

# الأكاديمية العربية الدولية



الأكاديمية العربية الدولية  
Arab International Academy

---

## الأكاديمية العربية الدولية المقررات الجامعية

---



برنامج كراسي البحث  
RESEARCH CHAIRS PROGRAM

# الأمين



كرسي

## سابق عندك

لدراسات الأسواق المالية الإسلامية

١٢-٠٦

# التصكيك في الأسواق المالية الإسلامية: حالة صكوك الإجارة

د. عبد الله بن محمد العمراني

د. محمد بن إبراهيم السحيباني

٢٠١٣-١٤٣٤

# التصكيك في الأسواق المالية الإسلامية: حالة صكوك الإجارة

**د. عبد الله بن محمد العمراني**

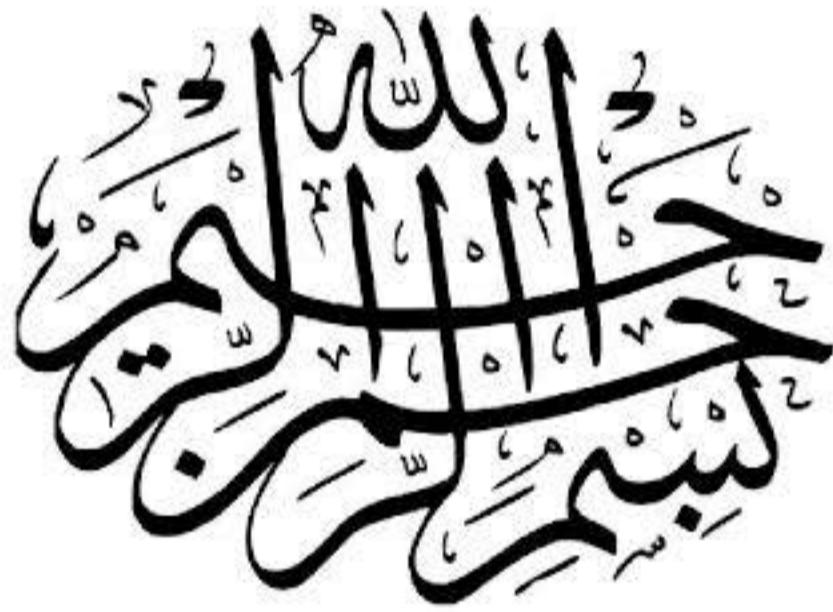
أستاذ مشارك، قسم الفقه، كلية الشريعة، جامعة الإمام محمد بن  
سعود الإسلامية

**د. محمد بن إبراهيم السحيباني**

أستاذ كرسي سابق لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، كلية  
الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية

بحث مدعوم من برنامج المنح البحثية في كرسي سابق لدراسات الأسواق المالية  
الإسلامية (مشروع رقم ١٢-٠٦)

١٤٣٤هـ - ٢٠١٣م



الحمد لله رب العالمين، والصلاة والسلام على أشرف الأنبياء  
 والمرسلين، نبينا محمد وعلى آله وصحبه أجمعين، ومن  
 اهتدى بهداهم واتبع سنتهم وسلك سبيلهم إلى يوم الدين

## محتويات البحث

ملخص البحث.....	٥
١ - مقدمة:.....	٦
١-١ أهمية البحث.....	٦
٢-١ أهداف البحث ومنهجه.....	٧
٣-١ تقسيم البحث.....	٨
٢ - صكوك الإجارة والتصكيك: مدخل نظري.....	٨
١-٢ أهمية صكوك الإجارة للأسواق المالية الإسلامية.....	٨
٢-٢ أنواع صكوك الإجارة المطبقة حالياً.....	١٠
٣-٢ التصكيك وآلياته.....	١٢
٤-٢ هيكله صكوك الإجارة.....	١٥
٣ - تقويم صكوك الإجارة.....	١٩
١-٣ التقويم الشرعي.....	١٩
٢-٣ التقويم الاقتصادي.....	٣٤
٥ - مقترحات لتطوير صكوك الإجارة.....	٣٩
٦ - ملاحظات ختامية.....	٤١
المراجع.....	٤٩

# التصكيك في الأسواق المالية الإسلامية: حالة

## صكوك الإجارة

### ملخص البحث

مهد قرار مجمع الفقه الإسلامي المتعلق بالتصكيك في عام ١٤٠٨ هـ لظهور أول نوع من الصكوك في البحرين عام ١٤٢١ هـ، ثم انتعشت سوق الصكوك بشكل كبير بعد إصدار هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية المعايير الشرعية لإصدار هذه الصكوك في عام ١٤٢٣ هـ. وبالنظر لشيوع استخدام صكوك الإجارة، ركز البحث على توصيف هياكل صكوك الإجارة وآلية تصكيكها، ودور الأطراف المختلفة، وأنواع العقود المستخدمة، وقوم أبرز تطبيقاتها من الناحيتين الشرعية والاقتصادية، وقدم بناء على ذلك مقترحات لتطويرها بما يجعلها أسلم من الناحية الشرعية، وأكفأ من الناحية الاقتصادية. وقد خلص البحث إلى أن تطوير سوق الصكوك يتطلب سن أنظمة وبناء مؤسسات جديدة، أو على الأقل تطوير الأنظمة وتعديل دور المؤسسات القائمة بما يتواءم مع احتياجات إصدار الصكوك وتداولها حسب المعايير الشرعية المعتمدة.

**الكلمات المفتاحية:** الصكوك، التصكيك، صكوك الإجارة، الأسواق المالية الإسلامية، التمويل المهيكل، سوق الصكوك، إصدار الصكوك، تداول الصكوك، تطوير المنتجات المالية الإسلامية

# التصكيك في الأسواق المالية الإسلامية:

## حالة صكوك الإجارة\*

### ١ - مقدمة:

#### ١-١ أهمية البحث

مهد قرار مجمع الفقه الإسلامي المتعلق بالتصكيك<sup>١</sup> لظهور أول نوع من الصكوك في عام ١٤٢١هـ في البحرين، ثم انتعشت سوق الصكوك بشكل كبير بعد إصدار هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية المعايير الشرعية لإصدار هذه الصكوك<sup>٢</sup>؛ إذ بدأت الحكومات والشركات تعتمد بشكل متزايد على الصكوك لتوفير تمويل بديل لما تقدمه السندات الربوية؛ فتضاعف حجم هذه الإصدارات من ١,٢ بليون دولار في عام ٢٠٠١م إلى قرابة ٤٩ بليون دولار في نهاية عام ٢٠٠٧م. ومع أن حجم الإصدارات انخفض إلى ١٨,٧ بليون دولار في عام ٢٠٠٨م بسبب الأزمة المالية العالمية، إلا أنها عاودت انتعاشها مرة أخرى وبمعدل متسارع ليصل حجم الإصدارات بنهاية الربع الثالث من عام ٢٠١٢م إلى ١٠٧ بليون دولار، وبقيمة تراكمية تجاوزت ٣٩٠ بليون دولار.<sup>٣</sup>

ومع النمو الملحوظ في سوق الصكوك، إلا أنها لا تزال تعاني من عدة إشكالات شرعية حدّت من قبول المنتج خاصة في منطقة الخليج. ويؤكد ذلك التوضيح الذي صدر من هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية في بداية عام ٢٠٠٨م بأهمية الالتزام عند إصدار الصكوك بتطبيق ما تضمنه المعيار الشرعي (١٧) للهيئة<sup>٤</sup> ثم قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي المتعلق بالصكوك في دورته العشرين لعام ١٤٣٣هـ.<sup>٥</sup>

وتنبع أهمية هذا البحث من أهمية صكوك الإجارة كمصدر جديد للتمويل، كونها تمثل ٤٧% من هياكل الصكوك التي تطرح في الأسواق الدولية، و ٢٠% من التي تطرح في الأسواق المحلية.<sup>٦</sup> وهو ما يؤكد على أهمية تقويم أبرز تطبيقات صكوك الإجارة من الناحيتين الشرعية والاقتصادية.

## ٢-١ أهداف البحث ومنهجه

يهدف البحث إلى تقويم أبرز تطبيقات صكوك الإجارة من الناحيتين الفقهية والاقتصادية، من خلال بيان مواطن التعارض مع أحكام الشريعة، واستعراض مخاطر المنتج، وتكاليف إصداره وإدارته. تمهيداً لتقديم مقترحات لتحسين هياكل صكوك الإجارة، تتجنب المآخذ الشرعية الحالية، وتحقق في الوقت نفسه قيمة اقتصادية مضافة توازن بين مخاطر الصكوك وعوائدها. ولتحقيق هذه الأهداف يعتمد منهج البحث في جانبه الفقهي على الدراسة العلمية للأقوال في المسائل ذات العلاقة وخصوصاً أحكام الإجارة وتداول الديون والعقود المركبة والترجيح بينها، بهدف تأصيل الصيغة من الناحية الشرعية. منطلقاً من عدة فرضيات يأتي في مقدمتها: أن عقود الإجارة صيغة تمويل قابلة شرعاً للتصكيك، وعلى إمكانية تركيب العقود لتقليل المخاطر المالية ما لم يؤد ذلك إلى ربا أو غرر.<sup>٧</sup> ويعتمد منهج البحث في جانبه الاقتصادي على توصيف آلية تصكيك عقود الإجارة، ودور الأطراف المختلفة، وأنواع العقود المستخدمة، وتحليل نقاط القوة والضعف في صكوك الإجارة الحالية، من حيث التوازن بين العائد والمخاطرة، بهدف تقديم صيغة عملية يمكن تسويقها بسهولة من قبل المؤسسات المالية.



## ٣-١ تقسيم البحث

لتحقيق أهداف البحث وفق المنهجية أعلاه، يبدأ البحث في القسم التالي بدراسة نظرية لصكوك الإجارة والتصكيك، ثم يستعرض في القسم الثالث نموذج لعينة ممثلة لأبرز هياكل صكوك الإجارة المطبقة حالياً، ويقدم في القسم الرابع تقويماً لها من الناحيتين الفقهية والاقتصادية، ثم مقترحات لتطويرها في القسم الخامس. ويختم القسم السادس البحث بذكر أهم النتائج والتوصيات.

## ٢ - صكوك الإجارة والتصكيك: مدخل نظري

### ١-٢ أهمية صكوك الإجارة للأسواق المالية الإسلامية

صكوك الإجارة هي: (أوراق مالية محدّدة المدة، تمثل حصصاً شائعة في ملكية منافع أو أعيان مؤجرة، تخوّل مالكيها حقوقاً، وتحمله مسؤوليات بمقدار ملكيته).<sup>١</sup> ويتضح من التعريف أن صكوك الإجارة أوراق مالية أقرب إلى الأسهم العادية؛ ولكنها تختلف عنها بأنها محددة بمدة أقصر نسبياً. كما يؤكد التعريف على أن ملكية حامل الصك لحصة مشاعة من منافع أو أعيان مؤجرة إنما الهدف منه الحصول على عوائد ناتجة عن هذا الحق. وإنها كما تخول صاحبها الحصول على أرباح، فإنها تلقي على كاهله ما قد يترتب على هذه الملكية من مسؤوليات وواجبات (الغنم بالغرم).

ولصكوك الإجارة بهذا التعريف عددٌ من الخصائص والمزايا المهمة التي تجعلها عنصراً مهماً في الأسواق المالية الإسلامية. ومن أهم هذه الخصائص<sup>٢</sup> (ميرة، ١٤٢٩هـ) أن صكوك الإجارة مبنية على عقد من أهم العقود في الشريعة وهو عقد الإجارة؛ وذلك لوفرة النصوص الشرعية الواردة

في كثير من جوانبه ودقائقه، ولما حظي به هذا العقد من اهتمام كبير من علماء الأمة وفقهائها، ولما ينطوي عليه هذا العقد من مرونة كبيرة. كما أن صكوك الإجارة أوراق مالية قابلة - إجمالاً - للتداول في الأسواق المالية، بعد إدراجها في السوق وفق الأنظمة المتبعة. كما تعد صكوك الإجارة من أدوات التمويل بالدين، وهو ما يتيح لها فرصة واعدة في الأسواق المالية، ويقدمها كمنافس متوافق مع الشريعة لبعض الأوراق المالية الربوية المحرمة كالسندات، وأذونات الخزينة. مع التأكيد في هذا المقام على أمرين: الأول: أنه يوجد فروق رئيسة بين صكوك الإجارة والسندات أهمها أن السندات تمثل ديناً في حين تمثل صكوك الإجارة ملكية موجودات، وبالتالي فإن مخاطرها وآلية تسعيرها ستكون مختلفة. والثاني: على الرغم من أن صكوك الإجارة وفق أطر معينة قد تلبى احتياجات طالب التمويل ليستغني عن السندات إلا أنه من الخطأ اعتبار الصكوك عموماً وصكوك الإجارة خصوصاً بديلاً للسندات، بل هي في الواقع نوع خاص من الأسهم، ولها صيغ متنوعة بشكل كبير، يقترب عدد محدود منها من خصائص السندات.

علاوة على ذلك تتمتع صكوك الإجارة بمرونة عالية تتجلى في إمكانية تنوع مصدرها، والوساطة المالية التي تتضمنها؛ إذ يحق للمؤجر إصدارها، كما أنه حق للمستأجر، ويمكن لوسيط مالي أو شركات التمويل بالإجارة إصدارها بإذن من المؤجر أو المستأجر مقابل عائد يتفق عليه. ودور الوسيط المالي في هذه الحالة مرن يمكن أن يتعاضد أو يتقلص حسب المصلحة التي يقدرها الطرفان، أو الجهة الحكومية المنظمة؛ إذ يمكن أن يُقصر دور الوسيط المالي على تسويق الصكوك وترويجها، أو يوسع ليشمل أعمال الإصدار، والدراسة المسبقة، بل وتوكيله بإدارة الصكوك وما تمثله من أعيان، أو منافع... ونحو ذلك. مع ملاحظة أن إدارة الأصول في الغالب تحتاج متخصصاً من خارج

القطاع المالي، وتتضمن مخاطر قد لا يكون من المناسب للمؤسسات المالية الالتزام بها، ومن غير المتوقع أن تقبل بها الهيئات المنظمة لخروجها عن الأنشطة المالية التي ترخص عادة بمزاولتها. كما تتميز صكوك الإجارة بتنوع هياكلها؛ وتنوع الصور المندرجة تحت كل هيكل، بسبب المرونة الكبيرة في إضافة الشروط والقيود التي تلي حاجات ورغبات كل من الممولين، والمستثمرين ويفتح أمامهم آفاقاً واسعة من البدائل والإمكانات.

## ٢-٢ أنواع صكوك الإجارة المطبقة حالياً

تنقسم صكوك الإجارة المطبقة حالياً إلى عدة أنواع، أشهرها:

### أولاً: صكوك ملكية الأصول المؤجرة

يمكن تعريف صكوك ملكية الأصول المؤجرة بأنها: "وثائق متساوية القيمة عند إصدارها، ولا تقبل التجزئة، ويمكن تداولها بالطرق التجارية، تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان مؤجرة، أو موعود باستئجارها؛ مما يخول ملاكها حقوق هذه الوثائق، ويرتب عليهم مسؤولياتها".<sup>١٠</sup>

ويتضح من هذا التعريف أن هذا النوع من الصكوك ورقة مالية لها خصائص الأوراق المالية كتساوي القيمة عند الإصدار؛ وما يترتب عليه تساوي ما ينشأ عنها من حقوق والتزامات، بالإضافة إلى عدم قابلية الصك للتجزئة في مواجهة مصدره، وقابلية الصك للتداول، وكونه يمثل حصة شائعة في العين المملوكة.

وقد أظهر التعريف حقيقة هذا النوع من الصكوك، وهو أنه يمثل ملك جزء مشاع من عين معينة، أو موصوفة، وعليه فإن إطلاق مصطلح صكوك الإجارة على هذا النوع إنما تم من باب التَّجَوُّز والتغليب وذلك لأنه

إنما يمثل في حقيقته صك ملكية لا صك إجارة، إلا إنه قد سُمي صك إجارة باعتبار أن هذه الأعيان المملوكة على الشيوع إنما هي أعيان مؤجرة أو موعود باستئجارها.

## ثانياً: صكوك ملكية المنافع

ويقع استئجار منافع الأعيان على ضربين:

أولاً: إجارة منافع أعيانٍ معينة؛ وذلك كأن يؤجره منفعة سكنى بيته الفلاني؛ سواء أعيئت بالإشارة أم بالوصف، ويتعلق حق المستأجر بمنفعة العين المعينة المعقود عليها لا سواها.

ثانياً: إجارة منافع أعيانٍ موصوفة في الذمة: وذلك كأن يؤجره منفعة سكنى بيتٍ صفته كذا وكذا، ويصفه وصفاً مزيلاً للجهالة والغرر، وناظياً للمشاقة والنزاع. أو أن يؤجره منفعة سيارة صفتها كذا بحيث يصفها وصفاً ناظياً للجهالة والنزاع. ويتعلق حق المستأجر فيها بمنفعة عين موصوفة في ذمة المؤجر لا بعين معينة، ولا بعمل في ذمة المؤجر.

وعرفت الإجارة الموصوفة في الذمة بأنها<sup>(١١)</sup>: (بيع منافع مستقبلية بثمن حال) ويشير الفقهاء في تعليقاتهم إلى أنها سلم في المنافع، وأنها الإجارة التي ترد على منفعة عين متعلقة بذمة المؤجر، كاستئجار دابة ذات أوصاف معينة، لإيصاله إلى مكان معين، أو القيام بعمل معين. وعليه فإن صكوك ملكية المنافع تشمل هذين النوعين: "صكوك ملكية منافع الأعيان المعينة"، و"صكوك ملكية الأعيان الموصوفة في الذمة".

وبناءً على ما تقدم فإنه يمكن تعريف صكوك ملكية المنافع بأنها: "وثائق متساوية القيمة عند إصدارها، ولا تقبل التجزئة، تمثل حصصاً شائعة في ملكية منافع أعيان معينة، أو موصوفة في الذمة؛ مما يخول ملاكها

حقوق هذه الوثائق، ويرتب عليهم مسؤولياتها"

### ثالثاً: صكوك الحقوق المعنوية

يمكن تعريف صكوك الحقوق المعنوية بأنها: "أوراق مالية محدّدة المدة، تمثل حصصاً شائعة في ملكية حقوق معنوية، تخوّل مالكيها منافع، وتحمله مسؤوليات بمقدار ملكيته".

وقد أُصدر على غرار هذا النوع من الصكوك إصدارات عدّة، منها: ثلاثة إصدارات لشركة سابك، وثلاثة إصدارات لشركة الكهرباء السعودية.

### ٢-٣ التصكيك وآلياته

ظهر في حقل التمويل في العقود الأخيرة ما يسمى بالتمويل المهيكّل *structured finance*، والذي يتم من خلاله توزيع مخاطر التمويل على عدة أطراف من خلال استحداث شركة أو عدة شركات ترتبط فيما بينها ومع غيرها بمجموعة من الاتفاقيات. ويعد التصكيك (*securitization*) من أبرز أنواع التمويل المهيكّل.

ويعرف التصكيك، أو التوريق، أو التسنيّد في هذا السياق بأنه: "تقسيم ملكية الموجودات من الأعيان، أو المنافع، أو هما معاً، إلى وحدات متساوية القيمة، وإصدار صكوك بقيمتها"<sup>١٢</sup>.

وعادة ما تتضمن عملية التصكيك تجميع أصول مالية مدرة لعوائد نقدية في المستقبل، ثم إصدار صكوك تثبت الحقوق والالتزامات المتعلقة بملكية تلك الأصول ويسهل معها إثبات ملكيتها وتداولها بين المستثمرين. ومن حيث المبدأ، فإن أي أصل مدر لعوائد نقدية مستقبلية يمكن تصكيكه، مثل الديون مرجوة التحصيل من الأفراد الذين يشترون منازل أو سيارات بالأجل،

أو الذين يستخدمون بطاقات الائتمان ونحوها.

وقد بدأ التصكيك في الولايات المتحدة الأمريكية في السبعينات الميلادية ببيع الديون العقارية، ثم ديون شراء السيارات (١٩٨٥م)، ثم ديون بطاقات الائتمان (١٩٨٦م)، ثم أقساط التأمين (١٩٩٠م). ونمت سوق التصكيك بشكل كبير منذ ذلك التاريخ، وتقدر الأوراق المالية المصككة في عام ٢٠٠٥م، وفي الولايات المتحدة الأمريكية فقط بنحو (٣) تريليون دولار.

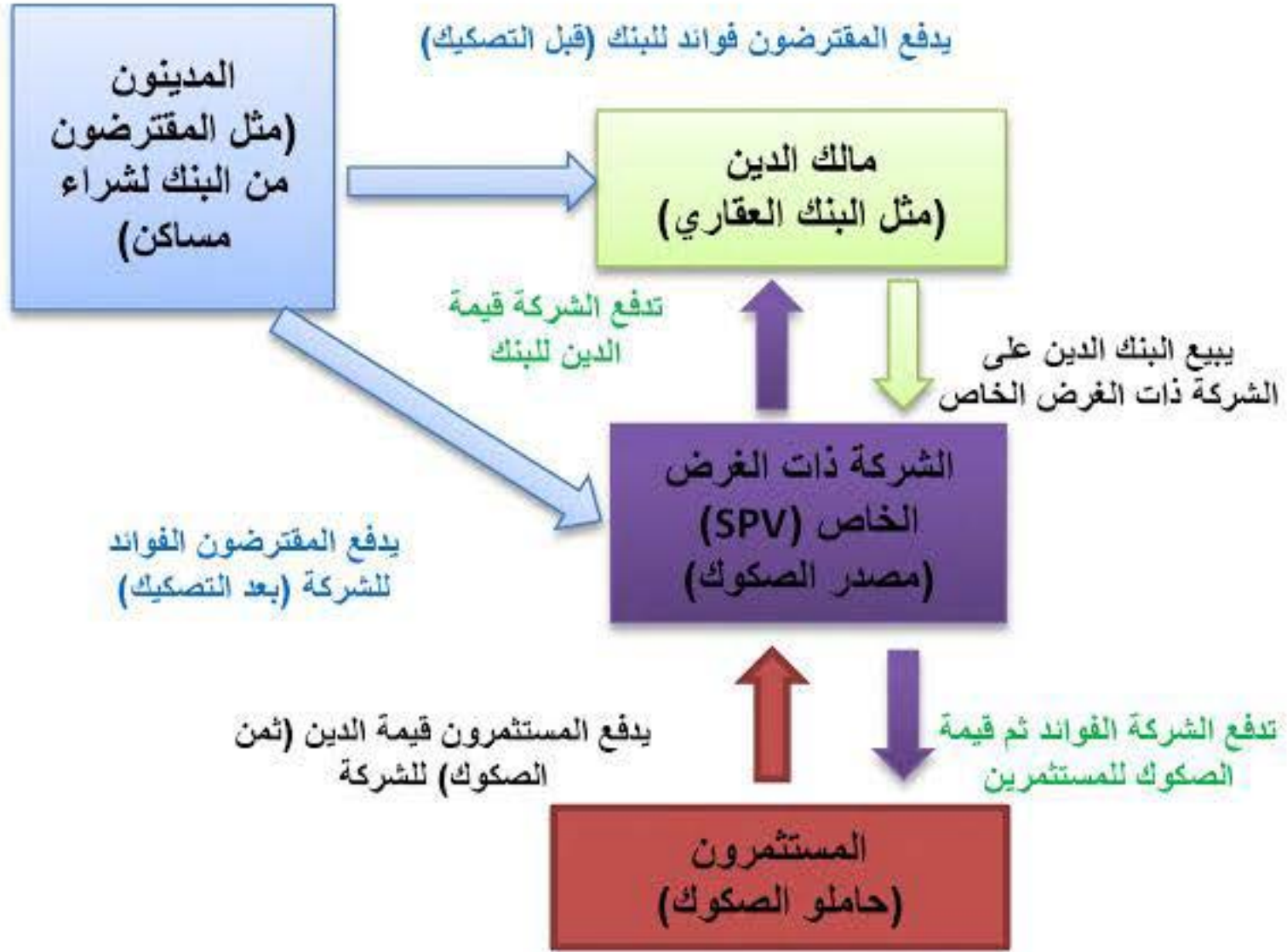
وتتطلب عملية التصكيك وجود كمية كبيرة من ديون مرجوة التحصيل (أصول مالية)، نشأت بسبب شراء المساكن، أو السيارات، أو استخدام بطاقات الائتمان ونحوها. ونأخذ مثلاً على ذلك تصكيك الديون المرجوة التحصيل الناشئة من شراء المنازل، والتي يقدم فيها البنك قرضاً للعميل لشراء منزل، على أن يقوم العميل بدفع مبلغ القرض وفوائده بالتقسيط خلال مدة معينة. وفي حالة عدم تصكيك الدين يظل البنك هو الدائن والعميل المدين طوال هذه المدة.

وحيث أن عقد القرض مدر لعوائد نقدية مستقبلية، فيمكن من حيث المبدأ تصكيكه. وتبدأ عملية التصكيك عادة بإنشاء شركة ذات غرض خاص (Special Purpose Vehicle (SPV) تقوم بشراء الدين من مالكة (البنك في هذا المثال). وتقوم الشركة ذات الغرض الخاص بعد ذلك بإصدار الصكوك وبيعها على المستثمرين، وتسليم ثمنها لمالك الدين.

وبعد عملية التصكيك، يدفع المقترضون الفوائد للشركة ذات الغرض الخاص، التي تقوم بدورها بتحويلها للمستثمرين.

ويلخص الشكل (١) الآتي هيكل التصكيك:

## الشكل (١): مثال لعملية تصكيك القروض



وتختلف تفاصيل عملية التصكيك من صفقة لأخرى. ولكون عملية التصكيك صفقة معقدة يستعين المصدر عادة بعدة أطراف أبرزهم:

- بنك استثماري لترتيب العملية (ويسمى المرتب).
- وكالة التقييم تكلف بدراسة هيكل التصكيك وإصدار تقييمها الذي يُضمَّن عادة في نشرة الاكتتاب؛ لمساعدة المستثمرين في اتخاذ قرار استثماري سليم بشأن شراء الصكوك، التي يتم عادة طرحها من خلال اكتتاب خاص على المستثمرين المؤسسيين (مثل صناديق الاستثمار) أو طرح عام للجماهير.
- متعهد أو وكيل السداد هو من يحصل فوائد الديون من المقترضين،

ويحولها إلى المصدر. وغالبا ما يتم توكيل مهمة تحصيل فوائد الديون من المقترضين، وتحويلها إلى المصدر إلى مالك الدين الأصلي لخبرته في هذا المجال.

- مجلس أوصياء يمثل حملة الصكوك لمراقبة تنفيذ الاتفاقيات، حيث أن الشركة ذات الغرض الخاص لا تكون في المعتاد تابعة لحملة الصكوك.

- ضامن لأصل القرض والفوائد، لتقليل مخاطر الإصدار، ويكون ذلك في بعض صور التصكيك؛ لأن الأصل في التصكيك عدم وجود ضامن خلاف الأصول المالية المصككة. وعادة ما تستخدم عملية التصكيك مشتقات مالية لغرض التحوط المالي وتقليل مخاطر الأوراق المالية المصككة.

والمتبع لآلية التصكيك يلحظ أن الصكوك قد تصدر بعائد ثابت أو متغير مرتبط بمؤشر قياسي لأسعار الفائدة مثل مؤشر (ليبور). ولأن ما يتم تحصيله من المقترضين قد يزيد أو ينقص عن المحصل من فوائد الصكوك، تتضمن اتفاقيات التصكيك آلية للتعامل مع هذه الفروقات، بالترتيب مع موفر للسيولة (بنك تجاري).

## ٢-٤ هيكله صكوك الإجارة

استفادت مسيرة هيكله الصكوك الإسلامية من آليات التمويل المهيكلة وعمليات التصكيك في الدول الغربية. ومن أمثلة التصكيك فيما نحن بصددده من العقود الشرعية: تقسيم ملكية الأعيان المؤجرة أو منافعها، أو موجودات المشروعات القائمة، أو رأس مال المضاربة، أو المشاركة، أو ثمن شراء بضاعة المرابحة، أو رأس مال السلم، أو ثمن الأعيان المستصنعة، أو



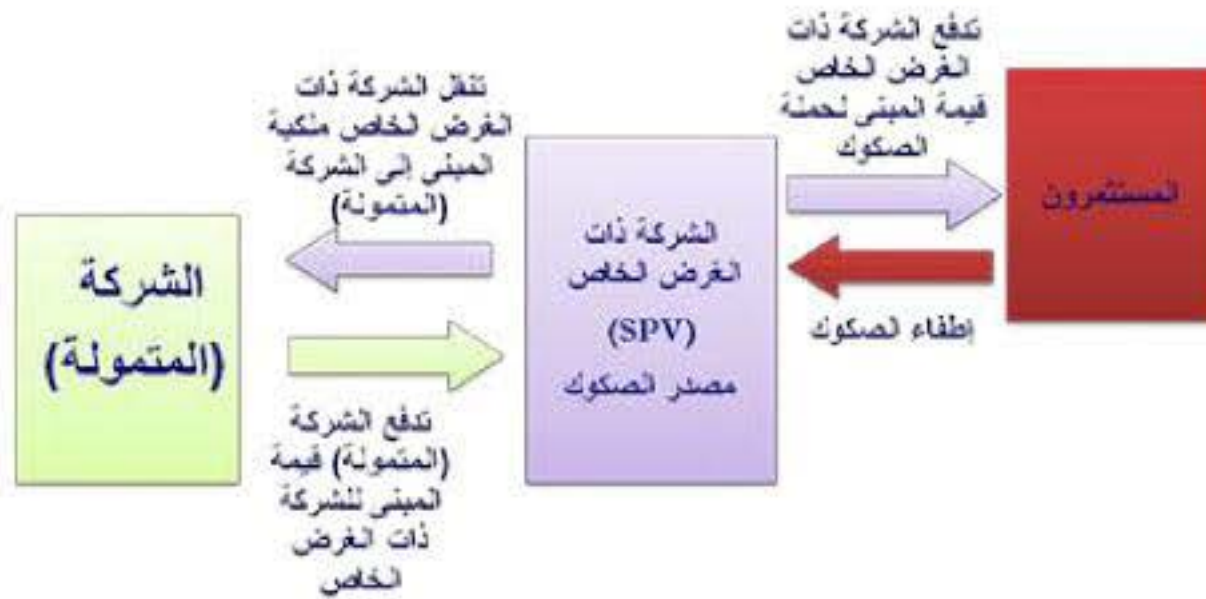
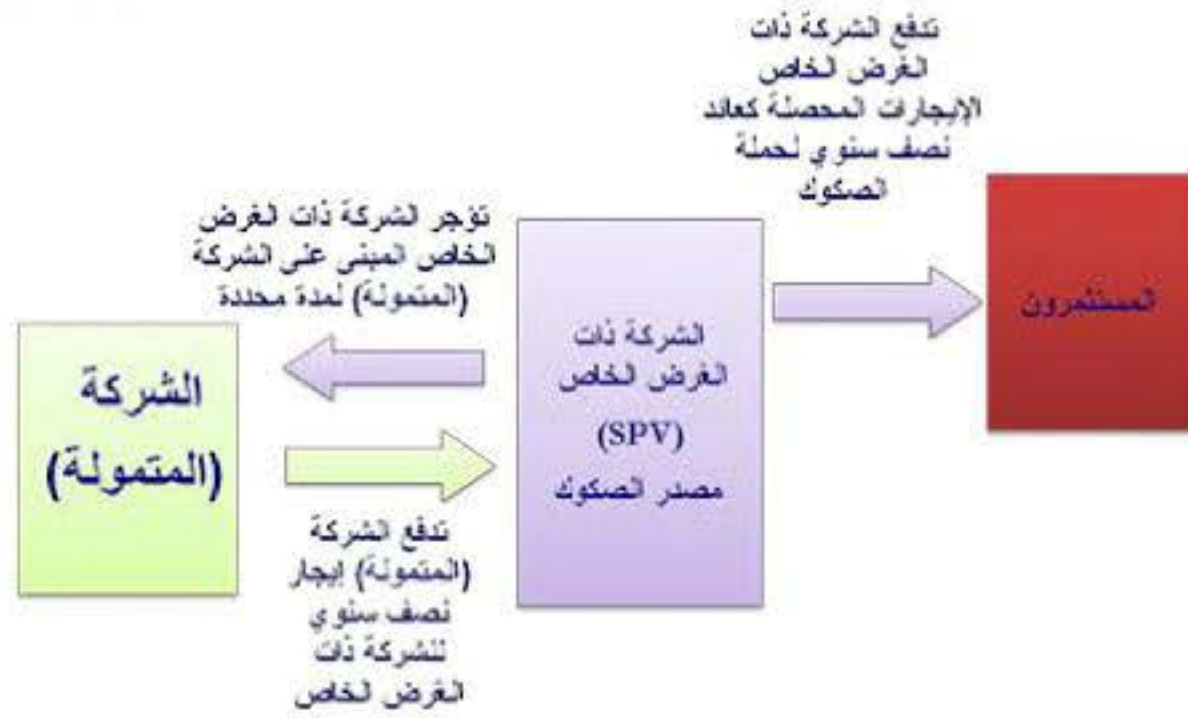
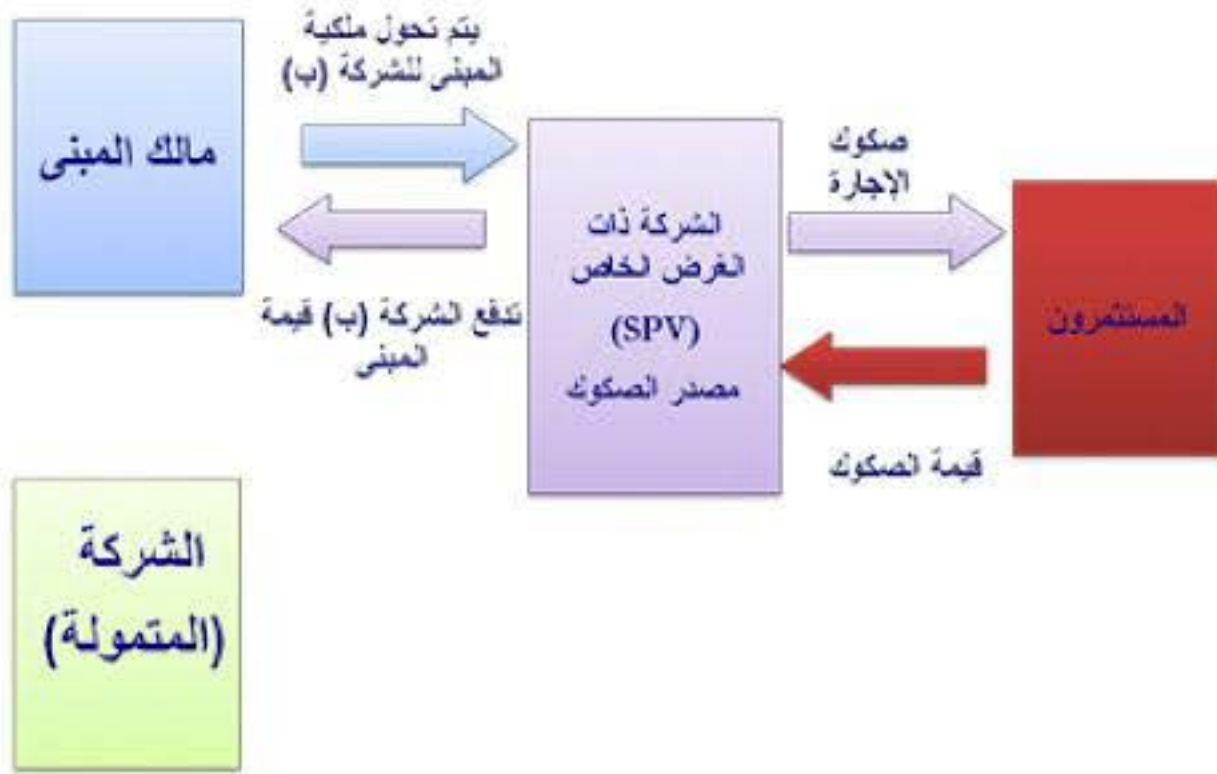
نفقات الزراعة أو السقي في المساقاة والمزارعة، ونحو ذلك إلى صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول؛ على أن يكون حامل الصك مالكا للجزء أو الحصة التي يمثلها هذا الصك في هذه الأعيان المالية، أو الحصة في رأس مال المشروع الذي يُقام بقيمة هذه الصكوك.

وفيما يلي مثال لآلية تصكيك أحد أنواع صكوك عقود الإجارة، والتي شاع استخدامها في تطبيقات صكوك الإجارة.

نفترض وجود شركة ترغب في شراء مبنى قيمته (٥٠٠) مليون ريال، وتريد أن تمويل شراءه من خلال إصدار صكوك إسلامية. ولهذا سندسمي هذه الشركة (التممولة). وبعد البحث والدراسة وجدت الشركة مبنى مناسباً، وتفاوضت مع مالكه على السعر النهائي للشراء. ونظراً لعدم توفر السيولة الكافية لدى الشركة الممولة لشراء المبنى، تقوم بإنشاء شركة ذات غرض خاص هو إصدار الصكوك؛ حيث ستقوم الشركة ذات الغرض الخاص بإصدار شهادات صكوك الإجارة للمستثمرين، وتحصيل قيمتها، وتستخدمها في دفع قيمة المبنى، ونقل ملكيته إليها.

بعد ذلك تقوم الشركة ذات الغرض الخاص (SPV) بتأجير المبنى على الشركة الممولة، وتحصل الإيجار الدوري منها، وتحوله إلى حملة الصكوك. وفي نهاية مدة صك الإجارة، تقوم الشركة الممولة بتنفيذ الوعد بشراء المبنى من الشركة ذات الغرض الخاص بعد انتهاء عقد الإجارة بسعر معين (القيمة الاسمية، أو سعر متفق عليه عند الشراء، أو سعر المبنى في السوق) ويتم الاتفاق في الغالب على سعر محدد لتجنب مخاطر تغير القيمة السوقية. وعادة ما يقوم وكيل عن حملة الصكوك (هو المستأجر في الغالب) بخدمة العقار والتأمين عليه.

## الشكل (٢): مثال لهيكله صك إجارة



- ويلحظ من خلال متابعة تطبيقات صكوك الإجارة ما يلي:
- قد يكون العائد على صكوك الإجارة ثابتاً أو متغيراً حسب تغير مؤشر معين (عادة مؤشر ليبور).
- مالك المبنى قد يكون المتمول نفسه (الشركة الممولة)، أو جهة مرتبطة بها.
- صكوك الإجارة قابلة للتداول لأنها تمثل ملكية في أصل حقيقي (المبنى).
- صكوك الإجارة ذات مخاطر منخفضة نسبياً، لكون عائدها معروفاً مقدماً (الإيجار).

ونتيجة للضوابط الشرعية تتميز صكوك الإجارة نظرياً بخصائص مختلفة عن الصكوك التقليدية، أهمها أن المستثمرين في الصكوك الإسلامية يملكون أصولاً حقيقية سواء كانت أعياناً أم منافع أم خدمات، ويتحملون جراء ذلك جميع المخاطر المرتبطة بالأصل؛ باعتبارها شركة قائمة على الربح والخسارة. ويبين الجدول (١) الآتي الفروقات الرئيسة بين السندات والأسهم، والصكوك الإسلامية والتقليدية:

جدول (١) الفروق الرئيسة بين السندات والأسهم، والصكوك الإسلامية والتقليدية

عنصر المقارنة	تمويل مباشر	تمويل مهيكل
	السندات	الصكوك التقليدية
تاريخ التطبيق	١٦٠٠	١٩٧٠
العلاقة التعاقدية بين المصدر والمستثمر	مديونية (قرض)	مديونية مبنية على أصول أو مضمونة بأصول
مصدر العائد	سعر الفائدة	سعر الفائدة
القابلية للتداول	قابلة للتداول	قابلة للتداول
درجة المخاطرة	منخفضة	منخفضة
	مرتفعة	تتبع على صيغة استثمار الأصول

المصدر: إعداد المؤلفين

### ٣ - تقويم صكوك الإجارة

اتضح من خلال دراسة هيكله صكوك الإجارة أنها تتضمن مجموعة كبيرة من الاتفاقيات بين أطراف عديدة. علاوة على ذلك، فإن بعض العقود والاتفاقيات مركبة بحد ذاتها من مجموعة من العقود، ما يتطلب النظر للأثر الصافي لهذه العقود على التزامات وحقوق جميع الأطراف بصفتها عقوداً مركبة وليست عقوداً منفردة. ويستعرض هذا القسم تقويم صكوك الإجارة المطبقة حالياً بشكل عام من الناحيتين الشرعية والاقتصادية.

#### ١-٣ التقويم الشرعي

##### ١-١-٣ حكم اشتراط أو الوعد بإعادة شراء العين المؤجرة

المسألة الأولى: تعريف إجارة العين لمن باعها إجارة منتهية بالتمليك:

صورة المسألة: أن يقوم المشتري بإجارة العين التي اشتراها لمن باعها منه إجارة منتهية بالتمليك. والإجارة إما أن تكون إجارة تشغيلية أو منتهية بالتمليك لكن محل المسألة إجارة منتهية بالتمليك.

المسألة الثانية: حكم إجارة العين لمن باعها إجارة منتهية بالتمليك:

الإجارة المنتهية بالتمليك معاملة مركبة من عقود والتزامات متتابعة مترابطة، تهدف إلى تحقيق غرض تمويلي تبدأ بتأجير العين، وتنتهي بتمليكها للمستأجر في نهاية مدة الإجارة بعد سداده كل الأقساط، وسيكون الحديث عن صور الإجارة المنتهية بالتمليك المشروعة وبالضوابط التي جاءت في قرار المجمع، وهي:

١. وجود عقدين منفصلين، يستقل كل منها عن الآخر زماناً، بحيث يكون إبرام عقد الهبة أو الوعد بهما بعد عقد الإجارة.

٢. أن تكون الإجارة حقيقة فعلية، وليست ساترة للبيع.
٣. أن يكون ضمان العين المؤجرة على المالك لا المستأجر.
٤. إذا اشتمل العقد على تأمين العين المؤجرة، فيجب أن يكون تعاونياً إسلامياً لا تجارياً، ويتحمله المالك المؤجر، لا المستأجر.
٥. يجب أن تطبق على عقد الإجارة المنتهية بالتمليك أحكام الإجارة طوال مدة الإجارة.
٦. تكون نفقات الصيانة غير التشغيلية على المؤجر لا على المستأجر طوال مدة الإجارة.

أما مسألة إجارة العين لمن باعها إجارة منتهية بالتمليك فقد اختلف المعاصرون فيها على قولين:

**القول الأول:** عدم جواز هذه المعاملة؛ وهو قول أكثر المعاصرين، ومنهم الأستاذ الدكتور الصديق الضير<sup>(١٣)</sup>، والأستاذ الدكتور نزيه حماد<sup>(١٤)</sup> ومعالي الشيخ عبد الله بن سليمان بن منيع<sup>(١٥)</sup>.

**القول الثاني:** جواز هذه المعاملة وهذا قول بعض المعاصرين، ومنهم الدكتور عبد الستار أبو غدة<sup>(١٦)</sup>، والأستاذ الدكتور حسين حامد حسان<sup>(١٧)</sup>.

#### أدلة القول الأول:

**الدليل الأول:** أن صكوك الإجارة في هذه المعاملة بهذه الصيغة من العينة المحرمة. وذلك أن صكوك الإجارة بالوصف السابق عبارة عن منظومة عقدية مترابطة تتألف من عقود ووعود متتابعة على وجه لا يقبل التجزئة صيغت لتحقيق هدف تمويلي محدد، يتلخص في أن طالب التمويل - المقرض - قد باع عقاراً يملكه إلى المحول - المقرض - (حملة الصكوك) بثمن معجل ثم استعادته بتأجير منته بالتمليك بمبلغ أعلى. فيكون مصدر الصكوك قد باع

عيناً بثمان حال ثم استعاد ملكيتها ممن باعها منه بثمان مؤجل مقسط يزيد عن الثمن الحال<sup>(١٨)</sup>.

#### المناقشة:

نوقش بما يأتي:

أولاً: أن العينة المحرمة لا تتحقق إلا بشروط ومنها: ألا يتغير المبيع تغيراً يكون نقص الثمن من أجله، والصورة في هذه المعاملة يفصل العقد الثاني فيها عن العقد الأول مدة طويلة، هي كفيلة بحوالة الأسواق وتغير حال المبيع، ثم إنه قد تم الفصل بين البيعة الأولى والثانية بعقد أجني طويل الأمد، وعليه فإنه ينتفي وصف العينة عن صكوك الإجارة في هذه المعاملة بهذا الاعتبار<sup>(١٩)</sup>.

#### الإجابة:

أجيب بما يأتي<sup>(٢٠)</sup>:

١. أن العينة لم تحرم لذاتها وإنما لكونها ذريعة وحيلة على الربا، وعليه فإنه وإن قيل بأن هذه الشروط قد انتفت فإن صكوك الإجارة هنا صيغة ظاهرة كونها ذريعة إلى الربا.

٢. أن ما ذكر من مضي مدة طويلة بين العقدين هو أمر غير مؤثر، ولا ينفي الحيلة الربوية في صكوك الإجارة، وذلك لأن العوض الثاني محدد مسبقاً، والزيادة (الأجرة) محددة سلفاً مع تعهد وضممان كامل من المصدر باستمرار الإجارة، ثم الشراء بالحالة التي تكون عليها، وبالثمان المعلوم المحدد سلفاً، وعليه فلو كان شراء العين بعد عشر سنوات مثلاً بسعر السوق الحقيقي - لكان مقبولاً ما ذكر من وجود مدة كافية لحوالة الأسواق.

ثانياً: أن العقود الفاسدة إذا أمكن تصحيحها على وجه فهو الأولى. وما ذكر

من كون صكوك الإجارة من قبيل بيع العينة له وجاھته، ولكن يمكن تصحيح العقد ونفي العينة بإدخال طرف ثالث، ومثاله: أن يبيع (البائع) إلى وسيط مالي (بنك) العين، وعندما يملكها وتدخل في ضمانه يقوم بتصكيكها وبيعها للمستثمرين ثم يقومون هم بإجارتها على (البائع) تأجيراً منتهياً بالتملك.

### الجواب:

أجيب: بأن العينة إنما حرمت لما تؤول إليه من الربا المحرم، فلا ينقلب الحرام حلالاً بإدخال طرف ثالث<sup>(٢١)</sup>.

يقول ابن قيم الجوزية (وللعينة صورة خامسة، وهي أقبح صورها وأشدّها تحريماً، وهي أنّ المترابين يتواطأ على الربا ثم يعمدان إلى رجل عنده متاع فيشتريه من المحتاج ثم يبيعه للمربي بثمن حالٍ ويقبضه، ومن ثم يبيعه إياه للمربي بثمن مؤجل وهو ما اتفقا عليه، ثم يعيد المتاع إلى ربه ويعطيه شيئاً، وهذه تسمى الثلاثية، لأنها بين ثلاثة وإذا كانت السلعة بينهما خاصة فهي الثنائية، وفي الثلاثية أدخل بينهما محلاً يزعمان أنه يحل ما حرم الله من الربا، وهو كمحلل النكاح، فهذا محلل الربا، وذلك محلل الفروج، والله لا تخفى عليه خافية، بل يعلم خائنة الأعين وما تخفي الصدور)<sup>(٢٢)</sup>.

### الدليل الثاني:

تعد صكوك الإجارة في هذه المعاملة صورة من بيع الوفاء الذي نص جمهور العلماء على تحريمه<sup>(٢٣)</sup>. وبيع الوفاء: أن يتواطأ اثنان على أن يقرض أحدهما الآخر مبلغاً من المال، على أن يدفع المقرض عيناً - كعقار - إلى المقرض ينتفع بها أو بغلتها، على أنه متى ما رد المال رد العين. فيرجع إليه القرض وزيادة منفعة العقار.

وصكوك الإجارة هنا ينطبق عليها هذه الصورة، لأن مصدر الصكوك

في حقيقة الأمر قد أخذ من المكتتبين في الصكوك مبلغاً، وأعطاهم عيناً ينتفعون بغلتها، حتى يرد المبلغ في نهاية المدة.

### المناقشة:

**نوقش:** بأنه من المحتمل النكول عن الوعد، وعدم الإبرام للبيع بمعارضة المستأجر أو المؤجر، فيتبين أن عودة الأعيان المؤجرة إلى المالك السابق ليست حتمية، وأنها إن عادت تعود من خلال عقد البيع الذي لا بد منه مع وجود التعهد، وبهذا يزول الاشتباه بأن إجارة العين لمن باعها إجارة منتهية بالتمليك من قبيل بيع الوفاء؛ لأن بيع الوفاء يتم فيه - بعد الشراء لمحله - تعهد بالرد للمبيع في أي وقت يعيد فيه البائع الثمن للمشتري، وهذا الرد ملزم ولا يحتاج إلى عقد بيع جديد بين المالك الحالي والمالك السابق بل يثبت الحق للمالك السابق بمجرد رد الثمن (القرض) ولا يملك المشتري بالوفاء البيع للغير. في حين أن المؤجر في التأجير المنتهي بالتمليك يملك البيع للغير وتنقل الملكية محملة بالوعد بالتمليك كما ينتقل حق أي مستأجر في حالة بيع المؤجر الأصل المؤجر إجارة تشغيلية<sup>(٢٤)</sup>.

### الجواب:

يمكن أن يجاب من وجهين:

١. أنه لا يسلم بوجود هذا الفرق لأن المعاملة حسب تطبيقها في الواقع معاملة مركبة من عقود والتزامات مترابطة لا مجال لتخلف أي من الالتزامات فيها حسب الطريقة التي تجري بها.
٢. أنه وإن سلم وجود هذا الفرق فإن العبرة بالنتائج التي تؤدي إلى هذه المعاملة، فإنها تتشابه مع بيع الوفاء.

**الدليل الثالث:** أن صكوك الإجارة في هذه المعاملة صيغة مركبة من جملة من



- العقود الصورية، مؤداها أنها حيلة على الربا. ويتضح ذلك من خلال ما يأتي:
١. أن هذه الصكوك ما هي إلا السندات الربوية مع تغيير الأسماء فالسند سمي صك إجارة، وعائد السند سمي أجرة، وما يمثله السند من قرض سمي ملكية عين مؤجرة، واسترداد قيمة السند عند إطفائه سمي بيع العين على المستأجر.
  ٢. ازدادت الصكوك على السندات بمجموعة من الأوراق التي يوقعها الطرفان في مجلس واحد، فهي دراهم بدارهم بينهما حريرة، ويكون إثمها أكبر لاقتران الربا بالحيلة.
  ٣. أنه ليس للمكتتبين غرض صحيح في تملك العين المبيعة، خصوصاً مع جهالة العين المبيعة، في بعض التطبيقات.
  ٤. أنه وجد في بعض التطبيقات<sup>(٢٥)</sup> بيع لمرافق حيوية، لا يتصور أن تتنازل فيها الدول حقيقة عن ملكية مرافقها السيادية، وتجعل التصرف فيها لغيرها من المواطنين والأجانب. مما يدل على أن العقد صوري وليس حقيقياً، الهدف منه الحصول على التمويل<sup>(٢٦)</sup>.

### أدلة القول الثاني:

جاءت أدلة القول الثاني مضمنة في المناقشات لأدلة القول الأول.

### الراجع:

يتبين من خلال الأدلة والمناقشات أن الراجع والله أعلم هو القول الأول، وهو منع هذه الصورة، وعلى ذلك فلا يجوز تصكيكها أو تداولها.

### ٣-١-٢ حكم العائد المتغير (المعوم) لصكوك الإجارة<sup>(٢٧)</sup>

من المقرر أنه يجب أن تكون الأجرة معلومة علماً نافياً للجهالة والغرر<sup>(٢٨)</sup>، وأن عقد الإجارة لا يصح أن تكون الأجرة فيه مجهولة. وقد اتفق

الفقهاء على اشتراط هذا الشرط في عقد الإجارة.<sup>(٢٩)</sup>

ولكن النازلة محل البحث: هل ربط الأجرة بمؤشر متغير منضبط يحقق شرط العلم، وينفي الجهالة الفاحشة والغرر المؤدي للنزاع والشقاق؟  
يمكننا أن نصل إلى جواب هذا السؤال من خلال النقاط الآتية:

إن المتأمل فيما حرره فقهاء الأمة من أمثلة لما يصح جعله أجرة وما يحرم، وتفاوت اجتهادهم فيها بين مبيح وحاضر؛ يتجلى له أن القاعدة والأصل التي ينطلق منها الجميع هي: وجوب أن يتحقق العلم وتنتفي الجهالة والغرر المفضية إلى الشقاق والنزاع في الأجرة، وسبب النزاع عائد إلى تحقيق المناط في المثال محل البحث هل الجهالة والغرر منتفية عنه أم لا؟ ولا شك أن لاختلاف الأعراف وتفاوت العقول والأفهام أثراً في الخلاف.

ولعل من الأمثلة التي يتبين بها ذلك: خلافهم في حكم استئجار الأجير بطعامه وكسوته، وحكم استئجار الدابة بعلفها، وحكم من يحصد الزرع بجزء مشاع منه، وحكم تأجير الدواب والعقارات كل يوم بدرهم، واستئجار الأجير لحمل الصبرة كل قفيز منها بدرهم<sup>(٣٠)</sup>... إلى غير ذلك من الأمثلة الكثيرة التي يجيزها فريق ويمنعها فريق آخر بناء على تحقق العلم، وانتفاء الجهالة والغرر المفضية إلى الشقاق والنزاع في نظر العالم واجتهاده.

ومن الفقهاء من أجاز الأجرة التي تؤول إلى العلم وتنتفي عنها الجهالة الفاحشة والغرر الأيالة إلى الشقاق والنزاع. ومن ذلك: الأجرة المتزايدة والمتناقصة وفق حساب ومعياري معلوم<sup>(٣١)</sup>، كذلك فقد أجاز شيخ الإسلام ابن تيمية -رحمه الله- البيع والإجارة بسعر السوق، أو بما يبيع به الناس ويؤجرون، وفي ذلك يقول: "وقد تنازع الناس في جواز البيع بالسعر.."، ثم ذكر -رحمه الله- الإجارة بأجرة المثل، ثم قال: "وفيه قولان في مذهب أحمد،

والأظهر في الدليل أن هذا جائز وأنه ليس فيه حظر ولا غدر؛ لأنه لو أبطل مثل هذا العقد لرددناهم إلى قيمة المثل، فقيمة المثل التي تراضوا بها أولى من قيمة مثل لم يتراضيا بها. والصواب في مثل هذا العقد أنه صحيح لازم....، ومنهم من قال: إن ذلك - أي البيع بالسعر والإجارة بأجرة المثل - لا يلزم، فإذا تراضيا به جاز، والله أعلم" (٣٢). (٣٣)

وعليه فإنه يظهر بعد تأمل ما سبق من المقدمات أن ربط الأجرة بمؤشر الفائدة ينفي عن الأجرة الغرر الفاحش والجهالة المفسدة للعقود، إذ الغرر هو: مجهول العاقبة، وذلك كما عرفه شيخ الإسلام ابن تيمية -رحمه الله- إذ قال: "المجهول العاقبة، فإن بيعه من الميسر الذي هو القمار" (٣٤)؛ والأجرة المربوطة بمؤشر الفائدة تؤول إلى علم لا يختلف عليه العاقدان، فليست مجهولة العاقبة.

وبالنظر إلى أن مؤشر سعر الفائدة الدولي (٣٥) مقياس عام منضبط لا يكتنفه غموض ولا لبس، ولا يؤدي إلى شقاق ونزاع، فإن ربط الأجرة بمؤشر الفائدة في واقع الأسواق الدولية المعاصر أبعد للعاقدين عن التغبين المؤدي للشقاق والنزاع من جعل الأجرة ثابتة - وخاصة في التعاقد مع الشركات -، والعلة العظمى في تحريم الجهالة الفاحشة والغرر هو ما تؤول إليه من شقاق ونزاع.

يقول شيخ الإسلام ابن تيمية -رحمه الله-: "وأصل هذا أن الله سبحانه إنما حرم علينا المحرمات من الأعيان كالدم والميتة ولحم الخنزير، أو من التصرفات كالميسر والربا وما يدخل فيهما من بيوع الغرر وغيره؛ لما في ذلك من المفسد التي نبه الله عليها ورسوله بقوله سبحانه: ﴿إنما يريد الشيطان أن يوقع بينكم العداوة والبغضاء في الخمر والميسر ويصدكم عن ذكر الله وعن الصلاة فهل أنتم منتهون﴾ فأخبر سبحانه أن الميسر يوقع

العداوة و البغضاء، سواء كان ميسراً بالمال، أو باللعب؛ فإن المغالبة بلا فائدة و أخذ المال بلا حق يوقع في النفوس ذلك"<sup>(٣٦)</sup>، ويقول: "وإذا كانت مفسدة بيع الغرر هي كونه مظنة العداوة و البغضاء و أكل الأموال بالباطل فمعلوم أن هذه المفسدة إذا عارضتها المصلحة الراجحة قدمت عليها"<sup>(٣٧)</sup>.

هذا وقد نصت فتاوى وقرارات عدد من الهيئات الشرعية للبنوك و المؤسسات المالية الإسلامية على جواز كون الأجرة متغيرة، و من ذلك: ما جاء في الفقرة: (٧) من القرار: (٢٤٦) من قرارات الهيئة الشرعية لمصرف الراجحي، والتي قررت فيها الهيئة جواز كون الأجرة متغيرة،<sup>(٣٨)</sup> وكذلك فقد أجاز المجلس الشرعي لهيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية في البند: (٣/٢/٥) من المعيار (٩) "معيار الإجارة" ربط الأجرة بمؤشر منضبط، و وضعت لذلك بعض القيود<sup>(٣٩)</sup>، وكذلك فقد أجازت الهيئة الشرعية لبيت التمويل الكويتي ربط الأجرة بمقياس الليبور<sup>(٤٠)</sup>، و أشارت هيئة الرقابة الشرعية لبنك فيصل الإسلامي المصري إلى إمكانية جعل الأجرة متغيرة<sup>(٤١)</sup>، وهو مضمون الفتوى الصادرة عن الحلقة الفقهية الرابعة للبركة<sup>(٤٢)</sup>، وكذلك الفتوى الصادرة عن ندوة البركة الحادية عشرة للاقتصاد الإسلامي.

ويجدر التنبيه إلى أن تجويز ربط الأجرة بمؤشر الفائدة إنما هو رخصة و استثناء لعدم وجود مؤشر دولي إسلامي تربط به العقود الأجلة. و إن مما ينبغي التأكيد عليه أهمية توفير مؤشر عالمي إسلامي للعقود الأجلة. و من الخيارات التي أصبحت متاحة في هذا المجال "مؤشر الربح بين المصارف الإسلامية"، الذي أطلقته تومسون رويترز ليكون أول مؤشر مرجعي في العالم يهدف بين البنوك الإسلامية.<sup>٤٣</sup>

### ٣-١-٣ الأحكام المتعلقة بتصفية صكوك الإجارة<sup>(٤٤)</sup>

تأسيساً على ما سبق بيانه من كون صكوك الإجارة إنما هي ورقة مالية تمثل حصة مشاعة في ملك عين، أو منفعة شخص، أو عين معينة، أو موصوفة في الذمة، وأن كل صورة من صور صكوك الإجارة إنما هي في حقيقتها أحد العقود الشرعية المعروفة -كالبيع، وإجارة الأشخاص، وإجارة منافع أعيان معينة أو موصوفة في الذمة- فإن صكوك الإجارة تنتهي بانتهاء ما تمثله من عقود شرعية.

وعليه فإن انتهاء الصكوك هو فقدان قيمتها، وذلك بانتهاء ما تمثله<sup>(٤٥)</sup>، ويتضح ذلك عبر الأمثلة الآتية:

١. من الصور التي ينتهي فيها صك ملكية الأصول المؤجرة هي: هلاك العين التي يمثل الصك حصة مشاعة فيها.
٢. من الصور التي ينتهي فيها صك ملكية المنافع، تمام انتهاء مدة الاستئجار المتعاقد عليها في العقد.
٣. من الصور التي ينتهي فيها صك ملكية الخدمات، هو استيفاء الخدمة - العمل- محل التعاقد، مثال ذلك: أن يمثل الصك منفعة عشر ساعات طيران، فيستوفى حامل الصك، وهكذا.

### ٣-١-٤ حكم تداول الصكوك المصدرة في السوق المالية<sup>(٤٦)</sup>

بادئ ذي بدء تحسن التوطئة ببيان أصل حكم تداول الأوراق المالية والصكوك؛ حتى يتبين من ذلك حكم تداول صكوك الإجارة إجمالاً، ثم يتم تنزيل ذلك على صور صكوك الإجارة.

استصحاباً لما سبق بيانه من كون الصكوك إنما تمثل في حقيقتها حصة شائعة من أصل مالي -موجودات؛ أعيان، منافع، ديون-؛ فإن حكم تداولها يخضع للضوابط الشرعية للتصرف فيما تمثله من أصل؛ وعليه فإذا كانت هذه الصكوك تمثل حصةً شائعةً في ملكية أعيان؛ فإن تداولها يأخذ أحكام البيع، فيجوز بيعها بمثل سعر الصك أو أقل أو أكثر، ولا يشترط تقابض ولا تماثل... إلى غير ذلك من الأحكام الشرعية للبيع.

وأما إن كان الصك يمثل نقوداً، فإن تداوله يأخذ أحكام الصرف؛ وعليه فيجب التقابض والتماثل عند اتحاد الجنس، ويجب التقابض دون التماثل عند اختلاف الجنس.

وأما إذا كان الصك يمثل ديوناً فيجب في هذه الحالة تطبيق أحكام التصرف في الديون المقررة شرعاً.

وأما إذا كان ما يمثله الصك موجودات مختلطة من الأعيان، والنقود، والديون فإن الحكم في تداول هذا الصك يأخذ حكم ما يغلب من الموجودات المذكورة<sup>(٤٧)</sup>.

## الأحكام الشرعية لتداول صكوك الإجارة:

أولاً: حكم تداول صكوك ملكية الأصول المؤجرة:

تُكَيَّف هذه الصورة من صور صكوك الإجارة بأنها عقد بيع؛ وعليه فيجوز تداول هذا الصك منذ إصداره، وسواءً أكان التداول قبل تأجير الأصل، أم بعد تأجيره. كما يجوز تداوله بمثل قيمة الإصدار أو بأقل أو بأكثر؛ وذلك لأن هذا النوع من الصكوك يمثل حصةً شائعةً في ملكية عين.

وقد نص قرار مجمع الفقه الإسلامي رقم: (١٣٧) (١٥/٣)<sup>(٤٨)</sup> -والصادر بشأن صكوك الإجارة- في الفقرة الخامسة منه على حكم تداول هذا النوع من

الصكوك، ونص الفقرة: "يجوز لمالك الصك -أو الصكوك- بيعها في السوق الثانوية لأي مشترٍ، بالثمن الذي يتفقان عليه، سواء كان مساوياً أم أقل أم أكثر من الثمن الذي اشترى به؛ وذلك نظراً لخضوع أثمان الأعيان لعوامل السوق (العرض والطلب)".

وكذلك فإنه يجوز تداول هذا النوع من الصكوك، وإن كان يمثل أعياناً مؤجرة وأقساط الإجارة مؤجلة؛ وذلك لأن الأجرة المؤجلة تابعة للأصل، و"التابع تابع"، فلا يقال بأنه بيع دين.

ثانياً: حكم تداول صكوك ملكية منافع الأعيان المعينة:

تتفرع عن هذا النوع من أنواع الصكوك صورتان رئيستان تؤول إليهما بقية الصور المنضوية تحت لواء صكوك ملكية منافع الأعيان المعينة. وهما: أن يقوم مالك العين بتأجيرها على الشيوخ على المكتتبين في الصكوك، أو أن يقوم مالك للمنفعة -مستأجر- بإعادة تأجير ما ملكه من منافع العين على المكتتبين في الصكوك، وعلى كلِّ فإن حكم تداول هذا النوع من الصكوك -بصورتيه على حدٍ سواء- يختلف على حالتين:

**الحالة الأولى:** أن يقوم مصدر الصكوك ببيع منافع -تأجير- العين محل العقد على المكتتبين، ولم تكن مؤجرة على غيرهم قبلاً؛ ففي هذه الحال وبناءً على الراجح من جواز تأجير المستأجر للعين المستأجرة قبل قبضه للعين أو بعده، وبمثل ما استأجرها به أو أقل أو أكثر؛ فإنه يجوز تداول هذا النوع من الصكوك منذ تمام الاكتتاب فيها؛ وذلك لأنه يُعدّ إعادة تأجير من مالك للمنفعة.

**الحالة الثانية:** أن يكون إصدار الصكوك بعد تأجير العين محل العقد -سواء أكان المؤجر مالكاً للعين أم للمنفعة-، وتكون الصكوك بمثابة إعطاء المكتتب الحق في استيفاء أجرة العين المؤجرة -محل التصكيك- طوال مدة الصك؛ ففي

هذه الحال يمثل الصك قيمة الأجرة - وهي دين في ذمة المستأجر -؛ وعليه فلا يصح تداولها إلا بضوابط التصرف في الديون<sup>(٤٩)</sup>.

ثالثاً: حكم تداول صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة:

اختلف المعاصرون في هذه المسألة على قولين:

**القول الأول:** لا يجوز تداول صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة قبل تعيين العين التي تستوفي المنفعة منها إلا بضوابط التصرف في الديون. وهذا ما تبناه قرار هيئة المحاسبة والمراجعة<sup>(٥٠)</sup>.

**القول الثاني:** يجوز تداول صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة مطلقاً. وهذا قول لبعض المعاصرين<sup>(٥١)</sup>.

**أدلة القول الأول:**

**الدليل الأول:**

لا يجوز تداول صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة؛ لأن قيمة الصك ما زالت نقوداً لم تتحول إلى عين، فلا يجوز تداولها إلا بضوابط الصرف؛ لأن ذلك من قبيل بيع النقد بالنقد<sup>(٥٢)</sup>.

**المناقشة:**

نوقش: بأنه لا يسلم بان تداول صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة من قبيل بيع النقد بالنقد، وإنما هو بيع منفعة بنقد، وذلك لأن إجارة الموصوف في الذمة إنما تثبت المنفعة المعقود عليها في ذمة المؤجر، وقد نص الفقهاء في إجارة الأعيان الموصوفة في الذمة بأن المنفعة إنما تتعلق بذمة المؤجر لا بعين أو محل. وعليه فلو أجر منفعة دابة موصوفة في الذمة فهلكت وجب عليه أن يعطيه أخرى مكانها لأن حق المستأجر إنما يتعلق بذمة المؤجر لا بعين



معينة. وعليه فإنه وإن تعينت العين الموصوفة في الذمة وشرع المستأجر في استيفاء المنافع الموصوفة في الذمة منها فإن حق المستأجر لا يتعلق بعينها وإنما يتعلق بذمة المؤجر، وهو ما يؤكد أن المستأجر قد استحق منفعة معلومة منذ العقد وإن لم تتعين العين التي تستوفي منها تلك المنفعة<sup>(٥٣)</sup>.

الإجابة: يمكن أن يجاب بأن المنظور إليه ليس الضمان حال الهلاك من عدمه، بل لأنها أصبحت ديناً في الذمة ودين السلم لا يجوز بيعه قبل قبضه.

الدليل الثاني: أن تأجير المنافع الموصوفة في الذمة يؤدي إلى بيع الدين بالدين، لأن المنفعة إذا كانت تستوفي من موصوف في الذمة فهي في حكم الدين، فلا يجوز إذاً إصدار الصكوك المتداولة بشأنها.

#### المناقشة:

نوقش من وجهين:

١. أن أصحاب هذا القول أجازوا إجارة الموصوف في الذمة، وعليه فإذا جاز للمؤجر أن يؤجر منفعة عين معدومة بالوصف المنضبط مقابل ما يدفعه المستأجر من أجر، فما المانع أن يقوم مالك الصك بإعادة تأجير هذه المنفعة الموصوفة في ذمته للمستأجر الثاني، وذلك لأنه قد قام بمثل ما قام به الأول ولا فرق، فلماذا أجزتموه للأول ومنعتموه للثاني<sup>(٥٤)</sup>.

الإجابة: يجاب بأن المنفعة الموصوفة في الذمة أصبحت ديناً مثل دين السلم بناء على التخريج الفقهي للمسألة، ودين السلم لا يجوز بيعه قبل قبضه إلا لمن هو عليه بمثل الثمن أو دونه لا أكثر حالاً.

وما ذكر من عدم المانع يمكن قبوله بناءً على جواز السلم الموازي دون ربط بين العقدين وفق أحكام السلم والسلم الموازي<sup>٥٥</sup>.

٢. أن بيع الدين بالدين ليست كل صوره ممنوعة اتفاقاً، وإنما محل الاتفاق ابتداءً ببيع الدين بالدين<sup>(٥٦)</sup>.

الإجابة: يجب بأن مسألة بيع دين السلم قبل قبضه هي من صور بيع الدين المحرمة - باستثناء بعض الصور -.

### أدلة القول الثاني:

الدليل الأول: تداول صك ملكية منفعة عين موصوفة في الذمة إنما هو حوالة للوفاء بالالتزام، وليس بيعاً لنفس المنفعة الموصوفة<sup>(٥٧)</sup>.

### المناقشة:

نوقش: بأن العبرة في العقود بالمقاصد والمعاني لا بالألفاظ والمباني، فحامل الصك إنما قام ببيع المنفعة الموصوفة بدليل أخذه عوضاً عن ذلك، وأما تسميته حوالة بالوفاء، فلا يغير من حقيقة العقد شيئاً<sup>(٥٨)</sup>.

الدليل الثاني: إجارة عين موصوفة في الذمة سلم في المنافع، وقد أجاز بعض المالكية، وشيخ الإسلام ابن تيمية، وابن القيم: التصرف في المسلم فيه قبل قبضه على تفصيل عندهم. وعليه فتجوز إعادة تأجير المنفعة الموصوفة في الذمة قبل تعيين العين محل الاستيفاء، وهو تداول صك ملكية منفعة العين الموصوفة في الذمة<sup>(٥٩)</sup>.

المناقشة: يمكن أن يناقش بأنه يلزم من إقرارهم بأنها سلم في المنافع عدم الجواز إلا في الحالة المستثناة على التفصيل الذي ذكره شيخ الإسلام وغيره بحيث لا يكون هناك زيادة على الدين، وليس المحذور هو عدم تعيين العين.

الدليل الثالث: القياس على صكوك ملكية منافع الأعيان المعينة، فيجوز

قياساً عليها تداول صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة ولا فرق؛ لأن المنافع المعلومة قابلة للبيع بعقد الإجارة، وكذلك التداول سواء أكان عقد الإجارة الأول وارداً على عين معينة أم موصوفة في الذمة، إذ لا فرق بين كون المنفعة التي ترد عليها الملكية بعقد الإجارة متعلقة بعين محددة بذاتها، وبين كونها متعلقة بذمة المؤجر طالماً أنها محددة بالوصف المنضبط، مبيّنة على نحو تتحقق معها المعلومية المشترطة لصحة بيعها وتداولها<sup>(٦٠)</sup>.

**المناقشة:** يمكن أن يناقش بأن القياس مع الفارق؛ لأن الإجارة على عين موصوفة يترتب عليها دين في الذمة ثم إن هذا الدليل هو استدلال بمحل النزاع.

**الراجع:**

بعد عرض القولين في المسألة وأدلة كل قول والمناقشات الواردة يتبين والله أعلم – رجحان القول الأول لظهور أدلته ومناقشة أدلة القول الثاني.

إلا أنه يمكن القول بالجواز بناءً على أحكام السلم والسلم الموازي دون ربط بين العقدين. لكن يؤخذ في الاعتبار مدى صلاحية هذا التصرف في التطبيق العملي ومدى توفر منافع مساوية للمنافع الأولى خاصة أن السلم في السلع المعينة أكثر رغبة بين الناس من السلم في المنافع.

### ٢-٣ التقويم الاقتصادي

اتضح مما سبق أن تطبيقات صكوك الإجارة اتجهت في الواقع لمحاكاة السندات، ولهذا فإن تحليل مخاطرها من الناحية الاقتصادية لا يختلف كثيراً عن تحليل مخاطر السندات والصكوك المبنية على بيع الديون وتصكيكها، على الرغم من تميز صكوك الإجارة في هذه التطبيقات ببعض الخصائص التي تميزها عن السندات.

ونستعرض فيما يلي أهم مخاطر صكوك الإجارة، وآلية إدارتها في حال التزامها بشكل أكبر بالمعايير الشرعية، مع ملاحظة أن المخاطر تختلف باختلاف الهدف من الإجارة؛ فالإجارة التشغيلية التي يهدف منها مالك العين أو المنفعة إلى الاستثمار الفعلي تتضمن مخاطر الاستثمار المعتادة مقابل عوائد أعلى في الغالب، أما الإجارة التمويلية التي يقصد منها أطرافها الحصول على تمويل بأقل تكلفة ممكنة فتتضمن مخاطر متدنية مقابل عائد أقل.

### ٣-٢-١ مخاطر السوق:

من أكبر المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها الصكوك في حال التزامها بالمعايير الشرعية، خطر تقلب قيم الأصول العينية أو المنافع التي تولدها. والملاحظ أن بعض تطبيقات الصكوك لجأت إلى اشتراط تحمل مدير الصكوك لهذه المخاطر وهو ممنوع شرعا مهما كانت صيغة إدارتها.<sup>٦١</sup>

ومن وسائل إدارة هذا النوع من المخاطر ضمان طرف ثالث مستقل عن المدير حسب ما ورد في الفقرة (٩) من قرار مجمع الفقه الإسلامي رقم (٥) في دورته الرابعة (١٤٠٨هـ).<sup>٦٢</sup> وفي الواقع أنه يصعب تصور استقلال الضمان بدون جعل أو فوائد في صناعة الصكوك القائمة على مبدأ المعاوضة لا التبرع؛ لأن معنى ذلك أن توجد جهات تقدم خدمات بدون منفعة صريحة أو ضمنية مقابل ذلك. وقد أشار بعض الباحثين إلى إمكانية وقوع ذلك إذا كان الطرف الثالث الحكومة أو البنك المركزي.<sup>٦٣</sup> ومن الحلول المطروحة التأمين من خلال الاشتراك بعقود ضمان مع الشركات المتخصصة بضمان الاستثمار.

ولعل أكثر الحلول التي طبقت للتعامل مع هذه المخاطر هو عقد الإيجار المنتهي بالتمليك الذي سبق بيان الخلاف فيه في المسألة الثانية من الفقرة (٣-١-١)، حيث ينبنى على هذا العقد أن يقوم المستأجر في نهاية العقد بشراء

الأصل بقيمة محددة مسبقاً. ويمكن أن يعد المستأجر طرفاً ثالثاً ضامناً إذا لم يكن هو المصدر للصكوك. وفي الواقع العلمي ونتيجة لتشابك المصالح والعلاقات بين أطراف التعاقد فإنه لا يمكن الفصل بين بعض الأطراف كالمستأجر والمصدر إلا اسماً. وحيث تم ترجيح عدم جواز هذه المعاملة فلا بد من البحث عن حول أخرى، وإلا ترتب على ذلك مخاطر عدم التوافق مع الشريعة.

ومن الحلول المطروحة تكوين احتياطي من أرباح حملة الصكوك لمواجهة هذه المخاطر.<sup>٦٤</sup> وحيث أن حملة الصكوك هم مصدر الاحتياطي فلا يعد ذلك في الواقع من وسائل التوقي من خطر تقلب قيمة الموجودات.

ومن مخاطر السوق مخاطر التغير في سعر الصرف خاصة في ظل التوسع في إصدار الصكوك الدولية ووجود المستثمرين في عدة دول تتعامل بعملات مختلفة. ولعل أفضل وسيلة لإدارة هذه المخاطر هو تنويع المحفظة الاستثمارية من الصكوك بحيث تكون بعملات مختلفة.

### ٢-٢-٣ عوائد صكوك الإجارة

تتميز عوائد الإجارة مقارنة بعقود المشاركة باستقرار العوائد، بالنظر لإمكانية تحديدها ومعرفتها مسبقاً. ولهذا فإن مخاطر تقلب عوائد صكوك الإجارة منخفضة نسبياً. غير أنها تتأثر بمخاطر السوق كالفوائد؛ فارتفاع قيمة الموجودات في مقابل ثبات أقساط الإيجار يقلل من العوائد الحقيقية للصكوك، والعكس صحيح. وتزداد درجة المخاطرة كلما زادت مدة الإجارة بأقساط إجارة ثابتة.

وفي التطبيق وبالنظر للغرض التمويلي الأساسي من استخدام الصكوك بديلاً عن السندات، فقد كان هناك حرص كبير على التعامل مع التقلبات التي

تحصل في تكلفة التمويل، لتقليل المخاطر التي يتعرض لها المصدر؛ ما دفع العاملين في هذه الصناعة للبحث عن حلول يتم من خلالها تعويم العوائد (أقساط الإجارة) حسب تقلبات سعر الفائدة أو مؤشر الربح بين المصارف الإسلامية الذي سبقت الإشارة إليه.

ومن لحلول المطروحة، كما هو الحال في مخاطر السوق المرتبطة بتقلب قيمة الموجودات، اقتراح ضمان طرف ثالث، وتكوين احتياطي من أرباح حملة الصكوك، والتأمين على الديون.

### ٣-٢-٣ مخاطر الائتمان

وهذه المخاطر موجودة في صكوك الإجارة بسبب المديونية التي تترتب على عقد الإجارة. وتتعلق هذه المخاطر بالملاءة المالية للملتزم بسداد الأقساط الإيجارية. وتقل المخاطرة كلما زاد احتمال قيام المستأجر بسداد أقساط الإجارة كاملة وفي أوقاتها المحددة. ويلحظ أن ربط الإيجار وبالتالي عوائد الصكوك بمؤشر السوق يقلل من احتمال تعثر المستأجر في السداد.

ويلحظ أن طبيعة الصكوك بصفقتها تمثل ملكية تقلل من هذا الخطر؛ فملكية المنفعة أو العين والحق في التصرف فيها في حالة إخفاق المستأجر من أهم الضمانات. علاوة على ذلك يمكن تقليل هذا النوع من المخاطرة بعدة صيغ مشروعة تضمن حقوق حملة الصكوك، مثل الكفالة والرهن والحوالة على مليء.

### ٤-٢-٣ مخاطر عدم التوافق مع الشريعة

وتعرف بأنها مخاطر انخفاض قيمة الصكوك نتيجة لعدم التزام المصدر بالمعايير الشرعية لإصدار وتداول الصكوك. وتزداد هذه المخاطر مع توجه إصدارات الصكوك للتوافق الشكلي مع الشريعة، كما حصل في الأونة

الأخيرة.

ويتطلب تقليل هذه المخاطر قيام الهيئات الشرعية للإصدارات بدور أكبر في مراجعة هياكل الصكوك، ومراقبة تطبيقها. كما يسهم في تقليل هذه المخاطر وجود مؤسسات داعمة لإصدار صكوك أكثر توافقاً مع الشريعة وخاصة هيئات التقييم والتصنيف التي تأخذ في الحسبان مدى توافق هياكل الصكوك مع الشريعة عند إصدار تصنيفاتها، إضافة إلى قيام السلطات الرقابية بدور أكبر في سن الأنظمة وتشجيع قيام المؤسسات التي تساند إصدار صكوك متوافقة بشكل أكبر مع الشريعة.

ومن الملاحظات المتعلقة بهذا النوع من المخاطر: اختلاف المذهب الفقهي، فالمذهب الذي يجيز العينة والإلزام بالوعد ويتوسع في الصور المقبولة لبيع الدين على سبيل المثال سيسمح بتطبيقات مبنية على هذه الصيغة، ولكنها لن تكون مقبولة من المستثمرين الذين يؤمنون بحرمة هذه المعاملات.

### ٣-٢-٥ مخاطر التشغيل

وترتبط بمدى قدرة حملة الصكوك على تنفيذ البنود التي تتضمنها اتفاقيات الإصدار في الحالات المختلفة، مثل قدرة حملة الصكوك (مالكي الأصل المؤجر) على إلزام المستأجر بإعادة الأصل في حالة إفلاسه أو تأخره في سداد الإيجار. ومن المخاطر المتعلقة بالتشغيل مخاطر سيولة الصكوك في حال عدم وجود سوق نشطة لتداولها، إضافة إلى مخاطر تأثير قيمة الأصل المؤجر بسبب سوء الصيانة.

### ٣-٢-٦ مخاطر البنية المؤسسية والتنظيمية

كما بدى جلياً من تجارب تطبيق الصكوك، من أهم المخاطر التي تواجه نمو هذه السوق عدم وجود البيئة التنظيمية والمؤسسية، والمتمثلة

بالأنظمة المختلفة التي يتطلبها إصدار الصكوك وتداولها، وخاصة الموجهة لحماية حقوق حاملي الصكوك بسبب ضعف هذه الحماية في ظل الهياكل الحالية. ولا شك أن سن الأنظمة بحد ذاته ليس كافياً بل يتطلب وجود سلطات رقابية تقوم على متابعة تنفيذ هذه الأنظمة بفعالية كبيرة.

## ٥ - مقترحات لتطوير صكوك الإجارة

تبين من خلال تقويم صكوك الإجارة من الناحيتين الشرعية والاقتصادية أن أكبر إشكال يرد على صكوك الإجارة هو مسألة ضمان المصدر لشراء العين المؤجرة بسعر محدد مسبقاً، ما يقرب الإصدار إلى تمويل بالدين كما هو الحال في أغلب الصكوك التقليدية.

فصكوك الإجارة وفق أغلب الهياكل المطبقة عبارة عن منظومة عقدية متكاملة و مترابطة تتألف من عدة عقود و وعود متسلسلة و متتابعة على وجه لا يقبل التفكيك و التجزئة صيغت لتحقيق هدف تمويلي محدد. حيث تبيع الشركة الممولة - بيعاً صورياً- أصولاً عقارية تملكها إلى الممول (حملة الصكوك) بثمن معجل عبر شركة ذات غرض خاص، ثم تستعيد الشركة الممولة ما باعته صورياً من أصول عقارية عبر عقد تأجير و تعهد ملزم بالشراء؛ بثمن مؤجل مقسط على عدة سنوات يزيد عن الثمن الحال؛ بمقدار مؤشر الفائدة مضافاً إليه الفائدة المتفق عليها في العقد.

كما لوحظ على هياكل صكوك الإجارة أن الجهة التي تمثل حملة الصكوك هي الشركة المصدرة، وقد عينها حملة الصكوك منذ الاكتتاب و كلاً عنهم؛ ولكن القرار في أغلب الهياكل بيد هذه الشركة التابعة في حقيقة الأمر للشركة الممولة، ولا سلطة لحملة الصكوك في عزلها أو التحكم في قرارها، وعليه فلا يملك حملة الصكوك خياراً حقيقياً في التصرف في الأعيان أو عدم



بيعها على الشركة الممولة، بل لا يوجد نص في الاتفاقية يدل على أن لحملة الصكوك خياراً في التصرف في الأعيان المصككة.

والخلاصة أن الأطراف في صكوك الإجارة يوقعون على أكثر من عقد في مجلس واحد، "عقد بيع"، ثم "عقد إجارة"، ثم "وعد ملزم بالشراء"، ثم توقيع "عقد البيع في نهاية الإصدار"، ويتحصل من ذلك بقاء الأعيان عند مالكيها وتحت تصرفه، وكأن شيئاً لم يكن، وإنما اقترض نقوداً وردها بأكثر منها مقسطة خلال خمس سنوات. وقد أكد هذه النتائج عدد من الأبحاث والدراسات المسحية التي أجريت على عينة من صكوك الإجارة<sup>٦٥</sup>

وعليه فإنه من المهم تطوير هياكل جديدة لصكوك الإجارة وغيرها تكون متوافقة حقيقة وليس شكلاً مع المعايير الشرعية. وهي مهمة ليست سهلة وتتطلب تضافر جهود مؤسسات ودول لتوجيه سوق إصدار الصكوك وتداولها بما يتفق مع الشريعة ويحمي حقوق حملة الصكوك.

ومن المقترحات التي يطرحها البحث لتطوير سوق صكوك الإجارة ما

يلي:

- أن يتم تقييم الأصول المؤجرة في نهاية فترة الإجارة بقيمتها السوقية، وهو أمر يزيد بلا شك من مخاطر الإصدار، ولكنه متطلب شرعي أساسي، ومتوافق بشكل أكبر مع تعريف الصكوك التي هي في الواقع أقرب إلى الأسهم من السندات. ويمكن التقليل من المخاطر السوقية في هذه الحالة من خلال تطوير سوق التثمين العقاري بما يضمن وجود تقييم عادل للأصول العقارية في نهاية مدة الإجارة يرضى به جميع الأطراف ذوي العلاقة. ولا يمنع ذلك من السعي للتحوط من هذه المخاطر للتخفيف من حدتها من خلال أدوات مشروعة للتحوط.

- بالنظر لكون صكوك الإجارة حسب التعريف أقرب إلى الأسهم منها إلى السندات، فإن حسن إدارة أموال حملة الصكوك من قبل المصدر يحتل مرتبة عالية مقارنة بملاءته وجدارته الائتمانية. وهذه النظرة مغايرة للنظرة السائدة لصكوك الإجارة على أنها بديل للسندات، وتتطلب بدورها دوراً مختلفاً لشركات التقييم والتصنيف بحيث تقيم وتصنف المصدر بناء على كفاءته في إدارة الإصدار وليس بناء على جدارته الائتمانية.
- يتضح من المقترحين أعلاه أن سوق الصكوك قد لا تكون قادرة على تصحيح نفسها بنفسها، وإن تطويرها يتطلب تضافر سن أنظمة وبناء مؤسسات جديدة، أو على الأقل تطوير الأنظمة وتعديل دور المؤسسات بما يتواءم مع احتياجات إصدار الصكوك وتداولها حسب المعايير الشرعية المعتمدة.

## ٦ - ملاحظات ختامية

يمكن تلخيص أهم نتائج وتوصيات البحث في النقاط الآتية:

- الصكوك (وخاصة صكوك الإجارة) ليست بديلاً للسندات، بل نوع خاص من الأسهم، ويجب أن يكون المساهمون هم فعلاً أصحاب القرار فيما يتعلق بأصول الشركة، ما يتطلب سن الأنظمة وإنشاء السلطات الرقابية التي تحمي حقوق حملة الصكوك.
- الشراء والبيع بسعر السوق مهم لنجاح كثير من صيغ التمويل الإسلامي ومنها صكوك الإجارة، وهو ما يتطلب وجود صناعة منظمة للثمين العقاري.
- تتطلب طبيعة الصكوك عموماً نموذج تقييم وتصنيف مختلف، ما

يتطلب من شركات التقييم والتصنيف تطوير نماذج جديدة لتقييم حسن إدارة الأموال (الكفاءة الاقتصادية) وليس فقط الجدارة الائتمانية للشركة الممولة، إضافة إلى إدخال معايير التوافق مع الشريعة ضمن معاييرها لتصنيف الصكوك الإسلامية.

● لا يزال الدور الريادي في إصدار الصكوك الإسلامية لبنوك أجنبية، مع قلة عدد البنوك الاستثمارية الإسلامية المشاركة فيها، بسبب عدم توافر الموارد البشرية المؤهلة، ما يتطلب تأهيل متخصصين ومهنيين متميزين بالمعرفة والمهارات الأساسية والرؤية الشرعية من خلال برامج أكاديمية معتمدة تمكنهم من المنافسة في سوق إصدار الصكوك وتداولها.

● لا تزال السوق الثانوية للصكوك ضعيفة لقلة عدد الإصدارات التي يتم تداولها فعلاً، حيث يفضل معظم المستثمرين الاحتفاظ بالصكوك لعدم وجود بدائل لها، ولعدم وجود سماسرة وصناع سوق متخصصين في تقديم عروض وطلبات مستمرة، ما يتطلب اتخاذ مبادرات لتطوير سوق الصكوك الأولية والثانوية، بما يتيح المجال للاكتتاب فيها وتداولها لأكبر شريحة من الجمهور.

● تفتقر الصكوك الإسلامية لمؤسسات البنية التحتية المساندة مثل أنظمة التداول والتسوية، ومؤسسات تقييم الإصدارات ومراقبة أدائها، ومعايير محاسبة ومراجعة قياسية، ما يتطلب إيجاد البنية التشريعية المنظمة لإصدار الصكوك وإدراجها وتداولها.

● الأسواق المالية الإسلامية بحاجة أكبر من نظيرتها التقليدية إلى تنوع منتجاتها من خلال تطوير هياكل مبتكرة للصكوك. فتوافر السندات في الأسواق المالية التقليدية التي تضمن الفائدة (على الأقل من الناحية القانونية) مع وجود الأسهم قلل من الحاجة لابتكار أدوات مهجنة تجمع

بين خصائص الأسهم والسندات. فالشركات يمكن أن تختار هيكل التمويل الأمثل لها بالاعتماد على التمويل بالسندات مقابل الأسهم، كما أن المستثمر يمكن أن يختار المحفظة المثلى بالنسبة له من خلال التوليفة المناسبة من السندات والأسهم التي تغني عن أي منتج مهجن. ولا شك أن إلغاء طرف التمويل بالسندات الخالية نظرياً من المخاطرة يتطلب تطوير أدوات تمويل قائمة على المشاركة ولها مخاطر أقل وهذا أحد أهم مجالات تطوير المنتجات المطلوبة للسوق المالية الإسلامية. وهو ما يدفع للاستمرار في مراجعة هيكله الصكوك الإسلامية، وتطويرها لتصبح أكثر توافقاً مع الضوابط الشرعية، ومتطلبات توزيع المخاطر.

● يتوافق التوجه لابتكار أدوات جديدة قائمة على المشاركة مع كثير من الدعوات التي أعقبت الأزمة المالية العالمية في عام ٢٠٠٨ م. إذ لا حظ المراقبون لمنتجات الهندسة المالية أنها ركزت على تطوير أدوات الدين على حساب أدوات المشاركة. هذا من جهة، ومن جهة أخرى لم تستطع كثير من المنتجات أن تحقق الهدف التي طورت من أجله بسبب إساءة استخدامها من قبل المستثمرين والمضاربين. وقد دفع ذلك كثير من المتخصصين للدعوة إلى تطوير مزيد من أدوات التمويل بالمشاركة بصفتها من عوامل الاستقرار الاقتصادي، بالإضافة إلى تحقيق قدر أكبر من التوافق المقصد من تصميم المنتج وطريقة استخدامه من قبل المستهلك، وهو ما قد يتطلب فرض قيود على استخدام المنتجات الجديدة بما يضمن تحقيقها لمقاصدها.<sup>٦٦</sup> ويمكن النظر بشكل إيجابي لضوابط التمويل الإسلامي بأنها قيود تضمن توافق استخدام المنتجات مع مقاصدها المشروعة.

\* يشكر الباحثان جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية ممثلة في برنامج تمويل المشروعات البحثية بعمادة البحث العلمي لتقديم الدعم المالي لإنجاز هذا البحث، وكرسي سابق لدراسات الأسواق المالية الإسلامية على دعم تطوير البحث ونشره. كما نتوجه بالشكر لفضيلة الدكتور حامد ميرة والشيخ عبد الملك الجاسر ومستشار البحث المحامي محمد الجدعان، على ما قدموه من جهود لإنجاز البحث وتنقيحه. ويتحمل الباحثان المسؤولية الكاملة عن كل ما ورد في البحث.

<sup>1</sup> قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي رقم ٣٠ (٤/٣) بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار في دورته الرابعة (١٤٠٨هـ)

<sup>2</sup> المعايير الشرعية لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار الشرعي السابع عشر (صكوك الاستثمار).

<sup>3</sup> Ijal Alvi, Sukuk Market Overview & Structural Trends (2012)

<sup>4</sup> بيان هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بشأن تطبيق معيار صكوك الاستثمار، فبراير ٢٠٠٨م.

<sup>5</sup> قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي رقم ١٨٨ (٢٠/٣) بشأن استكمال موضوع الصكوك الإسلامية

<sup>6</sup> Alvi, op. cit., p 6-7.

<sup>7</sup> للمزيد من التفصيل يراجع العقود المالية المركبة للعمراني.

<sup>8</sup> صكوك الحقوق المعنوية لحامد ميرة

<sup>9</sup> ينظر: صكوك الإجارة، د. حامد ميرة. وصكوك الإجارة خصائصها وضوابطها: دراسة فقهية واقتصادية، أ.د. علي محيي الدين القره داغي

<sup>10</sup> ينظر: سندات الإجارة. د. منذر قحف ص: (٦٣-٧٢)، صكوك الإجارة أ. د. نزيه حماد ص: (٥)، صكوك الإجارة. د. السيد محمد أحمد السريتي ص: (٥-٦).

(١١) ينظر: المنتقى للباجي ١١٧/٥، وحاشية قليوبي وعميرة ٦٩/٣ ومطالب أولي النهى للرحيبياني ٦١٣/٣. والإجارة في الذمة للدكتور محمود مهيدات، موقع رسالة الإسلام، والإجارة الموصوفة في الذمة للدكتور يوسف الفراج. صحيفة الاقتصادية ٢٠٠٨م. ١٢ المعايير الشرعية لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار الشرعي السابع عشر، ص: (٣٢٥).

(١٣) ينظر: تعقيبه على بحث اشتراط الإجارة في عقد البيع ص ١٢ الملتقى الفقهي الرابع للراجعي.

(١٤) ينظر: صكوك الإجارة ص(٢٣-٢٧) وإجارة العين لمن باعها ص ٩-١٤.

(١٥) كما صرح بذلك في الملتقى الفقهي الرابع لمصرف الراجعي حيث تراجع عن رأيه الذي وافق فيه على إجازة منتج صكوك حكومة البحرين.

(١٦) ينظر تعقيبه في ملتقى الراجعي.

(١٧) ينظر تعقيبه في ملتقى الراجعي.

(١٨) ينظر: إجارة العين لمن باعها لنزيه حماد ص ٩-١١ وصكوك الإجارة لحامد ميرة ص ٤٠٦-٤٠٧.

(١٩) ينظر: اشتراط الإجارة في عقد البيع، أ.د. عبد الله العمار ص ٤٣، وتعقيب الشيخ محمد تقي العثماني ص(١-٢)، وتعقيب الدكتور عبد الستار أبو غدة ص(٤) من الملتقى الفقهي الرابع لمصرف الراجعي.

(٢٠) ينظر: صكوك الإجارة لحامد ميرة ٤٠٧-٤٠٩.

(٢١) ينظر: تعقيب الدكتور عجيل النشمي في الملتقى الفقهي الرابع لمصرف الراجعي ص ٧ وصكوك الإجارة لحامد ميرة ص ٤٠٩.

(٢٢) إعلام الموقعين ٣/٣٢٣.

(٢٣) للاستزادة في بيع الوفاء ينظر: المنفعة في القرض للعمراني ص ٣٦٨.

(٢٤) ينظر تعقيب الدكتور عبد الستار أبو غدة في الملتقى الفقهي الرابع لمصرف الراجعي ص ٦.

(٢٥) مثل: إصدار صكوك البحرين عام ٢٠٠٤م والذي باعت فيه الحكومة جزءاً مشاعاً من أرض مطار البحرين الدولي.

(٢٦) ينظر: صكوك الإجارة لحامد ميرة ص ٤١٣-٤١٤.

(٢٧) ينظر: صكوك الإجارة، حامد ميرة.

(٢٨) ينظر: بدائع الصنائع للكاساني (١٩٣/٤)، البحر الرائق شرح كنز الدقائق لابن نجيم (٢٩٧/٧)، بلغة السالك لأقرب المسالك للصاوي (٤٦٨/٣)، شرح مختصر خليل للخرشي (٣/٧)، المهذب للشيرازي (٣٩٩/١)، حواشي الشرواني على تحفة المحتاج في شرح المنهاج (١٢١/٦)، المغني لابن قدامة (٢٥٥/٥)، مطالب أولي النهى للرحيبياني (٥٨٧/٣).

(٢٩) حكى الاتفاق على هذا الشرط ابن قدامة -رحمه الله- في المغني (٢٥٥/٥).

(٣٠) ينظر: بدائع الصنائع (١٨٤/٤)، المدونة (٤٨٧/٣)، منح الجليل (٤٥٤ /٧)، حاشية البجيرمي على الخطيب (٢١٠-٢١١/٣)، كشاف القناع (٥٥٧-٥٥١/٣)، المغني لابن قدامة (٢٨٥/٥).

(٣١) ينظر: الذخيرة للقرافي (٣٨٥/٥).

(٣٢) جامع المسائل، شيخ الإسلام ابن تيمية، المجموعة الرابعة، ت: محمد عزيز شمس، ص: (٣٣٦-٣٣٧).

(٣٣) ينظر: صكوك الإجارة. أ.د. علي محيي الدين القره داغي. بحث -غير مطبوع- مقدم لمجمع الفقه الإسلامي في دورته الخامسة عشرة. ص: (١٤-١٧).

(٣٤) مجموع فتاوى ورسائل شيخ الإسلام ابن تيمية. (٢٩/٢٢-٢٣).

(٣٥) مؤشر سعر الفائدة هو: مقياس دولي منضبط يتم به تحديد سعر الفائدة الربوية على الإقراض، وتسترشد به البنوك في تحديد سعر الفائدة عند الإقراض والاقتراض تحت إشراف البنك المركزي في كل بلد.

ومن أشهر هذه المقاييس هو مقياس الليبور (LIBOR)، وهي حروف ترمز إلى: (The London Inter Bank Offer Rate أي: سعر الإقراض بين البنوك في لندن، ومنها: (SIBOR)، وهي حروف ترمز إلى: (The Saudi Inter Bank Offer Rate) أي: سعر الإقراض بين البنوك في السعودية. ينظر: نحو مؤشر إسلامي للمعاملات المالية الآجلة، مع التطبيق على المصارف الإسلامية. د/ حسين حسين شحاته. العدد الرابع من حولية البركة. ص: (١٩٠-١٩١، ٢١٠-٢١١).

(٣٦) المرجع السابق (٤٦/٢٩).

0 المرجع السابق (٤٨/٢٩).

(٣٨) ونص ذلك: "...وينص في هذا العقد على أن مدة الإيجار هي عشر سنوات، مقسمة إلى وحدات زمنية ينص عليها في العقد، مدة كل وحدة ستة أشهر تدفع في بدايتها. فتدفع أجرة الأشهر الستة الأولى عند توقيع العقد، ثم يعاد النظر في الأجرة كل ستة أشهر أخرى وفقاً لأجر المثل وتقلباته".

(٣٩) ونص البند (٣/٢/٥): "في حالة الأجرة المتغيرة يجب أن تكون الأجرة للفترة الأولى محددة بمبلغ معلوم، ويجوز في الفترات التالية اعتماد مؤشر منضبط، ويشترط أن يكون هذا المؤشر مرتبطاً بمعيار معلوم لا مجال فيه للنزاع؛ لأنه يصبح هو أجرة الفترة الخاضعة للتحديد، ويوضع له حد أعلى وحد أدنى".

(٤٠) وذلك في فتاها رقم: (٦٢٥).

(٤١) وذلك في فتاها رقم: (٢٠).

(٤٢) ينظر: كتاب الإجارة د. عبد الستار أبو غدة. ص: (٤٠-٣٩).

٤٣ يراجع:

<http://ara.reuters.com/article/businessNews/idARACAE7AL00J20111122>

(٤٤) ينظر: صكوك الإجارة، حامد ميرة.

(٤٥) ينظر: سندات الإجارة والأعيان المؤجرة. د/ مذكر قحف ص: (٨٦-٨٨).

(٤٦) ينظر: صكوك الإجارة، حامد ميرة، صكوك الإجارة الموصوفة في الذمة والمنتهية بالتمليك، د/ عبدالله العمراني.

(٤٧) ينظر: قرار مجمع الفقه الإسلامي رقم: (٣٠)، (٤/٣)، التنمية بالسندات المشروعة، د. عبد الستار أبو غدة ص: (١٩٩)، الخدمات الاستثمارية في المصارف، د. يوسف بن عبدالله الشبيلي ص: (٩٥١).

(٤٨) وذلك في الدورة: الخامسة عشر، والمنعقدة في سلطنة عمان (مسقط) في الفترة: ١٠-١٥ / محرم / ١٤٢٥ هـ.

(٤٩) ينظر: الفقرة: (٧) من قرار مجمع الفقه الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي رقم: (١٣٧) والفقرة رقم: (٦/٢/٥) من معيار: "صكوك الاستثمار" من معايير هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بالبحرين. ص: (٣١٩).

(٥٠) ينظر المعايير ص ٣١٩.



(٥١) منهم أ.د. نزيه حماد في صكوك الإجارة ص ٢١، و أ.د. حسين حامد حسان في صكوك الاستثمار ص ٤٠ والدكتور منذر قحف في مسندات الإجارة ص ٥٥.

(٥٢) ينظر: صكوك الإجارة للقره داغي ص ٣٦.

(٥٣) ينظر: صكوك الإجارة لحامد ميرة.

(٥٤) ينظر: المرجع السابق ص ٢٧٣.

(٥٦) ينظر: صكوك الإجارة لحامد ميرة ص ٣٧٢.

(٥٧) ينظر: سندات الإجارة والأعيان المؤجرة د. منذر قحف ص (٥٦).

(٥٨) ينظر: صكوك الإجارة لحامد ميرة ص ٣٧٤.

(٥٩) ينظر: صكوك الاستثمار أ.د. حسين حامد حسان ص ٤٠.

(٦٠) ينظر: صكوك الإجارة أ.د. نزيه حماد ص ٢١-٢٢...

<sup>٦١</sup> ينظر: المخاطر في الصكوك وموقف الشريعة من ضمانها لعبد الستار أبو غدة، ص ٢

<sup>٦٢</sup> قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي رقم ٣٠ (٤/٣) بشأن سندات المقارضة وسندات

الاستثمار في دورته الرابعة (١٤٠٨هـ)

<sup>٦٣</sup> أبو غدة، المرجع السابق، ص ٥.

<sup>٦٤</sup> المرجع السابق، ص ٥.

<sup>٦٥</sup> للمزيد يراجع بحث (تقويم نقدي للقضايا الشرعية المتعلقة بملكية الصكوك القائمة

على الأصول - د. سعيد بوهراوة و د. أشرف دسوقي) وبحث (صكوك الاستثمار

الإسلامية - رؤية مقاصدية - د. عبد الباري مشعل).

<sup>٦٦</sup> ينظر لمزيد من التفاصيل:

Financial Innovation: Too Much or Too Little? Michael Haliassos (Editor), MIT press, 2013

## المراجع

١. إجارة العين لمن باعها، للدكتور نزيه حماد، ورقة مقدمة الملتقى الفقهي الرابع للراجعي، الرياض، ١٤٢٤هـ
٢. الإجارة د. عبد الستار أبو غدة، مجموعة دلة البركة، ١٤١٩هـ
٣. الإجارة في الذمة للدكتور محمود مهيدات، ورقة غير منشورة.
٤. اشتراط الإجارة في عقد البيع، للدكتور عبد الله العمار، الملتقى الفقهي الرابع للراجعي، الرياض، ١٤٢٤هـ
٥. إعلام الموقعين عن رب العالمين، شمس الدين محمد بن قيم الجوزية، تحقيق: مشهور بن حسن آل سلمان، دار ابن الجوزي - الدمام، الطبعة: الأولى، عام: ١٤٢٣هـ
٦. البحر الرائق شرح كنز الدقائق للشيخ زين الدين ابن نجيم الحنفي، دار المعرفة، بيروت لبنان، الطبعة الثانية، بدون.
٧. بدائع الصنائع في ترتيب الشرائع، الإمام علاء الدين أبوبكر بن مسعود الكاساني، دار الكتب العلمية - بيروت، الطبعة: الثانية، عام: ١٤٠٦هـ
٨. بلغة السالك لأقرب المسالك إلى مذهب الإمام مالك للشيخ أحمد بن محمد الصاوي المالكي، دار المعرفة، بيروت لبنان، ١٤٠٩هـ
٩. بيان هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بشأن تطبيق معيار صكوك الاستثمار، فبراير ٢٠٠٨م.
١٠. تعقيبات الدكتور الصديق الضير والدكتور عبد الستار أبو غدة والدكتور حسين حامد حسان والشيخ محمد تقي العثماني والدكتور عجيل النشمي على بحث اشتراط الإجارة في عقد البيع، الملتقى الفقهي الرابع للراجعي، الرياض، ١٤٢٤هـ
١١. تقويم نقدي للقضايا الشرعية المتعلقة بملكية الصكوك القائمة على الأصول - د. سعيد بوهرارة و د. أشرف دسوقي، بحث مقدم لندوة: الصكوك الإسلامية عرض وتقويم، التي نظمها: مجمع الفقه الإسلامي الدولي، ومركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي بجامعة الملك عبد العزيز، والمعهد الإسلامي للبحوث والتدريب التابع للبنك الإسلامي

- للتنمية، ١٠ - ١١ جمادى الآخرة ١٤٣١ هـ الموافق: ٢٤ - ٢٥ مايو ٢٠١٠ م
١٢. التمويل بالإجارة الموصوفة في الذمة المنتهية بالتمليك، للدكتور يوسف الفراج. صحيفة الاقتصادية السبت ١٤٣٠-١١-٥ هـ الموافق ٢٤ أكتوبر ٢٠٠٩ العدد ٥٨٥٧
١٣. التنمية بالسندات المشروعة لاستثمار متوسط وطويل الأجل، د. عبد الستار أبو غدة، الندوة الفقهية الخامسة، بيت التمويل الكويتي، ٢ - ٤ نوفمبر ١٩٩٨.
١٤. جامع المسائل، شيخ الإسلام ابن تيمية، المجموعة الرابعة، ت: محمد عزيز شمس
١٥. حاشية البجيرمي على الخطيب "تحفة الحبيب على شرح الخطيب"، سليمان بن محمد بن عمر البجيرمي، دار الكتب العلمية، -بيروت-، الطبعة: الأولى، عام: ١٤١٧ هـ
١٦. حاشية قليوبي وعميرة، شهاب الدين أحمد بن أحمد بن سلامة القليوبي، تحقيق: مكتب البحوث والدراسات، دار الفكر، بيروت، الطبعة الأولى، ١٤١٩ هـ
١٧. حاشية الشيخ عبد الحميد الشرواني على تحفة المحتاج لابن حجر، دار إحياء التراث العربي، بدون.
١٨. الخدمات الاستثمارية في المصارف وأحكامها في الفقه الإسلامي، يوسف بن عبد الله الشبيلي، دار ابن الجوزي، ١٤٢٥ هـ
١٩. الذخيرة لشهاب الدين أحمد بن إدريس القرافي، تحقيق الأستاذ محمد بوخبزة، دار الغرب الإسلامي، بيروت لبنان، الطبعة الأولى ١٩٩٤ م.
٢٠. سندات الإجارة والأعيان المؤجرة، د/ منذر قحف، المعهد الإسلامي للبحوث التدريب بالبنك الإسلامي للتنمية، الطبعة الأولى عام ١٤١٥ هـ
٢١. شرح الخرشي على مختصر خليل، وبهامشه حاشية العدوي، دار صادر بيروت، بدون.
٢٢. صكوك الإجارة الموصوفة في الذمة والمنتهية بالتمليك، د/ عبد الله بن محمد العمراني، بحث منشور في مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، م ٢٤ عدد ٢، ١٤٣٢ هـ/ ٢٠١١ م.
٢٣. صكوك الإجارة: دراسة فقهية تأصيلية تطبيقية، حامد بن حسن ميرة، دار الميمان -الرياض-، الطبعة: الأولى، عام: ١٤٢٩ هـ

٢٤. صكوك الإجارة، أ.د. نزيه حماد. مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، العدد الخامس عشر، الجزء الثاني. جدة المملكة العربية السعودية
٢٥. صكوك الإجارة، خصائصها وضوابطها - دراسة فقهية اقتصادية - إعداد: أ.د. / علي محي الدين القره داغي، بحث مقدم لمجمع الفقه الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي في دورته الخامسة عشرة، والمنعقد في الفترة ٦-١١/٣/٢٠٠١م في مسقط، سلطنة عمان.
٢٦. صكوك الإجارة، الدكتور السيد محمد أحمد السريتي مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، العدد الخامس عشر، الجزء الثاني. جدة المملكة العربية السعودية
٢٧. صكوك الاستثمار الإسلامية - رؤية مقاصدية - د. عبد الباري مشعل، بحث مقدم لندوة: الصكوك الإسلامية عرض وتقويم، التي نظمها: مجمع الفقه الإسلامي الدولي، ومركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي بجامعة الملك عبد العزيز، والمعهد الإسلامي للبحوث والتدريب التابع للبنك الإسلامي للتنمية، ١٠ - ١١ جمادى الآخرة ١٤٣١هـ الموافق: ٢٤ - ٢٥ مايو ٢٠١٠م
٢٨. صكوك الاستثمار، أ.د. / حسين حامد حسان، بحث غير منشور مقدم لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بالبحرين.
٢٩. صكوك الحقوق المعنوية لحامد بن حسن ميرة بحث مقدم لندوة (الصكوك الإسلامية: عرض وتقويم) المنعقد في جامعة الملك عبد العزيز في جدة خلال الفترة ١٠-١٢ جمادى الثانية ١٤٣١هـ
٣٠. العقود المالية المركبة: دراسة فقهية تأصيلية وتطبيقية للدكتور عبد الله العمراني، دار كنوز أشبيليا بالرياض الطبعة الأولى سنة ١٤٢٧هـ
٣١. قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي رقم ١٨٨ (٢٠/٣) بشأن استكمال موضوع الصكوك الإسلامية في دورته العشرين المنعقدة في وهران في الجزائر من ٢٦ شوال إلى ٢ من ذي القعدة ١٤٣٣هـ، الموافق ١٣-١٨ سبتمبر (أيلول) ٢٠١٢م.

٣٢. قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي رقم ٣٠ (٤/٣) بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار في دورته الرابعة بجدة في المملكة العربية السعودية من ١٨-٢٣ جمادى الآخرة ١٤٠٨ الموافق ٦-١١ شباط (فبراير) ١٩٨٨م،

٣٣. كشاف القناع عن متن الإقناع، منصور بن يوسف بن إدريس الجهوتي، تحقيق: طلال مصيلحي، دار الفكر، بيروت، ١٤٠٢ هـ.

٣٤. مجموع فتاوى ورسائل شيخ الإسلام ابن تيمية، جمع: عبد الرحمن بن قاسم العاصمي النجدي، مكتبة ابن تيمية، الطبعة: الثانية، تاريخ النشر: لا يوجد.

٣٥. المخاطر في الصكوك وموقف الشريعة من ضمانها - أ.د. عبد الستار أبو غدة، بحث مقدم لندوة: الصكوك الإسلامية عرض وتقويم، التي نظمتها: مجمع الفقه الإسلامي الدولي، ومركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي بجامعة الملك عبد العزيز، والمعهد الإسلامي للبحوث والتدريب التابع للبنك الإسلامي للتنمية، ١٠ - ١١ جمادى الآخرة ١٤٣١هـ الموافق: ٢٤ - ٢٥ مايو ٢٠١٠م

٣٦. مطالب أولى النهى في شرح غاية المنتهى، مصطفى السيوطي الرحيباني، المكتب الإسلامي، دمشق، ١٩٦١م.

٣٧. المعايير الشرعية ١٤٢٨هـ - ٢٠٠٧م، النص الكامل للمعايير الشرعية التي تم اعتمادها حتى ذو القعدة ١٤٢٧هـ نوفمبر ٢٠٠٦م، المجلس الشرعي لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية - البحرين.

٣٨. المغني للشيخ موفق الدين أبي محمد عبد الله بن أحمد بن محمد بن قدامة المقدسي الحنبلي، تحقيق معالي الدكتور عبد الله بن عبد المحسن التركي، وفضيلة الدكتور عبد الفتاح الحلو، هجر للطباعة والنشر، القاهرة مصر، الطبعة الأولى ١٤٠٨هـ

٣٩. المنتقى شرح الموطأ، أبو الوليد سليمان بن خلف الباجي، دار الكتاب الإسلامي.

٤٠. منح الجليل شرح على مختصر، للشيخ محمد عيش، دار الفكر، بيروت لبنان، ١٤٠٩هـ.

٤١. المنفعة في القرض، عبد الله بن محمد العمراني، دار ابن الجوزي، الرياض، ١٤٢٧هـ.

٤٢. المهذب للشيخ أبي إسحاق إبراهيم بن علي الشيرازي، مطبعة عيسى البابي

الحلي وشركاه بمصر، بدون.

٤٣. نحو مؤشر إسلامي للمعاملات المالية الآجلة، مع التطبيق على المصارف الإسلامية.

د. حسين حسين شحاته. العدد الرابع من حولية البركة.

٤٤. الهيئة الشرعية لبيت التمويل الكويتي، فتوى رقم: (٦٢٥). فتوى رقم: (٢٠).

مراجع باللغة الإنجليزية:

1. Ijlal Ahmed Alvi, Sukuk Market Overview & Structural Trends, Presentation to IIFM Industry Seminar on Islamic Capital Market, Liquidity Management & Risk Mitigation Instruments, Morning Pre-Conference Day Session, 19th Annual World Islamic Banking Conference Sunday, 9th December 2012, Kingdom of Bahrain.
2. Thomson Reuters, <http://ara.reuters.com/article/businessNews/idARACAE7AL00J20111122>
3. Financial Innovation: Too Much or Too Little? Michael Haliassos (Editor), MIT press, 2013

# Securitization in Islamic Financial Markets: The Case of Ijara Sukuk

## Abstract

The resolution of the Islamic *Fiqh* Academy on *sukuk* in 1998 opened the way for the first type of Islamic *sukuk* in 2001 in Bahrain. The *sukuk* market witnessed a rapid growth after the issuance of the *sukuk Sharia* standards by the Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI) in 2003. Given the widespread use of *ijara sukuk*, this paper focus on how *ijara sukuk* are structured, the role of various parties in the structures, and the types of contracts used. The paper reviewed the most applied *ijara sukuk* structures from both *Sharia* and Economic point of views, and provided recommendations to design better structures for *ijara sukuk*. Based on paper conclusions, the development of *sukuk* market requires introducing new regulation and institutions, or at least reforming the existing ones in line with the needs of *sukuk* market and compatibility with *Sharia* criteria.

**Keywords:** Sukuk, Securitization, Ijara Sukuk, Islamic Financial Markets, Structured Finance, Sukuk Market, Sukuk Issuance, Sukuk Trading, Islamic Financial Product Development.

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ  
الْحَمْدُ لِلَّهِ الَّذِي  
خَلَقَ الْمَوَدَّةَ بَيْنَ  
الَّذِينَ يَرْضَاهُ لِيُخْرِجَهُمْ  
مِنَ الظُّلُمَاتِ إِلَى النُّورِ بِإِذْنِهِ  
وَيَهْدِيَنَا إِلَى صِرَاطٍ مُسْتَقِيمٍ