

## الصكوك الإسلامية كأداة لضمان استقرار السيولة في البورصة

محمد حمو - جامعة الشلف  
جعفر هني محمد - جامعة الشلف

### ملخص البحث:

تشير بعض التقارير إلى الدور الكبير الذي تلعبه الصكوك الإسلامية في تمويل المشاريع لما لها من دور في التخفيف من الاعتماد المطلق على الإنفاق الرأسمالي الحكومي المحكوم بإيرادات الحكومات، فضلا عن دورها في تقليص الاعتماد على أدوات التمويل التقليدية كالقروض والسندات التقليدية يختص موضوع هذه الورقة البحثية بدراسة قضية هامة وهي قضية إمكانية تداول الصكوك الإسلامية في بورصة الجزائر كآلية لتطويرها وإمدادها بالسيولة اللازمة لتنشيطها.

وفي هذا الصدد جاء هذا المقال لِيُسَلِّط الضوء على أحد أهم الآليات التي يُمكن أن تستعملها الأسواق المالية لإمدادها بالسيولة عند الحاجة، وذلك باستخدام آلية التصكيك الإسلامي.

### الكلمات المفتاحية:

الصكوك الإسلامية، التصكيك، السيولة، بورصة الجزائر

### مقدمة:

ترتكز الأسواق بشكل عام على التمويل المباشر والتوجه أكثر فأكثر نحو أسواق الأوراق المالية، حيث تؤدي هذه الأوراق دورا مهما في تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات الأكثر مردودية، ومن أجل القيام بهذا الدور، توفر سوق الأوراق المالية مجموعة من الأدوات المالية التي تهيئ للمستثمر فرصا أوسع للاختيار، غير أنّ هذه الأوراق قد تجذب

مستثمر دون آخر، لذا يجب أن تكون هذه الأخيرة ذات جاذبية لجميع المستثمرين، وهذا ما يدفع للحديث عن الصكوك الإسلامية، وذلك لما تقدمه من ميزات مالية واستثمارية فريدة، وهي تسد جزءاً من الحاجة لباقة متكاملة من الأدوات المالية الإسلامية ذات المخاطر المتنوعة قادرة على بناء سوق مالية متكاملة من حيث أنواع الأدوات.

### أهمية الموضوع:

تتجلى أهمية البحث في بروز الصكوك كواحدة من أهم الأدوات المالية والتي استطاعت أن تجتهد لها موطئ قدم في أسواق المال العالمية، حيث استقطبت مستثمرين من دول ومؤسسات مختلفة ليس في العالم الإسلامي فحسب، وأصبحت موازية للسندات في الاستثمار التقليدي ومتاحة للجميع، أفراداً وشركات وحكومات في كثير من دول العالم.

### أهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة إلى تحقيق مجموعة من الأهداف تتمثل في الآتي:

- إبراز دور ووظائف الصكوك الإسلامية،
- إبراز دور التصكيك تطوير الأسواق المالية وإمدادها بالأدوات المالية الإسلامية،
- استشراف دور الصكوك في دعم وتطوير بورصة الجزائر.

### الإشكالية الرئيسية:

هذه الورقة البحثية ستناقش قضية أساسية تتمثل في البحث عن إجابة لسؤال مؤداه: ما هو الدور الذي يمكن أن تقوم به الصكوك الإسلامية في سبيل النهوض بالدور

### التنموي لبورصة الجزائر؟

### الأسئلة الفرعية:

- ما هي الصكوك الإسلامية؟ وما هو التصكيك؟
- ما هي الوظائف الاقتصادية للصكوك الإسلامية في سوق الصكوك؟
- هل يمكن للصكوك الإسلامية أن تتداول في الأسواق المالية التقليدية؟
- هل يمكن للصكوك الإسلامية أن تساهم في دعم وتطوير بورصة الجزائر؟

**منهجية الدراسة:**

يتبع البحث منهجية التحليل الوصفي والتحليل الاقتصادي النظري في مناقشة وتحليل الجوانب المختلفة للبحث للتوصل إلى استنتاجات وإجابات للتساؤلات المطروحة.

**تقسيمات الدراسة:**

إنَّ الإجابة على الإشكالية الرئيسية لهذا البحث تضمنت في تناول المحاور التالية في هذا البحث:

- المحور الأول:** التصكيك الإسلامي، مفهومه، مراحل أنواعه وآلياته،
- المحور الثاني:** دور الصكوك الإسلامية في دعم وتطوير الأسواق المالية،
- المحور الثالث:** واقع بورصة الجزائر في ظل محدودية الأدوات المالية،
- المحور الرابع:** استشراف دور الصكوك الإسلامية في النهوض بالدور التنموي لبورصة الجزائر.

**المحور الأول: التصكيك الإسلامي، مفهومه، مراحل أنواعه وآلياته**  
**أولاً- مفهوم التصكيك:**

تعددت مفاهيم الباحثين للتصكيك، ومنها ما يلي:

**1. تعريف مجمع الفقه الإسلامي للتصكيك:**

"يقصد بالتصكيك إصدار أوراق مالية قابلة للتداول، مبنية على مشروع استثماري يدر دخلاً<sup>(1)</sup>.

**2. تعريف التصكيك لدى مجلس الخدمات المالية الإسلامية\*:**

"التصكيك يعني إجراءات إصدار الصكوك وتتضمن الخطوات التالية:

- إنشاء موجودات: في التمويل التقليدي تكون عادة عبارة عن قروض أو ذمم حقوق أخرى، بينما في التمويل الإسلامي تكون عبارة عن موجودات قابلة للتصكيك حسب أحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها كالموجودات موضوع الإجارة.
- نقل ملكية الموجودات إلى كيان ذي غرض خاص يتصرف بصفة المصدر وذلك بوضعها في شكل أوراق مالية (صكوك).

- إصدار الأوراق المالية (الصكوك) إلى المستثمرين<sup>(2)</sup>.

### 3. تعريف عجيل جاسم النشمي للتصكيك:

" يقصد بالتصكيك عملية تحويل جزء أو مجموعة من الأصول غير السائلة والمدرة لدخل يمكن التنبؤ به التي تمتلكها المؤسسة إلى أوراق مالية قائمة على الشراكة في منافع هذه الأصول خلال فترة معينة، فهو يعني تحويل أو تقسيم أصل أو أكثر إلى صكوك<sup>(3)</sup>.

#### ثانيا- أركان عملية التصكيك:

التصكيك بصفته عقد له أركان تتمثل في الآتي:

#### 1- أطراف عملية التصكيك:

للتصكيك أطراف ينشأ العقد لها حقوقاً ويتدرب عليها التزامات، ويوجد أطراف رئيسية في هذا العقد إلى جانب أطراف أخرى تساعد هذه العملية.

#### 1-1- الأطراف الرئيسية التي تشارك في هذه العملية مباشرة، وهي:

- المنشئ: الجهة مالكة المشروع المنوي إقامته أو توسيعه، وقد يكون المنشئ شركة أو فرداً أو حكومة أو مؤسسة مالية، وينوب عنه في تنظيم عملية الإصدار مؤسسة مالية وسيطة مقابل أجر أو عمولة تحددها نشرة الإصدار، ويقوم المنشئ باستخدام حصيلة الاكتتاب في مشروع معيّن، وقد يقوم المنشئ بإدارة المشروع بنفسه، أو أن يؤكل مدير استثمار بالقيام

بذلك<sup>(4)</sup>، ودوره في عملية التصكيك تملكه للأصل ثم يبيعه أو نقله لشركة التصكيك.<sup>(5)</sup>

أ- المصدر: الجهة المصدرة أو شركة التصكيك أو المنشأة ذات الغرض الخاص SPV، وهذه الشركة تعتبر كوسيط في نقل ملكية الأصول من الشركة المنشئة إلى المستثمرين.

ب- المستثمرون: أي حملة الصكوك، يقومون بسداد قيمة الصكوك، ويستردوا أصل قيمتها بالإضافة إلى العائد عليها من حصيلة محفظة التصكيك.

ج- **محافظة التصكيك**: ومن خلالها يتم تحصيل الحقوق المالية والعائد عليها وإيداع المتحصلات بحساب خاص يستخدم لسداد مستحقات حملة الصكوك في تواريخ استحقاقها.

## 1-2- الأطراف المساعدة في عملية التصكيك:

أ- **وكالات التصنيف الائتماني**: تقوم هذه الوكالات بدور أساسي في تصنيف الإصدارات المالية التي تطرح في أسواق رأس المال، وتحديد السعر العادل للأوراق المالية المصدر<sup>(6)</sup>، حيث تشترط القوانين المنظمة التصكيك ضرورة حصول الأصول محل التصكيك على شهادة التصنيف الائتماني لمحافظة التصكيك التي تصدر الصكوك في مقابلها، وهذا عنصر مهم لحماية حملة الصكوك، وأهم وكالات التصنيف الإسلامية الحالية نجد الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف\* ومقرها البحرين، وكذلك الوكالة الماليزية للتصنيف، وتقدم هذه الوكالات إلى جانب ذلك خدمة تصنيف الجودة الشرعية.

ب- **مدير الاستثمار**: مدير ومستشار الإصدار يقوم بالتنسيق بين الأطراف المختلفة لعملية التصكيك والمساعدة في إعداد نشرة الاكتتاب.

ج- **الجهة المسؤولة عن تحصيل محافظة التصكيك**: وهي الجهة التي تتولى تحصيل الحقوق المالية والمستحقات الآجلة الدفع التي استخدمت كمحفظه تصكيك وتحصيل العائد عليها.

د- **أمين الحفظ**: وهو الطرف الذي يناط به مهمة حماية مصالح حملة الصكوك، والرقابة على أعمال شركة الإدارة ومدى التزامها بالشروط المنظمة لهذه العملية الاستثمارية المبينة في نشرة الإصدار، وقد يترافق وجود الأمين منذ الترتيبات الأولى لعملية التصكيك وقد يُعيّن لاحقاً، وذلك وفقاً للقوانين السارية والعرف المتفق عليه، والأمين بوصفه وكياً عن حملة الصكوك فإن إنهاء خدماته تتم بإرادتهم بصفتهم المؤكّلين له<sup>(7)</sup>.

## 2- محل التعاقد:

- الأصل محل التوريق التقليدي القروض التي في المنشأة البادئة في ذمة الغير، أما في التصكيك الإسلامي الأصول المملوكة للمنشأة والتي تدر دخلاً بصفة منفردة،  
- المقابل الذي تدفعه شركة التصكيك للمنشأة البادئة، ويكون أقل من قيمة الأصل محل التصكيك،

- الأوراق المالية المصدرة والتي يتم بيعها للمستثمرين، عادة ما تباع بعلاوة إصدار، أي مبلغ زائد عن القيمة الإسلامية للصك، وتمثل العلاوة دخلاً لشركة التصكيك بجانب الفرق بين القيمة الأصلية للأصل المورق وبين ما تدفعه للمنشأة البادئة<sup>(8)</sup>.

**3- الصيغة:** تعبر عن إرادة المتعاقدين في إبرام الصفقة، وتمثل في التوقيع على العقود التي تبرم لذلك حسب طرق التصكيك المستخدمة.

**4- سوق ثانوية:** هي سوق متخصصة في التصكيك تدار فيها عملياته، وتتداول فيها الصكوك، وهي تتميز بالآتي<sup>(9)</sup>:

**أ- شكلها:** لا يشترط فيها أن تكون سوق منظمة أي رسمية خاضعة لإشراف أجهزة الدولة ورقابتها، من بورصات وأوراق مالية وأسواق أولية وغيرها، بل إنها تتسع لتشمل الأسواق غير الرسمية أو غير المنظمة من مكاتب سمسة متخصصة في الوساطة للقيام بأعمال التصكيك.

**ب- تداول الصكوك:** يشترط في صكوك التصكيك أن تكون قابلة للتداول في السوق وإلا فقدت صفتها كتصكيك.

## ثالثاً- مراحل التصكيك:

تمر عملية التصكيك في المؤسسات المالية الإسلامية بثلاثة مراحل، وهي<sup>(10)</sup>

### 1- مرحلة إصدار الصكوك: وتتم هذه المرحلة بالخطوات التالية:

**الخطوة الأولى:** الشركة المنشئة تعين الأصول التي يراد تصكيكها بحصر وتجميع ما لديه من الأصول المتنوعة في وعاء استثماري واحد، يعرف بمحفظة التصكيك ونقلها إلى

SPV ، وهي كيان مستقل تم تأسيسها من قبل الشركة المنشئة بقرار من هيئة سوق المال وفقاً للشروط والإجراءات الخاصة.

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

**2- مرحلة إدارة محفظة الصكوك:** بعد أن يتم بيع الصكوك للمستثمرين تقوم شركة SPV بإدارة هذه المحفظة نيابة عن المستثمرين طيلة مدة الإصدار بتجميع العائدات والدخول الدورية الناتجة من الأصول وتوزيعها للمستثمرين، كما تقوم بتوفير جميع الخدمات التي تحتاجها المحفظة.

**3- مرحلة إطفاء الصكوك:** بدفع قيمة الصكوك الاسمية في التواريخ التي تحددها نشرة الإصدار.

**رابعاً- أنواع التصكيك:** يتم التعرض في هذا الفرع إلى أنواع التصكيك التي تطبقها المؤسسات المالية الإسلامية، والمتمثلة أساساً في تصكيك الأصول أو الموجودات وتصكيك ثمن السلعة المطلوبة.

**1- تصكيك الأصول:** وصورته أن يكون لدى مؤسسة، أصل مدر للدخل (مثل أصول مؤجرة أو مشاركة، أو مضاربة مع عميل)، فتقوم المؤسسة مباشرة أو بالاتفاق مع شركة التصكيك على تحويل قيمة هذه الأصول إلى صكوك وتطرحها على عملائها، أو للاكتتاب العام، لتجميع ثمن هذه الأصول مرة واحدة من خلال هذه العملية، ويصبح بذلك حملة الصكوك مالكيين للأصول المورقة بدلاً من المؤسسة، ويحصلون على العائد الخقق منها، ويكون دور المؤسسة هو إدارة هذه الصكوك مقابل عمولة يتفق عليها، ويمكن لحملة الصكوك تداولها في سوق الأوراق المالية بالبيع والشراء.

أما حكم هذه الصورة شرعاً فهو كالأتي<sup>(11)</sup>:

لا مانع من تصكيك الأصول شرعاً إذ أصبح حملة الصكوك بعد شرائها مالكيين لهذه الأصول بعد دفع قيمتها نقداً، وهم المستحقون لما تدره عليهم أملاكهم بطريق مشروع، وهم يملكون بذلك التصرف فيها بيعاً وشراءً في سوق الأوراق المالية وفي غيرها،

إذ هو يبيع لما يملكه المشتري من نصيب في السلع المورقة، سواءً ارتفع ثمنها أو قل، أو تساوى، كما هو الشأن في بيع الإنسان ما يملكه من سلع. وتستند مشروعية تصكيك الأصول إلى مشروعية الشركات المساهمة التي تقوم على تجزئة رأس مال الشركة إلى أجزاء متساوية يعبر عنها بوثائق قابلة للتداول، ذلك أن التصكيك في حقيقته لا يختلف عن مفهوم التسهيم إلا كون الصكوك الاستثمارية تصدر وفقاً لصيغ التمويل الإسلامية المختلفة كالشاركة والمضاربة وغيرها.

**1- تصكيك ثمن السلعة المطلوبة<sup>(12)</sup> :** وصورتها أن يطلب بعض العملاء من البنك الإسلامي شراء سلعة بطريق المراجعة، ويكون ثمنها كبيراً لا يستطيع البنك أن يقوم به، ولكن يمكن أن يغطي هذه الرغبة في تمويل هذه العملية عن طريق تصكيكه.

**1.** يلجأ البنك الإسلامي إلى تقسيم المبلغ المطلوب لهذه العملية إلى فئات صغيرة ويصدر بها صكوك مراجعة، ويجمع بموجبها المبلغ المطلوب،

**2.** أصحاب هذه الصكوك، وهم الراغبون في الاشتراك في هذه العملية،

**3.** يشتري البنك نيابة عنهم بما جمعه من أموال هذه السلعة المطلوبة نقداً،

**4.** ثم يبيعها للعميل مراجعة بضمن مؤجل أعلى من ثمن الشراء، فالعميل أصبح مديناً بضمن معين مؤجل، احتوى هذا الثمن على ثمن السلعة الأصلي، مع إضافة الربح في البيع مراجعة،

**5.** يحصل حملة الصكوك على جزء من الثمن الذي بيعت به مراجعة شيئاً فشيئاً، حسب ما اتفقوا عليه في تقسيط الثمن حتى يتم استهلاكها دورياً من كل قسط يسدده العميل،

**6.** ويحصل البنك على عمولة محددة مقابل إدارته لهذه العملية، كما أنه يمكنه شراء عدد من الصكوك،

**7.** وهذه الصكوك غير قابلة للتداول في السوق الثانوية، لأنها ديون، ويبيع الدين لغير من عليه الدين في الشريعة الإسلامية له ضوابط تمنع من حصول حملة الصكوك على أرباح من عملية التداول.

**خامساً- فوائد التصكيك:** إن عمليات تصكيك الأصول المختلفة التي تتمتع بها المؤسسات المالية الإسلامية تمثل أحد الأدوات المالية المهمة قصيرة الأجل، والتي يمكن الاستفادة منها على مستوى إدارة المطلوبات والموجودات بصورة مثلى، ويمكن أن تعطي عملية التصكيك للمؤسسات المالية الإسلامية واحدة أو أكثر من المنافع التالية:

### 1- فوائد التصكيك بالنسبة للمصدر الأصلي:

- تعتبر عملية التصكيك هي المناخ الأكثر أماناً للكثير من المؤسسات وجمهور المتعاملين وذلك بسبب إجراءات الاحتياط والرقابة المتشددة التي تمارسها المؤسسات والأجهزة المسئولة عن عمليات التصكيك<sup>(13)</sup>،

- تعتبر التصكيك وسيلة جيدة لإدارة المخاطر الائتمانية للبنوك والمؤسسات المختلفة وذلك بسبب أن الأصل محل التصكيك مخاطره محددة بينما تكون المخاطر أكبر بالنسبة لنفس الأصل إذا كان موجوداً ضمن خارطة أصول الشركة كلها<sup>(14)</sup>،

- تساعد عمليات التصكيك في الموازنة بين مصادر الأموال واستخداماتها بما يساهم في تقليل مخاطر عدم التماثل بين آجال الموارد واستخداماتها<sup>(15)</sup>،

- يساعد التصكيك في تحسين ربحية المؤسسات المالية والشركات ومراكزها المالية، وذلك لأن عمليات التصكيك تعتبر عمليات خارج الميزانية ولا تحتاج لتكلفة كبيرة في تمويلها وإدارتها، كما أنه يؤدي إلى تحسين النسب المالية للمصدر<sup>(16)</sup>،

لعل السبب الرئيسي الذي يدفع المؤسسات المالية للالتجاء لعمليات التصكيك يتمثل في التحرر من قيود الميزانية العمومية، حيث تقتضي القواعد المحاسبية والمالية مراعاة مبدأ كفاية رأس المال، وتكوين مخصصات للديون المشكوك فيها، وهو ما يعرقل أنشطة التمويل بشكل عام، ويبطئ بالضرورة من دورة رأس المال، ويقلل بالتبعية من ربحية البنك<sup>(17)</sup>، فالمعروف محاسبياً أن الأصول محل التصكيك تظهر كأحد بنود الميزانية، وعند حساب كفاية رأس المال وقياس مخاطر الائتمان، فإن قيمة الأصول محل التصكيك ترحح قيمتها بمقدار الخطر المتوقع بعدم تحصيل بعضها، وبالتالي تقل قيمتها المحسوبة، وبما أن هذه الأصول تكون بسطاً في معادلة حساب كفاية رأس المال، فسوف تتأثر هذه الكفاية بالانخفاض لنقص هذه الأصول بقيمة معدل الخطر، وعند تصكيك هذه

الأصول تحتفي قيمتها من الميزانية وتحويل إلى شركة أنشأت لهذا الغرض (التصكيك) ويحل محلها الثمن الذي تدفعه هذه الشركة، فترتفع قيمة الأصول وبالتالي يزيد رقم معدل كفاية رأس المال.

- زيادة حجم عدد الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية،
- تصكيك الأصول تعتبر بديلاً لطرق التمويل الأخرى كالاقتراض أو زيادة رأس المال بإصدار أسهم جديدة، وما ينطوي على كلاهما من قيود ومشاكل،
- إمكانية اشتراك أكبر عدد ممكن من الأفراد والمؤسسات في العملية الاستثمارية.

## 2- فوائد التصكيك بالنسبة للمستثمرين:

- يعتبر التصكيك أداة قليلة التكلفة مقارنة بالاقتراض المصرفي وذلك بسبب قلة الوسطاء والمخاطر المرتبطة بالورقة المالية المصدرة،
- تتميز أداة التصكيك بأنها غير مرتبطة بالتصنيف الائتماني للمصدر، حيث تتمتع الأوراق المالية المصدرة بموجب عمليات التصكيك بصفة عامة بتصنيف ائتماني عالي نتيجة دعمها بتدفقات مالية محددة عبر هيكل داخلية معرفة بدقة بالإضافة للمساندة الخارجية بفعل خدمات التحسين الائتماني، وهذا قد لا يتوفر للسندات المصدرة بواسطة مؤسسات الأعمال الأخرى، بالإضافة إلى أن مبدأ البيع الفعلي للأصل من المنشأة إلى الشركة ذات الأغراض الخاص في هيكل عملية التصكيك يتضمن أن المنشأة المصككة ليس لها الحق قانونياً في الرجوع لاستخدام التدفقات النقدية المتوقعة للأصل محل التصكيك<sup>(18)</sup>،

- توفر عمليات التصكيك فرصاً استثمارية متنوعة للأفراد والمؤسسات والحكومات بصورة تمكنهم من إدارة سيولتهم بصورة مرحة.

## 3- فوائد التصكيك بالنسبة للاقتصاد الكلي

- إن انتشار صناعة التصكيك من شأنه أن يوفر مساحة لقيام مؤسسات ترفد هذه الصناعة بالمداخلات الأساسية لها وبالتالي تقوي بنيتها التحتية، من هذه المؤسسات قيام شركات ذات الطبيعة الخاصة، وكالات التصنيف، خدمات المحاسبة والمراجعة الرقابة

الشرعية، بالإضافة إلى خدمات بنوك الاستثمار وغيرها من الجهات ذات الصلة بنشاط التصكيك<sup>(19)</sup>،

- تفكيك دور الوساطة التقليدية وتقليص دورها بالنسبة للمقترضين كمصدر للتمويل، وذلك بعد انتقالها من أيدي مؤسسات مالية كبيرة إلى تلك التي تستثمر الأموال مباشرة لمصلحة الجمهور وحسابه، مثل صناديق الاستثمار المشترك إلى جانب توجه المقترضين بإصداراتهم مباشرة إلى السوق دون اللجوء إلى الوساطة المالية التقليدية من خلال البنوك التجارية وبنوك الأعمال وغيرها<sup>(20)</sup>، مما يزيد من درجة تعميق السوق المالية بالبلاد من حيث الأوراق المالية ومن حيث المتعاملين فيها،

- يميل التصكيك الإسلامي إلى إحداث بيئة تنافسية نتيجةً لزيادة مصادر العرض<sup>(21)</sup>.

المحور الثاني: دور الصكوك الإسلامية في دعم وتطوير الأسواق المالية

أولاً- تعريف الصكوك وخصائصها:

تعددت تعريف الصكوك في النظام المالي الإسلامي، وفيما يلي أهم هذه التعاريف:

**1- تعريف الصكوك لدى هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية\*\*:** "الصكوك 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 وبدأ استخدامها فيما أصدرت من أجله<sup>(22)</sup>

**2- تعريف مجلس الخدمات المالية الإسلامية للصكوك:** "الصكوك جمع صك ويشار لها عادة بـ (سندات إسلامية\*)، وهي شهادات، ويمثل كل صك حق ملكية لنسبة مئوية شائعة في موجودات عينية أو مجموعة مختلطة من الموجودات العينية وغيرها، وقد تكون الموجودات في مشروع محدد أو نشاط استثماري معين وفقاً لأحكام الشريعة<sup>(23)</sup>

**3- خصائص الصكوك الإسلامية:** من التعريفين السابقين يمكن استخلاص الخصائص التي تتميز بها الصكوك الإسلامية عن غيرها من أدوات الاستثمار الأخرى، ولعل أهم هذه الخصائص ما يلي:

- الصك وثيقة تثبت لصاحبها حق ملكية شائعة في موجودات،  
 - تصدر الصكوك على شكل أوراق مالية متساوية القيمة،  
 - صاحب الصك يستحق المشاركة في أرباح المشروع الممول من أموال الصك، فيحصل على نصيبه من العائد ويتحمل نصيبه من الخسارة في حدود ما يمثله الصك،  
 - شروط التعاقد تحددها وثيقة إصدار الصك، وهي تشتمل على البيانات والمعلومات المطلوبة شرعاً في التعاقد،

- الصكوك الإسلامية متوافقة مع أحكام الشريعة من حيث الأنشطة والاستثمارات التي تعمل فيها، أو من حيث طبيعة العلاقة بين أطرافها، فلا تتضمن دفع فائدة محددة مقابل التمويل، أو غير ذلك من المحظورات الشرعية في المعاملات<sup>(24)</sup>.

**ثانياً- أنواع الصكوك (من منظور إسلامي):** أشارت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية إلى وجود أكثر من أربعة عشر نوعاً من الصكوك الإسلامية، غير أن الصكوك الأكثر انتشاراً واستخداماً يمكن حصرها فيما يلي:

**1- صكوك الإجارة:** وهي صكوك تمثل ملكية شائعة في أعيان مؤجرة مملوكة للمالكي الصكوك، ويتم توزيع عائد الإجارة على الملاك حسب حصص ملكيتهم، وهي قابلة للتداول وتقدر قيمتها حسب السوق<sup>(25)</sup>.

## 2- صكوك السلم:

هي وثائق متساوية القيمة تصدر لتحصيل رأس مال السلم، وعليه تصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك.

**3- صكوك الاستصناع:** وهي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة، ويصبح المصنوع مملوكاً لحملة الصكوك، والمصدر لتلك الصكوك هو الصانع (البائع)، والمكاتبون فيها هم المشترون للعين المراد صنعها، وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة المصنوع.

**4- صكوك المراجعة:** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة مراجعة، وتصبح سلعة المراجعة مملوكة لحملة الصكوك، ومصدر هذه الصكوك هو بائع بضاعة

المراجحة، والمكتتبون فيها هم المشترون لهذه البضاعة، وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة شرائها، ويملك حملة الصكوك هذه البضاعة ويستحقون ثمن بيعها.

**5- صكوك المشاركة:** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع أو تطوير مشروع قائم، أو تمويل نشاط على أساس عقد من عقود المشاركة، ويصبح المشروع أو موجودات النشاط ملكاً لحملة الصكوك في حدود حصصهم، وتدار صكوك المشاركة على أساس الشركة أو على أساس المضاربة، أو الوكالة بالاستثمار، وتتخذ هذه الصكوك أشكالاً، منها: (26)

**أ- صكوك الشركة:** وهي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الشركة بتعيين أحد الشركاء أو غيرهم لإدارتها.

والمصدر 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 وقرمها.

**ب- صكوك المضاربة:** وهي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس المضاربة بتعيين مضارب من الشركاء أو غيرهم لإدارتها، والمصدر لتلك الصكوك هو المضارب، والمكتتبون فيها هم أرباب المال، وحصيلة الاكتتاب هي رأس مال المضاربة ويملك حملة الصكوك موجودات المضاربة والحصة المتفق عليها من الربح لأرباب المال، ويتحملون الخسارة إن وقعت.

**ج- صكوك الوكالة بالاستثمار:** هي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الوكالة بالاستثمار بتعيين وكيل عن حملة الصكوك لإدارتها.

**6- صكوك المزارعة:** هي عبارة عن وثائق تصدر متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها لتمويل مشروع معين على أساس المزارعة، ويصبح لحملة نصيب في المحصول وفق ما حدده العقد (27).

**7- صكوك المساقاة:** وهي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في سقي أشجار مثمرة، والإنفاق عليها ورعايتها على أساس عقد المساقاة، ويصبح لحملة الصكوك حصة من المحصول وفق العقد.

**8- صكوك المغارسة:** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في غرس أشجار وفيما يتطلبه هذا الغرس من أعمال ونفقات على أساس عقد المغارسة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الأرض والغرس.

**ثالثاً- دور منتجات التصكيك في تطوير الأسواق المالية:** إنَّ استخدام الصكوك والتوسع في التعامل بها من قبل المدخرين والمستثمرين والمصارف والحكومة يؤدي إلى تدعيم دور السوق المالية ، وذلك من خلال (28):

- توسيع تشكيلة الأدوات المالية المتداولة، والتي تشمل صكوك الشركات ، صكوك البنوك الإسلامية والصكوك الحكومية،

- توسيع قاعدة المؤسسات المشتركة في السوق المالي، والتي تتعامل في الصكوك الإسلامية، إصدارا وتداولاً وتشمل المصارف الإسلامية بل والتقليدية، وشركات الاستثمار المؤسسي والحكومة وكذا القطاع الخاص والمؤسسات المالية الوسيطة، كما ترتفع كفاءة السوق المالية بازدياد كمية ونوعية الصكوك الإسلامية لما يترتب عليها من تعميق للسوق واتساعه،

- إضافة مؤسسات مالية جديدة، حيث أنَّ هيكل عملية التصكيك يتم من خلال كل من : موجد العملية (المصدر الأصلي) ، المنشأة ذات الغرض الخاص (SVP) متعهد تغطية الاكتتاب، متعهد إعادة الشراء ، وكيل الدفع وكذا الأمين.

**وبشكل مفصل يُمكن توضيح الفوائد التي يمكن أن تقدمها منتجات التصكيك**

### في تطوير ودعم السوق المالي:

**1- من جانب العرض:** - إنَّ إصدار الصكوك أقل كلفة على المؤسسة من إصدار الأسهم لأن صاحب السهم يحصل على نصيب من الربح الناتج عن كامل نشاط الشركة، في حين أن صاحب الصك تدفع المؤسسة له عائد مرتبط بعائد المشروع المساهم فيه فقط، وهي أفضل من الحصول على الأموال من البنوك لأنها تشتري من الجمهور مباشرة بينما أموال البنك التي مصدرها مدخرات الجمهور يفرض البنك لنفسه جزءاً من عائد الوساطة المالية مما يزيد في تكلفة الإقراض،

- تمتلك المؤسسة مجموعة من الأصول الصالحة التصكيك لتستفيد من سيولتها عند الحاجة، عوض البحث عن مصادر تمويل أخرى، تكون في الغالب مكلفة وأحياناً منعقدة أمام المؤسسات المالية الإسلامية في ظل الضوابط الشرعية التي تحكمها،  
- يؤدي إصدار المزيد من الأسهم إلى زيادة عرضها في السوق، وبالتالي انخفاض قيمتها السوقية، وهذا ما يؤثر على حملة الأسهم القدامى.

**2- من جانب الطلب:** يتمثل جانب الطلب في المستثمرين الذين يشترون الصكوك من السوق، وللمستثمرين تفضيلات لا تحقق إلا في أدوات مالية ذات عائد ثابت ومخاطر متدنية، فالكثير منهم يجذب عائد متدني مقبول مقابل تجنب المخاطر، خصوصاً في التمويل الإسلامي الذي يقوم على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة، وهذا ما تبيحه الصكوك الإسلامية<sup>(29)</sup>.

**3- الشركة ذات الغرض الخاص:** هي الجهة التي تتولى مرحلة ما قبل إصدار الصكوك ومرحلة الإصدار وإدارة المشروع طوال فترة حياة هذا المشروع، والشركة ذات الغرض الخاص **SPV** لها مسؤولية محدودة يتم تأسيسها لغرض معين، إذ تنشئها بعض الشركات لتنتقل إليها أصولها، ومن ثم تبدأ الشركة ذات الغرض الخاص في إصدار الصكوك الإسلامية، وبعد ذلك يتم تصفيتها، وتمثل فوائدها خلال الأزمات فيما يلي<sup>(30)</sup>

- إمكانية تأسيس شركة ووضع مجموعة من الأصول تحت مظلتها، وعلى أساسها يتم إصدار صكوك توفر للشركة السيولة،

- إمكانية إصدار صكوك قابلة للتداول، وبيعها وشرائها، وهو ما يشجع على إيجاد تمويل،

- عند تأسيس الشركة **SPV** فإن الشركة التي تضع أصولها تحت مظلتها لا يكون لها أي سلطة عليها تتعلق بالبيع والشراء،

- يمكن إصدار صكوك بعائد يتم احتسابه على أساس الأصول.

### المحور الثالث: واقع بورصة الجزائر في ظل محدودية الأدوات المالية

بورصة الجزائر حتى وإن كانت لا تقوم بالدور المنتظر منها في تمويل الاقتصاد الوطني، فإنها مازالت تثير اهتمام المصدرين والمهنيين والمستثمرين في داخل الجزائر وخارجها، فحسب تقرير صادر عن لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (2010) سجلت البورصة طلبين لزيادة رأس المال من مصدرين خاصين، كما تم تأسيس وسيط في عمليات البورصة من القطاع الخاص مع شريك أجنبي من أجل ضمان خدمات الاستثمار على مستوى السوق.

وفي إطار عصرنه وتطوير بورصة السوق المالية، قامت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة باتخاذ جملة من التدابير من شأنها أن تعمل على تشجيع سوق القيم المنقولة في الجزائر منها:

- تحيين شروط القبول لإعادة تنظيم جدول التسعيرة الرسمية، فحسب ذات اللجنة يستوجب على الشركات التي تطلب قبول إصدارتها في التداول أن تفي برأس مال محرر لا يقل عن 500 مليون دينار جزائري، على أن توزع هذه السندات على ما لا يقل عن 150 مساهما<sup>(31)</sup>،

- قامت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة باستحداث صحن أمام المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، والسندات الشبيهة للخزينة، وذلك قصد توفير التمويل المباشر الذي يكمل التمويل المصرفي، ومن أجل ضمان دخول مبسط إلى البورصة وبأقل التكاليف.

- وضع شروط لإصدار الصكوك الإسلامية في الجزائر: تمت دراسة موضوع الصكوك الإسلامية من طرف اللجنة استجابة لرغبة هذه الأخيرة في تلبية جميع أصناف طلبات التمويل من جهة، وتلبية طلبات المهنيين المتخصصين في الصيرفة الإسلامية من جهة أخرى، ويتعلق الأمر بسند استثماري مظهر بأصول منقسم إلى حصص ملكية يتم التنازل عنها لفائدة المكتتبين، وتمثل مكافأة المكتتبين في إيراد متغير يستمد من نتائج الأصول، ولا يعتبر هذا المنتج سندا تقليديا ولا يترتب عليه بالتالي حق الدين المستحق فقط.

هذا وتجدر الإشارة إلى أن الصكوك الإسلامية تعرف ازدهارا كبيرا على المستوى العالمي، وتمثل أدوات مالية موحدة النمط ومطابقة للشريعة الإسلامية وللمبادئ التي يقوم عليها تحريم الربا، غير أنه على المستوى الوطني، لا يوجد لهذه الصكوك أي سند قانوني وهي لا تمثل قيمة منقولة كما هو منصوص عليه في القانون التجاري، بل هي تستند إلى مرجعية مفهوم الملكية المقيدة دون حق الاستعمال وبالتالي فهي غير مطابقة للمفهوم المحدد بموجب القانون المدني.

وزيادة على ذلك، فإن تركيب الصكوك يمرّ عبر عربة ذات أهداف خاصة لا يكفلها التشريع الجزائري الحالي، لأن ذلك يعتبر شريكا تعاقديا للمدين الضامن لمطابقة الشريعة وائتماني قيم لحساب المستثمرين،

وتوصي اللجنة بالتالي بضرورة تعميق التفكير، وتوسيعه على نطاق الساحة المالية بشأن الشروط التي تحكم مثل هذا النمط من العمليات، وذلك نظرا إلى غياب التغطية القانونية في الوقت الراهن.

### المحور الرابع: استشراف دور الصكوك الإسلامية في النهوض بالدور التنموي لبورصة الجزائر

أولا- أشكال وأنواع السيولة في المجال المالي: السيولة على أنواع بالاستناد إلى اعتبارات مختلفة، ومن أهمها<sup>(32)</sup>:

- السيولة قد تنسب إلى الأفراد وتسمى سيولة الأفراد، وإلى المؤسسات المالية فتسمى سيولة المؤسسة وقد تنسب إلى الدولة ومؤسساتها وحيثما تسمى (السيولة الدولية) أو (سيولة الدولة)، أي قدرة الدولة على توفير النقود للوفاء بالتزاماتها مع الدول الأخرى سواء كانت بدفع الالتزامات إليها نقدا أو عن طريق المقايضة أو المحاصة أو التسوية،

- وهناك تقسيما آخر للسيولة باعتبار الزمن، حيث تقسم السيولة من هذا المنظور إلى: سيولة باردة وسيولة دافئة وسيولة ساخنة، حيث يقصد بالسيولة الباردة مقدار متوسط السيولة لـ 290 يوما فما فوق والذي يعبر عن سيولة المستثمرين استثمارات طويلة الأجل، حيث يدخل فيها الصناديق الاستثمارية للحكومة أو البنوك أو كبار صناع السوق،

- وأما السيولة الساخنة فتعبر عن مقدار متوسط السيولة لثلاثة أيام أو أقل أو حجم السيولة المدارة خلال يوم واحد وهي تعبر عن سيولة المضاربين في البورصات.

في حين أن السيولة الدافئة فهي مقدار متوسط السيولة لثلاثين يوماً إلى 60 يوماً، وهي سيولة المستثمرين استثماراً قصيراً الأجل، حيث يظهر من خلال الصعود التدريجي مقدار ومتوسطات السيولة خلال 60 يوماً أو أقل.

- كما تقسم السيولة باعتبار محلها إلى سيولة عادية للأفراد وإلى سيولة السوق الثانوية (البورصة) التي يراد منها القدرة على تحويل الأصول بسهولة عن طريق حركات البيع والشراء إلى نقود دون أن تتسبب هذه الحركات في التأثير في الأسعار نزولاً أو ارتفاعاً أو تصحيحاً.

**ثانياً- الدور المنتظر من تبني الصكوك الإسلامية في سبيل تنشيط بورصة الجزائر وضمان استقرار السيولة:** لآلية الصكوك دور هام في تنشيط وتنمية السوق المالي (بورصة الأوراق المالية)، حيث إن استخدام الصكوك والتوسع في التعامل بها من قبل المدخرين والمستثمرين والمصارف والحكومة يؤدي إلى تدعيم دور السوق المالية، وذلك من خلال:

- توسيع تشكيلة الأدوات المالية الإسلامية في السوق التي تشمل صكوك الشركات، وصكوك البنوك الإسلامية، والصكوك الحكومية، علي تنوع في أشكال هذه الصكوك.

- توسيع قاعدة المؤسسات المشتركة في السوق المالي والتي تتعامل في الصكوك الإسلامية إصداراً وتداولاً وتشمل المصارف الإسلامية بل والتقليدية (كما في ماليزيا) وشركات الاستثمار المؤسسي، والحكومة، والقطاع الخاص، والمؤسسات المالية الوسيطة، وذلك إذا تمتعت الصكوك بالتداول في السوق المالية.

- كما ترتفع كفاءة السوق المالية بازدياد كمية ونوعية الصكوك الإسلامية لما يترتب عليها من تعميق للسوق واتساعه، حيث ستزداد كميات التداول بالشراء والبيع لهذه

الصكوك، ويكون من صالح السوق المالية تنوع إصدار الصكوك والتعامل بها في تغطية الاحتياجات التمويلية والاستثمارية وتغطية عجز السيولة.

### على سبيل الخلاصة:

التصكيك له دور في إضافة أدوات مالية ذات طابع شرعي، إذ هي أداة مناسبة لجمع المدخرات وتوجيهها بطريقة فعالة نحو المشاريع الاستثمارية، وخاصة في ظل التوجه والاعتماد إلى الأسواق المالية كآلية للتمويل ضمن ما يسمى باقتصاديات الأسواق المالية، كما أن الصكوك الإسلامية تعتبر من أفضل وسائل تعبئة المدخرات وتجميع الأموال لتمويل مشروعات التنمية خاصة مشروعات البنية التحتية ذات الجدوى الاقتصادية والاجتماعية، كما يمكن الاتجار بها وبيعها بسهولة، ولا يقتصر الإقبال على شرائها على المستثمرين المسلمين فقط، بل يشمل كافة المستثمرين، وبالنظر إلى المواصفات التي تحملها الصكوك الإسلامية أصبحت هذه الأخيرة تشكل حلولا متكاملة للتمويل، فضلا على أن توافر الصكوك الإسلامية يتيح للبنوك خاصة الإسلامية منها الاستفادة من سيولة السوق المالية.

هذا وان الضوابط الحاكمة للصكوك الإسلامية فيما يتعلق بالعائد والمخاطرة هي التي تتيح وتيسر آلية تداول هذه الصكوك، بما يساعد المكتسبين في هذه الأصول ببيعها وشرائها، وهو الأمر الذي يعمل على ضمان استقرار السيولة في البورصة، مما يعمل على رفع كفاءة البورصة وتحسين أدائها.

والصكوك الإسلامية على اعتبار أنها أداة من أدوات السوق المالية، وكونها وافد جديد في السوق الجزائرية، يتطلب الأمر بيئة خاصة بها، أي أرضية، لأن مجتمع المستثمرين (مصدرين أو بائعين) كانوا لم يألفوا بعد هذا النوع من الأدوات، ويتطلب استكمال المنظومة التشريعية التي تخص هذا النوع من الأدوات، وإعلام بورصي (توعية) لتعريف المستثمرين بهذا النوع من الأدوات، وإطلاعهم على المنافع التي تجلبها هذه الأدوات لهؤلاء المستثمرين على الخصوص، والسوق المالية على العموم.

## هوامش الورقة البحثية:

- <sup>1</sup> مجمع الفقه الإسلامي، "صكوك الإجارة"، القرار رقم: 137 (15/3)، 14-19 محرم 1425 هـ الموافق 11-11 مارس 2004.
- \* تأسس مجلس الخدمات المالية الإسلامية عام 2002، وجذب عدداً كبيراً من المشاركين، حيث بلغ عدد أعضائه عام 2009 بـ 178 عضواً. وضع لتطوير معايير تنظيمية دولية وفق المواصفات المتميزة للمؤسسات المالية الإسلامية ومخاطرها، وللمساهمة في ضمان سلامة النظام المالي واستقراره، ومجال الخدمات التي يقدمها المجلس تشمل الأعمال المصرفية الإسلامية والأوراق المالية الإسلامية وكذلك التكافل الإسلامي.
- <sup>2</sup> مجلس الخدمات المالية الإسلامية، "متطلبات كفاية رأس المال للصكوك، والتصكيك والاستثمارات العقارية"، جانفي 2009، ص 4.
- <sup>3</sup> عجيل جاسم النشمي، "التوريق والتصكيك وتطبيقاتهما"، الدورة التاسعة عشر لمنظمة المؤتمر الإسلامي، دولة الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص 3.
- <sup>4</sup> زاهرة علي محمد بني عامر، "التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية"، رسالة ماجستير، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، الأردن، 2008، ص 84.
- <sup>5</sup> محمد عبد الحلیم عمر، "الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها"، الدورة التاسعة عشر لمنظمة المؤتمر الإسلامي، دولة الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص 8.
- <sup>6</sup> عجيل جاسم النشمي، "التوريق والتصكيك وتطبيقاتهما"، نفس المرجع، ص 5.
- \* قام بتأسيسها عدد من البنوك الإسلامية ومؤسسات التصنيف الائتماني بقيادة البنك الإسلامي للتنمية عام 2006 (1425)، مقرها مملكة البحرين، تقدم نوعين من التصنيف، تصنيف فني (ائتماني) لإيضاح مدى القوة والملاءة المالية للبنك الإسلامي أو منتجاته. والثاني: تصنيف شرعي لإيضاح مدى موافقة البنك الإسلامي أو منتجاته للمتطلبات الشرعية والتزامه بتوجيهات هيئته الشرعية.
- <sup>7</sup> زاهرة علي محمد بني عامر، "التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية"، مرجع سبق ذكره، ص 85.
- <sup>8</sup> محمد عبد الحلیم عمر، "الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها"، مرجع سبق ذكره، ص 8.
- <sup>9</sup> صبري عبد العزيز إبراهيم، "التوريق وأثره في وقوع الأزمة المالية العالمية في ضوء الفكر الإسلامي"، المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر، كلية الحقوق، جامعة المنصورة، 1-2 أبريل 2009، ص 5.

<sup>10</sup>Adam, Nathif J. and Abdulkader Thomas, Islamic Bonds: Your Guide to Issuing, Structuring and Investing in Sukuk, (London: Euromoney Books), 2004, p56.

- 11 محمد عبد الغفار الشريف، "التوريق وبقية أدوات السيولة للسوق الإسلامية"، ندوة البركة للاقتصاد الإسلامي، المنامة، البحرين، 2002، ص6.
- 12 حسن علي الشاذلي، "التوريق حقيقته وحكمه والفرق بينه وبين العينة والتوريق"، الدورة التاسعة عشر لمنظمة المؤتمر الإسلامي، دولة الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص38.
- 13 كمال توفيق خطاب، "الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة"، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، 31 ماي-3 أفريل 2009، ص10.
- 14 فتح الرحمن علي محمد صالح، "دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات الاستثمارية"، منتدى الصيرفة الإسلامية، بيروت، يوليو 2008، ص6.
- 15 نفس المرجع، ص7.
- 16 نفس المرجع، ص7.
- 17 عدنان ززان، "التوريق الإسلامي"، جريدة القبس الكويتية، السنة 36، العدد 12343، 2007/10/10.
- 18 فتح الرحمن علي محمد صالح، "دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات الاستثمارية"، مرجع سبق ذكره، ص9 - 10.
- 19 نفس المرجع، ص8.
- 20 فؤاد محمد أحمد محسين، "الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها"، ملخص رسالة الدكتوراه، الأكاديمية العربية للعلوم المصرفية، 30 جويلية 2006.
- 21 رساميل، "التوريق الإسلامي هو الحل وليس سبب الأزمة"، جريدة القبس الكويتية، السنة 37، العدد 12713، 2008/10/20.
- \*\* هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية هي منظمة دولية غير هادفة للربح تضطلع بإعداد وإصدار معايير المحاسبة المالية والمراجعة والضبط وأخلاقيات العمل والمعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية خاصة والصناعة المصرفية والمالية الإسلامية على وجه العموم. كما تنظم الهيئة عدداً من برامج التطوير المهني في سعيها الرامي إلى رفع سوية الموارد البشرية العاملة في هذه الصناعة وتطوير هياكل الضوابط والحوكمة لدى مؤسساتها. ولقد تأسست الهيئة بموجب اتفاقية التأسيس التي وقعها عدد من المؤسسات المالية الإسلامية بتاريخ 1 صفر 1410هـ الموافق 26 فبراير 1990م في الجزائر. وقد تم تسجيل الهيئة في 11 رمضان 1411هـ الموافق 27 مارس 1991م في دولة البحرين (مملكة البحرين، الآن). وبصفتها منظمة دولية مستقلة، تحظى الهيئة بدعم عدد كبير من المؤسسات ذات الصفة الاعتبارية حول العالم (200 عضواً من أكثر من 45 بلداً، حتى الآن) ومنها المصارف المركزية والمؤسسات المالية الإسلامية وغيرها من الأطراف العاملة في الصناعة المالية والمصرفية الإسلامية الدولية. (أنظر: للموقع الرسمي للهيئة [WWW.AAIOFI.ORG](http://WWW.AAIOFI.ORG)).
- 22 هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، "المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية"، البحرين، 2007، ص288.

- \* تختلف الصكوك (السندات الإسلامية) عن الأوراق المالية التقليدية القائمة على أساس القائدة لعدد من الأسباب، سيتم الإشارة إليها لاحقاً.
- <sup>23</sup> مجلس الخدمات المالية الإسلامية، "متطلبات كفاية رأس المال للصكوك، والتصكيك والاستثمارات العقارية"، جانفي 2009، ص.3
- <sup>24</sup> عبد الملك منصور المصعبي، "العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جيدة"، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، 31 ماي-3 أبريل 2009، ص.11
- <sup>25</sup> كمال توفيق خطاب، "الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة"، مرجع سبق ذكره، ص.13
- <sup>26</sup> زاهرة علي محمد بني عامر، "التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية"، مرجع سبق ذكره، ص.94-95.
- <sup>27</sup> نفس المرجع السابق، ص.97
- <sup>28</sup> عبد القادر زيتوني، "التصكيك الإسلامي ركب المصرفية الإسلامية في ظل الأزمة العالمية"، المؤتمر العلمي الدولي، الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصاد إسلامي، عمان، الأردن، 1-12/2، ص.10.
- <sup>29</sup> محمد علي القرني بن عيد، "الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها"، الدورة التاسعة عشر لمنظمة المؤتمر الإسلامي، دولة الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص.6.
- <sup>30</sup> جريدة الحريدة، "ال S.P.V... (ماراتون) التصكيك انطلق...وهناك رغبة في التحليق عالياً"، العدد 591، الأربعاء 15 أبريل 2009
- <sup>31</sup> - لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، التقرير السنوي 2010، من موقع اللجنة.
- <sup>32</sup> - علي محي الدين القرعة داغي، إدارة السيولة في المؤسسات المالية الإسلامية- دراسة فقهية، ورقة بحثية مقدمة إلى الدورة العشرين للمجمع الفقهي الإسلامي، المنظم بمكة المكرمة، خلال الفترة: 25-29 ديسمبر 2010، ص ص 05-06 .