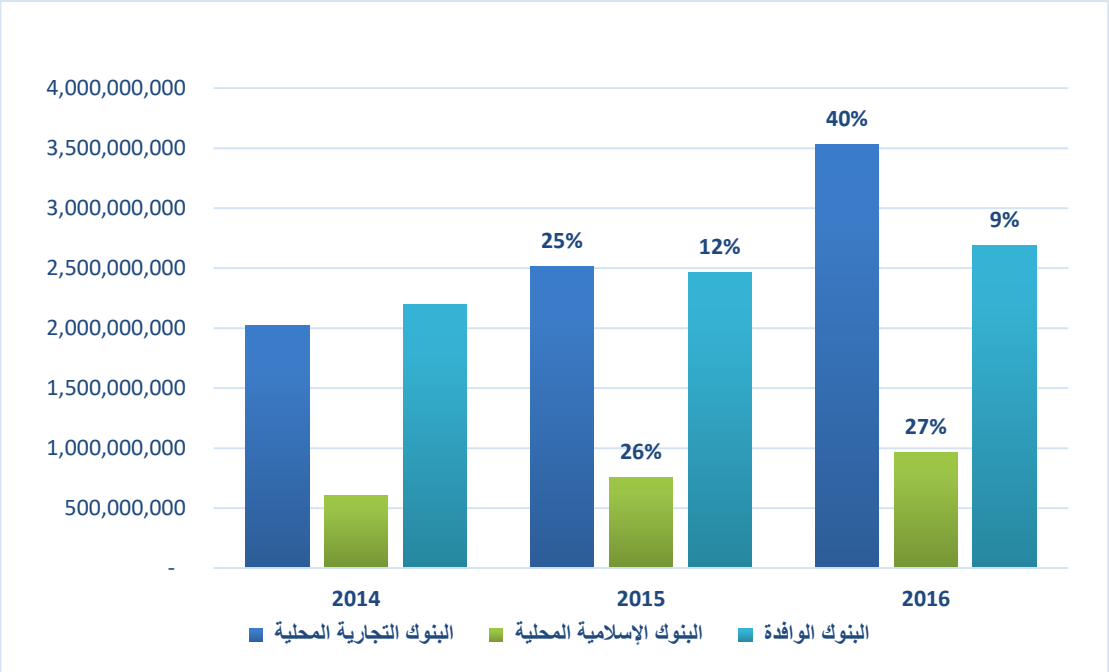
[65] "أرقام مصرفية، الأداء المقارن للبنوك، 2015، 2016"، جمعية البنوك الفلسطينية.

شكل 6-1 اجمالي قيمة الودائع ونموها في القطاع المصرفي الفلسطيني



المصدر: "دراسات مصرفية" 2016، جمعية البنوك الفلسطينية

شكل 6-2 اجمالي صافي التسهيلات ونموها في القطاع المصرفي الفلسطيني

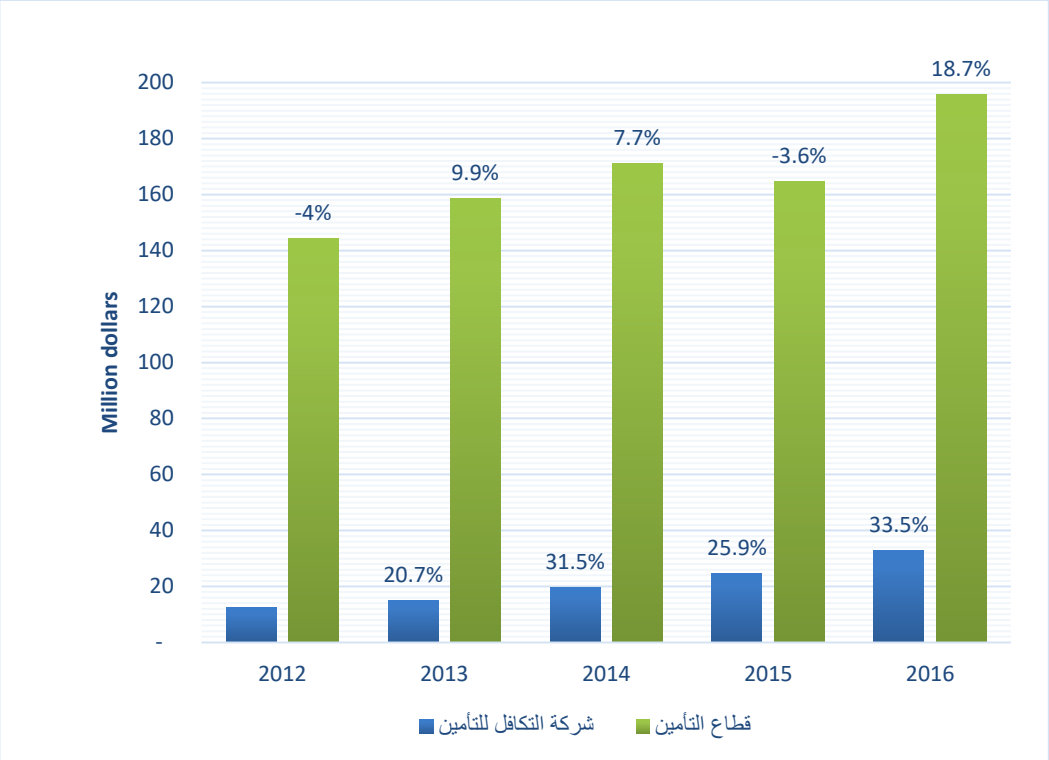


المصدر: "دراسات مصرفية" 2016، جمعية البنوك الفلسطينية

وبمقارنة أداء البنوك الإسلامية ما بين الأعوام 2012 و 2016، يلاحظ أنّ صافي أرباح البنوك الإسلامية ارتفع بمعدل 157% عما كان عليه في العام 2012.[66]

وفيما يخص التأمين التكافلي، فقد حققت شركة التكافل للتأمين نمواً في إجمالي المحفظة التأمينية بلغت نسبته 9.25% و33.5% خلال الأعوام 2015 و2016 على التوالي.

شكل 6-3 قيمة المحفظة التأمينية ونسبة نموها خلال الأعوام 2012-2016



المصدر: البيانات الإدارية لقطاع التأمين، الإدارة العامة للتأمين، هيئة سوق رأس المال الفلسطينية.

في حين كان متوسط نمو محفظة التأمين الفلسطيني -3.6% و18.7% خلال الأعوام 2015 و2016 على التوالي،[67] وبلغ معدل النمو السنوي لشركة التكافل خلال الفترة 2012-2016 27.9% مقارنة مع 7.9% كمعدل نمو سنوي لقطاع التأمين الفلسطيني وذلك من حيث المحفظة التأمينية. وبلغت نسبة مساهمة شركة الاجارة الفلسطينية 10% من اجمالي قيمة عقود التأجير التمويلي و5.5 % من اجمالي عدد العقود المسجلة وذلك في نهاية العام 2016.[68]

وتشير المؤشرات الواردة أعلاه إلى أهمية صناعة التمويل الإسلامي في القطاع المالي الفلسطيني، والنمو المتزايد والملحوظ على كافة المؤشرات لهذه الصناعة خلال السنوات الماضية، والتي متوقع لها أن تحافظ على ذات الوتيرة من النمو خلال

[66] "دراسات مصرفية"، ص21، 2016، جمعية البنوك الفلسطينية.
[67] البيانات الإدارية لقطاع التأمين، هيئة سوق رأس المال الفلسطينية.
[68] هيئة سوق رأس المال، التقرير السنوي، 2016.

المدى المتوسط. الأمر الذي يبرز أهمية التمويل الإسلامي في الاقتصاد الفلسطيني، ويُوجب على صناع القرار من الحكومة والجهات الرقابية المسؤولة على الرقابة والاشراف على القطاع المالي الفلسطيني تحديداً هيئة سوق رأس المال وسلطة النقد الفلسطينية وبالتعاون مع الجهات ذات العلاقة على تطوير وتعزيز البيئة الممكنة لصناعة التمويل الإسلامي في فلسطين لما يشكله من أهمية ورافعة للنمو الاقتصادي.

وفي هذا السياق، عملت هيئة سوق رأس المال وسلطة النقد الفلسطينية في العام 2012 على تنفيذ تقييم دقيق لواقع القطاع المالي الفلسطيني ومن ضمنها التمويل الإسلامي، وذلك ضمن مشروع ممول من قبل الوكالة الأمريكية للتنمية الدولية USAID، حيث شملت عملية التقييم تحليل دقيق لجانبي العرض والطلب لصناعة التمويل الإسلامي في فلسطين، والخروج بنتائج وتوصيات محددة على مستوى جانبي العرض والطلب والبيئة الممكنة وتحديداً الأطر القانونية والتنظيمية اللازمة.[69] وخلصت نتائج التقييم إلى أنَّ الطلب المقدر على منتجات التمويل الإسلامي بلغ ما نسبته 25% من اجمالي الطلب المتوقع على منتجات وخدمات القطاع المالي، في حين لم تتجاوز نسبة خدمة هذا الطلب حاجز 8%، مما يفيد بوجود فجوة طلب تقدر بنسبة 17% وذلك في العام 2012، وهناك العديد من المؤشرات على استمرار نمو الطلب على خدمات ومنتجات التمويل الإسلامي في القطاع المالي الفلسطيني خلال السنوات الأخيرة واستمرار وجود الفجوة في جانب الطلب، ومن أهم هذه المؤشرات هو معدلات النمو المميزة التي تحققها المؤسسات المالية التي تقدم خدمات مالية متوافقة مع أحكام الشريعة وفقاً لما تم الإشارة اليه من معدلات النمو المرتفعة في بداية هذا الفصل من الدراسة، ومن المؤشرات على وجود الطلب الكامن على خدمات التمويل الإسلامي هو ما خلصت اليه نتائج دراسة الشمول المالي في فلسطين، المنفذة في العام 2016، والتي أشارت إلا أنَّ ما نسبته 31% من المجتمع الفلسطيني تحجم عن استخدام المنتجات والخدمات التي يقدمها القطاع المالي التقليدي لأسباب المعتقدات الدينية، وعدم توافق هذه المنتجات والخدمات وأحكام الشريعة الإسلامية.[70] ومن أهم التوصيات التي خرجت بها نتائج التقييم المنفذة في العام 2012 لصناعة التمويل الإسلامي في فلسطين هو ضرورة تفعيل وإيجاد البيئة الممكنة للصكوك الإسلامية، لما تشكله من واقع للنهوض بقطاع التمويل الإسلامي، إضافة إلى ضرورة تطوير البيئة القانونية والتنظيمية الممكنة لقطاع التمويل الإسلامي.

[69] "Islamic Finance in Palestine, Analysis and Recommendation", 2012, ken Dorph, ESAF Project, USAID.

[70] "الشمول المالي في فلسطين"، 2016، دراسة أعدت من قبل معهد أبحاث السياسات الاقتصادية ماس لصالح هيئة سوق رأس المال وسلطة النقد الفلسطينية.

وسيتناول هذا الفصل بشكل معمق الدور الهام الذي ممكن أن تلعبه الصكوك الإسلامية في التنمية الاقتصادية في فلسطين، إضافة إلى المتطلبات اللازمة لعملها، والتحديات التي تواجه سوق الصكوك في فلسطين، والتوصيات المقترحة لمعالجة هذه التحديات.

6-1 الدور المتوقع للصكوك الإسلامية في التنمية الاقتصادية في فلسطين

تشير الأدبيات الخاصة بصناعة الصكوك إلى الدور المركزي والمحوري للصكوك الإسلامية في عملية التنمية الاقتصادية (عمري 2017، بني عامر 2008، الجورية 2009، IFSB 2017)، هذا بالإضافة إلى تجارب العديد من الدول التي استخدمت فيها الصكوك الإسلامية وأحدثت أثراً ملحوظاً في النمو الاقتصادي الذي شهدته هذه الدول، ولعل أبرز هذه التجارب ماليزيا (العرابي وحمو 2017، نزار ورحماني 2016، CIMP 2015)، والامارات العربية المتحدة، ومملكة البحرين، ومؤخراً الأردن (IFSB ,2017).

وفي الواقع الفلسطيني، يتوقع أن يكون هناك دوراً هاماً يمكن أن تلعبه الصكوك الإسلامية في عمليات التنمية الاقتصادية تحديداً تلك المشروعات الكبرى مثل مشاريع البنية التحتية والمشاريع الاقتصادية طويلة الأمد التي تحتاج إلى مبالغ كبيرة لأغراض التمويل، تحديداً في ظل المعطيات الحالية والاحتياجات التنموية التي تحتاجها المحافظات الجنوبية مع استمرار جهود معالجة آثار الانقسام الداخلي، والبدء بجهود التنمية الشاملة وعلى كافة الأصعدة، وسنتناول الدور المتوقع للصكوك الإسلامية في عملية التنمية من محورين اثنين هما الصكوك السيادية والصكوك التجارية.

6-1-1 الصكوك السيادية Sovereign Sukuk

تشكل الصكوك السيادية الجزء الأكبر من اجمالي الصكوك القائمة والمصدرة في سوق الصكوك العالمي، ويقصد بالصكوك السيادية Sovereign Sukuk هي الصكوك الصادرة عن الحكومات أو المؤسسات شبه الحكومية مثل الهيئات المحلية وغيرها من المؤسسات المرتبطة بالحكومة، وفي نهاية العام 2016 شكلت إصدارات الصكوك السيادية ما نسبته 79.4% من اجمالي إصدارات الصكوك العالمية، في حين بلغت هذه النسبة 67.8% من اجمالي إصدارات الصكوك العالمية في نهاية العام 2015.[71]

وفي ظل الواقع الفلسطيني يمكن أن تلعب الصكوك الإسلامية دوراً مهماً في تحقيق الأهداف التنموية للحكومة الفلسطينية تحديداً في مشاريع تطوير الطاقة والطاقة البديلة، ومصادر المياه، وإعادة الإعمار، وانشاء المرافق العامة الكبيرة كالمطارات

[71] Islamic Financial Service Industry, stability report, IFSB, May 2017.

والموانئ، وحتى في مجال التنمية الزراعية وزيادة مساهمة القطاع الزراعي في الناتج المحلي الإجمالي. حيث يمكن أن توفر الصكوك الإسلامية العديد من المزايا للجهة الحكومية المصدرة لها مثل الهيئات المحلية وغيرها من الهيئات، حيث تعتبر الصكوك من أفضل الصيغ لتمويل المشاريع الكبرى التي لا تستطيع جهة بمفردها إنجازها تحديداً مشاريع البنى التحتية، اضافة إلى حفظ الأصول والموارد بيد الدولة، والحد من الخصخصة، وتساهم الصكوك الإسلامية في عدم الاقتصار على الموارد العامة من خلال دعم المشاركات بين الدولة والمواطنين في الإعمار والتنمية، وعدم اثقال كاهل الدولة بالمديونية العامة من خلال الاقتراض المباشر من خلال المصارف أو اصدار السندات الحكومية، كما توفر الصكوك بديلاً ملائماً لتمويل عجز الموازنة العامة. ومن الضروري الإشارة إلى أن صيغ التمويل الحكومي من خلال إصدارات الصكوك تتطلب هيكليات مختلفة وفقاً للمشروع المنوي تمويله أو تمويل إنشاؤه، وتتطلب العديد من المشاريع صيغ مركبة من العقود الإسلامية التي تصدر على أساسها الصكوك، ومن المعروف وفي ظل الظروف التي تعيشها الحكومة الفلسطينية والهيئات الحكومية، فإنه قد يكون من الصعب إصدار الصكوك السيادية بشكل مباشر. وذلك لعدم توفر الضمانات الكافية لكي تشجع المستثمرين على الاكتتاب في هذه الصكوك، وبالتالي يمكن استخدام بدائل وصيغ مختلفة لآليات التمويل عبر الصكوك، من خلال إشراك القطاع الخاص في عمليات التنمية المستدامة ومشاريع البنية التحتية. وسيتم التطرق إلى بعض الأمثلة المقترحة في ظل الواقع الذي تعيشه الحكومة الفلسطينية في تلبية متطلبات التنمية الاجتماعية والاقتصادية وتحديداً فيما يتعلق بمشاريع البنية التحتية، حيث يمكن أن توفر الصكوك الإسلامية صيغاً متعددة لتمويل مشاريع البنية التحتية ومنها:

- **صيغة البناء-التشغيل-التحويل الإسلامية Build Operate Transfer Sukuk B.O.T**

وهي من الصيغ المقترحة في تمويل المشاريع التنموية، ويمكن استخدامها من قبل الحكومة الفلسطينية في استخراج الغاز قبالة سواحل قطاع غزة أو مشاريع تحلية المياه وحفر الآبار الارتوازية، حيث عادة ما تُستخدم هذه الصيغ في مشاريع النفط والطاقة بحيث تعهد الحكومة إلى احدى الجهات بإنشاء حقول استخراج الغاز والطاقة بحيث تتحمل الجهة كافة تكاليف الإنشاء، وتعمل على ادارته وتشغيله وتقديم خدماته للمنتفعين بها لمدة معينة، وذلك على حساب الشركة المنفذة ونفقاتها، ثم تنقل أصول هذا المرفق أو المشروع إلى الدولة أو الجهة الحكومية المنشئة في نهاية مدة الامتياز، وقد ينقل للقطاع الخاص إدارة وتشغيل هذا المرفق فقط دون ملكيته. وتكون الجهة الحكومية هي المنشئ Originator ويقوم المستثمر ومن خلال شركة ذات غرض خاص (SPV) تمثل المضارب في عقد المضاربة بالحصول على ترخيص من الدولة أو الجهة الحكومية لإنشاء هذا المشروع وادارته، وبعد ذلك تعمل SPV على اصدار صكوك المضاربة، واستخدام حصيلة الصكوك في انشاء

المشروع وادارته أو إحالة ادارته وتشغيله لجهة أخرى باستخدام صيغة صكوك الاجارة تحديداً صكوك ملكية منافع الأعيان الموجودة،[72] في حال تم اصدار صكوك الاجارة بعد الانتهاء من الإنشاء أو اصدار صكوك الاجارة تحديداً صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة بالذمة وذلك في حال اصدار صكوك الاجارة قبل الانتهاء من انشاء المرفق المعني بالمشروع.

- **صيغة صكوك البناء – التمليك – التشغيل – ونقل الملكية Build–Own–Operate–Transfer Sukuk (B.O.O.T)**

وتعني البناء أو الإنشاء، وملكية الملتزم للمشروع أثناء مدة العقد وحقه في تشغيله لحسابه طوال هذه المدة، ثم نقل ملكيته إلى الدولة أو الجهة الحكومية المتعاقدة في نهاية المدة. وفكرة صكوك (B.O.O.T) تقوم على أن يتم تمويل أحد المشاريع العامة من خلال اصدار صكوك إسلامية لتمويل جميع مراحل المشروع، ويمكن استخدام هذه الصيغة في قيام الحكومة الفلسطينية ببناء ميناء بحري في قطاع غزة وميناء جوي (مطار) بحيث تكون الجهة الحكومية هي المنشئ Originator وتقوم بإسناد مهمة بناء المشروع وادارته (الميناء) إلى المصدر وتبقى الدولة أو الجهة الحكومية هي المالك النهائي للمشروع. ويكون المصدر (SPV) يعود لمجموعة من المستثمرين، هو المضارب وهي الجهة التي يعهد اليها بإصدار صكوك المضاربة تمثل عائداتها رأس مال المشروع (بناء الميناء)، وحملة الصكوك يمثلون أصحاب رأس مال المضاربة، ويستحقون بذلك الأرباح الناشئة عن تشغيل هذا الميناء وذلك خلال الفترة المحددة لانتهاء العقد. وعادة ما يتضمن هذا النوع من الصيغ هيكلاً مركباً من إصدارات الصكوك وفقاً لمجموعة من التعاقدات، كأن يعهد المصدر (SPV) إلى جهة أخرى لبناء المشروع من خلال الدخول في عقد استصناع، وإصدار صكوك استصناع مع مقاولين أو شركات عالمية لإنشاء المشروع، ثم تعمل شركة spv بعد استلام المشروع من المقاول بالتعاقد مع شركة ما لإدارة هذا المرفق على أساس عقد الاجارة تحديداً عقد منافع الأعيان الموجودة أو منافع الأعيان الموصوفة بالذمة أو عقود ملكية الخدمات من طرف معين.

- **صيغ صكوك البناء–الاستئجار–التشغيل–التحويل Build–Rent–Operate–Transfer Sukuk (B.R.O.T)**

وهي صفة تجمع بين خصائص عقد ايجار المرفق ونظام البناء والشغيل والتحويل، ويمكن استخدام هذه الصيغ من قبل الحكومة أو الجهة الحكومية في بناء المرافق العامة مثل المستشفيات العامة، حيث يقوم المستثمر ببناء المشروع لحساب الجهة الحكومية ثم يعمل على استئجار المرفق (المشروع) بعد ذلك من قبل الجهة الحكومية المتعاقدة معه، ويقوم المستثمر

[72] لمزيد من التفاصيل حول أنواع الصكوك يمكن الرجوع للفصل الثاني.

باستغلال المشروع لفترة معينة وفقاً لمدة العقد. ويحصل خلال مدة الايجار على مقابل تقديم الخدمة للجمهور أو للجهة المتعاقدة في نهاية مدة الاتفاق، وتبقى ملكية المشروع للحكومة أو الجهة الحكومية، كما تبقى عملية الاشراف على المرفق للجهة الحكومية وفي حال المستشفى تكون وزارة الصحة وإن كان ادارته وتشغيله تتم من قبل مستثمر من القطاع الخاص طيلة مدة العقد، ويتحمل المستثمر كافة نفقات وعبء تشغيل وصيانة المرفق خلال هذه المدة على أن ينقل هذا المشروع عند نهاية مدة العقد للحكومة أو الجهة الحكومية المنشأة.

ومما سبق بعض الأمثلة على إمكانية الاستفادة من المزايا التي توفرها الصكوك الإسلامية للحكومة في تمويل مشاريع البنية التحتية، والتي غالباً ما يتم تكييف الصيغ الواردة أعلاه على أساس عقد الاستصناع، وبالتالي استخدام صكوك الاستصناع وصكوك الاجارة في صيغها المختلفة عند إدارة المشروع والاستفادة من منافعه.

كما قد تشكل العقود الزراعية والصكوك الصادرة على أساسها مثل صكوك المزارعة والمغارسة والمساقاة مصدراً تمويلياً هاماً في مساهمة القطاع الزراعي في الناتج المحلي الفلسطيني، تحديداً في حال وجود اتفاق سياسي، واستلام دولة فلسطين السيطرة الكاملة على المناطق المصنفة ج أو جزء منها، بحيث تسهم هذه الصكوك في استصلاح المزيد من الأراضي الزراعية الحكومية دون بيعها أو خصخصتها. وتجدر الإشارة إلى أنه بإمكان الحكومة أن تعمل على التمويل المباشر من خلال اصدار الصكوك من قبلها، واستخدام تحصيلات الاكتتاب في بناء مشاريع التنمية ومشاريع البنية التحتية، إلا أنه هناك مخاطر أن تكون هذه المشاريع عُرضة للترهل الإداري وعدم الكفاءة والفعالية والتي غالباً ما يتصف بها القطاع الحكومي، وبالتالي تحقق الحكومة مجموعة من المزايا حال استخدام التمويل من خلال اصدار الصكوك بالشراكة مع القطاع الخاص وجمهور المستثمرين ومن هذه المزايا: –

- توفير التمويلات اللازمة لمشاريع البنية التحتية، حيث هناك العديد من مشاريع البنية التحتية التي تحتاجها فلسطين تحديداً في المحافظات الجنوبية، ومن الصعب جداً توفير التمويل الحكومي لتنفيذها حيث أن هذه المشاريع تحتاج إلى رؤوس أموال ضخمة مثل مشاريع الطاقة والمرافق العامة الرئيسية، فإنه لا بد من مشاركة القطاع الخاص في تمويل هذه الاحتياجات.
- معالجة قصور التمويل الحكومي، حيث تساهم الصيغ المشار إليها سابقاً في نقل عبء تمويل ومخاطر التشغيل التجاري لمشاريع البنية التحتية إلى عاتق القطاع الخاص، دون فقدان موارد وممتلكات الدولة والمواطنين، حيث في جميع هذه الصيغ تبقى الملكية لهذه المشاريع للدولة وتعود لها بعد نهاية مدة العقد. حيث وفي ظل الواقع الفلسطيني

فإن موارد الحكومة الفلسطينية محدودة للغاية وبالكاد تستطيع تغطية النفقات التشغيلية من الرواتب وغيرها اضافة إلى اضمحلال أموال المانحين، وبالتالي يصعب على الحكومة توفير التمويل الحكومي اللازم لتمويل مشاريع التنمية ومشاريع البنى التحتية، ومن ثم فإن مشاركة القطاع الخاص من خلال صيغ الصكوك الإسلامية المختلفة تسمح للحكومة الفلسطينية المضي قدماً في مشاريعها التنموية وبناء المرافق الحيوية من موانئ ومطارات وشبكات طرق ومشاريع الطاقة دون تحميل الموازنة العامة أعباء مالية مباشرة، بل إعادة توجيه الموارد الحكومية المتاحة الى القطاعات الاجتماعية التي ليس لها مردود اقتصادي.

- توفير العملة الأجنبية، حيث وفي صدور عملة وطنية فلسطينية في المستقبل، يمكن لهذه المشاريع أن توفر العملة الأجنبية في حال السماح للمساهمين الأجانب بالاكتتاب بهذه الصكوك.
- تحقيق تنمية اقتصادية حقيقية ومستدامة، حيث تسهم هذه الأساليب التمويلية في انشاء مشاريع تنموية تعمل على إضافة أصول رأسمالية مثل الموانئ والمطارات وشبكات الطرق ومشاريع الطاقة، مما يسهم في معالجة مشاكل البطالة والنهوض بتنمية اقتصادية مستدامة.
- الاستفادة من مزايا التكنولوجيا الحديثة، حيث تمثل مشاركة القطاع الخاص والشركات العالمية في انشاء هذه المشاريع وتشغيلها في نقل التكنولوجيا إلى فلسطين.
- تحقيق العديد من المزايا الاجتماعية، حيث أنّ تمويل المشاريع الحكومية عن طريق الاكتتاب بالصكوك يتيح الفرصة لأكبر عدد من المواطنين المشاركة في تمويل هذه المشاريع، مما يعزز الانتماء الوطني والمسؤولية الوطنية لدى المواطنين كونهم مساهمون ومستثمرون في هذه المشاريع من خلال اكتتابهم بالصكوك إضافة إلى تحقيقهم عوائد على استثماراتهم كون هذه الصكوك تدر عليهم العوائد والأرباح، إضافة إلى مجموعة أخرى من المزايا مثل رفع كفاءة تشغيل ومستوى الخدمات الفنية والمقدمة للجمهور كونها تدار من قبل القطاع الخاص لما له من قدرة فنية ومالية أكبر في ادارة هذه المشاريع، ولعل من المزايا أيضاً هو قيام الحكومة بنقل المخاطر التجارية إلى القطاع الخاص من خلال حملة الصكوك الممولين لهذه المشاريع، وذلك دون التفريط بممتلكات الدولة من خلال الخصخصة التقليدية المباشرة كون الدولة بموجب التمويل من خلال الصكوك تبقي ملكيتها لهذه المشاريع الحيوية كما تبقي لها سلطة الاشراف والرقابة على هذه المرافق دون التدخل المباشر في عملية التشغيل أثناء مدة الامتياز الممنوحة لحملة الصكوك.

مع ضرورة التأكيد على أنه يبقى العائق الأساسي أمام المضي قدماً في هذه المشاريع، الاحتلال الإسرائيلي الجاثم على أرض فلسطين وما يفرضه من موانع على استغلال دولة فلسطين لمواردها الطبيعية.

وتجدر الإشارة إلى أن العديد من الدول التي انتهجت هذا الأسلوب في تمويل المشاريع الكبرى، حققت مستويات ملموسة من التقدم والنمو الاقتصادي المستدام ومن هذه الدول ماليزيا، اندونيسيا حيث تعتبر هذه الدول نموذجاً عالمياً، ومؤخراً اتجهت العديد من الدول العربية إلى هذا النهج مثل المملكة العربية السعودية في رؤيتها لعام 2030 والامارات العربية المتحدة وقطر ومؤخراً الأردن. وتجدر الاشارة إلى أنّ صيغ التمويل السابقة هي ليست صكوك سيادية بالمعنى الدقيق، وانما استخدام الصكوك التجارية في تمويل مشاريع حكومية، وبمعنى آخر تنفيذ المشاريع الحكومية العملاقة من خلال القطاع الخاص باستخدام الصكوك كأداة للتمويل وتحديداً الصكوك التجارية. إلا أنه بإمكان الحكومة أو المؤسسات الحكومية مثل الهيئات المحلية والبلديات من اصدار صكوك حكومية لأغراض توفير التمويل اللازم، الأمر الذي قد يبدو غير فعال في ظل الواقع الفلسطيني نتيجة الظروف المالية والمادية التي تمر بها دولة فلسطين، ويمكن اصدار الصكوك السيادية لإدارة النقدية وتمويل العجز في الميزانية كبديل للاقتراض الربوي أو الديون على القطاع الخاص والموردين شريطة مراعاة الضوابط الشرعية وفقاً لصيغة العقد، حيث يمكن لوزارة المالية الفلسطينية اصدار الصكوك الحكومية مع الأخذ بعين الاعتبار الصعوبات والتحديات التي تواجه هذا الخيار نتيجة للظروف المالية للحكومة الفلسطينية. وتعمل غالبية الدول على اصدار الصكوك من خلال الصناديق السيادية التابعة لها، وفي الواقع الفلسطيني يمكن لصندوق الاستثمار الفلسطيني أن يلعب دوراً مركزياً في هذا المجال كونه يعتبر الصندوق الاستثماري السيادي لدولة فلسطين. وتستطيع الحكومة تمويل مشاريعها من خلال الاصدار المباشر للصكوك الحكومية مثل صكوك المضاربة وصكوك الاجارة بأنواعها المختلفة وصكوك المشاركة، وغيرها من الصيغ المختلفة للصكوك الإسلامية.

6-1-2 الصكوك التجارية Corporate Sukuk

تعتبر الصكوك التجارية مطلباً رئيسياً لتنشيط صناعة التمويل الإسلامي في فلسطين، حيث وفي ظل غياب الصكوك الاستثمارية التجارية أو الحكومية تواجه المؤسسات المالية الإسلامية في فلسطين تحديات كبيرة، حيث تواجه المصارف الإسلامية في فلسطين صعوبات فائض السيولة لديها وعدم الدخول في عقود استثمارية لاستثمار هذه الفوائض في تحقيق العوائد، أو من حيث تنوع التعاقدات الاستثمارية للمصارف الإسلامية فنلاحظ أنَّ الغالبية العظمى من توظيفات الودائع في

البنوك الإسلامية تتخذ صيغة عقود المرابحة والتي بطبيعتها تكون عبارة عن استثمارات تقتصر على تمويل احتياجات المواطنين من شراء السيارات أو العقارات، وبشكل عام فإنها لا تسهم بشكل مباشر في التنمية الاقتصادية المستدامة.

وتعاني شركة التأمين التكافلي تحديات كبيرة في توظيف الاستثمارات، وذلك بشكل أساسي لقلة الخيارات الاستثمارية المتاحة والمتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، إضافة إلى طبيعة الالتزامات التأمينية التي تواجهها من حيث تمركز المحفظة التأمينية في التأمينات التي تنشئ التزامات قصيرة الأمد لا تتعدى العام الواحد في أغلب الأحيان، علماً أنّ هذه الظاهرة تعاني منها كافة شركات التأمين العاملة في السوق الفلسطيني، والتي تعاني من ظاهرة عدم موائمة الاستثمارات مع الالتزامات التأمينية من حيث الآجال والسيولة، إلا أنّ شركة التكافل تواجه تحدياً اضافياً يتمثل في عدم تنوع الخيارات الاستثمارية التي تتوافق مع أحكام الشريعة مقارنة مع شركات التأمين التقليدي.

وفي قطاع التأجير التمويلي تواجه شركة الاجارة تحدياً من نوع آخر وهو احتياجاتها المتزايدة من التمويل لأغراض تمويل عقود الاجارة المطلوبة، حيث لا تستطيع الشركة الاستمرار في تمويل العقود من خلال رأس المال والذي استنفذ بشكل كبير، كما أنها لا تستطيع التمويل من خلال الاقتراض الربوي كونها شركة تعمل وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية، وبالتالي فإن جميع هذه المؤسسات سواء المصارف الاسلامية أو التأمين التكافلي أو شركة الاجارة تحتاج إلى أدوات تمويلية اسلامية لاستمرار نشاطها والتوسع في أعمالها، ولعل من أهم هذه الأدوات الصكوك الإسلامية، حيث توفر الصكوك الاسلامية العلاج اللازم للعديد من التحديات التي تواجهها مؤسسات التمويل الإسلامي، سواء من حيث اصدار الصكوك بحيث تكون هذه المؤسسات هي المُنشأة و/أو المصدرة للصكوك أو من حيث الاستثمار والتداول في هذه الصكوك، مما يشكل فرصاً استثمارية مجدية لهذه المؤسسات.

ومن ضمن المزايا التي قد توفرها الصكوك الاسلامية للمؤسسات المالية تحديداً للمصارف الإسلامية التالي: –

- إدارة السيولة، حيث تعتبر ادارة السيولة من أبرز التحديات التي تواجهها المصارف الإسلامية، سواءاً فائض السيولة أو نقصها، ففي حالة فائض السيولة تواجه المصارف الاسلامية تحدي المفاضلة بين السيولة والربحية وكون الأدوات المتاحة لها أقل من تلك الأدوات المتاحة للمصارف التقليدية من حيث الدخول في عمليات السوق النقدية والدخول في القروض البينية ولعدد محدود من الأيام أو حتى لليلة واحدة، وبينما لا يستطيع المصرف التحكم في أمواله من حيث الودائع، فإنه يمكن السيطرة على استخدامات هذه الأموال، من هنا تأتي الصكوك الإسلامية كأحد الأدوات المالية الإسلامية كعلاج فعال للمصارف الإسلامية في ادارة فائض السيولة من خلال الاستثمار في أدوات مالية اسلامية

وبالتالي توظيف الفوائض النقدية، وتبقى امكانية تسييلها قائمة وبالتالي فإن الصكوك الاسلامية تقدم البديل المناسب لهذه المصارف، وذلك شريطة وجود سوق ثانوية للأوراق المالية الاسلامية وتحديداً الصكوك التي تسهم في تحويل هذه الاستثمارات الى نقد وتسييلها بتكلفة معقولة وبسرعة كبيرة. أما مشكلة نقص السيولة فتواجهها المصارف الاسلامية بسبب اختلاف طبيعة عملها عن المصارف التقليدية وذلك كون المصرف الإسلامي لا يستطيع في اطار المشاركة في الربح والخسارة أن يسترد تمويله ما لم يصل المشروع إلى مرحلة الانتاج وتوليد الأرباح، كون الاستثمار يكون على شكل أصول عينية يصعب تسييلها بسرعة، وبالتالي في حال وجود الصكوك الاسلامية يلجأ المصرف إلى تصكيك هذه الاستثمارات، وبالتالي يمكن بيع هذه الصكوك في السوق الثانوية والحصول على السيولة اللازمة، كما تتعرض المصارف الاسلامية لأزمة السيولة، كون غالبية صيغ التمويل المستخدمة هي المرابحة (صيغ التمويل القائمة على أساس الدين) وهذه الأصول لا يمكن تداولها لأنها ستكون من قبيل بيع الدين المحرم شرعاً، وبالتالي تلجأ المصارف الإسلامية إلى تنويع استثماراتها من خلال تفعيل صيغ المشاركة والمضاربة والاجارة، والتي يمكن تصكيكها لاحقاً.

- استخدام الصكوك كأداة مهمة في ادارة المخاطر التي تواجهها المؤسسات المالية.

حيث وكما هو معروف أن البنوك التقليدية تستخدم المشتقات في ادارة المخاطر التي تواجهها، إلا أن هذه المشتقات لا يمكن استخدامها من قبل المصارف والمؤسسات الإسلامية، وبالتالي تأتي الصكوك كبديل ملائم للمشتقات أمام المؤسسات المالية الإسلامية في ادارة المخاطر وتوزيعها، بحيث يمكن استخدام الصكوك الاسلامية للقيام بدور بديل لمقايضة أسعار الفائدة Currency Exchange Swap شريطة مراعاة الأحكام والضوابط الشرعية.

- استخدام الصكوك الإسلامية في تفعيل الاستثمار طويل الأجل، حيث يمكن للمؤسسات المالية الإسلامية تحديداً المصارف الإسلامية أن تعيد التوازن لاستثماراتها من خلال توظيف الأموال المودعة لديها في صكوك استثمارية طويلة الأجل، فليس من الضروري أن تقوم المصارف بعمليات الاستثمار المباشر لهذه الأموال مثل عقود المشاركة وعقود الاستصناع، فوجود الصكوك الإسلامية ووجود مؤسسات متخصصة في استثمارها سوف يخفف عن المؤسسات المالية الإسلامية تكاليف ومخاطر الدخول المباشر في الاستثمار في هذه المشروعات، كما يخفف الاستثمار من خلال الصكوك عبء متابعة المشروع وادارته طالما أن هناك جهة تتولى توظيف هذه الأموال وادارتها ومتابعتها.

وتجدر الاشارة إلى أنّ اصدار الصكوك الإسلامية أو الاستثمار فيها لا يقتصر فقط على المؤسسات المالية الإسلامية، وإنما تستطيع الشركات الاستثمارية والصناعية والتجارية الحصول على التمويل من خلال الصكوك الإسلامية شريطة مراعاة

الضوابط الشرعية، كما يمكن لأية جهة أن تستثمر في الصكوك الاسلامية سواء من خلال السوق الأولي (مرحلة الاكتتاب) أو السوق الثانوي (التداول)، وذلك لما تحققه هذه الصكوك من عوائد مجدية ومزايا عديدة في تنويع المحافظ الاستثمارية للمستثمرين.

2-6 التحديات التي تواجه اصدار الصكوك في فلسطين

تواجه الصكوك الإسلامية مجموعة من المخاطر التي تحد من نجاعتها ونجاحها، وكونها احدى أنواع الأوراق المالية فإن الصكوك بدايةً تواجه ذات المخاطر التي تواجهها الأوراق المالية وتحديداً التقليدية منها، مثل المخاطر التشغيلية والمخاطر التنظيمية، اضافة إلى مخاطر الائتمان وتقلبات أسواق رأس المال، ومخاطر تقلب أسعار الصرف اضافة إلى مخاطر أسعار الفائدة والتي تتأثر بها الصكوك على الرغم من عدم تعامل الصكوك بأسعار الفائدة كونها محرمة شرعاً، إلا أنها تتأثر بها بطريقة غير مباشرة، حيث وكما هو معروف كلما ارتفعت أسعار الفائدة انخفضت القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة والعكس صحيح وهو ما يؤثر على معدل العائد على الاستثمار.

وفي بعض الحالات تتأثر الصكوك بأسعار الفائدة إذا اتخذته مرجعاً سعرياً في التمويل بالمرابحة، اضافة إلى أن سعر الفائدة باعتباره آليه يقوم عليه النظام النقدي والمصرفي في غالبية الدول الإسلامية، فإنه يؤثر على الصكوك الإسلامية. وإضافة إلى المخاطر التقليدية الواردة أعلاه، هناك مخاطر اضافية تواجه الصكوك الإسلامية خاصة كون الصكوك الإسلامية تصدر على أساس عقد شرعي لتمويل نشاط استثماري معين، يحتوي على أصول وممتلكات مالية قد تكون أعياناً أو منافع، وبالتالي فهي عرضة لكافة أنواع المخاطر التي تتعرض لها هذه الأصول أو المشاريع، حيث تتباين المخاطر التي تتعرض لها الصكوك وفقاً لهيكلها، ومن أبرز المخاطر التي تتعرض لها الصكوك والتي يتوقع أن تكون حاضرة وبقوة في ظل الواقع الفلسطيني ما يلي:

1. مخاطر مخالفة أحكام الشريعة الإسلامية، ولعل هذه المخاطر من أبرز المخاطر التي تواجه الصكوك وتهدد نموها، حيث يعد الالتزام بالضوابط الشرعية من أهم خصائص المؤسسات المالية الإسلامية، والصكوك تحديداً تنشأ استناداً إلى عقد شرعي وفي غالب الأحيان تكون هيكلية الصكوك مركبة وتستند إلى عدة عقود شرعية، وبالتالي يجب ضمان الالتزام بالضوابط الشرعية طيلة عمر الصك وفي جميع مراحل عملية التصكيك، منذ مرحلة الهيكلة مروراً بالإصدار وحتى مرحلة الإطفاء وفقاً للضوابط الشرعية الخاصة بكل هيكل من هياكل الصكوك، وينجم هذا الخطر بصورة أكبر بسبب اختلاف الآراء الفقهية وتعارض الفتاوى والآراء الفقهية في كثير من الأحيان

بين اللجان الشرعية للمؤسسات المالية في الدولة الواحدة، وهو ما حاصل في فلسطين حيث يلاحظ في بعض الحالات إجازة لجنة الرقابة الشرعية في مؤسسة مالية لمنتج معين، في حين يُرفض هذا المنتج أو الهيكل من قبل لجنة شرعية لمؤسسة مالية اسلامية أخرى، وهذا يعتبر من أبرز التحديات التي تواجهها الصكوك الإسلامية كما ذُكر أعلاه.

2. المخاطر القانونية والتنظيمية، حيث وفي العديد من الدول لا يكون هناك أطر قانونية وتنظيمية خاصة ومكتملة لإدارة الصكوك، وهو الحال في فلسطين، وبالتالي يشكل ذلك تحدياً كبيراً لتطور صناعة الصكوك الإسلامية.
3. مخاطر التشغيل، وهي تنتج بفعل عوامل عدة كنقص التجهيزات أو وسائل التقنية أو الموارد البشرية المؤهلة أو فساد الذمم من خلال صورية أو ضعف الرقابة الشرعية الأمر الذي يؤثر سلباً على القيمة السوقية للصكوك.
4. مخاطر السوق، وتسمى أيضاً المخاطر التجارية وترجع إلى عوامل الصعود والنزول التي تطرأ على الأسواق لعوامل اقتصادية أو اجتماعية أو سياسية، وهذه المخاطر مرتبطة بطبيعة الصكوك الإسلامية من حيث كونها تمثل حصة شائعة في ملكية أصول، ونظراً لأن الأصول الحقيقية من سلع وخدمات تباع في الأسواق فإنها قد تتعرض للنقص في قيمتها بفعل عوامل العرض والطلب، أو السياسات الحكومية الاقتصادية وغيرها من العوامل.
5. مخاطر الائتمان، ويقصد بها عدم وفاء العميل بالتزاماته التعاقدية كاملة وفي مواعيدها، وتواجه الصكوك هذا النوع من المخاطر كونه في كثير من الحالات قد تُوظف متحصلات الاكتتاب في الصكوك في أنشطة تنجم عنها ديون مثل المرابحات والإيجار أو الاستصناع.
6. عدم توفر الخبرات والكفاءات البشرية المؤهلة، وهذا الأمر حاضر بقوة في ظل الواقع الفلسطيني، ويحتاج إلى تطوير الكوادر البشرية سواءاً على مستوى المؤسسات المالية الإسلامية أو هيئات الرقابة الشرعية وعلى مستوى الجهات الرقابية المسؤولة على القطاع المالي الفلسطيني.

ومن الضروري الإشارة إلى أن غالبية المخاطر المشار إليها أعلاه هي حاضرة في العديد من الدول العربية والإقليمية المجاورة، وذلك وفقاً لما أشارت اليه نتائج الدراسة المعدة من قبل اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية في نهاية العام 2015. حيث أشارت غالبية الدول العربية الأعضاء التي اجابت على استبيان الدراسة أنّ أهم وأبرز التحديات والصعوبات التي تواجه قطاع التمويل الإسلامي هي كالتالي مرتبة وفقاً للأهمية:[73]

[73] "أدوات التمويل الإسلامي لدى أسواق رأس المال العربية"، 2015، اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية.

- عدم توافر الخبرات والكفاءات اللازمة.
- عدم توافر إطار وبيئة تشريعية واضحة.
- وجود منافسة كبيرة من مراكز مالية دولية متطورة.
- عدم اكتمال الأطر التنظيمية والإدارية اللازمة.

7. تعثر المصدر، وهي من المخاطر التي تواجه عملية اصدار الصكوك ويثار حولها الكثير من الجدل ويتم المطالبة بضرورة معالجة الأطر التشريعية الناظمة لعمل الصكوك لهذه المخاطر بدقة ووضوح.

وفي واقع الحال لا بد من الإشارة إلى أن كثير من النقاش المثار حول هذا الأمر يستند إلى مقارنة الصكوك الإسلامية بالسندات أو أدوات الدين التقليدية، حيث يكون هناك مجموعة من الضمانات المحددة في حالة السندات التقليدية تحمي حقوق حملة السندات في حال تعثر المصدر، وتعطي أولوية لحملة السندات في حال التصفية وفقاً لطبيعة هيكلية السند التقليدي والضمانات الواردة في نشرة الإصدار. وهذه المقارنة لا تستند إلى أسس دقيقة وموضوعية، وذلك بكل بساطة كون الصكوك الإسلامية تختلف اختلافاً جوهرياً عن السندات التقليدية من حيث الهيكلية والطبيعة والضوابط والأحكام التي تحكم عملها، وهذا نابع من طبيعة وخصائص الصكوك الإسلامية ومن أبرزها أن صاحب الصك أو المكتتب في الصك يشارك في المشروع على أساس القاعدة الفقهية "الغُنم بالغُرم" وهي القاعدة التي تستند إليها أسس توظيف الأموال وفقاً لأحكام وضوابط الشريعة الإسلامية، ويقصد بالغُنم بالغُرم وفقاً لأدبيات فقه المعاملات الإسلامي كمصطلح شرعي "تحمل الفرد من الأعباء بقدر ما يأخذ من الميزات والحقوق، وبحيث تتعادل كفتا الميزان" وهي قاعدة فقهية راسخة في فقه المعاملات، وتوظيف الأموال وفقاً لقاعدة الغُنم بالغُرم هو المسلك الصحيح للبعد عن الحرام، حيث أنّ الغُنم بالحصول على فائدة دون أي استعداد لتحمل مسؤولية المخاطر المقابلة لكسب الغُنم محرم شرعاً. وهو الأساس الذي تقوم عليه الصكوك الإسلامية من حيث المشاركة في حصة شائعة من أصول أو منافع عينية. واستندت المعايير الشرعية الناظمة لعمل الصكوك على هذه القاعدة في تحديد خصائص الصكوك الإسلامية، حيث حدد المعيار الشرعي رقم 17 الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية والإسلامية[74] خصائص الصكوك ومنها:

[74] هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية AAOIFI، المعيار الشرعي رقم 17 والصادر بتاريخ 8 أيار من العام 2003.

- أنّ الصكوك تمثل حصة شائعة في ملكية موجودات مخصصة للاستثمار أعياناً أو منافع أو خدمات أو خليطاً منها ومن الحقوق المعنوية والديون والنقود ولا تمثل ديناً في ذمة مصدرها لحاملها.
- أنّ مالكي الصكوك يشاركون في غُنمها حسب الاتفاق المبين في نشرة الإصدار ويتحملون غُرمها بنسبة ما يملكه كل منهم من صكوك.

في حين حدد المعيار رقم 17 المشار اليه أعلاه مجموعة من الضوابط الواجب مراعاتها في نشرة الإصدار ومنها:

- مع مراعاة ما جاء في المعيار الشرعي رقم 12 بشأن الشركة (المشاركة) والشركات الحديثة يحب أن تنص النشرة على مشاركة مالك كل صك في الغنم وأن يتحمل من الغرم بنسبة ما تمثله صكوكه من حقوق مالية.
- ألا تشمل النشرة على أي نص يضمن به مصدر الصك لمالكه قيمة الصك الإسمية في غير حالات التعدي أو التقصير، ولا قدراً معيناً من الربح، ولكن يجوز أن يتبرع بالضمان إلى طرف ثالث مستقل.

وحدد مجمع الفقه الإسلامي الدولي خصائص الصكوك في قراره رقم 178 (4/19) ومن ضمن هذه الخصائص:[75]

- انتفاء ضمان المدير (المضارب أو الوكيل أو الشريك المدير).
- أن تشترك الصكوك في استحقاق الربح بالنسبة المحددة وتحمّل الخسارة بقدر الحصة التي يمثلها الصك، ويمنع حصول صاحبه على نسبة محددة مسبقاً 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 هبوطاً في القيمة، أو مصروفات الصيانة، أو اشتراكات التأمين.

من جهة أخرى، حدد المعيار رقم 7 الصادر عن مجلس الخدمات المالية الإسلامية تعرضات المخاطر ومن وجهات نظر مختلفة وفقاً لما هو موضح في جدول رقم 6-1 أدناه.

[75] مجمع الفقه الإسلامي الدولي، قرار رقم 178 (4/19) الدورة التاسعة عشر، الشارقة، الامارات العربية المتحدة، نيسان، 2009.

جدول 6-1: تعرضات المخاطر من وجهات نظر مختلفة

المنشئ	متعهد الخدمة	المصدر	الكيان ذو الغرض الخاص	المالك
المخاطر المتعلقة بالوعد الملزم بإعادة الشراء يكون المنشئ ملزماً بسداد دفعات فيما يتعلق بصكوك الموجودات في بعض الظروف نتيجة الإخلال بمهام وتعهدات معينة. ويمكن أن يحتاج المنشئ إلى تعويض المصدر عن مبلغ معادل أو استبدال الموجودات ذات العلاقة.	**عجز متعهد الخدمة** عندما تكون الموجودات موضوع الصكوك مرتبطة بمستخدمين يبقى هناك اعتماد على المنشئ على الرغم من حقيقة أنه قد تم بيعها إلى كيان ذي غرض خاص يتم إنشاؤه. ويحافظ المنشئ عادة على "علاقة" العمل مع مستخدمي الموجودات ويستمر في تحصيل المدفوعات نيابة عن مالكي الصكوك. وبهذه الصفة، يشار إلى المنشئ على أنه "متعهد خدمة". وعلى الرغم من استيفاء جميع شروط التصكيك، فإن إخلال الخدمة يؤدي إلى تأثير سلبي على أداء الصكوك.	**العجز** إذا عجز المنشئ عن سداد قسائم المدفوعات، يستطيع مالكو الصكوك أو الكيان ذو الغرض الخاص نيابة عنهم إعلان حالة العجز عن السداد وتعجيل الالتزام بسداد المبلغ الأصلي المعادل لقيمة إصدار الصكوك من المنشئ بإجبار المنشئ على إعادة شراء الموجود. إذا عجز المنشئ عن سداد المبلغ الأصلي المعادل لقيمة إصدار الصكوك عند الاستحقاق، يكون لمالكي الصكوك أو الكيان ذي الغرض الخاص نيابة عنهم الحق في اتخاذ إجراءات قانونية ضد المنشئ. ويكون لمالكي الصكوك أو الكيان ذي الغرض الخاص نيابة عنهم الحق في بيع الموجودات موضوع الصكوك أو الحجز عليها.	**الإفلاس** يتم عموماً تأسيس كيان ذي غرض خاص كآلية للتحكم في الإفلاس من أجل التخفيف من مخاطره. **التسوية** لتفادي أي مخاطر في التسوية فيما يتعلق بالكيان ذي الغرض الخاص فإن كل المدفوعات يتم دفعها من قبل الملتزم مباشرة الى غرفة المقاصة إن وجدت، والتي تدفعها مباشرة إلى مالكي الصكوك.	**السيولة** يتعرض مالكو الصكوك لمخاطر السيولة المتعلقة بالسوق سواء في السوق الأولية أو الثانوية. **معدل العائد** إذا كانت قيمة إيجارات الموجودات موضوع الصكوك ثابتة، فإن مؤسسة الخدمات المالية الإسلامية التي تحتفظ بالصكوك ويكون لديها أصحاب حسابات استثمار يتوقعون عوائد تعكس معدل عائد متغير، تكون معرضة لمخاطر معدل العائد. يمكن للمصدر ممارسة تنفيذ "خيار أولوية الشراء" ولن يتمكن مالكو الصكوك التي يتم إلغاؤها من تحقيق العوائد التي يتوقعونها. **تآكل الموجودات** اعتماداً على الهيكل يتحمل مالكو الصكوك أي خسائر عند تآكل الموجودات المعنية في حالة عدم وجود إهمال من المستأجر.

المصدر: المعيار رقم 7، مجلس الخدمات المالية الإسلامية، IFSB

مما سبق يلاحظ أن طبيعة الصكوك تختلف اختلافاً جذرياً عن السندات التقليدية، وبالتالي لا يمكن وجود ضمانات لحملة الصكوك على غرار السندات التقليدية ولهذا السبب تخلو غالبية الأطر القانونية للصكوك في الدول التي لديها أطر قانونية مخصصة للصكوك من مثل هذه الضمانات كونها وبشكل صريح تتعارض مع أحكام الشريعة، ولكن ومن جهة أخرى هناك مجموعة من الوسائل المتوافقة من أحكام الشريعة يمكن اتخاذها للحد من بعض المخاطر التي تواجه الصكوك الإسلامية سيتم التطرق اليها لاحقاً.

3-6 سبل إدارة مخاطر الصكوك

هناك مجموعة من السبل الممكن اتخاذها للحد من مخاطر الصكوك وبالتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، ومن ضمنها حالات التعثر. ولكن بداية لا بد من التمييز بين تعثر المنشأ للصكوك Originator ومصدر الصكوك وهو في حالات عديدة الشركة ذات الغرض الخاص SPV، استناداً إلى طبيعة أحكام العقد الشرعي المصدرة الصكوك على أساسه، حيث هناك هياكل من الصعب إصدارها من خلال SPV مثل بعض حالات عقود السلم، أي أنّ هيكلية الصكوك وطبيعة العقد الشرعي هي التي تحكم آلية إصداره سواءاً من المنشئ أو المصدر.

ولكن لا بد بدايةً من التأكيد على ما ورد سابقاً، أنَّ الاستثمار في الصكوك يقوم على المخاطرة من خلال المشاركة في الغنم والغرم بخلاف المقامرة التي تهدف إلى تحقيق غنم لطرف على حساب تحقيق غرم لطرف آخر وهذا محرم شرعاً.

ومن آليات إدارة المخاطر في الصكوك الإسلامية ما يلي، والتي يتوقع أن يكون لهيئة الرقابة الشرعية دوراً محورياً بها:[76]

1. كفاءة الإدارة والرقابة، حيث تعتبر كفاءة إدارة الصكوك سر ربحيتها ونموها، والموازنة بين معضلات الربحية والسيولة والأمان، فضلاً عن مراعاة الاعتبارات الأخلاقية والمسؤوليات الاجتماعية، وقد حث الإسلام على أن يجمع المدير المسؤول عن الصكوك بين الكفاءة الفنية والأخلاق العالية (الأمانة والعلم) كما حث على حسن اختيار الشركاء والمضاربين والعاملين من ذوي الخبرة والمهارة المشهود لهم بالأخلاق الطيبة، ومن عوامل تخفيض المخاطر إعطاء الحق لحملة الصكوك في مراقبة الإدارة من خلال جمعية عامة تمثلهم "هيئة مالكي الصكوك".

وهو ما انتهجته الأردن في اطارها القانوني الناظم للصكوك الإسلامية وأصدرت تعليمات هيئة مالكي صكوك التمويل الإسلامي لسنة 2013 استناداً لأحكام قانون صكوك التمويل رقم 30 لسنة 2012، وحددت التعليمات آليات تشغيل

[76] "الصكوك، دراسة فقهية مقارنة، آمال عبد الوهاب عمري، كانون ثاني،2017.

هيئة مالكي الصكوك وصلاحياتها ومهامها في مراقبة ومتابعة مصدر الصكوك ومنحها الحق في متابعة التزام مصدر الصكوك بكافة البنود الواردة في نشرة الإصدار طوال فترة الصكوك.[77]

2. متانة الأطر القانونية والتنظيمية، وهذا الأمر في غاية الأهمية لضمان نجاح وتطور صناعة الصكوك الإسلامية.
3. الكفالات والرهونات المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية ووفقاً للضوابط الشرعية للعقد المصدر على أساسه الصك.
4. ضمان الطرف الثالث، حيث وكما ذكر سابقاً فأنه لا يجوز شرعاً ضمان الجهة المصدرة للصكوك مثل صكوك المضاربة أو المشاركة أو الوكالة للقيمة الإسمية لحاملي هذه الصكوك، حيث يعتبر هذا من قبيل ضمان رأس المال، فأنه يجوز شرعاً ضمان طرف ثالث مستقل عن الإدارة وحملة الصكوك القيمة الإسمية لصكوك المضاربة، باعتباره في التوصيف الفقهي تعهد ملزم بتقديم هبة تعادل قيمة الأصول الإسمية في حال تعرضها للهلاك مهما كان سببه، والتعهد التزام عقدي مشروع.[78]

حيث صدر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية: "يجوز تعهد طرف ثالث غير المضارب أو وكيل الاستثمار وغير أحد الشركاء بالتبرع للتعويض عن الخسارة، دون ربط بين هذا التعهد وبين عقد التمويل بالمضاربة أو عقد الوكالة بالاستثمار"[79] كما جاء في قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي: "ليس هناك ما يمنع شرعاً من النص في نشرة الإصدار أو صكوك المقارضة على وعد طرف ثالث منفصل في شخصيته وذمته المالية عن طرفي العقد بالتبرع بدون مقابل بمبلغ مخصص لجبر الخسران في مشروع معيّن وعلى أن يكون التزاماً مستقلاً عن عقد المضاربة."[80]

5. التأمين التكافلي وقد وردت مشروعيته في قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي رقم 9(2/9).
6. الاحتياطات، وتشمل هذه الاحتياطات تكوين احتياطي مخاطر الاستثمار وذلك باقتطاع جزء من أرباح حملة الصكوك، أي بعد اقتطاع المقابل المخصّص للإدارة (سواء كان حصة من الربح أو عمولة وكالة، كي لا تسهم الإدارة في الضمان) ومن خلال هذا الاحتياطي يمكن سدّ الخسارة التي قد تقع على الصكوك، وإذا تعاظم هذا الاحتياطي قد يغطي الخسارة الشاملة اذا حصلت، إضافة إلى احتياطي معدل الأرباح، وذلك باقتطاع ما يزيد عن نسبة محددة من أرباح الصكوك (تمثل العائد المتوقع دورياً) ويتم الاقتطاع من الربح الإجمالي قبل اقتطاع مقابل الإدارة لأن الاستفادة منه تعود على حملة الصكوك ومدير الصكوك، وهو لضمان العائد المتوقع دون اشتراط من الإدارة، وقد عالج المعيار

---

[77] هيئة الأوراق المالية الأردنية، تعليمات هيئة مالكي الصكوك الإسلامية، www.jsc.gov.jo
[78] "الصكوك، دراسة فقهية مقارنة"، آمال عبد الوهاب عمري، كانون ثاني،2017.
[79] هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية AAOIFI، المعيار الشرعي رقم 5 والصادر بتاريخ 23 أيار من العام 2001.
[80] مجمع الفقه الإسلامي الدولي، قرار رقم 30(3/4)، الدورة الرابعة، جدة، المملكة العربية السعودية، شباط، 1988.

المحاسبي رقم 11 الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية آلية تنظيم وتكوين هذا الاحتياطي.[81]

7. التنويع، وهي آلية معروفة في الاستثمار وفي الصكوك يمكن تنويع استثمارات الصكوك الإسلامية من أجل تخفيض درجة المخاطر دون أن يترتب على ذلك تأثير سلبي على العائد وهو ما يعرف بالتنويع الكفؤ، وتوجد أسس مختلفة للتنويع من أهمها تنويع جهة الإصدار وتنويع تواريخ الاستحقاق والتنويع القطاعي والتنويع الدولي.[82]

6-4 سبل تعزيز وتطوير سوق الصكوك الإسلامية في فلسطين

من أجل النهوض في سوق الصكوك الإسلامية وتطويرها وتعزيز دورها في عملية التنمية الاقتصادية، لابد من انتهاج رؤية شمولية واضحة المعالم وطويلة الأمد، وهذا ما انتهجته غالبية الدول التي شهدت نمواً ملحوظاً في صناعة الصكوك الإسلامية وصناعة التمويل الإسلامي بشكل عام، حيث اتبعت هذه الدول خططاً رئيسية أو ما تسمى Master Plan لتطوير صناعة التمويل الاسلامي، امتدت آجالها لسنوات عشر في أغلب الأحيان، وشارك في صياغتها وتطبيق ما جاء فيها جميع الشركاء تحديداً على المستوى الحكومي والجهات الرقابية ذات العلاقة وصولاً إلى القطاع المالي الإسلامي ومزودي الخدمات المالية الإسلامية. ففي دولة الامارات العربية المتحدة أطلقت هيئة الأوراق المالية والسلع في شهر أيلول من عام 2017 استراتيجيتها لتطوير سوق التمويل الإسلامي في دولة الامارات، وذلك استناداً إلى رؤية الحكومة الاماراتية في العام 2013 بجعل دبي عاصمة الاقتصاد الإسلامي في العالم، في حين عملت ماليزيا على وضع خطة رئيسية في العام 2001 وتمتد لعشر سنوات وتلاها خطط أخرى لتطوير قطاع التمويل الإسلامي، وعملت الأردن على انتهاج في ذات النهج من خلال وضع خطة رئيسية لتطوير القطاع المالي بالتعاون مع بنك التنمية الأوروبي وشكل التمويل الإسلامي أحد أركانها الرئيسية.

وفي فلسطين فإنه لا بد ومن أجل النهوض بقطاع التمويل الإسلامي من وضع خطة شاملة تمتد لسنوات عدة، وبمشاركة جميع الأطراف تقودها الجهات الرقابية تحديداً هيئة سوق رأس المال وسلطة النقد، بحيث تشتمل هذه الخطة على أهداف طويلة الأمد ووضع البرامج الكفيلة بتحقيق هذه الأهداف، وتتناول مجموعة من الموارد المفصلية اللازمة لتطوير قطاع التمويل الاسلامي ومن ضمنها الصكوك الإسلامية. وفيما يلي مجموعة من التوجيهات والمقترحات اللازمة للنهوض وتطوير

[81] المعيار المحاسبي رقم 11، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية AAOIFI.
[82] "الصكوك، دراسة فقهية مقارنة"، آمال عبد الوهاب عمري، كانون ثاني،2017.

صناعة الصكوك الإسلامية والموجهة لصناع السياسات ومتخذي القرار وتحديداً في هيئة سوق رأس المال، والتي كما ذكر أعلاه يمكن أن تأتي في إطار خطة شاملة للنهوض في قطاع التمويل الإسلامي في فلسطين: –

أولاً: تطوير بيئة قانونية ممكنة لصناعة الصكوك الإسلامية

حيث يعتبر وجود إطار قانوني متكامل ومتين للصكوك الإسلامية بل لصناعة التمويل الإسلامي حجر الأساس لنمو وتطور التمويل الإسلامي في فلسطين وتحديداً الصكوك. وفي هذا السياق، عملت الهيئة منذ سنوات على دراسة وتقييم المتطلبات اللازمة لتطوير الأطر القانونية لصناعة التمويل الإسلامي، حيث كانت البداية في العام 2012 ضمن مشروع ESAF وبالتعاون مع سلطة النقد الفلسطينية والذي هدف إلى تحديد الفجوات والملامح الرئيسية للتطوير القانوني والتنظيمي المطلوب لصناعة التمويل الإسلامي[83]، ثم تلا ذلك في العام 2014 قيام الهيئة وبالتعاون مع البنك الدولي ضمن مشروع خاص بالتمويل الإسلامي على تطوير نظام خاص بالصكوك الإسلامية، وذلك استناداً إلى قانون الأوراق المالية رقم 12 لعام 2004. وفعلاً تم الوصول إلى مسودة أولية من نظام خاص بالصكوك مع منتصف العام 2017، إلا أنّه وبعد الدراسة الفنية والقانونية المعمقة وتقييم التداخلات في ظل الإطار القانوني المحلي، من حيث انشاء مراكز قانونية جديدة وطرح صيغ جديدة من العقود الإسلامية، وطرح الشركة ذات الغرض الخاص SPV، وتنظيم العلاقات التعاقدية ما بين المنشئ والمصدر وحامل الصك، اضافة إلى ضرورة منح الحوافز والاعفاءات الضريبية والتي لا يمكن منحها بموجب نظام، فإنه قد يكون من الأفضل تطوير إطار قانوني متكامل خاص بالصكوك يستند بالأساس إلى قانون خاص بالصكوك الإسلامية، ويصدر استناداً له مجموعة من الأطر التشريعية من أنظمة وتعليمات وذلك على غرار التجربة الأردنية، وبذلك يكون هناك قاعدة قانونية صلبة ومتينة تمكن صناعة الصكوك النهوض والازدهار في فلسطين، ويفضل أن يكون القانون والأنظمة والتشريعات الخاصة بالصكوك ضمن رؤية وخطة شاملة للنهوض في التمويل الإسلامي، تعكس رؤى وتوجهات وسياسات الحكومة وصناع القرار في القطاع المالي الفلسطيني وتحديداً الجهات الرقابية، وتغطي كافة الجوانب الخاصة بالتمويل الإسلامي وصيغ وعقود التمويل الإسلامي التي تصدر على أساسها الصكوك بما يشمل الاجارة والتأمين التكافلي، مع ضرورة الاشارة إلى أنّ تطوير قانون خاص بالصكوك الإسلامية يتطلب مشاركة واسعة من كافة الشركاء والجهات ذات العلاقة، تقوده هيئة سوق رأس المال كونها الجهة المخولة قانوناً بالرقابة والاشراف على قطاع الأوراق المالية بما يشمل الصكوك الإسلامية.

[83] "Islamic Finance in Palestine, Analysis and Recommendation", 2012, ken Dorph, ESAF Project, USAID

ثانياً: تطوير وتعزيز دور الرقابة الشرعية

تعتبر الرقابة الشرعية من أهم أركان النظام المالي الإسلامي وتحديداً في مجال الصكوك، وفي بعض الأحيان يؤدي عدم نضج وتطور الرقابة الشرعية المالية إلى ابطاء وتيرة نمو وازدهار سوق التمويل الإسلامي، وفي ظل الواقع الفلسطيني فإنه يوجد لكل مؤسسة مالية اسلامية هيئة رقابة شرعية خاصة بها تعمل على المراقبة والمراجعة الشرعية لأنشطة المؤسسة المالية واجازتها، وتعتبر هيئات الرقابة الشرعية من أهم الأجهزة في الهيكل التنظيمي للمؤسسات المالية الإسلامية.

وتعرف هيئة الرقابة الشرعية على أنها[84] "جهاز مستقل من الفقهاء المتخصصين في فقه المعاملات – ويجوز أن يكون أحد الأعضاء من غير الفقهاء على أن يكون من المتخصصين في مجال المؤسسات المالية الإسلامية وله إلمام بفقه المعاملات – يعهد له توجيه نشاطات المؤسسات المالية الإسلامية ومراقبتها والإشراف عليها للتأكد من التزامها بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، وقراراتها ملزمة للمؤسسة."

أما من حيث هيكلية هيئة الرقابة الشرعية، فعادةً ما تتكون هيئة الرقابة الشرعية من أعضاء لا يقل عددهم عن ثلاثة، ولهيئة الرقابة الشرعية الاستعانة بمختصين في تخصصات الاقتصاد أو القانون أو التمويل أو المحاسبة وغيرهم، ويجب ألا تضم هيئة الرقابة الشرعية في عضويتها مديرين من المؤسسة وألا تضم مساهمين ذوي تأثير فعال، ويتم تعيين هيئة الرقابة الشرعية وفق المراحل التالية:[85]

- يعين مجلس الادارة فور أول تشكيل له (بحكم أنه يسبق أول اجتماع للجمعية العمومية العامة للمساهمين) أعضاء هيئة الرقابة الشرعية لمدة لا تقل عن مدة مجلس الادارة نفسه.
- يعرض هذا التعيين على الجمعية العمومية العادية لإقراره ثم تستقل الجمعية العمومية العادية بعد ذلك بتعيين أعضاء هيئة الرقابة الشرعية بناءاً على توصيه من مجلس الادارة.
- ثم تستمد هيئة الرقابة الشرعية قوتها واستقلالها من الطريقة العادية لتعيين اعضائها وهي الجمعية العمومية للمؤسسات المالية.
- يشتمل قرار التعيين لأعضاء هيئة الرقابة الشرعية على تحديد مكافآتهم، ويجوز للجمعية العمومية أن تفوض مجلس الادارة في ذلك.

---

[84] بحوث في فقه البنوك الإسلامية، علي محي الدين القره داغي، ص527.

[85] بحوث في فقه البنوك الإسلامية، علي محي الدين القره داغي، ص524.

- لا يجوز الاستغناء عن خدمات أعضاء هيئة الرقابة الشرعية (عزلهم) إلا بناء على قرار يصدر من مجلس الادارة بأغلبية ثلثي أعضائه على الأقل، ولا يكون هذا القرار نافذاً إلا بعد اقراره من الجمعية العمومية العادية للمؤسسة المالية.

وتضمن الآلية الواردة أعلاه إلى حد كبير استقلالية الهيئة الشرعية، ومما يسبق يلاحظ الصعوبات التي تواجهها المؤسسات المالية الإسلامية في فلسطين في تعيين أو تجديد هيئات الرقابة الشرعية، وذلك بسبب ندرة الأفراد الذين يحملون تخصصات في فقه المعاملات الإسلامية وفي ذات الوقت معرفة وخبرة وتخصص في أعمال المؤسسة المالية مثل المصارف والتأمين التكافلي والاجارة، مع ضرورة الاشارة إلى أنّ أعداد المؤسسات المالية الإسلامية في فلسطين في ازدياد مستمر، حيث يعمل الآن في فلسطين ثلاثة مصارف اسلامية وشركتي تأمين تكافلي اضافة إلى شركة الاجارة، في حين اقتصر عدد هذه المؤسسات على مصرفين اسلاميين قبل بضع سنوات فقط.

ويبرز التحدي الذي يواجه هيئات الرقابة الشرعية في فلسطين مع ازدياد وتعدد المنتجات المالية الإسلامية مثل التأمين التكافلي والاجارة وتحديداً في مجال الصكوك الإسلامية، حيث وكما هو معروف يتم هيكلة الصكوك الإسلامية وفقاً لطبيعة المشروع المراد تمويله بموجب متحصلات الاكتتاب في الصكوك، اضافة إلى طبيعة وأحكام العقود الإسلامية التي أُصدرت على أساسها الصكوك، بحيث يتبع الصك الخصائص والأحكام الشرعية للعقد الشرعي الصادر بموجبه، وفي أغلب حالات اصدارات الصكوك تكون هيكلية الصكوك مستندة إلى أكثر من عقد شرعي مثل الاستصناع واجارة منافع الأعيان، أو عقد المضاربة وعقد الاجارة لملكية منافع الأعيان الموجودة أو ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة، وغيرها من صيغ العقود الشرعية الواردة في فقه المعاملات. بحيث تتمحور واجبات هيئة الرقابة الشرعية بالنواحي التالية:[86]

1. المشاركة في وضع نظم المؤسسات المالية الإسلامية ويشتمل ذلك على المشاركة في وضع التعليمات واللوائح، ونماذج العقود الشرعية للمعاملات، ومراجعتها وتصحيحها واقرارها.
2. بيان الأخطاء والمخالفات الشرعية، حيث من واجبات هيئة الرقابة الشرعية ومهامها أن تقوم ببيان الأحكام، والنظر في العقود والآليات بل وصياغتها، أو تعديلها، وبيان الشروط والضوابط المطلوبة شرعاً في العقود والتصرفات، وأن تقوم بمراقبة أعمال المؤسسة المالية الإسلامية من خلال التدقيق الشرعي الداخلي، ومنع وقوع الأخطاء والمخالفات الشرعية، والعمل على تصحيح الأخطاء إن وقعت.

[86] المعيار الشرعي رقم 29، "ضوابط الفتوى وأخلاقياتها في إطار المؤسسات"، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية AAOIFI.

3. وجوب البيان مع وجوب الصرف، وبناءاً على ذلك يجب على الهيئة الشرعية بيان الأخطاء والمخالفات الشرعية، بل أكثر من ذلك عليها أن تحكم بالتخلص من الفوائد التي تحققت بسبب هذه الأخطاء والمخالفات الشرعية التي أدت إلى بطلان العقد لصرفها في أوجه الخير، وبما أن هذه المسؤولية تقع على عاتق الإدارة، فإن هيئة الرقابة الشرعية تقع على كاهلها مسؤولية البيان والرقابة والافصاح عما جرى في المؤسسة، وإيصال هذه المعلومات إلى مجلس الادارة أولاً، ثم إلى الجمعية العمومية للمساهمين، وذلك لتبرئة الذمة وبيان الحق، ومحاولة تصحيح الأخطاء.

ومن أهم التحديات التي تواجه هيئات الرقابة الشرعية هو اختلاف الآراء الفقهية في الحكم على بعض الحالات أو الاستناد إلى أسس ومرجعيات مختلفة من المعايير، وهو ما يحدث في حالات عديدة لدى بعض المؤسسات المالية الإسلامية في فلسطين، بحيث يلاحظ اختلاف الآراء الفقهية لدى هيئة الرقابة الشرعية لأحد المؤسسات المالية الإسلامية عن تلك الصادرة عن هيئة الرقابة الشرعية لدى مؤسسة مالية إسلامية أخرى، الأمر الذي ينعكس سلباً على ثقة المواطنين وقناعاتهم لدى التعامل مع بعض المؤسسات المالية الإسلامية، ولمعالجة هذه التحديات قد يكون الحل الأفضل هو ايجاد هيئة رقابة شرعية مركزية، علماً أن هناك جهود من قبل سلطة النقد الفلسطينية في ايجاد هيئة رقابة شرعية مصرفية، إلا أنه من الأفضل ايجاد هيئة رقابة شرعية مركزية تغطي أعمال القطاع المالي الإسلامي بشقيه المصرفي وغير المصرفي، وذلك بالتنسيق والتعاون ما بين هيئة سوق رأس المال وسلطة النقد الفلسطينية، علماً أنّ هذا التوجه أصبح مطلباً للعديد من الدول في السنوات الأخيرة. ونتيجة لذلك تعمل هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية على تطوير معيار شرعي خاص بهيئة الرقابة الشرعية المركزية، وبدأت في تطوير هذا المعيار خلال العام 2017.[87]

وفي الأردن أوجد قانون صكوك التمويل الاسلامي رقم (30) لسنة 2012 هيئة الرقابة الشرعية المركزية، وحدد آلية تشكيلها ومهامها وصلاحياتها. وبالتالي قد يكون من أولويات تطوير التمويل الإسلامي في فلسطين هو تشكيل هيئة رقابة شرعية مركزية وتحديداً فيما يخص موضوع الصكوك الإسلامية حيث هناك دور مركزي لهيئة الرقابة الشرعية المركزية في عملية اصدار الصكوك الإسلامية من حيث ابداء الرأي الشرعي بشأن الصكوك الإسلامية، ويتوقع أن تكون المهام الرئيسية التالية من ضمن مهام هيئة الرقابة الشرعية المركزية: –

[87] Islamic Financial Service Industry, stability report, IFSB, May 2017.

1. اعتماد المبادئ والمعايير التي سيتم الاستناد إليها في فلسطين في صناعة التمويل الإسلامي مثل المعايير الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، والمعايير الصادرة عن مجلس الخدمات المالية الإسلامية IFSB، حيث أن معايير IFSB هي موجهة للجهات الرقابية المسؤولة عن الرقابة والإشراف على القطاع المالي الإسلامي على غرار معايير المنظمة الدولية للهيئات المشرفة على الأوراق المالية IOSCO، والمؤسسة الدولية للهيئات المشرفة على التأمين IAIS، ومعايير لجنة بازل المصرفية.
2. وضع الأطر العامة لعمل هيئات الرقابة الشرعية التابعة للمؤسسات المالية الإسلامية.
3. تطوير أعمال ومهام الرقابة الشرعية في فلسطين لدى المؤسسات المالية الإسلامية، حيث هناك تطورات عديدة في هذا المجال وأصبحت هناك مطالبات بإيجاد مراقب شرعي مستقل على غرار مدقق الحسابات القانوني.
4. التنسيق والمتابعة مع دار الافتاء الفلسطينية، والتي يتوقع أن يكون لها دور مركزي في تشكيل وتطوير عمل هيئة الرقابة الشرعية المركزية.
5. ابداء الرأي الشرعي بشأن الصكوك الإسلامية المنوي اصدارها بما في ذلك نشرة الاصدار ورفع توصياتها إلى هيئة سوق رأس المال.
6. التحقق من استمرار التعامل في الصكوك الإسلامية من لحظة الاصدار إلى مرحلة الإطفاء وفق مبادئ الشريعة الإسلامية وأحكام وضوابط العقود الشرعية الصادرة على أساسها تلك الصكوك.
7. المساهمة الفاعلة في رفع الوعي المالي الإسلامي وتحديداً في مجال فقه المعاملات، وبناء القدرات اللازمة لدى هيئات الرقابة الشرعية الفرعية بالتنسيق من الجهات الرقابية على القطاع المالي الفلسطيني تحديداً هيئة سوق رأس المال وسلطة النقد الفلسطينية.
8. إجراء البحوث والدراسات الفقهية المرتبطة في القطاع المالي الإسلامي وعقد الندوات وورش العمل محلياً واقليمياً.
9. ابداء الرأي الشرعي في المنتجات والخدمات المالية الإسلامية المقدمة أو المنوي تقديمها من قبل هذه المؤسسات وذلك من خلال مساعدة الجهات الرقابية في عملية اقرار واجازة هذه المنتجات.

ثالثاً: تعزيز الوعي وبناء القدرات في مجال التمويل الإسلامي وتحديداً الصكوك الإسلامية

ويقع ذلك بشكل أساسي على عاتق هيئة سوق رأس المال وسلطة النقد وذلك بالتعاون مع دار الافتاء الفلسطينية، حيث يجب أن تستهدف برامج التوعية وبناء القدرات عدة فئات بدءاً بالطواقم الفنية للهيئات الرقابية والعاملين في المؤسسات المالية

الإسلامية، إضافة إلى ضرورة وضع برامج محددة تستهدف الرقابة الشرعية وذلك بالتعاون مع دار الافتاء الفلسطينية، بحيث يتم تعزيز القدرات الفنية والمالية لدى المختصين في علوم الشريعة وتحديداً فقه المعاملات؛ وبذات الوقت ضرورة بناء قدرات العاملين في المؤسسات المالية الإسلامية وطواقم الهيئات الرقابية بالأحكام والضوابط الشرعية للعقود الإسلامية والصكوك الممكن اصدارها استناداً لهذه العقود. ومن جهة أخرى، فإنه من الضروري استهداف فئة الشباب تحديداً طلبة الجامعات في أسس التمويل الإسلامي وفقه المعاملات، وذلك من خلال دمج مساقات متخصصة في التمويل الإسلامي، مع ضرورة الاشارة إلى أنّ الاستراتيجية الوطنية للشمول المالي وتحديداً ضمن الخطة التنفيذية الخاصة بها وضعت برامج محددة تستهدف التمويل الإسلامي وتحديداً الصكوك الإسلامية.

رابعاً: تعزيز وبناء القناعات لدى الجهات الحكومية المعنية بأهمية التمويل الإسلامي والدور المركزي الذي ممكن أن تلعبه الصكوك الإسلامية في تعزيز التنمية الاقتصادية، وتنفيذ البرامج التنموية الحكومية تحديداً في مجالات البنية التحتية، الأمر الذي يحفز الحكومة الفلسطينية في توجيه السياسات واتخاذ القرارات التي تسهم في تطوير البيئة الممكنة للصكوك الإسلامية في فلسطين، واتخاذ مجموعة من الحوافز التشجيعية سواءاً على المستوى الضريبي أو الرسوم والعمولات المرتبطة بالتكوين الرأسمالي، والأصول العينية والمنافع المرتبطة بها عند اصدار الصكوك الإسلامية.

خامساً: اتخاذ السبل الكفيلة في بناء مؤشر اسلامي للأسهم المدرجة في بورصة فلسطين والتي لا تتعارض وأحكام الشريعة الإسلامية، وهذا الأمر يقع على عاتق هيئة سوق رأس المال وبالتعاون مع بورصة فلسطين من خلال تحديد ووضع معايير التنقية والفلترة، وذلك بالتعاون مع هيئة رقابة شرعية يتم تشكيلها لهذا الغرض أو بالتعاون مع هيئة الرقابة الشرعية المركزية حال انشاؤها، الأمر الذي يسهم في تعزيز التداول في الأسهم المدرجة تحديداً من خلال استهداف المستثمرين الذين لديهم اعتبارات مرتبطة بالمعتقدات الدينية لدى اتخاذهم قراراتهم الاستثمارية.

سادساً: تطوير وتحفيز ايجاد مؤسسات استثمارية إسلامية وهي مؤسسات متخصصة في بناء صناديق استثمارية إسلامية وذلك من خلال الاستفادة العملية من المؤشر الإسلامي حال تطويره في بورصة فلسطين، حيث يعتبر وجود مؤسسات استثمارية اسلامية حلاً ناجعاً في ظل الواقع الفلسطيني من حيث ضعف مستويات المعرفة المالية وتحديداً في مجال التمويل الإسلامي والصكوك، كون هذه المؤسسات توفر الخدمات الاستثمارية للمستثمرين وتقدم الاستشارات الاستثمارية اللازمة استناداً إلى الأسس المتوافقة مع أحكام الشريعة، وهنا يمكن الاستفادة من تجارب الدول المحيطة وتحديداً دول مجلس التعاون الخليجي، وبالتالي قد تكون احدى الفرص المتاحة أمام المصارف الإسلامية العاملة في فلسطين من خلال شراكات استراتيجية

مع احدى المؤسسات الاستثمارية الإسلامية في الدول المحيطة، والاستفادة من الخبرات ونقلها إلى فلسطين، من خلال انشاء وتأسيس شركة استثمارية اسلامية.

سابعاً: استكمال جهود الهيئة في التطوير المهني المستند إلى شهادات مهنية متخصصة تحديداً في برامج التمويل الإسلامي مثل الصكوك والتأمين التكافلي، حيث توفر هذه المؤسسات والتي عقدت الهيئة معها شراكات ناجحة مثل معهد الأوراق المالية والاستثمار في لندن CISI، ومعهد البحرين للدراسات المالية والمصرفية، حيث توفر هذه المؤسسات شهادات ودبلومات متخصصة في مجال التمويل الإسلامي.

7- الخلاصة

استهدفت الدراسة موضوع الصكوك الإسلامية، وذلك بالاستناد بشكل رئيسي إلى المعايير الدولية الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية ومجلس الخدمات المالية الإسلامية تحديداً تلك المتعلقة بالصكوك الإسلامية، وذلك في سبيل تحديد ماهية الصكوك وتعريفها وخصائصها والضوابط الناظمة لعملها، بالإضافة إلى مجموعة القرارات الصادرة عن مجمع الفقه الإسلامي الدولي ذات العلاقة بالصكوك الإسلامية. كذلك تم التعرف على الاتجاهات الدولية ذات العلاقة بالصكوك الإسلامية من حيث الإصدارات والجهات المصدرة والغايات من الإصدار، استناداً إلى التقارير الصادرة عن مجلس الخدمات المالية الإسلامية ذات العلاقة بالاستقرار المالي لصناعة التمويل الإسلامي. وتطرقت الدراسة إلى نظرة إقليمية مقارنة لأهم التجارب الدولية في مجال صناعة الصكوك الإسلامية ومن أهمها التجربة الماليزية، إضافة إلى التجربة الأردنية التي شهدت في السنوات الأخيرة تطوراً ملحوظاً تمثّل في اصدار إطار قانوني ورقابي متكامل لصناعة الصكوك الإسلامية، كون الأردن تمتاز بخصائص اقتصادية واجتماعية متقاربة إلى حد كبير والواقع الفلسطيني.

ومن ثم تطرقت الدراسة بنوع من التفصيل إلى الدور المحتمل للصكوك الإسلامية في الواقع الفلسطيني، وتحديداً مساهمتها كأداة تمويلية مؤثرة في التنمية الاقتصادية، ودورها المتوقع في تمويل مشاريع البنية التحتية مثل مشاريع الطاقة وغيرها، وناقشت الدراسة أبرز التحديات التي تواجه نمو وتطور صناعة الصكوك الإسلامية في فلسطين، وتحديداً تلك المتعلقة بالأطر القانونية والمتطلبات الرقابية والتنظيمية وبالأخص متطلبات تعزيز دور الرقابة الشرعية.

وخلصت الدراسة بمجموعة محددة من التوصيات والمقترحات الممكن اتباعها من قبل صناع القرار والجهات الرقابية وتحديداً هيئة سوق رأس المال، وذلك في سبيل تطوير وتعزيز الأطر القانونية والرقابية والتنظيمية اللازمة لتوفير البيئة الممكنة وازدهار صناعة التمويل الإسلامي وتحديداً الصكوك الإسلامية على المستويين التجاري والسيادي (الحكومي).

8- المراجع

المراجع باللغة العربية

اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية. (2015). *أدوات التمويل الإسلامي لدى أسواق رأس المال العربية*. دبي- الامارات العربية المتحدة.

بن عمارة، نوال. (2011)، *الصكوك الاسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية، تجربة السوق المالية الاسلامية الدولية*، مجلة الباحث، عدد 9.

بني عامر، زاهرة. (2008). *التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية*. رسالة ماجستير، جامعة اليرموك، الأردن.

البهوتي، منصور. (2003). *"كشاف القناع عن متن الاقناع"*. الرياض، طبعة خاصة، دار عالم الكتب للطباعة والنشر والتوزيع.

جمعية البنوك في فلسطين، (2015)، *أرقام مصرفية*، الأداء المقارن للبنوك.

جمعية البنوك في فلسطين، (2016)، *أرقام مصرفية*، الأداء المقارن للبنوك.

جمعية البنوك في فلسطين، (2016)، دراسات مصرفية.

الجورية، أسامة. (2009). *صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد*. رسالة ماجستير، معهد الدعوة الجامعي، لبنان.

حطاب، كمال. (2009)، *الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة*، بحث مقدم الى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دبي، الامارات العربية المتحدة.

داغي، علي. (2009). *"بحوث في فقه البنوك الإسلامية"*. بيروت، الطبعة الثانية، دار البشائر الإسلامية.

سمور، نبيل. (2007). *سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا*. رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة.

سوق دبي المالي، *المعيار رقم 1 لإصدار وتملك وتداول الصكوك*، معايير سوق دبي المالي المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.

سوق دبي المالي، *المعيار رقم 2 لإصدار وتملك وتداول الصكوك*، معايير سوق دبي المالي المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.

سوق دبي المالي، *المعيار رقم 3 التحوط من مخاطر الاستثمار والتمويل*، معايير سوق دبي المالي المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.

الشاعر، باسل والزيدانيين، هيام. (2016)، *الاحكام والضوابط الشرعية لتداول الصكوك الاستثمارية الإسلامية*. دراسات، علوم الشريعة والقانون، المجلد 43، ملحق 3.

صالح، مفتاح. و فطيمة، رحال. (2014)، واقع صناعة الصكوك الإسلامية في دول مجلس التعاون الخليجي، بحث مقدم الى المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية، بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية.

العرابي، مصطفى وحمو، سعدية. (2017). *دور الصكوك الإسلامية في تمويل الاقتصاد، ماليزيا نموذجاً*. مجلة البشائر الاقتصادية، 3(1)، جامعة طاهري محمد، بشار، الجزائر.

عمري، آمال. (2017). *الصكوك دراسة فقهية مقارنة*. تونس، مطبعة تونس قرطاج– الشرقية 1.

مجلس الخدمات المالية الإسلامية، (2009)، *المعيار رقم 7 متطلبات كفاية رأس المال للصكوك، والتصكيك، والاستثمارات العقارية*.

مجلس الخدمات المالية الإسلامية، (2013)، *المعيار رقم 15 المعيار المعدل لكفاية رأس المال للمؤسسات التي تقدم خدمات مالية إسلامية (عدا مؤسسات التأمين الإسلامي (التكافل) وبرامج الاستثمار الجماعي الإسلامي)*.

مجلس الخدمات المالية الإسلامية، (2014)، *الارشادات المعدلة للعناصر الأساسية لإجراءات الرقابة الاشرافية على المؤسسات التي تقدم خدمات مالية إسلامية (عدا مؤسسات التكافل وبرامج الاستثمار الجماعي الإسلامي)*.

مجلس الخدمات المالية الإسلامية، (2017)، *المعيار رقم 19 المبادئ الارشادية لمتطلبات الإفصاح لمنتجات سوق رأس المال الإسلامي (الصكوك وبرامج الاستثمار الجماعي)*.

مجمع الفقه الإسلامي الدولي، (1988)، *قرار رقم 30(3/4) بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار*، الدورة الرابعة. جدة، المملكة العربية السعودية.

مجمع الفقه الإسلامي الدولي، (2000)، *قرار رقم 110(4/12) بشأن موضوع الإيجار المنتهي بالتمليك، وصكوك التأجير*. الدورة الثانية عشر. الرياض، المملكة العربية السعودية.

مجمع الفقه الإسلامي الدولي، (2004)، *قرار رقم 137(3/15) بشأن صكوك الإجارة*. الدورة الخامسة عشر. سلطنة عمان.

مجمع الفقه الإسلامي الدولي، (2009)، *قرار رقم 178(4/19) الصكوك الاسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها*. الدورة التاسعة عشر، الشارقة، الامارات العربية المتحدة.

مجمع الفقه الإسلامي الدولي، (2012)، *قرار رقم 188(3/20) بشأن استكمال موضوع الصكوك الإسلامية*. الدورة العشرين. وهران، الجزائر.

محمد، سامي. (2010) الصكوك المالية الإسلامية الأزمة–المخرج، دار الفكر العربي، القاهرة.

معهد أبحاث السياسات الاقتصادية الفلسطيني "ماس". (2016). *الشمول المالي في فلسطين.*

نزار، سناء ورحماني، موسى. (2016). *دور الصكوك الإسلامية في سوق رأس المال، دراسة سوق رأس المال الماليزي خلال الفترة (2014–2000)*. مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد التاسع عشر، جامعة بسكرة، الجزائر.

نزار، سناء. و رحماني، موسى. (2016)، *دور الصكوك الإسلامية في سوق رأس المال، دراسة سوق رأس المال الماليزي خلال الفترة 2000-2014*. أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد التاسع عشر.

هيئة الأوراق المالية الأردنية، *تعليمات هيئة مالكي الصكوك الإسلامية* لسنة 2013.

هيئة الأوراق المالية الأردنية، *قانون رقم (30) لسنة (2012) قانون صكوك التمويل الإسلامي.*

هيئة الأوراق المالية والسلع الإماراتية، (2017)، *استراتيجية تطوير سوق رأس المال الإسلامي.*

هيئة الأوراق المالية والسلع الإماراتية، *قرار مجلس الادارة رقم (16) لسنة 2014 بشأن نظام الصكوك.*

هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، (2015)، *المعايير الشرعية 1–54، النص الكامل للمعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية الصادرة حتى ديسمبر، 2015*. دار الميمان للنشر والتوزيع، الرياض، المملكة العربية السعودية.

هيئة سوق رأس المال الفلسطينية. (2016). التقرير السنوي.

هيئة سوق رأس المال الفلسطينية، البيانات الإدارية لقطاع التأمين.

المواقع الالكترونية

مجلس الخدمات المالية الإسلامية، www.ifsb.org

مجمع الفقه الإسلامي الدولي، http://www.iifa-aifi.org

هيئة الأوراق المالية الأردنية، www.jsc.gov.jo

هيئة الأوراق المالية الماليزية، www.sc.com.my

هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، www.aaoifi.com

هيئة سوق رأس المال الفلسطينية، www.pcma.ps

International Islamic Financial Market, http://www.iifm.net/

International Islamic Liquidity Management Corporation, www.iilm.com

Islamic International Rating Agency, www.iirating.com

المراجع باللغة الإنجليزية

Dubai International Financial Center (DIFC), (November 2009). Sukuk Guidebook.

Expanded and sustained Access to Financial Services (ESAF) project, (August 2012), Islamic finance in Palestine analysis and recommendations, ESAF /Fhi360, USAID.

General Council of Islamic Banks and Financial Institutions (CIBAFI), (2015), Malaysian Islamic Finance Report.

International Islamic Financial Market (IIFM), (2017), *A comprehensive Study of the Global Sukuk Market*, Sukuk Report, 6th edition.

Islamic Financial Services Board (IFSB). (May 2017). Islamic Financial Service Industry, stability report. Kuala Lumpur, Malaysia.

Latham and Watkins, (2016), The Sukuk Handbook: A Guide to Structuring Sukuk.

Malaysia Islamic finance report CIMB group, (2015), General Council for Islamic Bank & Financial Institutions (CIBAFI).

McMillen. M.J (2013), Islamic Finance and The Sharī'ah, River Stone Publishing Group.

Standard and Poor's Global Rating (S&P), (2017), Islamic Finance Outlook.

The World Bank and Islamic Development Bank (IDB), (2016), Islamic Finance, A catalyst for Shared Prosperity? Global Report on Islamic Finance.

Thomson Ruters, (2016), Islamic Finance Development Report.

9- الملاحق

ملحق رقم 1: المعايير الخاصة بهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية والإسلامية، AAOIFI

المعايير الشرعية الصادرة		
رقم المعيار	تاريخ الإصدار	المعيار
1	أيار، 2000	المتاجرة في العملات
2	أيار، 2000	بطاقة الحسم وبطاقة الائتمان
3	أيار، 2000	المدين المماطل
4	أيار، 2001	المقاصة
5	أيار، 2001	الضمانات
6	أيار، 2002	تحول البنك التقليدي الى مصرف إسلامي
7	أيار، 2002	الحوالة
8	أيار، 2002	المرابحة للآمر بالشراء
9	أيار، 2002	الاجارة والاجارة المنتهية بالتمليك
10	أيار، 2001	السلم والسلم الموازي
11	أيار، 2001	الاستصناع والاستصناع الموازي
12	أيار، 2002	الشركة (المشاركة) والشركات الحديثة
13	أيار، 2003	المضاربة
14	أيار، 2003	الاعتمادات المستندية
15	أيار، 2003	الجعالة
16	أيار، 2003	الأوراق التجارية
17	أيار، 2003	صكوك الاستثمار
18	أيار، 2004	القبض
19	أيار، 2004	القرض
20	أيار، 2004	بيوع السّلع في الأسواق المنظمة
21	أيار، 2004	الأوراق المالية (الأسهم والسندات)
22	أيار، 2005	عقود الامتياز
23	نيسان، 2005	الوكالة وتصرف الفضولي
24	أيار، 2005	التمويل المصرفي المجمع
25	تشرين أول، 2005	الجمع بين العقود
26	حزيران، 2006	التأمين الإسلامي
27	حزيران، 2006	المؤشرات
28	حزيران، 2006	الخدمات المصرفية في المصارف الإسلامية
29	حزيران، 2006	ضوابط الفتوى وأخلاقياتها في إطار المؤسسات
30	تشرين الثاني، 2006	التورق
31	أيلول، 2007	ضابط الغرر المفسد للمعاملات المالية
32	أيلول، 2007	التحكيم
33	تموز، 2008	الوقف
34	تموز، 2008	إجارة الأشخاص
35	تشرين الثاني، 2008	الزكاة
36	آذار، 2009	العوارض الطارئة على الالتزامات
37	آذار، 2009	الاتفاقية الائتمانية
38	آذار، 2009	التعاملات المالية بالإنترنت

39	آذار، 2009	الرهن وتطبيقاته المعاصرة
40	حزيران، 2009	توزيع الربح في الحسابات الاستثمارية على أساس المضاربة
41	تشرين الأول، 2009	إعادة التأمين الإسلامي
42	تشرين الأول، 2009	الحقوق المالية والتصرف فيها
43	أيار، 2010	الإفلاس
44	أيار، 2010	إدارة السيولة
45	تشرين الثاني، 2010	حماية رأس المال والاستثمارات
46	أيار، 2011	الوكالة بالاستثمار
47	أيار، 2011	ضوابط حساب ربح المعاملات
48	أيار، 2011	خيارات الأمانة
49	كانون ثاني، 2013	الوعد والمواعد
50	كانون ثاني، 2013	المساقاة
51	كانون ثاني، 2013	خيارات السلامة
52	أيلول، 2013	خيارات التروي
53	تشرين الثاني، 2014	العربون
54	تشرين الثاني، 2014	فسخ العقود بالشرط
		المعايير الشرعية قيد المراجعة
		إعادة صياغة
2	أيار، 2000	بطاقة الحسم وبطاقة الحسم الآجل وبطاقة الائتمان
6	أيار، 2002	تحول البنك التقليدي الى مصرف إسلامي
17	أيار، 2003	صكوك الاستثمار
		تحت المراجعة
18	أيار، 2004	القبض
19	أيار، 2004	القرض
20	أيار، 2004	بيوع السلع في الأسواق المنظمة
		المعايير الشرعية قيد الاعداد
		ضمان مدير الاستثمار (المضارب والوكيل)
		المسابقات والجوائز والحوافز
		حق الانتفاع العقاري
		الديون
		المزارعة
		تنقية الكسب غير المشروع
		المؤسسة ذات الغرض الخاص
		معايير المحاسبة الصادرة
1		العرض والافصاح العام في القوائم المالية للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية
2		المرابحة والمرابحة للآمر بالشراء
3		التمويل بالمضاربة
4		التمويل بالمشاركة
5		الإفصاح عن أسس توزيع الأرباح بين أصحاب حقوق الملكية وأصحاب حسابات الاستثمار (استبدل بمعيار المحاسبة رقم 27)

6		حقوق أصحاب حسابات الاستثمار وما في حكمها (استبدل بمعيار المحاسبة رقم 27)
7		السلم والسلم الموازي
8		الاجارة والاجارة المنتهية بالتمليك (المعدل)
9		الزكاة
10		الاستصناع والاستصناع الموازي
11		المخصصات والاحتياطيات
12		العرض والافصاح العام في القوائم المالية لشركات التأمين الإسلامية
13		الإفصاح عن أسس تحديد وتوزيع الفائض في شركات التأمين الإسلامية
14		صناديق الاستثمار
15		المخصصات والاحتياطيات في شركات التأمين الإسلامية
16		المعاملات بالعملات الأجنبية والعمليات بالعملات الأجنبية
17		الاستثمارات
18		الخدمات المالية الإسلامية التي تقدمها المؤسسات المالية التقليدية
19		الاشتراكات في شركات التأمين الإسلامية
20		البيع الآجل
21		الإفصاح عن تحويل الموجودات
22		التقرير عن القطاعات
23		توحيد القوائم المالية
24		الاستثمار في الكيانات المنتسبة
25		الاستثمار في الصكوك والأسهم والأدوات المشابهة
26		الاستثمار في العقارات
27		حسابات الاستثمار
		معايير المحاسبة قيد المراجعة
3		المرابحة والمرابحة للآمر بالشراء
8		الاجارة والاجارة المنتهية بالتمليك
		دمج معايير المحاسبة المالية الحالية بشأن التمويل الإسلامي
		معايير المحاسبة قيد الاعداد
		محاسبة الصكوك
		محاسبة الوعد
		معايير الحوكمة
1		لجنة المراجعة والحوكمة للمؤسسات المالية الإسلامية
2		استقلالية هيئة الرقابة الشرعية
3		بيان مبادئ الحوكمة في المؤسسات المالية الإسلامية
4		المسؤولية الاجتماعية للشركة: السلوك والافصاح في المؤسسات المالية الإسلامية
		معايير الأخلاقيات
1		ميثاق أخلاقيات المحاسب والمراجع الخارجي للمؤسسات المالية الإسلامية
2		ميثاق أخلاقيات العاملين في المؤسسات المالية الإسلامية
		الأوراق الارشادية
		ورقة ارشادية حول تطبيق معايير المحاسبة الصادرة عن الهيئة من قبل المؤسسة المالية الإسلامية لأول مرة

ملحق رقم 2: المعايير الصادرة عن مجلس الخدمات المالية الإسلامية، IFSB

المعايير الصادرة		
رقم المعيار	تاريخ الاصدار	المعيار
1	كانون أول، 2005	المبادئ الارشادية لإدارة المخاطر للمؤسسات (عدا مؤسسات التأمين) التي تقتصر على تقديم خدمات مالية إسلامية
2	كانون أول، 2005	كفاية رأس المال للمؤسسات (عدا مؤسسات التأمين) التي تقتصر على تقديم خدمات مالية إسلامية
3	كانون أول، 2006	المبادئ الارشادية لضوابط إدارة المؤسسات التي تقتصر على تقديم خدمات مالية إسلامية (عدا مؤسسات التأمين الإسلامي (التكافل)، وصناديق الاستثمار الإسلامية)
4	كانون أول، 2007	معيار الافصاحات لتعزيز الشفافية وانضباط السوق للمؤسسات التي تقتصر على تقديم خدمات مالية إسلامية عدا مؤسسات التأمين الإسلامية/ التكافل
5	كانون أول، 2007	الارشادات المتعلقة بالعناصر الرئيسية في إجراءات الرقابة الاشرافية للمؤسسات التي تقتصر على تقديم خدمات مالية إسلامية (عدا مؤسسات التأمين الإسلامي (التكافل)، وصناديق الاستثمار الإسلامية)
6	كانون أول، 2008	المبادئ الارشادية لضوابط برامج الاستثمار الجماعي
7	كانون ثاني، 2009	متطلبات كفاية رأس المال للصكوك، والتصكيك، والاستثمارات العقارية
8	كانون أول، 2009	المبادئ الارشادية لضوابط التأمين التكافلي
9	كانون أول، 2009	المبادئ الارشادية لسلوكيات العمل للمؤسسات التي تقدم خدمات مالية اسلامية
10	كانون أول، 2009	المبادئ الارشادية لنظم الضوابط الشرعية للمؤسسات التي تقدم خدمات مالية إسلامية
11	كانون أول، 2010	معيار متطلبات الملاءة للتأمين التكافلي
12	آذار، 2012	المبادئ الارشادية لإدارة مخاطر السيولة للمؤسسات (عدا مؤسسات التكافل وبرامج الاستثمار الجماعي الإسلامي) التي تقدم خدمات مالية إسلامية
13	آذار، 2012	المبادئ الارشادية لاختبارات الضغط للمؤسسات (عدا مؤسسات التكافل وبرامج الاستثمار الجماعي الإسلامي) التي تقدم خدمات مالية إسلامية
14	كانون أول، 2013	معيار ادارة المخاطر لشركات التكافل (التأمين الإسلامي)
15	كانون أول، 2013	المعيار المعدل لكفاية رأس المال للمؤسسات التي تقدم خدمات مالية إسلامية عدا مؤسسات التأمين الإسلامي (التكافل) وبرامج الاستثمار الجماعي الإسلامي
16	آذار، 2014	الارشادات المعدلة للعناصر الأساسية لإجراءات الرقابة الاشرافية على المؤسسات التي تقدم خدمات مالية إسلامية (عدا مؤسسات التكافل وبرامج الاستثمار الجماعي الإسلامي)
17	نيسان، 2015	المبادئ الأساسية للرقابة على التمويل الإسلامي (القطاع المصرفي)
18	نيسان، 2016	المبادئ الإرشادية لإعادة التكافل (إعادة التأمين الإسلامي)
19	نيسان، 2017	المبادئ الارشادية الخاصة بمتطلبات الإفصاح لمنتجات سوق رأس المال الإسلامي (الصكوك وبرامج الاستثمار الجماعي الإسلامي)
الملاحظات الفنية		

1	آذار، 2008	ملاحظة فنية بشأن قضايا تعزيز إدارة السيولة للمؤسسات التي تقدم خدمات مالية إسلامية: تطوير أسواق المال الإسلامية
2	كانون أول، 2016	اختبارات الضغط للمؤسسات التي تقدم خدمات مالية اسلامية
المبادئ الارشادية		
1	آذار، 2008	الإرشادات المتعلقة بمعيار كفاية رأس المال: الاعتراف بالتصنيفات للأدوات المالية المتفقة مع أحكام الشريعة الإسلامية الصادرة من مؤسسات تصنيف ائتماني خارجية
2	كانون أول، 2010	الإرشادات المتعلقة بإدارة المخاطر ومعيار كفاية رأس المال: معاملات المرابحة في السلع
3	كانون أول، 2010	الإرشادات المتعلقة بممارسات دعم دفع الأرباح لأصحاب حسابات الاستثمار
4	آذار، 2011	الإرشادات المتعلقة بمعيار كفاية رأس المال: تحديد عامل "ألفا" في نسبة كفاية رأس المال.
5	آذار، 2011	الإرشادات المتعلقة بالاعتراف بالتصنيفات الصادرة عن مؤسسات تصنيف ائتماني خارجية للتأمين التكافلي وإعادة التكافل.
6	نيسان، 2015	الإرشادات المتعلقة بالمعايير الكمية لإدارة مخاطر السيولة للمؤسسات التي تقدم خدمات مالية إسلامية {عدا مؤسسات التأمين الإسلامي (التكافل) وبرامج الاستثمار الجماعي الإسلامي}

ملحق رقم 3: المعايير الصادرة عن سوق دبي المالي، DFM

المعايير الصادرة		
رقم المعيار	**تاريخ الاصدار**	**المعيار**
1	صدر عام 2008 وتم مراجعته وتنقيحه في أيلول، 2013	معيار سوق دبي المالي لإصدار وتملك وتداول الأسهم
2	تشرين أول، 2014	معيار سوق دبي المالي لإصدار وتملك وتداول الصكوك
3	آذار، 2017	معيار سوق دبي المالي حول التحوط من مخاطر الاستثمار والتمويل