

آليات تفعيل الصكوك الإسلامية في أفغانستان في ضوء التجربة
الماليزية

إعداد

فريد أحمد الهروي

الجامعة الإسلامية العالمية بماليزيا

2025م

آليات تفعيل الصكوك الإسلامية في أفغانستان في ضوء التجربة
الماليزية

إعداد

فريد أحمد الهروي

بحث متطلب مقدم لنيل درجة الدكتوراة في الصيرفة الإسلامية
والتمويل الإسلامي

معهد الصيرفة الإسلامية والتمويل الإسلامي
الجامعة الإسلامية العالمية بماليزيا

نوفمبر 2025م

ملخص البحث

يهدف هذا البحث إلى دراسة ماهية الصكوك الإسلامية وآليات تفعيلها وتطبيقها في السياق الأفغاني، وذلك من خلال تحليل دور الحكومة، وبخاصة وزارة المالية والبنك المركزي الأفغاني (د أفغانستان بانك)، فضلاً عن دور المصارف والشركات والمؤسسات المالية الإسلامية، وذلك بغية توجيه الاستثمارات نحو القطاعات الإنتاجية ومشروعات البنية التحتية. وتكمن أهمية البحث في أن الصكوك الإسلامية تمثل أداة تمويلية واعدة للتخفيف من حدة الأزمة الاقتصادية والحد من الفقر والبطالة وتقليل الاعتماد على المساعدات الخارجية، إلى جانب دعم التنمية المالية وتحقيق النمو الاقتصادي المستدام، ويناقش البحث بوجه خاص آليات إصدار الصكوك في أفغانستان، وسبل تفعيلها وتطبيقها بالاستفادة من التجربة الماليزية الرائدة في هذا المجال، والتي تُعد من أكثر التجارب نضجاً وانتشاراً على المستوى العالمي. صياغة نموذج مقترح لإصدار الصكوك يتلاءم مع البيئة التشريعية والقانونية والثقافية والمصرفية في أفغانستان، مع مراعاة التحديات الاقتصادية والفجوة التمويلية التي يعانيها البلد. تكشف الأدبيات المتاحة عن محدودية الدراسات التي تناولت الصكوك في السياق الأفغاني، مما يبرز الحاجة إلى بحث علمي معمق يستكشف إمكاناتها في دعم التنمية المالية والاقتصادية. وقد اعتمد الباحث المنهج الكيفي التحليلي، مستنداً إلى المقابلات الشخصية وتحليل البيانات باستخدام أسلوب الترميز والتصنيف الموضوعي. أظهرت نتائج البحث أن تفعيل الصكوك الإسلامية يعد أداة فاعلة في دعم النمو المالي والاقتصادي، وتوسيع أدوات التمويل وتنمية الأسواق المالية في أفغانستان. كما أوضحت بيانات تقرير ستاندرد آند بورز (2024) أن إجمالي إصدارات الصكوك بلغ 193.4 مليار دولار أمريكي، وأسهمت هذه الصكوك في تمويل مشاريع التعليم والصحة والبنية التحتية بما يقارب 8% من إجمالي الاستثمارات الحكومية في عدد من الدول الإسلامية خلال السنوات الأخيرة. يوصي الباحث حكومة أفغانستان، والمصرف الإسلامي الأفغاني، وسائر البنوك والمؤسسات والقطاعات الخاصة، بضرورة تبني آليات إصدار الصكوك الإسلامية وتطبيقها وتداولها في السوق المحلية، نظراً لما لذلك من أثرٍ فعّال في تعزيز التنمية الاقتصادية وتطوير القطاع المالي والمصرفي في البلاد.

ABSTRACT

This study aims to examine the nature of Islamic sukuk, along with the mechanisms of their activation, and implementation within the Afghan context, through an analysis of the role of the government—particularly the Ministry of Finance and Da Afghanistan Bank (the central bank)—as well as the role of Islamic banks, corporations, and financial institutions, with the objective of channeling investments toward productive sectors and infrastructure projects. The significance of this research lies in the fact that Islamic sukuk represent a promising financial instrument for mitigating the economic crisis, alleviating poverty and unemployment, and reducing dependence on foreign aid, while simultaneously supporting financial development and achieving sustainable economic growth. The study specifically addresses the mechanisms of sukuk issuance in Afghanistan, their activation, and implementation, drawing upon the pioneering Malaysian experience, which stands today as one of the most mature, widespread, and successful models globally. Formulating a proposed model for the issuance of sukuk that aligns with Afghanistan's legislative, legal, cultural, and banking environment, while taking into account the country's economic challenges and existing financing gap. The available literature reveals a scarcity of studies addressing sukuk within the Afghan context, highlighting the need for an in-depth scholarly investigation into their potential role in supporting financial and economic development. The researcher adopted a qualitative analytical approach, employing personal interviews and data analysis through coding and thematic categorization. The research findings indicate that the activation of Islamic sukuk constitutes an effective instrument for promoting financial and economic growth, expanding financing tools, and developing financial markets in Afghanistan. Moreover, data from the Standard & Poor's Report (2024) reveal that the total value of sukuk issuances reached USD 193.4 billion. These sukuk have contributed to financing education, health, and infrastructure projects, accounting for approximately 8% of total government investments in several Islamic countries over recent years. The study recommends that the Government of Afghanistan, the Afghan Islamic Bank, and all relevant banking and private-sector institutions adopt and implement mechanisms for the issuance and circulation of Islamic sukuk in the domestic market, in view of their significant impact on fostering economic development and strengthening the financial and banking sectors within the country.

APPROVAL PAGE

The thesis of Farid Ahmad Heravi has been approved by the following:

Ashurov Sharofiddin
Supervisor

Name
Internal Examiner

Name
External Examiner

Name
External Examiner

Name
Chairman

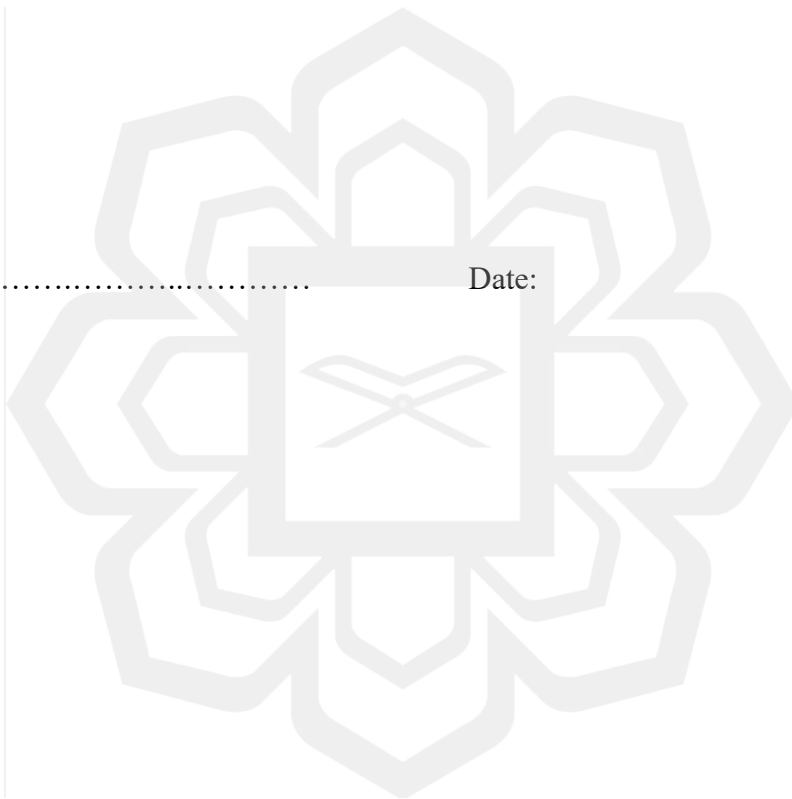
DECLARATION

I hereby declare that this thesis is the result of my own investigations, except where otherwise stated. I also declare that it has not been previously or concurrently submitted as a whole for any other degrees at IIUM or other institutions.

Farid Ahmad Heravi

Signature:

Date:



إقرار بحقوق الطبع وإثبات مشروعية استخدام الأبحاث غير المنشورة

حقوق الطبع 2025 محفوظة ل: فريد أحمد الهروي

آليات تفعيل الصكوك الإسلامية في أفغانستان في ضوء التجربة الماليزية

لا يجوز إعادة إنتاج أو استخدام هذا البحث غير المنشور في أي شكل وبأي صورة (آلية كانت أو إلكترونية أو غيرها) بما في ذلك الاستنساخ أو التسجيل، من دون إذن مكتوب من الباحث إلا في الحالات الآتية:

- ١- يمكن للآخرين اقتباس أية مادة من هذا البحث غير المنشور في كتاباتهم بشرط الاعتراف بفضل صاحب النص المقتبس وتوثيق النص بصورة مناسبة.
- ٢- يكون للجامعة الإسلامية العالمية بماليزيا ومكتبتها حق الاستنساخ (بشكل الطبع أو بصورة آلية) لأغراض مؤسسية وتعليمية، ولكن ليس لأغراض البيع العام.
- ٣- يكون لمكتبة الجامعة الإسلامية العالمية بماليزيا حق استخراج نسخ من هذا البحث غير المنشور إذا طلبتها مكتبات الجامعات ومراكز البحوث الأخرى.

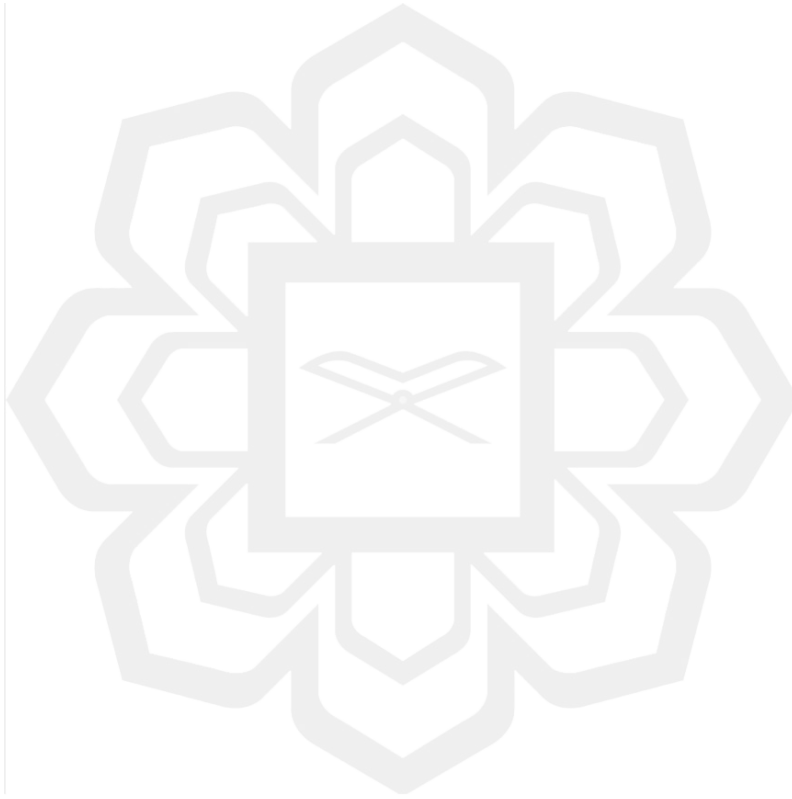
أكد هذا الإقرار: فريد أحمد الهروي

التوقيع:

التاريخ:

إهداء

إلى أمي المغفورة والمرحومة، وأبي الحنون، وزوجتي الحنونة وأسرتي وجميع الشهداء في أفغانستان
والعالم الإسلامي



كلمة الشكر والتقدير

الحمد لله الذي بنعمته تتم الصالحات، وبفضله وعظيم كرمه وفقني لإتمام هذه الرسالة العلمية، فله الحمد أولاً وآخراً، وظاهراً وباطناً، ولا أحصي ثناءً عليه كما أثنى هو على نفسه. والصلاة والسلام على معلم البشرية، ونور الهداية، النبي العربي الأمين محمد بن عبد الله، صلى الله عليه وعلى آله وصحبه أجمعين.

وبعد؛ فإن من تمام الوفاء أن أتقدم بخالص الشكر وجزيل الامتنان إلى أستاذي الفاضل والمشرف الكريم الدكتور أشرف شرف الدين، الذي تفضل بالإشراف على هذا البحث، وأولاه من وقته وجهده ورعايته الشيء الكثير، إذ لم ييخل عليّ بالتوجيه والإرشاد العلمي الدقيق، وكان مثلاً للأستاذ الناصح والمربي الحريص. وقد أتاح لي الاستفادة من مكتبه ومكتبته في كل وقت، مما كان له أكبر الأثر في تيسير مسيرتي البحثية وتذليل الصعاب، فجزاه الله عني خير الجزاء، وبارك له في علمه وعمله. كما أتوجه بالشكر الخاص إلى الأستاذ الدكتور عدنان حسن، الخبير في المصارف الإسلامية والمتخصص في سوق رأس المال الإسلامي، الذي كان لتدريسه لي مقرر سوق رأس المال الإسلامي (ICM) أثر بالغ في توسيع مداركي العلمية وإثراء معارفي في مجال البورصة والصكوك الإسلامية. ولا يفوتني أن أخص بالشكر والتقدير الأستاذ الدكتور عبد المجيد العمري، الذي ما فتى يمدني بالنصح والتوجيه كلما زرتَه واستشرته، فكان لتوجيهاته العلمية أثر مهم في بلورة أفكاري البحثية. والشكر موصول كذلك إلى جميع أساتذتي الأجلاء الذين أسهموا بملاحظاتهم القيمة واقتراحاتهم البناءة في توجيه موضوع هذه الرسالة. وأخيراً، أتوجه بخالص الامتنان إلى كل من قدّم لي دعماً أو عوناً، مادياً كان أو معنوياً، من الإخوة والزملاء والأصدقاء، داعياً الله أن يجزيهم خير الجزاء، ويبارك لهم في حياتهم، ويكتب لهم السعادة في الدارين.

فهرس محتويات البحث

ب	مُلخَص البحث
ج	ABSTRACT
د	APPROVAL PAGE
هـ	DECLARATION
و	إقرار بحقوق
ز	إهداء
ح	كلمة الشكر والتقدير
ط	فهرس محتويات البحث
م	قائمة الجداول والأشكال
1	الفصل الأول: الإطار العام للدراسة
1	المقدمة
6	مشكلة الدراسة
8	أسئلة الدراسة
9	أهداف الدراسة
9	أهمية الدراسة
11	حدود الدراسة
11	الدراسات السابقة
15	هيكل البحث
20	الفصل الثاني: الخلفية التاريخية والواقع المالي في أفغانستان
20	المبحث الأول: لمحة تاريخية عن أفغانستان
21	المبحث الثاني: النظام المالي التقليدي والإسلامي في أفغانستان

المطلب الأول: النظام المالي التقليدي:	21
المطلب الثاني: النظام المالي الإسلامي	22
المبحث الثالث: المؤسسات المالية الإسلامية في أفغانستان	25
المطلب الأول: البنوك الإسلامية في أفغانستان	26
المطلب الثاني: الخدمات المصرفية في البنوك الإسلامية الأفغانية	28
المبحث الرابع: القوانين المالية في أفغانستان	31
المطلب الأول: القوانين واللوائح المتعلقة بالبنوك التقليدية والإسلامية	31
المطلب الثاني: القوانين المالية المدنية Civil laws	33
المطلب الثالث: القوانين المالية التجارية المهمة Commercial laws	33
الفصل الثالث: الإطار النظري للصكوك والفرص والتحديات المرتبطة بتفعيلها	
في أفغانستان	34
المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لأسواق الأوراق المالية	34
المطلب الأول: الأسس النظرية لأسواق الأوراق المالية	35
المطلب الثاني: أنواع الأسواق المالية وآفاق إنشاء سوق مالية إسلامية موحدة	48
المطلب الثالث: الإطار النظري والفقهية للصكوك الإسلامية	56
المطلب الرابع: أهمية الصكوك وأبعادها الاقتصادية والمالية	74
المطلب الخامس: أنواع الصكوك الإسلامية وتصنيفاتها الفقهية والوظيفية	82
المطلب السابع: علاقة مخاطر الصكوك بالأصول المرتبطة بها	110
المبحث الثاني: آليات التصكيك الإسلامي بين الإطار النظري والمراحل العملية	114
المطلب الأول: الإطار النظري لعملية التصكيك الإسلامي	114
المطلب الثاني: المراحل العملية لعملية التصكيك الإسلامي	126
المبحث الثالث: إصدار الصكوك في أفغانستان: التحديات والفرص وآليات	
التطبيق	146
المطلب الأول: التحديات المرتبطة بإصدار الصكوك في أفغانستان	146
المطلب الثاني: الفرص لتفعيل الصكوك في أفغانستان	157

المطلب الثالث: الإطار النظري والعملي لإصدار الصكوك وآليات تطبيقها في

أفغانستان 158

الفصل الرابع: منهجية البحث 166

المبحث الأول: المنهج والأسلوب ومجتمع وعينة البحث 166

المطلب الأول: المنهج العلمي وأسلوب البحث 166

المطلب الثاني: مجتمع البحث 168

المطلب الثالث: طريقة اختيار العينة وحجمها وخصائصها 169

المبحث الثاني: بيانات البحث، أدواته وتصميمه وأساليب التحليل 172

المطلب الأول: البيانات المعتمدة في الدراسة 172

المطلب الثاني: أدوات جمع البيانات 172

المطلب الثالث: تصميم البحث (Research Design) 216

المطلب الرابع: أسلوب تحليل البيانات 217

الفصل الخامس: التجربة الماليزية في سوق رأس المال الإسلامي والصكوك 219

المبحث الأول: الخلفية التاريخية والاقتصادية لماليزيا 220

المطلب الأول: نبذة تاريخية مختصرة عن ماليزيا 220

المطلب الثاني: المؤشرات الاقتصادية والتنموية في ماليزيا 222

المبحث الثاني: سوق الأوراق المالية ورأس المال الإسلامي في ماليزيا 223

المطلب الأول: تجربة ماليزيا في الأسواق التقليدية والإسلامية: النشأة والتطور 224

المطلب الثاني: هيئة الأوراق المالية الماليزية ودورها في تنظيم سوق رأس المال

الإسلامي 233

المبحث الثالث : إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا وتطورها 237

المطلب الأول: نشأة وتطور سوق الصكوك في ماليزيا (1990-2020) 237

المطلب الثاني: إصدارات الصكوك الحديثة (2022- 2025) 255

المطلب الثالث: أنواع الصكوك الإسلامية في ماليزيا 262

المطلب الرابع: الأطر التوجيهية والتنظيمية لإصدار الصكوك 272

المطلب الخامس: دور الصكوك في التنمية الاقتصادية و تمويل احتياجات الحكومة ...	280
المبحث الرابع : عوامل نجاح تجربة الصكوك المالية وإمكانات الاستفادة منها.....	289
المطلب الأول: عوامل نجاح الصكوك وزيادة ماليزيا في هذا المجال	290
المطلب الثاني: التحديات التي تواجه إصدار الصكوك في ماليزيا	294
المطلب الثالث: إمكانية الاستفادة من التجربة الماليزية في أفغانستان	297
المطلب الرابع: الآليات الأساسية لتبني الصكوك الإسلامية في السياق الأفغاني	298
الفصل السادس: التحليل الميداني ونتائج الدراسة	301
المبحث الأول : تحليل بيانات المقابلات الشخصية	301
المطلب الأول: تحليل بيانات المقابلات تبعاً لمحاور الأسئلة.....	302
المطلب الثاني: ترميز البيانات وتصنيفها الأولي	335
المطلب الثالث : بناء الفئات والموضوعات التحليلية.....	350
المطلب الرابع: الإطار التحليلي النهائي للدراسة	366
المطلب الخامس: الملاحظات الميدانية والتقارير الرسمية.....	369
المبحث الثاني: النتائج والمقترحات	369
المطلب الأول: النتائج الرئيسة للدراسة	369
المطلب الثاني: انعكاسات النتائج على الواقع التطبيقي للصكوك في أفغانستان	371
المطلب الثالث: التوصيات العلمية والمقترحات العملية.....	372
قائمة المصادر والمراجع.....	374
الملاحق	397

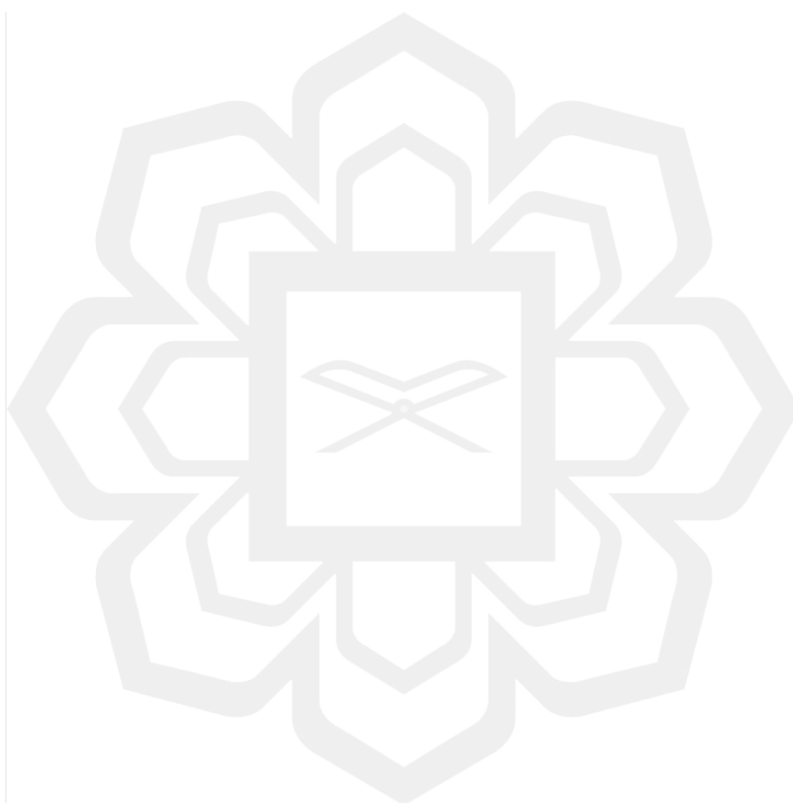
قائمة الجداول والأشكال

الرقم	الجدول، والأشكال والرسوم البياني	الصفحات
1	المنتجات المصرفية الإسلامية في البنوك في أفغانستان للتحويل والاستثمار	30
2	أدوات سوق النقد	49
3	مكونات أسواق رأس المال	53
4	هيكل الأسواق المالية وفقاً للمعايير الثلاثة	54
5	أقسام سوق المال	54
6	مخطط يبرز آلية سير صكوك المضاربة والأطراف المتدخلة فيها	85
7	هيكل صكوك الوكالة بالاستثمار	87
8	هيكل صكوك المشاركة	88
9	هيكل صكوك المراجعة	93
10	هيكل صكوك الاستصناع	95
11	هيكل صكوك السلم	97
12	مخطط سير صكوك الإجارة	98
13	هيكل صكوك الإجارة إذا كان المستأجر غير الأصلي	99
14	الإطار النظري لعملية التصكيك الإسلامي	126
15	مصدرو الصكوك والمكتتبون	131
16	أحكام العقود المستخدمة في استثمار حصيلة الصكوك	141
17	المؤسسات المالية الإسلامية العالمية التي تساعد تفعيل الصكوك في أفغانستان	155

156	المؤشرات الاجتماعية والاقتصادية الكبرى لأفغانستان خلال خمس سنوات 2020 – 2024	18
158	المراحل والخطوات الإجرائية والفنية لعملية الصكوك الإسلامية	19
161	نحو تصور مقترح لحوكمة الصكوك الإسلامية	20
163	التشكيلات العامة للبنك المركزي الأفغاني	21
164	إطار البحث النظري لآلية تفعيل الصكوك الإسلامية في أفغانستان	22
177	جدول المقابلات مع المتخصصين في مجال الصكوك في أفغانستان	23
218	خطوات جمع المعلومات وتحليلها	24
221	المعطيات العامة الاجتماعية والاقتصادية لماليزيا	25
229	تطور نسب عدد الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية ورسملة السوق المتوافقة الماليزية 2020- 2024	26
240	هيكله صكوك السيادة الأولى في ماليزيا 2002	27
242	نسبة الصكوك المصدرة والقائمة في ماليزيا 2020- 2024	28
243	إصدارات الصكوك الإسلامية حسب البلد خلال الفترة 2001-2016	29
244	إصدارات الصكوك الإسلامية بحسب البلد خلال الفترة 2010-2017	30
245	نسبة إصدارات الصكوك في البلاد الإسلامية عام 2018	31
247	نسبة إصدارات الصكوك الدولية عام 2019	32

247	إصدارات الصكوك المحلية عام 2019	33
248	حجم إصدارات الصكوك الإسلامية العالمية خلال الفترة 2001-2019	34
249	توزيع إصدارات الصكوك الإسلامية حسب الدول عام 2019	35
250	التقسيم الإقليمي للإصدارات المحلية لعام 2020	36
251	تطور قيمة إصدارات الصكوك العالمية خلال الفترة 2015-2021	37
252	الدول الرائدة في إصدارات الصكوك في سنة 2021	38
253	حجم إصدارات الصكوك في البلاد الرائدة حسب مليار دولار عام 2021	39
255	نسبة حجم الصكوك القائمة في النصف الأول من 2022	40
257	إجمالي إصدارات الصكوك عام 2022	41
258	إجمالي إصدارات الصكوك 2023	42
258	إجمالي إصدارات الصكوك 2024	43
259	إجمالي إصدارات الصكوك في النصف الأول من 2025	44
259	إجمالي حصة إصدار الصكوك العالمية 2022-2025	45
261	تطور قيمة الصكوك الإسلامية المرخصة من قبل هيئة الأوراق المالية الماليزية خلال الفترة 2020-2024	46
262	قيمة إصدارات الصكوك حسب الدول خلال الفترة 2020-2024	47

274	الهيكل التنظيمي لهيئة الأوراق المالية الماليزية واللجان الرئيسية التابعة لها	48
276	الشعب الرئيسة في هيكل هيئة الأوراق المالية الماليزية	49
335	ترميز البيانات	50
351	بناء الفئات وتكوين الموضوعات	51
368	الإطار التحليلي العام لإصدار الصكوك الإسلامية في أفغانستان	52



الفصل الأول: الإطار العام للدراسة

المقدمة

الحمد لله رب العالمين، والصلاة والسلام على سيد المرسلين، وعلى آله وصحبه أجمعين، وبعد؛ تعتبر المعاملات المالية بين الأفراد في تعاملاتهم وبيعهم جانباً أساسياً من جوانب الحياة الإنسانية. فقد كان الناس، وما زالوا، بحاجة إلى إرشاد في فهم مبادئ العدل وضوابطه في تعاملاتهم المالية التي تتطور وتتغير وفقاً لقتدم المجتمعات. ومن الأمثلة الحديثة اليوم هي الصكوك الإسلامية، التي تُعد بديلاً عن السندات الربوية في المعاملات المالية.

والصكوك الإسلامية من أبرز منتجات الصناعة المالية الإسلامية التي تبشر بمستقبل باهر للاقتصاد الإسلامي، وقد أصبحت واقعاً لا يمكن تجاهله في الساحة المالية العالمية، مما دفع العديد من المؤسسات الإسلامية وغير الإسلامية إلى توجيه استثماراتها نحوها، وهي من أعظم المنتجات المالية الإسلامية التي شددت الانتباه إليها بما حقته من نتائج إيجابية في هذه السنوات الأخيرة، وبخاصة في البلاد الإسلامية التي واجهتها الأزمة الاقتصادية، وسيهلكها النظام الربوي، وتعاني الفقر وركود الأموال، ولكنها تختلف عن السندات الربوية في أنها تمثل تمويلاً واستثماراً في إطار شرعي، وتمثل أصولاً في إصداراتها، في حين أن السندات تمثل ديناً بفائدة محددة مسبقاً تستحق الدفع عند استحقاقها بغض النظر عن شرعية المشروع ونجاحه أو فشله (بوعوبنة، قروش، 2021).

تُعدّ الصكوك في الحقيقة من أبرز الأدوات التمويلية الإسلامية المستحدثة، حيث أسهمت في إيجاد آلية فاعلة لتوسيع قاعدة المشاركة المجتمعية في تمويل المتطلبات الاقتصادية، بما يعزز شعور الأفراد بالانتماء والمساهمة الفاعلة المباشرة في تنمية الاقتصاد الوطني، وذلك عن طريق توجيه الأموال التي تم جمعها من خلال الصكوك الإسلامية نحو الاستثمار المباشر في القطاعات الاقتصادية العامة والخاصة، كدعم المشروعات الصغيرة والمتوسطة (كروش، معوشي، 2017). وتشكل الصكوك الإسلامية ركيزة أساسية في تمويل المشروعات الكبرى، وتأسيس

الشركات المساهمة، ودعم القطاعات الاستراتيجية كالنفط والغاز، والكهرباء، والبنية التحتية وغيرها(نزار، 2016).

وتؤدي الصكوك الإسلامية في القطاعين المذكورين إلى زيادة الطاقة الإنتاجية، فهي وسيلة فعالة للخروج من الأزمات الاقتصادية المحلية والدولية، والمساهمة الفعالة في الحد من مشكلتي الفقر والبطالة، وحركة النشاط الاقتصادي المحلي وغيرها(نعاس، بوهريرة، 2019).

تُعتبر الصكوك من أبرز أدوات التمويل الإسلامي القادرة على الإسهام في تحقيق التنمية الاجتماعية والاقتصادية الشاملة؛ إذ يمكن توظيفها في مجالات التعليم، والرعاية الصحية، والإسكان الاجتماعي، والبنية التحتية، مما يساهم في تعزيز التنمية المالية في أفغانستان. فعلى سبيل المثال، يمكن استخدام صكوك الإجارة لتأجير العقارات وتوليد إيرادات للمستثمرين، وصكوك المراجعة لتوفير السيولة اللازمة لتمويل خدمات الحج ودعم الأسر المحتاجة مثلاً، وصكوك الوقف التعليمي بصيغة المضاربة لتمويل بناء المدارس والمؤسسات التعليمية في المناطق الريفية (حياة، 2021). كما تتيح صكوك الإجارة تمويل بناء المستشفيات وتوسيع نطاق الخدمات الصحية للفئات الأقل حظاً، في حين يمكن توظيف صكوك الاستصناع لإحياء مشاريع البنية التحتية الاجتماعية، مثل الطرق والمياه والكهرباء في القرى النائية. ومن جهة أخرى، تساهم الصكوك البيئية والتنمية بصيغتي الإجارة والمضاربة في تمويل مشاريع الطاقة المتجددة وإدارة النفايات، مما يعزز التنمية المستدامة ويحسن الظروف البيئية والاجتماعية على حد سواء (Heravi, 2024). فقد ساهمت الصكوك الإسلامية في تطوير القطاع الصحي من خلال إنشاء المستشفيات، والعيادات، والمراكز الصحية الصغيرة والكبيرة. ومن هذا المنطلق، تبرز أهمية توجيه رؤوس الأموال الكبيرة نحو الصكوك الإسلامية لإعادة إحياء هذه المؤسسات وتحقيق دورها الفاعل في خدمة المجتمع وتحقيق التنمية المستدامة (فيجل، براق، 2022).

ويُعدّ إصدار الصكوك الإسلامية أحد الأهداف الأساسية للاقتصاد الإسلامي، وهي وسيلة فعالة لتنمية المجتمع (العثماني، 2015). فالصكوك تساهم في تعزيز النمو والارتقاء بالاقتصاد الإسلامي من الناحيتين النظرية والعملية. أما نظرياً فتعتبر الصكوك جزءاً مكملًا للاقتصاد، إلى جانب شركات التأمين والمصارف الإسلامية و الصناديق الاستثمارية، وأما عملياً فإن وجودها يساعد في تخفيف الأعباء عن المستثمرين الذين يسعون للحصول عليها. ومع

ذلك، لا يزال تطوير هذا القطاع الحيوي يتطلب جهودًا مخصصة من كافة علماء المسلمين، والمتخصصين، والخبراء، والطلاب، من أجل تشجيع الدول على إصدارها وتداولها، وتحديد الضوابط الشرعية المتعلقة بها وغيرها (السبئي، 2019).

وتلعب الصكوك الإسلامية دورًا أساسيًا في الوقت الراهن في تعزيز النمو الاقتصادي على

الصعيدين المحلي والدولي، حيث تمكنت عدة من الدول الإسلامية وغير الإسلامية من

تحقيق

تقدم كبير في نظمها الاقتصادية من خلال الاستثمار في الصكوك الإسلامية، وهو ما

يسمح

لهذه الدول المساهمة المؤثرة في توجيه مسار الاقتصاد الوطني والعالمي بما يتماشى مع

استراتيجياتها

التموية (بوعويضة، قروش، 2021).

والصكوك أجازتها الشريعة الإسلامية والمجمعات الفقهية والهيئات العالمية الإسلامية، مما أدى إلى توسع استخدامها في العديد من دول العالم. وقد أثبتت هذه الأداة المالية قدرتها على جذب المدخرات واستقطاب الأموال من الأفراد والمؤسسات، سواء كانت خاصة أو عامة، وطنية أو أجنبية (بن قايد، 2023). كما تمكنت من إيجاد موطئ قدم لها في أسواق المال العالمية، واستقطبت مستثمرين من دول ومؤسسات متنوعة، ليست مقتصرة على العالم الإسلامي فقط. وأصبحت الصكوك الآن تعادل السندات في مجال الاستثمار التقليدي، وهي متاحة للجميع سواء كانوا أفرادًا أو شركات أو حكومات في القارات الرئيسة (دوابة، 2009)، ولعل يعود ذلك إلى قدرتها على توفير الموارد التمويلية اللازمة للاستثمارات، بالإضافة إلى قدرتها على التوازن بين ثلاثة معضلات رئيسية وهي الربحية، والسيولة، والأمان من المخاطر (العليجة، خالدية، 2023).

تُسهّم الصكوك في تمويل طيف واسع من المشاريع التجارية والصناعية والعقارية ومشروعات البنية التحتية، كما اعتمدت عليها بعض الحكومات كآلية لتنويع مصادر الإيرادات وتوفير السيولة اللازمة لسد عجز الموازنات وتمويل برامج التنمية. وتُعدّ التجربة الماليزية في هذا

المجال نموذجًا رائدًا يُحتذى به، إذ برهنت على قدرة الصكوك على تعزيز الاستقرار المالي ودعم خطط التنمية المستدامة (طيب، قداري، 2021).

نتيجةً للاتجاه العالمي المتزايد نحو إصدار الصكوك الإسلامية، بلغ حجم سوقها أكثر من 145 مليار دولار في عام 2022، وهو ما يعكس مكانتها المتصاعدة كأداة تمويل أساسية في النظام المالي العالمي. ووفقًا لوكالة S&P Global، فإن إصدارات الصكوك على المستوى الدولي من المتوقع أن تظل مستقرة نسبيًا في أفضل الأحوال خلال ذلك العام، وذلك بفعل مجموعة من العوامل، من أبرزها: انخفاض مستويات السيولة العالمية والإقليمية، وارتفاع تكاليف الإصدار، والتعقيدات الإجرائية المصاحبة له، إضافةً إلى تراجع احتياجات التمويل في بعض الدول الرئيسة في مجال التمويل الإسلامي (الشرق الأوسط، 2022). وقد قدرت الوكالة أن إجمالي الإصدارات سيتراوح بين 145 و150 مليار دولار في عام 2022، شريطة بقاء التداعيات السلبية المرتبطة بجائحة كوفيد-19 تحت السيطرة في الدول الرئيسة للتمويل الإسلامي. ومن أبرز العوامل المؤثرة في تراجع الإصدارات: محدودية السيولة، وزيادة التكاليف، وتقلص الحاجة إلى التمويل، فضلًا عن اشتداد المعايير التنظيمية واستمرار تأثير الجائحة. وبحسب تقرير وكالة (2024) S&P Global، بلغ إجمالي الإصدارات العالمية من الصكوك نحو 179.4 مليار دولار في نهاية عام 2022، قبل أن ينخفض إلى 168.4 مليار دولار في نهاية عام 2023، ليستقر عند 132.5 مليار دولار في عام 2024 (الشرق الأوسط، 2024).

انتشرت الصكوك في العديد من الدول الإسلامية، غير أن استخدامها لم يقتصر على هذه الدول فحسب، بل لقيت قبولًا متزايدًا كذلك في عدد من الدول غير الإسلامية. فقد تبنت كل من المملكة المتحدة، ولوكسمبورغ، وجنوب أفريقيا، وهونغ كونغ برامج لإصدار الصكوك الدولية، إدراكًا لأهميتها كأداة استثمارية جاذبة لرؤوس الأموال ومتناغمة مع المعايير العالمية (بوعويّنة، قروش، 2021). وقد أصبحت الصكوك إحدى أبرز الوسائل التي تعتمد عليها المصارف والمؤسسات المالية في مختلف الدول لإدارة أعمالها وتنويع أدواتها الاستثمارية وتنظيم السيولة الفائضة لديها (عجاج، 2019).

سعت الحكومة الجمهورية الإسلامية في أفغانستان، قبل حكومة إمارة أفغانستان الإسلامية، إلى استكمال عملية التحول المصرفي من خلال تطوير الخدمات المالية والارتقاء بها بما يلبي احتياجات المجتمع وتطلعاته. وكان من بين أبرز مساعيها في هذا المجال تبني صيغ التمويل والاستثمار الشرعية، والعمل على إصدار الصكوك الإسلامية وتوظيفها، غير أنّ هذه الجهود لم تُستكمل نتيجة سقوط الحكومة آنذاك. أما في ظل حكومة إمارة أفغانستان الإسلامية الحالية، فيلاحظ التركيز على تعزيز النمو الاقتصادي الوطني وتوسيع أنشطة المؤسسات المالية والمصارف الإسلامية، إلى جانب السعي لتحويل المصارف التقليدية إلى إسلامية. كما تولي الحكومة اهتمامًا خاصًا بإصدار الصكوك وتداولها كأداة استراتيجية لدعم التنمية الاقتصادية الوطنية، الأمر الذي يجعل فكرة الصكوك الإسلامية وآليات إصدارها، تفعيلها وتطبيقها في أفغانستان موضوعًا يستحق البحث والدراسة (د أفغانستان بانك، 2020). فخلاصة القول، أن تحريم التعامل بالسندات التقليدية من جهة و الحاجة إلى ما يؤدي إليه من نتائج اقتصادية هو الدافع والداعي لدى الباحثين المعاصرين و علماء المسلمين لإيجاد صيغة التوازن بين الأمرين، أي إيجاد صيغة لأدوات تمويلية يتم الالتزام فيها بأحكام الشريعة الإسلامية وعدم مخالفتها، و في نفس الوقت تحقق الغاية الاقتصادية المروجة منها و هي الصكوك الإسلامية؛ لأنها مبنية على مبدأ الربح والخسارة (العقيل، 2020).

وتجدر الإشارة إلى أنّ واقع الصكوك الإسلامية في أفغانستان، على الرغم من الجهود المبذولة، ما يزال في مراحله الأولى؛ إذ لم تشهد البلاد حتى الآن تطبيقًا شاملاً لهذه الأداة التمويلية المستحدثة، على الرغم من حاجتها الماسّة إلى موارد مالية بديلة لدعم مسار التنمية الاقتصادية والاجتماعية. وفي هذا السياق، تبرز التجربة الماليزية باعتبارها أحد أبرز النماذج العالمية الرائدة في مجال إصدار الصكوك وإدارتها، حيث تمكنت ماليزيا من صياغة إطار تشريعي ومؤسسي متكامل مكّنها من التبوؤ بمكانة متقدمة عالميًا في سوق الصكوك. ومن هذا المنطلق، يسعى هذا البحث إلى دراسة آليات تفعيل الصكوك الإسلامية في السياق الأفغاني، مستفيدًا من التجربة الماليزية، بغية استكشاف سبل توظيفها في بناء نموذج يتناسب مع البيئة الاقتصادية والقانونية لأفغانستان.

وفي إطار هذا التوجّه، يسعى هذا البحث إلى الكشف عن أهمية تفعيل الصكوك الإسلامية ودورها في تحقيق التنمية والتطور الاقتصادي في أفغانستان، وذلك في ضوء التجربة الماليزية. ويتكون البحث من ستة فصول: يتناول الفصل الأول خطة البحث وهيكله العام، بينما يعرض الفصل الثاني النظام المالي في أفغانستان. أما الفصل الثالث فيتناول الإطار النظري والدراسات السابقة، ويُخصّص الفصل الرابع لعرض منهجية البحث. ويتناول الفصل الخامس التجربة الماليزية في مجال إصدار الصكوك والتمويل، في حين يركّز الفصل السادس على تحليل بيانات البحث. ويُختتم البحث بعرض النتائج، والتوصيات، والمقترحات، إلى جانب مناقشة المعوقات وتوثيق المصادر.

مشكلة الدراسة

تُعَدُّ أفغانستان من دول العالم الثالث التي تواجه هشاشة اقتصادية واجتماعية حادة. فقد أُدرجت عام 2022 ضمن سبع أفقر دولة في العالم - ووفق تقرير البنك الدولي 2024 احتلت المرتبة 116 من بين 127 دولة من حيث مؤشر الفقر العالمي - لا سيما بعد سقوط النظام الجمهوري وما أعقب ذلك من اضطرابات. ويعاني نحو 55% من السكان (22 مليون نسمة) من الفقر المدقع والجوع والبطالة، بينما تعاني الحكومة من عجز في الموازنة العامة (رغم جهودها في تحقيق النمو الاقتصادي ومكافحة الفقر والبطالة)، وفق تقرير مكتب الأمم المتحدة لتنسيق الشؤون الإنسانية (OCHA, 2024).

تواجه أفغانستان، بناءً على المؤشرات الاقتصادية وفقر متعدد الأبعاد (Multidimensional Poverty Index - MPI)، واحدة من أخطر الأوضاع المعيشية على مستوى العالم، لا سيما بعد عودة وإعادة توطين أعداد كبيرة من المهاجرين الأفغان من الدول المجاورة ووقوع كوارث طبيعية. وتشير البيانات إلى أنّه في عام 2024، كان نحو 6.5 ملايين طفل يعانون من سوء التغذية والفقر (Faiez, 2024). إضافةً إلى ذلك، أظهر تقرير جامعة أكسفورد أنّ حوالي 63 إلى 65% من سكان أفغانستان يعيشون في فقر متعدد الأبعاد خلال نفس العام، مما يعكس شدة وانتشار الحرمان الاقتصادي والاجتماعي في البلاد (University

(of Oxford, 2024). وفي عام 2025، قُدِّر الناتج المحلي الإجمالي للفرد (GDP Per Capita) بنحو 420 دولارًا أمريكيًا، لتُصنّف أفغانستان بين أفقر دول العالم (Trading Economics, 2025). لذا تحتاج أفغانستان إلى تعزيز التنمية الاقتصادية والنمو المالي وتنفيذ مشاريع تنموية، لا سيما في تطوير البنية التحتية المالية والخدمات الأساسية، نظرًا إلى ضعفها منذ عقود متوالية وتدمير بنيتها الاقتصادية والمالية نتيجة أكثر من أربعين عامًا من الحرب والنزاعات، مما أدى إلى فجوة اقتصادية كبيرة (القاضي، 2021).

ومن ناحية أخرى، الشعب الأفغاني - المسلم بنسبة 100٪ - يفتقر إلى المنتجات الجديدة الإسلامية في المؤسسات المالية الإسلامية، ويُحتاج إلى السوق المالية و رأس المالية الإسلامية في أفغانستان لتطبق فيه الأدوات المالية الاستثمارية الإسلامية الجديدة في القطاعين العام والخاص من أجل النمو الاقتصادي، واستثمار الأموال، وإيجاد فرص العمل والوظائف، ومكافحة الفقر والبطالة، وتقليص عجز الميزانية العامة (صالح، الجطيبي، 2025). من الواضح أنّ أفغانستان تفتقر اليوم إلى سوق مالية فاعلة وإلى قنوات تمويلية تدعم تعزيز الاستثمار المحلي المتعطّل والاستثمار الأجنبي الممكن، الأمر الذي يبرز الحاجة الماسة إلى إصدار وتداول الأدوات المالية وتطبيقها، وعلى رأسها الصكوك بوصفها أداة فعّالة للتمويل (عبد الرزاق، عبادي، 2023)، وهو ما يعكس فجوة مالية واجتماعية بالغة الخطورة.

يُعَدّ المال الدعامة الأساسية للحياة البشرية وأساس استقرارها، وتُشكّل المصارف الإسلامية والمؤسسات المالية ركائز أساسية في الحياة الاقتصادية من خلال ما تقدمه من خدمات وتسهيلات مالية موجّهة للأفراد والجماعات والمجتمعات. وفي السياق الأفغاني، يقتصر وجود المؤسسات المالية على عدد محدود، أبرزها البنك الإسلامي الأفغاني، الذي يعتمد على صيغ تمويل محدودة تحتاج إلى التطوير والإثراء بصيغ تمويلية إسلامية جديدة. أما المصارف التقليدية، فهي لا تزال تعمل وفق آليات التمويل والاستثمار التقليدية (تسعى حاليًا إلى التحول نحو النظام المصرفي الإسلامي)، غير أنّها عجزت عن إدارة سيولتها واستثمارها بشكل كامل بسبب غياب الأدوات الشرعية القادرة على أن تكون بديلة للأدوات التقليدية المستخدمة حاليًا (أحمد مسعود، 2020). ورغم مضاعفة الجهود لإعداد صيغ إسلامية مبتكرة في مجال الاستثمار والتمويل وإدارة السيولة، فإن ضعف الأمن والسلام وعدم الاستقرار السياسي في البلاد قد

حال دون تحقيق نتائج ملموسة في هذا الاتجاه (غزال، 2021). وبناءً على ذلك، يجب على المصارف والمؤسسات المالية في أفغانستان العمل بجدية نحو إبداع صيغ بديلة لتوظيف أموالها وإدارة فائض السيولة على المدى القصير والطويل، وعلى رأسها تفعيل صكوك الاستثمار الإسلامي. كما تتجلى الحاجة الماسة إلى إصدار تشريع خاص بالصكوك الإسلامية يخول للحكومة والشركات والبنوك والمستثمرين إصدارها وتداولها، مما يوفر بديلاً سريعاً وفعالاً لشهادات الإيداع والخدمات المصرفية المحدودة الأخرى، ولا سيما في المصرف الإسلامي الأفغاني. ومن شأن ذلك أن يُمكن المصارف من الاستخدام الأمثل لمواردها المالية، وتعزيز قدرتها على إدارة السيولة، وضمان استمرارية أنشطة التمويل والاستثمار (كريم، 2025). وتُعدّ هذه المسألة انعكاساً واضحاً لفجوة الأدوات المالية والصيغ التمويلية في النظام المالي الأفغاني.

ويتّضح من خلال الاستعراض النقدي للأدبيات والدراسات السابقة أنّ موضوع الصكوك الإسلامية وآليات تفعيلها في السياق الأفغاني لم يحظَ حتى الآن بدراسة مستقلة ومعمّقة تُبرز أبعاده النظرية والتطبيقية. ومن ثمّ، تُشكّل هذه الثغرة فجوة علمية تستدعي البحث والتقصّي لتعزيز الإطار العلمي وتطوير البدائل التمويلية الملائمة لخصوصية الاقتصاد الأفغاني. وتُعدّ الفجوات الأربع: الاقتصادية، والمالية، والتمويلية، والعلمية من أهم العوامل التي دفعت الباحث إلى تناول موضوع الصكوك، لما لها من مكانة متميزة بين أدوات التمويل والاستثمار المعتمدة في الشركات والمؤسسات المالية والمصارف الإسلامية، ولا سيما في الدول الإسلامية المتأخرة اقتصادياً. ومن هذا المنطلق، يهدف البحث إلى المساهمة في سد هذه الفجوات من خلال دراسة الصكوك من جوانبها الاقتصادية والمالية والتمويلية والعلمية، بما يسمح باكتشاف آفاق تفعيلها وتطبيقها والتعامل بها في السياق الأفغاني.

أسئلة الدراسة

1. ما هي تحديات المؤسسة والتنظيمية لإصدار الصكوك الإسلامية في أفغانستان؟
2. ما المشاكل القانونية والتشريعية التي تعوق إصدار الصكوك في أفغانستان؟
3. ما الفرص الاقتصادية والتمويلية ودورها من إصدار الصكوك في أفغانستان؟

4. كيف يمكن بلورة نموذج نظري ومنهجية تطبيقية ملائمة لإصدار الصكوك الإسلامية في السياق الأفغاني؟

أهداف الدراسة

يهدف الباحث اقتراح ملاءم لحل مشكلة عدم إصدار الصكوك وتداولها في أفغانستان بطرح إطار المناسب لها في ضوء التجربة الماليزية، للاستفادة منه في تطوير قطاع العام و الخاص في أفغانستان على أنها أداة مالية استثمارية شرعية جديدة للتنمية الاقتصادية وإزالة النظام الربوي من المجتمع، ، ومن ثم كان من أهم أهداف هذا البحث:

1. تحديد تحديات المؤسسة والتنظيمية لإصدار الصكوك في أفغانستان وتوفير الفرص لتداولها.
2. تقييم المشاكل القانونية والتشريعية التي تعوق إصدار الصكوك في أفغانستان.
3. مناقشة الفرص الاقتصادية والتمويلية من إصدار الصكوك في أفغانستان.
4. تطوير نموذج نظري ومنهجية تطبيقية ملائمة لإصدار الصكوك الإسلامية في السياق الأفغاني و هي التجربة الماليزية.

أهمية الدراسة

يمثل موضوع هذا البحث أهمية خاصة بالنظر إلى ما يشكله من نقلة نوعية في مجال تطوير الأدوات التمويلية الإسلامية داخل المؤسسات المالية والمصارف الإسلامية والسوق المالي في أفغانستان، ولا سيما من خلال تفعيل الصكوك الإسلامية (كريم، 2025). ويحظى إصدار الصكوك بأهمية بالغة في السياق الأفغاني، سواء في القطاعين العام والخاص، أو في القطاعات الأكاديمية والمصرفية والمالية والحكومية الرسمية.

يُعَدّ إصدار الصكوك المعتمدة على الربيع الإسلامي هدفاً رئيساً في العمل المصرفي الإسلامي، لما له من دور في تعزيز الاقتصاد الإسلامي شريطة الالتزام بمبادئه الأساسية. وعلى خلاف السندات الربوية التي تقوم على الفائدة وتحوّل حاملها إلى مجرد مقرضين بلا حقوق في أصول المشاريع أو أرباحها، تهدف الصكوك الإسلامية إلى تمكين حاملها من المشاركة في

أرباح المشاريع، وبذلك تسهم في ترسيخ العمل المصرفي الإسلامي وتحقيق مقاصد الشريعة الغراء (أبوغدة، 2003). كما تمثل الصكوك وسيلة فعّالة لتمويل المشروعات الكبرى من خلال تمكين المستثمرين من استثمار أموالهم واستردادها عبر أسواق ثانوية منظّمة، فضلاً عن دورها في مساعدة المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية على إدارة السيولة من خلال شراء الصكوك في حالة الفائض وبيعها عند الحاجة. وإلى جانب ذلك، تُسهم الصكوك في تحقيق توزيع أكثر عدالة للثروة، بما يعزز العدالة الاقتصادية ويحدّ من الفجوة بين الأغنياء والفقراء، وهو أحد الأهداف الجوهرية للاقتصاد الإسلامي (الدرشابي، 2023).

يؤرّ إصدار الصكوك أرضية خصبة للبحث الأكاديمي في مجال أدوات الاستثمار، ولا سيما الصكوك الإسلامية، بما يسهم في مواكبة المتغيرات في قطاع الصيرفة الإسلامية والبيئة البنكية المحلية. كما يعكس استجابةً لتطلعات تطوير الأوعية الادخارية وتعزيز دور الاستثمار لدى المصارف والمؤسسات المالية والسوق المالي الأفغاني، فضلاً عن تلبية احتياجات الأفراد والحكومات التمويلية لتحقيق التنمية الاقتصادية المنشودة (الكوشلي، 2017).

يكتسب إصدار الصكوك الإسلامية أهمية كبيرة لدى الجهات الحكومية والرسمية بوصفها بديلاً حقيقياً عن السندات التقليدية التي يسعى الفكر الاقتصادي الإسلامي إلى الاستغناء عنها في أسواق العالم الإسلامي. وتمثل الصكوك أداة فعّالة في دفع عجلة الاقتصاد وتعزيز قوته من خلال تمويل المشروعات الكبرى التي يتعذر على جهة واحدة القيام بها، لا سيما في القطاعات الحكومية. كما يسهم إصدار الصكوك في توجيه المستثمرين الأفغان نحو الاستثمار الشرعي وتعزيز التعاملات المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة (هبة الله، 2022). ومن هنا تبرز أهمية توجه الدولة الأفغانية، ممثلة في إمارة أفغانستان الإسلامية، نحو اعتماد تجربة الصكوك تفعيلها وتطبيقها وتشريع القوانين المنظمة لها، فضلاً عن نشر الوعي بمزاياها بين المواطنين والمستثمرين وتوجيهها نحو الاستثمار المباشر في القطاعات الإنتاجية كالعقارات، والخدمات المالية، وقطاع الطاقة، بما يسهم في تحقيق التنمية الاقتصادية. وتكمن أهمية هذا البحث في كونه دراسة تأسيسية مقترحة تُعنى ببحث آليات تفعيل الصكوك وتطبيقها واستثمارها من أجل دعم التنمية الاقتصادية وتطويرها في أفغانستان.

حدود الدراسة

تقتصر هذه الدراسة على تناول آليات تفعيل الصكوك الإسلامية في أفغانستان، بالاستفادة من التجربة الماليزية بوصفها نموذجًا تطبيقيًا، وذلك ضمن إطار الواقع المالي والاقتصادي للبلدين، وخلال الفترة الزمنية الممتدة من 1990م إلى 2025م، مع الاعتماد على عينة محددة من الخبراء والمتخصصين في الشأن المالي والمصرفي الإسلامي.

الدراسات السابقة

تمثل الدراسات السابقة ركيزة أساسية لأي بحث علمي، إذ تساهم في تحديد ما تم إنجازه في مجال موضوع الرسالة من جوانب شرعية، واقتصادية، وتمويلية، مع التركيز على التجربة الماليزية الرائدة في هذا المجال، وتحديد ما يزال بحاجة إلى بحث وتطوير. ومن هذا المنطلق، يسعى الباحث إلى استعراض أهم الدراسات المرتبطة بموضوع: "آليات تفعيل الصكوك الإسلامية في أفغانستان في ضوء التجربة الماليزية"، وذلك بهدف إبراز ما توصلت إليه الأدبيات العلمية، والكشف عن الفجوات البحثية التي يسعى هذا العمل إلى معالجتها في سياق تفعيل الصكوك الإسلامية في أفغانستان، بما ينسجم مع عنوان الرسالة. وقد قام الباحث بتصنيف الدراسات السابقة إلى الأصناف التالية:

الصنف الأول: الدراسات ذات البعد الشرعي:

يتناول هذا الصنف الدراسات التي ركزت على الجوانب الشرعية والقانونية للصكوك الإسلامية، ومن أبرزها: دراسة بعنوان "تطور الصكوك كأداة تمويلية إسلامية مبتكرة: الإمكانيات والتحديات" (سدارتي، 2024) تستعرض واقع إصدار وتداول الصكوك الإسلامية وتطورها كأداة تمويلية مبتكرة، مع التركيز على أهمية تأسيس سوق تمويلية تستند إلى مبادئ الشريعة الإسلامية، ومناقشة الإمكانيات والتحديات المرتبطة بها في السياق الشرعي والاقتصادي. ودراسة بعنوان "الصكوك الإسلامية: رؤية قانونية تطويرية" (المجالي، 2022) ركزت على النقاط المهمة من الناحية الشرعية والقانونية، واقترحت بعض الأحكام أو التشريعات التي تنظم الصكوك الإسلامية بهدف إزالة الغموض القانوني والشرعي وتوثيق طبيعتها القانونية.

ودراسة بعنوان **"Maqasid Shariah Implementation on Sukuk Analysis"** (Arsyi, 2023)

تناولت كيفية إدماج مقاصد الشريعة في تصميم الصكوك، واستعرضت اتجاهات البحوث في هذا المجال لتعزيز توافق الصكوك مع أهداف الشريعة.

ودراسة بعنوان " **الصكوك وأحكامها في الفقه الإسلامي: دراسة تأصيلية** " (فرج، 2015) ركزت على التأصيل الفقهي لممارسات الصكوك في مرحلة الإصدار والتداول والإطفاء، وما يتعلق بذلك من إدارة مخاطر الصكوك والضمانات المقدمة فيها. ودراسة بعنوان " **سوق رأس المال الإسلامي الماليزي: دراسة تحليلية في ضوء الفقه الإسلامي** " (لونج، 2014) تناولت أحكام سوق الأوراق المالية وتحليلها وتقويمها وفق الفقه الإسلامي، مشيرةً إلى أن بعض المنتجات تواجه انتقادات محلية وعالمية بسبب عدم موافقتها للهيئات الشرعية الدولية مثل (AAOIFI). تناولت هذه الدراسات الأسس الفقهية للصكوك وأدلتها الشرعية، ومشروعيتها في الفقه الإسلامي، والضوابط القانونية المنظمة لها، مع التركيز على الابتكار المالي والامتثال الشرعي.

الصنف الثاني: الدراسات الاقتصادية والمالية:

يتناول هذا الصنف الدراسات التي ركزت على الجوانب الاقتصادية والمالية للصكوك الإسلامية، ومن أبرزها: بحث بعنوان " **مساهمة الصكوك الإسلامية في التنمية الاقتصادية لماليزيا** " (سليمة، حمداني، 2020) ركّز على دور الصكوك في تمويل الاقتصاد الماليزي وواقع تطور سوق الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية الماليزية.

وبحث بعنوان " **فعالية الصكوك الإسلامية كإحدى منتجات الصناعة المالية الإسلامية المبتكرة في تمويل التنمية الاقتصادية** " (بهياني، قرومي، 2018) ركّز على إبراز الدور الفعّال للصكوك الإسلامية في تمويل التنمية الاقتصادية، وتبسيط الضوء على تطور الإصدار العالمي للصكوك، وعرض أهم التجارب الدولية في استخدام الصكوك لتمويل التنمية الاقتصادية.

وبحث بعنوان " **دور الصكوك الإسلامية في تمويل عجز الموازنة العامة في ماليزيا** " (صالح، البحيطي، 2025) ركّز على فاعلية الصكوك كخيار تمويلي لمعالجة عجز الموازنة، مع بيان مزاياها وتحدياتها.

وبحث بعنوان **"Investing for a Better Future: How Sukuk Can Drive**

Positive Social Change" (Fadzil, Haikal, 2024) ركّز على البُعد الاجتماعي والبيئي

للكوك، ودورها في التنمية المستدامة، وتمويل المؤسسات الاجتماعية إلى جانب دورها المالي.

وبحث بعنوان **"الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية: نحو تطبيق مقترح**

تمويلي لتطوير دور البنوك الإسلامية" (الدماع، 2010) هدفت الدراسة إلى بيان ماهية

الصكوك الإسلامية وتصويب تطبيقاتها من خلال البنوك الإسلامية نحو الاستثمار المباشر في

القطاعات الإنتاجية لدعم التنمية الاقتصادية.

وبحث بعنوان **"التوريق وتطبيقاته المعاصرة- دراسة فقهية اقتصادية"** (القره داغي،

2009) تناول مفهوم التوريق التقليدي، دوافعه، أنواعه وأساليبه، والتكيف الفقهي له.

وبحث بعنوان **"الصكوك الإسلامية ودورها في إدارة السيولة نحو مقترح تطبيقي في**

ظل القوانين والتشريعات الجديدة في ليبيا: دراسة استكشافية تطبيقية" (عجاج، 2019)

ركّز على كيفية توظيف الصكوك لإدارة السيولة في ليبيا في ظل القوانين المستحدثة، مع تقديم

نموذج تطبيقي عملي. وقد استكشفت هذه الدراسات دور الصكوك في تحريك الاقتصاد

الوطني، وأبرزت أثرها في تمويل المشاريع التنموية الكبرى، وتعزيز التنمية الاقتصادية والاجتماعية

المستدامة.

الصف الثالث: الدراسات المتعلقة بالهيكل والآليات:

يتناول هذا الصف الدراسات التي ركّزت على هيكل الصكوك الإسلامية وآلياتها

التشغيلية، ومن أبرزها: دراسة بعنوان **"هيكل صكوك الهجينة: دراسة فقهية تأسيسية تحليلية"**

(المختار، 2020) ركّزت على الجانب الفقهي التحليلي للصكوك المركبة الهجينة، وتحليل

مكوناتها العقدية ومدى مشروعيتها الشرعية.

ودراسة بعنوان **"صكوك المضاربة والمشاركة والإجارة وتطبيقاتها في ماليزيا وبعض**

دول الخليج العربي" (هاما، 2009) تناولت هذه الدراسة صكوك المضاربة والمشاركة والإجارة

من منظور فقهي، مع تحليل هيكل تطبيقاتها في ماليزيا والكويت والإمارات العربية المتحدة

ومملكة البحرين والمملكة العربية السعودية.

ودراسة بعنوان "دراسة مقارنة بين هيكلة عمليات التصكيك الإسلامي وعمليات التوريق التقليدي" (ابن علقمة، 2021) سعت إلى توضيح مفهوم كل من عمليات التصكيك وعمليات التوريق وطرق هيكلتهما، مع إبراز نقاط الاختلاف بينهما، لا سيما فيما يتعلق بالآليات المستخدمة، حيث تعتمد عمليات التصكيك في جميع مراحلها على مبادئ الشريعة الإسلامية. ركزت هذه الدراسات على بعد محدد من الصكوك الإسلامية، سواء من حيث الهيكلية العقدية أو آليات التشغيل، مع إبراز أهمية التوافق الشرعي في جميع مراحل العمليات المالية.

الصف الخامس: الدراسات الخاصة بالسياق الأفغاني:

تشير مراجعة الدراسات السابقة في السياق الأفغاني إلى ندرة البحوث التي تناولت موضوع الصكوك الإسلامية بعمق، وهو ما يمثل الفجوة البحثية التي تسعى هذه الرسالة إلى سدّها. منها دراسة بعنوان "إصدار الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية في أفغانستان" (Heravi, 2023) ركزت على أن إصدار الصكوك يمكن أن يحقق معدلات نمو اقتصادي مرتفعة ويسهم في التنمية المالية، مع التوصية بالتركيز على هذه الأداة لمعالجة الأزمة الاقتصادية في أفغانستان، وتعزيز إصدار الصكوك والاستثمار فيها كحلّ عملي لمواجهة الصعوبات المالية التي تمرّ بها البلاد.

ودراسة بعنوان "تمويل التنمية الاجتماعية عبر إصدار الصكوك الإسلامية في أفغانستان: استلهاماً من التجربة الماليزية" (Heravi, 2023) ركزت على الصكوك كأداة فعّالة لتمويل التنمية الاجتماعية في مجالات التعليم والرعاية الصحية والبنى التحتية، مستفيدة من التجربة الماليزية الناجحة كنموذج يُلهم تنفيذ ممارسات مشابهة في أفغانستان، مشيرةً إلى أن إصدار الصكوك يمكن أن يُحدث تطوراً اقتصادياً ويزيد من تنوع صيغ التمويل الإسلامي والتنمية المالية.

ودراسة بعنوان "The Issuing of the Sukuk Framework in Afghanistan and Its

Contribution to Economic Development" (Heravi, 2022) ركزت على تقديم إطار عمل مقترح لإصدار الصكوك يتوافق مع متطلبات الشريعة الإسلامية، مستفيداً من تجارب الدول الإسلامية الأخرى، خاصة ماليزيا. كما حللت الدراسة تأثير الصكوك على النمو الاقتصادي

في أفغانستان، مع التركيز على مؤشرات مثل الناتج المحلي الإجمالي، وتكوين رأس المال الثابت، والحد من الفقر والبطالة، وتعزيز الاستقلال المالي، ومنع العجز في الميزانية العامة. وتسلط هذه الدراسات الضوء على أهمية الصكوك الإسلامية كأداة تمويلية واجتماعية في السياق الأفغاني، مع التركيز على تطوير الأطر الشرعية والاقتصادية لتفعيل دورها في التنمية الوطنية. ويتضح من استعراض الدراسات السابقة أن الأدبيات المتعلقة بالصكوك الإسلامية تناولت الموضوع من زوايا متعددة؛ فبعضها ركّزت على الإطار الشرعي والفقهية، وبعضها على الأبعاد الاقتصادية والتمويلية، بينما أولت العديد من الدراسات اهتماماً خاصاً بالتجربة الماليزية كنموذج عالمي ناجح. ومع ذلك، يلاحظ غياب الدراسات المعمقة في السياق الأفغاني، إذ لم تتناول الأدبيات المتوفرة آليات تفعيل الصكوك في أفغانستان بما يتلاءم مع بنيتها الاقتصادية والمالية وظروفها السياسية والاجتماعية. وتنشأ من هذا الغياب فجوة بحثية تمثل الدافع الأساسي لهذه الدراسة، التي تهدف إلى تحليل معمق لإمكانات تطبيق الصكوك الإسلامية في أفغانستان، مع استلهام التجربة الماليزية لتعزيز تطوير الأدوات المالية الإسلامية والاستقرار الاقتصادي والمالي في البلاد.

وتختلف هذه الدراسة عن الدراسات السابقة من حيث المضمون والمجتمع المستهدف؛ إذ ركّزت معظم الدراسات على جانب واحد من الصكوك، بينما تناولت هذه الدراسة جميع جوانب الصكوك بشكل شامل مع التركيز على المجتمع الأفغاني، ولم يتم العثور على أي دراسة مستقلة تناولت الصكوك الإسلامية في هذا السياق بشكل متكامل، مما يبرز أهمية هذه الدراسة في سد هذه الفجوة والمساهمة في التنمية المالية والتطور الاقتصادي في أفغانستان.

هيكل البحث

يتكون البحث من مقدمة، وستة فصول رئيسة، ثم النتائج والتوصيات، فضلاً عن قائمة المصادر والمراجع، والملاحق، وذلك وفق النمط التالي:

الفصل الأول: الإطار العام للدراسة

المقدمة

مشكلة الدراسة

أسئلة الدراسة

أهداف الدراسة

أهمية الدراسة

حدود الدراسة

الدراسات السابقة

هيكل الدراسة

الفصل الثاني: الخلفية التاريخية والواقع المالي في أفغانستان

المبحث الأول: لمحة تاريخية عن أفغانستان

المبحث الثاني: النظام المالي التقليدي والإسلامي في أفغانستان

المطلب الأول: النظام المالي التقليدي

المطلب الثاني: النظام المالي الإسلامي

المبحث الثالث: المؤسسات المالية الإسلامية في أفغانستان

المطلب الأول: البنوك الإسلامية في أفغانستان

المطلب الثاني: الخدمات المصرفية في البنوك الإسلامية الأفغانية

المبحث الرابع: القوانين المالية في أفغانستان

المطلب الأول: القوانين واللوائح المتعلقة بالبنوك التقليدية والإسلامية

المطلب الثاني: القوانين المالية المدنية

الفصل الثالث: الإطار النظري للصكوك والفرص والتحديات المرتبطة بتفعيلها

في أفغانستان

المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لأسواق الأوراق المالية

المطلب الأول: الأسس النظرية لأسواق الأوراق المالية

المطلب الثاني: أنواع الأسواق المالية وآفاق إنشاء سوق مالية إسلامية موحدة

المطلب الثالث: الإطار النظري والفقهية للصكوك الإسلامية

المطلب الرابع: أهمية الصكوك وأبعادها الاقتصادية والمالية

المطلب الخامس: أنواع الصكوك الإسلامية وتصنيفاتها الفقهية والوظيفية

المطلب السادس: موقف الفقه الحنفي من الصكوك الإسلامية
المطلب السابع: علاقة مخاطر الصكوك بالأصول المرتبطة بها
المبحث الثاني: آليات التصكيك الإسلامي بين الإطار النظري والمراحل العملية
المطلب الأول: الإطار النظري لعملية التصكيك الإسلامي
المطلب الثاني: المراحل العملية لعملية التصكيك الإسلامي
المبحث الثالث: إصدار الصكوك في أفغانستان: التحديات والفرص وآليات التطبيق
المطلب الأول: التحديات المرتبطة بإصدار الصكوك في أفغانستان
المطلب الثاني: الفرص لإصدار الصكوك في أفغانستان
المطلب الثالث: الإطار النظري والعملي لإصدار الصكوك وآليات تطبيقها في أفغانستان

الفصل الرابع: منهجية البحث

المبحث الأول: المنهج والأسلوب ومجتمع وعينة البحث
المطلب الأول: المنهج العلمي و أسلوب البحث
المطلب الثاني: مجتمع البحث
المطلب الثالث: طريقة اختيار العينة وحجمها وخصائصها
المبحث الثاني: بيانات البحث، أدوات وتصميمه وأساليب التحليل
المطلب الأول: البيانات المعتمدة في الدراسة
المطلب الثاني: أدوات جمع البيانات
المطلب الثالث: تصميم البحث
المطلب الرابع: أسلوب تحليل البيانات

الفصل الخامس: التجربة الماليزية في سوق رأس المال الإسلامي والصكوك

المبحث الأول: الخلفية التاريخية والاقتصادية لماليزيا
المطلب الأول: نبذة تاريخية مختصرة عن ماليزيا
المطلب الثاني: المؤشرات الاقتصادية والتنموية في ماليزيا
المبحث الثاني: سوق الأوراق المالية ورأس المال الإسلامي في ماليزيا

المطلب الأول: تجربة ماليزيا في الأسواق التقليدية والإسلامية: النشأة والتطور
المطلب الثاني: هيئة الأوراق المالية الماليزية ودورها في تنظيم سوق رأس المال
الإسلامي

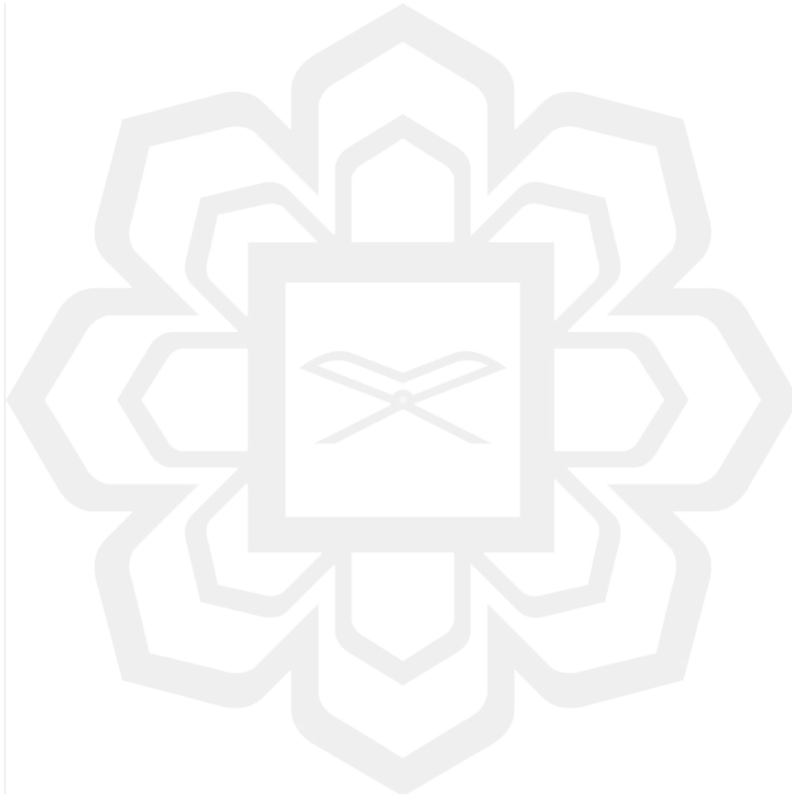
المبحث الثالث : إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا وتطورها
المطلب الأول: نشأة وتطور سوق الصكوك في ماليزيا 1990 – 2020
المطلب الثاني: إصدارات الصكوك الحديثة 2022 – 2025

المطلب الثالث: أنواع الصكوك الإسلامية في ماليزيا
المطلب الرابع: الأطر التوجيهية والتنظيمية لإصدار الصكوك
المطلب الخامس: دور الصكوك في التنمية الاقتصادية وتمويل احتياجات الحكومة
المبحث الرابع : عوامل نجاح تجربة الصكوك الماليزية وإمكانات الاستفادة منها:
المطلب الأول: عوامل نجاح الصكوك وريادة ماليزيا في هذا المجال
المطلب الثاني: التحديات التي تواجه إصدار الصكوك في ماليزيا
المطلب الثالث: إمكانية الاستفادة من التجربة الماليزية في أفغانستان
المطلب الرابع: الآليات الأساسية لتبني الصكوك الإسلامية في السياق الأفغاني

الفصل السادس: التحليل الميداني ونتائج الدراسة

المبحث الأول : تحليل بيانات المقابلات الشخصية
المطلب الأول : تحليل بيانات المقابلات تبعاً لمحاور الأسئلة
المطلب الثاني: ترميز البيانات وتصنيفها الأولي
المطلب الثالث : بناء الفئات والموضوعات التحليلية
المطلب الرابع: الإطار التحليلي النهائي للدراسة
المطلب الخامس: الملاحظات الميدانية والتقارير الرسمية
المبحث الثاني: النتائج والمقترحات
المطلب الأول: النتائج الرئيسة للدراسة
المطلب الثاني: انعكاسات النتائج على الواقع التطبيقي للصكوك في أفغانستان
المطلب الثالث: التوصيات العلمية والمقترحات العملية

قائمة المصادر والمراجع
الملاحق



الفصل الثاني: الخلفية التاريخية والواقع المالي في أفغانستان

انطلاقاً من طبيعة هذا البحث الذي يتناول آليات تفعيل الصكوك الإسلامية في أفغانستان، فإنه من المناسب تقديم عرض موجز عن أفغانستان من الجوانب التاريخية والجغرافية والمالية.

المبحث الأول: لمحة تاريخية عن أفغانستان

أفغانستان دولة غير ساحلية تحيط بها جبال وتلال وعرة، وتقع في وسط القارة الآسيوية بين غرب آسيا (الشرق الأوسط) وآسيا الوسطى، وهي ذات موقع إستراتيجي يربط شرق آسيا بغربها وجنوبها ووسطها، وعاصمتها كابول من أكبر المدن، ومدنها الرئيسية الأخرى هي هراة، وقندهار، وبلخ، وجلال آباد، وكندوز، وتحدها من الشمال تركمانستان وأوزبكستان وطاجيكستان، ومن الشرق الصين وباكستان، ومن الجنوب باكستان أيضاً، ومن الغرب إيران، ويشكل المسلمون أكثر من 99.9٪ من الشعب الأفغاني، وفيهم السنة والشيعة، وتشكل الجماعات غير المسلمة من الهندوس والسيخ واليهود أقل من 0.1٪ من مجموع السكان، وعلى الرغم من اشتراك الغالبية العظمى من السكان في دين واحد، تعد أفغانستان شديدة التنوع في اللغات والأعراق (Amiri & habibyar, 2023).

وقد كان نظام الدولة في أفغانستان في حالة تغيير على مر التاريخ، فأحياناً كان النظام ملكياً، وأحياناً شيوعياً، وأحياناً جمهورياً إسلامياً، ولنحو عشرين سنة (2001-2021) كانت جمهورية أفغانستان الإسلامية، ومنذ تسلط طالبان منتصف العام (2021) إلى اليوم سموا دولتهم "إمارة أفغانستان الإسلامية"، وعاصمتها كابول، ولغتها الرسمية هي الفارسية والبشتو، إضافة إلى لغات أخرى من مثل التركمانية والأوزبكية والبلوشية وغيرها، والدين الرسمي فيها الإسلام، وأكثر شعبها يتبعون المذهب الحنفي، وكذلك فيها متبعو المذهب الجعفري، وعدد سكانها نحو 34.3 مليون نسمة منها 17.5 مليون ذكر و يبلغ إلى 51٪ من مجموع السكان و 16.8 مليون مؤنث

ويبلغ إلى 49% من مجموع السكان ومناخها جاف إلى شبه جاف، وفيها أربعة مواسم، ولكنها باردة شتاء وحارة صيفاً (NISA, 2023)

والموارد الطبيعية في أفغانستان هي البترول، والغاز الطبيعي، والفحم، والنحاس، والرصاص، والكبريت، والزنك، وخام الحديد، والملح، والأحجار الكريمة، و الرخام وأهم منتجاتها الفواكه الطازجة والجافة، والقمح، والمنسوجات، والصابون، والأثاث، والأسمدة، والصناعات الغذائية (غبار، 2012).

المبحث الثاني: النظام المالي التقليدي والإسلامي في أفغانستان

يتناول هذا المبحث بالدراسة واقع النظام المالي في أفغانستان، من خلال تبين النظام المالي التقليدي فيها من جهة، والنظام المالي الإسلامي من جهة أخرى، مع التركيز على إنشاء الأدوات المالية الإسلامية الجديدة التي تؤدي إلى التنمية الاقتصادية.

المطلب الأول: النظام المالي التقليدي:

كان يقوم النظام المالي في أفغانستان قائماً على نظام السوق الحرة (Capitalism)، وفق ما ورد في الدستور الأفغاني لجمهورية الإسلامية الأفغانية قبل إمارة أفغانستان الإسلامية (ويلاحظ أن العمل بالدستور الحالي قد توقّف ولم يعد مطبّقاً في أي مجال، مع احتمال إدخال تعديلات عليه من قبل حكومة إمارة أفغانستان الإسلامية بمرور الوقت، نظراً لتوجهها نحو تطبيق النظام المالي الإسلامي البحت في مختلف المجالات المالية والاقتصادية)، في المادة (10)، ونصها: " تشجع الحكومة وتحمي وتضمن سلامة الاستثمارات والمؤسسات الخاصة القائمة على نظام اقتصاد السوق وفق أحكام القانون" (الدستور الأفغاني، 2001)، ولتحقيق هذه الهدف، قامت الحكومة بتعزيز القطاع الخاص وأصدرت لوائح وقوانين تسهل عمل المستثمرين المحليين والدوليين، وكانت تشكل حوالي 40% من الميزانية العامة لأفغانستان خلال عشرين سنة، وقبل ذلك كانت المساعدات الخارجية، ولطالما كانت نسبة الناتج المحلي الإجمالي والإيرادات العامة منخفضة للغاية بالنسبة إلى الإنفاقات العامة. وكذلك تم إصدار العديد من القوانين واللوائح المالية في أفغانستان عبر التاريخ، مثل القانون المدني، و القانون التجاري، وقانون ضريبة الدخل، والقانون المالي والإنفاق العام، وقانون

الشركات، وقانون الجمارك، وقانون المشتريات، وقانون الشركات، وقانون البنوك، وقانون التأمين وغيره.

ويُستفاد من ذلك أن النظام المالي في أفغانستان لا يزال نظامًا مزدوجًا، بين الصيغة التقليدية والإسلامية. ففي جانبه التقليدي، يعتمد على البنوك التجارية التي نشأت منذ بدايات القرن العشرين، ويتركز نشاطها على الخدمات المصرفية الأساسية مثل الودائع، التحويلات، والتمويل المعتمد على الفائدة. غير أن هذا النظام ظل محدود الانتشار بسبب ضعف البنية التحتية الاقتصادية، واعتماده المكثف على المساعدات الخارجية، وانخفاض الثقة الشعبية بالتعاملات الربوية. أما في جانبه الإسلامي، فقد بدأ يتطور منذ العقد الأول من الألفية الحالية، مدفوعًا بارتفاع الوعي الديني وحاجة المجتمع إلى بدائل شرعية. وقد تأسست نوافذ إسلامية ومصرف إسلامي ومؤسسات مالية تعتمد على صيغ التمويل الشرعي مثل المراجعة، المضاربة، المشاركة والإيجار، إضافة إلى محاولات لتفعيل أدوات حديثة كالصكوك الإسلامية. وعلى الرغم من التطور الملحوظ، إلا أن القطاع المالي الإسلامي في أفغانستان ما زال في مراحله الأولى، ويواجه تحديات تشريعية وتنظيمية ومؤسسية تعيق استفادته الكاملة في دعم التنمية الاقتصادية (ضري، 2018).

المطلب الثاني: النظام المالي الإسلامي

يُعَدّ النظام المالي الإسلامي أحد الفروع الرئيسة للاقتصاد الإسلامي، وقد شهد خلال العقود الأخيرة نموًا متسارعًا جعله من أبرز الصناعات المالية الصاعدة على المستوى العالمي. كما حظي باهتمام متزايد في الأسواق المالية الدولية، ولا سيما عقب الأزمة المالية العالمية (2007-2009)، حيث برز بقدرة أكبر على الصمود والتعافي مقارنةً بالنظام المالي التقليدي. ومن ثم، فإن النظام المالي الإسلامي لا يُعَدّ مجرد بديل صالح للنظام المالي القائم فحسب، بل يُمثّل نظامًا أكثر كفاءة وإنتاجية وعدالة في تحقيق الأهداف الاقتصادية والاجتماعية (براني، 2021).

ويعكس بروز التمويل الإسلامي ونموه السريع في الوقت الحالي مدى شمولية وتكامل الإسلام دينًا وأسلوب حياة، وقد جاء الإسلام لينظم الحياة بكل أبعادها، ويمثل في الحقيقة عدة جوانب مختلفة متكاملة تشمل حياة الإنسان، بما في ذلك نشاطه الاقتصادي، وسلوكه السياسي والاجتماعي، ولا يمكن معاملة هذه الجوانب المختلفة للإنسان بعضها بمعزل عن بعض، ومنها تنظيم

الحياة الاقتصادية التي لا يعيش الإنسان إلا بتنظيمها والأخذ من مصادرها الأصلية. ولا شك أن النظام المالي الإسلامي يستند إلى مبادئ مستمدة من الشريعة الإسلامية، التي تحدد أهدافه ووظائفه. وقد تضمن هذا النظام قواعد عامة تنظم النشاط الاقتصادي، مثلما هو الحال في الأنشطة الأخرى. كما دعا إلى الاجتهاد في تطبيق هذه القواعد بما يتناسب مع ظروف الزمان والمكان. وبالتالي، يحقق الاقتصاد الإسلامي توازنًا بين ثبات القواعد العامة ومرونة التطبيق من حيث الإجراءات والأساليب والأدوات (ابن شوك، عبدوس، 2020).

يُعرّف النظام المالي الإسلامي بأنه " مجموعة من المؤسسات والقوانين والأنظمة والتقنيات التي يتم من خلالها خلق وتبادل الأصول المالية، وإنتاج وتوزيع الخدمات المالية، وتخصيص الأموال بناءً على العائد المتوقع للاستثمار، وذلك في إطار أحكام الشريعة الإسلامية، والقيم الأخلاقية والسلوكيات الحسنة، بهدف تحقيق التشغيل الأمثل للموارد الاقتصادية وتحقيق الرفاهية للمجتمع " (العجلوني، 2010). واستنادًا إلى هذا التعريف، فإن أبرز أهداف النظام المالي الإسلامي تتمثل في تحقيق العدالة الاجتماعية والاقتصادية بين أفراد المجتمع، تعزيز التكامل والتعاون بين مختلف الأطراف في المعاملات المالية وتنمية الموارد الاقتصادية وتوظيفها بكفاءة.

كما عرّف النظام المالي الإسلامي أيضًا بأنه " مجموعة متداخلة من المؤسسات (كالمصارف التجارية والاستثمارية، وشركات التأمين، وصناديق الاستثمار، وشركات التمويل الأخرى)، التي تعمل على تسهيل تدفق الأموال بين وحدات الفائض ووحدات العجز، وتطوير الأدوات والآليات والمنتجات التي تلبي احتياجات كلٍّ من الممولين والمتمولين، بالإضافة إلى الأسواق المالية (كأسواق النقد، وأسواق رأس المال، وأسواق الدين، وأسواق الأسهم، والأسواق الأولية والثانوية، سواء المنظمة كالأسواق الرسمية والبورصات أو غير المنظمة)، وذلك في إطار مبادئ الشريعة الإسلامية ومقاصدها، والالتزام بالقيم الأخلاقية، سعيًا لتحقيق العدالة والإنصاف والثقة والأمانة والنزاهة في ظل مجتمع متآلف ومتوازن " (كرسي سابك، 2013).

أما الاقتصاد الإسلامي هو مجموعة من المبادئ والأسس الاقتصادية التي تنظم النشاط الاقتصادي في الدولة الإسلامية، والتي تم استنباطها من نصوص القرآن الكريم والسنة النبوية. يمكن تطبيق هذه المبادئ بما يتناسب مع الظروف الزمانية والمكانية، كما أنها تعالج القضايا الاقتصادية في المجتمع من منظور إسلامي للحياة (الجبوري، 2016).

ويفهم من هذه التعريفات أن أصول ومبادئ الاقتصاد الإسلامي المستندة إلى القرآن والسنة لا يمكن تعديلها، لأنها تظل صالحة في جميع الأزمنة والأماكن، بغض النظر عن تغير الظروف، مثل الزكاة وغيرها.

يمتاز النظام المالي الإسلامي بخصوصيته المستمدة من شمولية الدين الإسلامي لجميع جوانب النشاط الإنساني، وارتكازه على السنن الكونية التي وضعها الله لتوجيه التعاملات المادية. ومن ثم، يُلزم هذا النظام المسلم بالتحلي بالقيم الأخلاقية كالعدل والأمانة في جميع معاملاته. ويرى ابن تيمية أن السوق في الإسلام نظام اجتماعي واقتصادي تحكمه القيم الأخلاقية والأحكام الشرعية، وهو قائم على مبادئ أساسية كالوحدانية، والاستخلاف، والتزكية، والعدالة، والفلاح (ابن تيمية، 2005).

ويقوم النظام المالي الإسلامي على التحريم الصريح لبعض المعاملات مثل الربا والغرر والميسر، مقابل إباحة واسعة لبقية المعاملات تأسيساً على قاعدة أن الأصل في الأشياء الإباحة ما لم يرد دليل على حرمتها (العجلوني، 2010). أما من حيث النشأة التاريخية، فإن أسس التمويل الإسلامي ترجع إلى عهد الرسول ﷺ، حيث استُمدت مباشرة من القرآن الكريم والسنة النبوية، إذ وضعت الشريعة قواعد تخصيص الموارد، وحقوق الملكية، والإنتاج، والاستهلاك، وتوزيع الدخل والثروة. ومنذ ذلك الحين نُظمت المعاملات المالية بين المسلمين وغيرهم في إطار من التكيف المتبادل بين النصوص الشرعية والممارسات المالية العرفية في المجتمعات الإسلامية (السحيباني، الرشيد، 2014).

يستند النظام المالي الإسلامي إلى مجموعة من المرتكزات والخصائص التي تميزه عن غيره من النظم المالية، حيث تقوم جميع أنشطته ومعاملاته على الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية، مع مراعاة مبدأ الاعتدال والوسطية، والتضامن والتكافل الاجتماعي، والمنهج التنموي الذي يسعى إلى تحقيق التنمية الشاملة. ويحرص النظام على تمويل الأولويات الشرعية، ويعترف بالملكية المزدوجة للمال، ويرتبط ارتباطاً وثيقاً بالاقتصاد الحقيقي (الطريقي، 2009). ويشمل ذلك تحريم الربا والفائدة المحددة مسبقاً، والغرر، والميسر، واعتماد مبدأ المشاركة في الربح والخسارة بدلاً من ضمان عائد ثابت، مع تجنب الأنشطة الاقتصادية والاستثمارية غير الأخلاقية أو المرفوضة اجتماعياً مثل التجارة بالمواد الإباحية والقمار والكحول والدعارة. كما يؤكد النظام على تحريم الاحتكار، والتكامل مع

المؤسسات العامة كالمؤسسات الخيرية والوقفية، والالتزام بالقيم الشرعية عند ممارسة التجارة والاستثمار بما يخدم المصلحة العامة (العثماني، 2019).

وتتكون مكونات النظام المالي الإسلامي من مؤسسات مالية ربحية، مثل المصارف الإسلامية وشركات التأمين التكافلي والأسواق المالية الإسلامية كصكوك التمويل والأسهم الشرعية، إلى جانب أدوات التمويل والاستثمار الشرعية وصناديق الاستثمار الإسلامية. وتشمل أيضاً الهيئات الشرعية والرقابية والقوانين والسياسات ذات الصلة، فضلاً عن المؤسسات المالية غير الربحية التضامنية مثل مؤسسات الزكاة والأوقاف وسائر أنشطة التبرعات (براني، 2021).

المبحث الثالث: المؤسسات المالية الإسلامية في أفغانستان

تعدد في أفغانستان الوزارات والإدارات التي تمارس أنشطتها مباشرة في القطاعات المالية والاستثمارية، وتحمل مسؤوليات متنوعة، من أبرزها: وزارة المالية، ووزارة الاقتصاد، ووزارة التجارة، ووزارة الأشغال العامة، إضافة إلى البنك المركزي الأفغاني، والبنوك التقليدية، والمصرف الإسلامي. وتحتل وزارة المالية الأفغانية (الخزانة العامة) موقع الصدارة بين المؤسسات المالية الحكومية وغير الحكومية، نظراً إلى كونها الهيئة الرسمية المشرفة على جميع اللوائح المالية المتعلقة بالإيرادات والنفقات السنوية، وذلك عبر فروعها في المركز والمحافظات. شهد النظام المالي في أفغانستان تحولات جوهرية منذ عام 1930م، تمثلت في إدخال نظام محاسبة التكاليف والفوائد ذات القيد المزدوج عام 1959م، فضلاً عن تحديث هيكل وزارة المالية، وصياغة القوانين المالية العامة (معروفي، 2005). ويتكون النظام المالي الأفغاني من البنوك والمؤسسات المالية غير المصرفية، إلى جانب الصرافين، ومقدمي خدمات النقد والحوالات، ومؤسسات النقد الإلكتروني، وشركات خدمات النقد والصرافة، وجميعها تُعد جزءاً من منظومة المؤسسات المالية غير المصرفية. أما مسؤولية الترخيص والإشراف على البنوك والمؤسسات المالية غير المصرفية فتقع ضمن صلاحيات البنك المركزي (دأفغانستان بنك، 2020).

يضم النظام المصرفي الأفغاني في الوقت الراهن اثني عشر بنكاً، تتوزع ملكيتها بين ثلاثة بنوك حكومية، وسبعة بنوك خاصة محلية، إضافة إلى مكتبين تمثيليين لبنوك أجنبية. أما المؤسسات المالية غير المصرفية فتشمل الصرافين، ومقدمي الخدمات النقدية، ومؤسسات النقد الإلكتروني، وشركات

تقديم خدمات النقد والصرافة والحوالات. وإلى جانب ذلك، توجد مؤسسات مالية أخرى مثل شركة التأمين الوطنية الأفغانية، فضلاً عن بعض المؤسسات غير الحكومية التي تقدم خدمات اجتماعية للمواطنين، وتخضع في جانب من أعمالها لإشراف وزارة المالية الأفغانية (دأفغانستان بنك، 2022). وتتمثل البنوك التجارية الحكومية في: البنك الوطني الأفغاني، والبنك البشتوني التجاري، وبنك التوسعة والصادرات. أما البنوك الخاصة المحلية فهي: كابول بنك، وعزيزي بنك، وميوند بنك، وغضنفر بنك، وباختر بنك، وأفغان يوناييتد بنك، والبنك العالمي الأفغاني. في حين تضم قائمة البنوك الأجنبية: بنك القروض الصغيرة، والبنك العالمي الأفغاني (كفرع خارجي)، وآرين بنك، وبرك أفغانستان بنك. أما فروع البنوك الخارجية العاملة في البلاد فتشمل: حبيب بنك، والبنك الوطني الباكستاني، والبنك الوطني البنجابي، وبنك الفلاح، وبنك ستاندرد تشارترد، ومكتب آرين بنك – طاجيكستان، ومكتب البنك الزراعي التركي (ضريري، 2019).

المطلب الأول: البنوك الإسلامية في أفغانستان

الفرع الأول: نشأة المؤسسات المالية والبنوك وتطورها في أفغانستان

تُعد المؤسسات المالية في أفغانستان محدودة نسبياً، باستثناء بعض المؤسسات الأجنبية المساعدة (NGOs) والبنوك المحلية؛ ومن ثمّ فإنّ التركيز ينصب على نشأة البنوك وتطورها. ويتميز النظام المصرفي الأفغاني بكونه نظاماً مزدوجاً يجمع بين البنوك التقليدية والبنوك الإسلامية، غير أنّ الأخيرة ما زالت محدودة من حيث العدد والنشاط. ويرجع ذلك إلى عوامل مختلفة، أبرزها ضعف الوعي العام بالمصارف الإسلامية وآليات عملها، مما أدى إلى اعتماد معظم المواطنين على البنوك التقليدية مقارنة بالبنوك الإسلامية. وينقسم النظام المصرفي في أفغانستان إلى قسمين رئيسيين: النظام المصرفي العام أو الحكومي والنظام المصرفي الخاص أو الفردي. ويُشرف البنك المركزي الأفغاني (د أفغانستان بنك) على إدارة وتنظيم أعمال جميع هذه البنوك. ويضم النظام المصرفي العام – إلى جانب بنك أفغانستان والبنك الوطني الأفغاني – بنوكاً قطاعية متخصصة، مثل: البنك البشتوني للتجارة، بنك التنمية الزراعية (المعني بالتنمية الزراعية والحيوانية) وبنك التنمية الصناعية (الذي يضطلع بوظائف الرهن العقاري والإنشاءات) (كوهستاني، 2017).

وقد سعى القانون المصرفي الجديد الصادر عام 2015 عن حكومة أفغانستان إلى توفير بيئة تنظيمية وتشريعية ملائمة لتوسيع أنشطة البنوك الخاصة، بالتوازي مع تطوير البنوك الحكومية. ويهدف هذا القانون إلى تمكين البنوك من المساهمة في تنفيذ الخطط الاقتصادية للدولة، وتوجيه الموارد المالية نحو الأنشطة الاقتصادية المفيدة والمنتجة. وتُعد البنوك الخاصة في أفغانستان أسرع وأكثر شمولاً مقارنة بالبنوك الحكومية؛ إذ إنها مجهزة بالكامل بالنظم المصرفية الحديثة وتقنيات الشبكة (الإنترنت المصرفي)، كما أسهمت في معالجة العديد من احتياجات المواطنين، خاصة في ما يتعلق بتحويل الأموال بين المقاطعات، فضلاً عن توفير خدمات مصرفية حديثة وسريعة (Bakhtar News, 2022).

بدأ النظام البنكي في أفغانستان عام 1933م بإنشاء بنك أفغانستان الوطني (Afghanistan National Bank) الذي عُدَّ أول بنك في البلاد ومثل نقطة الانطلاق للقطاع المصرفي. وبعد ذلك توسع النشاط البنكي تدريجياً بإنشاء مؤسسات عامة وخاصة جديدة. وفي عام 1939م تأسس البنك المركزي الأفغاني (دا أفغانستان بنك) الذي تولى المسؤوليات المصرفية الحكومية بعد نقلها من البنك الوطني، كما أُسندت إليه مهمة طباعة العملة الوطنية وتوزيعها، وهو ما مكَّنه من إحداث تطورات كبيرة في مجال الإصدار النقدي. شهدت الخمسينيات إنشاء عدد من البنوك القطاعية، إذ أُسس بنك بشتاني التجاري عام 1954م، وبنك الرهن العقاري والإصلاح في العام نفسه، إلى جانب بنك التنمية الزراعية الذي أنشئ لدعم القطاعات الزراعية والحيوانية. وفي عام 1956م جرى تأسيس بنك التنمية الصناعية المرتبط بتمويل الأنشطة الصناعية والإنشائية، كما أنشئ في العام نفسه بنك تنمية الصادرات لدعم حركة التجارة الخارجية. وفي مرحلة لاحقة، وتحديدًا عام 1993م، تأسس البنك الإسلامي كلاب الدين شيرزي، ليكون أول تجربة رسمية لإدخال النشاط المصرفي الإسلامي في أفغانستان (ضريري، 2019).

وبعد عام 2002، ووفق المادة الثانية عشرة من دستور أفغانستان، أصبح دا أفغانستان بنك مؤسسة حكومية مستقلة، فتمكن من صياغة منظومة تشريعية حديثة ضمت قوانين مهمة مثل: قانون البنك المركزي، والقانون البنكي، وقانون مكافحة غسل الأموال وعائدات الجريمة، وقانون مكافحة تمويل الإرهاب، وقد طُبِّقت هذه التشريعات بعد توقيعها من رئيس جمهورية أفغانستان الإسلامية. ومع تأسيس حكومة الجمهورية الأفغانية الإسلامية عام 2003، بدأ العمل بنظام مصرفي

جديد يستند إلى هذه القوانين المستحدثة، مما هيا بيئة مؤسسية أكثر ملاءمة لتطوير البنوك العامة والخاصة معًا، وإعادة هيكلة النظام المصرفي على أسس حديثة تستجيب لمتطلبات التنمية الاقتصادية والاندماج في النظام المالي العالمي (Bakhtar News, 2022).

الفرع الثاني: أنواع البنوك في أفغانستان

يمكن تصنيف البنوك العاملة في أفغانستان إلى فئتين رئيسيتين هما: البنوك الحكومية والبنوك الخاصة. ففي إطار البنوك الحكومية تدرج مؤسسات مصرفية كان لها حضور بارز في الاقتصاد الوطني، من أبرزها: البنك البشتوني للتجارة، والبنك الوطني الأفغاني، والبنك المركزي الأفغاني (دا أفغانستان بنك)، وبنك كابول الجديد، وبنك تنمية الصادرات، وبنك الرهن العقاري والإنشائي، وبنك التنمية الزراعية، وبنك تنمية الحرف اليدوية. أما البنوك الخاصة فقد تنوعت بين مؤسسات محلية وأخرى ذات صلة برؤوس أموال خارجية، وتشمل: بنك عزيزي، وبنك أفغانستان الدولي، والبنك الإسلامي الأفغاني، وبنك ميوند، والبنك الأفغاني المتحد، وأول بنك للقروض الصغيرة (The First MicroFinance Bank)، وبنك غزنفر، وبنك آرين، وبنك أفغانستان التجاري، وبنك حبيب المحدود، والبنك الوطني الباكستاني، وبنك الفلاح المحدود (Bakhtar News, 2022).

المطلب الثاني: الخدمات المصرفية في البنوك الإسلامية الأفغانية

تعود بداية الصيرفة الإسلامية في أفغانستان إلى عام 1993م عندما تأسس في كابول بنك غلاب الدين شيرزي الإسلامي باعتباره أول بنك إسلامي في القطاع الخاص. غير أن التحديات الأمنية والمشكلات المالية حالت دون تمكنه من ممارسة نشاطاته بشكل فاعل، كما لم يحصل على الترخيص المصرفي إلا بعد عام 2003 مع إنشاء النظام المصرفي الجديد وفق القوانين المستحدثة. ومنذ ذلك الحين، شهد القطاع المالي تطورات ملحوظة في مجال الصيرفة الإسلامية. ففي عام 2009 أنشئت نائبة الصيرفة الإسلامية تحت الإدارة العامة للرقابة المالية في دا أفغانستان بنك (البنك المركزي)، وقد مثل ذلك خطوة مؤسسية مهمة نحو تنظيم النشاط المصرفي الإسلامي. ومنذ ذلك التاريخ، مُنحت عدة بنوك تقليدية تراخيص رسمية لإنشاء نوافذ إسلامية، ومن أبرزها: بنك الفلاح عام 2005، البنك الوطني الأفغاني عام 2008، البنك الأفغاني المتحد عام 2008، بنك غزنفر

عام 2009، بنك ميوند عام 2009، بنك كابول الجديد عام 2011، وبنك أفغانستان الدولي عام 2014 (ضريري، 2019).

وفي عام 2017م شهدت أفغانستان تحولاً نوعياً حين تحول باختر بنك من بنك تقليدي إلى المصرف الإسلامي الأفغاني، ليصبح أول بنك إسلامي مستقل كامل الأهلية (Full-Fledged) يعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية بشكل حصري. وقد شكل هذا التحول علامة فارقة في مسار الصيرفة الإسلامية في البلاد (Word Bank, 2024). أما الخدمات المصرفية التي تقدمها النوافذ الإسلامية للبنوك التقليدية إلى جانب المصرف الإسلامي الأفغاني، فتشمل معظم المنتجات المالية الإسلامية، ومن أبرزها: الحسابات الجارية (القرض الحسن)، حسابات التمويل الاستثماري، التمويل على أساس المراجعة، المضاربة المقيدة، المشاركة، المشاركة المتناقصة، والإجارة. تعتمد عقود التمويل في نافذة الصيرفة الإسلامية التابعة للبنك المركزي الأفغاني (دا أفغانستان بنك) على صيغ المراجعة والمشاركة والتأجير. وفي إطار النشاطات الإسلامية لبنك ملي أفغانستان، فقد شملت خدماته المصرفية الإسلامية صيغاً متنوعة مثل مراجعة السيارات، ومراجعة السكن والإسكان، ومضاربة الميعادية، والحساب الجاري، ومراجعة مواد البناء، ومراجعة التوريدات والأثاث، ومراجعة الأعمال، ومضاربة التوريد، إلى جانب المراجعة والإيجار المنتهي بالتمليك، وهو ما يعكس تركيز البنك على التمويل والاستثمار المنتجين. أما بنك كابول الجديد، فقد اقتصر خدماته في نافذته الإسلامية على قبول رؤوس الأموال من الجمهور في شكل القرض الحسن أو حسابات الودائع. وفي المقابل، اتجه بنك غضنفر وبنك ميوند في نوافذهما الإسلامية إلى الاستثمار عبر صيغتي المشاركة والمراجعة. بينما لم يُفعل بنك الفلاح حتى الآن أي نشاطات إسلامية في نافذته الخاصة بسبب المخاطر السائدة في سوق كابول (ضريري، 2019).

وقد تميز بنك أفغانستان الدولي بانخراطه في سوق الصكوك الإسلامية؛ حيث استثمر في صكوك الإجارة في دولة الإمارات العربية المتحدة لمدة عام في 2016، كما استثمر في صيغ المراجعة عام 2017، مع تطلعه إلى التوسع مستقبلاً في مجالات الإيجار والمشاركة الموازية أو المتناقصة، إضافة إلى خدمات مالية إسلامية أخرى. أما المصرف الإسلامي الأفغاني، وهو أول مصرف إسلامي مستقل في البلاد، فقد اتسع نطاق نشاطاته ليشمل صيغاً متعددة، منها: المشاركة، والمشاركة

المتناقصة، والمشاركة المتناقصة في مجال الإسكان، والمراجحة، والسلم، والاستصناع، والمضاربة، إضافة إلى الحساب الجاري، والحساب الميعادي، والقرض الحسن (كوهستاني، 2017).

ويوضح الجدول الآتي رقم (01) استخدام المنتجات المصرفية الإسلامية في البنوك في أفغانستان للتمويل والاستثمار

رقم	نوع المنتجات	البنك المركزي الأفغاني	البنك الوطني	بنك غزنفر	بنك ميوند	البنك الأفغاني المتحد	بنك كابول الجديد	البنك الإسلامي الأفغاني	البنك الدولي الأفغاني	بنك الفلاح
1	المراجحة		✓	✓	✓	✓		✓	✓	
2	المشاركة		✓	✓	✓			✓		
3	المشاركة المتناقصة							✓	✓	
4	المضاربة		✓	✓				✓		
5	الإجارة							✓	✓	
6	الإجار المنتهي بالتمليك					✓				
7	السلم							✓		
8	الاستصناع							✓		
9	الحساب الجاري/ القرض الحسن	✓	✓					✓		
10	ودائع الادخار	✓	✓	✓				✓		
11	الودائع الآجلة	✓		✓	✓			✓		

(ضريري، 2019).

وبذلك يتضح أن النوافذ الإسلامية والبنوك الإسلامية في أفغانستان قد أسهمت في تعزيز الوعي المجتمعي بالصرفية المتوافقة مع الشريعة، من خلال توفير بدائل شرعية للمعاملات التقليدية

وتشجيع شريحة واسعة من المواطنين على الانخراط في النظام المصرفي بعد أن كانت لديهم تحفظات دينية. وقد انعكس هذا الدور إيجاباً على الاقتصاد المحلي عبر توجيه الاستثمار نحو القطاعات الإنتاجية، ودعم المشاريع الصغيرة والمتوسطة، وتوسيع نطاق الشمول المالي بما يتلاءم مع القيم الدينية والاجتماعية، مما رسّخ حضور الصيرفة الإسلامية كخيار مالي مشروع وفاعل في البيئة الاقتصادية الأفغانية.

المبحث الرابع: القوانين المالية في أفغانستان

يسعى الباحث في هذا المطلب إلى مراجعة القوانين واللوائح والقواعد الإرشادية المالية الصادرة في أفغانستان، بهدف إبراز الحاجة الماسة إلى تشريع قانون خاص بالصكوك. فمن المعلوم أن التاريخ التشريعي في البلاد شهد إصدار عدد من القوانين واللوائح المالية في المجالات المدنية والمصرفية والتجارية، غير أن غياب إطار قانوني متكامل لتنظيم الصكوك يحدّ من فرص الاستفادة من هذه الأداة التمويلية الحديثة. وعليه، فإن تحليل تلك القوانين وبيان مؤشرات تأثيرها على تطوير القطاع المالي والاقتصادي، يبرز بوضوح ضرورة استحداث تشريعات جديدة تدعم النمو الاقتصادي وتمكّن من توسيع نطاق التمويل والاستثمار الإسلامي، وفي مقدمتها قانون الصكوك. ويقسم الباحث القوانين إلى ثلاثة أقسام؛ القوانين المتعلقة بالمصارف الإسلامية والتقليدية، والقوانين المدنية المالية، والقوانين المتعلقة بالتمويل التجاري.

المطلب الأول: القوانين واللوائح المتعلقة بالبنوك التقليدية والإسلامية

أولاً: القوانين laws: توجد في أفغانستان مجموعة من القوانين ذات الصلة بالبنوك والصيرفة الإسلامية، لعل أبرزها قانون البنوك الذي صدر أولاً بمرسوم وزاري عام 2003، ثم جرى توقيع نسخته المحدثة عام 2015، حيث يضم (15 فصلاً و178 مادة)، حُصِّص الفصل الثامن منه للصيرفة الإسلامية متضمناً أربع مواد فقط. وقد وجّه بعض العلماء والخبراء الاقتصاديين انتقادات لهذا القانون، ولا سيما فيما يتعلق بالصيرفة الإسلامية، لكونه لم يتناول جميع احتياجاتها، وإنما اقتصر على بعض موضوعاتها، ومع ذلك يُعدّ أكثر شمولاً وثراءً مقارنة بالقانون السابق.

كما صدر قانون البنك المركزي الأفغاني (د أفغانستان بنك) بمرسوم رئاسي عام 2003، ويضم (14 فصلاً و134 مادة)، ولا يزال نافذاً حتى اليوم. كذلك أُقرّ قانون رهن الممتلكات المنقولة وغير المنقولة في المعاملات المصرفية عام 2009، ويحتوي على (7 أبواب و50 مادة). وفي عام 2013 أصدر قانون التأجير التمويلي متضمناً (5 أبواب و29 مادة). أما قانون منع غسل الأموال وعائدات الجريمة فقد أُقرّ عام 2014 ويضم (8 فصول و70 مادة)، يليه في العام نفسه قانون منع تمويل الإرهاب المكوّن من (5 أبواب و29 مادة). وإلى جانب ذلك، صدر عام 2008 قانون المستندات القابلة للتداول متضمناً (16 فصلاً و133 مادة) (وزارة العدل الأفغانية، 2021).

ثانياً: اللوائح Regulations : إلى جانب القوانين المصرفية، وُضعت في أفغانستان بعض اللوائح ذات الصلة بالصيرفة الإسلامية، ومن أبرزها: لائحة البنك المركزي الأفغاني بشأن تنويع مخاطر الأصول ووضع القيود على الديون الكبيرة للمؤسسات المصرفية في المعاملات المالية الإسلامية، ولائحة إجراءات التنفيذ على المؤسسات المالية والبنوك الإسلامية، ولائحة مهام هيئة الرقابة الشرعية، فضلاً عن لوائح خاصة بتنظيم مخاطر السيولة المصرفية الإسلامية وكفاية رأس المال للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، إلى جانب إرشادات أخرى (د أفغانستان بانك، 2025). ومع ذلك، لا يزال يُلاحظ غياب قانون خاص مستقل ينظم عمل المصارف الإسلامية في أفغانستان، الأمر الذي يبرز الحاجة الماسّة إلى إصداره لتعزيز الإطار التشريعي للصيرفة الإسلامية في البلاد.

ألف: اللوائح العامة للبنوك Bank regulations : وإلى جانب اللوائح الخاصة بالمصارف الإسلامية، توجد أيضاً لوائح عامة تسري على جميع البنوك العاملة في أفغانستان، وتشمل: لائحة حساب وإدارة السيولة، ولائحة التحويلات المالية الإلكترونية، ولائحة السوق الثانوي للأوراق المالية، ولائحة نظام الدفع بين البنوك الأفغاني وتصفية الأوراق المالية، ولائحة تسجيل التمويل، ولائحة الاحتياطات المطلوبة واللازمة، ولائحة النشاطات الممنوعة والمصرح بها للمؤسسات المصرفية، ولائحة مؤسسات الائتمان والإقراض الصغيرة، ولائحة تنويع مخاطر الأصول والقيود المفروضة على القروض الكبيرة ذات مخاطر الائتمان، ولائحة كفاية رأس المال للبنوك التقليدية، ولائحة الترخيص والإشراف على أنظمة الدفع وتحويل الأوراق المالية (د أفغانستان بانك، 2025).

ب: القواعد الإرشادية للبنوك الإسلامية (Islamic Banking Guidelines) : كما أُقرت بعض الضوابط التنظيمية الخاصة بالمصارف الإسلامية، من أبرزها: ضوابط مراعاة مبادئ الشريعة،

وضوابط مراجعة أصول الشريعة، وضوابط تقويم أعضاء الهيئة الشرعية، فضلاً عن ضوابط اعتماد المنتجات المالية في البنوك الإسلامية، وذلك بهدف ضمان التزام هذه المؤسسات بالمعايير الشرعية وتعزيز الثقة في أنشطتها ومعاملاتها (د أفغانستان بانك، 2025).

المطلب الثاني: القوانين المالية المدنية CIVIL LAWS

أما في مجال القوانين المالية المدنية، فقد أُقر في أفغانستان القانون المدني الأفغاني عام 1976، ويتكون من أربعة مجلدات و(2416) مادة، حُصصت المجلدات الثاني والثالث والرابع منها للأحكام المتعلقة بالقوانين المالية المدنية، بما يشمل جميع العقود، سواء كانت معينة أو غير معينة، إلى جانب أحكام العقود والتوثيق وأسباب الملكية وغيرها. كما أُقر قانون ضريبة الدخل عام 2008، متضمناً (17) فصلاً و(113) مادة، وقانون الجمارك عام 2004 الذي يشتمل على (16) فصلاً و(194) مادة، وقانون المشتريات عام 2016 ويتكون من (8) فصول و(68) مادة، فضلاً عن قانون الشركات المملوكة للدولة الذي أُقر عام 2018 ويضم (7) أبواب و(51) مادة (وزارة العدل الأفغانية، 2021).

المطلب الثالث: القوانين المالية التجارية المهمة COMMERCIAL LAWS

ومن هنا قانون العمل الذي تم التوقيع عليه عام 2018، ويضم (48) فصلاً و(916) مادة، وقانون المنظمات غير الحكومية الذي أُقر عام 2003 ويتكون من (7) فصول و(48) مادة (وزارة العدل الأفغانية، 2021). ومع ذلك، يلاحظ أنه لم يتم حتى الآن تشريع قانون خاص أو إصدار لائحة مستقلة في مجال الصكوك، كما لم يُدرج أي نص بشأنها ضمن القوانين المالية الأخرى؛ وذلك لأن الحكومات السابقة لم تكن قد اتخذت قراراً بإصدار الصكوك وتداولها. أما في الوقت الراهن، فإن حكومة إمارة أفغانستان الإسلامية تبدي رغبة في تبني هذا المجال، حيث أعدت مشروع قانون للصكوك، إلا أنه لم يُعتمد بعد من قبل أمير المؤمنين - حفظه الله -، وبالتالي لم يُشرع إصدار الصكوك رسمياً حتى الآن.

الفصل الثالث: الإطار النظري للصكوك والفرص والتحديات المرتبطة بتفعيلها في أفغانستان

وقد أشار الباحث في مشكلة البحث إلى وجود ثلاث فجوات خطيرة في أفغانستان تتعلق بالصكوك وتفعيلها وتداولها، وهي: الفجوة المالية والاجتماعية، والفجوة الاقتصادية، والفجوة العلمية. كما استعرض عددًا من الدراسات السابقة في مجال الصكوك ودورها في الإنعاش الاقتصادي والتطور المالي، سواء في أفغانستان أو في بلدان أخرى، حيث استفاد منها في بناء أرضية بحثه. إلا أن هذه الدراسات السابقة ركزت على جانب واحد من الفجوات، فبعضها اهتم بالفجوة العلمية، وأخرى عالجت الجوانب المالية أو الاجتماعية والاقتصادية، بينما جاءت هذه الدراسة لتتناول جميع الفجوات مجتمعةً، محاولةً سدّها من مختلف الزوايا، نظرًا لكونها مشكلات ملموسة في الواقع الأفغاني.

ولا شك أن معالجة الفجوة البحثية تُعد أمرًا بالغ الأهمية، خاصة في المجتمع الأفغاني الذي يعاني من أزمات مالية واقتصادية متفاقمة، ويُعد في مراحله الأولى في مجال الصيغ التمويلية الإسلامية ويحتاج إليها بشدة من أجل التطور المالي وتقليل المشكلات الاقتصادية. ومن هذا المنطلق، يسعى هذا البحث إلى الإسهام في المجالين العلمي والعملي من خلال كشف التحديات والفرص المتعلقة بتفعيل الصكوك في أفغانستان، وإبراز أن هذا الموضوع لم ينل العناية العلمية الكافية من قبل، إذ لم يتم بحث التحديات والفرص المتعلقة بإصدار الصكوك وتداولها بشكل علمي وعملي تطبيقي. وعليه، فإن هذه الدراسة تسعى إلى سدّ هذه الفجوات وتسهم في تمهيد الطريق لتفعيل الصكوك في البلاد، مستفيدة من التجربة الماليزية في هذا المجال.

المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لأسواق الأوراق المالية

تعتمد الأسواق المالية التقليدية على أدوات مستمدة من بنيتها الوضعية القائمة على نظام يقوم أساسًا على الإقراض والاقتراض بالفائدة (الربا)، وهو ما يتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية. ففي هذا النظام تتحرك الأموال بين فئتين متقابلتين: فئة أصحاب الفوائض المالية الباحثين عن زيادة أموالهم، وفئة المستثمرين المحتاجين إلى هذه الأموال. ومن منظور الشريعة

الإسلامية، تبرز الحاجة إلى إيجاد أدوات مالية بديلة تغني عن الأدوات التقليدية المحرمة وتحقق الغايات الاقتصادية المشروعة (كريم، 2025).

وقد شهدت العقود الأخيرة جهودًا علمية وعملية كبيرة في هذا المجال، أسفرت عن نتائج إيجابية، حيث تنوعت الأدوات المالية الإسلامية وتطورت دون المساس بالمبادئ الشرعية للاستثمار. فجاءت البدائل الشرعية لتيسير أعمال المتعاملين في السوق، ونقل الأموال من أصحاب الفوائض إلى أصحاب العجز ضمن إطار يحافظ على القيم الإسلامية، ويضمن استثمار الأموال وفق ضوابط الاستثمار الإسلامي (الحمدي، البارودي، 2021).

وانطلاقًا من هذا السياق، فإن للأسواق المالية دورًا محوريًا كوسيط بين المدخرين والمستثمرين، يجمع بينهم وفق سياسات وآليات محددة تخدم أهداف التنمية الاقتصادية. وبناءً عليه، يتناول الباحث في هذا المبحث المفاهيم والمصطلحات المرتبطة بالدراسة، مع التركيز على ما يتعلق بالصكوك من حيث نشأتها، ومشروعيتها، وأنواعها، وضوابطها، وتصكيكها، باعتبارها أداة مالية إسلامية بديلة تسهم في بناء سوق مالي إسلامي متكامل.

المطلب الأول: الأسس النظرية لأسواق الأوراق المالية

يشتمل هذا المطلب على بيان مفهوم السوق والمال والأوراق المالية، مع التمييز بين السوق المالية وسوق الأوراق المالية، والتطرق إلى نشأة أسواق المال، ووظائفها، وخصائصها الجوهرية، وأهميتها الاقتصادية، إضافةً إلى المؤسسات المكونة لسوق الأوراق المالية.

الفرع الأول: مفهوم العام للسوق

السوق لغةً جمعها (الأسواق)، وهي "موضع البياعات، وقال ابن سيدة: هي التي يتعامل فيها تذكر وتؤنث، وقال ابن دريد: السوق معروفة تؤنث وتذكر، وأصل اشتقاقها من سَوَق الناس بضائعهم إليها" (الزبيدي، 1994).

و"سميت السوق سوقًا لأن التجارة تجلب إليها، وتساق المبيعات نحوها" (ابن منظور، 1414هـ). وكذلك ذكرت كلمة أسواق في القرآن الكريم، قال تعالى: ((وَقَالُوا مَالِ هَذَا الرَّسُولِ يَأْكُلُ الطَّعَامَ وَيَمْشِي فِي الْأَسْوَاقِ)) [الفرقان: 7]. والسوق أيضًا الموضع الذي يجلب إليه المتاع والسلع للبيع والابتياح (المعجم الوسيط، 2004)، وقال رسول الله صلى الله عليه وسلم: « لَا

يَبِيعُ بَعْضُكُمْ عَلَى بَيْعِ بَعْضٍ وَلَا تَلْقُوا السِّلْعَ حَتَّى يُهْبَطَ بِهَا إِلَى السُّوقِ » (البخاري، 1422هـ). ويستخرج من هذه المعاني اللغوية للسوق أنها موضع البيع والشراء، وما يتسابق إليها الناس لأجل التجارة، سواء كان ذلك مدينة أم قرية أم حيًا أم موقعًا إلكترونيًا.

ومفهوم السوق في الاصطلاح الاقتصادي العام يختلف عن استعماله المعروف، فإن السوق يطلق - بمعناه الشائع - على المكان الذي يلتقي فيه البائعون والمشترون للتعامل في سلعة معينة أو متنوعة، أما في الاصطلاح الاقتصادي الحديث فإنه بمعنى أوسع، فقد يكفي إطلاق السوق بوجود التعامل على سلعة معينة أو خدمة، سواء تم هذا التعامل من خلال اللقاء المباشر بين البائعين والمشتريين، أو عبر أي وسيلة من وسائل الاتصال مثل الإنترنت، والمنصات الإلكترونية، والبريد، والهاتف، وغيرها (القره داغي، 2017).

السوق عند علماء الشريعة "اسم لكل مكان وقع فيه التبايع بين من يتعاطى البيع أو الشراء" (العسقلاني، 1379هـ)، ويلحظ أن مفهوم السوق ههنا يشمل أي مكان غير محدد، فلا يقتصر الحكم المذكور على المكان المعروف بالسوق فحسب، بل يشمل جميع الأماكن التي يتم فيها التبادل التجاري. ويستنبط من التعاريف المذكورة أن الاتصال الوثيق بين البائع والمشتري هو الشرط المهم في السوق، سواء تم هذا الاتصال مباشرًا أم غير مباشر عن طريق الوسائل الإلكترونية أو المراسلات، أو أي وسيلة من وسائل الاتصال الحديثة؛ وبناء على ذلك فلا يلزم أن يكون للسوق مكان معين بل المهم هو انعقاد العقد وإكمال الأركان والشروط (قسول، 2024).

الفرع الثاني: ماهية المال وتعريفه

المال لغةً يذكر ويؤنث وجمعه الأموال، وهو "كل ما يملكه الفرد، أو تملكه الجماعة من متاع، أو عروض تجارة، أو عقار، أو نقود، أو حيوان، أو متاع وغيرها، وقد أطلق في الجاهلية على الإبل" (أبو جيب، 1988م). والعرب كانت تريد بالمال الذهب والفضة والإبل كما تدل القرائن المحددة بها، ويطلقونه على الأوراق النقدية كذلك، ووردت كلمة المال في القرآن الكريم في ثلاثة وثمانين موضعًا، منها: {وتحبون المال حبًّا جَمًّا} [الفجر: 20]، وقوله سبحانه: {المال والبنون زينة الحياة الدنيا} [الكهف: 46].

واصطلاحًا، أن المال في الأصل ما يملك من الذهب والفضة، ثم أطلق على كل شيء يقتنى و يمكن الانتفاع به مما أباح الشرع الانتفاع به (قلعجي، 1988)، ويملك من الأعيان والمنافع أيضًا، هذا عند الجمهور، وأما عند الحنفية فالمنافع لا يطلق عليها اسم المال. بناء على ذلك، فالمال كل ما ينتفع به شرعًا، ويقدر بقيمة مالية، سواء كان عينًا أم حقًا، وكذلك يُعد ما له ثمن في السوق مالا معتبرًا. وأما في الأسواق المالية فيطلقون مصطلح "المال" على معنى خاص، ليشمل الأدوات المالية المختلفة كالصكوك، والسندات (Bonds)، والأسهم (Shares)، وأذونات الخزانة، (Treasury Bills) وشهادات الإيداع (Certificate of Deposit) ¹ وغيرها من رؤوس أموال الشركات، أي المال في صورته النقدية المستخدمة لتوفير السيولة (براضية، محمد، 2016).

الفرع الثالث: مفهوم الأوراق المالية

الأوراق لغةً جمع "الورق" بفتحين في اللغة، بمعنى الدراهم المضروبة، أو النقود مضروبة كانت أم غير مضروبة، وبمعنى الكاغد وورق الشجر، والورقة المال من إبل ودراهم وغير ذلك (الفيروز آبادي، 1985).

وأما الأوراق عند الاقتصاديين المعاصرين فهي على ثلاثة أنواع: الأوراق التجارية: فهي : " وثائق قابلة للتداول تصدرها الأفراد والشركات لتسهيل عملية الدفع، تمثل حقًا دينيًا، وتستحق الدفع لدى الاطلاع أو بعد أجل قصير، ويجري العرف على قبولها كأداة وفاء وائتمان بين التجار والأشخاص، وتقوم مقام النقود في المعاملات مثل الكمبيالة (السفتجة)، والسند

¹ . السندات هي ورقة مالية قابلة للتداول تعطى لمالكها الحق في الفائدة المتفق عليها بالإضافة إلى قيمتها الاسمية وتصدرها الحكومة والشركات لتمويل عجز الميزانية العامة أو إنشاء المشاريع الكبيرة أو جذب رأس المال وغيرها، أما الأذونات الخزانة كذلك أوراق مالية قصيرة الأجل تصدرها الحكومة لجمع الأموال من الأفراد أو المؤسسات، وتتعهد بسداد قيمتها في تاريخ محدد مع فائدة محدودة، وتصدرها الحكومة فقط لا الشركات لتمويل الخزانة عند حدوث عجز في الموازنة أو لتنفيذ سياسة نقدية معينة، ولها أنواع مختلفة تتعامل بها تقليديا. أما الأسهم فهي ورقة مالية تمثل حصة في رأس مال الشركة المساهمة والذي (رأس المال) يقسم بدوره إلى عدد من الأسهم المتساوية، ويعتبر من الأدوات المالية التي يتم تداولها في الأسواق المالية، وكذلك وسيلة من وسائل الاستثمار وتمويل المشروعات، ويجوز تداولها إلا بعض أنواعها. وأما شهادة الإيداع فهي أوراق مالية تصدرها البنوك التجارية لجذب الودائع من الأفراد والمؤسسات لفترة زمنية محددة، مقابل عائد (فائدة) متفق عليه مسبقًا، فلا يجوز تداول السندات والأذونات الخزانة وشهادات الإيداع، فبديلها هي صكوك الاستثمار وشهادات الاستثمار الإسلامية (شحاتة، 2018).

لأمر والشك، أو كل سند يشكل ركيزة لدين أو لحق بالملكية، ويمكن أن يكون محل تداول واسع في أسواق رؤوس الأموال، و لها خصائص منحصرة بها (القيض، 2025).

وأما الأوراق النقدية فهي العملات الرسمية التي يصدرها البنك المركزي، ولا يمكن للأفراد رفض التعامل بها، وتعتبر أداة وفاء وإبراء عام ووسيلة لدفع العام، محددة القيمة ومتساوية المقدار، وينحصر إصدارها بالدولة ومؤسساتها العامة مثل العملة الورقية/ النقود. وأما الأوراق المالية فتشمل الصكوك، والأسهم، والسندات، فالأموال التي تمثل الملكية هي الأسهم، والتي تمثل المديونية هي السندات والأموال التي تمثل الملكية مشاعاً هي الصكوك الإسلامية، فهي عند علماء الاقتصاد والشريعة عبارة عن الصكوك أو المستندات التي تثبت حق صاحبها في امتلاك جزء من صافي أصول أو موجودات الشركة، بالإضافة إلى الأرباح الناتجة عن استثمارها، مثل الأسهم. كما تشمل الحقوق المتعلقة بالديون المستحقة على الشركة، مثل السندات، أو الحقوق التي تعود فقط، مثل حصص التأسيس.

وقيل: الأوراق المالية المعروفة (Securities)، هي صك أو مستند يعطى لحامله أو صاحبه الحق في الحصول على عائد محدد أو غير محدد مسبقاً، كما أنها تضمن حق أصحابها في استرداد القيمة الأصلية الإسمية للورقة في نهاية مدة معينة، أو الحق في الحصول على جزء من الأصول المالية المقابلة في ظروف معينة، وحق التصرف في الورقة ذاتها في أي وقت بمعنى قابليتها للتداول بالبيع و الشراء (حناشي، بدودة، 2022). فالمراد بالأوراق في هذه الدراسة هي الأدوات المالية القابلة للتداول والاستبدال و لها نوع من القيمة النقدية وهي الصكوك الإسلامية.

الفرع الرابع: السوق المالية وسوق الأوراق المالية: التعريف والتمييز

تعد أسواق الأوراق المالية أحد المكونات الرئيسية لسوق المال، الذي يتألف من ثلاثة عناصر: سوق النقد (الذي يتعلق بالجهاز المصرفي)، وسوق رأس المال (الذي يشمل بنوك الاستثمار وشركات التأمين)، بالإضافة إلى سوق الأوراق المالية.

ولسوق الأوراق المالية اهتمام كبير حظي من قبل الدول المتقدمة والنامية في هذه الأونة الأخيرة، والاهتمام لأجل الدور الذي تلعبه أسواق الأوراق المالية في حشد رؤوس الأموال وتمويلها واستثمارها، و أنها المحور الرئيسي للنمو الاقتصادي لكل دولة؛ لأن النمو الاقتصادي

يحتاج إلى وجود أسواق الأوراق المالية المتطورة، من خلال تزايد أنواع الأوراق المالية والشركات المدرجة فيها وإقبال الجمهور عليها وغيرها؛ لهذا قامت الدول النامية في هذه السنوات الأخيرة إلى إنشاء سوق أوراق مالية لإنعاش الاقتصاد الوطني والاستفادة من الآليات والصيغ التمويلية الموجودة بها و من أهمها توجيه المدخرات نحو الاستثمارات المنتجة (قسول، حسان، 2021).

وأن سوق الأوراق المالية (Stock Market) أو البورصة، أو سوق رأس المال هي أهم أجهزة السوق المالي، يتم فيها إجراء التعامل بالأوراق المالية من السندات، والأسهم والصكوك والبطاقات وغيرها من خلال توفر شروط محدودة و وفقا للقواعد و نظم الخاصة (قسول، 2024). وهي الأوعية التي يتم من خلالها تدفق الأموال في الاقتصاد والمجتمع الذي تعمل فيه وتشبه الشرايين التي تزود الاقتصاد الوطني بالموارد المالية الضرورية لضمان استمرارية عمله بشكل سليم. ولاشك أن سوق الأوراق المالية المنتظمة و المنضبطة تزيد من ثقة الأفراد والمؤسسات في سلامة الوضع الاقتصادي، مما يزيد من جذب المدخرات والممولين واستقطاب الاستثمارات الأجنبية، وبالتالي زيادة معدلات الأداء والنمو الاقتصادي، بما يزيد عن تقدم البلد ورفاهية مواطنيه، وهي في الحقيقة حلقة وصل بين أصحاب المدخرات المستثمرين (الممولين) وأصحاب الفرص الاستثمارية (الشركات / المستثمرين) على وفق منظومة مكونات تلبي أهداف الأطراف كافة، و هي تنقل الأموال من الأطراف التي لديها فائض إلى الأطراف التي تبحث عن تمويل واستثمار لإنجاز مشاريعها (حناشي، بدودة، 2022).

ألف: سوق الأوراق المالية: " السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية، بما في ذلك الأسهم والسندات التي تصدرها الشركات والبنوك وألحكومات وغيرها من المؤسسات والهيئات العامة، وتكون هذه الأوراق قابلة للتداول"، وينسب فيها المال من مختلف الشرائح والقطاعات والوحدات الاقتصادية في المجتمع (بوطريف، مشري، 2019).

وقيل: أنها "نظام يهدف إلى ربط البائعين والمشتريين لنوع محدد من الأوراق المالية أو الأصول المالية، حيث يمكن للمستثمرين شراء وبيع مجموعة من الأسهم والسندات إما عبر السماسرة أو الشركات المتخصصة في هذا المجال. ومع التطور التكنولوجي في الحواسيب وشبكات الاتصال، تراجعت أهمية التواجد الفعلي في مقر سوق الأوراق المالية المركزي، مما أتاح

إمكانية التداول من خارج السوق من خلال شركات السمسرة المنتشرة في مختلف الدول" (لوزة، 2020).

ب: السوق المالية: تعددت التعريفات التي تناولت موضوع أسواق الأموال لدى أهل الاقتصاد المعاصر، من خلال تعدد الأبحاث التي اهتمت بهذا المفهوم حيث نجد اختلافات بينها ليست في جوهر الموضوع وإنما من حيث الجانب الذي ينظر إليه الباحث للسوق المالية، ومنها أنها " المكان الذي يتم من خلاله عرض وطلب الأموال"، أو " السوق الذي تباع وتشتري به الأدوات المالية" (لوزة، 2020). وقد عرفها القره داغي بقوله: " فالأسواق المالية أو (البورصات) هي الأماكن الخاصة التي تخصص للنشاطات التجارية الخاصة بالصرف، والنقد، والأسهم والسندات، والأوراق التجارية، وشهادات الودائع ونحوها، بالإضافة إلى عقود السلع بين المنتجين والتجار (القره داغي، 2017). أو هي سوق التي تتضمن جميع الوسطاء والمؤسسات المالية المختلفة بالإضافة إلى سوق النقد، وليس لها المفهوم الضيق الذي يطلق على سوق الأوراق المالية أو البورصات فقط بل يتعداه إلى كل المؤسسات المالية المتدخله فيها، و هي سوق التمويل للاستثمارات المتوسطة وطويلة الأجل بواسطة قنوات الأعمال والقطاع الحكومي والعائلي، والوسيلة التي يلتقي من خلالها البائع و المشتري بغض النظر عن المكان المادي للسوق وتوفر الوسطاء والمؤسسات المالية وقنوات الاتصال التي تقوم لتسهيل عمليات الاتصال بين البائعين والزبائن (غرداوي، 2024).

والجدير بالذكر أن مصطلح السوق المالية ليس مرادفا لمصطلح البورصة؛ لأن مفهوم السوق المالية لا يقتصر على سوق التداول، وسوق إصدار الأوراق المالية، بل يكون التداول داخل البورصة وخارجها، لأن البورصة هي المكان الخاص لتداول الأوراق المالية، وهي جزء من الأسواق المالية، وليست هي السوق المالية.

ويتضح من خلال التعريفات السابقة أن السوق المالية هي ذلك الحيز المكاني والزمني المعلوم الذي يجمع المتعاملين الاقتصاديين لتداول أدوات مالية مختلفة، من وحدات الفائض المالي إلى وحدات العجز المالي وهذا بهدف ضمان تنقل السيولة وتمويل المشاريع الاستثمارية.

الفرع الخامس: النشأة التاريخية لأسواق المال

نتيجة للتطور الاقتصادي الذي شهدته المجتمعات، وازدياد الاحتياجات المالية للوحدات الإنتاجية بسبب توسعها، بالإضافة إلى زيادة المدخرات لدى الأفراد، ومع نمو الاقتصاد وارتفاع الدخل القومي، ظهرت مؤسسات تهدف إلى استثمار مدخرات الأفراد في مجالات إنتاجية. ومع تزايد هذه المؤسسات الاستثمارية، نشأت أسواق المال التي تُجرى من خلالها الصفقات المالية، مما يتيح للمساهمين إمكانية بيع حصصهم أو زيادتها (غرداوي، 24). تُعتبر فرنسا أول دولة أنشأت سوقًا لتداول الأوراق المالية في القرن الثالث عشر الميلادي. ومع تطور التجارة في المحاصيل الزراعية وغيرها، بدأ التجار في إدراك الفوائد الناتجة عن استخدام وسائل الائتمان مثل السحوبات والسندات الإذنية. ولتنظيم هذه العمليات، أسس ملك فرنسا فيليب، الذي عاش بين عامي 1278 و1314م، مهنة سماسرة الصرف. خلال تلك الفترة، شهدت الحركة التجارية في بلجيكا انتعاشًا ملحوظًا؛ حيث كان التجار في مدينة بروج Bruges يجتمعون أمام قصر عائلة بورسية Vander Bourse لتبادل الصفقات. وقد تطورت هذه الحركة التجارية حتى اكتسبت اسم العائلة المالكة للقصر، وأصبح مصطلح "بورصة" يُستخدم للإشارة إلى سوق تداول الأوراق المالية (دوابة، 2017).

ونتيجة لهذا التطور، ظهرت في القرنين السادس عشر والسابع عشر الميلادي أسواق لتداول الأوراق المالية في دول مثل هولندا وبريطانيا والدنمارك وألمانيا. ومع استمرار النمو في الحركة التجارية، زادت الحاجة إلى إنشاء مصارف وشركات تأمين. كما دفعت التطورات السياسية الحكومات إلى البحث عن مصادر مالية جديدة لدعم النمو التجاري، مما أدى إلى إصدار الأوراق المالية من قبل الحكومات والمصارف وشركات التأمين وبعض الشركات المساهمة، خصوصًا الكبيرة منها. ومع وجود أسواق لتداول الكمبيالات والسندات التجارية، تطور الوضع بسهولة بفضل الظروف السياسية الملائمة، مما أدى إلى نشوء أسواق المال التي يتم فيها تداول الأسهم والسندات (زمولي، 2021). وقد شهد القرن السابع عشر ولادة أسواق لتداول هذه الأوراق في هولندا والولايات المتحدة الأمريكية، ومع بداية القرن التاسع عشر، أصبح التداول في هذه الأوراق يتم بشكل رسمي في العديد من الدول الصناعية.

وأما تاريخ أسواق المال في الدول الإسلامية مرتبط بشكل وثيق بالاستعمار الذي تعرضت له، حيث قامت الدول الاستعمارية باحتلال أراضيها واستنزاف ثروتها. وقد أسست هذه الدول العديد من البنوك والبورصات وفقاً لنظمها الاقتصادية، بهدف ضمان تصدير المواد الخام إليها وتسويق منتجاتها في تلك البلدان (قسول، 2024).

وفي هذا السياق، تُعتبر مصر الرائدة في تأسيس أسواق رأس المال في منطقة الشرق الأوسط، حيث يعود إنشاء سوق الأوراق المالية فيها إلى نهاية القرن التاسع عشر. فقد أسست بورصة الإسكندرية في عام 1883، تلتها بورصة القاهرة في عام 1904، مما جعل مصر تبرز كسوق قوية للأوراق المالية، لتصبح السوق الأولى في أفريقيا والخامسة عالمياً من حيث النشاط وعدد الشركات وحجم رؤوس الأموال المستثمرة. ومع صدور القرارات الاشتراكية في عام 1961، شهدت البورصة المصرية تراجعاً في دورها لأكثر من 30 عاماً، حيث عانت من قلة النشاط. لكن الأمور تغيرت مع صدور القانون رقم 95 الذي أعاد تنظيم سوق رأس المال في مصر. ومنذ نهاية الثمانينيات وما بعدها، بدأت العديد من الدول العربية في إنشاء بورصات خاصة بها (دوابة، 2017).

الفرع السادس: وظائف الأسواق المالية

تقوم الأسواق المالية بأداء مجموعة من الوظائف التي تفسر سبب وجودها وأهميتها الاقتصادية. ومن خلال هذه الوظائف، يستطيع النظام المالي تحسين استثمار الموارد المالية وتحقيق توازن في توزيعها. ومن أبرز هذه الوظائف هي:

1. **الوظيفة التمويلية:** تقوم السوق المالية بتجميع المدخرات السائلة وتوجيهها نحو المشاريع لتحقيق التمويل المطلوب. حيث تعمل السوق على تحويل مدخرات الأفراد واستثماراتهم إلى الشركات، مما يتيح لهذه الشركات جمع التمويل اللازم لتنفيذ مشاريعها (القره داغي، 2017).

ويكون التمويل فيها على طريقتين، التمويل المباشر والتمويل غير المباشر، ففي التمويل المباشر يكون الإقراض والاقتراض من خلال الأسواق المالية بطريقة مباشرة، وتتم عملية هذا التمويل بتحويل المدخرات من المقرضين المدخرين (مثلاً: القطاع الأسري، القطاع الأعمال،

القطاع الحكومي والأجنبي) إلى المقترضين المستثمرين (القطاع العائلي، القطاع الأعمال، القطاع الحكومي، الأجانب وغيرهم) مباشرة من خلال هذه الأسواق المالية (لوزة، 2020).
وجدير بالذكر أن قطاع الأعمال والقطاع الحكومي من أهم المقترضين المستثمرين و أنه يمكن أن يقوم القطاع الأسري والأجانب بالاقتراض لتمويل عمليات استهلاكية أو تجارية. وفي هذا النوع من التمويل يحصل المقترضون على موارد مالية، والمقرضون المدخرون على أوراق مالية جديدة كالأسهم و الصكوك والسندات تمثل التزامات على دخل المقترض المستقبلي أو أصوله. فعلى سبيل المثال لو احتاجت شركة ما إلى تمويل إنشاء مصانع جديدة بهدف زيادة إنتاجها، لاستطاعت الحصول على ما تحتاجه بإصدار أسهم أو سندات أو صكوك وبيعها في الأسواق المالية (قرني، 2019).

فهذه عملية التمويل مهمة جداً للاقتصاد؛ حيث إن المقرضين المدخرين ليسوا بالضرورة هم المستثمرين؛ ولذلك فإن تعبئة المدخرات المحلية من خلال الأسواق المالية تفضي إلى زيادة عوائد المدخرين والمستثمرين ومن ثم زيادة إنتاجية الاقتصاد الوطني. وفي النهاية فعملية التمويل بالاقتراض قد لا تستخدم لأغراض استثمارية، بل قد تنفذ لأغراض استهلاكية.

وأما التمويل المباشر، بما أن التمويل المباشر يحتاج إلى وقت وجهد وتشابه في التفضيلات بين المدخرين والمقرضين من حيث موعد الاستحقاق ودرجة تحمل المخاطر، فإن المؤسسات المالية الوسيطة لا الأسواق المالية تقوم بدور فعال لتوفير الأموال اللازمة بأسلوب غير مباشر، ويتم ذلك إما عن طريق تسهيل اتفاق المدخرين والمقرضين (بنوك الاستثمار)، وإما بإصدار المؤسسات المالية أوراقاً مالية ثانوية وبيعها لعملائها - مثل بوالص التأمين، وشهادات الإيداع، ومن ثم استخدام الأموال المتحصلة لشراء أوراق مالية جديدة. وتتم هذه العملية بتحويل المدخرات من المقرضين المدخرين إلى المقترضين المستثمرين بواسطة المؤسسات المالية الوسيطة كالبنوك وغيرها. بما أن الحد الأدنى للاستثمار في الأوراق المالية الجديدة غالباً ما تكون مرتفعة ويجعل الأمر صعباً على صغار المستثمرين وقد يجرمهم من إمكانية تنويع استثماراتهم و تقليل المخاطر، ومن الصعبت للمستثمرين الصغار تقييم المركز المالي لمصدري الأوراق المالية الجديدة، فإن المؤسسات المالية الوسيطة تصدر أوراقاً مالية ثانوية تساعد المستثمرين الصغار على الاستثمار (Lone, A, 2022).

و بسبب ارتفاع تكلفة جمع المعلومات والعمليات وصعوبة تقييم المركز المالي للمقترضين المستثمرين، فإن المؤسسات المالية الوسيطة تحتاج إلى العمل من أجل تعظيم منافع الأسواق المالية. المؤسسات المالية الوسيطة قادرة على أداء المهام المذكورة أعلاه بكفاءة لأنها بالإضافة إلى خبرتها تقوم بتنويع استثماراتها لتقليل مخاطر الاستثمار.

2. الوظيفة التثمينية (التسعيرية): تقدم السوق المالية مؤشراً يومياً حول اتجاهات أسعار الأوراق المالية المتداولة وظروف الاستثمار، حيث تُعلن أسعار السلع والعقود بشكل واضح، مما يتيح لجميع المتعاملين الاطلاع عليها. كما تُسجل حركة الأسعار لجميع العروض والطلبات في تسعيرات الأسواق المالية، مما يساعد الأفراد والشركات في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية (قري، 2019). إذن يكون تحديد السعر المثل للأوراق المالية من خلال آلية العرض و الطلب؛ كما أن التغير في الأسعار دليل ومؤشر على التغيرات الاقتصادية، وتساعد على التنبؤ بما ستكون عليه الظروف المستقبلية للاقتصاد الوطني.

3. الوظيفة الإعلامية: توفر الأسواق المالية معلومات مستمرة ودائمة حول الشركات المدرجة فيها، بما في ذلك تعاملاتها في شراء وبيع الأوراق المالية، ومؤشرات أسعار تلك الأوراق، بالإضافة إلى معلومات عن حالة السوق المالي. هذه المعلومات تساهم في جذب المدخرات وتقليل المخاطر، مما يفيد المستثمرين والمدخرين على حد سواء (قسول، 2024).

4. الوظيفة التوزيعية: تعتبر هذه الوظيفة من أبرز الوظائف الاقتصادية للسوق المالية، حيث تقوم السوق بتوزيع القيم المتداولة بين المستثمرين من خلال تقديم مجموعة متنوعة من الأدوات المالية. هذا يتيح للمستثمرين فرصاً أوسع للاستثمار في مختلف الأدوات بأفضل الأسعار الممكنة وأقل التكاليف (شعابينة، 2022).

وبالتالي، فإن للسوق المالية وظائف أساسية هي تشجيع وتوجيه الادخار والاستثمار، والمحافظة على الثروة وتنميتها، وتسهيل الحصول على السيولة، وعلى الائتمان والمدفوعات، والمساعدة على تخفيض مخاطر الاستثمار وعلى تنفيذ السياسات النقدية. وأما وظيفتها الاقتصادية ذات أهمية كبيرة، تتمثل في تحويل موارد مالية من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز. والوحدات الاقتصادية وحدات استلام الدخل والتصرف فيه، وهي على قسمين: وحدات اقتصادية ذات فائض مالي تتميز بأن ما تحققه من دخل يزيد عن إجمالي

إنفاقها على الاستهلاك والاستثمار، وإذا قامت هذه الوحدات بادخار، فإن مدخراتها تفوق على الاستهلاك والاستثمار. ووحدات اقتصادية ذات عجز مالي يزيد إنفاقها على الاستهلاك والاستثمار عن الدخل الكلي الذي تحققه، ومن ثم تطلب موارد مالية لتكملة قصور الدخل عن تغطية الإنفاق الكلي (كريم، 2025).

وتتمثل الوحدات الاقتصادية في الحكومة (السلطة التنفيذية للدولة)، ومؤسسات الأعمال (القطاع العام والخاص)، والأفراد (القطاع الأهلي)، والأجانب (القطاع الخارجي) (محمد علي، 2014).

الفرع السابع: الخصائص الجوهرية للأسواق المالية

وللأسواق المالية خصائص كثيرة، منها: شفافية وعلانية البيانات والمعلومات حتى ينعدم الغبن والغرر في المعاملات وذلك انطلاقاً من القاعدة الشرعية العامة: " لا ضرر ولا ضرار"، وتنمية المدخرات، والوجه الشرعي لها هو الدعوة إلى استثمار الأموال وعدم ادخارها كما يفهم من أثر عمر رضي الله تعالى عنه: " ابْتَزُّوا فِي أَمْوَالِ الْيَتَامَى، لَا تَأْكُلْهَا الزَّكَاةُ " (ابن تيمية، 2005). وتنوع الأوراق المالية من منظور الشريعة من الأسس التي يصح بها الاتجار في بورصة الأوراق المالية؛ لأنها لا تنبني إلا على اختلاف الأجناس لقوله صلى الله عليه وسلم: ((فَإِذَا اخْتَلَفَتْ هَذِهِ الْأَصْنَافُ، فَبِيعُوا كَيْفَ شِئْتُمْ، إِذَا كَانَ يَدًا بِيَدٍ)) (مسلم، 2003)، أي لا بد من التقابض الحقيقي يدًا بيدٍ أو التقابض الحكمي. و أن الأصل الشرعي في المعاملات الجواز ما لم يرد نص دال على التحريم، وهذا لا شك في أنه يمثل أساساً للحرية الاقتصادية والمنافسة الحرة؛ فمشروعية التعامل بالأوراق المالية في أسواق المال جاءت متناغمة مع هذه الخاصية، لذا يرى غالبية علماء المعاصرين مشروعية التعامل بها بيعاً وشراءً وفق ضوابط وشروط معينة، ولا بد من أن تكون الضوابط القانونية التي توجه وتحدد حرية الحركة الاقتصادية ذات السمة التنافسية متطابقة مع الشروط والآداب الشرعية (كريم، 2025).

ولها خصائص متعددة الجوانب كذلك، منها المال وهو موضوع التبادل في هذه السوق وتوصف به، ويقال (السوق المالية (Financial Market)). وأنه تقوم الوظيفة الأساس للسوق المالية على جذب وتجميع مدخرات الأفراد، المسماة (الوحدات ذات الفائض المالي) وإتاحتها

للجهات التي تحتاج إليها، وفق عقود معينة، معبر عنها بالوحدات ذات العجز أو الاحتياج المالي، كما أشار إليه بعض التعريفات المذكورة و ذكرنا سابقا. وكذلك تؤدي السوق المالية وظيفتها من خلال الأدوات المالية المعينة، كالسندات والأسهم وغيرها، بإصدار هذه الأدوات من الجهات المحتاجة إلى المال، وتبيعها للجهات ذات الفائض المالي، فيسد بها احتياجاتها المالية، كما عبر عن هذه الأدوات بالأصول والالتزامات المالية في التعريف الأول للسوق المالية. (نعاس، بوهريرة، 2019)

الفرع الثامن: الأهمية الاقتصادية للأسواق المالية

أثبتت الأسواق المالية على مر تاريخها الطويل فعاليتها في جميع الاقتصاديات التي توفرت فيها الشروط الأساسية لنجاحها. تُعتبر هذه الأسواق ساحة واسعة لتسهيل تبادل الأصول الاستثمارية بين الأسر والمؤسسات والحكومة كأطراف اقتصادية رئيسية (بوطريف، مشري، 2019). كما تحقق فوائد حيوية للنشاط الاقتصادي من خلال مجموعة من المدخرين الذين يقومون بتقليل إنفاقهم الاستهلاكي حالياً بهدف الحصول على عائد أكبر في المستقبل، وكذلك للمستثمرين الذين يستثمرون هذه المدخرات المجمعلة لزيادة أرباحهم. بالإضافة إلى ذلك، تسهم الأسواق المالية في تعزيز المستوى الحقيقي للاقتصاد سواء في مجالات الإنتاج أو الخدمات (زمولي، 2021). تربط الأسواق المالية بين الأنشطة الاستثمارية قصيرة الأجل وطويلة الأجل، حيث تتواجد الأدوات المالية قصيرة الأجل بجانب الأدوات المالية طويلة الأجل. وهكذا، يتعايش الهامش الضروري للمضاربة مع النشاط الأساسي للاستثمار، مما يوفر السيولة المطلوبة التي تعتمد عليها المؤسسات في تشغيل عملياتها اليومية. كما يمكن لها من خلال إدارتها ومكاتبها المتخصصة وخبرائها، تقديم المشورة للشركات المصدرة للأدوات المالية، مما يضمن بيئة استثمارية ملائمة. وتُوفر الأسواق المالية بيئة استثمارية تتميز بالشفافية نتيجة التزام الشركات بالإفصاح المالي (لونج، 2014). كما تلعب هذه الأسواق دوراً مهماً في تقييم كفاءة الشركات التي يتم تداول أوراقها المالية، حيث تعمل كجهة رقابية خارجية غير رسمية. الشركات التي تتبنى سياسات استثمارية وتشغيلية وتمويلية فعالة تحقق نتائج إيجابية، مما يؤدي إلى ارتفاع أسهمها في السوق، بينما تنخفض أسهم الشركات الأخرى التي تفتقر إلى الكفاءة. بالإضافة إلى ذلك، يُعتبر وجود

سوق نشطة للأوراق المالية عنصرًا أساسيًا في تطوير سوق رأس المال الأولي أو سوق الإصدار، حيث تسهم الإصدارات الجيدة في تسهيل التسويق وتقليل المخاطر المرتبطة بها، مما يعزز من نمو بنوك الاستثمار. وتزداد أهمية الأسواق المالية في الاقتصاد المعاصر من خلال زيادة الطلب على الأموال للقيام بإنشاء المشاريع الاستثمارية في المجتمع ويمكن تلخيص أهمية الأسواق المالية في المجتمع في العناصر المتعددة و هي تجميع مدخرات الأفراد لتنشيط مجالات الاستثمار العام والخاص، وتنشيط الاقتصاد القومي كله، و إيجاد منافذ شرعية للمدخرات لنقل ممتلكاتهم لغيرهم، وتكوين تراكم رأسمالي لآجال قصيرة أو طويلة، و تحقيق صالح البائع والمشتري للحصول على الكمية الحقيقية لأوراق المالية (رضوان، 2022).

وتُعتبر سوق الأوراق المالية ذات أهمية كبيرة في النشاط الاقتصادي كذلك، حيث تساهم في تنمية المدخرات الوطنية من خلال تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية. كما تعمل على جذب الاستثمارات الأجنبية، مما يساعد في تسريع عملية التنمية الاقتصادية وتقليل الاعتماد على الاقتراض الخارجي. بالإضافة إلى ذلك، تساهم في توعية الأفراد والمؤسسات بأهمية الادخار والاستثمار، وتسهيل عملية تخصيص الموارد وتوسيع قاعدة الملكية في الاقتصاد (كريم، 2025). وتساعد سوق الأوراق المالية الحكومات في تمويل خطط التنمية الاقتصادية من خلال الاقتراض من الجمهور لتمويل المشاريع التنموية، مما يساهم في تسريع معدلات النمو الاقتصادي. كما توفر نشاطًا اقتصاديًا للمدخرين الذين يقللون من إنفاقهم الاستهلاكي حاليًا بهدف تحقيق عوائد أكبر في المستقبل، وللمستثمرين الذين يستثمرون هذه المدخرات المجمعة لزيادة أرباحهم. وبالتالي، تساهم في تعزيز المستوى الحقيقي للاقتصاد سواء في مجالات الإنتاج أو الخدمات. وتعتبر أسواق الأوراق المالية منصة واسعة لتسهيل تبادل الأصول الاستثمارية بين الأسر والمؤسسات والحكومة كأطراف اقتصادية رئيسية (قسول، 2024). فبناء على ذلك، ومن أهم مهام سوق الأوراق المالية هي توفير السيولة المطلوبة في المؤسسات المالية التي تؤثر في مختلف جوانب النشاط الاقتصادي المحلي والدولي، وجذب الفائض من رأس المال الراكد وغير المستغل في الاقتصاد الوطني وتحويلها إلى رأس مال فعال ومستخدم في الدورة الاقتصادية، ويتم ذلك من خلال استثمارات الأفراد والشركات في الأسهم والسندات والصكوك التي تُطرح وتُتداول في هذه الأسواق (غرداوي، 2024).

الفرع التاسع: المؤسسات المكوّنة لسوق الأوراق المالية

ليعمل السوق المالية بطريقة سليمة و أفضل تحتاج إلى مؤسسات مالية مساعدة و من أهمها: بنوك الاستثمار: عندما تحتاج شركة إلى الاقتراض أو الحصول على تمويل، فإنها تتوجه إلى "بنكير" لمساعدتها في تسويق الأوراق المالية. وسمسار الأوراق المالية، وهو يعتبر وسيطاً في سوق الأوراق المالية، حيث يعمل كوكيل للمستثمرين الماليين عند إجراء عمليات شراء أو بيع الأوراق المالية؛ حيث تقتصر مهمته على التوفيق بين رغبات البائعين والمشتريين، مقابل الحصول على عمولة. وتاجر الأوراق المالية وهو الشخص الذي يربط بين البائع والمشتري من خلال استعداده لشراء أو بيع الأوراق المالية عند أسعار محددة. والبورصات المنظمة؛ بما أنها مكان مركزي يتبادل فيه البائعون والمشترون الأوراق المالية على أساس أسعار تتم بالمرزاد (كريم، 2025).

المطلب الثاني: أنواع الأسواق المالية وآفاق إنشاء سوق مالية إسلامية موحّدة

يبحث هذا المطلب في أنواع الأسواق المالية وفق اعتبارات متعددة لإبراز تنوعها ودورها في تلبية الإحتياجات التمويلية والاستثمارية، كما يتناول فكرة إنشاء سوق مالية إسلامية موحّدة لتكون إطاراً جامعاً للمعاملات الشرعية، ومنصة مشتركة لتداول الصكوك، بما يعزز التكامل المالي والتنمية الاقتصادية المستدامة.

الفرع الأول: أنواع الأسواق المالية وفق اعتبارات مختلفة

هناك عدة من التقسيمات للأسواق المالية باعتبارات مختلفة، فباعتبار المدة الزمنية تنقسم إلى أسواق النقد وأسواق رأس المال، وباعتبار طبيعة العلاقة بين حائز الورقة المالية والجهة المصدرة لها تنقسم إلى سوق أدوات الملكية وأدوات الدين، وباعتبار مراحل التعامل والتداول تنقسم إلى سوق الإصدار (السوق الأولى) وسوق التداول (السوق الثانوية).

التقسيم الأول: من حيث المدة الزمنية

أولاً: أسواق النقد: وتعتبر السوق النقدية وسيلة تُستخدم لإصدار وتداول رؤوس الأموال قصيرة الأجل، التي تكون مدتها أقل من سنة مثل أرصدة أو أوراق تجارية أو أصول مالية، ففي هذه السوق يتقابل عرض الأموال القابلة للقروض قصيرة الأجل مع الطلب عليها،

والمؤسسات الدخيلة في هذه السوق هي البنك المركزي، والبنوك التقليدية، والخزانة العامة (وزارة المالية)، ومنشآت الأعمال غير المصرفية كشركات التأمين وشركات التمويل (محمد علي، 2014).

والسوق النقدية بدورها تنقسم إلى الأسواق الآتية:

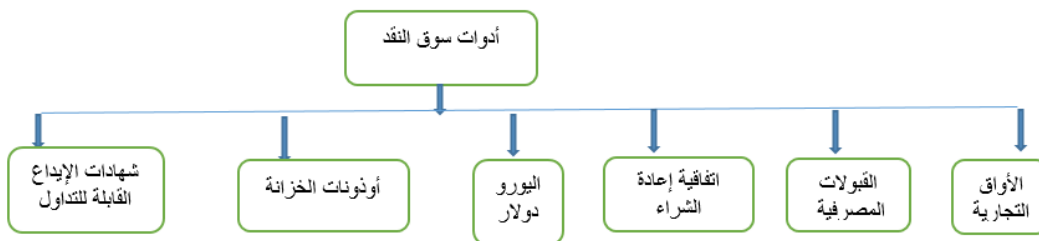
السوق الأولية: تُستخدم للحصول على الأموال التي يُراد استثمارها لفترات قصيرة، حيث تتفاوت أسعار الفائدة بناءً على مصدر هذه الأموال ومكانة المقترض ووضعه المالي (قسول، حسان، 2021).

السوق الثانوية: تُعقد فيها صفقات تداول الإصدارات النقدية قصيرة الأجل، حيث تتحدد الأسعار وفقًا لقانون العرض والطلب. تتألف السوق الثانوية من سوقين فرعيين بناءً على نوع العمليات التي تُجرى في كل منهما، وهما سوق الخصم وسوق القروض قصيرة الأجل (رضوان، 2022).

ألف: سوق القروض قصيرة الأجل: تشمل هذه القروض جميع أنواع القروض التي تُعقد لأجل قصيرة تتراوح بين يوم واحد وسنة كاملة، ويكون قوامها الأساس من المشروعات والأفراد من ناحية والبنوك التقليدية وبعض المؤسسات الإقراض المتخصصة في تقديم الائتمان قصير الأجل من الناحية الأخرى.

ب: سوق الخصم: يتم فيها خصم أدوات الائتمان قصيرة الأجل، أو هي عملية في السوق يقوم البنك من خلالها بتقديم قيمة ورقة تجارية لم يحل موعد استحقاقها بعد، وذلك مقابل تنازل المستفيد للبنك عن ملكية الحق المترتب عليها. وفي هذه السوق تكون الأوراق التجارية العادية (الكمبيالة، والسند الأذني، والشيك)، وأذون الخزانة العامة (كريم، 2025).

والرسم البياني رقم (02) يبين أدوات سوق النقد:



(كريم، 2025).

ثانيًا: أسواق رأس المال: تُعتبر هذه الأسواق المكان الذي يتم فيه تداول أدوات الاستثمار المالية ذات الأجلين المتوسط والطويل، مثل الأسهم والسندات. وتبرز أهميتها في تشجيع الاستثمار الرأسمالي وتوفير التمويل طويل الأجل للمشاريع التي تحتاج إلى فترات زمنية طويلة. أو أنها السوق التي يتم من خلالها التعامل في الأرصدة المالية ذات الأجل المتوسط (التي تتراوح فترة استحقاقها بين سنة وثلاث سنوات) والطويل (التي تتجاوز فترة استحقاقها ثلاث سنوات) (محمد علي، 2014).

وتنقسم هذه الأسواق إلى نوعين؛ أولهما الإقراض متوسط وطويل الأجل، وتقوم به البنوك والمؤسسات المتخصصة، وثانيهما شراء وبيع الأوراق المالية طويلة الأجل كالأسهم والسندات، وتقوم به الحكومات، والوسطاء الماليون (بنوك وشركات تأمين)، وصناديق الاستثمار (غرداوي، 2024).

التقسيم الثاني: باعتبار طبيعة العلاقة بين حائز الورقة المالية والجهة المصدرة لها

ألف: سوق أدوات الملكية: تتمثل أدوات الملكية فيها في الأسهم وأنواعها، ويمثل السهم ورقة مالية طويلة الأجل؛ لأن السهم ليس له تاريخ استحقاق، وهي تعطي حاملها الحق في الحصول على مبالغ دورية تسمى توزيعات متغيرة المقدار حسبما يتحقق أرباحًا للمشروع من عدمه، وذلك بعد أن تدفع الشركة المصدرة كل الديون والفوائد المستحقة للغير، ومنهم حائزي السندات ولو لم تحقق الشركة المصدرة أي أرباح (بوطريف، مشري، 2019).

ب: سوق أدوات الدين: تتمثل أدوات الدين في السندات، حيث يُعتبر إصدار السندات في جوهره طلبًا للحصول على قرض مضمون؛ ولذلك، يُعرف السند بأنه أداة دين وليس أداة ملكية (رشيد، نورين، 2022).

التقسيم الثالث: باعتبار مراحل التعامل والتداول

ألف: سوق الإصدار (السوق الأولى): يتم فيها بيع إصدارات الأسهم والسندات الجديدة، حيث تقوم الحكومة بطرح سندات فقط، بينما تقوم شركات قطاع الأعمال العام والخاص بطرح سندات أو أسهم، وذلك بغرض الحصول على موارد مالية لتمويل الاستثمارات

لديها؛ لذلك فإن السوق الأولى تمثل الاستثمار الحقيقي للشركة، واستثمار للشخص الذي اشترى الورقة المالية مساهماً في الاستثمار الحقيقي، والسوق الأولى غالباً لا تكون معلناً عنها لعامة الأفراد (محمد علي، 2014).

الهدف الرئيسي من التداول في هذه السوق هو تأمين رأس المال اللازم للمشاريع أو زيادة رأس المال من خلال تمويل المشاريع الجديدة تحت التأسيس أو توسيع المشاريع القائمة. يتم تداول الأوراق المالية في هذه السوق بشكل مباشر من خلال التواصل بين الجهة المصدرة للأوراق المالية والمستثمرين، سواء كانوا مؤسسات مالية أو أفراداً، أو بشكل غير مباشر عبر الوحدات المتخصصة في إصدار وتسهيل تداول هذه الأوراق، مثل الوسطاء والبنوك الاستثمارية، التي تلعب دوراً كبيراً كوسيط للإصدارات الجديدة للشركات وتسويقها للمستثمرين (لوزة، 2020).

ب: سوق التداول (السوق الثانوية): يتم فيها إعادة بيع الأوراق المالية (الأسهم والسندات) في البورصة، فإنها من أبرز الأسواق في الهيكل المالي، حيث يتم فيها تداول الأوراق المالية الخاصة بالشركات القائمة، أي الإصدارات السابقة التي تُتداول أوراقها المالية في السوق (زمولي، 2021). ويتم تداول الأسهم والسندات التي سبق إصدارها والتي يتم التعامل بها من قبل المستثمرين، وهنا يحصل بائع الورقة المالية في السوق الثانوي على قيمتها وليس الشركة المصدرة للورقة، ويسمح السوق للمستثمرين باستبدال هذه الأوراق بالنقد، ولذلك يوفر عنصر السيولة إلى السوق الأولى ويجعل من وجود السوق الأولى ممكناً. لذا، تعتمد كفاءة السوق الأولية على كفاءة وفاعلية السوق الثانوية، وعندما تنخفض كفاءة التداول في السوق الثانوية، فإن ذلك يعني أن حاملي الأوراق المالية يحتفظون بها حتى موعد استحقاقها أو استحقاق الأرباح الحالية. وهذا يؤدي إلى تقليل مستوى السيولة المالية في السوق، ويقلل من الأموال المتاحة لدى المستثمرين للاكتتاب في الإصدارات الجديدة التي تتم في السوق الأولية (لونج، 2014).

ولا تمثل السوق الثانوية استثماراً حقيقياً يسهم في بناء قاعدة إنتاجية ذات أصول حقيقية وبما يسهم في علاج مشكلات التنمية الاقتصادية والاجتماعية، فعند قيام مشتري الورقة المالية من السوق الأولى (الاستثمار الحقيقي) ببيعها بعد ذلك في السوق الثانوية، لا يكون

هناك استثمار حقيقي، وإنما هو استثمار مالي للمشتري الجديد للورقة المالية المباعة، وبناء على ذلك فليس كل استثمار مالي يتم لتمويل استثمار حقيقي؛ لأن السوق الثانوية تُعتبر سوقاً للاستثمار المالي بدلاً من الاستثمار الحقيقي، وعلى الرغم من ذلك كان لسوق التداول (الثانوية) وظيفتان مهمتان هما: تسهيل بيع الأصول المالية، من خلال توفير السيولة لها، مما يعزز الرغبة في شرائها، حيث يصبح من السهل عرضها في السوق الأولية، مما يسهل عملية تمويل الاستثمارات الحقيقية. وتحديد سعر الورقة المالية المصدرة في السوق الأولى، فكلما ارتفع سعر الورقة المالية في السوق الثانوية، زادت قدرة الشركة المصدرة على تحقيق سعر إصدار مرتفع عند كل طرح. وهذا يعزز من حجم رؤوس الأموال التي يمكن أن تجمعها الشركة. لذا، تعكس الظروف السائدة في السوق الثانوية مدى ملائمة عملية الإصدار بالنسبة للشركة التي تصدر الورقة المالية، وإن كانت السوق الأولى أكثر تأثيراً بالإيجاب في الاقتصاد، فإن سلوك السوق الثانوية أكثر تأثيراً على السوق الأولى إذا كان هذا السلوك بعيداً عن أسلوب المضاربات، والأساليب الأخرى مثل البيع على المكشوف أو الشراء بالهامش أو التوريق، ويكون تأثيرها سلبياً باتباع هذه الأساليب (محمد علي، 2014).

وتقسم السوق الثانوية إلى:

السوق المنظمة (البورصة): هي المكان الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية الخاصة بالشركات المدرجة في البورصة وفقاً للشروط التي يحددها القانون أو نظام السوق المالي. تتميز هذه السوق بوجود موقع محدد يجتمع فيه المتعاملون لعمليات البيع والشراء، ويُدار هذا الموقع بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق. كما يُشترط أن تكون الأوراق المالية المتداولة مسجلة لدى السوق (قسول، 2024).

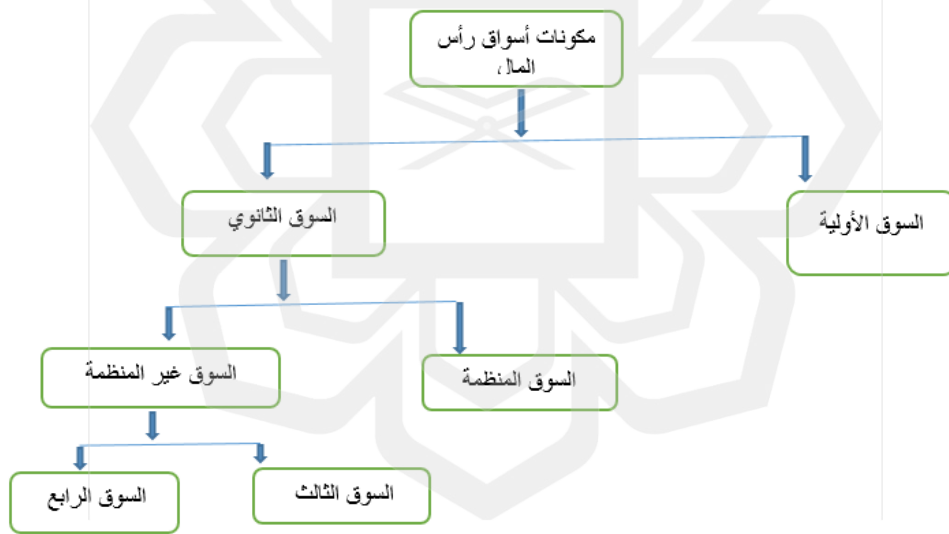
السوق غير المنظمة (الموازية): يستخدم هذا الاصطلاح للمعاملات التي تتم خارج السوق المنظمة حيث يتم فيه تداول الأوراق المالية للشركات غير المستوفية شروط الإدراج في البورصة، فلا مكان محدد لإجراء التعامل، وتتم عملية التداول عبر بيوت السمسرة من خلال الاستفادة من شبكة واسعة من الاتصالات السريعة التي تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين. ومن خلال هذه الشبكة، يمكن للمستثمر اختيار أفضل الأسعار المتاحة (بوطريف،

مشري، 2019). وهذه السوق غير المنظمة تتضمن سوقين آخرين فرعيتين هما السوق الثالثة والرابعة.

السوق الثالثة: تشمل بيوت السماسرة غير المسجلين في الأسواق المنظمة، والتي يُسمح لها بالتعامل في الأوراق المالية المدرجة في البورصة. وتتمثل هذه السوق في المؤسسات الاستثمارية الكبيرة.

السوق الرابعة: تتعامل فيها المؤسسات الكبرى بشكل مباشر دون الحاجة إلى وسطاء مثل شركات السمسرة وتجار الأوراق المالية. يهدف هذا النظام إلى تقليل النفقات من خلال استبعاد عمولات وأرباح الوسطاء. يتم التواصل بين الشركات عبر شبكة اتصال إلكترونية (شندي، 2014).

ويوضح الشكل البياني الآتي رقم (03) مكونات أسواق رأس المال



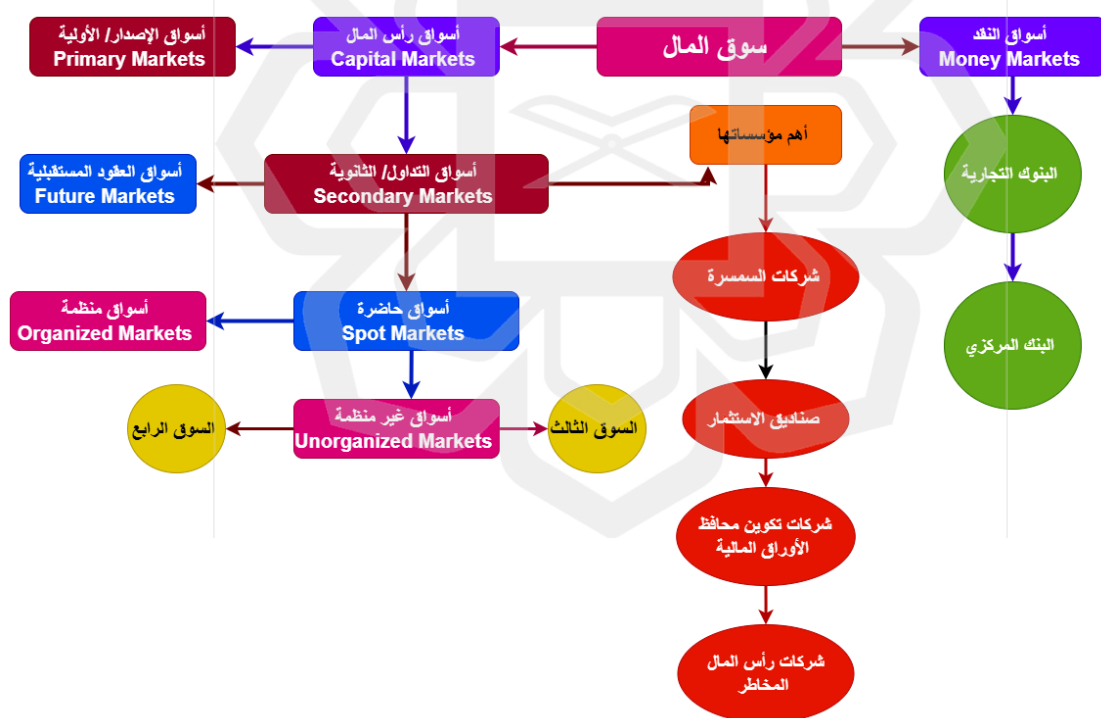
فملخص القول، أن هناك معايير ثلاثة تحدد أنواع وأشكال الأسواق المالية، و هي معيار الإصدار، معيار موقع التداول ومعيار فترة الاستحقاق، ووفقاً لمعيار الإصدار هيكل الأسواق المالية متشكل من الأسواق الأولية (سوق الإصدار) والثانوية (سوق التداول)، و على حسب معيار التداول يكون هيكل الأسواق المالية من سوق البورصة (الأسواق المنظمة)

والأسواق غير المنظمة، ووفقًا لمعيار فترة استحقاق الأوراق المالية يتكون هيكل الأسواق المالية من سوق النقد وسوق رأس المال.

والشكل الآتي رقم (4) يوضح هيكل الأسواق المالية وفقًا للمعايير الثلاثة



وقد قسم الدكتور أشرف داوابة سوق المال بهذا النمط في الرسم التالي رقم (5):



(داوابة، 2017)

الفرع الثاني: نحو فكرة إنشاء سوق مالية إسلامية موحدة

يمكن لكل دولة تمتلك عددًا كبيرًا من البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، مثل البحرين والكويت، أو الدول التي أسلمت نظامها المصرفي بالكامل، مثل باكستان وإيران وماليزيا والسودان، أن تنشئ سوقًا مالية خاصة بها. أما الدول التي لا تتوفر فيها هذه الخصائص، فيجب أن تسعى لتوفير سوق مالية إسلامية تحقق أهدافها التمويلية وفقًا للمعايير الشرعية، بدلًا من إنشاء سوق مالية خاصة بها (كريم، 2025).

ويُعتبر سوق رأس المال من أبرز الأسواق التي تعتمد عليها التكتلات الاقتصادية لتحقيق التكامل فيما بينها. ورغم تأخر الدول الإسلامية في تحقيق التكامل في أسواق السلع والخدمات والعمل، إلا أن ذلك لا يمنع من التعاون لإنشاء سوق مالية إسلامية موحدة، لما تحمله من فوائد عديدة، أبرزها تعزيز مفهوم التضامن الاقتصادي بين الدول الإسلامية. فوجود سوق مالية إسلامية موحدة يمكن أن يساهم في وضع استراتيجية للعمل الجماعي لمواجهة التحديات الاقتصادية الحديثة والأزمات المالية، مما يعزز الاقتصاديات الإسلامية ويساعد في تحقيق التكامل والتوازن، وبالتالي بناء اقتصاد إسلامي مستقل قادر على التحرر من قيود التبعية الاقتصادية والسياسية (زمولي، 2021).

ويساهم في تحقيق الاستقرار الاقتصادي والسياسي، ويعزز جهود التنمية في الدول الإسلامية من خلال إشراك الشعوب في عملية التنمية، مما يوجه السلوك الاقتصادي في مجالات الادخار والاستهلاك، ويساعد في التخصيص الأمثل للموارد الاقتصادية الإسلامية، ويعزز النمو ويوفر التمويل اللازم لمؤسساتها، بالإضافة إلى استعادة رؤوس الأموال الإسلامية المستثمرة خارج الأسواق المالية. كما يساهم في تعزيز تدفق رؤوس الأموال بين الدول الإسلامية، حيث إن رأس المال الإسلامي قادر على تلبية الاحتياجات الاستثمارية في هذه الدول، بالإضافة إلى إيجاد وتطوير الأدوات المالية الإسلامية القابلة للتداول (غرداوي، 2024).

لقد أصبحت السوق المالية الإسلامية واقعًا ملموسًا في عالم المعاملات المالية، حيث بلغ إجمالي الأصول في سوق الخدمات المالية الإسلامية عام 2024 نحو 4.9 تريليون دولار أميركي (MA'AAL 2025). وأدت هذه التغييرات إلى قيام مؤسسة داو جونز العالمية بإصدار 60 مؤشرًا إسلاميًا لتوجيه المتعاملين في هذه السوق. كما تم إصدار مؤشر فاينانشيال

تأيزر الإسلامى؁ مما يعكس التنافس العالمى فى تقديم خدمات التعامل الإسلامى فى الأوراق المالية لتلبية الطلب المتزايد على هذه السوق. وقد ساهم فى هذا الاتجاه إنشاء المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية فى البحرين؁ الذى يتولى مهمة التصديق على الأدوات المالية المتداولة لتسهيل قبولها وتداولها فى السوق؁ بالإضافة إلى إصدار اللوائح والضوابط التى تساعد فى وضع معايير محددة للتعامل فى السوق المالية الإسلامية (حناشى؁ بدودة؁ 2022). ولعل من أبرز التحديات التى تواجه السوق المالية الإسلامية العالمية هى الحاجة إلى تطوير منتجاتها؁ بالإضافة إلى ضرورة الاندماج لتكوين كيان مصرفى قادر على المنافسة وتقليل تكاليف الخدمات؁ على رغم ذلك؁ فإن السوق المالية الإسلامية العالمية قادرة على مواجهة التحديات والأزمات الاقتصادية بفضل التزامها بالقيم الإسلامية من حيث الإيمان والسلوك والأخلاق؁ وتجنبها للمعاملات الربوية والاحتكارية والمقامرة؁ فضلاً عن الغرر والغبن؁ وتوجيه الأموال بشكل رشيد نحو الاستثمار وغيرها (حناشى؁ بدودة؁ 2022).

المطلب الثالث: الإطار النظرى والفقهى للصكوك الإسلامية

يتناول هذا المطلب الأسس النظرية والمركرات الفقهية التى تقوم عليها الصكوك الإسلامية؁ مع بيان طبيعتها القانونية والشرعية التى تميزها عن الأدوات المالية التقليدية.

الفرع الأول: ماهية الصكوك الإسلامية وتعريفها

تسعى هذه الفقرة إلى بيان مفهوم الصكوك لغةً واصطلاحاً؁ بما يوضح معناها العام فى اللغة؁ ثم يحدد مدلولها الفنى فى مجال التمويل الإسلامى.

أولاً: التعريف اللغوى للصكوك

الصكوك جمع (الصك)؁ ويجمع أيضاً على (الأصك)؁ و(الصكاك)؁ وهو معرب أصله بالفارسية (چك)؁ وهو فى اللغة: "الضرب الشديد بالشىء العريض" (ابن منظور؁ 1414هـ)؁ وقيل إنه الضرب عامة بأي شىء كان؁ وصكه أى ضربه؁ ومنه قوله تعالى: ((فصكت وجهها))؁ وفى حديث ابن الأكوع: ((فأصك سهما فى رجله)) (مسلم؁ 1954) أى أضربه بسهم؁ وقال الجوهري: "الصك فى اللغة بمعنى الكتاب؁ وهو فارسى معرب؁ وجمعها أصك؁ وصكاك

وصكوك" (الجوهري، 1987)، وقيل: " الكتاب الذي تكتب فيه المعاملات والأقارير " (هندة، 2021)، وهذا معناه اللغوي الأشمل، لانه تعنى بها الشهادات هنا.

ثانيًا: التعريف الاصطلاحي للصكوك الإسلامية

تتعدد تعريفات الصكوك اصطلاحًا من الناحية الشرعية، التعابير مختلفة والغرض واحد، ويذكر الباحث ثلاثة تعاريف مشهورة، ومنها تعريف هيئة الأوراق المالية الماليزية للصكوك (SCM; Securities Commission Malaysia) بأنها "وثيقة أو شهادة تمثل قيمة الأصل" (ISRA, 2015)، و هو تعريف جامع و لكنه مختصر جدًا ولايفيد المعنى الأكثر للصكوك.

وعرفها الدكتور القره داغي، بأنها: " أوراق مالية متساوية القيمة تمثل أعيانا، ومنافع، وخدمات معاً، أو إحداهما، مبنية على مشروع استثماري يدر دخلاً " (القره داغي، 2009). ولعل من أدق التعريفات ما تقدمت به هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI)؛ لأنها عرفت الصكوك من جميع النواحي، وكذلك أطلقت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية على الصكوك اسم (صكوك الاستثمار)، وذلك لتميزها من الأسهم وسندات القرض، حيث نصت في المعيار الشرعي (17) بأنها "وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكة أعيان أو منافع أو خدمات أو موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله، وتعرف هذه الصكوك بالصكوك الاستثمارية تمييزاً لها عن الأسهم وسندات القرض " (أيوبي، 2022).

الفرع الثاني: خصائص الصكوك الإسلامية

يستعرض هذا الفرع السمات الجوهرية التي تميز الصكوك الإسلامية عن غيرها من الأدوات المالية التقليدية، مما يعكس طابعها الشرعي والاستثماري. ومن أبرز خصائص الصكوك أنها تقوم على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة؛ حيث أن مقتضى المشاركات التي يقوم عليها مبدأ إصدار الصكوك من حيث العلاقة بين المشتركين فيها

هو الاشتراك في الربح والخسارة بصرف النظر عن صيغة الاستثمار المعمول بها، حيث تعطي لمالكها حصة شائعة من الربح والعائد، وليس نسبة محددة مسبقا من قيمتها الاسمية، وحصة حملة الصكوك من أرباح المشروع أو النشاط الذي تموله تحدد بنسبة مئوية عند التعاقد، فمالكوها يشاركون في غنمها والأرباح المترتبة عليها حسب الاتفاق المبين في نشرة الإصدار ويتحملون غرمها ومخاطر الاستثمار بنسبة ما يملكه كل منهم، وفقاً لقاعدة الغنم بالغرم (البحراني، 2022). وأنها وثائق وأوراق مالية تصدر باسم مالكها بفئات متساوية القيمة لإثبات حق مالكها من حقوق والتزامات مالية، وبقية اسمية؛ لأنها تمثل حصصاً شائعة لحاملها في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك لتيسير شراء وتداول هذه الصكوك، وبذلك يشبه الصك الإسلامي السهم الذي يصدر بفئات متساوية ويمثل حصة شائعة في صافي أصول الشركة المساهمة، كما أنه يلتقي في ذلك مع السندات التقليدية والتي تصدر بفئات متساوية. وأنه يتم إصدارها وتداولها وفقاً للشروط والضوابط الشرعية والقانونية؛ حيث تخصص حصيلة الصكوك للاستثمار في مشاريع تتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية، كما أنها تقوم على أساس عقود شرعية وفقاً لصيغ التمويل الإسلامية كالمشاركة والمضاربة وغيرها بضوابط تنظم إصدارها وتداولها، وأن من الصكوك ما هي قابلة للتداول مثل صكوك المضاربة وصكوك الإجارة وغير قابلة للتداول مثل صكوك البيوع وصكوك السلم (أحمد مسعود، 2020).

ويحق لحملة الصكوك تداول الصكوك كيفما شاؤوا، بشرط أن تكون وسيلة التداول جائزة شرعاً وقانوناً، فصاحب الصك له الحق في نقل ملكيته بالبيع، أو رهنه، أو هبته أو غير ذلك من التصرفات الشرعية، وذلك من خلال تداوله في الأسواق المالية المعروفة، وأن صاحب الصك يستحق المشاركة في أرباح المشروع، أي يحق لحملة الصكوك الحصول على الأرباح المتأتية من المشروع الممول بالصكوك، وذلك حسب ما هو محدد في نشرة الإصدار (محمد علي، 2014). وانتفاء ضمان المدير (المضارب أو الوكيل)؛ حيث أن مبدأ الضمان يتنافى مع كل من المضاربة أو الوكالة، وهي الصيغ التي تدار بها الصكوك غالباً، فلا يتحمل المصدر الخسارة ولا يضمن رأس مال حامل الصك؛ لأن ذلك يحول العملة إلى ربا، حيث يحصل حامل الصك على ربح مالم يضمن (السلمي، 2025).

ويجب فصل الذمة المالية للمشروع الممول بالصكوك عن الذمة المالية للجهة التي تملك محفظة الصكوك. ويحق لحملة الصكوك الحصول على قيمة الصك الإسمية أو السوقية بالنسبة إلى نوع العقد الذي قام عليه الصك في موعد إطفائه، وذلك حسب ما تم الاتفاق عليه في نشرة الإصدار، وأن الصكوك قابلة للتداول ما لم تمثل نقداً أو ديناً، ويتم الاستثمار من خلال الصكوك في النشاطات المباحة شرعاً لأنها توفق أحكام الشريعة الإسلامية (أيوبي، 2022). وتُعد مخاطر الصكوك أقل من مخاطر السندات، لأنها تمثل حصصاً مشتركة في أصول حقيقية وليست مجرد ديون مستحقة على الجهة المستفيدة من الإصدار. ففي حالة تعثر أو إفلاس تلك الجهة، يُضطر حاملو السندات إلى تقاسم عائد تصفية أصول الجهة مع باقي الدائنين، بينما يتمتع حاملو الصكوك بأولوية ملكيتهم للأصول المرتبطة بالصكوك، والتي من المتوقع أن تغطي قيمة استثماراتهم بالكامل أو على الأقل جزءاً كبيراً منها (شحاتة، 2018). وتعتبر الصكوك الإسلامية من أبرز الوسائل لجذب الاستثمارات الحقيقية وتوفير الأموال اللازمة لتمويل مشروعات البنية التحتية ذات الجدوى الاقتصادية والاجتماعية. كما يمكن استخدامها في مشروعات استثمارية في مختلف مجالات التنمية. إضافة إلى ذلك، فإن الصكوك، بمختلف صيغها الإسلامية، يمكن أن تُوظف أيضاً لتعبئة الودائع قصيرة الأجل بهدف تطوير وتمويل هذه المشروعات. وهي أداة تمويل خارج الميزانية، إذ لا تتطلب الإدارة تبرير استخدامها، حيث يتم شراء الأصول من خلال حملة الصكوك مباشرة (أحمد يوسف، 2025). ومن أهم خصائصها خلوها عن الربا، وأنها تقتصر على نشاط أو مشروعات لا تخالف أحكام الشريعة الإسلامية، وتمثل حق ملكية لحامله لا في الشركة الأصلية وإنما في شركة أموال جديدة تنبثق بين الشركة ذات الغرض الخاص (مصدرة الصكوك) وحملة الصكوك (الجبوسي، 2019). وتمثل الصكوك أداة استثمارية ذات كفاءة وتكون عملية الإصدار والإدارة بأقل تكلفة ممكنة وبأدوات مالية مناسبة مع مراعاة الشفافية وتقليل المخاطر؛ لأنه يمكن إصدار الصكوك بتكلفة منخفضة وبهيكل بسيط، وهي أكثر فاعلية؛ حيث تقدر على جذب المستثمرين، وتوفير التمويل المطلوب وتلبية حاجات المشاريع، لأنها تعكس نتيجة عمل المشروعات التي الممثلة للصكوك وتحقق الغرض الاستثماري والاقتصادي المرجو منها، وتمثل الصكوك الإسلامية المرونة، بحيث تتيح مرونة صكوك الاستثمار تعدد الجهات والمشاريع التي يمكن استثمار حصيلتها فيها،

فمنها ما يكون مخصصاً لمشروع أو نشاط معين، ومنها ما يكون عاماً، ويمكن استثمار حصيلتها في أي نشاط استثماري حسب ما تحدده نشرة الإصدار (محجور، 2020).

الفرع الثالث: نشأة الصكوك الإسلامية وتطورها

يتناول هذا الجزء التطور التاريخي للصكوك الإسلامية منذ نشأتها الأولى، عبر التجارب العملية في الدول الإسلامية، وحتى تطورها في الأسواق المالية العالمية.

وترجع نشأة الصكوك الإسلامية إلى حاجة المجتمع الإسلامي وغيره إلى وسائل وأدوات تمويلية تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية. وتكون أول أداة تمويلية بديلة للتوريق المحرم شرعاً، وكان الغرض منها دعم النمو الاقتصادي من خلال تمويل العمليات الاستثمارية في إطار الشريعة الإسلامية، وتزامنت فكرة الصكوك الإسلامية مع ظهور الأزمة الاقتصادية في ثمانينيات القرن الماضي، وكان أول طرح لهذه الصكوك حين بدأ الباحثون بطرح بدائل شرعية كسندات المقارضة وكان حينئذ مصطلحاً جديداً يطرح لأول مرة عام 1977 ويعد اليوم من أنواع الصكوك الإسلامية، وكانت دولة الأردن هي الرائدة في تبني هذه الفكرة من خلال إصدار قانون البنك الإسلامي المؤقت رقم (3) في عام 1978، بعنوان (سندات المقارضة) حيث اعتمدت السندات المقارضة أسلوباً شرعياً في التمويل الإسلامي، وفي العام نفسه كتب سامي حمود⁽²⁾

². سامي حسن أحمد حمود (1938، المجلد - فلسطين): خبير اقتصادي ومصري فلسطيني، يُعدّ من رواد المصرفية الإسلامية. بدأ مسيرته المهنية في البنك الأهلي المصري (1956) وتدرج حتى منصب مساعد مدير عام، وحصل على الليسانس (1963) ثم الماجستير في القانون التجاري والشريعة، ونال الدكتوراه (1976) من جامعة القاهرة بعنوان تطوير الأعمال المصرفية بما يتفق مع الشريعة الإسلامية. وكان أحد المؤسسين للبنك الإسلامي الأردني، وعُيّن مديراً عاماً له (1979-1980)، وله دور مهم في سن أول قانون لصكوك المقارضة في الأردن، كما أسهم في تأسيس بنك البركة الإسلامي للاستثمار في البحرين، وتولى عدة مناصب إدارية في مجموعة البركة، والبنك الإسلامي للتنمية بجدة. نال جائزة البنك الإسلامي للتنمية في الاقتصاد الإسلامي (1989)، وله العديد من الأبحاث في المصرفية الإسلامية، ومشاركات واسعة في الندوات والمؤتمرات العلمية المتخصصة، منها سندات المقارضة وأدوات استثمارية جديدة التي تعريف أيضاً بـ "صكوك المقارضة"، بيع المراجعة للأمر بالشراء، الأدوات المالية، الوديعة المصرفية، مسألة ضمان الودائع، بيع الدين و بدائله الشرعية، المصرفية الإسلامية أصلاً وليس استثناء، المضاربة المشتركة كنظام جماعي للاستثمار وغيرها (الهرش، 2025).

كتاباً بعنوان "سندات المقارضة"، وهو من الدراسات التي أسهمت في وضع اللبنة الأولى للصكوك الإسلامية، وبعد ذلك صدر القانون الرسمي رقم (10) لعام 1981 في الصكوك، وبذلك يعد الأردن مهد نشوء هذه الفكرة. في عام 1983، تم إصدار نوع جديد من الصكوك في تركيا يُعرف بـ "سندات المشاركة"، والتي كانت مخصصة لتمويل إنشاء الجسر الثاني على مضيق البوسفور (الهرش، 2025).

وفي 4 أغسطس 1988، أصدر مجمع الفقه الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي خلال دورته الخامسة في جدة قراراً يتضمن الضوابط الشرعية لصكوك المقارضة. وقد تم في هذا القرار اعتماد تسمية "صكوك المقارضة وأدوات استثمارية جديدة" لهذه الأدوات الاستثمارية، مما أتاح للشركات الإسلامية إمكانية التعامل من خلال سندات المقارضة وسندات الاستثمار. وبالتالي، تُعتبر هذه الخطوة الأولى نحو تأصيل الصكوك المقارضة من الناحية الشرعية (سداراتي، 2024).

وعام 1990 أصدر المجمع فتوى بتحريم التعامل بالسندات لتحل محلها الصكوك أو السندات القائمة على أساس المضاربة، وهو رأي رابطة العالم الإسلامي الذي أفتى بعدم جواز تصكيك الديون وذلك عام 2002 (مبروك، 2022). وعام 1995م ظهرت دراسة لمنذر قحف تتعلق بصكوك الإجارة والأعيان المؤجرة، وأصدرت بعدها هيئة المحاسبة المالية للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية - التي أنشئت في الجزائر عام 1990، وتسمى اليوم (هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية) - معياراً شرعياً مفصلاً لصكوك الاستثمار بينت فيه أنواعها وخصائصها والأحكام والضوابط الشرعية التي تحكمها، وحددت المبادئ الأولية لإصدار وتداول كل أنواع الصكوك المبتكرة إلى غاية تاريخ صدور المعيار عام 2003، ثم عام 2004 أصدر مجمع الفقه الإسلامي قراراً يتضمن ضوابط صكوك الإجارة (بوعويبة، قروش، 2021). وظهرت الصكوك الإسلامية بعدها وانتشرت في كثير من الدول العربية والإسلامية، ومن هذه البلدان مثلاً البحرين، وماليزيا، وباكستان، والسعودية، والإمارات، وتركيا، والسودان، وإيران، وقطر، ولم تقتصر على الدول العربية والإسلامية، فانتشرت في الدول الأوروبية والغربية كألمانيا وبريطانيا عام 2008. وقد قامت الحكومة البريطانية بإصدار الصكوك الإسلامية

بهدف تمويل الموازنة العامة للدولة. تسعى بريطانيا دائماً إلى جعل حي المال والأعمال في لندن مركزاً رئيسياً للتمويل الإسلامي على المستوى الدولي. ومع ذلك، فإن إصدار الصكوك قد اقتصر على الشركات في الدول الغربية، مما يجعل الحكومة البريطانية أول حكومة غربية تبني هذه الخطوة (لسود، 2020).

وبعد هذه التطورات في مجال الصكوك، شهدت الدول الإسلامية زيادة ملحوظة في التعامل مع الصكوك، حيث تميزت بعض هذه الدول، مثل ماليزيا، بالتوسع والتنوع في مجال إصدارها. وكان أول إصدار الصكوك في ماليزيا عام 1990 لبناء محطة كهربائية بواسطة شركة شيل إم دي إس (Shell.M.D.S) بمبلغ 75 مليون رنجيت لمدة 5 سنوات وإصدار آخر قيمته 50 مليون لمدة 8 سنوات، ومن اللافت للاهتمام أن الجهة المصدرة كانت شركة غير مسلمة، ثم وليتها دولة البحرين عام 2001، ثم كثر انتشار نظام الصكوك في كثير من الدول العربية والإسلامية الأخرى (جعنيط، حويشي، 2020).

وقام مجلس الخدمات المالية الإسلامية في ماليزيا عام 2009 بإعطاء وصف لهماكل الصكوك والتعريف بها، وتوضيح لأهم المخاطر التي تتعرض لها المؤسسات الخدمات المالية بالنسبة إلى الصكوك، والمتطلبات التشغيلية المتعلقة بالتصكيك والصكوك، ومعالجة مخاطر الائتمان التي تتعرض لها عملية التصكيك وغيرها (جابر، 2017).

فيما يلي تُعرض تواريخ إصدار الصكوك في ماليزيا حسب التسلسل الزمني:

1. 1983 - أول إصدار حكومي للاستثمار (GII) :

بدأ تطور أسواق رأس المال الإسلامية في ماليزيا بإصدار أول أداة استثمار حكومية (Government Investment Issue – GII) من قبل حكومة ماليزيا، وهو ما شكّل انطلاقة للأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية على مستوى الدولة.

2. 1990 - أول صكوك شركات (Corporate Sukuk) :

أصدرت شركة شل MDS ماليزيا أول صكوك شركات، وهو ما مثل خطوة مهمة لنقل الصكوك من الإطار الحكومي إلى القطاع الخاص، ومهد الطريق لتوسع السوق في القطاع المؤسسي.

3. 2002 - أول صكوك إجارة دولية مصنفة (Rated international asset-

:based ijarah sukuk)

أصدرت حكومة ماليزيا أول صكوك إجارة دولية مصنفة، بقيمة 600 مليون دولار أمريكي، مما أسهم بشكل كبير في تعزيز تطوير سوق الصكوك الماليزي على المستوى الدولي.

4. 2006 - أول صكوك قابلة للتبادل (Exchangeable Sukuk) :

أصدرت شركة خزانة ناشيونال برهاد (Khazanah Nasional Berhad) الماليزية أول صكوك قابلة للتبادل في العالم، وهو ما شكّل مرحلة ابتكارية جديدة وساهم في تنويع السوق وتطويره.

5. 2015 - أول صكوك المسؤولية الاجتماعية (SRI Sukuk) :

أصدرت Ihsan Sukuk Bhd ، تحت إشراف خزانة ناشيونال برهاد، أول شريحة من صكوك SRI بقيمة 100 مليون رينغيت ماليزي، لتعزيز الاستثمارات المتوافقة مع المعايير الاجتماعية والبيئية.

6. 2017 - الشريحة الثانية من صكوك SRI :

في 8 أغسطس، أصدرت الشريحة الثانية من صكوك SRI بقيمة 100 مليون رينغيت ماليزي، مواصلة جهود تنمية سوق الصكوك المستدامة

7. 2018 - صكوك التجزئة (Retail Sukuk) :

شهدت ماليزيا إصدار صكوك التجزئة، بهدف توفير فرص استثمارية متوافقة مع الشريعة للمستثمرين الأفراد.

8. 2020 - الصكوك الدائمة (Perpetual Sukuk) وصكوك الوقف (Waqf

:Sukuk)

ألف: في 27 فبراير، أصدرت شركة Top Glove صكوكًا دائمة بقيمة 1.3 مليار رينغيت ماليزي.

ب : في 10 مارس، أصدرت صكوك مرتبطة بالوقف بقيمة نقدية، لتوفير تمويل

لمشاريع الوقف باستخدام أدوات مالية إسلامية (Najim, Adawiah, 2021).

9. 2024 - الصكوك الأدنى مرتبة (Subordinated Sukuk) :

في 31 يناير، أصدرت Maybank صكوكًا مرتبة بقيمة 4.03% تستحق في 31 يناير 2034.

10. صكوك دائمة وأدنى مرتبة جديدة:

ألف: في 28 مارس، أصدرت شركة QSB صكوكًا دائمة بقيمة 6.000%، تستحق في 28 مارس 2125.

ب : في 29 مايو، أصدرت Malayan Banking Berhad صكوكًا مرتبة من الفئة الثانية (Bond + Sukuk Information Exchange Malaysia, n.d, 2025).

الفرع الرابع: المشروعية الفقهية للصكوك الإسلامية وتكييفها الشرعي

يعرض هذا الفرع الأساس الشرعي للصكوك الإسلامية، وأدلتها من الكتاب والسنة، والإجماع، والقياس، والمقاصد الشرعية والقرارات الفقهية في تكييفها الفقهي. إصدار الصكوك والتعامل بها مشروع من منظور الاقتصاد الإسلامي، وعلى الرغم من أن الصكوك تعرف أداة مالية إسلامية معاصرة، ولكن بدأ استخدامها بهذا الاسم لا الهيكل والمصادقية في القرن الأول من الهجري في عهد الخلافة الأموية (السحيباني، 2014)، حيث روي عن الإمام مالك قوله: " بَلَّغْنِي أَنَّ صُكُوكًا خَرَجَتْ لِلنَّاسِ فِي زَمَانِ مَرْوَانَ بْنِ الْحَكَمِ مِنْ طَعَامِ الْجَارِ، فَتَبَايَعَ النَّاسُ تِلْكَ الصُّكُوكَ بَيْنَهُمْ قَبْلَ أَنْ يَسْتَوْفُوَهَا، فَدَخَلَ زَيْدُ بْنُ ثَابِتٍ، وَرَجُلٌ مِنْ أَصْحَابِ رَسُولِ اللَّهِ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ عَلَى مَرْوَانَ بْنِ الْحَكَمِ، فَقَالَ لَهُ: أَتُحِلُّ بَيْعَ الرَّبَا يَا مَرْوَانُ؟ فَقَالَ: أَعُوذُ بِاللَّهِ، وَمَا ذَاكَ؟ قَالَ: هَذِهِ الصُّكُوكُ ⁽³⁾ تَبَايَعَهَا النَّاسُ، ثُمَّ يَبِيعُونَهَا قَبْلَ أَنْ يَسْتَوْفُوَهَا، فَبَعَثَ مَرْوَانُ الْحَرَسَ يَتَّبِعُونَهَا، يَنْزِعُونَهَا مِنْ أَيْدِي النَّاسِ، وَيُرُدُّوَهَا إِلَى أَهْلِهَا " (الأصبحي، 1985).

وفي رواية أخرى لمالك هكذا: "حدثنا أبو مُصْعَبٍ، قَالَ: حَدَّثَنَا مَالِكٌ، عَنْ مُحَمَّدِ بْنِ عَبْدِ اللَّهِ بْنِ أَبِي مَرْيَمَ، أَنَّ رَجُلًا سَأَلَ سَعِيدَ بْنَ الْمُسَيَّبِ، فَقَالَ: إِنِّي رَجُلٌ أَتْبَغُ الطَّعَامَ مِنْ

³. الصُّكُوكُ: هي الرِّقَاقُ مَكْتُوبٌ فِيهَا أُعْطِيَتْ الطَّعَامَ وَغَيْرُهَا بِمَا تُغْطِيهِ الْأُمْرَاءُ/أَوَالِدُهَا لِلنَّاسِ فَمِنْهَا مَا يَكُونُ يَعْمَلُ كَأَرْزَاقِ الْفَضَاةِ وَالْعُمَالِ وَمِنْهَا مَا يَكُونُ يَغْيَرُ عَمَلِ كَالْعَطَاءِ لِأَهْلِ الْحَاجَةِ، أَوْ هِيَ الْوَرَقَةُ الَّتِي يَكْتُبُ فِيهَا وَلِي الْأَمْرِ بَرَزَقَ مِنَ الطَّعَامِ لِمُسْتَحَقِّهِ، وَأَمَّا صُكُوكُ الْجَارِ وَهِيَ عَطَايَا مِنْ طَعَامٍ. الجار موضع بساحل البحر يجمع فيه العام ثم يفرق على الناس بصكاك. (الأندلسي، 1332هـ).

الصُّكُوكِ يَكُونُ بِالْجَارِ، فَزُبْمًا ابْتَعْتُ مِنْهُ بِدِينَارٍ وَنِصْفِ دِرْهَمٍ، فَأُعْطِي بِالنِّصْفِ الدِّرْهَمَ طَعَامًا، فَقَالَ: لَا، وَلَكِنْ أَعْطِ أَنْتَ دِرْهَمًا وَخُذْ بِقِيَّتِهِ طَعَامًا " (الأصبحي، 1985).

فلهذا تثبت مشروعية الصكوك باعتبارها نوعًا من أنواع العقود (البيع) بالكتاب والسنة والإجماع والقياس، ومقاصد الشريعة والقرارات الفقهية، على النحو الآتي:

من القرآن الكريم: هناك كثير من الآيات التي تدل على مشروعية التعامل بالصكوك إشارة أو دلالة، منها الآيات الدالة على حلة البيع، ومنها قوله تعالى: ((أَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ)) [البقرة: 275]، ومنها عموم الآيات الدالة على وجوب الوفاء بالعقود والشروط، مثل قوله تعالى: ((يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا أَوْفُوا بِالْعُقُودِ)) [المائدة: 1]، ومنها عموم الآيات الدالة على إباحة الشركة، منها قوله تعالى: ((وَإِنَّ كَثِيرًا مِّنَ الْخُلَطَاءِ لَيَبْغِي بَعْضُهُمْ عَلَى بَعْضٍ)) [ص: 24]، والخلطاء هم الشركاء.

ويتضح من هذه الآيات المباركة أنها تدل على إباحة البيع، جواز المعاملات التجارية المشروعية، ولزوم الوفاء والشروط بالعقود، كما تشير إلى جواز الشركة في العقود والمعاملات، فالصكوك قائمة على عقود مشروعة ونوع من البيع على مبدأ المشاركة والإجارة والمضاربة والمراجحة وغيرها، وكذلك الصكوك عقود استثمارية مباحة، فيدخل في عموم الأمر بالوفاء بالعقود. وبناء على ذلك يجوز إصدارها وتداولها مع مراعاة جميع مبادئ المعاملات المالية الإسلامية (السلمي، 2025).

من السنة النبوية: هناك أحاديث كثيرة تدل على مشروعية البيع، والشركة، والالتزام على شروط المسلمين في عقودهم، فالصكوك تعامل بها بهذه الطريقة كذلك، منها ما ورد في حديث قدسي عن أبي هريرة رضي الله تعالى عنه قال: " قال النبي صلى الله عليه وسلم: ((يقول الله تعالى: أَنَا ثَالِثُ الشَّرِيكَيْنِ مَا لَمْ يَخُنْ أَحَدُهُمَا صَاحِبَهُ، فَإِذَا خَانَ خَرَجْتُ مِنْ بَيْنَهُمَا)) " (السجستاني، 2009). أي إن الله تعالى يضع البركة للشريكين في ما لهما ما لم يخن أحدهما صاحبه، ومعنى قوله تعالى: ((خرجت من بينهما))، أي نزع البركة من بينهما.

ومنها حديث السائب بن أبي السائب رضي الله تعالى عنه أنه كان شريك النبي صلى الله عليه وسلم في أول الإسلام في التجارة، فلما كان يوم الفتح قال: «مَرْحَبًا بِأَخِي وَشَرِيكِي لَا يُدَارِي وَلَا يُمَارِي» (النيسابوري، 1990).

ومنها قوله صلى الله عليه وسلم: ((وَالْمُسْلِمُونَ عَلَى شُرُوطِهِمْ، إِلَّا شَرْطًا حَرَّمَ حَلَالًا،
أَوْ أَحَلَّ حَرَامًا)) (الترمذي، 1998).

وكذلك عموم الأدلة التي تدل على إباحة العنان، والمضاربة، والمساقاة، والمزارعة، ومنها ما رواه البخاري عن عبد الله بن عمر رضي الله تعالى عنهما، قال: "عَامِلٌ خَيْرٌ بِشَطْرِ مَا يَخْرُجُ مِنْهَا مِنْ ثَمَرٍ أَوْ زَرْعٍ" (البخاري، 1422هـ). ومعاملات النبي صلى الله عليه وسلم وأصحابه في المضاربة والمزارعة والمساقاة، فهي عقود تشكل أساس الفقهي لبعض أنواع الصكوك.

فهذه الأحاديث النبوية دليل على أن الأصل في العقود والشروط الإباحة، إلا ما دل الدليل على تحريمه، والصكوك عقد من العقود فتدخل في هذا الأصل وتعامل بها بهذا الطريق.
من الإجماع والقياس: قال شيخ الإسلام ابن تيمية: "فإذا كان جميع المهاجرين كانوا يزارعون والخلفاء الراشدون وأكابر الصحابة والتابعين من غير أن ينكر ذلك منكر؛ لم يكن إجماع أعظم من هذا؛ بل إن كان في الدنيا إجماع فهو هذا، لا سيما وأهل بيعة الرضوان جميعهم زارعوا على عهد رسول الله صلى الله عليه وسلم وبعده إلى أن أجلى عمر اليهود إلى تيماء" (ابن تيمية، 2005). والإجماع على مشروعية العنان، قال ابن قدامة: "وهي جائزة بالإجماع، ذكره ابن منذر، وإنما اختلف في بعض شروطها" (ابن قدامة، 1997).

وإجماع العلماء على جواز المضاربة، قال ابن عبد البر: "والقراض مأخوذ من الإجماع الذي لا خلاف فيه عند أهل العلم، وكان في الجاهلية، فأقره الرسول صلى الله عليه وسلم في الإسلام" (ابن عبد البر، 2000).

فقد أجمع الفقهاء على مشروعية العقود الاستثمارية، والصكوك لا تخرج عن هذه العقود بل هي توثيق وتنظيم حديث لها. وتقاس على العقود الجائزة كذلك؛ لأنها صورة مالية معاصرة تهدف إلى تعبئة الموارد وفق الضوابط الشرعية.

مقاصد الشريعة: تتمثل مقاصد الشريعة في مجال الصكوك الإسلامية في تحقيق مبدأ المشاركة في الربح والخسارة كبديل عن التعامل بالربا، وتنمية المال واستثماره بطرق مفيدة للأمة، بالإضافة إلى تحقيق العدالة بين المستثمرين والمستفيدين في العملية المالية (سعاد، 2016).

وذكرت أيوفي في المعايير الشرعية في مستند الشرعي لجواز إصدار الصكوك الاستثمارية على أنها تصدر على أساس عقد من العقود المشروعة فيكون إصدار الصكوك - على أساس أي واحد منها- جائزاً شرعاً.

فهذه الأدلة من الآيات القرآنية، والأحاديث النبوية، والآثار المباركة، وعمل الصحابة، وإجماع العلماء تدل على مشروعية الصكوك، وإصدارها، وجواز تداولها في مختلف عقودها من الإجارة والمضاربة والاستصناع والمساقاة والمزارة والسلم والمشاركة وغيرها حيث وصلت إلى سبعة عشر نوعاً أصلياً وتزيد فروعها كل سنة في البلاد التي تداولها كماليزية حيث تداول حالياً الصكوك الهجينة.

أما في العصر الجديد - كما نوقش في المبحث الماضي (نشأة الصكوك وتطورها) - فيرجع سبب نشأة الصكوك الإسلامية إلى ضرورة ماسة المجتمع الإسلامي إلى منابع جديدة متطورة تمويلية مستمدة من الشريعة الإسلامية بديلاً من الأسهم والسندات التي تقترن بفوائد ثابتة ومحددة، ولا شك في أن الغرب تفوق علينا في هذه الحضارة المادية، وهم لا ينظرون إلى حل أو حرمة الأشياء، فأكثرها التعامل بالسندات لأن السندات توفر السيولة اللازمة سواء للشركات أو الحكومات، ولكن هناك شبه إجماع على حرمة السندات من مجامع الفقه المختلفة، فقام العلماء المعاصرين من ذوي الخبرة بالتفكير في البديل الإسلامي، فظهرت فكرة الصكوك كوسيلة للمشاركة في تمويل مشروع أو استثمار يمتد على مدى متوسط أو طويل الأجل، وذلك وفقاً للقاعدة الشرعية (الغنم بالغرم)، مما يعني المشاركة في الأرباح والخسائر. وقد استندت فكرة إصدار الصكوك إلى صيغ المعاملات الشرعية المعروفة مثل الإجارة، والسلم، والاستصناع، والمضاربة، وغيرها، وذلك كاستجابة لمتطلبات العصر المالية وبديل للسندات التي تعتمد على الفوائد المصرفية (رامي، 2019).

ومن القرارات الفقهية والشرعية، تثبت مشروعية الصكوك الإسلامية عن قرارات المجالس الاستشارية والمجامع الفقهية في البلاد الإسلامي، كما أجاز المجلس الشرعي لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية التعامل بكل أنواع الصكوك، وأصدر معياراً مستقلاً بذلك تحت المعيار الشرعي رقم (17)، ومستند جواز ذلك أن الصك يصدر على أساس عقد شرعي من العقود الشرعية، وعليه يعد إصدار الصكوك على أساس أي منها جائزاً شرعاً، كما

أجازها مجمع البحوث الأدوات المالية الإسلامية التابع لهيئة الأوراق المالية الماليزية (هيئة الأوراق الماليزية، 2002)، ومجمع الفقه الإسلامي الدولي المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي في دورته الخامسة عشرة المنعقدة في مسقط بسلطنة عمان عام 2004، حيث أجاز صكوك الإجارة بقراره رقم 137(15/3)، وفي دورته التاسعة عشرة المنعقدة في الإمارات العربية المتحدة عام 2009، بقراره رقم 178(19/4)، حيث أجاز الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها (الشاعر، الزداني، 2016).

الفرع الخامس: الضوابط العامة للصكوك الإسلامية

يهدف هذا الجزء إلى توضيح القواعد والضوابط الشرعية التي تنظم إصدار الصكوك وتداولها وإطفاءها، لضمان توافقها مع أحكام الشريعة الإسلامية. الضوابط الشرعية للصكوك الإسلامية أهم أساس لنجاحها وضمان استمرارها وديمومتها، وهي الخصيصة التي تميزها من السندات التقليدية، وتُصدر الصكوك استنادًا إلى عقد شرعي يُعتبر أحد صيغ التمويل الإسلامية، حيث تترتب على هذا العقد أحكام وآثار تتعلق بالصكوك. يتم توجيه العرض إلى المكتتبين من خلال نشرة الإصدار التي تحتوي على جميع العناصر والشروط الخاصة بالعقد الشرعي الذي تُستند إليه الصكوك الاستثمارية. ويُعتبر شراء المكتتبين لهذه الصكوك بمثابة قبول لهذا العرض. وغالبًا ما تكون الصكوك مبنية على عقد من عقود المعروفة، وتأخذ حكمها من حيث الجواز وعدمه، وكما هو معلوم، هناك شروطًا معينة لا تصح العقود إلا بها؛ كالرضا، والأهلية، والمعرفة، وانتفاء الغرر أو الجهالة وغيرها (المختار، 2020).

ويشرح الباحث ضوابط الصكوك حسب المراحل الثلاث التي تتم فيها التصكيك، وهي الإصدار، والتداول، والإطفاء، وذلك فيما يأتي:

أولاً: الضوابط الشرعية لإصدار الصكوك الإسلامية (Issuing of sukuk):

وتتمثل أولى هذه الضوابط في الموجودات التي تُبنى عليها الصكوك؛ إذ يجب أن تقوم على أصول أو مشاريع مشروعة ومتوافقة مع أحكام الشريعة، تحت إشراف هيئة رقابة شرعية، مع تجنب الأنشطة المحرمة و أن تستند إلى أعيان أو منافع أو حقوق أو خليط من هذه

الموجودات، سواء كانت قائمة بالفعل أو يُراد إنشاؤها من حصيلة الصكوك. وتُقسم هذه الموجودات إلى حصص متساوية تصدر بقيمتها صكوك تمثل ملكية شائعة لحامليها (كهينة، حياة، 2021). أما إذا كانت الموجودات مجرد ديون في الذمة، فلا يجوز إصدار الصكوك بناء عليها، كما نص على ذلك مجمع الفقه الإسلامي الدولي الذي منع تصكيك الديون لكونها تؤدي إلى بيع الدين لغير من هو عليه بثمن أقل، وهو ما لا يجيزه الشرع. ومع ذلك، أجاز الفقهاء تصكيك الديون الناشئة عن بيع مؤجلة، كالمراجحة والسلم والاستصناع، إذا كان ذلك بغرض تمويل هذه العقود مباشرة. وفي المقابل، أقر المجلس الشرعي الاستشاري في ماليزيا بجواز تصكيك الديون استناداً إلى رأي المالكية والمشهور من الشافعية، وذلك تحت إشراف البنك المركزي والجهات الرقابية الرسمية، وبشروط تمنع الغرر وتحقق القدرة على التسليم. كما أجاز هذا المجلس بيع الدين من المنشئ إلى وكيل الإصدار بثمن أقل على أساس مسألة "ضع وتعجل"، في حين أن المجمع الفقهي الإسلامي قصر ذلك على العلاقة بين الدائن والمدين فقط (مشراوي، 2021).

ويشترط أن يكون المشروع الذي تصدر الصكوك لتمويله أو تسييله قادراً على تحقيق دخل، وأن يكون مستقلاً عن المشاريع الأخرى التابعة للجهة المصدرة. كما يجب أن تتوفر له حسابات مالية مستقلة، ويتعين أن يتم تدقيق حسابات المشروع بواسطة محاسب قانوني أو أكثر يتم تعيينهم من قبل الجهة المصدرة وفقاً للمعايير المعتمدة (قانون صكوك التمويل الإسلامي الأردني، 2021م، الجريدة الرسمية، ص 4251).

أما من حيث نقل الملكية، فإن إصدار الصكوك يقتضي انتقال الموجودات المراد التصكيك بناء عليها من المنشئ إلى حملة الصكوك عن طريق شركة ذات غرض خاص. ويثبت المنشئ عملية النقل في دفاتره بعد تقييم الموجودات من جهة مستقلة، وتسجل باسم الشركة لصالح حاملي الصكوك، وإن كانت الملكية الحقيقية تعود لهم مباشرة. وقد أقر مجمع الفقه الإسلامي الدولي بأن الصك يمثل ملكية حصة شائعة في المشروع أو الأصل محل الاستثمار، وتبقى هذه الملكية ثابتة طوال مدة المشروع، مع ما يترتب عليها من حقوق الملكية الشرعية كحق البيع والهبة والرهن والإرث (غرداوي، 2024).

وفيما يتعلق بنشرة الإصدار والعقود المرتبطة بها، يجب أن تتضمن جميع البيانات الأساسية المطلوبة شرعاً، مثل تحديد رأس المال، وتوزيع الأرباح، وبيان الشروط الخاصة بالإصدار. كما نص المعيار الشرعي لصكوك الاستثمار (17) على أن سلامة العقد لا تقتصر على البناء النظري، بل تشمل صحة التطبيق وتحقيق آثاره، كالتمكين من التصرف في الملكية، وتحقيق القبض، وتحمل الضمان، والمشاركة في الغنم والغرم. ولهذا الغرض، ينبغي أن تتضمن وثائق الإصدار آليات رقابية دقيقة تضمن خلوها من الخيل والصورية ومعالجة الخلل المحتمل (مشراوي، 2021).

أما فيما يتعلق بالضمانات، فلا يجوز شرعاً اشتراط ضمان رأس المال أو الأرباح إلا في حالة التعدي أو التقصير من طرف المنشئ. فلا يصح مثلاً أن تتضمن نشرة الإصدار التزاماً من مصدر الصكوك أو مديرها برد القيمة الاسمية أو بتحقيق ربح محدد مسبقاً. غير أن الفقه الإسلامي أجاز بعض الضمانات المشروعة، مثل وعد طرف ثالث مستقل بالتبرع لتعويض الخسائر، أو تكوين احتياطي من الأرباح لمواجهة العجز المحتمل، أو تبرع مدير الصكوك بالفارق عند انخفاض العائد الفعلي عن المتوقع، أو إنشاء صندوق تكافلي يساهم فيه حملة الصكوك لمواجهة المخاطر وتقلبات العوائد (جعنيط، حويشي، 2020).

وأما تنظيمياً، فالجهة المصدرة تتمتع بشخصية اعتبارية مستقلة، وتحمل مسؤولية الإدارة والالتزامات. كما يلزم تحقيق الشفافية في الإفصاح عن الأصول والعوائد والمخاطر، وضمان العدالة في توزيعها وفق قاعدة الغنم بالغرم. وتتولى الجهة المصدرة إدارة الصكوك مقابل نسبة من العوائد، مع تحديد واضح لمجالات الاستثمار وصيغة التمويل المستخدمة مثل الإجارة أو المضاربة أو المشاركة أو المراجعة أو السلم أو الاستصناع (غرداوي، 2024).

وأخيراً، فإن استحقاق الأرباح يخضع لمبدأ المشاركة في الغنم والغرم، حيث يملك حملة صكوك المشاركة أو المضاربة أو الوكالة بالاستثمار ما يزيد عن رأس المال عند التنضيق أو تقويم المشروع نقداً، ويُعتبر هذا الفائض ربحاً يوزع بين حاملي الصكوك ومديرها وفقاً للشروط المتفق عليها. أما الإيرادات أو الغلة فلا تُعد ربحاً شرعياً إلا إذا تحقق الفائض بعد استرداد رأس المال (بومركة، دميري، 2023).

وأما ما يتعلق بالقيمة الاسمية أو السوقية: أن الصكوك الإسلامية تُعتبر أدوات استثمارية تعكس حصص ملكية فعلية في أصول أو منافع، وليست مجرد التزامات مالية على المصدر. بناءً على ذلك، يتم تحديد قيمتها عند الإطفاء Redemption بناءً على القيمة السوقية (و هي القيمة المكتوبة على وجه الورقة المالية) أو ما يتفق عليها، وليس على أساس القيمة الاسمية - وهي القيمة التي يتم تداول الورقة المالية بها في السوق المالي - (Face Value)، إلا في حالات استثنائية (Abozaid, 2020). ففي حالة صكوك المشاركة والمضاربة، يجب رد قيمتها وفقاً للقيمة السوقية (Market Value) أو العادلة وقت التصفية (Fair Value)، لضمان تطبيق مبدأ المشاركة الحقيقية في المخاطر والأرباح. أما بالنسبة لصكوك الإجارة، فإنه يمكن استردادها بالقيمة السوقية أو الاسمية بشرط أن يوجد وعد شراء من طرف مستقل غير المستثمرين، لتجنب شبهة ضمان رأس المال. أما في حال صكوك السلم والاستصناع، فإن قيمتها تكون مرتبطة بالسلعة أو المشروع موضوع العقد، مما يجعل عملية التقييم مختلفة عن أنواع الصكوك الأخرى. بناءً على هذه المبادئ، يجوز رد القيمة الاسمية في بعض الحالات مثل صكوك الإجارة، لكنه غير جائز في صكوك المشاركة والمضاربة، حيث يجب ردها وفقاً لقيمتها السوقية لتعكس الطبيعة الاستثمارية الحقيقية لهذه الأدوات المالية (مالك، 2023).

ثانياً: ضوابط تداول الصكوك الإسلامية (Trading of sukuk):

تداول الصكوك عبارة عن عملية شراء وبيع الصكوك المالية في السوق الثانوية، ويجوز تداولها لو تم وفق الضوابط الشرعية للتداول. ويجوز تداول الصكوك إذا كانت تمثل ملكية في موجودات حقيقية من أعيان أو منافع أو خدمات بعد قفل الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط، أما قبل ذلك فيراعى عقد الصرف، وإذا صارت ديوناً أو نقوداً فلا يجوز تداولها إلا بالقيمة الاسمية. ويجوز تعهد المصدر بشراء الصكوك بسعر السوق لا بالقيمة الاسمية، ويتم تداولها بالوسائل المشروعة (دوابة، 2009).

أما بالنسبة إلى أنواعها، فصكوك الإجارة وما في حكمها يجوز تداولها منذ الإصدار حتى الأجل، وصكوك المنافع والخدمات تجوز إذا تعينت العين أو الطرف، وإلا خضعت للديون. صكوك الاستصناع تجوز بعد تحول النقود إلى أعيان، وصكوك السلم لا تجوز مطلقاً، وصكوك المراجعة لا تجوز بعد تسليم البضاعة وإنما يجوز قبل بيعها. وصكوك المشاركة والمضاربة والوكالة

تجوز بعد بدء النشاط، وصكوك المزارعة والمساقاة تجوز إذا كان الحملة ملاك الأرض أو بعد صلاح الزرع والتمر، بينما صكوك المعارسة تجوز بعد بدء النشاط في جميع الأحوال (مشراوي، 2021).

وبالتالي، لو كانت الصكوك تمثل أصولاً حقيقية أو منافع أو خدمات، لادينا أو نقوداً محضة، يجوز تداولها بالسعر الذي يتفق عليه الطرفان، وأما إذا صارت الصكوك تمثل ديوناً أو نقوداً فقط، فلا يجوز تداولها إلا بالقيمة الاسمية لتجنب الربا (جعنيط، حويشي، 2020).

ثالثاً: ضوابط إطفاء الصكوك الإسلامية واستردادها (Redumption):

وهي عملية تتم فيها إعادة قيمة الصكوك (رد أصل مبالغ المستثمرة) إلى حملة الصكوك أو المستثمرين في نهاية الأجل أو على فترات دورية، سواء كانت يبيعها للمنشئ أو غيره، ويتم ذلك بناء على تعهد من المنشئ أو من غيره (مشراوي، 2021). فالتعهد من المنشئ أو المصدر لا يكون إلا بالقيمة السوقية التي يحددها أهل الخبرة وفقاً لظروف السوق والمركز المالي للمشروع، فلا يجوز قيمة محددة سلفاً بما يؤدي إلى ضمان رأس المال أو إلى نقد حال بنقد مؤجل أكثر منه، ويستثنى من ذلك حالات التعدي والتفريط التي تستوجب ضمان حقوق حملة الصكوك، وأما من غير المنشئ فيجوز بالقيمة الاسمية. ويجوز استرداد الصكوك متى كانت تمثل حصة شائعة في ملكية موجودات من أعيان أو منافع أو خدمات. أما إذا آلت الموجودات إلى ديون أو بيعت بثمن مؤجل، فإن الاسترداد يخضع لأحكام الديون. وفي صكوك الإجارة، يجوز للمصدر استرداد الصكوك قبل أجلها بسعر السوق أو بما يتراضى عليه الطرفان بشرط عدم التأجيل. كما يجوز له استرداد صكوك منافع الأعيان المعينة بعد التخصيص ودفع ثمن الاكتتاب، بالسعر المتفق عليه حالاً، دون تأجيل للمبلغ (جعنيط، حويشي، 2020).

أما الصكوك القائمة على الديون كصكوك المراجعة بعد بيع بضاعة المراجعة، أو صكوك الاستصناع بعد تسليم العين للمستصنع، فإنها تمثل ديناً في ذمة المشتري، فيتم الإطفاء بالقيمة الاسمية للدين أو مع خصم إذا كان البيع للمدين نفسه، بينما يقتصر على القيمة الاسمية إذا كان للغير (مشراوي، 2021). أما صكوك السلم فتتمثل قبل القبض ديناً سلعياً في ذمة البائع، وجمهور الفقهاء ينعون شراء بضاعة السلم قبل قبضها، ومن ثم فإطفاء صكوك السلم أو تداولها غير مشروع. ولا يجوز للمضارب أو الشريك أو وكيل الاستثمار أن يتعهد بشراء الأصول من

حملة الصكوك بالقيمة الاسمية عند الإطفاء، وإنما يجوز أن يكون التعهد بسعر السوق أو القيمة العادلة أو صافي قيمة الأصول، أو بما يتم الاتفاق عليه عند الشراء. وإذا اقتضت موجودات صكوك المشاركة أو المضاربة أو الوكالة بالاستثمار على أصول مؤجرة بإجارة منتهية بالتمليك، جاز لمدير الصكوك أن يتعهد بشراء هذه الأصول عند الإطفاء بما يعادل باقي أقساط الأجرة، باعتبارها تمثل صافي قيمتها (عجاج، 2019).

ويساند ذلك ما كتبه أحمد الجيوسي بعنوان "الضوابط الشرعية للصكوك الإسلامية"، وفيه: "وضعت مجالس وهيئات الرقابة الشرعية في المؤسسات المالية الإسلامية، وكذلك المعيار رقم (17) من المعايير الشرعية، أحكامًا وضوابط تحكم هذه الصكوك، لضمان عدم انحرافها في أي مرحلة من مراحلها؛ بدءًا من الإعلان عن الاكتتاب بها وانتهاءً بإطفائها.

الفرع السادس: أهداف الصكوك الإسلامية

يبين هذا الفرع الأهداف الاقتصادية والاجتماعية التي تسعى الصكوك الإسلامية إلى الوصول إليها في نطاق النظام المالي الإسلامي.

للصكوك الإسلامية أهداف كثيرة أساس تتمثل في المساهمة في جمع رؤسأل تمويل إنشاء مشروع استثماري من خلال تعبئة موارده من المستثمرين، وذلك من خلال طرح صكوك وفق مختلف صيغ التمويل الإسلامية في أسواق المال؛ لتكون حصيلة الاكتتاب فيها رؤسأل المشروع (أحمد مسعود، 2020). وتسعى إلى الحصول على السيولة اللازمة لتوسيع قاعدة المشاريع وتطويرها، وهذا الإجراء يتضمن تحويل الأصول المالية الخاصة بالحكومات والشركات إلى وحدات تمثل الصكوك الإسلامية، ثم يتم عرضها في السوق لجذب المدخرات اللازمة لتمويل المشاريع الاستثمارية طويلة الأجل كما في صكوك الإجارة، أو هو تمويل المشروعات أو الأنشطة الاقتصادية من خلال مشاركة المستثمرين في الملكية أو الأرباح أو الحقوق المستقبلية للأصول مع الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية كما في الصكوك الأخرى. كما تساهم الصكوك الإسلامية في تحسين القدرة الائتمانية والهيكل التمويلي للمؤسسات المصدرة للصكوك من حيث أنها تتطلب تصنيفًا ائتمانيًا للمحفظة بشكل مستقل عن المؤسسة نفسها، مما يؤدي إلى ارتفاع تصنيفها الائتماني (مالك، 2023).

الفرع السابع: المقاصد الشرعية للصكوك الإسلامية

يناقش هذا الجزء مقاصد الشريعة الإسلامية التي تكمن وراء اعتماد الصكوك كأداة تمويلية، ودورها في تحقيق العدالة والتنمية والاستقرار الاقتصادي. من الواضح أن وراء كل عقد من العقود الشرعية مقاصد شرعية، وكذلك وراء كل أداة من أدوات التجارية والاستثمارية، ومن المهم من الناحية الشرعية تحديد المقاصد الشرعية من وراء إصدار الصكوك، ويمكن تلخيصها في هذه النقاط المهمة وهي أن يكون إصدار الصكوك عوناً ومساعدةً على جميع الأموال من أصحاب الفوائض المالية (المدخرين)، واستثمارها من المتخصصين، بأقل تكلفة ممكنة وبأسهل الطريق المتاحة (سعاد، 2016).

وتهيئ لأصحاب الفوائض المالية (المدخرين) فرصاً لتوظيف أموالهم بما يحقق لارتفاع درجة الأمان إلى أقصى حد يمكن الوصول إليه، وانخفاض المخاطر إلى أدنى مستوى يمكن مواجهته، ويضاف إلى ذلك ارتفاع العائد من التوظيف إلى أقصى حد يمكن تحقيقه، وإمكان تسهيل المال واسترداده من دون تأخير، وهذا ما يعرف بتحقيق السيولة المرغوبة (عجاج، 2019).

وتوازن بين مصالح المدخرين الذين يمتلكون فوائض مالية ومصالح المستثمرين، بحيث لا يُسمح لأحد الطرفين باستغلال الآخر. يمكن الوصول إلى هذا التوازن من خلال عدة نقاط، منها توفير المعلومات الضرورية لأصحاب رؤوس الأموال حول طبيعة وإجراءات الاستثمار ونتائجه، مما يمكنهم من متابعة استخدام أموالهم بشكل مستمر وفعال. كما ينبغي أن تتاح لهم الفرصة لحاسبة المستثمرين في حال حدوث إهمال أو تقصير أو انتهاك لشروط العقد. بالإضافة إلى ذلك، يجب إصدار وتداول الصكوك واستثمار عائداتها بما يتماشى مع أحكام الشريعة الإسلامية، وبما يحقق أهدافها (Arsyi, 2023).

المطلب الرابع: أهمية الصكوك وأبعادها الاقتصادية والمالية

للصكوك الإسلامية أهمية عظيمة في مجال التنمية الاقتصادية، ويمكن تلخيص أهمية الصكوك الإسلامية في قدرتها على جذب الأموال بكميات تفوق قدرات وإمكانات بعض

الحكومات أو الشركات في تمويل مشروعاتها الكبرى، وأنها أكثر أمنًا واستقرارًا من أدوات التمويل التقليدية، لأنها توفر مصادر تمويل مأمونة وفعالة للمشروعات، وهي تغني الحكومات عن خصخصة مشروعاتها أو بيعها بالكامل، مما يعني خروج الدولة من ملكية هذه المؤسسات، في حين تعد الصكوك الإسلامية السيادية خصخصة مؤقتة للمشروعات، أي ملكية مؤقتة لحملتها (سليمة، نعيمة، 2020). وتتميز الصكوك الإسلامية بتصنيف ائتماني جيد، حيث تخضع لضوابط شرعية وقانونية تمنع عمليات التوريق، وهو ما ساهم في تفادي المشكلات التي نشأت عن القروض العقارية وأدت إلى الأزمة المالية والاقتصادية العالمية وتداعياتها. كما تسهم الصكوك في تعزيز ربحية المؤسسات المالية والشركات ومراكزها المالية، إذ تعتبر عمليات إصدارها خارج الميزانية ولا تتطلب تكاليف كبيرة في التمويل والإدارة، ويمكن استخدامها رأسمال مساندًا ضمن شروط ومتطلبات الشريحة الأولى أو الثانية من متطلبات (بازل 111) لتحسين نسبة كفاية رأس المال (راشدي، كوثر، 2020).

وتساعد عمليات التصكيك في المواءمة بين مصادر الأموال واستخدامها، بما يسهم في تقليل مخاطر عدم التماثل بين آجال الموارد واستخداماتها، واتسامها بمميزات خاصة؛ كالتنوع، والتجديد، والانتشار المتسارع لها، والقدرة على العمل ضمن ضوابط وآليات للتداول تجمع بين الكفاءة الاقتصادية والمصدقية الشرعية، وقدرتها على أداء دور محوري مهم في تمويل التنمية بجوانبها المختلفة من صناعة وزراعة وتجارة وخدمات، فيما لو تمكنت الجهات القائمة على إصدارها من استدراج رؤوس الأموال المستثمرة في الخارج وإعادة تدويرها للداخل، ويمكن للبنوك المركزية استخدام هذه الأداة كجزء من أدوات السياسة النقدية وفقًا للمنظور الإسلامي، مما يساعد في امتصاص السيولة، وبالتالي تقليل معدلات التضخم، ويتيح للمؤسسات المالية الإسلامية إدارة السيولة الزائدة لديها (قندوز، 2022).

وبناء على هذا تكون الصكوك الإسلامية قد أسهمت في معالجة العجز في موازنات بعض الدول، وكفتها مؤونة الاقتراض الخارجي أو المعونات الأجنبية وما لها من محاذير على سيادة الدول (الجوسي، 2019).

تُعَدّ الصكوك الإسلامية أداة مالية رئيسية في النظام المالي الإسلامي، إذ تتجاوز كونها أداة استثمارية شرعية للمستثمرين لتشتمل على تمويل المشاريع الضخمة للكيانات المصدرة،

وتنشيط سوق الأوراق المالية، وتوسيع أنشطة المصارف الإسلامية. كما تسهم في تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو مشاريع إنتاجية تدعم التنمية المستدامة، مما يبرز أهميتها على المستويين الجزئي والكلّي، ويؤكد مكانتها كأداة محورية في تعزيز كفاءة الأسواق المالية ودعم الاقتصاد الوطني، وهو ما يهدف هذا المبحث إلى بيانه (حياة، 2021).

وقد قسم بعض الباحثين - منهم غربي حمزة في مقاله "الصكوك الإسلامية، أنواعها وإدارة مخاطرها" - أهمية الصكوك الإسلامية إلى أقسام؛ و منها ما يلي:

الفرع الأول: أهمية الصكوك بالنسبة إلى المستثمرين

وتتمثل أهميتها بالنسبة للمستثمرين على أنها أدوات قليلة التكلفة بالنسبة للاقتراض البنكي وذلك بسبب قلة الوسطاء والمخاطر المرتبطة بالورقة المالية المصدرة، ومن ناحية أخرى، تنتج الصكوك عوائد أكثر مقارنة بالنسبة إلى الأدوات الاستثمارية الأخرى (الأوراق المالية الحكومية والسندات ذات الآجال المتقاربة) (المختار، 2020). تتميز أداة التصكيك بعدم ارتباطها بالتصنيف الائتماني للمصدر ذي الجودة الائتمانية العالية High Credit Quality . حيث إن الأوراق المالية التي تصدر من خلال عمليات التصكيك غالبًا ما تتمتع بتصنيف ائتماني مرتفع Credit Enhancement، وذلك بفضل دعمها بتدفقات مالية محددة من خلال هياكل داخلية مصممة بدقة، بالإضافة إلى الدعم الخارجي الناتج عن خدمات تحسين الائتمان. وهذا الأمر قد لا يتوفر للسندات التي تصدرها مؤسسات الأعمال الأخرى. كما أن مبدأ البيع الفعلي للأصل من المنشأة الأصلية Originator إلى الشركة ذات الأغراض الخاصة SPV في هيكل عملية التصكيك يعني أن المنشأة المصدرة لا تملك الحق قانونيًا في العودة لاستخدام التدفقات النقدية المتوقعة للأصل المعني بالتصكيك (غربي، جبلاحي، 2018). وأن مبدأ البيع الفعلي للأصل من المصدر للصكوك إلى الشركة ذات الأغراض الخاصة في هيكل عملية التصكيك يتضمن أن المصدر للصكوك ليس له قانونيًا الرجوع إلى استخدام التدفقات النقدية المتوقعة للأصل محل التعاقد (قندوز، 2022).

وكذلك يمكن التنبؤ بالتدفقات النقدية للصكوك الإسلامية Predictable cash flows، وتوفر عملية التصكيك فرصًا استثمارية متنوعة للأفراد والمؤسسات والحكومات حيث

تمكنهم من إدارة سيولتهم بصورة مربحة Portfolio Diversification، وتتيح فرص الاستثمار للمستثمرين الصغار كذلك، و تساعد في تحسين ربحية المؤسسات المالية الإسلامية و الشركات؛ لأن عمليات إصدار الصكوك تعد عمليات خارج الميزانية و لا تحتاج إلى تكلفة كبيرة في تمويلها و إدارتها (العجلة، خالدية، 2023).

الفرع الثاني: أهمية الصكوك بالنسبة إلى المصدر الأصلي

كما ذكر سابقاً أن المصدر الأصلي للصكوك قد يكون من القطاع الخاص (البنوك والشركات)، أو من القطاع العام أو القطاع الخيري، وتحقق الصكوك لهذه المصادر مجموعة من الفوائد، منها المساهمة في تحقيق التوازن بين مصادر الأموال واستخداماتها، مما يساعد في تقليل مخاطر عدم التوافق بين آجال الموارد واحتياجاتها Mismatching، وتحسين نسبة كفاية رأس المال أي مقدار رأسماله منسوباً إلى موجوداته الموزونة حسب درجة مخاطرها وذلك من خلال عمليات خارج الميزانية Off-Balance Sheet (العربي، حمو، 2017).

ومضاعفة قدرة المنشآت على إنشاء الأموال أي تحريرها لتأمين السيولة اللازمة لتمويل احتياجاتها المختلفة، وتنوع مصادر التمويل متعدد الآجال والمكملة للمصادر التقليدية وبالذات للمنشآت التي لا تستطيع الوصول مباشرة لسوق المال، يعني أنها من الأدوات التمويلية المهمة لتنوع مصادر الموارد الذاتية، وتوفير السيولة اللازمة للحكومة والمؤسسات التي تحتاج إلى مصادر تمويل متوسط الأجل و طويله (طيب، قداري، 2021). وإتاحة إمكانية منح التمويل والتسهيلات للمصارف والمؤسسات المالية وغير المالية ثم تحريكها واستبعادها من ميزانيتها العمومية خلال مدة قصيرة، ومن ثم يغنيها عن تكوين محصنات للديون المشكوك في تحصيلها، وزيادة نشاطات المنشآت من دون الحاجة إلى زيادة رأسمالها (ملاك، 2023).

وتمنح هذه الفرصة للبنوك المركزية إمكانية استخدامها ضمن استراتيجيات السياسة النقدية وفقاً للرؤية الإسلامية، مما يساعد في امتصاص السيولة وبالتالي تقليل معدلات التضخم، كما يتيح للمؤسسات المالية الإسلامية إدارة السيولة الزائدة لديها. وأن التصكيك وسيلة جيدة لإدارة المخاطر الائتمانية في البنوك والمؤسسات المختلفة Proper Risk Management وذلك بسبب أن الأصل محل التصكيك مخاطره محددة، في حين تكون المخاطر أكبر بالنسبة إلى

الأصل نفسه إذا كان موجودا ضمن خارطة أصول المنشأة كلها، ولتحسين ربحية المؤسسات المالية والشركات ومراكزها المالية؛ وذلك لأن العمليات خارج الميزانية، ولا تحتاج لتكلفة كبيرة في تمويلها وإدارتها كما أنها تؤدي إلى تحسين النسب المالية للمصدر (حناشي، 2024).

الفرع الثالث: أهمية الصكوك بالنسبة إلى سوق الأوراق المالية

تساهم الصكوك في تعزيز دور السوق المالية (البورصة) من خلال تقديم نوعية وكمية جديدة من الأوراق المالية. يتم ذلك عبر إدراج أسهم الشركات في سوق الأوراق المالية، مما يضيف قيمة إلى هذه الأسواق ويعزز نشاطها. بالإضافة إلى ذلك، يتم إدراج الصكوك الإسلامية، حيث تقدم البنوك الإسلامية والشركات أدوات مالية جديدة تعتمد على مبادئ التمويل الإسلامي. لا شك أن الصكوك الإسلامية تُثري الأسواق المالية الإسلامية، كونها تكمل الأسهم وتعتبر عنصراً أساسياً في البورصة، مما يسهل تدفق الأموال بحرية وسلاسة (قسول، 2024).

وانفتاح سوق الأوراق المالية، حيث إن الصكوك الإسلامية تفضي إلى زيادة التدفقات من الاستثمارات الإسلامية، وينتج عنه انفتاح سوق الأوراق المالية عالمياً، مما يساعد على دمج الأسواق المالية المحلية مع الأسواق المالية العالمية لتكون تأثيراتها فعالة، وتقليص دور الوساطة التقليدية في مجال التمويل لحساب التمويل من دون وساطة، والرفع من كفاءة سوق الأوراق المالية، إذ يزيد التداول بالشراء والبيع لهذه الصكوك، ويكون تنوع إصدار الصكوك والتعامل بها في تغطية الاحتياجات التمويلية (العراي، حمو، 2017).

وتساهم عمليات التصكيك في تعزيز عمق السوق المالية في البلاد (Financial Deepening) من خلال توفير خيارات متعددة للمستثمرين في مجال الأوراق المالية. كما تعزز الشفافية وتحسن من جودة المعلومات المتاحة في السوق، حيث تتطلب هذه العمليات اتخاذ العديد من الإجراءات ودخول عدد من المؤسسات في عملية الإقراض، مما يساهم في توفير معلومات وفيرة في السوق (كريم، 2025).

الفرع الرابع: أهمية الصكوك بالنسبة إلى المصارف الإسلامية

للصكوك دور بارز وملحوظ في زيادة فعالية و كفاءة المصارف الإسلامية، وذلك من خلال هذه الموارد وهي أن عمليات الصكوك تساعد على المؤامة بين أصول وخصوم المصرف الإسلامي، بما يساهم في تقليل المخاطر عدم التناسب بين آجال الموارد وآجال استخداماتها؛ إذ إن الأصل في استثمارات المصارف الإسلامية هو أنها استثمارات تنموية طويلة الأجل، مما يفرض أن تكون الموارد المالية طويلة الأجل هي النسبة الغالبة من إجمالي موارد تلك المصارف. ومع ذلك، يكشف الواقع العملي عن عكس ذلك، حيث إن النسبة الأكبر من موارد البنوك الإسلامية هي قصيرة الأجل. نتيجة لذلك، توجهت البنوك الإسلامية إلى تخصيص معظم مواردها المالية للاستثمارات قصيرة الأجل، تطبيقاً لقاعدة توافق الآجال، مما يشكل عائقاً رئيسياً أمام قيامها بدورها التنموي (أحمد مسعود، 2020).

ويساعد التصكيك من قدرة المصارف الإسلامية على استقطاب السيولة اللازمة لتمويل احتياجاتها المختلفة، وفي المقابل يتيح التصكيك الفرصة أمام المصارف الإسلامية لإدارة السيولة الفائضة لديها. ويعمل التصكيك على تنويع مصادر التمويل ذات الآجال المتعددة، ويكمل المصادر التقليدية في المصارف الإسلامية. كما يُحسن التصكيك من ربحية هذه المصارف ومراكزها المالية، حيث يتيح استبعاد الاستثمارات التي تم تصكيكها من بنود الميزانية خلال فترة قصيرة. وبالتالي، تتخلص المصارف من الحاجة إلى تكوين مخصصات لمواجهة الخسائر المحتملة. لذا، يُعتبر التصكيك أحد أشكال الاستثمار خارج بنود الميزانية، ولا يتطلب رأس مال مثل الالتزامات العرضية (قندوز، 2022).

ويُعتبر التصكيك وسيلة فعّالة لإدارة المخاطر الائتمانية في المصارف الإسلامية، حيث أن المخاطر المرتبطة بالأصل تكون محدودة، بينما تزداد هذه المخاطر إذا كان الأصل جزءاً من مكونات أصول المصرف الإسلامي. وبالتالي، تساهم الصكوك الإسلامية بشكل كبير في تطوير أداء المصارف الإسلامية وتساعد في اندماجها ضمن النظام المالي العالمي، من خلال تداولها في الأسواق المحلية والدولية (العراي، حمو، 2017).

الفرع الخامس: أهمية الصكوك بالنسبة إلى الاقتصاد الكلي

وأما أهمية الصكوك بالنسبة للاقتصاد الكلي، فقد أدى انتشار الصكوك وتسابق العالم إلى إصدارها ببدء مرحلة جديدة، يتم فيها التحول من الاقتصاد الورقي وأسواق الائتمان إلى الاقتصاد الحقيقي المرتبط بالسلع والخدمات، فعن طريق الصكوك يتم تعبئة المدخرات المالية بين أيدي الأفراد وهي عاطلة عن القيام بوظيفتها الاقتصادية ودورها التنموي، مما يؤدي إلى استثمارها في المجالات الزراعية والصناعية والتجارية التي تعبر عن مدى التقدم والتخلف في البلاد (أحمد مسعود، 2020). إذن يتبين دور الصكوك الإسلامية في الاقتصاد الكلي من خلال عدة نقاط، أبرزها مساهمتها في تحقيق التنمية الاقتصادية. وتتميز الصكوك بقدرتها على جمع الموارد المالية اللازمة لتمويل المشاريع التنموية الكبرى، مثل مشروعات البنية التحتية، والجسور، والشوارع، والطاقة، والموانئ، والمطارات، والأنفاق، بالإضافة إلى تمويل التوسعات الرأسمالية للشركات والمشاريع التنموية الخيرية (ابن قايذ، 2020).

ويتم توضيح ذلك في جذب المدخرات، إذ يحث النظام الاقتصادي الإسلامي على تعبئة المدخرات ويعدده من أهدافه الأساس، ويطالب باستخدامها المنتج بما يحقق الأهداف الاقتصادية والاجتماعية. وكذلك تمويل المشاريع الاستثمارية يعد من المجالات التي تبرز فيها فعالية الصكوك الإسلامية، حيث تتمتع هذه الصكوك بالقدرة على تحقيق هدفين في آن واحد: جمع الموارد وضمان توجيهها نحو مجالات استثمارية حقيقية. لكل نوع من الصكوك دور محدد في تمويل المشاريع الاستثمارية؛ فصكوك المراجعة تناسب الأعمال التجارية، بينما تتلاءم صكوك الاستصناع مع الأنشطة الصناعية. أما صكوك السلم، فهي الأنسب لتمويل المشاريع الزراعية والصناعات الاستخراجية والحرفية (بوالمرقة، دميري، 2023).

ولها دور كبير في تمويل مشاريع البنية التحتية، إذ يمكن للصكوك الإسلامية أن تقدم أدوات وصيغا متنوعة متعددة لتمويل مشاريع البنية التحتية، فهي تلبي احتياجات الدول المختلفة بدلا من اعتمادها على سندات الخزينة والدين العام، أي من شأن الاستخدام المكثف لعمليات التصكيك وضع أسس البنية التحتية لجعل الاقتصاد المعين مركزا ماليا مرموقا وبأدوات أكثر جاذبية (الدماغ، 2010). وإصلاح العجز في الميزانية العامة ومعالجة قضية الديون، فمن الواضح أن الموازنة العامة في كثير من البلاد - ولا سيما البلاد الإسلامية - لا تتناسب مع

النفقات الحكومية، بل تكون أقل منها، وتحتاج الحكومات أن تقرض من البلاد الأخرى لكفاءة الموازنة العامة ورفع المشاكل الاقتصادية، وتقبل الاقتراض الربوي؛ حيث يمكن للدولة إصدار الصكوك المشاركة لسد العجز في موازنتها، مما يتيح للأفراد المساهمة في تلبية الاحتياجات التمويلية الضرورية لدعم الموازنة العامة. يمكن استثمار العائدات الناتجة عن هذه الصكوك في مشاريع تدر الدخل مثل توليد الكهرباء والطاقة، وبناء الجسور، والقطارات، والموانئ، وغيرها. كما يمكن للحكومة تمويل العجز في الموازنة من خلال إصدار صكوك المضاربة في المشاريع التي تحقق أرباحاً (سداراتي، 2024).

وتساهم الصكوك في حل مشكلة المديونية، سواء كانت ديوناً خارجية أو داخلية على شكل قروض ربوية؛ حيث يتم استبدال هذه القروض الربوية التي يتحملها المواطنون بصكوك خدمات تعادل قيمتها، مما يعني تحويل القروض إلى خدمات عامة تقدمها الدولة مثل التعليم والصحة والنقل. وهذا التحويل يتيح فرصاً كبيرة لسد العجز في موازنة الدولة الاتحادية أو الولائية من خلال توفير موارد حقيقية لا تؤثر سلباً على المستوى العام للأسعار. وبالتالي، يمكن للدولة تمويل مشروعات التنمية الأساسية بشكل غير مكلف. ويساعد أيضاً في معالجة مشكلة البطالة واستثمار الأموال المعطلة. إذ تسهم صكوك الاستثمار الإسلامية في تقليل البطالة وزيادة فرص العمل من خلال استغلال الأموال المعطلة، حيث تلي هذه الصكوك احتياجات كل من المستثمرين والمدخرين على حد سواء (عبد الرزاق، عبادي، 2023).

وتساعد عمليات الصكوك في زيادة الخيارات المتاحة للمستثمرين، كما أنها تعزز نمو الناتج المحلي الإجمالي (GDP) دون الحاجة إلى استثمارات إضافية، وتقلل من هيمنة الجهاز المصرفي كمصدر وحيد للتمويل (Disintermediation). بالإضافة إلى ذلك، فإن انتشار صناعة التصكيك يتيح الفرصة لإنشاء مؤسسات تقدم المدخلات الأساسية لهذه الصناعة، مما يعزز بنيتها التحتية. تشمل هذه المؤسسات الشركات ذات الطبيعة الخاصة (SPV)، ووكالات التصنيف (Rating Agency)، وخدمات المحاسبة والمراجعة والرقابة الشرعية، فضلاً عن خدمات بنوك الاستثمار (Investment Banks) وغيرها من الجهات المعنية بنشاط التصكيك. كما تسهم هذه العمليات في مواكبة التغيرات الدولية في سوق التمويل، مما يساعد على تلبية احتياجات المستثمرين المحليين بدلاً من انتقلهم لاستخدام هذه الخدمات في الخارج،

مما يؤثر على ميزان العمليات الرأسمالية. وعلاوة على ذلك، يمكن أن تبرر عمليات التصكيك اعتماد الدول لسياسات نقدية أقل تقييداً للائتمان، نظرًا لوجود مصادر تمويل حقيقية، مما يمنح السياسات التوسعية مزيدًا من الثقة في مناخ الاستثمار في البلاد. وأنها تساعد على نخوض الاقتصاد الإسلامي من الناحية النظرية و العملية، أما نظريا فهي استكمال للحلقات الاقتصادية بجانب البنوك و شركات التأمين الإسلامية، و أما تطبيقيا فإن الصكوك الإسلامية تساعد في رفع الحرج الديني عن المستثمرين. وأن وصول هذه الفكرة إلى المستوى الدولي يوضح مدى سعة و حكمة و تكامل النظام الاقتصادي الإسلامي(صالح، والآخرين، 2025). وهذه هي أهمية الصكوك في التنمية الاقتصادية بالنسبة إلى المستثمرين، والاقتصاد الكلي، والمصدرين، والمصارف الإسلامية، والأفراد والمجتمع.

فملخص القول أن هناك غاية وراء إصدار الصكوك الإسلامية التي تعتمد على المؤسسات والدولة والجهات المصدرة لها، من أهمها توفير السيولة، وتنوع مصادر التمويل، وتوسيع قاعدة المستثمرين، وتقليل مخاطر الائتمان، والدمج بين أسواق الائتمان وأسواق رأس المال، وكذلك تعد مصدرا تمويليا من خارج الميزانية، وتسبب إزالة الفقر والبطالة، وتفضي إلى خلق فرص العمل وغيره. وعلى الرغم من أهمية الصكوك في التنمية الاقتصادية وتمويل المشروعات الكبيرة، إلا إنها في نفس الوقت فيها بعض الجوانب السلبية كذلك، ولايستحيل معالجتها و هي عدم التوحيد في الفتوى في الصكوك بالصيغ الموجودة والمعمولة، اختلاف الفقهاء المعاصرين في بعض بنودها، والشك في ملكية حملة الصكوك و عدم الالتزام بعض المؤسسات و الشركات بالضوابط التي تضبط بها الصكوك (ابن قايد، 2020).

المطلب الخامس: أنواع الصكوك الإسلامية وتصنيفاتها الفقهية والوظيفية

تتنوع صكوك الاستثمار إلى أنواع متعددة طبقاً لاختلاف هياكلها المطورة، وفق اعتبارات مختلفة وباختلاف آليات إصدارها التي تتم وفق العقود الشرعية، و لا يوجد إلى حد هذا الوقت تصنيف موحد للصكوك، منها ما يكوك وفق الاستمرارية، ومن حيث آجالها، ومن حيث اعتبار استخدام حصيلتها، ومن حيث نوع النشاط الذي تستخدم حصيلتها في تمويله،

أو من حيث الصيغة، ومن حيث جهة المصدرة لها (حكومة، أو شركات وبنوك)، ومن حيث ملكية الأصول محل التصكيك.

ويمكن تطبيق هياكل جميع الصكوك في أفغانستان ولكن في الوقت الراهن تحاول الحكومة إصدار صكوك الإجارة أولاً؛ لأنها أكثر إفادةً ومنفعةً لصالح العام للبلد وتكون مؤثرة لتطوير البنية التحتية والإنعاش المالي وتطوير الاقتصاد خاصةً لتأسيس المباني الحكومية، وتفعيل المناجم والقطاع الخاص مع أن فيها اختلافات بسيطة فقهية خاصة عند الحنفية.

ويعرض الباحث أهم أنواع الصكوك شهرةً واستعمالاً وهيكلها، ووفق الأنواع التي ذكرتها هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية في المعيار الشرعي (17)، وأشارت إلى وجود أكثر من أربعة عشر نوعاً من الصكوك الإسلامية. وفي إطار هذا التعدد قسمت الصكوك إلى نوعين رئيسيين، هما الصكوك القابلة للتداول والصكوك غير القابلة للتداول، وتندرج تحتها مجموعة من التقسيمات الفرعية، وباعتبار أن العقود الشرعية تكون أساساً للتقسيم، قسمت الصكوك إلى أربعة أقسام، الصكوك المبنية على الوكالة، والصكوك المبنية على التأجير، والصكوك المبنية على البيع، والصكوك المبنية على المشاركة، وأما باعتبار ملكية الأصول في محل التصكيك، ينقسم إلى قسمين رئيسيين، الصكوك المدعومة بالأصول (Asset Backed-Sukuk) والصكوك القائمة على الأصول (Asset Based-Sukuk)، وهناك أقسام مختلفة من ناحية قابليتها للتبديل والتحويل وعدم قابليتها، ومن ناحية الإصدار وغيرها (Pega, 2017).

وفي السطور الآتية يقسم الباحث الصكوك من الناحية الاستثمار والتمويل بهذا النمط

التالي:

الفرع الأول: صكوك الاستثمار

و هي وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في أوعية استثمارية مختلفة، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله، أو هي الصكوك التي تستخدم حصيلتها في تمويل مشروع معين أو نشاط خاص بعقد من عقود المشاركات، و تنقسم إلى ما يلي:

1. صكوك المضاربة (Sukuk al-Mudharabah): وتصدر على أساس عقد

المضاربة، و هي "وثائق استثمارية تمثل ملكية رأسمال المضاربة (القراض) على أساس وحدات متساوية القيمة، ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصاً شائعة في رأسمال المضاربة وما يتحول إليه، بنسبة ملكية كل منهم فيه، فالمالكون لهذه الصكوك هم أرباب المال، ويجوز تداولها بعد بدء النشاط (الجوسي، 2019).

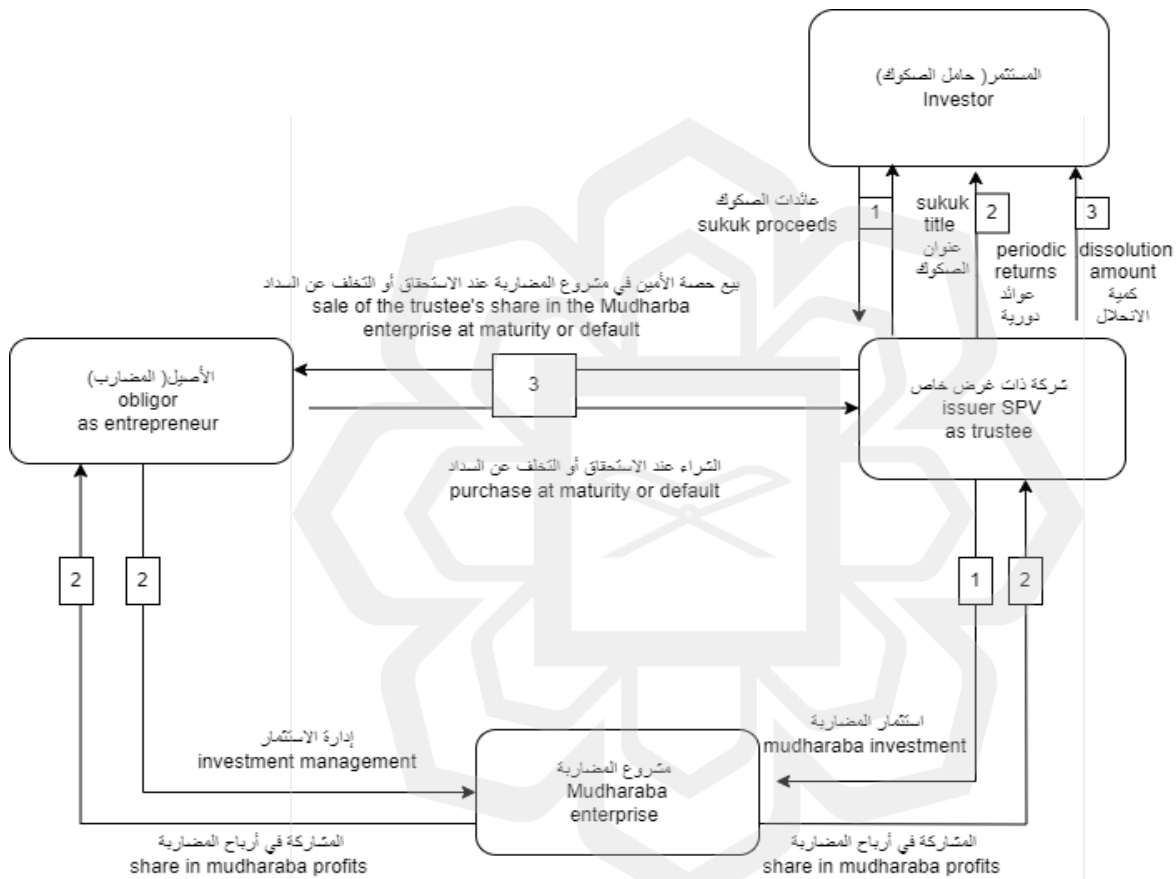
وعرفت أياً، بأنها " أوراق مالية متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع، أو تطوير مشروع قائم، أو تمويل نشاط، ويصبح المشروع أو موجودات النشاط ملكاً لحملة الصكوك في حدود حصصهم، وتدار على أساس المضاربة الشرعية (أيوفي، 2022).

وتتعدد أشكال صكوك المضاربة، منها صكوك المضاربة المطلقة، التي لا يتم فيها تخصيص مشروع معين لحملة الصكوك، بل تُمنح الشركة المصدرة (المضارب) صلاحية اختيار المشروع المناسب وفقاً لخبرتها، مما يعني عدم وجود أي قيود على جهة الإصدار، حيث يحق لها الاستثمار بحرية تامة. ومن جهة أخرى، توجد صكوك المضاربة المقيدة، التي يتم فيها تخصيص مشروع معين لاستثمار أموال المضاربة، مما يمنع المضارب من الخروج عن هذا المشروع. كما تُحدد هذه الصكوك بمدة زمنية معينة تتناسب مع عمر المشروع، وتكون الجهة المصدرة ملزمة بالقيود المحددة، وفي حال مخالفتها، تُعتبر متجاوزة وتتحمل المسؤولية، وتكون متعدية وضامنة (بازينة، اسميو، 2018).

وهناك أنواع كثيرة لصكوك المضاربة و هي صكوك المضاربة القابلة للتحويل، وصكوك المضاربة المستمرة، وصكوك المضاربة المحدودة أو صكوك المضاربة المستردة بالتدرج إضافة إلى شهادات الاستثمار أو شهادات ودائع الاستثمار. ومصدر هذه الصكوك هو المضارب، بينما المكتتبون فيها هم أصحاب الأموال، وتعتبر حصيلة الاكتتاب هي رأس مال المضاربة. يمتلك حاملو الصكوك موجودات المضاربة بالإضافة إلى الحصة المتفق عليها من الأرباح لأصحاب الأموال، ويتحملون الخسائر في حال حدوثها. والبنك قد يكون مضارباً يستثمر حصيلة الصكوك في مشروع معين أو نشاط محدد يمسك له حساباً مستقلاً، أو في جميع أنشطته مع أصحاب الودائع المطلقة وحدهم، أو مع حقوق المساهمين كذلك، وقد يكون البنك منظم

الإصدار ومديرًا له؛ وذلك لحساب المؤسسة المضاربة أي المستثمرة لحصيلة الصكوك (رفيق، 2022). ويذكر في نشرة الإصدار جميع شروط المضاربة من حيث بيان موضوع النشاط والربح المتوقع وطريقة توزيع الربح وغيرها.

ويوضح الشكل الآتي رقم (6) مخططاً يبرز آلية سير صكوك المضاربة والأطراف المتدخلة فيها.



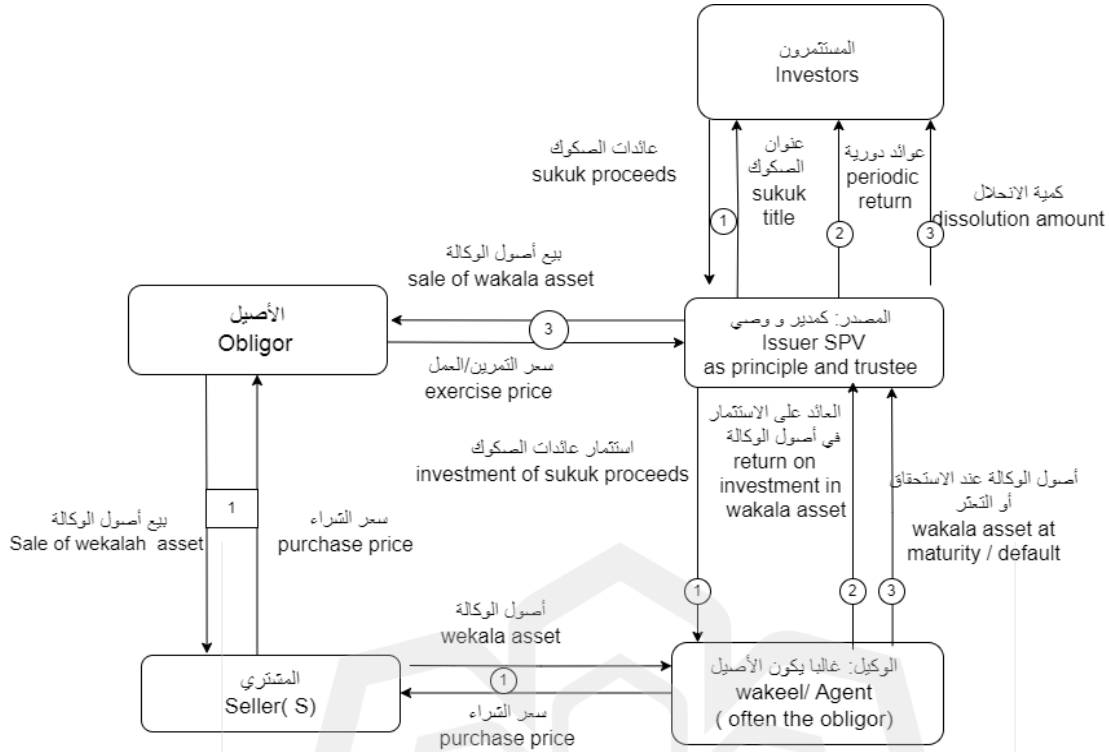
(Kusuma, Silva, 2014).

وجدير بالذكر أن صكوك المضاربة لا يصح إصدارها وتداولها إلا إذا كان الغرم والضمان على رب المال أي حملة الصكوك، فهم بوحدهم يتحملون مخاطر الاستثمار ولا يتحمل منه مدير الصكوك إلا في حدود ما قدمه من مساهمة رأس المال، يعني أن منطاح صحة إصدار هذه الصكوك هو أمران معاً، تحمل حملة الصكوك لمخاطر استثمار حصيلة إصدارها،

واستحقاقهم نسبة من الربح المتحقق من هذا الاستثمار، ويجوز لطرف ثالث مثل الحكومة وغيرها ضمان مخاطر صكوك المضاربة وتحملها (ابن علقمة، 2021).

2- صكوك وكالة بالاستثمار (Sukuk al-Wakalah): وتصدر على أساس عقد الوكالة بالاستثمار، و هي " وثائق مشاركة تمثل مشروعات تدار على أساس الوكالة بالاستثمار بتعيين وكيل من حملة الصكوك لإدارتها أو الأصيل أو غيرهم، والمصدر لها (المتمول) و هو الوكيل بالاستثمار يعرض نفسه وكيلاً لحملة الصكوك يتولى الاستثمار نيابةً عنهم بإذنتهم وتوكيلهم، ويتقاضى مصدر الصكوك (الوكيل) أجرًا محددًا معلومًا مضمونًا نظير جهده، والمكتتبون هم الموكلون، وحصيلة الاكتتاب هي المبلغ الموكل في استثماره " (أيوبي، 2022). ويمتلك حاملو الصكوك ما تمثله من أصول، بما في ذلك المنافع والمخاطر المرتبطة بها، ويحق لهم الحصول على أرباح المشاركة إذا توفرت. يمكن استخدام هذا النوع من الصكوك في جميع التطبيقات والأنواع المختلفة، ويمكن إصدارها من قبل القطاعين العام والخاص، بالإضافة إلى القطاع الخيري، بهدف جمع الموارد المالية اللازمة لتمويل المشاريع الاقتصادية (رفيق، 2022). بناءً على عقد وكالة الاستثمار، حيث تستثمر الوكالة الصندوق في مجموعة من الاستثمارات أو الأصول المؤهلة، وعادة ما، يحفظ الأصيل محفظة الاستثمارات في الأصل. سيقوم الأصيل بصفته وكيلاً بإدارة الاستثمار بناءً على الاتفاقية بين الموكل (المستثمرين، عبر الشركة ذات الغرض الخاص) والوكيل، والتي تحكم، من بين أمور أخرى، العائد المتوقع (الربح) والرسوم (عادةً ما تعتمد على الأداء)، وتحكم اتفاقية تعهد البيع/الشراء تعهد الشراء من قبل الأصيل عند الاستحقاق وسعر الممارسة ذي الصلة (مبروك، 2022). ودور البنك فيها كدور المضارب إلا أن أجره يكون مبلغًا مقطوعًا محددًا أو نسبة من رأس المستثمر لا من الربح كالمضارب وإن جاز له الحصول على نسبة من الربح إذا زاد هذا الربح عن حد معين، وقد يقوم البنك بتنظيم عملية الإصدار نيابة عن المصدر، وقد يتعهد وظيفة مدير الإصدار أو الاستثمار أو متعهد التغطية أو التسويق والترويج وفق ما تحدده نشرة الإصدار.

والشكل الآتي رقم (7) يبين هيكل صكوك الوكالة بالاستثمار



(Kusuma, Silva, 2014).

3. صكوك المشاركة في الربح (Sukuk al-Musharakah): وتصدر على أساس

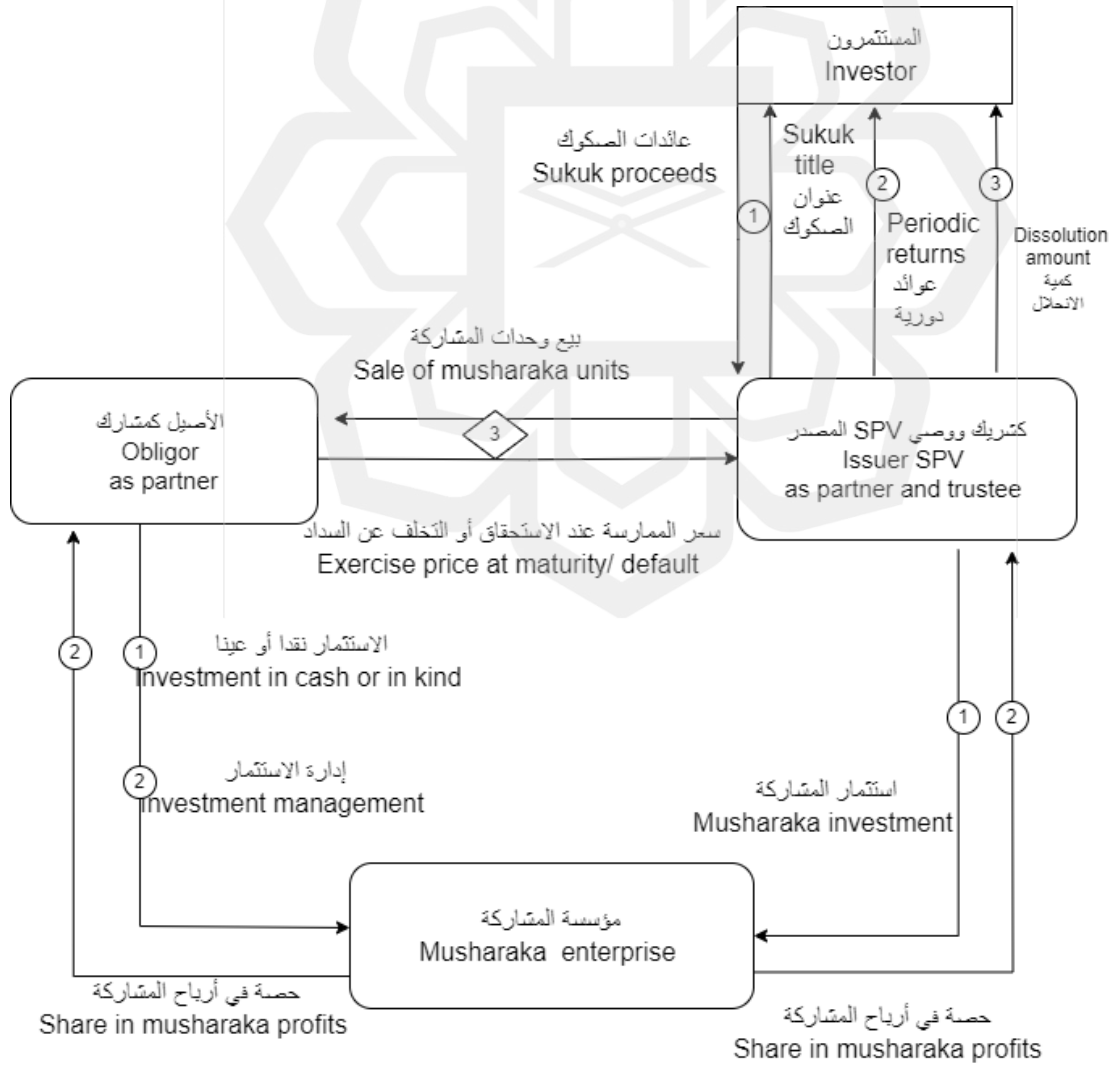
عقد المشاركة، و هي: " وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع، أو تطوير مشروع قائم، أو تمويل نشاط على أساس عقد من عقود المشاركة، ويصبح المشروع أو موجودات النشاط ملكا لحملة الصكوك في حدود حصصهم، وتدار صكوك المشاركة على أساس الشركة، أو على أساس المضاربة، أو على أساس الوكالة بالاستثمار" (أيوفي، 2022).

وفيها يعرض الممول المصدر لتلك الصكوك نفسه على الجمهور شريكاً في مشروع معين أو توسعة معينة أو نشاط محدد، والمكتتبون هم الشركاء في عقد المشاركة، وحصيلة الاكتتاب هي حصة المكتتبين في رأس المال المشروع الجديد الذي يملكون من موجوداته بنسبة قيمة ما يحملون من صكوك إلى إجمالي رأسماله، ولهم من غنم المشروع وعليهم من غرمه بحسب تلك النسبة إن وجدت (مبروك، 2022).

وتتواجد صكوك المشاركة بأشكال متنوعة، حيث يمكن أن تكون صكوك مشاركة دائمة تشبه إلى حد كبير الأسهم، أو صكوك مشاركة مؤقتة تمثل مشروعًا محددًا لفترة زمنية معينة. يتم استرداد قيمتها (الإسمية أو السوقية) تدريجيًا خلال هذه الفترة، حيث يحصل حاملو الصكوك على جزء من القيمة الإسلامية للصك في فترات توزيع الأرباح حتى يتم استرداد كامل القيمة الإسمية أو السوقية للصك بالإضافة إلى الأرباح. ومن خلال توزيع أرباح التصفية على المستثمرين، يتم إطفاء الصكوك (بازينة، اسميو، 2018).

وتتميز صكوك المشاركة عن صكوك المضاربة في كيفية تنظيم العلاقة بين الجهة المصدرة والصكوك وحملة الصكوك؛ حيث تقوم الجهة المصدرة بتشكيل لجنة تضم المشاركين، والتي تُستشار في اتخاذ القرارات الاستثمارية.

ويوضح الشكل الآتي رقم (8) هيكل صكوك المشاركة وآلية سيرها



(Kusuma, Silva, 2014).

فالمصدر لهذه الصكوك هو طالب المشاركة الذي يسعى لتطوير مشروع قائم أو لإنشاء مشروع جديد. أما المكتتبون، فهم الشركاء في عقد المشاركة الذين يهدفون إلى استثمار أموالهم وتحقيق الأرباح. وتعتبر حصيلة الاكتتاب هي حصة المكتتبين في رأسمال المشاركة. يمتلك حاملو الصكوك موجودات الشركة ويتحملون المخاطر المرتبطة بها. كما تتحدد آجال صكوك المشاركة وفقاً للمدة المحددة للمشروع المعني بعقد المشاركة. ويستحق حاملو صكوك المشاركة حصة من الأرباح تتناسب مع عدد الصكوك التي يمتلكونها، بينما تُوزع الخسائر عليهم وفقاً لنسبة مساهمتهم. وقد يقتصر دور البنك فيها بتنظيم عملية الإصدار نيابة عن مستخدم حصيلتها، وإدارته نيابة عن حملة الصكوك. بما أن للمشاركة أنواع مختلفة ولكل نوع صور متعددة، يمكن أن يصدر لكل صورة منها صك مستقل مثل مشاركات ثابتة، مشاركات متناقصة و مشاركات منتهية بالتمليك (حسان، 2021).

الفرع الثاني: صكوك المشاركة في الإنتاج

و هي تشمل الأنواع التالية:

1- صكوك المزارعة: وتصدر على أساس عقد المزارعة، و هي " وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تمويل مشروع على أساس المزارعة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في المحصول وفق ما حدده العقد " (أيوبي، 2022). فالمصدر لهذه الصكوك يمكن أن يكون إما مالك الأرض أو مالك منافعها، بينما المكتتبون هم المزارعون، سواء كانوا يعملون بأنفسهم أو من خلال آخرين، وذلك في إطار عقد المزارعة. وتستخدم حصيلة الاكتتاب لتغطية تكاليف الزراعة. وتصدر هذه الوثائق عن مالك الأرض الذي يسعى لتمويل زراعتها وفقاً لعقد مزارعة شرعي، حيث يتم تقسيم المحصول بين مالك الأرض والمزارع الذي يستثمر أمواله بناءً على الاتفاق المبرم. ويُعتبر المكتتبون في هذه الصكوك مزارعي الأرض، مثل الشركات المتخصصة في الزراعة، التي تهدف إلى الحصول على حصة من المحصول أو النتائج. وتحدد نشرة إصدار صكوك المزارعة نوع الأرض ومواصفاتها ومساحتها، بالإضافة إلى نوع المحاصيل المراد زراعتها، وتكاليف الزراعة بما في ذلك الآلات والمعدات والبذور والأسمدة وأجور المهندسين والعمال، وكذلك المحصول المتوقع وطرق تقسيمه بين مالك الأرض والمزارع،

ومدة الزراعة(غربي، جبلاحي، 2018). وقد يتعهد البنك تنظيم إصدار صكوك المزارعة، وقد يكون مديرا للإصدار أو وظائف أخرى. وقد يكون المصدر فردًا أو شركة زراعية متخصصة في المشروعات الزراعية، ولديها رأس مال كاف لتحقيق هذا الغرض، وترغب في الحصول على مساحات من الأرض الزراعية، فتصدر هذه الشركة صكوك مزارعة باعتبارها مزارعا (صاحب العمل) والمكتتبون هم أصحاب الأرض (المستثمرون الذين اشترت الأرض بحصيلة اكتتابهم)، ويملك حملة الصكوك الحصة المتفق عليها مما تنتجه الأرض (الجيوسي، 2019).

وتمثل حصة الصكوك تكلفة شراء الأرض أو إحيائها و تخصيصها من الدولة، و يتولى البنك تنظيم الإصدار وإدارته أو وظيفة أخرى حسب ما تحدده نشرة الإصدار.

2- صكوك المساقاة: وتصدر على أساس عقد 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 الثمرة وفق ما حدده العقد " (أيوفي، 2022). والمصدر لها قد يكون هو المساقى (صاحب العمل) والمكتتبون هم أصحاب الأرض(المستثمرون الذين سقيت الأرض بحصيلة اكتتابهم)، ويستحق حملة الصكوك الحصة المتفق عليها مما تنتجه الأشجار(الجيوسي، 2019).

ويمكن أن يكون مصدر هذه الصكوك هو مالك الأرض أو مالك المنافع المتعلقة بالأرض المزروعة بالأشجار. والمكتتبون في هذه الصكوك هم المشاركون في عقد المساقاة. وتستخدم حصيلة الاكتتاب لتغطية تكاليف العناية بالأشجار، مما يعني أن هذه الوثائق تصدر عن مالكي مزارع أشجار الفاكهة بهدف تمويل رعاية هذه الأشجار، بما في ذلك الري والتسميد والتقليم، ومعالجة الآفات الزراعية، ثم جني المحصول وبيعه أو تخزينه وتسويقه. ويقوم المكتتبون في هذه الصكوك بدور المساقى، حيث تُستخدم حصيلة الصكوك لتمويل هذه الأنشطة، ويستحق حاملوها حصة متفق عليها من المحصول. تمثل صكوك المساقاة بعد إغلاق باب الاكتتاب وبدء الاستثمار واستخدام حصيلتها حصة شائعة في موجودات المساقاة، بما في ذلك الآلات والمعدات اللازمة لرعاية الأشجار والمدخلات الزراعية مثل الأسمدة والمبيدات، بالإضافة إلى الفواكه التي تظهر على الأشجار منذ خروجها وحتى جنيها(غربي، جبلاحي، 2018).

3- صكوك المغارسة: وتصدر على أساس عقد المغارسة، و 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 " (أيوفي، 2022).

فالمصدر لهذه الصكوك هو مالك الأرض المناسبة لزراعة الأشجار، بينما المكتتبون هم المغارسون المشاركون في عقد المغارسة. وتتمثل حصيلة الاكتتاب في تكاليف زراعة الأشجار. كما يمكن أن يكون المصدر هو المغارس (صاحب العمل)، في حين يكون المكتتبون هم أصحاب الأرض (المستثمرون الذين تم زراعة الأرض بفضل حصيلة اكتتابهم). ويحق لحملة الصكوك الحصول على الحصة المتفق عليها من الأرض والأشجار (الجيوسي، 2019).

الفرع الثالث: صكوك التمويل

وهي وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً ممولة للملكية موجودات، وهي غير قابلة للتداول، أو هي الصكوك التي تستخدم حصيلة إصدارها لشراء البضاعة الموعود بشرائها مربحة، أو لتكلفة العين المباعة استصناعاً، أو دفع ثمن سلعة السلم وتنقسم إلى ما يلي:

1- صكوك المراجعة (Sukuk al-Murabahah): وتصدر هذه الصكوك على أساس عقد المراجعة، و هي " وثائق يصدرها الواعد بشراء بضاعة معينة بهامش ربح محدد، أو الوسيط المالي الذي ينوب عنه، بعد تملك البائع وقبضه لها، بقصد استخدام حصيلتها في تكلفة شراء هذه البضاعة ونقلها وتخزينها، ويكتب فيها البائعون لبضاعة المراجعة بعد تملكهم وقبضهم لها عن طريق الوسيط المالي الذي يتولى تنفيذ هذه العقود نيابة عن مالكي صكوك المراجعة" (رفيق، 2022).

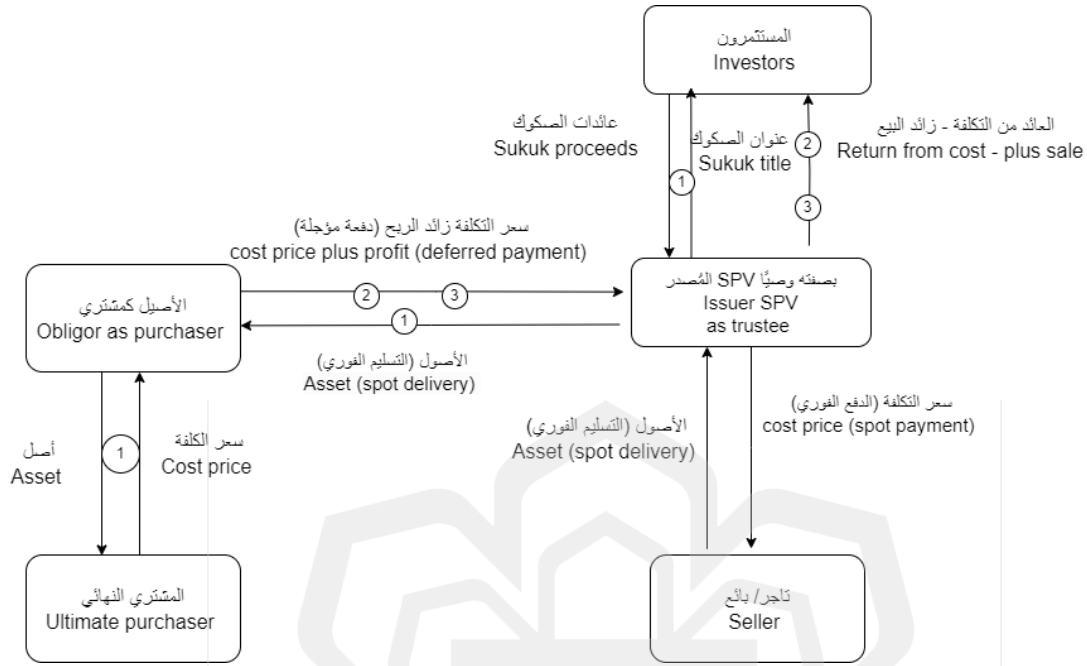
ويستفيد ممثل المكتتبين في الصكوك من عائدات إصدارها لتمويل شراء بضاعة المراجعة، التي يتم بيعها بثمن مؤجل للجهة التي وعدت بشرائها، بعد أن يتم تملكها واستلامها. ويمثل الصك حصة مشتركة في ملكية هذه البضاعة بعد شرائها وقبل بيعها وتسليمها للمشتري، ويعتبر ثمنها ديناً بعد بيعها للجهة التي وعدت بشرائها، وعائد هذه الصكوك يتحدد من خلال الفرق بين ثمن شراء بضاعة المراجعة وثمن بيعها للجهة التي وعدت بشرائها (حسان، 2015).

وفي المعيار الشرعي رقم (17) لأيوبي أنها "وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المراجحة، وتصبح سلعة المراجحة مملوكة لحملة الصكوك" (أيوبي، 2022). ومثالها أن يعرض مصدر الصكوك (التمول) سلعة يملكها للمكتبتين بالصكوك بثمنها مع ربح معلوم، فيكونون مالكيين لهذه السلعة على الشيوع، لهم غنم ملكها وعليهم غرمه، وبهذه الحالة فإن الصك لا يعدو أن يكون وسيلة إثبات حصة في السلعة، أما مصدر الصكوك فتنتهي علاقته بالسلعة وبحملة الصكوك بقبض الثمن وتسليم السلعة، وقد تصدر صكوك المراجحة عن تاجر أو مؤسسة وسيطة تتعهد باستخدام حصيلة الاكتتاب من الصكوك لشراء سلعة ثم بيعها مراجحة، ويتم تقاسم العائد بينهما، وفي مثل هذه الحالة يكون التمول مضارباً وتتحول الصكوك عندئذ إلى صكوك مضاربة" (لعور، 2021).

ومصدر الصكوك فيها قد يكون واعدًا بشراء بضاعة مراجحة، ومشترياً لها بعد تملك البائع هذه البضاعة وقبضه لها القبض الناقل للضمان، والمكتبتون هم البائعون لهذه البضاعة لغرض الحصول على الربح و هو الفرق بين ثمن شراء البضاعة نقداً وبيعها مؤجلاً، وحصيلة الصكوك هي تكلفة شراء البضاعة. وقد يتعهد البنك تنظيم عملية الإصدار و إدارتها مقابل أجر معين، وقد يتولى وظائف أخرى كما صرحت في نشرة إصدار صكوك المراجحة (بن فامي، 2022). فالهدف من إصدار هذه الصكوك هو تمويل عقد بيع بضاعة مراجحة، مثل المعدات والأجهزة. تصدر هذه الصكوك عن الشركة المصدرة، التي تعمل كمديرة للإصدار، وغالباً ما تكون مؤسسة مالية مثل البنوك. وتستخدم عائدات الصكوك لتمويل بضاعة المراجحة، ويصدر هذا النوع من الصكوك لدعم الشركات الإنتاجية بالأصول، بما في ذلك تمويل شراء السفن والطائرات، وإنشاء محطات توليد الطاقة، وذلك في الحالات التي لا ترغب فيها الشركة المصدرة في استخدام مواردها العادية للتمويل (بازينة، اسميو، 2018).

وتتمثل أبرز خصائص صكوك المراجحة في تلبية احتياجات الأفراد من السلع وغيرها من المتطلبات، وفتح آفاق مناسبة للاستثمار، وتحقيق عوائد مجزية للمستثمرين. كما تسهم في تنشيط التجارة الداخلية وفقاً لمبادئ الشريعة، ودعم الصناعة والقطاعات الاقتصادية المتنوعة مثل الزراعة والخدمات (غربي، جبلاحي، 2018).

والرسم البياني التالي رقم (9) يبين هيكل صكوك المراجعة



(Kusuma, Silva, 2014).

2- صكوك الاستصناع (Sukuk al-Istisna): تصدر على أساس عقد

الاستصناع، وهي "وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة، ويصبح المصنوع مملوكًا لحملة الصكوك" (أيوبي، 2022). والمصدر لها هو الصانع (البائع) والمكاتبون فيها هم المشترون للعين المراد صنعها، وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة المصنوع، وتستخدم في تمويل تصنيع عين مبيعة استصناعاً بثمن المؤجل لتسليمها إلى مشتريها استصناعاً، ويملك حملة الصكوك العين المصنوعة، ويستحقون ثمن بيعها، أو ثمن بيع العين المصنوعة في الاستصناع الموازي إن وجد (حسان، 2015).

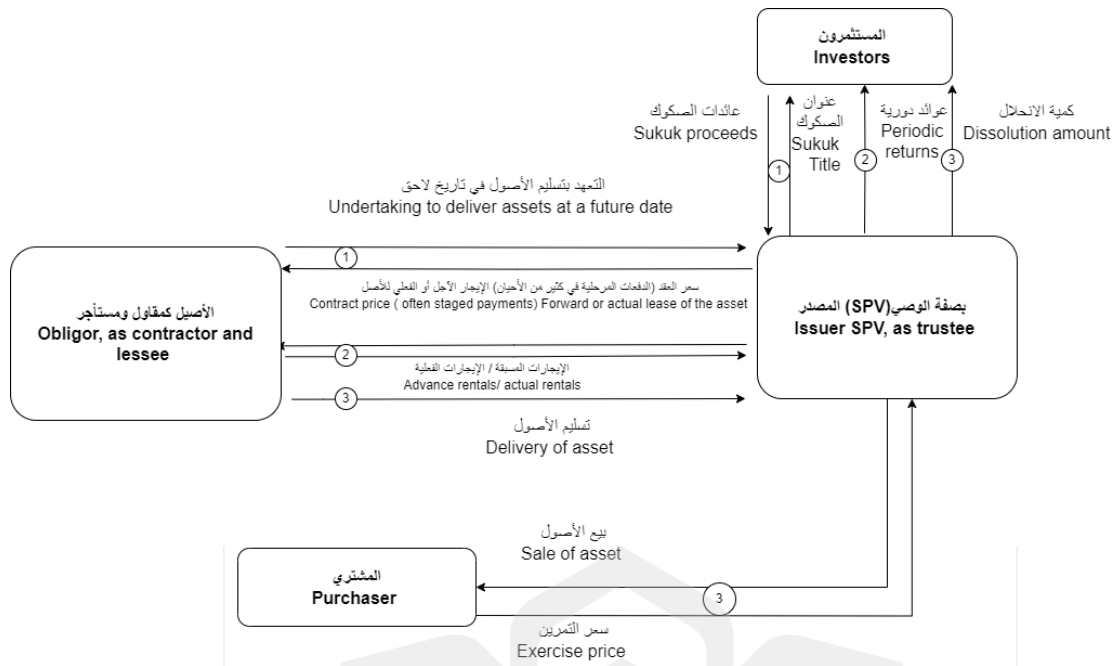
وتمثل هذه الصكوك حصة شائعة في ملكية السلعة المصنوعة، وتعتبر ديناً يتعلق بسعرها بعد تسليمها للمشتري أو للشركة الممولة، ويتحقق العائد من هذه الصكوك من خلال الفرق بين تكلفة تصنيع السلعة وقيمتها السوقية الناتجة عن عملية البيع. ويمكن استخدام هذه الصكوك لتمويل رأس المال العامل للمشروعات الاستثمارية ذات الجدوى العالية، بالإضافة إلى إمكانية استخدامها في تمويل مشروعات البنية التحتية (بازينة، اسميو، 2018).

وتعتبر هذه الصكوك مشابحة لصكوك السلم، حيث تمثل بيع سلعة يتم تسليمها في وقت لاحق مقابل ثمن يُدفع مقدماً، وتُعتبر السلعة من نوع الديون العينية؛ لأنها موصوفة وتُسجل في الدمة. ومع ذلك، يُسمح بتعجيل ثمنها، وفي كلتا الحالتين، تبقى السلعة في ذمة الصانع أو البائع بموجب عقد السلم. لذا، تُعتبر هذه الصكوك غير قابلة للبيع أو التداول إذا تم إصدارها من قبل أحد الطرفين، سواء كان البائع أو المشتري (غري، جبلاحي، 2018).

وكذلك وجه التشبيه بينها هو أن صكوك الاستصناع تستند إلى عقد تسليم مستقبلي للأصل/الأصول المصنعة أو المنشأة في تاريخ/تواريخ التسليم، والذي يمكن أن يكون فردياً أو متعددًا، ويقوم الأصيل بتسليم الأصل أو الأصول، كما هو الحال في السلم أيضاً، نظرًا لأن المستثمرين لا يريدون الاحتفاظ بالأصول، فسيتم بيعها إلى المشتري النهائي، والذي يمكن أن يكون الأصيل، وسيحصل المستثمرون على عوائد هذا البيع. وفي كثير من الأحيان، يتم دمج صكوك الاستصناع مع ترتيبات الإيجار الآجل لتمكين المستثمرين من الحصول على عائد قبل تسليم الأصول/الأصول (خلادي، 2024).

وتتميز صكوك الاستصناع بعدة جوانب، منها: أنها توفر تمويلاً متوسط الأجل يلبي الاحتياجات المالية لتصنيع سلع معينة، ويمكن استخدامها لتمويل رأس المال العامل للمشروعات الاستثمارية القابلة للتطبيق. كما تتيح هذه الصيغة تمويل مشروعات البنية التحتية مثل الطرق والمجاري وغيرها. بالإضافة إلى ذلك، تشجع هذه الصيغة على الاستغلال الأمثل للمواهب والقدرات التقنية (الجيوسي، 2019).

والشكل التالي رقم (10) يبين هيكل صكوك الاستصناع مدرجاً بترتيبات الإيجار الآجل



(Kusuma, Silva, 2014).

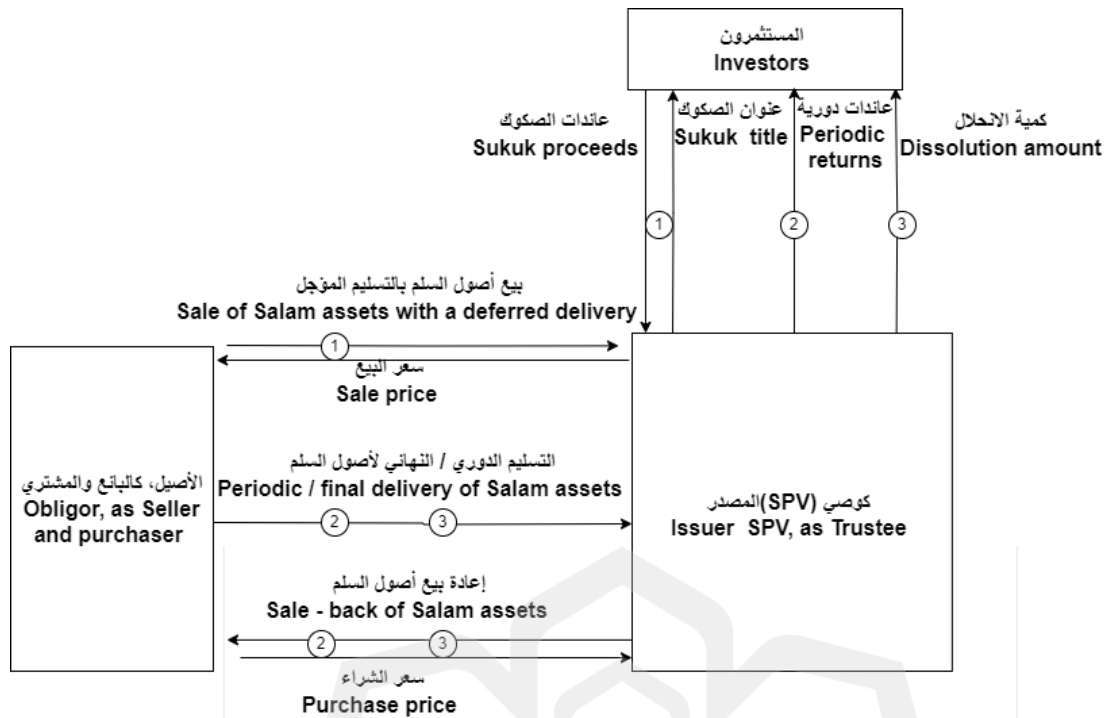
ومصدر السكوك في الاستصناع قد يكون مشترياً لعين مصنعة، و هي العين الموصوفة في الذمة؛ حيث يلتزم البائع بتصنيعها بمواد من عنده ثم يسلمها إلى المشتري في مدة محددة مقابل الثمن الذي يدفع عند العقد أو بعده في أجل محدد، والمكاتبون هم البائعون لهذه العين المصنعة لغرض تحقيق الربح الذي يتمثل في الفرق بين تكلفة تصنيع العين و ثمن الاستصناع، وحصيلة السكوك هي تكلفة تصنيع العين أو ثمن الاستصناع الموازي لها. ويتعهد البنك الإسلامي تنظيم عملية الإصدار، ويكون مديراً لها، وقد يتولى وظائف أخرى حسب ما تحددها نشرة الإصدار. وقد يكون البنك صانعاً، ثم يصدر سكوك استصناع موازي لاستخدام حصيلتها في تصنيع العين، إذن فالبنك مستصنع وحملة السكوك هم الصانعون، و ستحقق الفرق بين تكلفة تصنيع العين و بين ثمن العين المصنعة الذي حدده البنك المستصنع في نشرة الإصدار (حسان، 2021).

3- سكوك السلم (Sukuk al-Salam): السلم في اللغة بمعنى السلف، وفي الاصطلاح عقد على موصوف في الذمة مؤجل بثمن مقبوض في المجلس. وأما سكوك السلم تصدر على أساس عقد السلم، و هي "وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتحصيل رأس مال السلم، وتصبح سلعة السلم مملوكة لحملة السكوك" (أيوبي، 2022). وبناءً على ذلك، تُعتبر

صكوك السلم صكوكًا لبيع سلعة مؤجلة التسليم مقابل ثمن معجل. وتُعد السلعة المؤجلة التسليم من نوع الديون العينية، حيث يتم وصفها وتثبيتها في الذمة، ولا تزال في ذمة البائع. لذا، فإن هذه الصكوك لا يمكن بيعها أو تداولها في حال تم إصدارها من قبل أحد الطرفين، سواء كان البائع أو المشتري، مما يجعلها استثمارات تُحفظ بها حتى تاريخ الاستحقاق. وتُعتبر صكوك السلم أداة فعالة لجذب الموارد المالية للحكومات والشركات العاملة في القطاعات الإنتاجية مثل الزراعة والصناعة والتجارة. ومن خلال ثمن بيع بضاعة آجلة، يمكن للشركات تمويل عمليات الإنتاج، بالإضافة إلى تلبية احتياجاتها في تأمين المواد الأولية في الوقت المناسب وبالسعر الملائم (الجوسي، 2019).

فالمصدر لهذه الصكوك هو البائع للسلعة في عقد السلم، بينما يعتبر المكتتبون فيها هم المشترون لتلك السلعة، وتُعتبر حصيلة الاكتتاب هي المبلغ المدفوع لشراء السلعة، والذي يُعرف برأس مال السلم. ويملك حاملو الصكوك سلعة السلم ويحق لهم الحصول على ثمن بيعها، أو ثمن بيع سلعة السلم في حالة وجود سلم موازي. أي صكوك السلم بناءً على عقد آجل (عادةً سلعة) يتعهد بموجبه الأصيل بتسليم أصل إلى المشتري (المستثمر) - من خلال شركة ذات غرض خاص - في تاريخ مستقبلي مقابل دفعة فورية يتم سدادها بالكامل، وقبل كل تاريخ تستحق فيه مبالغ التوزيع الدورية للمستثمرين، وعند الاستحقاق، يقوم الأصيل بتسليم المبالغ التناسبية من أصول السلم إلى الشركة ذات الأغراض الخاصة (حناشي، 204). ولأن المستثمرين لا يريدون الاحتفاظ بالأصل، فسيتم بيعه بعد ذلك (عادةً إلى الأصيل)، وإرجاع عائدات المبيعات إلى المستثمرين (حملة الصكوك). وتتميز صكوك السلم بأنها تقوم على تشغيل أموال المستثمرين بربح جيد، وتوفير التمويل اللازم للمنتجين ورجال الأعمال حسب الأحكام الشرعية، وضمان الحصول على السلعة وقت احتياجها بسعر مناسب، ويُستخدم هذا العقد بشكل شائع وهو مناسب للتمويل قصير الأجل أو إدارة السيولة، على المدى القصير بسبب تقلب أسعار الأصول الأساسية (السلع). (الجوسي، 2019).

والشكل الآتي رقم (11) يبين هيكل صكوك السلم



(Kusuma, Silva, 2014).

الفرع الرابع: صكوك الإجارة

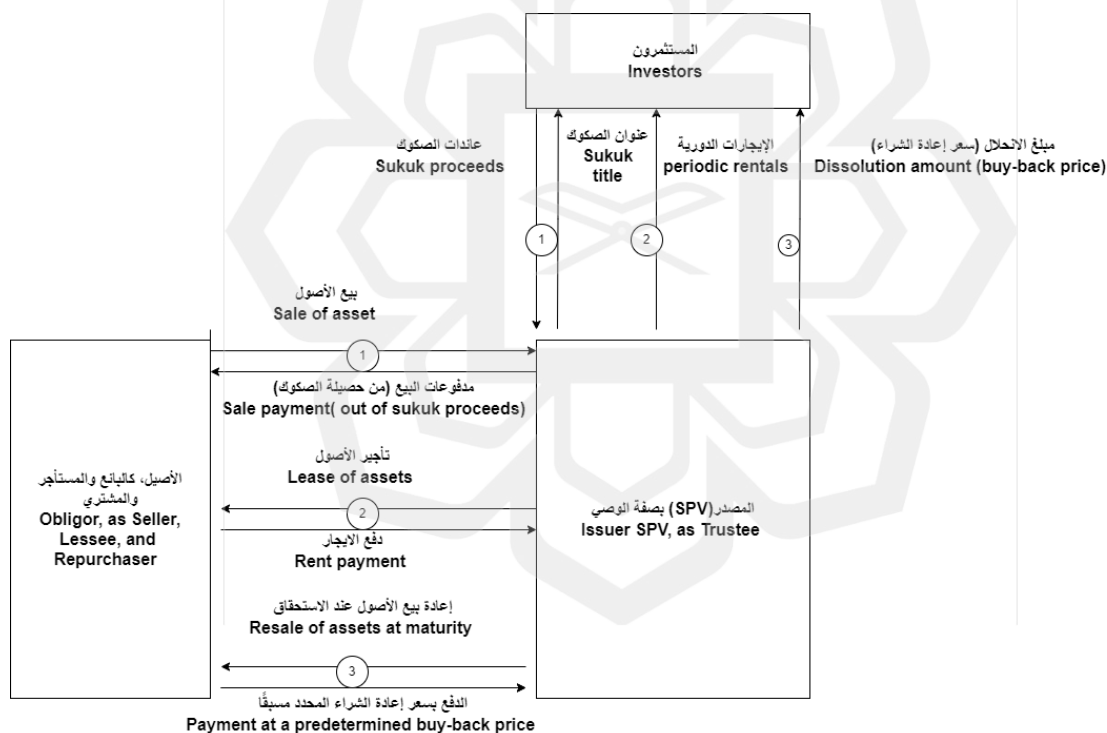
و هي التي تستخدم حصيلة إصدارها في شراء عين مؤجرة أو موعود باستئجارها، أو شراء منفعة عين حاضرة أو موصوفة في الذمة، و تشمل صكوك إجارة الخدمات و هي التي تستخدم حصيلة إصدارها في شراء خدمة لإعادة بيعها لطالبيها (آمنة، 2023). أو أنها وثائق استثمارية متساوية القيمة (أوراق مالية محددة المدة) تمثل ملكية حصص متساوية مشاعة في عقار مؤجر أو في منفعة عقار، أو تمثل حصصاً شائعة في ملكية منافع أعيان معمرة مرتبطة بعقود إجارة، أو عددًا متماثلًا من وحدات خدمة موصوفة في الذمة تقدم من ملتزميها لحامل الصك في وقت مستقبلي؛ حيث تعطي لصاحبها حق التملك والحصول على الأجرة والتصرف في ملكيته بما لا يضر بحقوق المستأجر، أي إنها قابلة للتداول، ويتحمل حامل الصك ما يترتب على المالك من تبعات بالعقار كالصيانة والهلاك والتلف (ISRA, 2017).

ويجوز تداول صكوك الإجارة منذ لحظة إصدارها بعد تملك حملة الصكوك للموجودات حتى نهاية أجلها (السعدي، 2022). وتتميز هذه الصكوك بمرونة كبيرة، سواء على مستوى تمويل المشروعات، أو من حيث الجهات المستفيدة من التمويل، إضافة إلى أنها تتمتع باستقرار

في السعر وبدرجة عالية من التأكد المسبق بمقدار العوائد مقارنة بغيرها من الصكوك (زغوان، 2021).

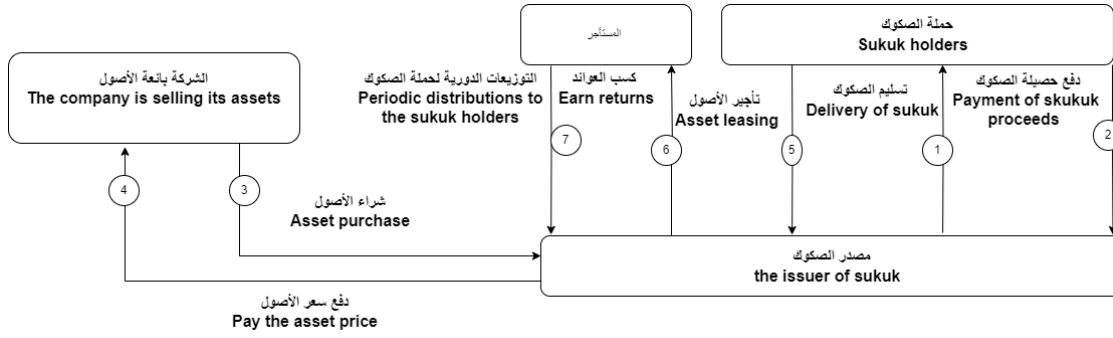
وأما في هيكل صكوك الإجارة على أساس معاملات التأجير، يقوم المصدر (SPV) بإصدار الصكوك لتمويل شراء أصل واحد أو أكثر من الأصول، وسيتم بعد ذلك تأجير الأصول إلى المستأجر، الذي ستشكل دفعات الإيجار الخاصة به دفعات دورية للمستثمرين (حملة الصكوك)، وعند الاستحقاق، سيتم إعادة شراء الأصول من قبل الأصل بسعر محدد مسبقاً؛ وتحويل عائدات هذا البيع إلى حملة الصكوك (السعدي، 2022).

ويوضح الشكل الآتي رقم (12) مخطط سير صكوك الإجارة



(Saad, 2019)

والرسم التالي رقم (13) يبين هيكل صكوك الإجارة إذا كان المستأجر غير الأصل



(Kusuma, Silva, 2014).

تتضمن الصكوك المبنية على التأجير ثلاثة أنواع رئيسية. النوع الأول هو صكوك ملكية الأعيان القابلة للتأجير، والتي تصدر بناءً على عقدي البيع والإجارة؛ حيث تُستخدم عائدات إصدارها لتمويل شراء عين قابلة للتأجير (سواء كانت مؤجرة بالفعل أو موعود باستئجارها). وتمثل هذه الصكوك حصة شائعة في ملكية الأعيان المؤجرة، بما في ذلك الرقبة والمنفعة، بالإضافة إلى دفعات أقساط الإيجار بعد عملية التأجير. تُحسب عوائد هذه الصكوك بناءً على المجموع التراكمي لأقساط الإيجار، بالإضافة إلى حصيلة عملية البيع بعد التصفية (قحف، 2000). النوع الثاني هو صكوك ملكية منافع الأعيان القابلة لإعادة التأجير، حيث تُستخدم حصيلتها لتمويل شراء منفعة عين موجودة أو موصوفة في ذمة المؤجر. وتمثل هذه الصكوك حصة شائعة في ملكية منفعة العين دون الرقبة، وتحقق عائدها من الفرق بين ثمن شراء الخدمة وبيعها. أما النوع الثالث، فهي صكوك تصدر بناءً على عقد إجارة الخدمات، حيث تُستخدم حصيلتها لتمويل شراء خدمات معينة ثم إعادة بيعها للراغبين في الحصول عليها. وتمثل هذه الصكوك حصة شائعة في ملكية الخدمة، وهي التزام في ذمة مقدمي الخدمة قبل بيعها، و في ثمنها بعد بيعها، والفرق بين ثمن شراء الخدمة و ثمن بيعها هو عائد حملة الصكوك (Ab Aziz, Ibrahim, 2013). وفي السطور الآتية تبين أنواع صكوك الإجارة بالتفاصيل مع صورها المختلفة و تكييفها الفقهي.

ألف: صكوك ملكية الموجودات المؤجرة:

ويقال لها الصكوك الصادرة على عقد بيع الأصول المؤجرة أو الموعود باستئجارها كذلك، وتصدر على أساس عقدي البيع والإجارة، و هي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين مؤجرة أو عين موعود باستئجارها، أو يصدرها وسيط مالي ينوب عن المالك، بغرض بيعها

واستيفاء ثمنها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح العين مملوكة لحملة الصكوك، (أيوفي، 2022). وتعد صكوك الإجارة أداة فاعلة في تمويل التنمية بكل قطاعاتها، سواء في ذلك مشروعات البنية التحتية، أم الخدمات العامة، وتصلح لتمويل المشاريع الإنتاجية الكبيرة (علي ميرة، 2008). أو أنها "وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين مؤجرة أو موعود باستئجارها، بنفسه أو عن طريق وسيط مالي ينوب عنه، لغرض بيعها واستيفاء ثمنها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح العين مملوكة لحملة الصكوك" (محمد علي، 2014).

ويكون مصدر هذه الصكوك بائعاً لعين مؤجرة والمكتتبون فيه مشتركون لهذه العين بقصد تأجيرها وتوزيع الأجرة عليهم، وحصيلة الصكوك هي الثمن، وقد يكون البنك الإسلامي هو المصدر إذا كان يملك هذه العين، وقد يكون وكيلاً ينظم عملية الإصدار ويتولى إدارة الاستثمار أو أية مهام أخرى مقابل أجر أو عمولة، كأمين الاستثمار والمروج للصكوك ومتعهد التغطية ووكيل الدفع على النحو الذي تبينه نشرة الإصدار (قحف، 2000). وقد يكون المصدر بائعاً لعين موجود باستئجارها، والمكتتبون فيها مشتركون لهذه العين بقصد تأجيرها وتوزيع الأجرة على حملة الصكوك، وحصيلة الصكوك هي الثمن، وقد يكون البنك الإسلامي هو المصدر إذا كان يملك هذه العين، وقد يتولى تنظيم الإصدار نيابة عن المصدر، وتنص نشرة الإصدار على قيام البنك بإدارة الصكوك أو غير ذلك من الوظائف السابقة مقابل أجر تحدده النشرة. وقد يكون المصدر وسيطاً ووكيلاً عنه، والمكتتبون فيها هم المستثمرون لها، ومحصول الاكتتاب ثمن الشراء، وبناء على ذلك يملك حملة الصكوك تلك الموجودات على المشاع بغنمها وغرمها، وذلك على أساس المشاركة فيما بينهم (Eka Nu, et al, 2023). ولهذا النوع من الصكوك صورتان أساسيتان كما في التالي:

الصورة الأولى: تقوم على وجود عقار أو مصنع أو عين ما (مثل آلات الإنتاجية أو السيارات وغيرها) مملوك لشخص طبيعي أو معنوي، لديه سند يمثل ملكية العين (العقار أو المصنع أو غيرها) وهذه العين مؤجرة أو موعود باستئجارها، ويرغب المالك في بيع العقار أو العين لمجموعة من الأشخاص (طبيعية أو معنوية) من خلال إصدار صكوك الإجارة، فيتم تقدير قيمته النقدية من خلال مكاتب الخبرة، ويتم تقسيم القيمة المقدرة إلى صكوك متساوية القيمة، ثم يطرحها للاكتتاب مع توضيح أن العين مؤجرة وإظهار مواصفات المستأجر، وحصوله على

الأجرة ومقدارها، وحينئذ يكون المصدر إما بائعاً أو وسيطاً أو وكيلًا عن المالك، والمكتتبون هم المشترون لهذا العقار أو المصنع أو غيرها، وبعد الشراء أصبحوا مشاركين في شركة الملك (بالاختيار)، وليست شركة العقد (قحف، 2000). فشركة الملك بالاختيار أن يجتمع شريكان فأكثر في ملك معين باختيارهما، إذا اشتركا في شراء قطعة أرض وتسجيلها بأسمائهم، وأما شركة العقد هي العقد الواقع بين الإثنين فأكثر للاشتراك في أي مال وربحه (المختار، 2020).

ومن خصائص هذه الصورة، أن المصدر بائع والمكتتبون مشترون، ونشرة الإصدار هي الإيجاب، والاككتاب فيه ودفع مبلغ الصك هو القبول، والمكتتبون بعد الاككتاب وشراء الصك مشاركون في المشروع (العقار أو المصنع أو غيرها) شركاء شركة الملك (بالاختيار) تطبق عليهم أحكام شركة الملك، وقيمة الإيجارات المصلحة هي عوائد المكتتبين. وبما أنهم يملكون المشروع بالكامل، فلهم غنم المشروع وعليهم غرمه، حيث يستمرون فيحصلون على عوائده إن وجدت. وغالبًا ما تكون الصكوك مقيدة بزمان محدد (عشر سنوات مثلاً) حيث يصفى المشروع بالكامل بالبيع ونحوه، فيحصل حملة الصكوك (الشركاء) على حصصهم من موجودات المشروع حسب نسبة المشاركة، ويمكن أن تكون الإجارة المنتهية بالتملك (محمد علي، 2014). وبناءً على هذه الصورة يجوز تداول هذه الصكوك مباشرة بعد شرائها؛ لأنها تمثل موجودات عينية متمثلة في العقار أو المصنع أو نحوه.

الصورة الثانية: تقوم على رغبة لشخص حقيقي أو حقوقي (معنوي) في شراء أو إنشاء عين معينة (عقار أو مصنع أو نحوه) ثم تأجيرها (أي أن العقار المؤجر غير موجود عند التعاقد)، بحيث يطرح المشروع للاككتاب عن طريق صكوك الإجارة، ويتم استخدام حصيلة الاككتاب في شراء أو إنشاء العقار أو المصنع ثم يتم تأجيرها، ويكون حامل الصكوك هم المالكون، وعندها يحصلون على قيمة الأجرة، وتتمثل خطوات هذه الصورة في أن:

تقوم مؤسسة مالية إسلامية، أو من ينوب عنها من الوسطاء، بطرح مشروع لشراء عمارة أو مصنع بهدف التأجير، حيث يتم تحديد قيمة معينة تُقسم إلى صكوك متساوية القيمة. بعد ذلك، تُصدر نشرة الإصدار التي توضح أهداف المشروع، مشيرة إلى أن الغرض منه هو التأجير، بالإضافة إلى تفاصيل أخرى. وتعتبر هذه النشرة بمثابة عرض، بينما يتم القبول من

خلال إقدام المكتتب على تملك الصك، مع التأكيد على أن المبلغ الذي يدفعه المكتتب يمثل قيمة مشاركته، وليس ثمن شراء شيء (Saad, 2019).

فالتكييف الفقهي لهذه الصورة يشير إلى أن المكتبتين يعتبرون شركاء في شركة ذات عقد محدد، يهدف إلى شراء أصل معين مثل عقار أو مصنع. وبالتالي، يختلف هذا التكييف عن الصورة السابقة (الأولى) التي يكون فيها المكتبتون شركاء في شركة الملك. ومن جهة أخرى، يمكن أن يكون المصدر مضارباً في مضاربة مقيدة، أو وكيلاً بأجر أو بدون أجر، وفقاً لما تحدده نشرة الإصدار، بينما في الصورة الأولى، لا يمكن أن يكون المصدر إلا وكيلاً، نظراً لأن العملية تكون محددة (قحف، 2000). وإذا حددت النشرة أن يكون المصدر مضارباً، فلا بد من تحديد نسبة ربحه من خلال المشاركة فيه بنسبة مئوية من الربح المتحقق، أما إذا كان وكيلاً فيتعين أجره إن كانت الوكالة بالأجر، من دون النظر إلى تحقيق ربح. وما يدفعه المكتتب هو قيمة أو نصيب المشاركة، وليس ثمناً حقيقياً، ولو سمي شراء فهو على سبيل المجاز والعرف السائد، وليس على سبيل الحقيقة. وبعد استلام قيمة الصكوك، يقوم المصدر بشراء الأصل (مثل عقار أو مصنع أو ما شابه) وإدارته، بالإضافة إلى تنظيم جميع الإجراءات اللازمة لإصدار الصكوك، والتداول، والخروج، والإطفاء، وذلك بصفته مضارباً أو وكيلاً مقابل أجر. وبعد شراء العين بالمبالغ المجمعة، أصبح حاملو الصكوك مالكين مشتركين لها، وإن لهم نصيبهم من الأرباح وعليهم تحمل الخسائر وفقاً لنسبة مشاركتهم. ومن الجدير بالذكر أنهم في هذه الحالة يحصلون أيضاً على عوائد المشروع، والتي تتمثل في الإيجارات المتحققة بعد خصم المصروفات. وعند انتهاء المدة، يتم بيع المشروع أو تصفيته، ويستحق كل صاحب صك نصيبه وفقاً لحصته من المشروع، أو يمكن أن ينتهي الأمر بتمليك المشروع للمستأجر. وحامل الصك في هذه الحالة لا يملك الحق في تداول صكه من خلال البيع والشراء، إلا وفقاً لقاعدة الصرف، والتي تتطلب التقابض في المجلس والتماثل في حالة بيع الصك بنفس العملة. أما إذا تم بيع الصك بعملة مختلفة، فيجب أيضاً التقابض في المجلس. بينما في الحالة الأولى، كان تداول الصك يتم مباشرة بعد شرائه، لأنه كان يمثل جزءاً من الأصل. (رامي، 2019).

ب: صكوك ملكية المنافع أو الخدمات:

ويقال لها الصكوك الصادرة على أساس عقد الإجارة كذلك، و هي تصدر على أساس عقد الإجارة وإجارة الخدمات، فمصدر هذه الصكوك قد يكون بائعاً لمنفعة عين ملكها تبعاً لملكية العين، أو بعقد إجارة، والمكتتبون فيها مشتركون لهذه المنفعة باستئجار العين، بقصد إعادة تأجيرها على غير مؤجرها أو على مؤجرها بشروط معينة بأجرة أعلى، و توزيع هذه الأجرة على حملة الصكوك، وحصيلة الصكوك هي أجرة العين (المختار، 2020).

وقد يكون البنك هو مصدر هذه الصكوك إذا كان هو مالك المنفعة، وقد يتولى الإصدار و إدارته مقابل أجر أو عمولة على النحو السابق. ومصدر الصك قد يكون بائعاً لمنفعة تستوفى من عين يلتزم المؤجر بتملكها وتسليمها للمستأجر في المستقبل، والمكتتبون في الصكوك مشتركون لهذه المنفعة بعقد إجارة الذمة، بقصد إعادة تأجير العين التي تستوفى منها هذه المنفعة، بعد قبضها عند الجمهور أو قبل قبضها عند البعض، أو بإجارة موازية في الذمة بأجرة أعلى توزع على حملة الصكوك، ويتولى البنك تنظيم الإصدار وإدارته نيابة عن مالكي الصكوك، مقابل أجر، وقد يتولى مع ذلك وظائف أخرى على النحو المتقدم، وقد يكون البنك هو مصدر هذه الصكوك لنفسه فيتولى الإصدار وإدارته بصفته أصيلاً لا وكيلًا (Eka Nur, et al, 2023). و لهذا النوع من صكوك الإجارة أربع صور:

الصورة الأولى: صكوك ملكية منافع الأعيان الموجودة، و هي تصدر على أساس عقد الإجارة، ولها وجهان: الوجه الأول: صكوك من مالك العين الموجودة، وينبع من هذا الوجه حالتان:

الحالة الأولى: في هذه الحالة، يمكن لمالك عقار أو مصنع قائم، سواء كان مملوكاً له أو مستأجراً، أن يقوم بإصدار صكوك متساوية القيمة بنفسه أو من خلال وسيط مالي، بهدف الاستفادة من عائداتها وجني منافعها لفترة زمنية محددة، مثل عشر سنوات (هاما، 2009). والتكييف الشرعي لهذه الحالة أن مالك العين هو بائع حق المنفعة من خلال نشرة الإصدار، وأن المكتتبين هم المشترون للمنفعة من خلال الموافقة ودفع قيمة الصك؛ لأن الإجارة هي بيع المنفعة في الحقيقة، وأما المكتتبون فهم شركاء شركة الملك فيما بينهم في تملك تلك المنافع. فالعلاقة بين المكتتبين والمصدر هي علاقة قائمة على بيع المنفعة وشرائها، ولو كان

المصدر هو المدير نفسه لهذه العملية، ففي هذه الحالة إضافة على ذلك، تكون علاقة الوكالة بأجر بينهما، ولو كانت الإدارة من جهة أو شركة أخرى، فتكون العلاقة بينهما وبين المكتبتين، هي علاقة الوكالة كذلك، ويبدأ تداول هذه الصكوك مباشرة بعد الاكتتاب؛ لأن الصك في هذه الحالة يمثل منفعة لا نقدا محضاً (علي ميرة، 2008).

الحالة الثانية: وفي هذه الحالة، يمكن لمالك العين التي لم يتم استئجارها بعد (الموعد بتأجيرها) أن يقوم بنفسه أو من خلال وسيط مالي، بإصدار صكوك متساوية القيمة بهدف تأجير منافعها وجمع أجرها لفترة زمنية محددة (مثل عشر سنوات) من حصيلة الاكتتاب في هذه الصكوك. خلال هذه الفترة، تصبح حقوق المنفعة مملوكة لحملة الصكوك (الدماغ، 2010). والتكييف الشرعي لهذه الحالة أن العلاقة بين مالك عين (غير المؤجرة) والمكتبتين هي علاقة إجارة، فالمالك مؤجر فعلاً، والمكتبتون مستأجرون، وقيمة الصكوك هي الأجرة المدفوعة إلى المالك (علي ميرة، 2008). وفي هذه المرحلة، أي قبل عملية التأجير، يُمنع تداول الصكوك إلا وفق ضوابط معينة. يتطلب الأمر التقابض في المجلس، ويجب أن يكون هناك تماثل في حالة بيع الصك بنفس العملة. أما إذا تم بيع الصك بعملة مختلفة، فيجب أيضاً التقابض في المجلس. حتى لو نصت نشرة الإصدار على أن المصدر سيقوم بتأجير الصكوك للآخرين، فإن ذلك يُعتبر توكيلاً من المكتبتين للمصدر لتأجير العين الموعد بها لشخص أو جهة أخرى، سواء كان ذلك تأجيراً من الباطن أو ضمن إطار الإجارة. وبالتالي، تنشأ علاقة جديدة بين المصدر والمكتبتين، وهي علاقة وكالة بأجر غالباً (قحف، 2000).

الوجه الثاني: صكوك من مالك منفعة عين موجودة، وفي هذا الوجه لا يُعتبر المصدر مالِكاً للعين الموجودة، بل هو مستأجر يمتلك حقوق المنافع المتعلقة بتلك العين أو الأعيان الموجودة (مثل العقارات أو المصانع). وبالتالي، يقوم المصدر بإصدار صكوك (متساوية القيمة) إما بشكل مباشر أو من خلال وسيط مالي، بهدف إعادة تأجيرها وجمع أجرها من عائدات الاكتتاب فيها. وبذلك، تصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك (ابن علقمة، 2021). والتكييف الشرعي لهذا الوجه أن المصدر المستأجر قد أجر منفعة العين (تأجير من الباطن) للمكتبتين، وأنهم مستأجرون فعلاً، ومن ثم يجوز تداول هذه الصكوك بعد الاكتتاب مباشرة،

كما أن حملة الصكوك مشاركون على المشاع في هذه المنفعة بغنمها ومغرمها، حسب نسبة المشاركة(علي ميرة، 2008).

الصورة الثانية: صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة، وهذه الصورة تتحقق عندما تصدر مؤسسة مالية صكوكا متساوية القيمة، خاصة بمنافع العين الموصوفة في الذمة، بأن يذكر في نشرة الإصدار أنه يبيع منفعة عقار موصوف في الذمة، وسيتم بناءه، وسيتم شراؤه خلال مدة زمنية محددة، وترفع الجهالة عنه عن طريق تحديد المواصفات التي توضح معاملته وتاريخ البناء، أو الشراء، أو بيع منفعة (مصنع) موصوف في الذمة يكون خاصا بإنتاج منتج معين، يبنى أو يشتري خلال مدة زمنية محددة (ISRA, 2017). وعندئذ، يتم طرح هذه الصكوك الموصوفة في الذمة، حيث تُعتبر نشرة الإصدار بمثابة العرض. ويُعتبر اكتتاب الأفراد (سواء كانوا أشخاصاً حقيقيين أو معنويين) من خلال دفع المبالغ المخصصة لها بمثابة قبول لهذا العرض. في هذه الحالة، يكون المصدر هو البائع للمنفعة الموصوفة في الذمة، بينما يُعتبر المكتتبون مشترين لها، مما يجعلهم مشاركين في شركة الملك على الشيوع في منافع تلك الأعيان الموصوفة في الذمة، سواء في الربح أو الخسارة (القصار، 2021).

والتكليف الشرعي لهذه الصوة أنها تدخل في الإجارة الموصوفة في الذمة (مثل السلم في البيع)، فالمصدر مؤجر، والمكتتبون مستأجرون، ومن ثم يطبق عليها أحكام الإجارة الموصوفة في الذمة، حن حيث إن العين المؤجرة فيها غير محددة وغير معينة، وأن الأجرة لا يجوز تأخيرها (عند المالكية والشافعية) إن عقدت بلفظ (السلم)؛ لأنها سلم المنافع، وكذا لو عقدت بلفظ الإجارة؛ لأن العبرة بالمقاصد والمآل، ويجوز تأخير الأجرة (عند الحنفية والحنابلة) (قحف، الجمال، 2013). ولا يُسمح بتداول هذه الصكوك من خلال البيع والشراء إلا بعد أن يقوم المصدر بتحويل الأموال المكتتبه (قيمة الصكوك) إلى إجارة محددة. أما قبل ذلك، فلا يجوز تداولها، إلا إذا تم تطبيق أحكام الصرف كما تم الإشارة إليه سابقاً (مشراوي، 2021).

الصورة الثالثة: صكوك ملكية الخدمات من طرف معين: وتصدر على أساس عقد إجارة الخدمات، وتتحقق هذه الصورة عن طريق قيام جهة معينة (مثل جامعة أو مستشفى مسماة) بنفسها، أو عن طريق وسيط مالي (بنك أو شركة) بإصدار صكوك متساوية القيمة، بغرض خدمة التعليم الجامعي ومقرراته الخاصة بالحصول على الشهادة الجامعية لمدة محددة من

جامعة معينة، أو تقديم الخدمات الطبية، من مثل الجراحة أو الفحوصات، في مستشفى معينة لمدة زمنية محددة (دوكو، عليو، 2022). ويلزم ذكر هذه الخدمات مشرحة في نشرة الإصدار، كما تتضمن نشرة الإصدار استيفاء الأجرة لكل خدمة من تلك الخدمات، من حصة الاكتتاب فيها، والمدة المسموح بها (عشر سنوات مثلاً)، ثم يتم عرض هذه الصكوك على الجمهور للاكتتاب، فيشترونها ويصبحون مالكون لتلك الخدمة أو الخدمات المذكورة في نشرة الإصدار بغنمها وغرمها (القصار، 2021). والتكليف الشرعي لهذه الصورة أن مالك الخدمة (الجامعة أو المستشفى مثلاً) هو المؤجر، والمكتتبون هم المستأجرون، وكذلك شركاء في ملكية تلك المنافع شركة الملك، وأن الجهة المشرفة بتأجير هذه الخدمات أو بيعها للراغبين يعد التأجير الثاني، أي التأجير للغير، أو التأجير من الباطن، وأن الجهة المشرفة على إصدار الصكوك وتنظيمها التي تقوم بتأجير هذه الخدمات أو بيعها للراغبين من الأفراد والمؤسسات هي وكالة بالأجر عن هؤلاء المكتتبين وعن مالكة الخدمة كذلك (علي ميرة، 2008).

الصورة الرابعة: صكوك ملكية الخدمات من طرف موصوف في الذمة: وتُصدر هذه الصكوك بناءً على عقد إجارة الخدمات، حيث تعتمد هذه الآلية على تمويل إجارة الخدمات. يتم ذلك من خلال قيام جهة معينة، مثل أحد البنوك، بإصدار صكوك متساوية القيمة بهدف تقديم خدمة محددة من مصدر موصوف في الذمة، مثل منفعة تعليمية في جامعة عربية أو أجنبية، أو تقديم خدمات صحية من مستشفى متخصص إقليمي أو عالمي. وتُحدد مواصفات هذه الخدمات دون ذكر أسمائها، وبعد الاكتتاب، تقوم الجهة المصدرة بتأجير هذه الخدمة وبيعها للراغبين بسعر محدد. توضح نشرة الإصدار نوعية الخدمة والمواصفات التي تزيل أي غموض قد يؤدي إلى نزاع، كما تحدد النشرة الفترة الزمنية المخصصة لتقديم تلك الخدمات (مثل عشر سنوات) وآليات الاستفادة منها (القصار، 2021).

والتكليف الشرعي لهذه الصورة أن نشرة الإصدار هي الإيجاب لهذه الصكوك، وإقدام المكتتبين على النشرة ودفع المبالغ المطلوبة قبول لها، وتعد العلاقة بين المصدر والمكتتبين علاقة (الإجارة)، فالمصدر مؤجر وبائع للخدمة الموصوفة في الذمة، والمكتتبون مستأجرون ومشتررون لها، والمكتتبون فيما بينهم شركاء شركة الملك، كل حسب نسبته، ويملكون هذه الخدمات بغنمها وغرمها، وقيام الجهة المصدرة أو غيرها من المكتتبين بتأجير هذه الخدمة وبيعها للراغبين بمنزلة

إعادة التأجير (التأجير من الباطن)، والعلاقة بين الجهة المشرفة والمكتبتين هي علاقة الوكالة بأجر، ما دامت تحصل على نسبة أو عمولة محددة ومقطوعة (قحف م، الجمال، 2013). ولا تتطلب هذه الصورة أن تكون الجهة المصدرة لها، مالكة الخدمة؛ لأن هذه الصورة (الرابعة) تقوم على الخدمة الموصوفة في الذمة، فهي موجودة في الذمة، وما هو موجود في الذمة كأنه موجود على سبيل الحقيقة، في حين أنه في الصورة السابقة (الثالثة) لا بد من أن تكون الجهة المصدرة مالكة حالياً تلك الخدمة، أو وكالة عنها (محمد علي، 2014).

الفرع الخامس: الصكوك باعتبار الأصول محل التصكيك

وأما باعتبار ملكية الأصول محل التصكيك فتقسم الصكوك إلى قسمين رئيسين:

ألف: الصكوك المدعومة بالأصول (Asset-Backed Sukuk):

هي صكوك يتم فيها نقل الأصل نقلاً حقيقياً (True Sale) إلى حملة الصكوك أو إلى جهة ذات غرض خاص (SPV)، بحيث يصبح الأصل ضماناً فعلياً للمستثمرين، ويتحمل حملة الصكوك المخاطر باعتبارهم أصحاب الملكية الحقيقية للأصل. ومن أبرز خصائص هذه الصكوك أن المستثمرين يمتلكون الأصول ملكية فعلية، مما يمكنهم في حالة التعثر أو الإفلاس من بيع الأصل مباشرة لاستيفاء حقوقهم (Ibraheem, Mahmud, 2024). وتعد هذه الصكوك متوافقة مع مفهوم المشاركة في الملكية، ومن أبرز أمثلتها صكوك الإجارة، حيث يتم نقل ملكية الأصل بشكل قانوني وفعلي (Areeba et al., 2020). على سبيل المثال، إذا قامت شركة ببناء مشروع مثل طريق أو مطار وأصدرت صكوك إجارة عبر SPV لنقل ملكية المشروع إلى حملة الصكوك، يصبح بإمكان المستثمرين بيع الأصل لاسترداد حقوقهم في حال تعثرت الشركة. والصكوك المدعومة بالأصول تحظى بموافقة الشريعة الإسلامية دون إشكال، نظراً لأنها تحقق نقلاً فعلياً للملكية لحملة الصكوك وتعتمد على عقود شرعية مثل الإجارة والمضاربة والمشاركة (Bahari et al., 2016). كما أنها تتفق بشكل كامل مع مفهوم التمويل الإسلامي القائم على الملكية المشتركة والمخاطر المشتركة (Risk Sharing)، باعتباره أحد المبادئ الأساسية لهذا النوع من التمويل (Ibraheem, Mahmud, 2024).

وجدير بالذكر، أنه كان أصل الصكوك من الممتلكات العامة كالمطارات والموانئ والجامعات الحكومية، فلا يجوز تملكها شرعاً إلى الأفراد أو المؤسسات، لأنها أمانة عند الدولة لا ملكية خاصة لها. لذلك تبقى الملكية القانونية للأصول باسم الدولة، بينما يُمنح حق الانتفاع أو التشغيل لحملة الصكوك لمدة محددة، فتُصدر الصكوك بناءً على منافع الأصول أو أرباحها التشغيلية وليس على الأصول نفسها. وتعود المنافع للدولة بانقضاء المدة. وبالتالي، يمتلك حملة الصكوك حقوق الانتفاع فقط لا الملكية الحقيقية والقانونية للعين، كما في صكوك مطار كوالالمبور وصكوك الكهرباء في بعض الدول الخليجية. ولتحقيق ذلك تُستخدم صيغ تمويلية تحفظ ملكية الدولة وتمنح المنفعة، مثل صكوك الإجارة، والاستصناع، والوكالة بالاستثمار (عبد العظيم، إيمان، 2023).

ب: الصكوك القائمة على الأصول (Asset-Based Sukuk) :

هي صكوك يتم هيكلتها بالاستناد إلى أصول حقيقية، إلا أن الملكية فيها تبقى شكلية أو اسمية فقط، بحيث تبقى مخاطر الأصل وضمانه على الجهة المصدرة (Obligor) وليس على حملة الصكوك، وفي حالة التعثر يُعامل المستثمرون كدائنين للمصدر، كما هو الحال في بعض صكوك الإجارة الحكومية (Areeba et al., 2020). ومن السمات البارزة لهذه الصكوك أن الأصل موجود فعلياً، إلا أن حملة الصكوك لا يمتلكون حق التصرف فيه إلا نظرياً، إذ يعتمد السداد على التدفقات النقدية للجهة المصدرة، هذا يجعل الصكوك شبيهة بأداة تمويلية مضمونة بميزانية المصدر، مثل إصدارات الحكومة أو الشركات من صكوك الإجارة، وفي هذه الحالة يظل الأصل - سواء كان مبنى أو أرضاً - تحت سيطرة المصدر، ولا يستطيع المستثمرون بيع الأصل مباشرة عند التعثر (Bahari et al., 2016).

هذا النوع من الصكوك يشكل محوراً جديلاً على المستوى الشرعي؛ فبينما ترى بعض الهيئات الشرعية مثل أيوفي، وجود مشكلات شرعية فيه لكون الملكية فيه شكلية والاعتماد الأساسي على التزام المصدر، ما يجعلها أقرب إلى السندات التقليدية. وعلى النقيض، أجازت بعض الهيئات الأخرى مثل هيئة الرقابة الشرعية (SAC: Shariah Advisory Council) في بنك نيجارا ماليزيا، إصدار هذا النوع من الصكوك لتسهيل السيولة والمرونة القانونية، واعتبرتها

وسيلة عملية لتمويل الحكومة والشركات، شريطة أن تكون العقود الأساسية مثل البيع أو الإجارة أو الاستصناع صحيحة حتى إذا لم ينقل الأصل بالكامل (Ibraheem, Mahmud, 2024). أما من الناحية العملية، تميل الدول الخليجية مثل البحرين والسعودية والإمارات وقطر إلى الصكوك المدعومة بالأصول بما يتماشى مع معايير أيوفي، ومع ذلك تلاحظ في بعض الإصدارات انحياز عملي نحو الصكوك المدعومة بالأصول لأسباب قانونية وتنظيمية. أما على المستوى الدولي، فقد اعتمدت دول مثل باكستان وتركيا وبريطانيا على إصدار صكوك مدعومة بالأصول، خاصة صكوك الإجارة، لتلبية المتطلبات الشرعية للمستثمرين العالميين (Alhamadi et al., 2024).

وهناك أنواع كثيرة أخرى من الصكوك التي لا يمكن ذكر جميعها في هذه الرسالة، أو لا تكون معروفة من مثل صكوك الوكالة بالاستثمار، والصكوك القائمة على عقود التبرعات كالصكوك الوقفية (صكوك أهلية، صكوك خيرية، صكوك استثمارية)، وصكوك المسؤولية الاجتماعية، وصكوك المشاركة المتناقصة أو المنتهية مع الوعد بالتمليك، وصكوك الإجارة المنتهية مع الوعد بالتمليك، وصكوك الخضراء، وصكوك التحسين من الأوبئة وغيرها (أحمد يوسف، 2025).

وقد ذهب بعض الباحثين إلى تقسيم الصكوك الإسلامية إلى أقسام متعددة، شملت صكوك التمويل التي تتضمن المراجعة والاستصناع والسلم، وصكوك الإجارة التي تقوم على ملكية الأصول القابلة للتأجير أو منافعها أو خدماتها، إضافة إلى صكوك الاستثمار مثل المضاربة والوكالة والمشاركة في الربح، وصكوك المشاركة في الإنتاج المتمثلة في المزارعة والمساقاة والمغارسة، فضلاً عن صكوك الصناديق والمحافظ الاستثمارية، وصكوك الوقف، وهو تقسيم يعكس تنوع الصيغ الشرعية التي تستند إليها الصكوك وقدرتها على تلبية احتياجات تمويلية واستثمارية مختلفة (Najim, Adawiah, 2021).

المطلب السادس: موقف الفقه الحنفي من الصكوك الإسلامية

بمقارنة الرؤية الفقهية الحنفية لإصدار الصكوك وتداولها مع المذاهب الأخرى، يتبين أن المذهب الحنفي يبيد جملة من التحفظات الجوهرية تجاه بعض صور إصدار الصكوك وتداولها، خصوصاً في الحالات التي تمثل فيها الصكوك ديوناً أو نقوداً؛ إذ يُنظر إلى تداولها حينئذ على

أنه من قبيل بيع الدين بالدين أو ذريعة إلى الربا، مما يجعل صكوك المراجعة والسلم غير قابلة للتداول إلا بالقيمة الاسمية (المعيدي، 2023).

في المقابل، يجيز الحنفية تداول الصكوك التي تمثل حصصاً مشاعة في أعيان أو منافع قائمة بالفعل، مثل صكوك الإجارة والمشاركة والاستصناع بعد البدء في التنفيذ، لكونها تؤدي إلى الاشتراك في الملك أو المنفعة. وبناءً عليه، فإن الإشكال في المذهب الحنفي لا يرتبط بمبدأ التصكيك ذاته، وإنما بطبيعة محل الصكوك وما تعكسه من حقوق مالية، وهو ما يفرض ضرورة مراعاة هذه الضوابط عند هيكلتها. ومن زاوية المقارنة، يتضح أن المذهب المالكي أكثر مرونة في بيع الديون، إذ يجيز بيعها لغير من هي عليه بشروط محددة، مما يتيح نطاقاً أوسع لبعض أنواع الصكوك (القره داغي، 2016).

أما المذهب الشافعي فيميل إلى التشديد، فلا يجيز بيع الديون إلا بضوابط صارمة، الأمر الذي يجعله قريباً من موقف الحنفية في تقييد تداول الصكوك الدائنة. بينما يتوسط المذهب الحنبلي بين الاتجاهين، فيمنع غالب صور بيع الدين بالدين لكنه يجيز بعضها عند تحقق القبض واستيفاء الشروط الشرعية. ومن ثم، يظهر أن الإشكالية الرئيسة عند الحنفية والشافعية تكمن في صكوك الديون والمراجعة والسلم، في حين أن المالكية والحنابلة أكثر مرونة في بعض صورها، وهو ما انعكس على اجتهادات الهيئات الشرعية المعاصرة التي حاولت الموازنة بين هذه الآراء لتوسيع نطاق الصكوك مع المحافظة على الضوابط الشرعية. (القصري، 2023).

المطلب السابع: علاقة مخاطر الصكوك بالأصول المرتبطة بها

تتمثل أصول الصكوك كما سبق في الموجودات التي تُستخدم كحصىلة للاكتتاب فيها. يمكن أن تكون هذه الأصول أعياناً، كما هو الحال في صكوك إجارة الأعيان، أو منافع وخدمات، كما في صكوك إجارة المنافع والخدمات. كما يمكن أن تكون عيناً مصنعة، كما في صكوك الاستصناع، أو سلعة السلم التي تمثل ديناً سلعياً في ذمة البائع (عمري، 2017). بالإضافة إلى ذلك، يمكن أن تشمل بضاعة المراجعة بعد تملكها وقبضها وقبل بيعها للموعد بشرائها. كما يمكن أن تتكون الأصول من مزيج من الأعيان والمنافع والنقود والديون والحقوق المالية الأخرى أو بعضها منها، كما هو الحال في صكوك المضاربة والمشاركة والوكالة بالاستثمار.

لكل من هذه الأنواع شخصية اعتبارية وذمة مالية مستقلة وفقاً للشرعية. وقد تشمل أصول الصكوك أيضاً الأرض أو الزرع أو الغرس في صكوك المشاركات الزراعية أو الإنتاجية (حسان، 2015).

مراحل أصول الصكوك و مخاطرها: صكوك التمويل:

المراجحة: تتأسس صكوك المراجحة على بضاعة المراجحة التي يتم شراؤها من قبل ممثل حملة الصكوك، ثم تتحول هذه البضاعة إلى دين في ذمة المشتري بعد إتمام عملية البيع. وترتبط مخاطر الصكوك هنا بالبضاعة قبل بيعها وتسليمها للمشتري، حيث يتحمل حملة الصكوك وحدهم أي تلف أو هلاك أو انخفاض في قيمة هذه البضاعة. كما أن مخاطر سداد الثمن المؤجل تقع أيضاً على عاتق حملة الصكوك فقط. وبالتالي، فإن العلاقة بين مخاطر صكوك المراجحة في جميع مراحلها وأصولها أو موجوداتها، سواء كانت أعياناً أو ديناً، واضحة تماماً (مشراوي، 2021). ويمكن القول إن مخاطر صكوك المراجحة بعد بيع بضاعة المراجحة لا ترتبط بأصولها، بل بمصدر هذه الصكوك، وهو المشتري الذي يتحمل دين المراجحة. ورغم صحة هذا القول، إلا أنه جاء تبعاً لا أصالة، حيث إن المخاطر ترتبط في الأصل بأصول الصكوك، والتي تكون في هذه الحالة ديناً في ذمة المشتري. وبالتالي، فإن مخاطر عدم سداد الثمن تقع على حملة الصكوك، ولكن قدرة المدين على السداد تؤثر على هذه المخاطر. وفي الحالات التي تصبح فيها أصول الصكوك ديناً، يمكن القول إن مخاطر الصكوك ترتبط أساساً بأصولها، بينما ترتبط أيضاً بملاءة المصدر وقدرته على السداد كعامل تابع (العثماني، 2015).

الاستصناع: تتعلق أصول صكوك الاستصناع بالعين التي يقوم ممثل حملة الصكوك بتصنيعها بعد بيعها للمستصنع وقبل تسليمها له، أي خلال فترة التصنيع، ويشمل ذلك جميع المواد والأدوات والعناصر اللازمة للعملية التصنيعية، حيث تعتبر جميع هذه العناصر أعياناً حتى تكتمل عملية التصنيع وتكون جاهزة (وفقاً للمواصفات) لتسليمها إلى المشتري. وفي هذه المرحلة، تتحمل حملة الصكوك جميع المخاطر المرتبطة بهذه العين؛ لأن ملكيتها، رغم انتقالها إلى المشتري بموجب عقد الاستصناع، لم تُسلم بعد، ويُعتبر انتقال المخاطر مرتبطاً بالقبض وليس بمجرد الملكية (محمد علي، 2014).

وعند تسليم العين المصنعة إلى المستصنع، تنتقل المخاطر إليه، ويصبح ثمنها دينًا في ذمته. وفي هذه المرحلة، تمثل الصكوك دينًا، حيث يُعتبر الدين هو أساس أصول الصكوك. لذا، من الضروري التأكد من ملاءمة المستصنع وقدرته على سداد دين الاستصناع في الوقت المحدد، حيث ترتبط المخاطر هنا بالدين، وهو أصل الصكوك، كما أن هذه المخاطر ترتبط أيضًا بالمدين المشتري تبعًا (Alhammadi, Archer, 2024).

السلم: تتمثل أصول صكوك السلم في بضاعة السلم التي يقوم ممثل حملة الصكوك بشرائها من مصدر هذه الصكوك، الذي يستفيد من عائدات إصدارها، ويكون هو البائع لبضاعة السلم، ويتم دفع كامل الثمن عند إبرام العقد. وتعتبر بضاعة السلم دينًا سلعيًا في ذمة البائع حتى يتم تسليمها إلى ممثل حملة الصكوك. وترتبط مخاطر الصكوك بدين السلم، حيث إن هذا الدين هو الأصل الذي تحولت إليه عائدات الاكتتاب في الصكوك. وعند استلام هذه البضاعة، تمثل الصكوك هذه البضاعة، ويتحمل حملة الصكوك مخاطر فقدانها أو تلفها أو خسارتها (محمد علي، 2014).

صكوك الاستثمار: تتكون صكوك الاستثمار من ثلاثة أنواع: المضاربة، المشاركة، والوكالة بالاستثمار. وفي هذه الأنواع، يقوم ممثل حملة الصكوك بإبرام عقد مضاربة أو مشاركة أو وكالة مع مضارب أو شريك مدير أو وكيل استثمار، حيث يتم تسليم حصيلة الاكتتاب في الصكوك كجزء من رأس المال للمضاربة أو الوكالة أو حصة المشاركة. ويعتبر كل من المضارب ووكيل الاستثمار والشريك المدير مديرا للصكوك، حيث يحصلون على حصة محددة من أرباح المضاربة، أو أجر محدد في حالة الوكالة بالاستثمار، أو نسبة من أرباح المشاركة.

وهذه العقود الثلاثة تُسمى عقود الأمانة، وفيها لا يضمن مدير الصكوك رأسمال المضاربة أو المشاركة أو حصة المشاركة، ولا ربحًا محددًا الحملة الصكوك، في حالات التلف أو الهلاك أو الخسارة إذا أثبت أن هذا التلف أو الهلاك أو الخسارة حدثت بسبب لا يد له فيه ولا قدرة له على توقعه أو تلافي آثاره (أحمد يوسف، 2025).

ويتضح بشكل جلي مدى ارتباط مخاطر صكوك المضاربة والمشاركة والوكالة بالاستثمار في الأصول التي تمثلها هذه الصكوك. فحملة هذه الصكوك يتمتعون بمنافع هذه الأصول ويتحملون مخاطرها، باعتبارهم المالكون لها حتى يتم استردادها من قبل مصدر

الصكوك، سواء كان ذلك المضارب أو الشريك المدير أو وكيل الاستثمار. ويتم ذلك من خلال التعهد بشراء هذه الأصول بقيمتها السوقية أو العادلة أو صافي قيمتها، أو وفق ما يتم الاتفاق عليه بين حملة الصكوك ومصدرها عند إتمام عملية الشراء (محمد علي، 2014).

ويجب أن نؤكد أن أصول صكوك الاستثمار تعود ملكيتها لحملة الصكوك، وليست قرضاً يُعطى لمدير الصكوك، ولا تمثل ديناً مضموناً في ذمته. وبالتالي، فإن حملة الصكوك غنمها، باستثناء ما تم الاتفاق عليه مع مدير الصكوك، كما يتحملون المخاطر المرتبطة بها و غرمها. وتعتبر عقود الاستثمار، سواء كانت مضاربة أو مشاركة أو وكالة، كافية لإثبات هذه الملكية، حيث تمنح هذه العقود مدير الصكوك صلاحية التصرف في رأس المال الخاص بالمضاربة أو الوكالة أو حصة المشاركة، مما يؤدي إلى تحويلها إلى أصول تعود ملكيتها لحملة الصكوك، وذلك وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية (السلمي، 2025).

وإذا كان بعض هذه الأصول يتطلب تسجيلاً للاحتجاج بالتصرف أمام الغير، مثل العقارات التي يشتريها مدير الصكوك من الغير، فإن هذا التسجيل لا يتم باسم مدير الصكوك لأنه ليس المالك، بل يتم تسجيله باسم المضاربة أو الوكالة أو المشاركة، باعتبارها كياناً شرعياً له شخصية اعتبارية وذمة مالية مستقلة، حتى وإن لم يعترف القانون بهذه الشخصية أو الذمة أو ينظمها حتى الآن. ومع ذلك، لا يوجد مانع شرعي من تسجيل العقار باسم المضارب أو الشريك المدير أو وكيل الاستثمار إذا اقتضت الضرورة ذلك، حيث يُعتبر كل منهم أميناً لحملة الصكوك ووكيلاً عنهم في التصرف، ويتم الإعلان عن ذلك في إعلان العهدة. كما لا يوجد مانع في هذه الحالة من أن يكون لحملة الصكوك ممثل آخر، مثل شركة ذات غرض خاص (SPV). ويكون مدير الصكوك أميناً لها ووكيلاً عنها في الاحتفاظ بالملكية، أي أمين الأمين ووكيل الوكيل، ولكن يجب توضيح كل ذلك في نشرة إصدار الصكوك (حسان، 2015).

ويجب أن تُطبق جميع أحكام الملكية على هذه الصكوك. فإذا كان مدير الصكوك شركة، فإن أصول هذه الصكوك أو موجوداتها يجب أن تُدرج خارج ميزانيتها، لأنها ليست مملوكة لهذه الشركة، وبالتالي لا يجوز تسجيلها ضمن الميزانية. من ناحية أخرى، فإن حقوق حملة الصكوك في موجودات صكوك الاستثمار تكون مقدمة على حقوق دائني مدير الصكوك،

سواء كان مضارباً أو شريكاً مديراً أو وكيل استثمار، وذلك لأن هؤلاء يُعتبرون مالكين لتلك الموجودات، وتكون يد مدير الصكوك عليها بمثابة يد أمانة (العثماني، 2015).

المبحث الثاني: آليات التصكيك الإسلامي بين الإطار النظري والمراحل العملية

يُعدّ التصكيك الإسلامي من أهم الأدوات المالية المعاصرة في الهندسة المالية الإسلامية، إذ يقوم على تحويل الأصول أو المنافع إلى أوراق مالية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، بما يسهم في تعبئة الموارد وتوسيع قاعدة التمويل والاستثمار. وينقسم هذا المبحث إلى جانبين متكاملين؛ أولهما الإطار النظري الذي يتناول تعريف التصكيك وأطرافه ومراحله الأساسية، وثانيهما الجانب العملي الذي يوضح مراحل الإصدار والتداول والإطفاء، إضافةً إلى طرق التصكيك وآليات توزيع الأرباح، بما يكشف عن الأبعاد النظرية والتطبيقية لهذه العملية في النظام المالي الإسلامي.

المطلب الأول: الإطار النظري لعملية التصكيك الإسلامي

انتشرت الصكوك بشكل واسع في العديد من الدول الإسلامية وغيرها، وذلك بفضل النتائج الإيجابية التي حققتها في مجالات التمويل والاستثمار في مختلف القطاعات الاقتصادية. تتميز الصكوك بتنوع أنواعها، مثل المشاركة والمضاربة والسلم والمرابحة، مما أتاح فرصاً متعددة للتمويل والاستثمار. وقد ساهم ذلك في تعزيز مكانة الصكوك الإسلامية كأداة جديدة من أدوات التمويل الإسلامي (براني، 2021). وأكد صندوق النقد الدولي أن أدوات التمويل الإسلامي، وخاصة الصكوك، تشهد نمواً سريعاً، ويعود ذلك إلى توسع نطاق الحلول والمنتجات الإسلامية التي تتناسب مع مجموعة واسعة من المستثمرين، بما في ذلك الحكومات والشركات والمؤسسات المالية. وقد توجهت كثير من الدول حول العالم الإسلامية وغير الإسلامية إلى إصدار الصكوك الإسلامية لما لها أهمية اقتصادية ومهمة على مستوى الاقتصاد الكلي سواء في تمويل عجز الموازنة، أو تنشيط الأسواق المالية، أو تمويل المشروعات التنموية

ومشروعات البنية التحتية، والقضاء على الفقر وإزالة البطالة كما ذكر سابقاً (الحميدي، البارودي، 2021).

ومن جهة أخرى، تُعتبر المعاملات المالية من أبرز جوانب الحياة اليومية، إذ تتجدد وتتطور بسرعة متزايدة نتيجة لتنوع ونشاط الحياة المعاصرة. ومن أحدث وأبرز هذه التطورات التي ارتبطت بتطور المصرفية الإسلامية ما يعرف بعملية التصكيك أو التوريق (تقليدياً)؛ إذ تعد من أبرز أنواع التمويل المهيكل Structured Finance، ويتناول هذا المطلب تعريف التصكيك، وأطرافه، وجهاته، وأساليبه، وجوانبه الشرعية.

الفرع الأول: تعريف التصكيك (Securitization)

على وزن (تفعيل) من صكك يصكك تصكيكا، وهو الورقة التي تثبت استحقاقاً ما أو أمراً بتنفيذ مضمونه، مثل صكك الرزق التي تصدر عن ولي الأمر لمستحقها، وجمعه أصلك وصكوك وصكاك (ابن منظور، 1414هـ).

والتصكيك هو مصطلح يتضمن معاني متعددة تتعلق بمضمون الاستحقاق الذي يشير إليه المعنى اللغوي ومتطلباته. تُعرف عملية إصدار الصكوك الإسلامية باسم التصكيك، وقد كانت تُسمى في البداية التوريق أو التسديد. وقد اتفق الفقهاء على استخدام مصطلح التصكيك للإشارة إلى عمليات التوريق في السياق الإسلامي، وذلك لسببين هما: كلمة (التصكيك) مشتقة من كلمة (الصكوك) وهي تمثل البديل الإسلامي لكلمة (السندات) وتعني ضمناً التعامل بأداة مالية قائمة على المداينة والفائدة المحرمة، وأن كلمة (التوريق) في الفكر المالي التقليدي قائمة أساساً على مكون الديون وهو ما ينهى عنه الشرع في التبادل تفاضلاً (القره داغي، 2009).

واصطلاحاً عبارة عن "تحويل الأصول المالية المقبولة شرعاً غير السائلة إلى أوراق مالية قابلة للتداول في أسواق الأوراق المالية، وهي أوراق تسند إلى ضمانات عينية أو مالية"، قرار رقم 178(4/19) (مجمع الفقه الإسلامي الدولي، 2009). أو هي عبارة عن "عملية تحويل الأصول المقبولة شرعاً إلى صكوك مالية مفصولة الذمة المالية عن الجهة المنشئة لها وقابلة

للتداول في سوق مالية شريطة أن يكون محلها غالبه أعياناً، وذا آجال محددة بعائد غير محدد أو محدد ولكن ليس خالياً من المخاطر" (محمد علي، 2014).

ومن أبرز سمات التصكيك أنها تصدر ضمن إطار زمني محدد، وتستند إلى ذمة مالية مستقلة تمثلها شركة ذات غرض خاص (SPV) كما أن تحديد العائد مسبقاً لا يعني خلو الصكوك من المخاطر، مما يميزها عن السندات ذات الفائدة الثابتة. ويشترط أن تكون الأصول محل التصكيك مشروعة في أصلها، ويُغلب فيها جانب الأعيان، مع إمكانية تداولها في السوق المالية متى توفرت الشروط الشرعية للتداول (ابن علقمة، 2021).

الفرع الثاني: أطراف عملية التصكيك

تضم عملية التصكيك أطرافاً عدة، تختزل أحياناً وتبسط أخرى على حسب مقتضى الحال، حيث ينشئ العقد لها حقوقاً وتترتب عليها التزامات وهي الأطراف الأساس أو كما يطلق عليها الأصلية، وتوجد له أطراف أخرى مساعدة لخدمة العملية بعقود منفصلة التي يذكرها الباحث كذلك بعد ذكر الأطراف الرئيسة.

أولاً: الأطراف الأصلية (الرئيسة) في عقد التصكيك: وهي التي تشارك مباشرة في عملية التصكيك، وتتمثل فيما يأتي:

1- المصدر الأصلي (Originator): يُعدّ مصدر الصكوك أحد الأطراف الأساسية في عملية التصكيك، ويُعبّر عنه أحياناً بالمستفيد من حصيلة الاكتتاب أو جهة الإصدار أو الجهة المنشئة أو مالك الأصل والملتزم فيه، وجميع هذه المصطلحات تدل على الجهة المحتاجة للتمويل والسيولة. يقوم مصدر الصكوك بإنشاء برنامج التصكيك من خلال تجميع أصوله المتنوعة في محفظة استثمارية واحدة تُعرف بمحفظة التصكيك، ثم نقلها (بيعها) إلى الشركة ذات الغرض الخاص (SPV) مقابل الحصول على النقد، أي حصيلة الاكتتاب، بهدف توظيفها في أنشطة مشروعة وفق الصيغ الشرعية. وقد تكون جهة الإصدار فرداً، أو شركة، أو حكومة، أو مصرفاً مركزياً أو تجارياً، أو شركة تمويل أو عقار من القطاعين العام أو الخاص أو الخيري، وهي الجهة التي تتعهد باستخدام حصيلة الاكتتاب في مشروع استثماري معين، وقد تتولى إدارة المشروع بنفسها أو تُفوض بذلك مدير استثمار متخصص (مبروك، 2022).

2- وكيل الإصدار (Issuer): تُعرف الجهة المسؤولة عن إنشاء الصكوك وبيعها للمستثمرين بعدة تسميات، منها شركة التصكيك أو جهة الإصدار أو مدير الصكوك، وهي التي تتولى إصدار الصكوك وجمع الأموال وإدارة الأصول نيابة عن حملة الصكوك. وغالبًا ما تكون هذه الجهة شركة ذات غرض خاص (SPV)، تُعدّ مؤسسة مالية مستقلة تُنشأ لعزل المخاطر (Bankruptcy remote) وضمان استقلال الذمة المالية عن الجهة المنشئة. تضطلع هذه الشركة بجميع إجراءات التصكيك والإصدار والإدارة مقابل أجر محدد في نشرة الإصدار، وتمثل عنصرًا أساسيًا في هيكل الصكوك لما توفره من شفافية وحماية للمستثمرين، وقد تجمع بين مهام متعددة مثل إدارة الاستثمار أو إدارة الإصدار، بشرط استقلالها المالي والقانوني عن الجهة الأصلية (Pega, 2017).

3- المستثمرون/ حملة الصكوك (Sukuk Holders): تقوم الصكوك على عقد شرعي يضم طرفين أساسيين: حملة الصكوك أو من يمثلهم، والجهة المصدرة التي تطرح الصكوك للاكتتاب. ويُعد حملة الصكوك ملاكًا لحصص مشاعة أو منافع في الأصول أو العقود محل التصكيك، بهدف استرداد قيمتها الاسمية عند الاستحقاق والحصول على العائد الدوري (كالإيجار أو الأرباح أو العائد الاستثماري) من محفظة التصكيك. وقد يكون حملة الصكوك من البنوك الإسلامية أو التقليدية، أو المؤسسات المالية المحلية والعالمية، أو الحكومات، أو الشركات، أو الأفراد ذوي الفوائض المالية. وتمثل هذه الجهات عادةً إلى توظيف سيولتها في أدوات استثمارية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية لتحقيق عائد مشروع ومستقر (العجلة، خالدية، 2023).

4- محفظة التصكيك (Portfolio Asset): ويعتبر هذا العنصر محوريًا في عملية التصكيك، حيث تشمل جميع الأطراف المعنية، سواء الأصلية أو المساعدة. يتمثل في وعاء استثماري يحتوي على أصول متنوعة تم تصكيكها لصالح المنشئ، بهدف الحصول على السيولة اللازمة لتمويل إنشاء مشروع استثماري جديد أو توسيع وتطوير مشروع قائم وفقًا لأساليب التمويل الإسلامي. ويتم جمع العائد من محفظة التصكيك هذه وإيداعه في حساب خاص يُستخدم لتسديد مستحقات حملة الصكوك عند حلول مواعيد استحقاقها (سداراتي، 2024).

ثانيًا: الأطراف المساعدة لعملية التصكيك: يتم الاتفاق معها لتأدية خدمات خاصة

لعمليات التصكيك، ومن أهمها:

1- أمين الاستثمار (Trustee): مؤسسة مالية وسيطة تتولى مسؤولية حفظ وثائق وضمانات حملة الصكوك، بالإضافة إلى مراقبة إدارة الاستثمار مقابل أجر محدد. وتُعهد إليها مهمة حماية مصالح حملة الصكوك والإشراف على مدير الإصدار لضمان التزامه بالشروط المنصوص عليها في نشرة الإصدار. كما تحتفظ هذه المؤسسة بالوثائق والضمانات المتعلقة بحملة الصكوك. يمكن أن يبدأ دور الأمين منذ المراحل الأولى لعملية التصكيك، وقد يتم تعيينه لاحقًا وفقًا للقوانين السارية والعرف المتبع، وذلك بناءً على عقد وكالة بأجر تحدده نشرة الإصدار (المختار، 2020). ويمكن لحملة الصكوك إنهاء خدمات الأمين بإرادتهم، حيث يُعتبر وكيلًا عنهم. وعادةً ما تتولى شركة ذات غرض خاص هذه المهمة الهامة.

2- هيئة الرقابة الشرعية (Sharia Supervisory Council): الطرف الأكثر أهمية ضمن الأطراف المساعدة في عملية التصكيك، نظرًا إلى دورها في التأكيد وإعطاء الصيغة الشرعية للصكوك الإسلامية المصدرة من خلال وجود هيئات شرعية تقوم بمراعات وتوفير متطلبات الأحكام الشرعية في دراسة هيكلية الصكوك ومستنداتها، والعقود المنظمة للعلاقات بين أطرافها، وكيفية الاكتتاب في هذه الصكوك. ويصدر شهادة شرعية (Fatwa, Shariah pronouncement)، ويجب الاعتماد على هيئة الرقابة الشرعية وعرض جميع النشاطات والعمليات المزمع الدخول فيها، لتقرير مدى السلامة الشرعية لعملية التصكيك من عدمه (لونج، 2014).

3- وكالات التصنيف العالمية (International Rating Agencies): وكالات متخصصة في تقييم الجدارة الائتمانية والمالية للأوراق المالية المعروضة، وما تتمتع به من ضمانات، بالإضافة إلى تحديد السعر العادل ونسبة المخاطر المرتبطة بالأوراق المالية المصدرة. وتزداد أهمية هذه التقييمات في حالة حملة الصكوك الإسلامية، حيث يتم تقييم كفاءة العميل في نشاط المشاركة، وكذلك أمانته وصدقه، وذلك لحماية حملة الصكوك، ومن أهم وكالات التصنيف العالمية هذه الوكالات الثلاثة العالمية (Moody's, Standard and Poor's, Fitch)، وهناك اليوم وكالات تصنيف إسلامية تقدم إلى جانب ذلك خدمة تصنيف الجودة الشرعية، منها

الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف (IIRA: Islamic International Rating Agency) بالبحرين، والوكالة الماليزية للتصنيف (RAM)، ووكالة مارك الميايزية (MARC). في ماليزيا، تُصنّف الصكوك من قِبل وكالات تصنيف ائتماني معترف بها من هيئة الأوراق المالية SC مثل وكالة RAM Rating تأسست الأولى عام 1990 وهي رائدة في تصنيف الصكوك في ماليزيا وجنوب شرق آسيا، ووكالة MARC بينما أنشئت في التسعينيات. وتقوم هذه الوكالات بتحديث منهجياتها لتقييم الصكوك، وتصنيفها وفق درجات ائتمانية مثل AA أو A بناءً على المركز المالي والسياسات الحكومية. ويساعد التصنيف في تخفيض تكلفة التمويل وزيادة ثقة المستثمرين، كما تدعم الوكالات شفافية السوق من خلال تقارير دورية (سليمة، نعيمة، 2020).

دور وكالات التصنيف في تصنيف و تقييم الصكوك

في الواقع، تقتصر الصناعة المالية التقليدية على منتج واحد هو القرض بفائدة، مع تنوع في أشكاله وأسمائه. وتطبق جميع الدراسات المتعلقة بإدارة المخاطر (Risk Management) والتدابير اللازمة للتخفيف من هذه المخاطر، بالإضافة إلى المعايير والضوابط التي وضعتها لجنة بازل، على مخاطر هذا المنتج الوحيد. نتيجة لذلك، تتبع وكالات التصنيف ومكاتب التدقيق الخارجية (External Audit) منهجاً مشابهاً في تصنيف صكوك الاستثمار كما هو الحال مع تصنيف سندات الدين، دون اعتبارها استثماراً في حقوق الملكية (Equities)، وقد تأثر بهذا النهج بعض إدارات المخاطر في بعض المؤسسات المالية الإسلامية (ابن علقمة، 2021).

إن الشريعة الإسلامية، منذ بدايتها، قد شهدت ظهور مجموعة متنوعة من المنتجات المالية، وليس القرض بفائدة هو الوحيد بينها، فهناك العديد من المنتجات التي تستند إلى عقود شرعية محددة، مثل المراجعة، والاستصناع، والسلم، والإجارة، والمضاربة، والمشاركة، والوكالة في الاستثمار، والمزارة، والمغارسة، والمساقاة. ومع ذلك، فإن الشريعة لا تعيق ابتكار منتجات وعقود جديدة، بشرط أن تلتزم بمبادئها وضوابطها، حتى وإن لم تكن مستندة إلى عقود مسماة سابقة، وكل منتج أو عقد من هذه العقود التي تُصدر الصكوك بناءً عليها يحمل مخاطر تختلف عن مخاطر القرض بفائدة وغيرها من المنتجات. هذه المخاطر تتنوع من حيث النوع والطبيعة والأوزان (ابن يونس، 2024). ولكل نوع من هذه المخاطر تحوطات شرعية، مما يستوجب

على وكالات التصنيف والمدققين وغيرهم أخذ هذه العوامل بعين الاعتبار عند تصنيف الصكوك وتحديد أوزان المخاطر المناسبة لها (العلجة، خالدية، 2023).

ومن جهة أخرى، تتميز هيكلية التمويل الإسلامي بشكل عام وهيكلية الصكوك بشكل خاص بطبيعة فريدة تميزها عن هياكل سندات الدين؛ حيث يمكن تصميم الصكوك المستندة إلى عقود شرعية بطريقة تتيح التحوط اللازم لمخاطرها، مما يجعل هذه المخاطر متحوطاً منها (Self Mitigated) (المختار، 2020).

وهناك مؤتمرات، ولقاءات وورش عمل مشتركة بين فقهاء الشريعة، والمحامين، وخبراء وكالات التصنيف، لدراسة المخاطر المرتبطة بكل منتج أو عقد شرعي وما يصدر عنه من صكوك، بالإضافة إلى استكشاف طرق ووسائل التحوط والضمانات المطلوبة، أو تحديد منهجية التصنيف المناسبة في هذا السياق في البلاد الإسلامية. فعلى سبيل المثال، تعتبر الإجارة المالية المنتهية بالتملك بقسط ثابت وقسط متغير أقل خطورة من العديد من سندات الدين التي حصلت على تصنيف عالٍ، ومع ذلك، واجهت هذه الصكوك صعوبات كبيرة في الحصول على تصنيف مناسب (حسان، 2015).

استخدام مؤشر محدد لتوزيع الربح

في صكوك الإجارة والأصول المؤجرة، تُحدد الأجرة بمبلغ معين أو كنسبة من تكلفة الأصل المؤجر، أو بناءً على مؤشر معين مثل الأييور. وبالتالي، تكون عوائد الصكوك محددة وفقاً لذلك، حيث تُعتبر حصيلة أجرة الأصول محل الصكوك هي العائد أو الربح الذي يُوزع على حملة الصكوك بعد خصم بعض المصروفات وعمولات وأجور المشاركين في الإصدار. وفي هذه الحالة، تكون الأجرة معروفة، رغم أنها ليست مضمونة على مدير الصكوك. وبالمثل، تنطبق هذه الفكرة على صكوك المراجعة والاستصناع، حيث يكون هامش الربح المضاف إلى ثمن بضاعة المراجعة وثن العين المصنعة معروفاً عند إصدار الصكوك، رغم أنه ليس مضموناً على مدير الصكوك. أما بالنسبة لصكوك السلم، فإن بضاعة السلم تكون معروفة من حيث النوع والكمية والوصف، مثل مائة طن من الأرز أو النحاس الموصوف، إلا أن ثمن هذه البضاعة بعد استلامها والربح المتحقق منها ليس معروفاً، رغم وجود مؤشرات له في دراسة الجدوى (الحسيني،

(2023). وبالتالي فإن موضوع تحديد الربح أو العائد على أساس مؤشر معين في هذه العقود يكون قليل الأهمية، إذ أن ذلك يكون في تحديد الأجرة، وإذا استخدم المؤشر في تحديد ربح المراجعة، فإنه يعني التحديد عند توقيع عقد بيع المراجعة، ثم يصبح الربح جزءاً من الثمن الذي يوزع على أقساط محددة (ابن يونس، 2024). وقد أجاز المجلس الشرعي (AAIOF) تحديد الأجرة بمؤشر معين إذا كانت أجرة الفترة الأولى معلومة بالأرقام وكان هناك حد أعلى وحد أدنى لهذا المؤشر.

وقد وافق جمهور فقهاء العصر على تحديد هامش ربح المراجعة بناءً على مؤشر يتم تحديده وتحويله إلى رقم عند توقيع عقد المراجعة. ومع ذلك، تبرز إشكالية في تحديد ربح المضاربة أو المشاركة أو الوكالة في الاستثمار بناءً على هذا المؤشر. بمعنى آخر، يُقال إن عائد هذه الصكوك يعتمد على مؤشر الأييور مع إضافة هامش ربح محدد، و يؤكد على عدم جواز تحديد عائد صكوك الاستثمار في المضاربة والمشاركة والوكالة، سواء من خلال المؤشر أو كنسبة من القيمة الاسمية للصكوك أو بمبلغ محدد. فقد تم التوافق سابقاً على عدم جواز ضمان ربح معين أو محدد بأي وسيلة لحملة الصكوك؛ إذ يستحق حملة صكوك الاستثمار الربح الفعلي الناتج عن استثمار موجودات الصكوك، سواء كان الربح قليلاً أو كثيراً، وإن لم يكن هناك ربح فلا يستحقون شيئاً، ويجوز فقط استخدام المؤشر كما تم شرحه سابقاً لتحديد الحافز الذي يُمنح لمدير الصكوك، بحيث يحصل على ما يزيد عن الربح المحدد بالمؤشر. أما غير ذلك، فلا يجوز استخدام المؤشر (قسول، 2021a).

وفيما يتعلق باستخدام مؤشر سعر الفائدة في المعاملات الإسلامية، لا يوجد من يفضل ذلك، وهناك شبه إجماع على ضرورة إيجاد مؤشر يعتمد على معدلات عوائد المنتجات الإسلامية. وفي هذا السياق، أقدم محاولة متواضعة. أما بالنسبة للقول بتحريم استخدام مؤشر سعر الفائدة في المعاملات الإسلامية، فهذا الرأي يفتقر إلى الدليل؛ لأن المؤشر يُعتبر أداة قياس مثل المتر والكيلوغرام، ولا يمكن وصف أي منها بالحلال أو الحرام. وإذا قيل إنه لا يعكس حقيقة تكلفة وعوائد التمويل الإسلامي، فإن هذا الرأي مقبول ويحتاج إلى تحليل علمي (الحسيني، 2023).

4- مدير أو مستشار الإصدار: مؤسسة وسيطة تتوكل عن حملة الصكوك في تنفيذ عقد الإصدار ومراقبته مقابل أجر.

5- مدير الاستثمار: الجهة المعنية بتنفيذ الاستثمار بحسب مقتضى نشرة الإصدار بتكليف من المنشئ إن لم يكن مستعداً لتنفيذ الاستثمار بنفسه.

6- متعهد تغطية الإصدار (المغطي)، وضامن الإصدار، ومستشار الطرح، وهذه الأطراف تزيد وتنقص بحسب طبيعته وهيكلته عملية التصكيك وتبعاً لنوعية الموجودات أو أي معايير أخرى يمكن أن تتضمنها عملية التصكيك (عمري، 2017).

وقد أشارت المعايير الشرعية لأيوبي إلى أطراف إصدار الصكوك، ويمكن تلخيصها على النحو التالي:

1- مصدر الصكوك (جهة الإصدار): من يستخدم حصيلة الاكتتاب بصفة شرعة، و هو قد يكون شركة أو فرد أو حكومة أو مؤسسة مالية، وقد ينوب عن المصدر في تنظيم عملية الإصدار مؤسسة مالية وسيطة مقابل أجر أو عمولة تحددها نشرة الإصدار.

2- وكيل الإصدار: مؤسسة وسيطة تتولى عملية الإصدار والإجراءات نيابة عن المصدر مقابل الأجر يحدده الاتفاق أو تتضمنها نشرة الإصدار، والعلاقة بينهما هي علاقة الوكالة.

3- مدير الإصدار: المؤسسة الوسيطة التي تنوب عن المكتتبين حملة الصكوك في تنفيذ عقد الإصدار مقابل أجر.

4- متعهد الدفع: المؤسسة الوسيطة التي تتعهد بدفع حقوق حملة الصكوك بعد تحصيلها.

5- مدير الاستثمار: من يقوم بأعمال الاستثمار أو جزء منها، إما بتعيين من المصدر أو مدير الإصدار، وفق ما تحدده نشرة الإصدار، ويؤدي عمله بصفته أجيئاً أو وكيلاً للاستثمار، فهو في الحقيقة يشبه السمسار ويتقاضى أتعاباً أو أجراً، أو بصفته مضارباً أو شريكاً عاملاً له حصة شائعة ومعلومة من الربح.

6- أمين الاستثمار: المؤسسة الوسيطة التي تتولى مصالح حملة الصكوك والإشراف على مدير الإصدار، وتحتفظ بالوثائق والضمانات، وذلك على أساس عقد وكالة بأجر تحدده نشرة الإصدار (أيوبي، 2022).

وتجدر الإشارة إلى أن أطراف إصدار الصكوك تختلف بحسب طبيعة وهيكلية إصدار الصكوك تبعاً لنوعية الموجودات أو غيرها من المعايير ذات الصلة. وترتبط هذه الأطراف بعلاقات قانونية محكمة تنظم أدوارها وتحدد مسؤولياتها وواجباتها (Legal Consideration)، كما توثق مهام كل طرف في نشرة الإصدار الخاصة بالصكوك (Documentation)، ويخضع ذلك كله لإطار شرعي واضح مدعوم بفتوى شرعية تؤكد سلامة الإصدار ومطابقته لأحكام الشريعة الإسلامية (Sharia Compliance).

وتشمل الجوانب القانونية لإصدار الصكوك عدداً من الأمور الرئيسية، أبرزها: شروط تأسيس الشركات ذات الأغراض الخاصة (SPVs) وآلية عملها، ونوعية الأصول القابلة للتصكيك، والمعايير المتعلقة بالمصدر (Originator)، فضلاً عن موجبات إعداد نشرة الإصدار (Prospectus)، وتنظيم عمل الأمناء (Trustees)، ومتطلبات الإفصاح المالي (Financial Disclosure). كما تتعلق هذه الجوانب بالحصول على التصديقات من سوق رأس المال أو الجهات الرقابية المعنية (Approvals)، وبآليات بيع الأصول من المصدر الأصلي إلى الشركة ذات الأغراض الخاصة (Asset Sale)، واستخدام حصيلة الإصدار (Utility of Sukuk Proceeds)، بالإضافة إلى تنظيم استبدال الديون وبيعها (Novation) أو التنازل عنها (Assignment) ضمن عقود الملزمين (Obligors). وتشمل كذلك دور وكالات التصنيف والجهات المالية كأميناء للتصكيك (Trustees)، بجانب المحفزات الحكومية Government Encouragement كإعفاءات الضريبة على أرباح الصكوك (هيئة التحرير، 2014).

الفرع الثالث: المراحل النظرية للتصكيك

تتم عملية التصكيك وفق مراحل معينة، تتشكل كل مرحلة من مجموعة خطوات متداخلة ومتشابكة، وقد لا تحصل هذه الخطوات بتسلسل موحد، وقد تتقدم خطوة على أخرى من مجمل خطوات مراحل عملية التصكيك من دون أن ينشأ عن ذلك خلل، وقد يتم جميع الخطوات أو يقتصر على بعضها، وأحياناً هناك بدائل متعددة لاختيار أحدها، وكل هيكل عملية التصكيك يتميز من آخر بالخطوات التي يتضمنها كل مرحلة من مراحل عملية التصكيك، وهذه هي تلخيص تلك المراحل فيما يأتي:

المرحلة الأولى: إصدار الصكوك (Issuance)، تشتمل هذه المرحلة على الخطوات

الآتية:

تعيين المنشئ (Oringinator)، ومن هنا يكون التمييز بين قسمين من الصكوك الإسلامية؛ الصكوك المدعومة بأصول (الصكوك التي محلها أصول تمثل أعياناً أو منافع أو حقوقاً مالية أو خليطاً من هذه المكونات مع ديون ونقود)، وهذا النوع من الأصول يجوز تداوله، ويقضي بالتحويل الكامل للملكية القانونية للأصول محل العقد)، والصكوك القائمة على الأصول (الصكوك التي محلها الديون يعني النسبة الغالبة من أصولها ديون وهي تقوم على الضمان المطلق، حتى في حالة الخسارة الطبيعية) كما ذكرنا (Ibraheem, Mahmud, 2024).

ووفقاً لرأي الشرعي المعتمد على مستوى الصناعة المالية الإسلامية فإن هذا النوع من الصكوك لا يقوم على أصول استثمارية وإنما يتخذ الأصول ضماناً أو رهناً للصكوك. وهذا النوع من الصكوك لا يُسمح بتداوله لأنه يعتبر ديوناً، حيث يقتصر دوره على تحويل ملكية المنفعة الناتجة عن الأصول دون نقل ملكية الأصول نفسها. وبالتالي، فإن الحقوق الناشئة عن الاستثمار في هذه الصكوك تشبه حقوق المديونية الشخصية بدلاً من حقوق الملكية العينية (Areeba et al., 2020). واعتماداً على هذا القسم من الصكوك تتحقق لنا أهمية التصنيف الائتماني الذي يتم من خلال شركة التصنيف الائتماني (Credit Rate Agency) ووظيفتها تحديد قدرة المنشئ على الوفاء بالتزاماته نحو حملة الصكوك ومدى ارتباط SPV بالمنشئ أو انفصالها عنه، وهنا تكون مراجعة هيكل تعزيز الائتمان لإصدار الصكوك الذي يركز على الحصول على الضمانات الداخلية والخارجية. ثم تصكيك الأصول وبيعها، إذ تقوم شركة SPV بإعادة تصنيف الأصول وتقسيمها إلى أجزاء أو وحدات تلي حاجات المستثمرين ورغبتهم، ثم تحويلها إلى صكوك وبيعها إلى المستثمرين (مبروك، 2022).

المرحلة الثانية: إدارة محفظة الصكوك (Servicing): بعد بيع الصكوك

للمستثمرين، تتولى شركة SPV إدارة المحفظة نيابة عنهم طوال فترة الإصدار. وتشمل مهامها جمع العوائد والدخول الدورية الناتجة عن الأصول المصككة وتوزيعها على المستثمرين (حملة الصكوك). كما تقدم الشركة جميع الخدمات اللازمة للمحفظة (سداراتي، 2024).

المرحلة الثالثة: إطفاء الصكوك (Repayment/Redemption)، وذلك بدفع قيمة الصكوك المتفق عليها في التواريخ المحددة في نشرة الإصدار إلى حملة الصكوك (السعدي، 2022).

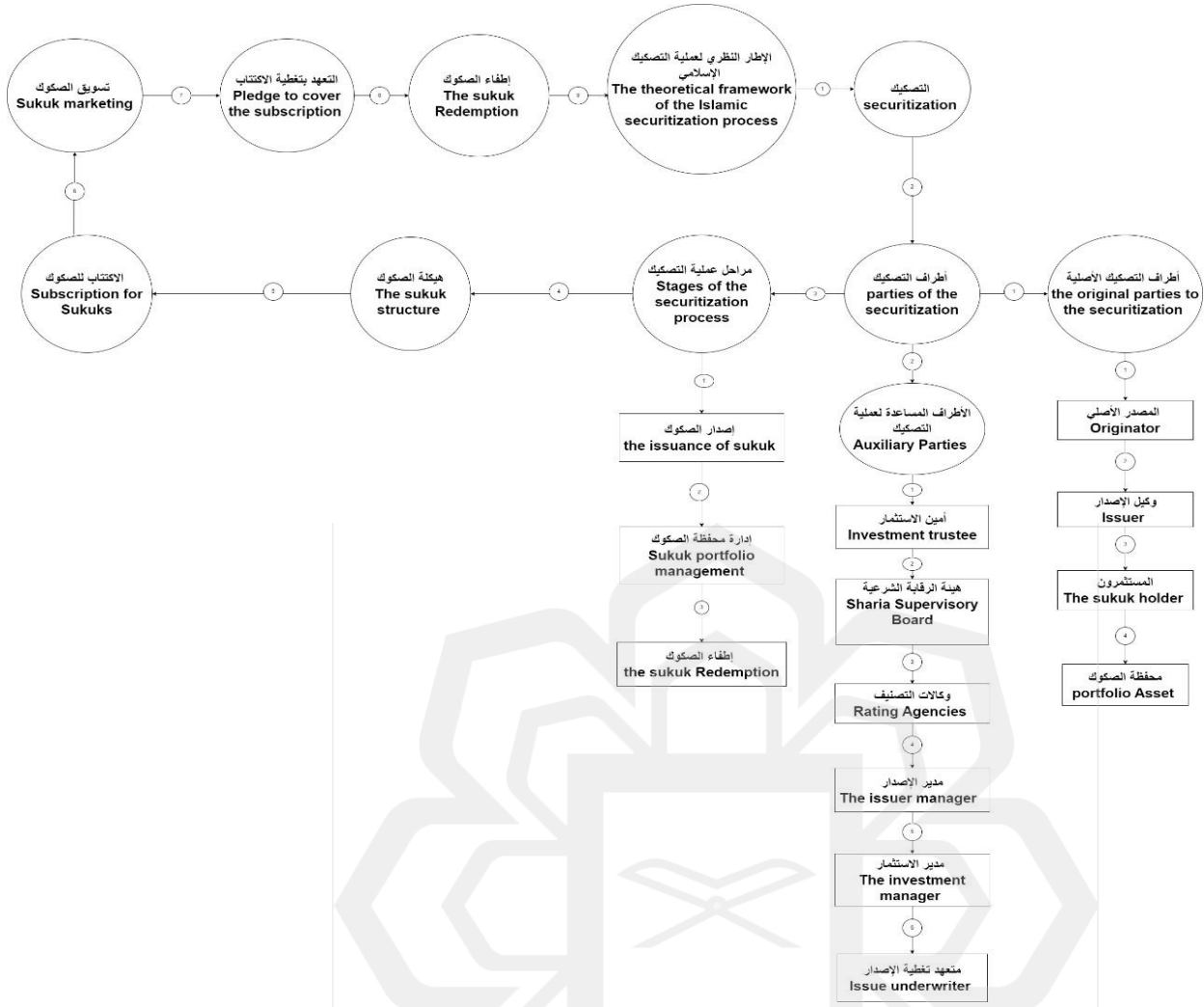
وقد ذكرت خلاصة مراحل عملية التصكيك في الصفحة الرسمية من اتحاد المصارف العربية هكذا: وللتصكيك عادة ثلاث مراحل تتم وفق التسلسل التالي:

الخطوة الأولى: مرحلة إصدار الصكوك، تعين الشركة المنشئة الأصول التي يراد تصكيكها بخصر وتجميع ما لديها من الأصول المتنوعة في وعاء استثماري واحد يعرف بمحفظة التصكيك ونقلها إلى SPV وهي كيان مستقل تم تأسيسه من قبل الشركة المنشئة بقرار من هيئة سوق المال وفقا للشروط والإجراءات الخاصة.

الخطوة الثانية: تصكيك الأصول ثم بيعها، حيث تقوم شركة SPV بإعادة تصنيف الأصول وتقسيمها إلى أجزاء أو وحدات تناسب وتلي حاجات ورغبات المستثمرين، ثم تحويلها إلى صكوك وبيعها إلى المستثمرين. وبعد بيع الصكوك للمستثمرين، تتولى شركة SPV إدارة هذه المحفظة نيابة عنهم طوال فترة الإصدار. وتشمل مهامها جمع العائدات والدخول الدورية الناتجة عن الأصول وتوزيعها على المستثمرين، بالإضافة إلى تقديم كافة الخدمات اللازمة للمحفظة

الخطوة الثالثة: مرحلة إطفاء الصكوك، بدفع قيمة الصكوك الاسمية في التواريخ التي تحددها نشرة الإصدار (محمد يوسف، أبو مؤنس، 2020).

والرسم البياني التالي رقم (14) يبين الإطار النظري لعملية التصكيك الإسلامي



المطلب الثاني: المراحل العملية لعملية التصكيك الإسلامي

تتضمن آليات التعامل بالصكوك عمليات الإصدار والتداول، من حيث الإجراءات الفنية والضوابط الشرعية منذ بدأ الإعلان عن الاكتتاب في الصكوك وما تضمنته نشرة الإصدار، وتحديد العلاقة بين طرفي عقد إصدار الصكوك لكل نوع من أنواع الصكوك، ثم عمليات التداول من البيع والشراء والرهن والإجارة، وتوزيع الأرباح والخسارة، وانتهاء بإطفاء الصكوك وانتهاء أجلها (القره داغي، 2009).

والهدف الأساس من القيام بهذه الإجراءات والضوابط هو ضمان عدم انحراف الصكوك في أي مرحلة من مراحلها عن الشيء الذي وجدت من أجله، وكذلك تحقق الفوائد الاقتصادية المستهدفة في الحيادة الفردية والجمعية. قبل أن يتطرق الباحث إلى تبين المراحل العملية للتصكيك، يعرض الحديث عن طرق التصكيك لكونها تمهد لفهم تلك المراحل وتوضح الأسس التي تقوم عليها عملية التصكيك.

الفرع الأول: طرق التصكيك

وللتصكيك طريقتان رئيسيتان معمول بهما في الدول المختلفة حسب الهيكلة المالية والتنظيمية المتبعة في كل بلد:

1. التصكيك البسيط: المعروف أيضاً بالتصكيك العام أو المباشر، هو عملية يتم من خلالها إصدار الصكوك لجمع الموارد المالية أولاً، ثم تُستخدم هذه الموارد في إنشاء مشروع استثماري محدد، مثل مشاريع البنية التحتية والمرافق العامة. ويتم ذلك من خلال طرح الصكوك في السوق المالية وفق صيغة تمويل إسلامي، مما يجعل حصيلة الاكتتاب تمثل رأس المال اللازم للمشروع المستهدف. وتعتبر هذه الطريقة من العناصر التي تميز التصكيك الإسلامي عن التوريق التقليدي (القاضي، 2021).

2- التصكيك المهيكل: يعرف بالتصكيك الخاص أو غير المباشر، ويتم به تجميع السيولة النقدية من أجل تطوير أو توسيع مشروع استثماري قائم من خلال عملية التصكيك، وهو تحويل الأصول المادية والمعنوية للحكومات أو الشركات إلى وحدات متساوية القيمة تتمثل في الصكوك، ثم تطرحها في السوق لجذب واستقطاب المدخرات لتمويل وتطوير تلك المشروعات، وبهذا المفهوم يعد أساس التوريق التقليدي (ابن علقمة، 2021). وهذا النوع يتم بخطوتين:

الخطوة الأولى: الشركة المنشئة تعين الأصول التي يراد تصكيكها وحصرها في وعاء استثماري واحد يعرف بمحفظة التصكيك، وهي كيان مستقل يتم تأسيسه من قبل الشركة المنشئة بقرار من هيئة السوق المال وفق الشروط والإجراءات الخاصة.

الخطوة الثانية: هي تصكيك الأصول ثم بيعها، حيث تقوم شركة بإعادة تصنيف الأصول بتقسيمها إلى أجزاء أو وحدات تناسب وتلي حاجات ورغبات المستثمرين، ثم تحويلها إلى صكوك وبيعها إلى المستثمرين (عجاج، 2019).

ولعملية التصكيك ثلاث مراحل، ولكل مرحلة مهام خاصة وضوابط متميزة وضرورية الشرعية والقانونية والإدارية، ويتطرق الباحث فيما يلي إلى بيان المراحل الثلاث لعملية التصكيك بالتفصيل.

الفرع الثاني: مرحلة إصدار الصكوك (Sukuk Issuance):

تشتمل عملية إصدار الصكوك على خطوات أولية مختلفة يطلق عليها عملية "تنظيم الإصدار وترتيبها"، ولا يلزم إتمام هذه الخطوات بتسلسل محدد، فقد يتبدل ترتيب الخطوات من دون أن ينشأ عن ذلك خلل، وقد يتم تنفيذ كل الخطوات أو يقتصر على بعضها، وأحياناً هناك بدائل متعددة لاختيار أحدهما، وتشكل عملية إصدار الصكوك الإسلامية النافذة التي يطل من خلالها المصدرون أو وكلاؤهم على المستثمرين؛ لذلك لا بد من أن تكون على درجة عالية من الدقة والإتقان وحسن الإخراج، وكذلك تحتاج هذه المرحلة إلى تقييم مستمر (دوابة، 2024). وغالباً ما تتم عملية إصدار الصكوك على النمط الآتي:

1- الهيكلة: إعداد التصور والهيكل التنظيمي الذي يمثل آلية الاستثمار بواسطة الصكوك ودراسة المسائل القانونية والإجرائية والتنظيمية ودراسة الجدوى، وتضمن ذلك كله في نشرة الإصدار، وربما يتزامن مع ذلك وضع النظام أو اللائحة والاتفاقيات التي تحدد حقوق وصلاحيات وواجبات الجهات المختلفة ذات الصلة (عبد العظيم، إيمان، 2023).

ويلزم حسن اختيار تلك الجهة لإيجاد عوامل الثقة والطمأنينة لدى المكتتبين، وهذه الخطوة تتم من قبل الجهة القائمة بعملية إنشاء الصكوك وهي من طرف الممولين (بعض البنوك) أو من طرف المستفيد من التمويل " الشركات المحتاجة للتمويل " (حوات، 2021).

2- تمثيل حملة الصكوك (المستثمرين): من خلال تأسيس شركة ذات أغراض خاصة تسجل في مناطق ذات إعفاء ضريبي، وتكون ذات شخصية مستقلة على الرغم من أنها مملوكة

بالكامل للمستثمرين، وذلك لتمثيل المستثمرين في إيجاد العلاقات بالجهات المختلفة وتقوم هذه الشركة بشراء الموجودات التي تغطي الوحدات المصدرة (خلادي، 2024).

3- طرح الصكوك للاكتتاب: يتم طرح الصكوك للاكتتاب بهدف جمع الأموال التي ستمول بها الموجودات الممثلة بالصكوك، ويلزم في عملية الاكتتاب في الصكوك الإيجاب والقبول، ويمثل الاكتتاب في الصك علمية (الإيجاب)، أما القبول فهو موافقة الجهة المصدرة، إلا إذا صرح في نشرة الإصدار أنها إيجاب، فحينئذ تكون إيجاباً ويكون الاكتتاب قبولاً (خلادي، 2024).

وقد ذكر في القرار 30 (4/5) لمجمع الفقه الإسلامي الدولي المنعقد في دورة مؤتمره الرابع بجدة في المملكة العربية السعودية 6-11 فبراير 1988م، (في العنصر الثاني) بشأن سندات المقارضة (المضاربة)؛ ما يتفق مع رأي جمهور العلماء، حيث أقر أنه "يقوم العقد في صكوك المقارضة على أساس أن شروط التعاقد تحددها نشرة الإصدار، وأن الإيجاب يعبر عنه الاكتتاب في هذه الصكوك، وأن القبول يعبر عنه موافقة الجهة المصدرة" (مجلة مجمع الفقه الإسلامي، 1988).

ويجب أن تتضمن نشرة الاكتتاب (الإصدار) جميع البيانات المطلوبة شرعاً، ومنها: شروط التعاقد والبيانات الكافية عن المشاركين في الإصدار وصفاتهم الشرعية وحقوقهم وواجباتهم، وذلك مثل وكيل الإصدار، ومدير الاستثمار، ومنظم الإصدار، وأمين الاستثمار، ومعهد التغطية، ووكيل الدفع، وغيرهم، كما تتضمن شروط تعيينهم وعزلهم. تحديد العقد الذي تصدر الصكوك على أساسه، كبيع العين المؤجرة، أو الإجارة، أو المراجعة أو السلم، أو الاستصناع، أو المشاركة، أو المضاربة، أو المزارعة، أو المساقاة، أو المغارسة (خلادي، 2024). واستيفاء العقد الذي أصدر الصك على أساسه، لأركانه وشروطه، وألا يتضمن شرطاً يعارض مقتضاه أو يخالف أحكامه. والنص على الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية، وعلى وجود هيئة شرعية تعتمد آلية الإصدار، وتراقب تنفيذه طوال مدته، وعلى أن يتم استثمار حصيلة الصكوك وما تتحول إليه تلك الصكوك من موجودات بصيغة من صيغ الاستثمار الشرعية، ومشاركة مالك كل صك في الغنم وتحمل الغرم بنسبة ما تمثله صكوكه من حقوق مالية. وعدم النص

على ضمان مصدر الصكوك للقيمة الاسمية (إلا في بعض أنواع الصكوك) للصك في غير حالات التعدي أو التقصير، ولا قدرًا معينًا من الربح (محمد علي، 2014).

ويجوز شرعًا أن يقوم طرف ثالث مستقل في شخصيته وذمته عن طرفي التعاقد، بضمان القيمة الاسمية للصكوك؛ لأن ذلك التعهد يعد وعد بالبيع بأسلوب بيع التولية (وهو بيع يمثل الثمن الأول من دون زيادة أو نقص). وقد نص في المعايير الشرعية لأيوبي أنه "يجوز أن يتبرع بالضمان طرف ثالث مستق، كما يجوز أن يقدم مصدر الصك لمالكه بعض الضمانات العينية أو الشخصية لضمان مسؤوليته في حالات تعديه أو تقصيره" (أيوبي، 2022).

4- تسويق الصكوك: يتم التسويق بالطرح مباشرة إلى الجمهور، أو ببيع الصكوك التي تمثل موجودات الأعيان أو المنافع إلى المستثمر الأول الذي يكون بنكا أو مجموعة من البنوك، ثم هو يقوم بتسويقها وبيعها إلى حاملي الصكوك (الجمهور). ويجوز شرعًا تحميل مصروفات التأسيس والتسويق على قيمة الصكوك، شريطة أن يتضمن نشرة الاكتتاب (الإصدار) نصًا يوضح تحميلها على رأس المال، مع تحديد مبلغ معين أو حد أقصى يُذكر في النشرة. يمكن خصم هذه المصروفات من خلال مطالبة المكتتبين بها عند الاكتتاب، أو من صافي الربح قبل توزيعه (ابن فامي، 2022).

وقد نص في المعايير الشرعية لأيوبي أنه "يجوز إضافة نسبة معينة من قيمة السهم لتغطية مصروفات الإصدار، ما دامت تلك النسبة مقدرة تقديرًا مناسبًا" (أيوبي، 2022)، وأحكام السهم ينطبق على الصكوك كذلك للتقارب بينهما.

5- التعهد بتغطية الاكتتاب: ويتم التعهد من خلال مؤسسة مالية تلتزم بتأمين تغطية كاملة للإصدار لصالح الجهة المصدرة. يتطلب هذا التعهد من المؤسسة المالية توفير السيولة اللازمة، وتهدف من خلاله إلى تحقيق نصيب من الأرباح، حيث يتم بيع الأسهم لها بسعر أقل من قيمتها الاسمية لتحقيق ربح للجهة المتععدة بالتغطية. وبعد أن تمتلك المؤسسة المالية الأسهم، يمكنها توكيل الجهة المصدرة للإصدار بعملية البيع والتسويق، كما يمكن للمؤسسة المالية المتععدة أن تلتزم بشراء الأسهم التي لم يتم الاكتتاب فيها، وتقوم ببيعها تدريجيًا أو الاحتفاظ بها كليًا أو جزئيًا (آمنية، 2023).

ولا يمنع شرعاً إذا كان تعهد الملتزم بالاككتاب بالقيمة الإسمية من دون مقابل لقاء هذا التعهد، ويجوز أن يحصل الملتزم على مقابل عن أي عمل يؤديه مثل إعداد الدراسات أو تسويق الصكوك، ولكن لا يجوز أن يحصل الملتزم على مقابل أو أي عمولة على الضمان، إذ لا يجوز الجمع بين الأجر والضمان (مجلة مجمع الفقه الإسلامي، 1988)، وهذا ما أقرت به أيوفي في معاييرها الشرعية: "يجوز أن تتعهد مؤسسة ما بشراء ما لم يكتب فيه من الصكوك، ويكون الالتزام من متعهد الاككتاب مبنياً على أساس الوعد الملزم، ولا يجوز أن يتقاضى المتعهد بالاككتاب أية عمولة مقابل ذلك التعهد" (أيوفي، 2022).

ويُبين الجدول رقم (15) مصدر الصكوك وفئات المكتتبين، وحصيلة الإصدار في مختلف أنواع الصكوك، وذلك بهدف توضيح هيكل المشاركة التمويلية وتوزيع العوائد بين الأطراف المعنية.

الصكوك	المصدر	المكتتبون/ حملة الصكوك	حصيلة الصكوك
المشاركة	هو الجهة الراغبة (الشريك المدير) في استثمار حصيلة الصكوك بصفتها شريكا وقد تكون مؤسسة مالية، فتكون هذه المؤسسة مصدرة للصكوك لحسابها وشريكا مديرا للمشاركة بأجر تحدده نشرة الإصدار، وقد يقتصر دور هذه المؤسسة على تنظيم عملية الإصدار نيابة عن الشريك المصدر للصكوك المستخدم لحصيلتها،	هم شركاء في الصكوك الذين يقصدون استثمار أموالهم والحصول على الربح عند تحققه. أو مالكو حصة المشاركة.	حصول الداخلين في المشاركة، وقد تستخدم هذه الحصيلة مؤسسة مالية ترغب في تطوير مشروع لديها أو لإنشاء مشروع جديد، بصفتها شريكا يطلب من غيره الدخول معا في مشاركة.

الصكوك	المصدر	المكتتبون/ حملة الصكوك	حصيلة الصكوك
	وقد تتولى مع ذلك إدارة الإصدار نيابة عن حملة الصكوك.		
المضاربة	هو الجهة الراغبة) المضارب) في استثمار حصيلة بيع الصكوك بصفته مضاربا، وقد يكون مصدر صكوك المضاربة مؤسسة مالية (مصرفية أو غير مصرفية) راغبة في استثمار حصيلة الصكوك بصفقتها مضاربا في مشروع معين أو نشاط خاص.	هم أرباب الأموال الذين يرغبون في استثمار أموالهم والحصول على حصة من عوائد هذا الاستثمار وحصيلة الصكوك هي رأسمال المضاربة.	رأس مال المضاربة.

الصكوك	المصدر	المكتتبون/ حملة الصكوك	حصولية الصكوك
صكوك الوكالة بالاستثمار	المكتتب هو (وكيل الاستثمار) الذي يستثمر عائدات إصدارها في تمويل رأس مال الوكالة بالاستثمار، حيث يقوم بتسليم المبلغ إلى الوكيل ليقيم باستثماره مقابل أجر محدد. ويمثل الصك حصة مشتركة في ملكية أصول الوكالة، والتي تتضمن مزيجاً من الأعيان والمنافع والديون والنقود والحقوق المالية، أو بعضاً منها، بالإضافة إلى قيمتها بعد بيعها.	الذين يمتلكون صكوك الوكالة (الموكلون) والحق في الحصول على عائد استثمار موجوداتها، ويتحملون مخاطر هذا الاستثمار وفقاً لنسبة كل منهم من الصكوك. كما يحق للوكيل الحصول على أجر محدد مضمون من مالكي الصكوك، وقد يحصل أيضاً على حافز يتضمن جزءاً أو كل ما يزيد عن عائد معين. وتحدد نشرة إصدار هذه الصكوك والعقود الشرعية المرتبطة بها الشروط والأحكام المتعلقة بعقد الوكالة في الاستثمار وأجر الوكيل.	تستخدم حصولية الصكوك في دفع رأس مال الوكالة بالاستثمار إلى الوكيل لاستثماره.
في العقود الثلاثة المشار إليها (المشاركة، المضاربة، والوكالة بالاستثمار)، يُمثل إصدار الصكوك وسيلةً لتمليك كل مكتتب شهادةً تُثبت نسبة مساهمته في المشروع أو الصفقة، بحيث يتحمل المخاطر ويستحق الأرباح وفقاً لتلك النسبة المحددة			
المزراعة	هو الجهة المالكة مساحة من الأرض الصالحة للزراعة وترغب في الحصول على التمويل لزراعتها، وقد يكون مزارعاً؛ فرداً أو شركة	لو كان مصدر الصكوك الجهة المالكة للأرض فالمكتتبون هم المزارعون لهذه الأرض بأموالهم بقصد الحصول على حصة في المحصول أو الناتج، أما لو كان المصدر هو المزارع فالمكتتبون هم	لو كان مصدر الصكوك مالك الأرض فحصولية الاكتتاب تمثل تكاليف زراعة الأرض، أما لو كان المصدر هو المزارع فتمثل حصولية الصكوك تكلفة شراء الأراضي أو إحيائها وتخصيصها من الدولة مثلاً.

المصدر	المكتتبون/ حملة الصكوك	حصولية الصكوك	الصكوك
زراعية، ولديها رأسمال كاف لتحقيق هذا الغرض، ولكنها ترغب في الحصول على مساحات كافية من الأراضي الزراعية، فتصدر هذه الشركة صكوك مزارعة باعتبارها مزارعًا بأمواله.	ملاك الأرض بأموالهم كذلك، وذلك بقصد اقتسام المحصول بينهم وبين الشركة الزراعية بصفتها مزارعا، حسبما تحدده نشرة الإصدار.		
هو مالك مساحات واسعة من أشجار الفاكهة، ويرغب في الحصول على تمويل لرعاية هذه الأشجار، من السقي والتهديب والتسميد ومعالجة الآفات الزراعية وغير ذلك مما يحتاج إليه الشجر.	هم المساقون الذين يتولون رعاية بساتين الشجر بأموالهم واقتسام محصول الفاكهة حسبما تحدده نشرة الإصدار، بينهم وبين مالك الشجر.	تستخدم حصوليتها في الصرف على هذه الأشجار ورعايتها وتعهدا بالري والتسميد، والتقليم، والتهديب ومعالجة الآفات الزراعية، ثم جني المحصول وبيعه أو تخزينه وتسويقه.	المساقاة
هو مالك مساحات واسعة من الأرض الصالحة للزراعة كالدولة، ويرغب بتشجير هذه المساحات بأشجار الفاكهة وينقصه التمويل اللازم لذلك، فيعتمد إلى إصدار صكوك المغارسة لاستخدام حصوليتها في تمويل تسوية الأرض وتجهيزها ومد شبكات	هم المغارسون بأموالهم ويستحقون حصة تحددها نشرة الإصدار من الأرض المغروسة بالأشجار بعد بلوغها سن الإثمار.	العمل الذي يقوم به المغارس أو البستاني، وتكون عوائد هذه الصكوك ثمن الحصة من الأرض المغروسة بأشجار الفاكهة أو حصولية بيعها.	المغارسة

الصكوك	المصدر	المكتتبون/ حملة الصكوك	حصولية الصكوك
	الري، ثم غرسها بالشتلات اللازمة.		
المراجحة	هو المشتري لبضاعة المراجحة أو الواعد بشراء بضاعة معينة بهامش ربح محدد، أو الوسيط المالي الذي ينوب عنه، بعد تملك البائع وقبضه لها، وقد يقوم الواعد بالشراء بالتقدم إلى بنك إسلامي بطلب محدد به مواصفات الشيء المراد شراؤه، فيقوم البنك بالبحث عن هذا الشيء وتحديد مصدر شرائه وتحديد قيمة شرائه، فيطرح البنك بذلك صكوك المراجحة التي يمثل مجموعها قيمة هذا الشيء المراد شراؤه، فتتملك هذه السلعة لأصحاب الصكوك، وبعد ذلك تقوم حملة الصكوك (الوسيط المالي) ببيعها عن طريق أقساط للواعد بالشراء وفق ربح معلوم محدد، والقائم بهذه العملية هو البنك الذي يأخذ مقابل ذلك أجرا من طرف حملة الصكوك، لأنه	فصكوك المراجحة تقوم على أساس عقد المراجحة الذي يمثل فيه حملة الصكوك البائع مراجحة، أو يقال هم بائعو هذه البضاعة بقصد الحصول على الربح.	تكلفة شراء البضاعة، والربح هو الفرق بين ثمن شراء بضاعة المراجحة نقدًا وبيعها بالأجل.

الصكوك	المصدر	المكتتبون/ حملة الصكوك	حصولية الصكوك
	وكيل عنهم، فبناء على ذلك، مصدر هذه الصكوك واعد بشراء بضاعة المراجعة، ومشتري لها بعد تملك البائع لهذه البضاعة، وقبضه لها القبض الناقل للضمان.		
السلم	هو بائع بسلعة السلم، وهي سلعة موصوفة في الذمة يلتزم البائع بتسليمها لمشتريها في أجل محدد، في مقابل ثمن حال دفع عند التعاقد أو بعد ثلاثة أيام على الأكثر مع اختلاف المذاهب، وقد يكون المصدر هو المؤسسة المالية التي تنوب عن البائع.	هم مشترو هذه السلعة بقصد الحصول على الربح الناتج عن إعادة بيعها بعد قبضها، أو بيع سلعة بالمواصفات نفسها بسلم مواز، يسلم بعد قبض السلم، وهذه الصكوك غير قابلة للتداول أو للبيع في حالة إصدار الصك من قبل أحد الطرفين (البائع أو المشتري)، فهي من قبيل الاستثمارات المحتفظ بها حتى موعد استحقاقها.	ثمن بضاعة السلم، أي إن المصدر يريد قبض ثمن السلم عند التعاقد من حصوليتها.

الصكوك	المصدر	المكتتبون/ حملة الصكوك	حصيلة الصكوك
الاستصناع	هو قد يكون مشترياً عيناً مصنعة، وهي عين موصوفة في ذمة البائع، يلتزم بائعها بتحصيلها أو بتصنيعها مواد من عنده وتسليمها لمشتريها في أجل معين، في مقابل ثمن يدفع عند التعاقد أو بعده، في أجل محدد يعني المستصنع، وقد يكون المصدر هو المؤسسة المالية التي تنوب عن المشتري.	فحامل الصكوك هم الصانعون أو بائعو هذه العين بقصد تحقيق ربح، ويتمثل في الفرق بين تكلفة تصنيع العين أو ثمن تصنيعها في استصناع مواز، وبين ثمن الاستصناع.	تكلفة تصنيع العين أو ثمن الاستصناع الموازي لها.
وجدير بالذكر أن العقود الثلاثة المشار إليها (المراجحة، والاستصناع، والسلم) تتضمن طرفاً متعددًا يتمثل في حملة الصكوك، في حين يكون الطرف الآخر غير متعدد. ولا يوجد في الشريعة الإسلامية ما يمنع تعدد أحد طرفي العقد أو كليهما. وعند إصدار الصكوك، يُمنح كل مكتتب شهادة تُبين مقدار حصته أو مساهمته في الصفقة، ليشارك بناءً على ذلك في الأرباح أو الخسائر الناتجة عن العقد وفقًا لأحكامه الشرعية.			
الإجارة	هو مالك عين مؤجرة، أو موعود باستئجارها، بنفسه أو عن طريق وسيط مالي ينوب عنه، لغرض بيعها واستيفاء ثمنها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح العين مملوكة لحملة الصكوك، وقد يكون المصدر هو المستأجر؛	هم مشترو العين المؤجرة لو كان المصدر هو المالك، والمستأجرون لو كان المصدر هو المستأجر، وهو أجر منفعة العين تأجيراً من الباطن للمكتتبين، ويجوز تداول هذه الصكوك بعد الاكتتاب مباشرة، كما أن حملة الصكوك مشاركون على المشاع في هذه المنفعة بغنمها وغرمها، حسب نسبة المشاركة.	ثمن الشراء لو كان المصدر هو المالك، وعلى ضوء ذلك يملك حملة الصكوك تلك الموجودات على المشاع بغنمها وغرمها، وذلك على أساس المشاركة فيما بينهم، ولو كان المصدر هو المستأجر فحصيلة الصكوك هي إعادة إيجارها واستيفاء أجرها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك.

الصكوك	المصدر	المكتتبون/ حملة الصكوك	حصيلة الصكوك
	لأنه هو المالك لمنافع العين أو الأعيان الموجودة، ويقوم بإصدار الصكوك بغرض إعادة إجارة المنفعة، واستيفاء أجرها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك خلال المدة الزمنية المعينة.		

(ملاك، 2023)

جهات التصكيك: تتعدد الجهات التي تشرف على عمليات إصدار الصكوك الإسلامية بهذا النمط:

1- القطاع العام: يمكن إصدار الصكوك بجميع أنواعها من قبل المؤسسات الحكومية، سواء كانت محلية أم إقليمية أم دولية، بهدف تمويل المشروعات الكبرى ذات النفع العام، مثل بناء الجسور، تأسيس سدود الطاقة وإنتاج الكهرباء، والموانئ، ومشاريع البنية التحتية (حسن النجار، 2021).

2- القطاع الخاص: يمكن إصدار الصكوك بجميع أنواعها من قبل الأشخاص الطبيعيين والمعنويين بهدف الحصول على الموارد المالية اللازمة لتمويل المشاريع الاقتصادية.

3- القطاع الخيري: يمكن إصدار الصكوك بجميع أنواعها من قبل الجمعيات الخيرية والمؤسسات الوقفية التي لا تهدف إلى تحقيق الربح (نزار، 2016).

الفرع الثالث: مرحلة تداول الصكوك (Sukuk Trading)

المراد بتداول الصكوك هو بيعها في السوق الثانوية بعد شرائها من قبل المكتتبين، وتتضمن عملية التداول بيع وشراء الصكوك، والتصرف فيها وفق الأحكام الشرعية، حيث إن الصك يمثل حصة شائعة في موجودات الإصدار تستمر طيلة مدة الصك، فيحق لحامله التصرف فيه بالبيع بالقيمة المتراضى عليها بينه وبين المشتري، سواء كانت مماثلة للقيمة الاسمية أم السوقية أم أكثر منها أم أقل منها (غرداوي، 2024).

وبالنسبة إلى بيان حكم تداول الصكوك فإنه يجب التفريق بين تملك الصكوك عندما تُشتري من مصدرها في مرحلة الإصدار وبين تداولها عندما تشتري من حاملها؛ ففي الحالة الأولى قد يتم إصدار الصكوك مقابل موجودات معينة أو موصوف بالذمة، فتكون بذلك علمية الإصدار بيعًا لتلك الموجودات، وذلك جائز؛ لأنها إن كانت مقابل أعيان، كانت بيعًا لتلك الأعيان بالنقد، وهذا جائز مع توفر أركان البيع، وإن كانت مقابل موجودات موصوفة بالذمة، كانت بيعًا لها بالنقد، وذلك جائز كذلك. و أما إن كان الصكوك تصدر بغية استخدام حصيلتها في شراء أعيان مدرة للدخل مثلاً، لتكون ملكاً لحملة الصكوك، فإن عملية الإصدار لا تتضمن بيعًا حينئذ، فتبقى الصكوك المصدرة ممثلة للحصيلة المجمعة، أي إنها تمثل نقودًا في هذه المرحلة (حسين، 2013).

وقد حددت أيوبي مجموعة من الشروط والضوابط لعملية تداول الصكوك و هي أنه يجوز تداول الصكوك واستردادها إذا كانت تمثل حصة شائعة في ملكية موجودات من أعيان أو منافع أو خدمات، بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط، أما قبل بدء النشاط فتراعى الضوابط الشرعية لعقد الصرف (التقايض والتماثل عند اتحاد الجنس، والتقايض عند اختلاف الجنس)، كما تراعى أحكام الديون إذا تمت التصفية وكانت الموجودات ديوناً، أو تم بيع ما تمثله الصكوك بثمن مؤجل. ويجوز تداول صكوك ملكية الموجودات المؤجرة أو الموعود باستئجارها منذ لحظة إصدارها بعد تملك حملة الصكوك للموجودات حتى نهاية أجلها، و يجوز كذلك تداول صكوك ملكية منافع الأعيان (الموجودات) المعينة قبل إعادة إجارة تلك الأعيان، فإذا أعيدت الإجارة كان الصك ممثلاً

للأجرة، وهي حينئذ دين في ذمة المستأجر الثاني، فيخضع التداول حينئذ لأحكام وضوابط التصرف في الديون (عبد العظيم، إيمان، 2023).

ولا يجوز تداول صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة قبل تعيين العين التي تستوفي منها المنفعة إلا بمراعاة ضوابط التصرف في الديون، فإذا تم تعيينها جاز تداول الصكوك. ويجوز تداول صكوك ملكية الخدمات التي تستوفي من طرف معين قبل إعادة إجارة تلك الخدمات، فإذا أعيدت الإجارة كان الصك ممثلاً للأجرة، وهي حينئذ دين في ذمة المستأجر الثاني، فيخضع التداول حينئذ لأحكام وضوابط التصرف في الديون. ولا يجوز تداول صكوك ملكية الخدمات التي تستوفي من طرف موصوف في الذمة قبل تعيين الطرف الذي تستوفي منه الخدمة إلا بمراعاة ضوابط تصرف الديون، فإذا تم تعيين الطرف، جاز تداول الصكوك. ويجوز تداول أو استرداد صكوك الاستصناع إذا تحولت النقود إلى أعيان مملوكة لحملة الصكوك في مدة الاستصناع، أما إذا دفعت حصيلة الصكوك ثمناً في استصناع مواز أو تم تسليم العين المصنعة للمستصنع فإن تداولها يخضع لأحكام التصرف في الديون. ولا يجوز تداول صكوك السلم، وكذلك لا يجوز تداول صكوك المراجعة بعد تسليم بضاعة المراجعة للمشتري، أما بعد شراء البضاعة وقبل بيعها للمشتري فيجوز التداول. ويجوز تداول صكوك المشاركة وصكوك المضاربة وصكوك الوكالة بالاستثمار بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط في الأعيان والمنافع، وكذلك يجوز تداول صكوك المزارعة والمساقاة بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط إذا كانت حملة الصكوك مالكي الأرض، أما إذا كانوا الملتزمين بالعمل (الزراعة أو السقي) فلا يجوز تداول الصكوك إلا إذا كان التداول بعد بدء صلاح الزرع أو الثمر، وأيضاً يجوز تداول صكوك المغارسة بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط سواء كانت حملة الصكوك مالكي الأرض أم الملتزمين بالغرس (أيوبي، 2022).

تملك الصكوك: يحدث تملك الصكوك على شكلين؛ الأول عند شرائها من مصدرها في مرحلة الإصدار، والثاني عند ما تشتري الصكوك من حاملها الذي كان قد اشتراها من مصدرها. وعند إصدار الصكوك تكون هناك علاقتان تعاقديتان؛ الأولى بين المشتري والمصدر، وهي علاقة مضاربة، يفوض فيها المشتري إدارة موجودات الصكوك بغرض تحقيق ربح، والثانية

تحكم أسلوب استخدام حصيلة الصكوك في الاستثمار، ولا بد من أن تتم من خلال عقود شرعية صحيحة، فإذا تمت وفق هذه العقود، جاز تملك الصكوك (خلادي، 2024).

ويبين الجدول الآتي رقم (16) العقود المستخدمة في استثمار حصيلة الصكوك وما يترتب عليها من أحكام في مجال تملك الصكوك وتداولها وفق العقود المستخدمة في استثمار الموجودات.

عقد الاستثمار	حكم التملك	حكم التداول
المشاركة	جائز	جائز مع بدء النشاط ومراعاة أحكام تمثيل الصكوك لموجودات قابلة للتداول
المشاركة المتناقصة	جائز	جائز مع بدء النشاط ومراعاة أحكام تمثيل الصكوك لموجودات قابلة للتداول
المضاربة	جائز	جائز مع بدء النشاط ومراعاة أحكام تمثيل الصكوك لموجودات قابلة للتداول
الوكالة	جائز	جائز مع بدء النشاط ومراعاة أحكام تمثيل الصكوك لموجودات قابلة للتداول
المزارعة	جائز	يجوز بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط إذا كان حملة الصكوك مالكي الأرض، أما إذا كانوا ملتزمين بالعمل (الزراعة)، فلا يجوز إلا إذا كان التداول بعد بدء صلاح الزرع
المساقاة	جائز	لا يجوز بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط إذا كان حملة الصكوك مالكي الأرض، وأما إذا كان الملتزمون بالعمل (السقي)، فلا يجوز إلا إذا كان التداول بعد بدء صلاح الثمر
المغارسة	جائز	جائز بعد قفل الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط سواء كان حملة الصكوك مالكي الأرض أم الملتزمين بالغرس
المراوحة	جائز	غير جائز إلا من وقت شراء السلع إلى حين بيعها
البيع بثمن آجل	جائز	غير جائز إلا من وقت شراء السلع إلى حين بيعها
السلم	جائز	غير جائز

عقد الاستثمار	حكم التملك	حكم التداول
الاستصناع	جائز	جائز مع تحول النقود إلى أعيان، ولا يجوز إن دفعت حصيلة الصكوك ثمنًا في استصناع مواز
الإجارة التشغيلية	جائز	جائز قبل إعادة إجارة الأعيان المستأجرة في صكوك ملكية منافع الأعيان المعينة، ولا يجوز في غير المعينة
الإجارة بالتمليك	جائز	جائز مع بدء النشاط ومراعاة أحكام تمثيل الصكوك لموجودات قابلة للتداول
الوكالة	جائز	جائز مع بدء النشاط ومراعاة أحكام تمثيل الصكوك لموجودات قابلة للتداول

(مشراوي، 2021).

إجارة الصكوك ورهنه: ومثلما لا تجوز إجارة الأسهم لعدم تحقق ملكية المنفعة محلاً للعقد، لا تجوز أيضاً إجارة الصكوك، سواء كانت تمثل سلعة أو منافع أو أعياناً، إذ إن الصكوك أداة مالية استثمارية وليست محلاً صالحاً للإجارة بذاتها؛ لوجود التشابه بين الأسهم والصكوك من حيث إن كل منهما يمثل حصة شائعة في ملكية موجودات، وأن كل منهما لا يمثل نقوداً ولا ديوناً (المعيدي، 2017). وقد نصت في المعايير الشرعية أنه "لا يجوز إجارة الأسهم سواء أكان لرهنها أم لغرض بيع المستأجر لها وإعادة مثلها، كما يجري في أسواق البورصات، أم لقبض أرباحها، أم لإظهار قوة المركز المالي للمستأجر، أم لغير ذلك " (أيوبي، 2022).

ولا يجوز إجارة الصكوك إذا كانت الصكوك تمثل نقوداً، فإن تأجيرها في هذه الحالة لا يجوز؛ لأن إجارة النقود من باب الربا المنهى عنه، نظرًا إلى أنه لا يخلو بدل الإجارة من أن يكون ثمنًا، والصكوك تمثل ثمنًا، وتبادل الأثمان له شروط (التقايض والتماثل عند اتحاد الجنس، والتقايض عند اختلاف جنس المتبادلين)، وفي إجارة الصكوك لا يتم التقايض بين البدلين، فيكون العقد باطلا (عبد العظيم، إيمان، 2023). ولو كانت الصكوك تمثل أعياناً (سلعة أو عقارات) فيشترط لصحة عقد الإجارة القدرة على تسليم المعقود عليه، ليتمكن المستأجر من استيفاء المنفعة، وتسليم العين التي تمثلها الصكوك متعذر؛ لأن المساهم ليس له الحق في المطالبة

بالعين التي يمثلها صكه بالانتفاع بها، فلا يستطيع أن يملك منفعة العين لغيره. ولو كانت الصكوك تمثل ديوناً وكانت الديون في أصلها نقوداً، فيشترط في إجارتها ما يشترط في الصرف، وإذا كانت الديون في أصلها سلعة، ويتعذر تسليم الأعيان، ومن ثم لا يجوز إجارة الصكوك التي تمثل ديوناً. ونظرًا إلى أن كل ما جاز بيعه جاز رهنه، فيجوز رهن الصكوك كما يجوز بيعها؛ لأن الرهن أداة من أدوات توثيق الدين، وقد شرع الإسلام الرهن لضمان حق الدائن وهو من عقود التوثيقات الشهيرة في الفقه الإسلامي، فلهذا يشترط في رهن الصكوك الشروط المتعلقة بالعقد الرهن (كهينة، حياة، 2021).

الفرع الرابع: مرحلة إطفاء الصكوك (Redemption)

يُقصد بإطفاء الصكوك استرداد مال الشريك من قبل الجهة المصدرة وفقًا للضوابط الشرعية، وذلك عند انتهاء مدة الاستثمار أو تحقق شرط الاسترداد، ويُعد هذا الإجراء مشروعًا لكونه يمثل إعادة رأس المال لصاحبه دون زيادة. ويختلف هذا المفهوم عن إطفاء السندات المحرمة شرعًا، إذ يُقصد بها سداد القيمة الاسمية مضافًا إليها الفوائد الربوية المحظورة شرعًا (مالك، 2023).

وعملية الإطفاء هي تصفية لملاك حملة الصكوك بطريقة اتفقوا عليها ابتداءً ولا مانع منها شرعًا إذا روعيت فيها الضوابط الشرعية للصكوك، وأهمها عدم تعهد الجهة المصدرة بشراء الصكوك بقيمتها الاسمية في نهاية الإصدار، والإطفاء يكون إما كليًا مرة واحدة في نهاية الإصدار، وإما جزئيًا بالتدريج خلال سنوات الإصدار (بالمركة، دميري، 2023).

والصك يتكون من عنصرين؛ أصل الصك، وربحه في حالة وجود ربح، والمراد بأصل الصك قيمته الأصلية، وهو الذي يولد الربح سواء أكان ربحًا رأسماليًا من خلال ارتفاع القيمة الاسمية للصك، أم ربحًا دوريًا في صورة غلة أو ربح؛ وبناءً على أن الربح أو الغلة توزع في أثناء مدة الإصدار فإن أصل الصك يبقى إما على حاله وإما بزيادة في قيمته (وذلك عند تحقيق أرباح رأسمالية)، وإما بانخفاض قيمته (إذا تحققت خسائر)، وإن الإصدارات غالبًا تكون محددة، فبانتهاؤها يتم تصفية الصكوك، أو إطفائها، وذلك من خلال إنهاء الصفة الاستثمارية للصكوك وتحويلها إلى نقدية (حسان، 2021).

طرق إطفاء الصكوك: يسترد رأس مال الشريك من قبل الجهة المصدرة بإحدى ثلاث طرق رئيسية:

- 1- تصفية المشروع وتنزيده حقيقة (بيعه وتحويله إلى نقود سائلة)، حيث يأخذ صاحب كل صك حقه ونصيبه من الأموال المتوافرة إن ربحا فزيادة القيمة، وإن خسارة فنقص القيمة على الجميع بقدر رؤوس الأموال (السلمي، 2025).
- 2- التنزيد الحكمي، أي تقويم المشروع تقويماً عادلاً عن طريق خبراء متخصصين، ثم توزيع الناتج المقدر على حملة الصكوك كل بحسب حصته.
- 3- تملك الموجودات بالهبة أو بضمن رمزي، أو بالقيمة المتبقية في صورة صكوك الإجارة التي تنتهي بالتمليك.

وبالتالي، يسترد رأس مال الشريك، إما بالشراء المباشر لحصص الشركاء وفق القيمة المتفق عليها، أو استهلاك الأصول الممولة وبيعها لاسترداد قيمتها، أو توزيع حصيلة التصفية النهائية للمشروع عند انتهاء مدته، وذلك كله بما يتوافق مع الضوابط الشرعية المنظمة لإطفاء الصكوك (غرداوي، 2024).

الفرع الخامس: توزيع أرباح الصكوك

يكون توزع أرباح وخسائر الصكوك وفق القواعد الشرعية المرتبطة بالصكوك، منها قاعدة: "الغنم بالغرم"، ويتبعها توزيع الأرباح والخسائر الناتجة عن استثمار حصيلة الصكوك، وبناء على ذلك يكون الربح بحصة شائعة معلومة بين طرفي التعاقد وفق ما اتفقا عليه في نشرة الاكتتاب ومن دون تحديد مبلغ مقطوع لأحد الطرفين، وأما الخسارة فتكون على حملة الصكوك (أرباب الأموال)، أي إن كل حامل للصكوك مشارك في الغنم ويتحمل الغرم بنسبة ما يمثله صكه من حقوق مالية، وفي الوقت نفسه لا يجوز أن يضمن مصدر الصكوك لمالكه قدرًا معينًا من الربح، واستنادًا إلى أن الربح وقاية لرأس المال، فإنه لا يجوز الربح إلا بعد سلامة أصل رأس المال (مشراوي، 2021). وتقوم جهات الإصدار بتوزيع أرباح الصكوك دوريًا، ويرجع ذلك إلى طبيعة الاستثمار الجماعي للصكوك، واستمرار النشاط فيها لمدد متعددة متوسطة وطويلة الأجل. وتستخدم طريقتان في توزيع أرباح الصكوك:

الطريقة الأولى: تقوم جهة الإصدار بتوزيع دفعات جزئية من تحت الحساب، حيث يتم قسمة الربح قبل المفاصلة، أي مع استمرار المشروع في نشاطه، وذلك لحين التسوية عند تصفية الصكوك في نهاية مدتها، ويتم تعديل مقدار ما تم من التوزيعات وفقاً للنتائج الفعلية المتحققة، فتجبر أي خسارة لاحقة بالربح الأول الموزع، استناداً إلى أن الربح يجب أن يكون وقاية لرأس المال وفق بعض الآراء الفقهية من الشافعية والحنابلة (كهينة، حياة، 2021).

وقد أقر ذلك مجمع الفقه الإسلامي الدولي، في الدورة الرابعة في قراره الخامس بشأن صكوك المقارضة، حيث قال: "ويستحق الربح بالظهور، ويملك بالتنفيذ أو بالتقويم، ولا يلزم إلا بالقسمة، وبالنسبة للمشروع الذي يدر إيرادات أو غلة (الزيادة العينية في سلع التجارة)، فإنه يجوز أن توزع غلته، وما يوزع على طرقي العقد قبل التنفيذ الفعلي (التصفية) يعد مبالغ مدفوعة تحت الحساب" (مجمع الفقه الإسلامي، 1988).

الطريقة الثانية: يتم توزيع الربح نهائياً في ختام دورات محددة، حيث تعد كل دورة من دورات توزيع الأرباح مستقلة عن الأخرى، من دون اللجوء إلى التصفية الفعلية للمشروع، وهذه الطريقة تتطلب القيام بتنفيذ فعلي لمال المشروع وذلك بتصفيته، وهذا ما تناوله الفقهاء فيما يتعلق باستقرار حصول وامتلاك حاملي الصكوك لحصتهم من الربح، فضلاً عن قبض أرباب رأس المال (حاملي الصكوك) لأموالهم وفق القواعد الشرعية الإسلامية (مبروك، 2022). ونظراً إلى تعذر تنفيذ التنفيذ الفعلي من الناحية العملية، فقد اجتهد الفقهاء المعاصرون لعلاج ذلك الأمر من خلال مسألتين هما:

المسألة الأولى: أن التنفيذ الفعلي أو الحقيقي (تصفية المشروع وتحويله إلى نقود)، لا يمكن إلا في نهاية مدة المشروع وتصفيته، فيمكن الاعتماد بالتقويم تنزيهاً حكماً وتقديرًا بدلاً من التنفيذ الحقيقي والفعلي، وفي هذه الحالة لا يتم تصفية المشروع قبل تأريخ التصفية، فلذا يتم عن طريق تقويم دقيق يستخدم بواسطة خبراء والمتخصصين للمشروع؛ لأنه يؤدي هذا التقويم إلى معرفة الربح الحقيقي كما لو تم تصفية المشروع. وكذلك أقر مجمع الفقه الإسلامي الدولي موضوع التنفيذ الحكمي في قراراته.

المسألة الثانية: أن المحاسبة كالمقبض، فلا يشترط إعادة رأس المال المشروع لأصحابه في نهاية كل مدة من مدد توزيع الأرباح، بل يجوز الاكتفاء بإجراء محاسبة دقيقة لجميع عمليات

المشروع تمكن من تحديد نصيب مختلف الأطراف من الأرباح، فيقوم هذا الحساب مكان القبض، وتعد كل مدة من مدد توزيع الأرباح مستقلة ومنفصلة عن الأخرى، ولا سيما أن أرباب المال يكون لهم الخيار بين سحب أموالهم والخروج من المشروع (عبد العظيم، إيمان، 2023).

المبحث الثالث: إصدار الصكوك في أفغانستان: التحديات والفرص وآليات التطبيق

يتناول هذا المبحث واقع إصدار الصكوك في أفغانستان، مبرزًا أهم التحديات والفرص المرتبطة بها، مع بيان آليات تطبيقها ضمن الإطارين الشرعي والقانوني لتحقيق التنمية الاقتصادية.

المطلب الأول: التحديات المرتبطة بإصدار الصكوك في أفغانستان

على الرغم من التطور الذي تشهده الصناعة المالية الإسلامية في كثير من النواحي، وتزايد الطلب محليًا ودوليًا على تداول الصكوك الإسلامية، لم يرافق ذلك تطور متكافئ على مستوى العرض، بل هناك الكثير من التحديات في هذا المجال في الدول المصدرة مسبقًا والدول التي تريد إصدارها والتعامل بها مثل أفغانستان، ولعل من أبرز التحديات التي ستواجه إصدار الصكوك الإسلامية وتطويرها الموارد التي يذكرها الباحث في هذا المطلب.

من الواضح أن كل بلد عند ظهور ظاهرة مالية جديدة فيه، يمر بمرحلة من التحديات والفرص، والصعود والهبوط، إلى أن تنضج تلك الظاهرة وترسخ في الوعي العام ويتم تداولها على نطاق واسع، وكذلك الصكوك هي أداة مالية إسلامية جديدة ستصدر لأول مرة في أفغانستان، وهي مثل الدول الإسلامية الأخرى فيها تحديات وفرص التي تتطلب مواجهتها ودراستها وإجراء الحلول لها (بادا، 2021).

وكذلك إصدار الصكوك الإسلامية في أفغانستان والتعامل بها يتطلب معالجة التحديات التي تواجه تفعيلها كالبلاد الإسلامية الأخرى، وهذا يتطلب من الحكومة والمؤسسات المعنية

بالتصكيك تجهيز مكونات بيئة القانونية والتنظيمية والرقابية ومدى توافقها مع المتطلبات والضوابط الشرعية لتأسيس سوق المال الإسلامي، كما تتطلب عملية إصدار الصكوك وجود نظام إصدار وتداول متكامل لضمان ثقة المستثمرين، وتطوير بيئة مرنة ومتصلة وتسهيل التسجيل والتعامل بالوسائل الإلكترونية للتداول والتسويات، ووجود رقابة وتحقيق شرعي واقتصادي متخصص في الصكوك بحيث يتم الإشراف على الصكوك قبل الإصدار واثناؤه وبعده حتى انتهاء مدة الإصدار (قندوز، 2022).

ولذلك في هذا المطلب يتناول الباحث التحديات المتوجهة لإصدار الصكوك الإسلامية في أفغانستان التي تتطلب دراستها وتحديدها من قبل الجهات المعنية الحالية بإصدار الصكوك المتمثلة بوزارة المالية الأفغانية، والمصرف المركزي الأفغاني والدوائر الأخرى في القطاع العام والخاص.

وقد صنف الباحث التحديات على ستة مستويات؛ التوعية العامة، الأمن والسلام، والتقنين والتشريع، والاقتصاد، والتخصص والخبرة والمعرفة والتنظيم.

الفرع الأول: التحديات المرتبطة بالتوعية المجتمعية والوعي المالي

كما هو واضح أنه ليس لدى المستثمرين والجمهور معلومات كافية عن هذه الصناعة المستحدثة والأداة المالية الجديدة، وينبغي أن تعمل وزارة المالية والبنك المركزي الأفغاني معًا لوضع إستراتيجية للتوعية العامة والمستثمرين، وتبين فيها ماهية الصكوك، وفوائدها الاستثمارية، وكيفية تفعيلها وإصدارها واكتتابها في نشرة الإصدار، والتعامل بها، وشروط شهادات الصكوك التي ستصدرها الحكومة أو الشركة الخاصة أو المؤسسات المالية والمصارف الإسلامية حتى توجد بيئة ملائمة لقبول تفعيل الصكوك والتعامل بها بلاريب وشك (بادا، 2021).

الفرع الثاني: التحديات الأمنية والسياسية وأثرها على إصدار الصكوك

تزامن البدء باعتماد الصيرفة الإسلامية والاتجاه إليها، واستخدام أدوات المالية الإسلامية في أفغانستان مع تغيير النظام السياسي فيها واستمرار الحرب الداخلي، وهو ما أحدث فوضى أمنية أثرت مباشرة على جميع القطاعات خاصة القطاع المالي حيث انتشر الفقر

والبطالة، وقلب كل شيء، وغادرت فئة عظيمة من الشعب الأفغاني ومنهم المتخصصون والخبراء في مجال المالية الإسلامية، وتأخر العمل في تطوير الصيرفة الإسلامية وتفعيل الصكوك الإسلامية والتعامل بها، ولا شك في أن للوضع الأمني دورًا كبيرًا في عرقلة نشاط وتطوير عمل المصارف الإسلامية والسوق المالي والمنتجات المالية الإسلامية (أحمد يوسف، 2025).

وتأثر بذلك الوضع الاقتصادي حيث أوقف إنتاج كل قطاع لمدة من جهة، ومن جهة أخرى جمدت أموال أفغانستان بواسطة أمريكا وحدثت أزمة مالية عظيمة، وهذه هي تحديّة كبيرة أمام تفعيل الصكوك الإسلامية في أفغانستان.

ويرى الباحث أن مقترح الحل لهذا الجانب بخصوص إصدار الصكوك الإسلامية هو سيطرة الأمن والسلم في البلد، وإيقاف الحرب، وسلطة الأخوة والاتحاد، وترغيب الخبراء والمتخصصين الاقتصاديين الذين لجؤوا إلى بلاد أخرى أن يرجعوا إلى بلدهم ويبدؤوا بالعمل في مجالاتهم التخصصية، وأن يتم اعتماد الضمانات اللازمة لجميع الجوانب لتفعيل الصكوك وإصدارها والتعامل بها.

الفرع الثالث: التحديات القانونية والتشريعية

من البدهة أن البيئة القانونية تمثل النظام القانوني الكلي بجميع مكوناته، بالإضافة إلى الأفراد المسؤولين عن تنفيذ هذا النظام، مثل القضاء وموظفيه ومساعديه. ولتوفير بيئة استثمارية صحية، يتطلب الأمر وجود عنصرين أساسيين: الأول هو تشريع سليم، والثاني هو عنصر بشري قادر على تطبيق هذا التشريع بكفاءة وفعالية (Mikail, 2021).

والإطار القانوني لعملية تفعيل الصكوك الإسلامية من المقومات الأساسية التي تؤدي دورًا حيويًا في نجاح عمليات التصكيك، ومما يحقق ذلك قيام السلطات التشريعية في الدول بإيجاد الإطار القانوني المناسب والبيئة القانونية الملائمة والحاكمة لعملية التصكيك من خلال إصدار تشريعات قانونية ترعى عمليات التصكيك بمختلف جوانبها وتحقق الكفاءة الاقتصادية والمصدقية الشرعية عمليًا (قرار مجمع الفقه الإسلامي، رقم 178 (19/4)).

ولا شك في أن عدم توفر إطار تشريعي وقانوني يؤدي إلى تخوف وقلة توجه المؤسسات المالية والشركات والمصارف الإسلامية من تفعيل الصكوك الإسلامية؛ إذ لا قواعد قانونية لعملية

التصكيك التمويلية، وبدوره يفضي هذا إلى إحجام المستثمرين عن الاستثمار في مجالات الصكوك الإسلامية المختلفة لها، وهذه الأطر دور كبير في تنظيم العلاقة بين المصارف الإسلامية والمستثمرين، بناء على ذلك فإن عدم توفر الشروط التشريعية والقانونية في الصكوك يهدد عملية الإصدار ويؤدي إلى فقد الثقة فيها، ومن ثم إضعاف الثقة بالصيرفة الإسلامية (المجالي، 2022).

وعلى الرغم من وجود الإطار الفقهي غير المدون في مجال الصكوك، مازال لا يوجد قانون مدون خاص في أفغانستان في هذا المجال وإطاره، ولم يذكر شيء في القانون البنك الأفغاني عن الصكوك ولا في قوانينها الأخرى، وكذلك لم يتم في أفغانستان حتى اليوم مشروع قانون محدد للمصارف الإسلامية والمؤسسات المالية الإسلامية تذكر فيه الصكوك الإسلامية بجميع أصوله وأحكامه، وتكتسب مشروعيتها التقنيية والتشريعية منه، وهذا هو تحدّي قانوني كبير أمام الصكوك في أفغانستان.

ومن الناحية التشريعية تواجه تفعيل الصكوك الإسلامية والتعامل بها أداة تمويلية جديدة؛ اختلافات شرعية وحملات شديدة من قبل الحريصين على الصيرفة الإسلامية ومعارضيهما وغيرهم من علماء الشريعة والقانون، إذ يبالغون أحياناً في تشددهم ويحرمون المنتجات المالية الإسلامية لأقل الشبهات، وبخاصة في البلاد التي كان لها شرف الإصدار ولم تأنس بالتعامل بهذه الأدوات الجديدة المالية الإسلامية حتى اليوم، وأحياناً يحرمون المصارف الإسلامية من أصلها ويتلقونها من منظور التجارب الغربية وإنجازاتها ويعيدونها شكلاً من الاستعمار، وأحياناً يختلفون في حكم إصدار المنتجات المالية الإسلامية من ناحية المذهب والفقهاء وغيرها (ابن شوك، عبدوس، 2020). وربما تكون من أبرز هذه التحديات التي ستواجه تفعيل وتطوير الصكوك الإسلامية في أفغانستان على غرار باقي الدول، هي الاختلافات الفقهية التي تواجه إصدار الصكوك الإسلامية اختلافات عميقة فقهية من قبل بعض المنتقدين والمتمسكين بمذهب فقهي خاص (الحنفية) الذين يرفضون الصكوك الإسلامية والمنتجات المالية الإسلامية بأنها مخالفة لآراء هذا المذهب ولايجوز الاستدلال بمذهب آخر في هذا المجال، مع أنه من خلال الرؤى الفقهية للمذهب الحنفي والتعمق فيها، يمكن الوصول إلى نتيجة موحدة تُسهم في تفعيل الصكوك وتطبيقها عملياً. ولاشك أن هذه الاختلافات الشرعية والقانونية تؤدي إلى فقدان الثقة

بالأدوات المالية الإسلامية الجديدة، ولاسيما الصكوك، مما يفضي إلى تراجع الإقبال عليها، تفعيلها، إصدارها وتحقيق خسائر أو انخفاض في الأرباح، وهذا هو تحدّي خطير وفجوة تشريعية عظيمة في الصكوك الإسلامية في أفغانستان؛ إذ يعني غياب الإطار القانوني والشرعي الذي ينظم عمل هذه الإصدارات الجديدة ويوحدها، وبخاصة بالنسبة إلى الاختلافات الشرعية التي تظهر من مدة إلى أخرى في شرعية بعض الصكوك الإسلامية في بعض البلاد الإسلامية التي تتعامل بالصكوك الإسلامية (بادا، 2021).

ويرى الباحث أن صدور قانون الصكوك، والقوانين الأخرى المتعلقة بها، واللوائح التنظيمية الخاصة وغيرها بما يتفق مع الشريعة الإسلامية؛ كلها ستعالج هذا التحدي، وتجعله سهلاً، وبه يتم تقليص الفجوة التقنية والتشريعية. وبما أن الدولة هي المستفيدة غالباً من الصكوك، فمن ثم لا بد من ألا تتأخر في مجال مشروع قانون وتخطيط رفع اختلافات الشرعية والمذهبية لحل هذا التحدي، إضافة إلى أن إصدار قانون الصكوك الأفغاني يتيح الفرصة للنظر في تهيئة البيئة القانونية والشرعية في أفغانستان بعامّة، وإمكانية تطبيقها وتداولها بخاصة.

يقترح الباحث سنّ قانون خاص بالصكوك الإسلامية، مع تنسيق الجهود بين وزارة المالية والبنك المركزي ووزارة العدل الأفغانية لاستكمال الإطار التشريعي المنظم لها، أو تضمين أحكامها ضمن فصل مستقل في قانون البنك الأفغاني أو القانون المدني، يتناول عقود التمويل الإسلامي وأدواته، ومنها الصكوك، بما يسهّل لأفغانستان إصدارها وفق إطار قانوني واضح ومنضبط. وإلى جانب قانون الصكوك الإسلامية، ينبغي أيضاً سنّ قانون سوق المال، وقانون سوق الأوراق المالية الإسلامية، وقانون المصارف الإسلامية، إذ إن هذه القوانين مترابطة ويكمل بعضها بعضاً، ولا يمكن تفعيل أيٍّ منها بصورة فعّالة دون وجود الإطار التشريعي المتكامل للآخرين.

الفرع الرابع: التحديات الاقتصادية والتمويلية

تمثل التحديات الاقتصادية قضية الضمانات المرتبطة بتلك الصكوك، حيث يثار الجدل فيها من حيث ضمان رأس المال والخوف الذي يرافق ذلك في ظل التوقعات الاقتصادية السلبية وارتباطها بالخسائر التي قد تترتب على ذلك، ومن ثم يحتاج إصدار الصكوك إلى بيئة

استثمارية مستقرة، ولا سيما أن مجال استخدامها يتطلب وجود مشاريع طويلة الأجل. وعلى رأي الباحث الباحث فإن ترغيب الممولين والأثرياء الأفغانين الذين يرغبون الاستثمار في هذا المجال بخاصة في بلدهم، ووعيهم الكامل، وكذلك الاقتراض من غير فائدة و الحصول على دعم مالي من المؤسسات والبنوك العالمية الإسلامية كالبنك الإسلامي للتنمية IDB، والبنوك التجارية (Charter Banks)، وصندوق النقد الدولي، والبنك الدولي، والاستعانة من البلاد الإسلامية الأخرى التي لها نجاح رائع في مجال الصكوك، هو الحل لهذا التحدي الاقتصادي والتمويلي (أحمد يوسف، 2025).

الفرع الخامس: التحديات المتعلقة بالتخصص والخبرة الفنية والمعرفة

من أهم تحديات تفعيل الصكوك في أفغانستان قلة المتخصصين والخبراء والعلماء في هذا المجال الخاص؛ لأن هذه الظاهرة لا تعمل من دون خبراء وفهم مسبق، وإصدار الصكوك وتوظيفها يحتاج فرقاً مؤهلة علمياً وعملياً. ويعتبر نقص الموارد البشرية المؤهلة من أبرز التحديات التي تواجه صناعة الخدمات المالية الإسلامية. وعلى الرغم من التطور السريع الذي شهدته هذه الصناعة في بعض الدول الإسلامية، إلا أنها لا تزال تعاني من نقص ملحوظ في الكوادر المدربة والمتخصصة في التعامل مع الأدوات المالية الإسلامية. ولا شك أن ضعف الكفاءات البشرية يشكل تهديداً من حيث المخاطر التشغيلية، كما أنه يعيق إمكانية تفعيل الصكوك وتطور تداولها (خطاب، 2009).

ويعد هذه من التحديات الكبيرة في هذا المجال، مع أن البيئة الأفغانية تبدو مستعدة لإصدار الأدوات المالية الجديدة، ولكن فيها ضعف في الجانب المعرفي عن الصيغ المالية الإسلامية بعامة، نظراً إلى حداثة وترسخ مفهوم أدوات المالية الربوية في المصارف التقليدية منذ تأسيسها عند كل الأجيال العاملة اليوم في القطاعات المختلفة، وقلة العناصر المؤهلة في مجال المصرفية الإسلامية، وبخاصة في نطاق إصدار الصكوك والتداول بها، حيث إنها من الأدوات المستجدة المالية من حيث التفعيل في البلاد الإسلامية، ويفتقر إصدارها إلى المتخصصين والخبراء في مجالها بخاصة، وفي الصيرفة الإسلامية بعامة (بادا، 2021). ويمثل غياب التثقيف والتدريب العاملين في مجال الصكوك الإسلامية تحدياً كبيراً، ويعد نقص في العمالة

المدرية عائقاً كبيراً يحول دون النمو والتوسع في هذه الصناعة المالية من عقد الندوات والمؤتمرات وورش العمل.

وبحكم مجال عمل الباحث في بيئة الدراسة يؤكد على توفر كثير من الكفاءات الأفغانية المتخصصة في مجال الأقسام سالفه الذكر، ولكن على مستوى موضوع الدراسة تحديداً لا كفاءات خبيرة في الجانب العملي، ومن الأنسب في المرحلة الأولى من حالات إصدار الصكوك أن يتم التعاقد مع خبراء من الدول التي لديها تجارب علمية وعملية ناجحة من مثل ماليزيا وغيرها لإصدار الصكوك، والعمل بخط مواز لتأهيل العدد الكافي من الفرق الوطنية لاكتساب الخبرة العلمية والعملية لإدارة المراحل اللاحقة (عجاج، 2019).

ويرى الباحث أهمية التخطيط في كيفية نشر المعرفة عن الاقتصاد الإسلامي بعامة، وعن الصكوك الإسلامية خاصة؛ لأنها تمس مصالح أغلب شرائح المجتمع عبر الوسائل المختلفة التواصلية والاجتماعية، واعتماد مناهج تعليم الاقتصاد الإسلامي في المؤسسات التعليمية (المدارس والجامعات) لتكون هي الأصل. ويلزم أن تكون الأرضية مهيأة للشباب لتعلم التخصص في مجال الأدوات المالية الإسلامية، ولا سيما الصكوك الإسلامية، وإرسالهم إلى الدول الإسلامية الأخرى (ماليزيا، البحرين، قطر، تركيا، الإمارات المتحدة العربية) للعودة إلى بلادهم بعد التعرف على تجاربهم والعمل في هذا المجال متخصصين وخبراء. أي إن حل هذا التحدي يكمن في دعم الفرق الأفغانية بالتعليم والتدريب المكثف، والاستعانة بالخبرات من الدول الإسلامية، وبخط مواز التركيز على نشر المعرفة عن الصكوك بخاصة وعن المالية الإسلامية بعامة، وحث المنابر العلمية والإعلامية والاجتماعية للمساهمة في ذلك، وهذه فرصة عظيمة لأفغانستان في هذه الظروف والحالات.

وكذلك لسد نقص الخبرة الفنية في إنتاج الصكوك في أفغانستان، يمكن لوزارة المالية والبنك المركزي الأفغاني ووزارة العدل الأفغانية ودوائر الأخرى الحكومية، توظيف خبير تقني من خلال الدعم المالي للبنك الإسلامي للتنمية، صندوق النقد الدولي، والبنك الدولي والمؤسسات العالمية للتقنية المالية، ويجب أن تزيد هذه الخبرة من قدرة المهنيين الأفغاني.

الفرع السادس: التحديات التنظيمية والمؤسسية

تفتقر الصكوك الإسلامية لمؤسسات البنية التحتية المسيرة من مثل أنظمة التداول والتسوية ومؤسسات تقييم الإصدارات، بالإضافة إلى افتقارها لمفهوم الهندسة المالية الإسلامية والسوق النقدية المالية الأولى والثانوية، والمصرف المركزي، والمصرف الإسلامي، وشركة التأمين التكافلي، وشركة الوساطة المالية، والشركة ذات الغرض الخاص، ومركز المعلومات الائتمانية، ووكالة التقييم، ودارسات الجدوى، وتقييم الأصول العقارية، ومؤشر تسعير الأوراق المالية، ووكالة التصنيف الائتماني، ومركز إدارة السيولة، والجهة المختصة (المحكمة القضائية) لفض المنازعات، ومكتب المراجعة المالية والتدقيق الشرعي الخارجي، وكذلك تحتاج إلى تكامل وكفاءة النظام التقني (البرامج والأجهزة والمعدات المختلفة والحديثة والشبكات والمنظومات والتطبيقات) الذي يستخدم في عمليات تفعيل وتطبيق الصكوك التي تشمل منظومات مرخصة تستوعب آلية تطبيق الصكوك في جميع المراحل من الإصدار إلى الإطفاء حسب متطلبات البيئة الأفغانية (حسن النجار، 2021).

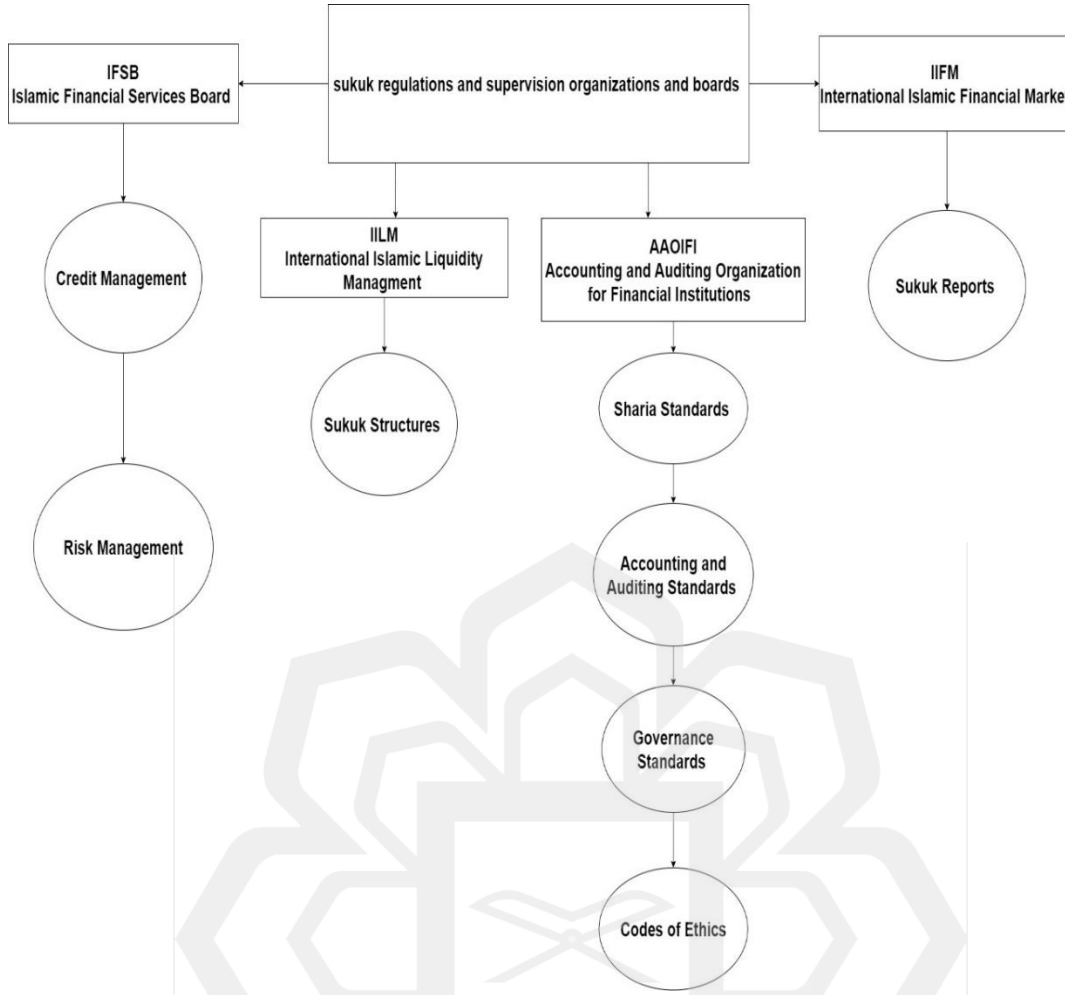
ومن الضروري، قبل إصدار الصكوك الإسلامية، إجراء تصنيف ائتماني لها من قبل وكالات تصنيف ائتمانية دولية، بالإضافة إلى الحصول على مشورة من صندوق النقد الدولي ومؤسسات مالية دولية أخرى، حيث يهدف هذا الإجراء إلى تقليل المخاطر والمخاوف المرتبطة بالاككتاب في بعض الإصدارات. ومع ذلك، فإن هذه العملية تتطلب تكاليف كبيرة على حاملي الصكوك، مما يؤدي إلى تقليص العوائد المتوقعة بشكل ملحوظ (حطاب، 2009). ومن ثم يحتاج تفعيل الصكوك أساسًا إلى تصنيف البيئة التنظيمية والمؤسسية، أي البيئة الشرعية ومؤسساتها، البيئة القانونية ومؤسساتها، البيئة المالية ومؤسساتها، كفاءة الموارد البشرية، كفاءة الأنظمة المعلوماتية والتقنية (حوات، 2021).

ويرى الباحث أن مقترح الحل لهذا الجانب بخصوص إصدار الصكوك أن يكون بدراسة جانب المخاطر بشكل دقيق وكامل، وأن يتم اعتماد الضمانات اللازمة لجميع الجوانب ومع مؤسسات التأمين والضمان التي ملأها كبيرة وموثوق بها، والتحوط من المخاطر لتعميم الصكوك وترويجها على نطاق واسع والاستفادة من نظام التأمين التكافلي.

ويتوقع أن يبدأ بإصدار الصكوك المحلية في البداية (تداول داخل أفغانستان فقط)، فلا يشترط توفر وكالات تصنيف عالمية؛ للحد من التكاليف، فتقوم بمهمة التصنيف وكالات محلية أو المصرف المركزي، من مثل صكوك قصيرة الأجل، وصكوك القطاع الخاص وغيرها، وأن تقوم الدولة بتوفير الأنظمة المذكورة والاستفادة منها لتنصيب آلية تفعيل وتطبيق الصكوك في النظام المالي.

وكذلك يقترح الباحث على الحكومة الأفغانية الاستعانة من الدول الأخرى والمنظمات العالمية والمؤسسات المالية والمصارف الإسلامية المتطورة مثل بنك إسلام ماليزي في مجال تفعيل الصكوك وآلية تطبيقها، ومن أهمها (أيوفي) هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، والمجلس العام للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، والسوق المالية الإسلامية الدولية، والوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف، ومركز إدارة السيولة الإسلامية، ومجلس الخدمات المالية الإسلامية، والبنك الإسلامي للتوسعة، وأكثر المراكز الرئيسة لهذه المؤسسات في ماليزيا والبحرين، نظرًا إلى وجود مؤسسات مالية أخرى لها علاقة مباشرة بصناعة المالية الإسلامية من جهة، ومن جهة أخرى نظرًا إلى اهتمام المسؤولين والجهات الرسمية في البلدين بالاقتصاد الإسلامي وتطوير بيئة العمل، ويمكن لأفغانستان أن تتعامل مع هذه المؤسسات حسب الحاجة إليها ولطبيعة نشاطها، وذلك إما بأن تكون عضوًا رسميًا فيها، أو بطلب تقديم الخدمة والاستشارات منها (عجاج، 2019).

والرسم التالي رقم (17) يبين بعض المؤسسات المالية الإسلامية العالمية التي يمكن أن تساعد أفغانستان في مجال تفعيل الصكوك وتداولها.



كما أنّ المؤشرات الاقتصادية والاجتماعية في أفغانستان، مثل ارتفاع معدلات البطالة وانتشار الفقر وضعف التنمية، تفرض الحاجة الملحة إلى تفعيل الصكوك كآلية مالية وأدوات تمويلية تتيح توظيف الموارد وتوجيهها نحو دعم الاقتصاد الوطني ومعالجة تلك التحديات البنيوية.

الجدول رقم (18) يوضح المؤشرات الاقتصادية والاجتماعية الكبرى لأفغانستان خلال خمس سنوات (2020 – 2024).

عام	معدل البطالة %	نسبة الفقر %	نصيب الفرد من الدخل (US)	الناتج المحلي الإجمالي (US \$)	معدل التضخم %	الصادرات الكلية US \$	الواردات الكلية US \$	رصيد الميزانية (مليار أفغاني)
2020	11.7	50.8	510.79	20.09 مليار	5.6%	2.08 مليار	7.24 مليار	428
2021	11.99	58.8	356.50	17.15 مليار	7.8%	2.05 مليار	5.29 مليار	473
2022	14.10	64.9	357.26	14.497 مليار	10.6%	2.67 مليار	7.90 مليار	231.4
2023	13.99	62.3	413.76	17.15 مليار	- 7.7%	2.89 مليار	8.70 مليار	229.2
2024	13.30	64.9	420	20.7 مليار	- 6.6%	1.803 مليار	١٠.619 مليار	335

(World Bank, 2024)

إن المؤشرات الاقتصادية المذكورة أعلاها، مثل ارتفاع معدلات البطالة والفقر والتضخم، وضعف الناتج المحلي الإجمالي، واختلال الميزان التجاري نتيجة كثرة الواردات وقلة الصادرات، فضلاً عن تقليص الميزانية العامة، تعكس هشاشة البنية الاقتصادية في أفغانستان، وهو ما يمثل تحدياً جوهرياً أمام إمكانية إصدار الصكوك الإسلامية وتفعيلها بفاعلية.

المطلب الثاني: الفرص لتفعيل الصكوك في أفغانستان

تُعَدّ الصكوك الإسلامية فرصة استراتيجية للاقتصاد الأفغاني، إذ تتيح تعزيز القدرات التمويلية من خلال تعبئة المدخرات المحلية وجذب رؤوس الأموال الأجنبية، بما يخفف من الاعتماد على القروض التقليدية ويحقق تنوعاً في مصادر التمويل. كما تمثل مجالاً واعدًا لبناء إطار قانوني ومؤسسي متكامل عبر سنّ تشريعات متخصصة وتأسيس هيئات رقابية وشرعية وشركات ذات غرض خاص، الأمر الذي يرسخ الشفافية والثقة في إصدار الصكوك وتداولها (براني، 2021).

وتتجلى أهمية الصكوك في أفغانستان بالطلب المتزايد على الأدوات المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية. وانطلاقاً من ذلك، فقد سعت حكومة جمهورية أفغانستان الإسلامية في وقت سابق، وتتواصل حكومة إمارة أفغانستان الإسلامية حالياً، إلى اعتماد الصكوك كأداة تمويلية لتحقيق أهداف استراتيجية أبرزها تمويل الإنفاق العام، وتطوير البنية التحتية، وتعزيز الاكتفاء الذاتي وتقليل الاعتماد على القروض الخارجية، وإدخال النقد الخامل في الدورة الاقتصادية، فضلاً عن دعم التنمية الاقتصادية والاجتماعية. وبذلك، تمثل الصكوك أداة فعّالة يمكن أن تسهم في تحقيق التنمية المستدامة في أفغانستان، غير أن تفعيل هذه الإمكانيات في البداية يتطلب من وزارة المالية والبنك المركزي والدوائر الحكومية الأخرى ذات الصلة إنشاء إطار قانوني وتنظيمي وفني متكامل يرسّخ أسس صناعة الصكوك داخل البلاد (سليمة، نعيمة، 2020).

إن تفاقم معدلات البطالة والفقر وضعف المؤشرات الاقتصادية والاجتماعية في أفغانستان لا يمثّل عائقاً أمام عملية الإصدار فحسب، بل يعكس في الوقت نفسه حاجة ملحة إلى تبني أدوات تمويلية بديلة قادرة على مواجهة هذه التحديات. وفي هذا السياق، يمكن أن تشكّل الصكوك الإسلامية خياراً استراتيجياً لتحويل هذه التحديات إلى فرص للنمو الاقتصادي والتنمية المستدامة، من خلال تعبئة الموارد المحلية وتوجيهها نحو القطاعات الحيوية ذات الأولوية (بومرقة، دميري، 2023).

المطلب الثالث: الإطار النظري والعملي لإصدار الصكوك وآليات تطبيقها في أفغانستان

خصص الباحث هذا المطلب لعرض خطوات إصدار الصكوك المطلوب إصدارها في أفغانستان، وأهمها دراسة الجدوى من إصدار الصكوك، والاستناد إلى عقد شرعي أو أكثر من صيغ التمويل والاستثمار الإسلامية، وتعيين نوع الأصول وحجمها التي يراد تصكيكها، وإعداد الهيكل التنظيمي الذي يمثل آلية الاستثمار، ودراسة المسائل القانونية والإجرائية والتنظيمية، وتعيين النظام أو اللوائح التي تحدد حقوق وصلاحيات وواجبات الجهات ذات الصلة، وتضمن ذلك في نشرة الاكتتاب وتوجهه إلى المكتتبين.

والشكل الآتي رقم (19) يبين المراحل والخطوات الإجرائية والفنية لعملية الصكوك الإسلامية



(مبروك، 2020).

الفرع الأول: دراسة الجدوى الاقتصادية والشرعية لإصدار الصكوك

عملية حشد وتجميع البيانات والمعلومات المالية والاقتصادية والفنية عن المشروع والأصول والمخاطر المتوقعة وكيفية إدارتها وطرح الحلول البديلة لها ودراسة السوق والمنافسين فيه، فيتم التخطيط للمشروع وتوضيح كيفية ومتطلبات تنفيذه.

وتشمل دراسة الجدوى الاستفادة من أهل الخبرة والمتخصصين والاعتماد على اقتراحاتهم في تمويل أي مشروع، وتشمل الجانب الاستثماري والتسويقي (فحص هيكل السوق، تحليل الطلب والعرض، تقدير سهم المشروع وحجم السيولة في السوق)، وفي الجانب الفني تشمل

(تقدير تكاليف المشروع والدارسة الهندسية)، وفي جانب التمويل الداخلي تشمل أموال الملاك، وفي جانب التمويل الخارجي تشمل تمويل المؤسسات، وكذلك تتيح دراسة الجدوى الفرصة لدراسة مدى صلاحية المشروع الاقتصادية ومدى قدرتها على أن يدر عائدا مناسباً، ومدى تطابق المشروعات مع المعايير الشرعية، وبموافقة هيئة الرقابة الشرعية (القره داغي، 2010).

الفرع الثاني: إنشاء شركة ذات الغرض الخاص (SPV)

والغرض منها القيام بعملية التصكيك، وتكتسب الشخصية الاعتبارية أو الحقوقية من تاريخ قيدها في السجل التجاري، وتكون مستقلة عن الجهة التي أنشأتها ذمة، ومنفصلة عنها إدارياً، ويمكنها ممارسة عدة أعمال في حين واحد، ولها شروط وأغراض وبيانات التي يحددها قانون الصكوك في كل بلد، ولها نماذج بيانات التأسيس وكذلك نماذج لبيانات الجهات المؤسسة للشركة ذات الغرض الخاص (محمد علي، 2014).

الفرع الثالث: إعداد الإطار لإصدار الصكوك

تقوم الجهة المصدرة للصكوك بإعداد مسودة مبدئية عن الصكوك المراد إصدارها التي تشمل التأكد من وجود مستشار شرعي ومتخصص وخبير للإشراف على عملية الإصدار، والتزام هذه الجهة بأحكام الشرعية الإسلامية، وصحة البنية المطلوبة (الإدارية والتشغيلية) لإصدار الصكوك، ومعرفة نوع الصكوك والعقد القائمة عليها لتفادي الثغرات القانونية، ويلزم إدراج الصيغة المعبرة عن إرادة المتعاقدين في إبرام العقد؛ لأن لها أهمية خاصة عند حدوث المنازعات والاختلافات، وفي نشرة الإصدار وهي وثيقة قانونية، بما أنها تشتمل عقد الصكوك وتتضمن ما يسميه القانون "البيانات الأساسية" (الفتلاوي، الساعدي، 2022).

الفرع الرابع: إعداد نشرة الاكتتاب

تستعمل لطلب تسجيل الصكوك مطابقاً لقانون الصكوك، وهي تتضمن جميع المعلومات المحددة حسب متطلبات وشروط قواعد التسجيل والإدراج الصادرة عن هيئة سوق

المال، ومن شأنها تمكين المستثمرين من إجراء تقييم للوضع المالي للمصدر وتوقعاته المستقبلية والحقوق المتصلة بالصكوك المطروحة، وذلك وفق الإصدار أو طبيعة تلك الصكوك. كما يجب أن تتضمن النشرة بيانات الأشخاص المسؤولين عنها، من مثل المصدر نفسه وأعضاء مجلس الإدارة، ووكيل الاكتتاب إن وجد، وأي شخص آخر ذي صلة أو أسهم في محتويات نشرة الاكتتاب، ومن أهم الشروط التي يجب تنصيصها في نشرة الاكتتاب "الالتزام بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية ووجود هيئة شرعية تعتمد آلية الإصدار وتراقب تنفيذها طوال عمر الصكوك" (مشعل، حجل، 2018).

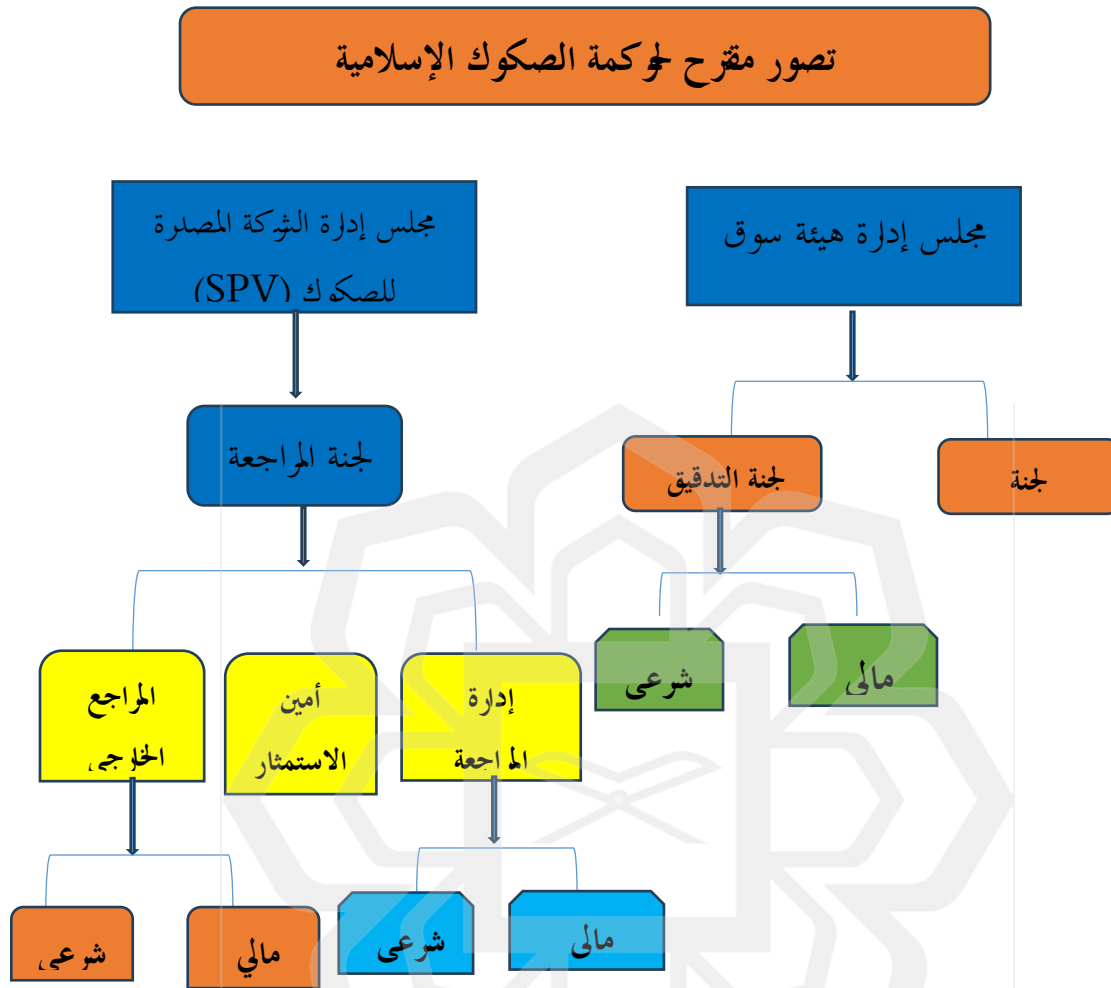
الفرع الخامس: استصدار الموافقات الشرعية والقانونية

ويلزم أن يكون جميع الشروط، والإجراءات والطلبات في كل مراحل التصكيك تطابق الشريعة والقانون، ولا سيما مرحلة الإصدار ونشرة الاكتتاب وما يتضمنهما، وكذلك التصنيف الائتماني الذي هو من أهم الأعمال التي يتطلب اعتمادها عند إصدار الصكوك، ويستخدم لتقييم الصك والجهة المسؤولة عن إصداره مما يساعد المستثمرين على اتخاذ قرار الاستثمار من عدمه لتجنب حدوث الأزمة المالية، وتطابق أحكام الشريعة، والتقييم يصدر من شركة متخصصة محلية أو دولية أو من المصرف المركزي وفق شروط هيئة الرقابة على الأسواق المالية (مشراوي، 2021).

وهنا تبرز الدعوة إلى تأسيس جهات تصنيف محايدة تتولى النظر في مدى مطابقة الصكوك لأحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها، ويكون التصنيف الائتماني مهم وضروري في حالة الإصدارات الدولية لغايات التسويق للصكوك، أما الإصدارات المحلية فيمكن الاستغناء عنه (كهينة، حياة، 2021)، ويقال لهذه الخطوة، الحكومة الشرعية على الصكوك.

تُعد الحوكمة الشرعية من الركائز الأساسية في هيكلة الصكوك الإسلامية، إذ تمثل إطارًا تنظيميًا يحكم العلاقات بين الأطراف الرئيسة المشاركة في عملية الإصدار منذ المراحل الأولى وحتى مرحلة الإطفاء. وتهدف هذه الحوكمة إلى ضمان الامتثال لأحكام الشريعة الإسلامية، وتحقيق مبادئ العدالة والشفافية والاستقلالية في القرارات ذات الصلة، وذلك تحت إشراف ومتابعة الهيئة الشرعية التابعة للمؤسسة المصدرة للصكوك.

الشكل التالي رقم (20) يوضح تصور مقترح لحكومة الصكوك الإسلامية



الفرع السادس: مرحلة الاكتتاب والإصدار الفعلي للصكوك

يقدم طلب لإصدار الصكوك إلى الهيئة وفق النموذج المعد لهذا الغرض شاملاً وصفاً للصكوك المراد إصدارها أو طرحها، وبيان نوع الاكتتاب أي العام أو الخاص مع بيان تاريخ فتح وإغلاق باب الاكتتاب المتوقع، والأهداف الأساس من إصدار الصكوك، وتقدير الرسوم والتكاليف والنفقات لعملية الإصدار وما يتبعها من معالجات لازمة، ويجب أن يلي طلب الإصدار الأحكام والشروط الخاصة باستهلاك الصكوك، ولو كانت الصكوك قابلة للتحويل إلى الأسهم فيلزم أن يبين طلب الإصدار الأحكام والشروط الخاصة بالتحويل إلى أسهم وآلية ذلك، والبيانات والمعلومات الخاصة بالمصدر والملتزم ووكيل الاكتتاب ومستشار

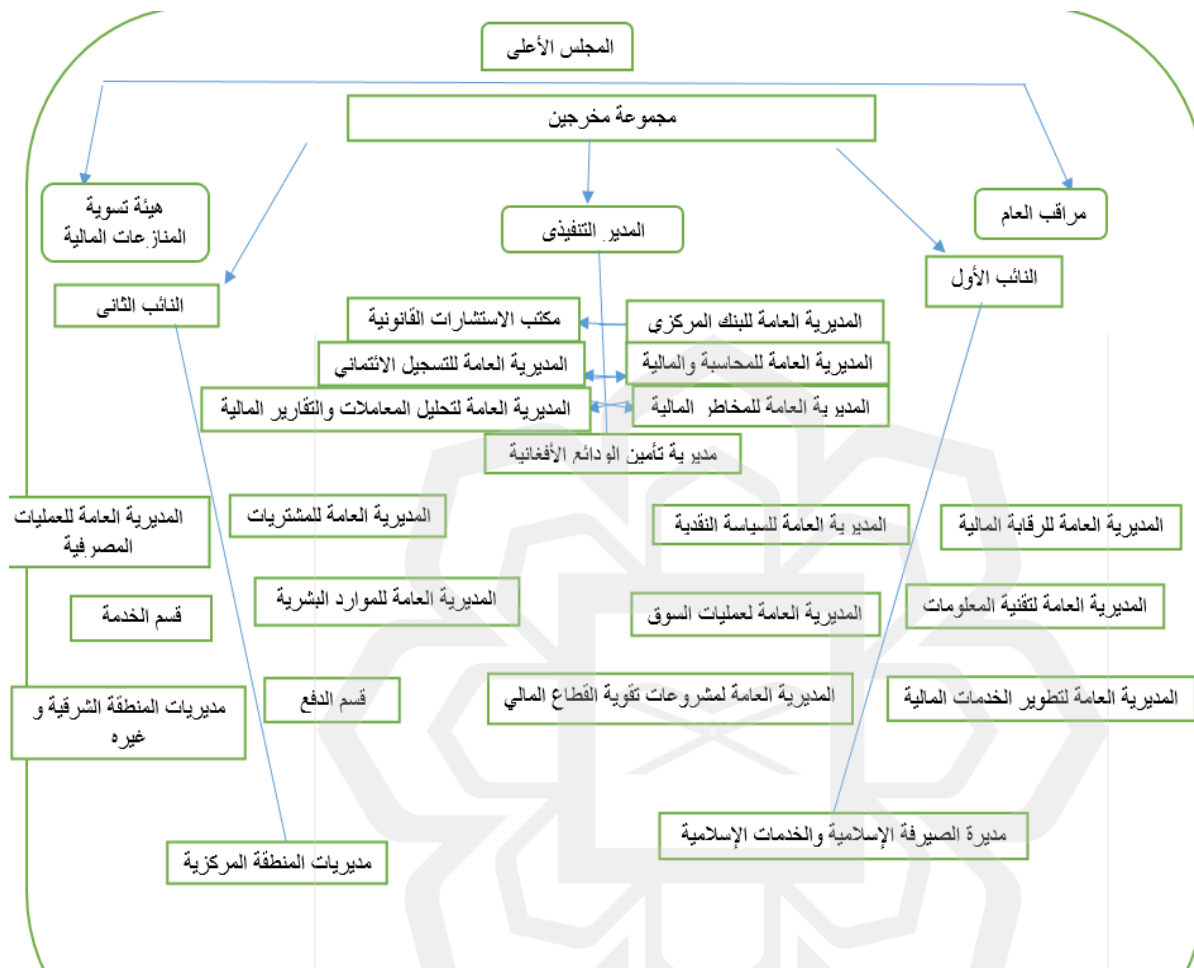
الاستثمار والضامن ووكالة التصنيف الائتماني، والضمانات العينية والشخصية إن وجدت وأي إجراءات قانونية من قبل أو ضد المصدر أو الملتزم والكفيل في حالة أي إصدار مضمون للصكوك وأي معلومات إضافية تطلبها الهيئة الأسواق المالية، وطلب الإصدار يجب أن يكون من قبل الشخص المفوض من طرف المصدر، ويرفق معه المستندات المهمة من مسودة نشرة الاكتتاب المقترحة وفق النموذج المعتمد لدى الهيئة، ونسخة من أنموذج طلب الاكتتاب، ونسخة من الاتفاقيات القائمة أو التي ستبرم بين المصدر وجميع الأطراف ذات الصلة بعملية الإصدار لغرض إصدار الصكوك، ونسخة من عقد الشركة للمصدر والملتزم والكفيل إن وجد، ونسخة من شهادة السجل التجاري أو الترخيص التجاري أو ما يعادلها من مستندات للمصدر والملتزم والكفيل إن وجد، ونسخة من عقد الشركة التي تخضع أسهمها لحقوق التحويل إن وجدت، ونسخة من تقرير التصنيف الائتماني، وتقرير من مقوم أصول في حالة الاكتتاب في الصكوك عن طريق تقديم حصة عينية و غيرها (غرداوي، 2024).

الفرع السابع: التنفيذ وآلية تطبيق الصكوك

سواء كانت من جانب الحكومة أم الشركة أو المؤسسات المالية الإسلامية والبنوك، وآلية تطبيق الصكوك تختلف باختلاف نوعها من حيث الهيكل لا من حيث الشروط والماهية العامة، وكذلك تختلف من حيث نوع العقد وماهيته (السعدي، الجباسة، 2022). وتجدر الإشارة إلى أنه لم يتم إصدار الصكوك وتداولها في أفغانستان بعد، إلا أن الحكومة السابقة الجمهورية التي عقدت مؤتمرات وندوات واجتماعات مختلفة في البنك المركزي ووزارة المالية الأفغانية لإبداء آراء العلماء في إصدار الصكوك وتداولها وكيفية تمهيدها، وأجروا اجتماعات مختلفة مع الوفد الماليزي للاستفادة من التجربة الناجحة لماليزيا في مجال إصدار الصكوك وتداولها، ومع الأسف لم تكتمل بسبب تغيير الحكومة والنظام السياسي.

ويعد إصدار الصكوك أولاً من اختصاص البنك المركزي الأفغاني مع دعم وزارة المالية ومساندتها؛ بناء على ذلك رسم الباحث خريطة إدارة البنك المركزي الأفغاني حتى يوضح بأن إصدار الصكوك الإسلامية وتداولها من صلاحية أية إدارة من إدارات البنك المركزي في البداية.

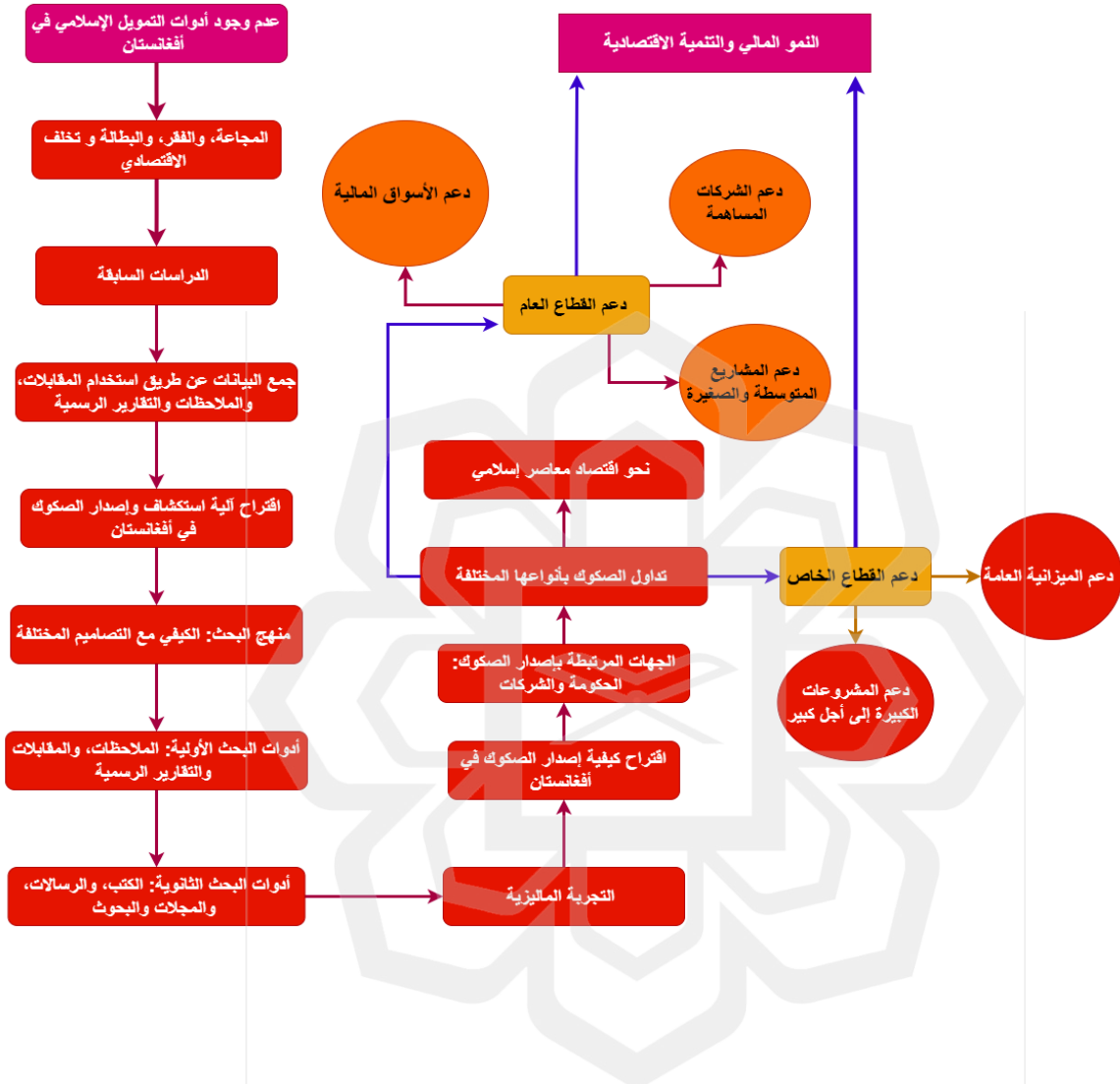
والرسم التالي رقم (21) يبين التشكيلات العامة للبنك المركزي الأفغاني (د أفغانستان بنك)
وإداراتها المهمة



(د أفغانستان بنك، 2020).

وجدير بالذكر، أنه من الناحية الإدارية يدخل تفعيل الصكوك في إطار النيابة الأولى تحت المديرية العامة لتطوير الخدمات المالية، وإصدار الصكوك من جملة وظائف هذه الإدارة في البنك المركزي مع مساندة الوزارات الأخرى كوزارة المالية من ناحية الدعم المالي، ووزارة العدل من ناحية تشريع قانون تفعيل الصكوك الإسلامية وتداولها في السوق المالية، ووزارة الإعلام والثقافة في مجال الإعلام ووزارة الاتصالات والتكنولوجيا في مجال التكنولوجيا والتقنية.

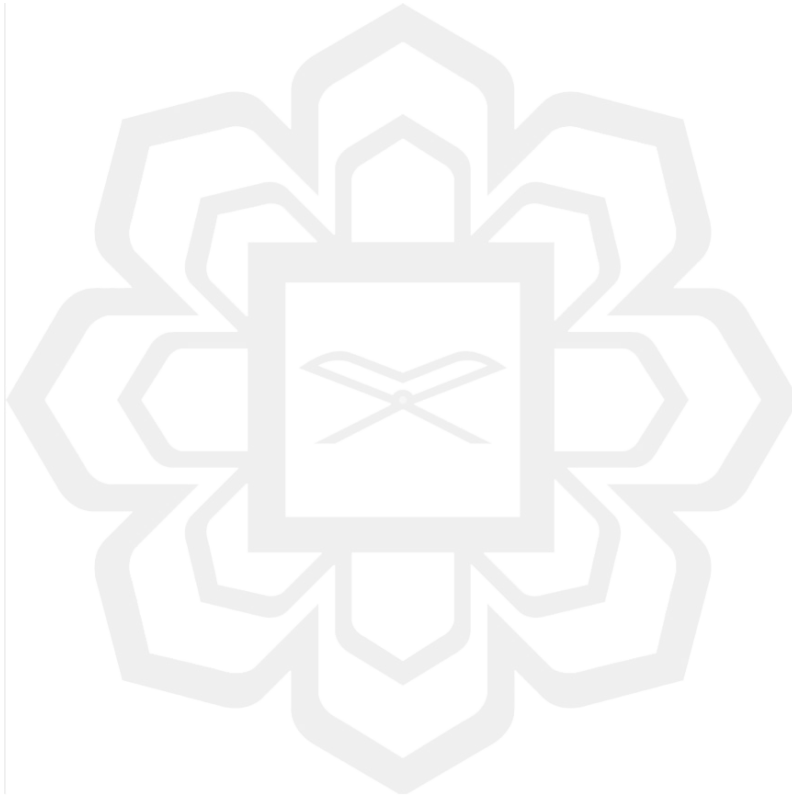
والخريطة التالية رقم (22) تبين إطار البحث النظري لآلية تفعيل الصكوك الإسلامية في
أفغانستان



وبعد مراجعة الدراسات السابقة والإطار النظري للصكوك، يهدف هذا البحث – كما هو واضح من المخطط التنظيمي – إلى اقتراح آليات تفعيل الصكوك وتطبيقها في أفغانستان في ضوء التجربة الماليزية في استثمار الصكوك في القطاعات الاقتصادية المختلفة، سواء كانت قطاعاً خاصاً (دعم المشروعات الصغيرة والمتوسطة، دعم الشركات المساهمة، دعم الأسواق المالية الإسلامية) أم قطاعاً عاماً (الميزانية العامة، المشروعات الكبيرة)، وهذه كلها تؤدي إلى التنمية الاقتصادية، والحد على الفقر والبطالة، والتخفيف في الأزمة المالية، والمساهمة

في إنشاء نظام اقتصادي معاصر بما يتفق وأحكام الشريعة الإسلامية، فما أجمل أن تكون الغاية المقصودة ووسيلة تحقيقها مشروعة ومعتبرة.

وفي ظل هذا الإطار يأتي البحث للكشف عن مدى أهمية تفعيل الصكوك الإسلامية وتداولها، ودورها في تحقيق التنمية المالية أو التطور الاقتصادي المطلوب، كما يسهم في إيجاد أدوات وصيغ تمويلية واستثمارية جديدة إسلامية بديلة من الصيغ والأدوات التقليدية المتسببة في الأزمة المالية المعاصرة، وهذا هو الهدف الأسمى للدراسة.



الفصل الرابع: منهجية البحث

يتناول هذا الفصل عرض المنهجية العلمية التي اعتمدت عليها الدراسة في تحقيق أهدافها والإجابة عن تساؤلاتها البحثية. ويشمل الفصل توضيح المنهج والأسلوب الذي تم اتباعه، مع تحديد مجتمع الدراسة والعينة وخصائصها. كما يستعرض أنواع البيانات المستخدمة، وأدوات جمعها، وتصميم البحث المعتمد، بالإضافة إلى الأساليب الإحصائية والتحليلية التي استخدمت لمعالجة البيانات وتفسير النتائج. ويهدف هذا الفصل إلى وضع أسس علمية وإجرائية تضمن مصداقية وموضوعية النتائج المستخلصة في الفصول اللاحقة.

المبحث الأول: المنهج والأسلوب ومجتمع وعينة البحث

ويتطرق الباحث في هذا المبحث إلى بيان تعاريف المنهج والأسلوب ثم بيان مجتمع البحث وعينته في المباحث العلمية.

المطلب الأول: المنهج العلمي وأسلوب البحث

المنهج (Method) هو السبيل الذي يمكن أن يسلكه الباحث إلى الغرض الذي يهدف إليه بحثه، وأما كلمة الأسلوب باللغة الإنجليزية (Approach) تعني السبيل أو الطريق، و هو " الكيفية أو الطريقة التي يتبعها الباحث في دراسة المشكلة أو القضية موضوع البحث، و هو يجب على الكلمة الاستفهامية: كيف؟ " (القاسم، 2021).

وبسبب التقدم العلمي وتنوعه، والتطورات التقنية، وتوسع العلوم المختلفة؛ ظهرت أساليب بحث مختلفة ومتنوعة في كل مجال، سواء كان في مجال العلوم الطبيعية أم العلوم الاجتماعية، وبناء على ذلك، يجب في أي بحث يتم إجراؤه أن يكون مبنياً على الأساليب العلمية المعاصرة من أجل زيادة مكانته العلمية وقيمتها من جهة، وليمكن الباحث من استكمال مناقشته العلمية وتحقيقه بأفضل شكل وأسهل طريقة من جهة أخرى (عبيدات، آخرون، 1999).

وكتابة البحث بطريقة علمية ومعاصرة تجعل القراء أكثر اهتمامًا به، ويقرؤونها بصدق ورغبة وافرة، فهي تضيف في قيمتها الاجتماعية، ومن أشهر الأساليب المعاصرة في البحوث العلمية الأسلوبان الكيفي (Qualitative)، والكمي (Quantitative)، وبخاصة في مجال العلوم الاجتماعية، وقد شرح القاسم في مقالها "الفوارق بين المناهج الكيفية والمناهج الكمية في البحوث الاجتماعية: دراسة لتحقيق التكامل البحثي بين المنهجين) الأسلوبين والفوارق بينهما لاجابة لذكرها نأا للتجنب عن إطالة الكلام (القاسم، 2021).

وقد عرف البحث الكيفي (Qualitative Research) بأنه يعتمد على دراسة الظاهرة في ظروفها الطبيعية بوصفها مصدرًا مباشرًا للبيانات وتستخدم بياناته الكلمات والصور لا الأرقام، ويعتمد في جمع بياناته على الملاحظة بالمشاركة (Observation) وإجراء المقابلات المتعمقة (An- In- Depth Interviews) وفحص وتحليل الوثائق (Document Analysis)، وهو منهجية في البحث في العلوم تركز على وصف الظواهر والفهم الأعظم لها، والسؤال المطروح في البحث الكيفي سؤال مفتوح النهاية ويهتم بالعملية والمعنى أكثر من اهتمامه بالسبب والنتيجة، وهو المنهج الذي يزيد فهمنا لتقديم تفسير الأشياء والظواهر الاجتماعية كما هي عليه في عالمنا الاجتماعي (العبد الكريم، 2013). و هو إجراء دراسات بحثية اعتمادًا على الملاحظات الميدانية والمقابلات للحصول على المعلومات من دون اللجوء إلى الاستخدامات الإحصائية، ويتطلب ذلك في أغلب الأحيان مشاركة أفراد المجتمع في الفعاليات البحثية التي يمارسها الباحث العلمي (الحمداني، 2006).

والبحوث الكيفية من البحوث الاجتماعية العلمية التي تفترض وجود حقائق وظواهر اجتماعية يتم بناؤها من خلال وجهات نظر الأفراد المعنيين والجماعات المشاركة بالبحث. ويتوجه الباحث في هذا النوع من البحوث عادة نحو عينة مقصودة (Purposeful Research Sample) في جمع البيانات لتحقيق أهداف البحث من خلال أدوات فعالة غير محكمة البناء من مثل الملاحظة المشاركة، والمقابلات المعمقة، والوثائق والسجلات الأولية المرتبطة بالموضوع (قنديليحي، 2012).

ولا يهدف البحث الكيفي عادة إلى تعميم النتائج، بل إلى توسيع نتائج حالة المبحوثة لاحتمالات الاستفادة منها في مواقف وحالات أخرى حيث تكمن قيمة الدراسة الكيفية في التعميم (قنديليجي، 2012).

ويعتمد البحث الكيفي أيضاً على دراسة وقراءة البيانات والأحداث بأسلوب غير كمي، حيث لا يتم تحويل البيانات إلى أرقام كما في حالة البحث الكمي، وإنما يتم الحصول على النتائج من واقع ملاحظة وتحليل الأحداث والمواقف والصور والوثائق والاتصالات اللفظية وغير اللفظية (Verbal and Non-Verbal Communications)، (القاسم، 2021).

ووفق طبيعة هذا البحث وموضوعه وعنوانه، يتبع الباحث في إعداد الأسلوب الكيفي النوعي؛ لأنه وجده الأنسب لكتابة بحثه وتوضيح مفاهيم محاوره واستيعاب فكرته، كما تبين للباحث أنه يحتاج لأكثر من منهج وأداة لجمع وتحليل البيانات والمعلومات من المصادر الأولية والثانوية لمعرفة واستكشاف آليات تفعيل الصكوك، وكيفية استخدامها للتنمية الاقتصادية، لصياغتها ووصفها وتشكيلها في نموذج مطور يتلاءم مع البيئة القانونية والتشريعية والتنظيمية والثقافية في أفغانستان.

فمن المعلوم أن المصادر الثانوية تتكون من المراجع العامة المتخصصة، والأبحاث العلمية، والكتب، والرسائل، والدوريات، ومواقع الشبكة، أما المصادر الأولية فتظهر من خلال إجراء المقابلات الشخصية مع بعض الخبراء المتخصصين، إضافة إلى التوصل بالملاحظات والتقارير الرسمية التي يتم إعدادها لأغراض هذا البحث والتقييمات، ثم تفرغ، وترميز وتحليل البيانات المجمعة.

المطلب الثاني: مجتمع البحث

يمثل مجتمع البحث مجموعة من العناصر المحددة مسبقاً، سواء كانت منتهية أو غير منتهية، والتي تُعتمد عليها الملاحظات (قنديليجي، 2012). كما يمكن تعريفه بأنه جميع الأفراد أو الأشياء أو الأشخاص الذين يشكلون موضوع مشكلة البحث، أو جميع العناصر المرتبطة بمشكلة البحث التي يسعى الباحث إلى تعميم نتائج دراسته عليها؛ لذا قام الباحث بتحديد مجموعة من الجهات الحكومية والمصرفية والعلمية لتكون مجتمع البحث، وتشمل هذه

الجهات :المصرف المركزي الأفغاني (د أفغانستان بنك)، والمصرف الإسلامي الأفغاني (بنك إسلامي أفغانستان)، ووزارة المالية الأفغانية، ووزارة العدل الأفغانية، وأكاديمية أفغانستان للعلوم، إضافة إلى عدد من الخبراء والمتخصصين في المجالات ذات الصلة. وقد استند اختيار هذه الجهات إلى طبيعة العلاقة المباشرة التي تربط المصرف المركزي والمصرف الإسلامي بعمليات إصدار الصكوك، والعلاقة الوثيقة بين وزارة المالية ودور الصكوك في تمويل المشاريع الحكومية ودعم القطاع العام، إلى جانب الصلة التشريعية التي تجمع وزارة العدل بعملية تقنين وتنظيم الصكوك، فضلاً عن الدور العلمي والشرعي الذي تضطلع به المراكز الأكاديمية والخبراء في التأكد من توافق آليات التصكيك مع الضوابط الشرعية والقواعد الفقهية، ودراسة آثارها الاقتصادية والمالية.

المطلب الثالث: طريقة اختيار العينة وحجمها وخصائصها

يسعى الباحث إلى إشراك جميع أفراد المجتمع في تطوير بحثه، ولكن الصعوبة تكمن في أن عدد أفراد المجتمع قد يكون كبيراً، فلا يستطيع إشراكهم جميعاً، لذا يلجأ إلى اختيار مجموعة جزئية متخصصة من مجتمع البحث تسمى (عينة البحث)، فيمكن تعميم نتائج تلك العينة على المجتمع بأكمله وعمل استدلالات حول معالم المجتمع. ويجب أن تكون عينة البحث ممثلة لجميع خصائص المجتمع الأصلي، ومن فوائد استخدام العينات اختصار للوقت والجهد والتكاليف، والحاجة إلى الوصول إلى نتائج سريعة لاتخاذ قرارات ضرورية، والرغبة في الوصول على نتائج دقيقة ذات ثقة عالية (Accurate and High Confidence Outcome) (الأسود، 2019). ويشترط أن تكون اختيار العينة في إطار مناسب (Suitable Frame)، وأن تكون بعيدة عن الانحياز (Bias) والمحاباة (Favoritism)، وتمثل مجتمع البحث الأصلي تمثيلاً صادقاً دقيقاً، وتكون خواصها قريبة من خواص مجتمع البحث الأصلي، ويلزم تحقيق التجانس بين مختلف مكونات مجتمع البحث الأصلي، وتلائم حجم العينة ونوعها مع الأهداف الأساس للبحث، وتناسب مع طبيعة مجتمع البحث، وطبيعة المشكلة المراد دراستها من خلال هذا البحث (إبراهيم، 2000).

والخطوات الأساسية لاختيار العينة هي تحديد الهدف الرئيسي للقيام بعملية البحث، والمجتمع الأصلي الذي نختار منه العينة، وتحديد خصائص المجتمع، وحجم عينة كاف لتمثل خصائص المجتمع (أبو علام، 2006).

وتوجد العديد من الطرق لاختيار عينة البحث، منها اختيارها بشكل عشوائي، مما يتيح الفرصة لجميع فئات المجتمع للدخول في العينة، وتعتبر هذه الطريقة الأفضل للحصول على عينة تمثل المجتمع بشكل جيد. وهناك أيضًا طريقة الاختيار الطبقي، حيث يتم تقسيم المجتمع إلى مجموعات فرعية تتناسب نسبها مع المجتمع الكلي، مما يضمن تمثيلًا دقيقًا للجماعات الفرعية. بالإضافة إلى ذلك، يمكن اختيار العينة بناءً على الفئات أو التجمعات، حيث يتم اختيارها بشكل عشوائي وليس من خلال اختيار الأفراد، وتتميز هذه الطريقة بأنها أكثر راحة مقارنة بالعينة العشوائية، لكنها تتطلب وقتًا أطول وتكون تكلفتها أقل من الطرق الأخرى. كما يمكن استخدام طريقة الاختيار المنتظم، حيث لا تتاح لجميع أعضاء المجتمع الأصلي فرصة متساوية للدخول في العينة. يمكن اعتبار هذه الطريقة عشوائية إذا تم ترتيب قائمة المجتمع الأصلي بشكل عشوائي، سواء في عملية الانتقاء أو في القائمة نفسها. ومع ذلك، قد تؤدي هذه الطريقة إلى تقديم معلومات مضللة إذا كان المجتمع يحتوي على ظواهر دورية تحدث في فترات متساوية. (اللامي، 2011).

والعينات على وجه العموم على قسمين؛ احتمالية، وغير احتمالية، ثم تقسم كل واحدة منهما إلى أقسام كثيرة، أما العينات الاحتمالية (Probability Samples) تعتمد على المساواة بين الاحتمالات خلال اختيار الأفراد من المجتمع الأصلي، والعشوائية في تحقيق التساوي والتكافؤ بين الأشخاص، وتقدم للباحث عينة من المجتمع الأصلي بتكلفة أقل، وتشارك في تحديد مجتمع البحث واختيار عينة بحجم يغطي تمثيل خصائص المجتمع (اللامي، 2011). وتستخدم العينة الاحتمالية عادةً عند ما يكون لدينا مجتمع معرف تعريفًا جيدًا يمكن الوصول إليه، ونود أن نستدل على خاصية من خصائصه، أو عند ما نود معرفة خاصية أو سلوك أفراد؛ من مثل مجتمع مدينة معينة (هويت، كرامر، 2016). وطرق العينة الاحتمالية هي التي تعتمد على العشوائية في اختيار مفردات العينة من مجتمع البحث سواء كانت العينة العشوائية البسيطة (Simple Random Sample)، أو العينة العشوائية الطبقية (Stratified Random

(Sample)، أو العينة العشوائية متعددة المراحل (Multi Stage Random Sample) وغيرها (الأسود، 2019). أما العينات غير الاحتمالية (Non- Probability Samples)، ويختار الباحث هذا النوع من العينات عند ما يصبح تحديد مجتمع الدراسة صعبًا لعدة أسباب، منها حساسية مجتمع البحث كدراسة مجتمعات المجرمين، ومهربي المخدرات، ومنها صعوبة تحديد مفردات مجتمع البحث كإحصاء سكان قرية ما ليس لهم قوائم تضم توزيعاتهم، بالإضافة إلى أن هدف البحث يكون مقتصرًا على فئة معينة من الأشخاص (اللامي، 2011). وتستخدم العينة غير الاحتمالية عادةً في علم النفس (Psychology) والعلوم الإنسانية، وذلك لأننا لا نهتم بعامة بالحصول على تقديرات دقيقة لمظهر أو خاصية معينة للمجتمع في علم النفس، فتأكد البحوث في علم النفس يميل إلى العلاقات بين المتغيرات، وما إذا كانت هذه العلاقة تختلف اختلافًا جوهريًا عن علاقة صفرية (هويت، كرامر، 2016). وتشتمل هذه العينة على أقسام كثيرة والمعروفة منها هي العينة العمدية/الهادفة أو التحكيمية (Purposive Sample)، ويعتمد الباحث في اختيارها على خبرته ومقدرته على تشكيل العينة التي يرى بأنها الأنسب للدراسة التي يقوم بها (اللامي، 2011). وهي عينة يقوم فيها الباحث باختيار أفراد يعرف مسبقًا بأنهم الأقدر على تقديم المعلومات عن الظاهرة قيد الدراسة؛ لذا يجدر بالباحث أن يوازن بين التحيز الناتج عن العينة المقصودة، وما توفره من معلومات صادقة (الجادري، 2016). وبسبب الكلفة المنخفضة، والراحة في الاستخدام، تعد العينة الهادفة مفيدة في مسوحات الاتجاهات والآراء (الأسود، 2019).

وقد استخدم الباحث في هذا البحث من العينة غير الاحتمالية العمدية؛ لصعوبة تحديد مفردات مجتمع البحث وتعيين أفراد يعرف مسبقًا بأنهم الأنسب على تقديم المعلومات المرتبطة بالدراسة، واختار الباحث (على الأقل خمسة أفراد) من المسؤولين العاملين في المؤسسات المالية الذين لديهم معلومات وخبرة قديمة بالمجال المالي والمصرفي، ومن تخصصات مختلفة، ومن لديهم معرفة في مجال الاقتصاد الإسلامي بعامة، ومن لديهم معرفة بخصوص الصكوك من تشريعات ولوائح وملتقيات، ولعل يختار الباحث مجموعة من مختلف الناس؛ لتقييم مستوى وعيهم الأدوات المالية الإسلامية الجديدة، ومدى اهتمامهم ورغبتهم بإصدار هذا النوع

من أدوات الاستثمار، يعني إن الباحث استفاد من العينة غير الاحتمالية العمدية لمطابقتها طبيعة البحث وهدفه.

المبحث الثاني: بيانات البحث، أدواته وتصميمه وأساليب التحليل

يركز هذا المبحث على استعراض البيانات المعتمدة في الدراسة، والأدوات التي استخدمها الباحث لجمع هذه البيانات، مع توضيح تصميم البحث والأساليب التحليلية التي تم استخدامها في معالجة البيانات واستخلاص النتائج.

المطلب الأول: البيانات المعتمدة في الدراسة

تعد البيانات التي يجمعها الباحث في هذه الدراسة مادة أولية خامًا لبحثه تتوقف عليها نتائج البحث، ومدى تطابق النتائج مع الواقع مرتبط بمدى جودة هذه البيانات والمعلومات التي يجمعها، فالبيانات والمعلومات في الدراسة الميدانية كالمادة الأولية لإنتاج سلعة معينة حيث تتوقف جودة المنتج على جودة هذه المواد الأولية (عمر، 2009).

والبيانات التي تستخدم في هذا البحث هي البيانات الأولية كالمقابلات والملاحظات والثانوية كالوثائق الرسمية، فهي البيانات النوعية التي تنقسم إلى نوعين؛ البيانات الإسمية، والبيانات الترتيبية، من مثل السؤال عن فوائد إصدار الصكوك للفرد والمجتمع، وكيفية إصدارها، والتداول بها، وكل نوع من البيانات يمكن أن يجيب على جميع أسئلة البحث خاصة المقابلات.

المطلب الثاني: أدوات جمع البيانات

جمع المعلومات في البحث النوعي يُعتبر من المهام الأساسية التي تتطلب استخدام أدوات ووسائل معينة تساعد الباحثين في الحصول على البيانات الضرورية لأبحاثهم. يعتمد البحث النوعي على أساليب وطرق مناسبة لجمع المعلومات، حيث يتطلب دراسة معمقة من خلال الأسلوب المباشر في التفاعل مع الأفراد في بيئاتهم الطبيعية، كما يُفسر الظاهرة باستخدام المصطلحات والمعاني التي يقدمها المشاركون أنفسهم (القاسم، 2021).

وتُعتبر أدوات جمع البيانات والأساليب الأساسية لجمع المعلومات في البحث النوعي من الجوانب الحيوية التي يعتمد عليها الباحثون والطلاب أثناء إعداد الدراسات والبحوث، حيث تساهم في تحليل وتصنيف البيانات المجمعة وفق المنهج العلمي. وتعتمد مصداقية وجودة البيانات بشكل كبير على الأدوات المستخدمة في البحث (عمر، 2009).

وتختلف هذه الأدوات من دراسة لأخرى ومن مجتمع إلى آخر، لذا يتم اختيار الأداة أو الأدوات المستخدمة في البحث العلمي بناءً على طبيعة العينة التي يُجرى عليها البحث، بالإضافة إلى طبيعة البحث سواء كانت كمية أو نوعية. كما تأخذ في الاعتبار القدرة المالية للباحث ومدى إلمامه بالأداة المستخدمة، لضمان التعامل معها بشكل صحيح وتفاذي أي أخطاء (إبراهيم، 2000).

وعلى كل باحث أن يبين الأدوات التي اعتمد عليها في جمع المعلومات والبيانات في الدراسة الميدانية وسبب اختيارها من دون غيرها، وفي ميدان العلوم الاقتصادية والتمويلية لو كان البحث كميًا يستخدم الباحث هذه الأدوات كلها أو بعضها و هي الملاحظات، والمقابلات، والتقارير الرسمية (الجادري، 2016).

وعلى مستوى أدوات جمع البيانات والمعلومات في هذا البحث العلمي، وبما أن معرفة الصكوك بأنها أداة التمويل والاستثمار الجديدة؛ ما زالت ضعيفة عند أغلب المسؤولين بالقطاع المالي في أفغانستان، وما زالت غير معروفة عند الفريق الوظيفي في القطاع المصرفي والمالي؛ يستخدم الباحث الأدوات من المصادر الداخلية (الثانوية)، والمصادر الخارجية (الأولية) وبياناتها، ويتم التركيز على الأساليب الأساس لجمع المعلومات في البحث النوعي، وهي الملاحظات، والمقابلات، والوثائق، ويتطرق الباحث في التالي بشرح هذه الأدوات المذكورة.

ألف: الملاحظة (Observation): وسيلة مهمة تستخدم لمراقبة الظواهر بدقة لتفسيرها في البحوث العلمية، ولا سيما النوعية، وتعد الملاحظات الطريقة الأساس والأكثر شيوعاً لجمع المعلومات في البحث النوعي، حيث تُستخدم في العديد من أنواع هذا البحث. يمكن أن تُعرف أيضًا بـ "ملاحظة المشارك"، حيث يشارك الباحث بشكل أو بآخر في موقع دراسته، مما يتيح له الانخراط مع مجتمع البحث في الظاهرة المدروسة والعمل معهم كأحد أفرادهم. والملاحظة في البحث النوعي تكون غير منظمة، حيث لا تكون الأداة معدة مسبقاً، وإنما يسجل الباحث

معلوماته طبيعية مسترسلة مفتوحة، وسيظهر ترتيب وتصنيف المعلومات الناتجة عن الملاحظة بعد جمع المعلومات وتحليلها، ولما كانت الملاحظة غير منظمة فإن عملياتها تنشأ من خلال سلسلة من العمليات المختلفة، فتبدأ باختيار الوضع المراد ملاحظته، وتحديد طريقة الوصول إليه، ثم تبدأ عملية الملاحظة والتسجيل (العبد الكريم، 2013).

تتضمن عملية جمع بيانات الملاحظات خطوات مرتبة ومتزايدة. أولاً، يتم تسجيل البيانات أثناء الملاحظة، ثم يتم تدوينها بأكثر قدر ممكن من التفصيل، حيث أن التفاصيل تلعب دوراً مهماً في توثيق الملاحظات وتساعد الباحث في مرحلة التحليل. بالإضافة إلى ذلك، يمكن للباحث إضافة تعليقات منفصلة على الملاحظات الوصفية، مما يساهم في توضيح المعلومات المستخلصة من الملاحظة وقد يشكل بداية لعملية التحليل (الأسود، 2019). كما أن للملاحظات مراحل منظمة تتبع الترتيب التالي:

مرحلة الدخول إلى المكان: يلزم أن يدخل الباحث إلى المكان بأهداف البحث، ويتحلى بمهارات كثيرة، وأن تكون لدى الباحث توجهات نظرية كافية تساعد في التركيز على ما يجب ملاحظته، ويجب أن يكون علاقة تبادلية جيدة بين الباحث والملاحظ والمشاركين في هذه المرحلة.

مرحلة جمع البيانات: يجمع الباحث معلومات وصفية من المشاركين، ويلزم أن يكون الباحث الملاحظ ماهراً ومؤدباً في جمع الملاحظات من المشاركين المتخصصين في هذا المجال، وأن يجمع الملاحظات بدقة وصحة (العبد الكريم، 2013).

مرحلة تسجيل الملاحظات: يجب على الباحث الملاحظ الحصول على أكبر قدر من المعلومات، وأن يعود لإضافة تفاصيل الملاحظات التي جمعها، وأن يستعين الباحث بالحاسوب أو أدوات تسجيل أخرى لإدخال البيانات والملاحظات، والثبت والدقة في تسجيل الملاحظات.

مرحلة إنهاء عملية الملاحظة: ترتبط بوصول الباحث إلى ما يسمى (الإشباع)، أي إن أي معلومات في مواقف جديدة لن تضيف شيئاً إلى ما توصل إليه (القريني، 2020).

وفي هذا البحث يقوم الباحث بجمع الملاحظات عن طريق هذه المراحل الأربعة، فيدخل أولاً إلى البنك المركزي الأفغاني ووزارة المالية الأفغانية والمؤسسات الأخرى التي ذكرت

سابقًا ثم يجمع الملاحظات، ثم يسجلها ويكملها كما يريد، ويترجمها من الفارسية أو البشتونية إلى العربية.

وبها يتم مراقبة المؤسسات المالية والبنوك الإسلامية عن كثب في أفغانستان، ويفهم ما إذا كان مجال تفعيل الصكوك مناسبًا فيها أم لا، وهذه الأداة ستجيب عن بعض أسئلة البحث و هي كيفية تطبيق الصكوك في القطاع العام والخاص في أفغانستان، ويجمع الباحث البيانات عن طريق ملاحظة القطاع العام والخاص وخاصة البنوك في مجال تفعيل الصكوك ولاسيما البنك الإسلامي الأفغاني الذي يتداول الصكوك في البيع والشراء من البورصات العالمية وما زال لم يصدر الصكوك مع الأسف في داخل البلد.

ب: المقابلة (Interview): وهي من الطرق الرئيسة لجمع المعلومات، ونوع خاص من المحادثة أو الحوار مع شخص له علاقة بموضوع البحث، فيستخدمه الباحث ليستكشف خبرة المقابل وتفسيراته، أو هي محادثة بين الباحث والأشخاص المرتبطين بالدراسة. وتعتبر هذه الأداة ضرورية لأي باحث، حيث يتم إعداد مجموعة من الأسئلة لطرحها خلال المقابلات الفردية أو الجماعية بشكل مباشر. يتضمن ذلك مراقبة تصرفات وإيماءات المشاركين للحصول على إجابات دقيقة يمكن تحليلها للوصول إلى النتائج النهائية. ولضمان نجاح المقابلة، يجب اتباع مجموعة من الخطوات، تشمل إعداد أسئلة مناسبة تتعلق بالبحث العلمي، وتقديم مقدمة ملائمة للمبحوث، بالإضافة إلى تجهيز مكان مريح يتناسب مع ظروف المبحوث (القربني، 2020). وهناك أنواع ثلاثة من المقابلات في البحوث العلمية؛ المقابلة المنظمة، والمقابلة غير المنظمة، والمقابلة الجماعية، ففي المقابلة المنظمة الأسئلة معدة مسبقًا وحددت أنماط إجاباتها كذلك، وفي الأجوبة تنوع قليل. وقد تستخدم الأسئلة المفتوحة النهاية فيها، ويتلقى جميع المشاركون نفس الأسئلة، ويتم التركيز على الأجوبة العقلانية لا العاطفية ويكون دور الباحث محايدًا. أما في المقابلة غير المنظمة فالأسئلة مفتوحة النهاية والعميقة، ويكون دور الباحث أقرب لمدير الحوار أكثر منه مقابلاً. وأما المقابلة الجماعية فتشمل المنظمة وغير المنظمة، ويعمل فيها الباحث مع مجموعة من الناس في وقت واحد، ولا يكفي فيها تسجيل الملاحظات في أثناء المقابلة فقط، وإنما يحتاج إلى تسجيل الصوت كذلك وذلك لكثرة المعلومات فيها (قنديلجي، 2009).

وهناك مراحل لإجراء المقابلة، أولاً، تحديد نوع المقابلة وأهداف البحث وأسئلته، وقد تضاف نوعية المشارك ونوعية المقابلة. وفي تحديد العينة، يجب على الباحث التأكد من أن الأشخاص الذين اختارهم لإجراء المقابلات هم الأكثر قدرة على تقديم المعلومات الضرورية لبحثه. من المفيد أن تتم المقابلة مع المشاركين الذين تم ملاحظتهم سابقاً، وذلك للاستفادة من آرائهم حول التجارب التي مروا بها في السياق الذي تم ملاحظتهم فيه (غباري، آخرون، 2015).

ثم إعداد أسئلة المقابلة، أي بعد تحديد إجراءات المقابلة التي تشمل الاتصال بالمقابلين، وأخذ الإذن منهم، وترتيب إجراءات المقابلة، وتجهيز أدوات التسجيل؛ يقوم الباحث بإعداد الأسئلة سواء كانت أسئلة أساسية أم إضافية أم مساندة أم ساحة. ثم الإجراءات بعد تسجيل المقابلة، وهي تفريغ نص المقابلة كتابياً حرفياً لكي يسهل عليه تحليله والتأمل فيه، وإعادة نص المقابلة ليعيد قراءة النص ويضيف ما راه مناسباً أو يوضح ما يحتاج إلى توضيح، كتابة كل ما تم تسجيله في المقابلة؛ لأنه لا يمكن للباحث أن يقرر ما هو المهم، فقد يتبين مع الباحث أهمية جزء من المقابلة بعد التحليل ولا يكون متوفراً في المكتوب، وتدوين ملاحظات أو مذكرات أولية عن المقابلة يتم فيها ذكر الأفكار والأسئلة والانطباعات التي أثارها المقابلة (القريني، 2020).

وفي هذه الدراسة يجمع الباحث المقابلات بهذه الإجراءات، فنوع مقابلة الباحث هو المقابلة غير المنظمة، والعينة هي الخبراء والمتخصصون من البنك المركزي الأفغاني ووزارة المالية الأفغانية والبنك الإسلامي الأفغاني وغيرها، والأسئلة معدة سلفاً قبل المقابلة، ويسجل المقابلات ثم يترجمها من الفارسية أو البشتونية إلى العربية. وتطرح الأسئلة في هذه الدراسة عن الصكوك الإسلامية وتفعيلها في أفغانستان على عينة البحث وجهاً لوجه، أو عن طريق تسجيل الصوت عبر الوسائل الإلكترونية والتواصل الاجتماعية. وهذه الأداة ستجيب عن جميع أسئلة البحث. وقد قام الباحث بجمع البيانات عن طريق إجراء المقابلات مع المتخصصين والخبراء ثم حللها وحصل على النتائج المهمة في مجال كيفية إصدار الصكوك في أفغانستان.

الجدول الآتي رقم (23) يوضح إجراء المقابلات مع المتخصصين في مجال تفعيل الصكوك في

أفغانستان ووضعها في الجداول لفهمها بسهولة

الخبراء الذين أجريت معهم المقابلات (Interviewees)	تاريخ المقابلات	البريد الإلكتروني وأرقام الهواتف
(م 1) الخبير والمتخصص في المصرفية الإسلامية في آلمان، و هو المتقاعد الآن، وكان الأستاذ في جامعة كابول وعضو هيئة الرقابة الشرعية في البنك المركزي الأفغاني - دافغانستان بنك - (DAB- the Afghanistan bank) والمدير العام للإحصاء المركزي. أجريت المقابلة معه باللغة الفارسية.	10 نوفمبر 2022	noorebad@gmx.de noorebadh@gmail.ocm 744771919 -93+ رقم الهاتف وواتساب
الأسئلة	والأجوبة	
السؤال 1: ما هو التعريف العام للصكوك عندك؟	الصكوك اختراع جديد للمصارف الإسلامية، تم القيام به فيما يتعلق بتمويل البنوك والحكومة والشركات الكبيرة، وميزته أنها أداة مالية شرعية لا ربا فيها وهي بديل سندات القرض. ولدينا صكوك بأشكال مختلفة، فبقدر ما لدينا معاملات مالية لدينا صكوك كذلك مثل صكوك المشاركة والمضاربة ونحوها.	
السؤال 2: ما هو الإطار الشرعي للصكوك، لو تبين من فضلك بعض المعلومات عن هيكلية الصكوك وتصكيكها ؟	الإطار الشرعي للصكوك هو أنه على عكس مستندات القرض، فهو مدعوم بالأصول، فكل صك هو سند قرض عوض عن أصل واحد وليس عوض من يصدره والشخص الحامل للصك هو شريك في نفس الأصل؛ مثل الصكوك الإيجار، فإن أي شخص يأخذ عقد إيجار الصكوك هو في الواقع مالك الشيء المؤجر عينا أو منفعة وما إلى ذلك.	

وأقول حول هيكله الصكوك بالاختصار: أن في الخطوة الأولى، يجب أن يكون هناك قانون للصكوك، وبعد ذلك يجب أن تكون هناك إعلانات فعالة لجذب الراغبين في الاستثمار في الصكوك، ثم كسب ثقة الناس، وينبغي أن توزع فوائد الصكوك بشكل صحيح على المستثمرين سواء تقوم بإصدارها الشركات أو الحكومة. يمكن أن تواجه الصكوك مقاومة كبيرة في الأزمات الاقتصادية وفي الأزمة المالية العالمية التي حدثت في عام 2008 واستمرت إلى 10 و 11 كانت البنوك الإسلامية هي التي أظهرت قدرتها على تحمل الأزمات.	
على حسب علمي، هناك حوالي 14 نوعاً من الصكوك كما ذكر في المعايير الشرعية لأيوبي، وقد يتم دمج بعضها مع بعض ويصبح أكثر من هذا ويقال لها صكوك المهجنة.	السؤال 3: ما هي أنواع الصكوك وفق نظرك؟
للصكوك فوائد متنوعة: ومزاياها الخاصة بالنسبة للدول الإسلامية، هي تجنب الناس عن البنوك مخافة الوقوع في الربا لأن في الصكوك ليس ربا؛ ولأن المسلمين لا يريدون وضع أموالهم في بنوك مريحة تقليدية واستغلالها (وما يقرب من 7-10% من الشعب الأفغاني كانت لديهم حسابات مصرفية في السنوات الماضية). والميزة المهمة هي أنه عند ما يتم ترويج الصكوك وتأكد الناس من أنها أداة مالية شرعية ولا ربا فيها، يشتري الناس الصكوك بالمال الذي يتم توفيره في منازلهم أو في أماكن أخرى ويقومون بتداول الأموال وتدفقها، ولا شك أن هذا أمر مفيد ومنتج للتنمية المالية، ومهما كانت تدفقات الأموال ستؤدي إلى نمو اقتصادي ومالي أفضل. وكذلك تطورت الصكوك كثيرة في الدول الغربية، وقرأت حكاية في جريدة بي بي سي وأصبحت متفاجئاً للغاية، كُتب أنه عندما كانت الأزمات الاقتصادية والمالية في عامي 2008 و 2010 مستمرة فإن	السؤال 4: هل يمكنك إعطاء بعض المعلومات عن فوائد الصكوك من فضلك؟

إحدى السيدات الإنجليزيات كانت لها أموالا كثيرة في البنوك الربوية في الهند أخذت هذه النقود وأودعتها في بنك إسلامي، وعندما سألوها عن السبب، قالت: " أريد أن أستخدم أموالي في الأماكن التي أريدها مناسبة لها ولا أريد استخدامها في الطرق المتعلقة بإنتاج الأسلحة والسجائر والكحول، وبالطبع فإن البنك الإسلامي يضمن هذا الأمر؛ ولهذا تصدر الصكوك في تلك الدول بحيث يمكن استخدام أموالها في طرق تكون بصلاح الناس ومنافعهم.	
الميزة الأكثر أهمية في بلدنا، هي أنها تجعل الأموال التي تم توفيرها في البيوت أو في البنوك تتدفق، ثم تفضي إلى التطور المالي.	السؤال 5: ما هي إحدى الفوائد المحددة للصكوك خاصة في أفغانستان؟
الخطوة الأولى هي السيولة ، والخطوة الثانية هي دعم الميزانية الحكومية، والخطوة الثالثة هي تشغيل رؤوس الأموال الصغيرة.	السؤال 6: أنا ذكرت بعض المزايا لإصدار الصكوك في التالي، أيتها مهمة في أفغانستان وفق رأيك؟ 1: زيادة السيولة وتقليل التضخم. 2: تخفيض عجز الموازنة العامة. 3: توفير فرص الاستثمار لصغار المستثمرين.

	4: أفضل بديل للسندات في البنوك التقليدية.
ومن الواضح أن في المرة الأولى البنوك هي التي تتخذ إجراءات في هذا المجال، وتصدر صكوكاً بناءً على طلب الشركات المحتاجة للتمويل كمؤسسة وسيطة بين أصحاب رأس المال ومن يحتاجون إليه، كما يمكن للشركات المساهمة الكبيرة إصدار الصكوك بنفسها كذلك، ولكن في أفغانستان تبذل جهود كثيرة للقيام بإصدار الصكوك في المرحلة الأولى من قبل وزارة المالية الأفغانية والبنك المركزي الإسلامي (د أفغانستان بنك) من أجل الترويج بها بين الناس، ثم يمكن إصدارها في المراحل الآتية بواسطة المؤسسات والبنوك الأخرى. ولا تزال وزارة المالية وبنك د أفغانستان تعملان بالتوازي، ولكن يتم بذل المزيد من الجهود لوضع عبء إصدار الصكوك على بنك Da Afghanistan في المرحلة الأولى حتى تتم ترقية الصكوك و تتطور، والسبب هو أن د أفغانستان بنك كانت تصدر مستندات مثل مستندات القرض المسماة (Capital Note)، والتي كانت لثلاثة أشهر وستة أشهر وسنة واحدة. ومن المهم أنه كانت تلعب مستندات الديون كإحدى أدوات السياسة النقدية في أفغانستان دوراً مهماً للغاية في النمو الاقتصادي، نظراً لعدم وجود مستندات قروض أخرى ولا صكوك، فقد أرادت الحكومة مراقبة تدفق الأموال داخل البلاد من خلال التعامل بهذه الورقة المالية (Capital Note)؛ إذن تصدر الصكوك في أفغانستان (البنك المركزي الأفغاني) كإحدى أدوات السياسة النقدية كذلك. وفي المستقبل يجب أن يتم الترويج بها وأن تشارك في إصدارها بنوك ومؤسسات إنتاجية كبيرة أخرى.	السؤال 7: من يصدر الصكوك، وما هي الجهة المسؤولة عن إصدار الصكوك في أفغانستان ولماذا؟

ولا توجد سندات القروض في الوقت الراهن، ولكن هذه الورقة المالية (Capital Note) التي كانت نوعاً من مستندات القرض، كانت تعامل بها انحصاراً بين البنك المركزي والبنوك التجارية الأخرى التي حصلت على الفوائد الربوية ولم تكن التعامل بها بين الجمهور.	
المشكلة الكبيرة أنه يجب إقناع الناس بأن الصكوك التي يتم إصدارها هي أداة مالية إسلامية ولا يوجد فيها ربا، ولا اختلاس، ولا غرر ولا خيانة، يعني أن حصول ثقة الناس أمر مهم للغاية في إصدار الصكوك في أفغانستان.	السؤال 8: ما هو أكبر تحدٍ ومشكلة عظيمة في مجال إصدار الصكوك في أفغانستان في الوضع الراهن، وفق نظرك؟
التحدي الأكثر فعالية هو عدم وجود القانون المدون في هذا المجال حتى الآن؛ لأن أول ما يجب القيام به هو سن القانون وتدوينه، وكذلك ينبغي أن يكون هناك عدد كبير من الخبراء والمتخصصين في مجال إصدار الصكوك والإعلان بها لجذب الناس للاستثمار فيها.	السؤال 9: لقد أشرت إلى عدة تحديات هنا، وما هي التحديّة الأكثر فعالية في هذه الحالة أمام إصدار الصكوك في أفغانستان؟ الف: عدم الاستقرار السياسي. ب: قلة المتخصصين والخبراء في الصكوك. ج: عدم وجود قانون محدد للصكوك. د: عدم الاستقرار الاقتصادي.
تم العمل على القانون وتم ترتيب مشروع قانون، ولكن للأسف الشديد لم يتم الانتهاء منه لدلائل. حسب ما أعلم، أن في عام 2016 عملت الوزارة المالية الأفغانية وبنك دا أفغانستان (البنك المركزي الأفغاني) كثيرة في هذا المجال لمدة خمس سنوات، ولكن لم يتم الانتهاء منه ولم يتم الموافقة عليه، والسبب هو أن الحكومات الماضية	السؤال 10: هل يوجد قانون خاص بالصكوك في أفغانستان وإلا، فلماذا؟

لم تعول على هذه القضية ولم تعني بها، ولكن الآن حكومة الإمارة الإسلامية تعمل بجد على تدوين قانون الصكوك و إصدارها.	
السؤال 11: ما هي المشكلة القانونية التي تحول دون إصدار الصكوك في أفغانستان عبر التاريخ، وكيف يمكن لأفغانستان إنهاء هذه المشكلة القانونية؟ الجواب: عبر التاريخ، منذ أن تم إنشاء البنوك في أفغانستان (وأول بنك كان البنك الوطني الأفغاني عام 1312 هـ ش، ثم أسس بعده دا بنك أفغانستان - البنك المركزي الأفغاني - عام 1318 هـ ش)، وكان جميع هذه البنوك تعتمد على المعاملات الربوية في ذلك الوقت. ومن ناحية أخرى، من ذلك الوقت إلى الآن كان لدى السياسيين والاقتصاديين في بلدنا هذه الفكرة والعقيدة بأن المعاملات الاقتصادية لا يمكن أن تتم و تطور بدون الربا (وما كانت هذه الفكرة فقط في أفغانستان بل في دول أخرى كذلك)، ولكن (الحمد لله) بعد ظهور الحركة الاقتصادية والنهوض الاقتصادي في مجال الاقتصاد الإسلامي وإنشاء البنوك الإسلامية ثم إصدار الصكوك في منتصف السبعينيات، اعتقدت الدول الإسلامية أن المعاملات الاقتصادية يمكن أن تتم بدون الربا، يعني أن المشكلة القانونية أمام إصدار الصكوك كانت هذه الفكرة أنه لا يوجد الازدهار الاقتصادي والتنمية المالية بدون الربا والمعاملات الربوية. إنها قضية رئيسية ومهمة يلزم على السلطة السياسية التي تتولى زعامة الحكومة الانتباه إليها والتركيز عليها، وينبغي الآن على الإمارة الإسلامية الحاكمة في أفغانستان الانتباه إلى هذه القضية الرئيسية (كما أعرف أنها تنتبه وتركز على هذا الأمر)، وأن تقوم بإكمال المراحل القانونية للصكوك والموافقة على هذا القانون.	
السؤال 12: وفق نظرك، أي دولة هي أفضل نموذج ومثال في صياغة قانون الصكوك حتى كما أعرف، فإن أهم دولة تعمل كثيرة ولديها خبرة كبيرة في مجال الصكوك هي ماليزيا؛ لذلك يمكن استخدام قوانين ماليزيا كنموذج لصياغة القانون في أفغانستان، وفي الوقت نفسه يمكن أيضاً استخدام	

قوانين البنوك و الصكوك في الدول المجاورة لباكستان وإيران كنموذج في أفغانستان. لقد تم القيام بالكثير من الأعمال والأنشطة والتجربة في مجال الصكوك في تلك الدول، وكذلك صدرت فتاوى مختلفة في مجال المعاملات الإسلامية المختلفة والمتعددة والتي يستخدمها العديد من الدول الإسلامية اليوم في تلك الدول، وفي النتيجة أقول أنه يمكن اعتبار أي دولة لديها خبرة كبيرة وتجربة مؤثرة في هذا المجال كنموذج لقانون الصكوك في أفغانستان.	يقتبس قانون الصكوك في أفغانستان من قانونها، ولماذا؟
وتمثل الصكوك فرصا اقتصادية كثيرة؛ لأن رأس المال النقدي في الاقتصاد من العوامل الاقتصادية المهمة التي تؤدي إلى النمو الاقتصادي. ويتطلب تراكم رأس المال وتوزيعه أن تكون هناك آلية تنظمه بشكل صحيح ودقيق، وكانت المشكلة في أفغانستان في مجال تراكم رأس المال وتوزيعه هي الربا؛ لذلك تجنب الناس عن البنوك. إذن في إصدار الصكوك كأداة مالية إسلامية يمكن أن تحل هذه المشكلة ويرغب الناس أن يستثمروا فيها، وعند ما يتمكن من جمع رأس المال الراكد واستخدامها في مجال التعامل بالصكوك، فمن الواضح أنه سيؤدي إلى النمو الاقتصادي وتوفره.	السؤال 13: ما هي الفرص الاقتصادية التي توفرها الصكوك من وجهة نظرك؟
على رأيي، الأولى وفي بداية الأمر أن تصدر الصكوك في مجال التعدين (لأن أفغانستان لديها الكثير من الاحتياطات المعدنية وتصل إلى مليارات دولار)، وإذا تم إصدار الصكوك في هذا المجال يمكن لحاملي الصكوك أن يستثمروا فيها وهذا يؤدي إلى تطوير الصكوك في أفغانستان.	السؤال 14: ما هي المجالات المالية الأكثر فعالية لإصدار الصكوك وتداولها في أفغانستان وأية من المجالات التالية تعد أكثر فاعلية وفق رأيك؟ الف: مجال التعدين، والتنمية الاقتصادية و البنية التحتية. ب: مجال الاستقلال المالي والميزانية العامة.

ج: مجال توفير المزيد من الاستثمار، وخلق المهن والوظائف. د: مجال توفير التنمية الزراعية.		
السؤال 15: ما هو دور الصكوك في القضاء على الفقر؟		تتسبب الصكوك في التراكم الفعال لرأس المال، ورأس المال باعتباره أنه من أهم عوامل الإنتاج في الاقتصاد يؤدي إلى النمو المالي والتطوير الاقتصادي، فكلما زاد استخدام رأس المال زاد إنشاء المصانع وفرص العمل ويقضى على الفقر.
السؤال 16: على رأيك، تجربة أي دولة إسلامية هي الأنسب لأفغانستان في مجال إصدار الصكوك؟		مرة أخرى، ماليزيا.
الخبراء الذين أجريت معهم المقابلات (Interviewees)	تاريخ المقابلات	البريد الإلكتروني وأرقام الهواتف
(س1) المتخصص في (MBA) و هو الآن يعمل في البنك الإسلامي الأفغاني (IBA) كرئيس الخزانة والمؤسسات المالية. أجريت المقابلة معه باللغة الفارسية.	13 نوفمبر 2022	رقم الهاتف +93789042092 +93728441891 وواتساب: Treasury.crd@ibafg.af
الأسئلة		والأجوبة
السؤال 1: ما هو التعريف العام للصكوك عندك؟		قبل أن أعرف الصكوك لابد من ذكر مقدمة: أن في القطاع المصرفي، وخاصة الخدمات المصرفية الإسلامية، لدينا نوعان من المعاملات بشكل عام، أحدهما استثمار (Investment)

– الأموال التي يستثمرها البنك في داخل البنوك، والآخر هو إيداع (Placement) الأموال التي يتم استثمارها خارج البنك ويتم استثمارها في أماكن أخرى مختلفة.

الصكوك هي إحدى قطاعات الاستثمار، ومن الواضح أنه ليس لدينا سوق للأوراق المالية في أفغانستان، وما زالت لم تتمكن بلادنا من إصدار الصكوك واستثمارها مثل دول الشرق الأوسط، باكستان والدول الأخرى التي لها المستوى المالي المرتفع، وفي أفغانستان تشتري البنوك الصكوك مباشرة من خلال الوسطاء أو الوكلاء الذين حصلوا على ترخيص دولي من وزارتهم المالية أو بنوكهم المركزية في الدول الأجنبية، يعني نحن في البنوك الخاصة (البنك الإسلامي الأفغاني) نبدأ بشراء الصكوك والتعامل بها من خلال الوكلاء أو الوسطاء المالية (Custody Account)، نتحدث معها مباشرة.

ومفهوم الصكوك عندي: الصكوك هي في الواقع أداة قابلة للتداول (Negotiable Instrument)، فكل دولة تصدر صكوكًا من أجل التنمية المالية لبلدها وتجمع الأموال المجمعة والراكدة من الشعب ويستثمرها بطرق مختلفة في بلدها. على سبيل المثال: إذا أرادت وزارة المالية الأفغانية إصدار نوع من الصكوك بقيمة 500 مليون دولار وأعلنت لشعب الأفغاني على أنها تريد إنشاء تسوية سكنية وتستثمر أموالهم في هذه التسوية السكنية، فإن الدخل الذي تم الحصول عليه من هذه التسوية السكنية تدفع للشعب، وكذلك في الوقت المحدد (تاريخ الاستحقاق) تدفع لهم أموالهم (رؤوس الأموال) مرة أخرى، ولو أرادوا يمكنهم بيع الصكوك للآخرين في أثناء هذا الاستثمار في التسوية السكنية و في أي قطاع أخرى.

ومن وجهة نظري، الصكوك هي نوع من الأوراق المالية التي تصدرها أي دولة (وزارة المالية أو مصرفها المركزي أو الشركات العامة)، و في

مقابل تلك الأموال التي يتم تحصيلها من الشعب (Public) أو المؤسسات الحكومية (Government Organizations) أو المنظمات الخاصة (Private Organizations) تباع الصكوك لهم، ثم يتم استثمار هذه الأموال بطرق مختلفة سواء كانت مربحة أو مضاربة أو مشاركة أو وكالة، وتدفع الأرباح والإيرادات التي يتم الحصول عليها من حصيلة الصكوك وفقاً لنفس السعر (The Same Price) أو النسبة (Ratio) التي تم تحديدها في نشرة الإصدار للعملاء في أثناء هذه المدة المحددة. وأما بحسب السوق العالمية، توزع أرباح حصيلة الصكوك على العملاء بعد ستة أشهر. ولكل صك رقم خاص، وتاريخ الإصدار والاستحقاق وقسيمة (يسمى اسم الربح الذي تم الحصول عليه من الصكوك قسيمة)؛ لأن ربح كل استثمار أو إيداع له بياناته وتفاصيله المختلفة. فقسيمة الصكوك في السوق الدولية تظهر أرباحها بعد ستة أشهر، وخلال هذه الفترة سواء كانت سنة أو سنتين يمكنك بيع الصكوك من أي دولة اشتريتها.	
أنا لا أعرف التصكيك و إطار الصكوك بدقة ولكن أعرف أن كل صك الذي يصدر يتم تسعيره حسب طلب السوق، ولدينا صكوك متميزة (Premium Sukuk) وصكوك خصم (Discount Sukuk). ووفقاً لتصنيف الدولة، فإن سعر القسط لكل صك الذي يتم إصداره هو 100 وما فوق، وإذا تم إصدار الصكوك في دول أخرى فقد يكون سعرها 95. وتسمى المرة الأولى التي يتم فيها إصدار الصكوك بتخصيص الصكوك (Sukuk Allocation). ولإصدار الصكوك سوقان: السوق الأولى يعني أنه يتم شراؤه مباشرة من الشخص الذي يصدر الصكوك فيها، والسوق الثانوية هي التي يتم فيها التعامل بالصكوك من أي شخص ولأي شخص بشكل عام. ويتم الاحتساب الكامل لربح الصكوك سنوياً ويدفع للعملاء في	السؤال 2: ما هو الإطار الشرعي للصكوك، لو تبين من فضلك بعض المعلومات عن هيكله الصكوك وتصكيكها ؟

كل ستة أشهر، و كلما قل أجل استحقاق الصكوك ينخفض سعرها، وأما إذا قد اشترى الصكوك خصمًا فسيكون ذلك أكثر فائدة بالنسبة إلى الصكوك المتميزة. وبعض البلاد الإسلامية والشركات الخاصة تشتري الصكوك من بلومبرج، و هو تطبيق وبرنامج أمريكي معد للاستثمار والتداول والصرف والعملات. ويوفر أسعارًا للأوراق المالية والعملات محدثة كل لحظة، وإذا كنت ترغب في التسجيل بنفسك، يمكنك شراء الصكوك وبيعها مباشرة منه، وبلومبرج تطبيق وبرنامج مفيد جدًا لأفغانستان؛ لأن السعر فيها ثابت والوسيط لا يمكنه إخبارك بسعر خاطئ.	
هناك أنواع كثيرة من النواحي المختلفة من ناحية الإصدار والهيكل ومن الناحية الشرعية وغير ذلك، وذكرت قبل ذلك بعض أنواع الصكوك من حيث المصدر (الصكوك السيادية والصكوك الشركات). وأكرر أن في السوق الدولية تتداول فقط صكوك السيادية (Sovereign Sukuk) وصكوك الشركات (Corporate Sukuk) وصكوك شبه السيادية (Quasi Sukuk) (هي التي تشارك فيها الحكومة والشركة أو الأفراد). كما ذكرت سابقا يشتري البنك الإسلامي الصكوك من السوق الدولي عبر تطبيق وجهاز يسمى بلومبرج، ومن خلال بلومبرج يتم بيع جميع أنواع الصكوك سواء كانت من السوق الثانوية أو ما إلى ذلك. وربما تكون كثرة أنواع الصكوك التي سمعت أنه وصلت في ماليزيا إلى (70 نوعًا من الصكوك) من حيث الشرعية أو تهجينها. وأما من حيث الإصدار، هناك ثلاثة أنواع من الصكوك: الصكوك السيادية والصكوك الشركات وصكوك شبه السيادية.	السؤال 3: ما هي أنواع الصكوك وفق نظرك؟

السؤال 4:

هل يمكنك إعطاء بعض المعلومات عن فوائد الصكوك من فضلك؟

إن الصكوك التي اختبرناها في البنك الإسلامي فعالة للغاية ومربحة جداً، ولو أصدرت الصكوك في أفغانستان هي مفيدة للغاية لتدفق الكثير من الأموال الراكدة والعاطلة في المنازل والبنوك.

وفوائدها في المجتمع هي أنها تتدفق الأموال الموجودة الراكدة في المنازل (Idle Money) أو في البنوك (لأن البنك ليس لديه الحق في استثمار 100% من أمواله في خارج البلد ويمكننا فقط استثمار 30% من الأموال في خارج البلد)، وكذلك يتم استخدامها في حالات مختلفة بما يتماشى مع تقدم المجتمع وتطوره.

ولا يوجد أي ضرر في الصكوك (Disadvantage)، وإذا تم شراء الصكوك من الدول التي لم تتخلف عن السداد (Default) مطلقاً وتكون في تصنيف عالٍ دائماً مثل دبي وماليزيا وهونج كونج، أو الدول التي في تصنيف بي وي سي (PVC: Permanent Voter Card) من وجهة النظر السياسي مثل تركيا التي لا تزال أفضل من أفغانستان وباكستان تكون مربحة ومفيدة للغاية، وعند ما نشترى الصكوك منها يكون لديها دخل ممتاز دائماً. ويمكن للمصارف أو المؤسسات المالية شراء الصكوك بشككين، على شكل AFS (Available For Sale) - متاح للبيع - أو على شكل HTM (Held Till Maturity) - يُحتفظ بها إلى تاريخ الاستحقاق -. أما المؤسسة المالية التي لديها السيولة ولا تنقص سيولتها تشتري الصكوك من سنتين إلى عشر سنوات وتذكر أن السيولة لن تنقص (No Shortage Of Liquidity)، وإذا تم بيع الصكوك على شكل (محتفظ بها لتاريخ الاستحقاق) فهو الأفضل لأنه سيحصل على ربح حتى إلى نهايته، وإذا اشتراه بخضم على سبيل المثال: اشتراه بسعر 98، وفي حالة احتفاظ إلى تاريخ الاستحقاق، الأصل أنه يصل إلى 100.

ولو أصدرت الصكوك في أفغانستان، و هي مفيدة للغاية خاصة لتدفق الكثير من الأموال الراكدة والعاطلة في المنازل والبنوك.	السؤال 5: ما هي إحدى الفوائد المحددة للصكوك خاصة في أفغانستان؟
المزية الأولى هي السيولة (الأموال الراكدة أو الفائضة)، وأما توفير فرص الاستثمار لصغار المستثمرين والبديل عن السندات فكذلك يكون سبباً لإصدار الصكوك و لدينا استثمارات مختلفة مثل الوديعة والوكالة وغيرها إلا أن الدخل الذي يحصل من الصكوك يستخدم غالباً للسيولة في العالم. وأما مسألة تقليص عجز الموازنة العامة، فيلزم أن نقول أنه لا يمكننا استخدام الصكوك أبداً لتخفيض عجز الموازنة العامة إذا لم تكن هناك السيولة، وكذلك تكون إتاحة الفرص لصغار المستثمرين في حالة الصكوك السيادية والصادرة عن الحكومة فقط؛ لأن المؤسسة المالية تعتبر إتاحة السيولة فقط، وكذلك لن يستثمر المستثمرون لو لم تكن هناك إتاحة السيولة، إذن فالمزية الأولى على أي حالة هي السيولة؛ لأنه يلزم أن يكون لديك إتاحة السيولة حتى تقترح الاستثمار في الصكوك إلى الوزارة المالية وهي ترشدك إلى الاستثمار في الصكوك. نعم، تعتبر الصكوك أفضل بديل للسندات أيضاً كما قلت ومع ذلك السيولة هي الهدف الغايي لإصدار الصكوك، مثلاً في السوق الدولية، يمكنك أن تجد من يمنحك صندوقاً جيداً يسمى الرافعة المالية (Leverage)، ومنحك هذا الصندوق بسعر منخفض على سبيل المثال: نحن في البنك الإسلامي أخذنا أكثر من مائة مليون دولار صندوقاً أموالاً من بنوك ودول أجنبية وهذا شرف لأفغانستان. واشترينا صندوق بقيمة مائة مليون دولار على شكل مراجعة يسمى ماستر كميدتي مراجعة (Master Commodity Murabaha)؛ لأن هناك شركات في العالم التي تحتاج إلى الأموال والسيولة والقيام	السؤال 6: أنا ذكرت بعض المزايا لإصدار الصكوك في التالي، أيتها مهمة في أفغانستان، وفق رأيك؟ 1: زيادة السيولة و تقليل التضخم. 2: تخفيض عجز الموازنة العامة. 3: توفير فرص الاستثمار لصغار المستثمرين. 4: أفضل بديل للسندات في البنوك التقليدية.

بالأعمال وهي تقول للبنك أو المؤسسات المالية: قم بشراء الأمتعة من أجلي ثم سأبيعها لشخص آخر وأحتاج إلى هذا المبلغ الكبير. نحن في البنك الإسلامي الأفغاني أخذنا قرضاً (الرافعة المالية) بقيمة مائة مليون دولار وأعطيناهم مبلغاً ضئيلاً من الربح ثم مرة أخرى اشتريت بهذا الصندوق الصكوك في نفس المؤسسة المالية، وأنا اشتريت بهذا المال الصكوك من الذين يحتاجون للسيولة ودفعت لهم على أقساط، وما زالت السيولة هي الهدف النهائي.	
السؤال 7: من يصدر الصكوك، وما هي الجهة المسؤولة عن إصدار الصكوك في أفغانستان ولماذا؟ قبل أن نقول من يصدر الصكوك يقال: أن لدينا نوعان من الصكوك أحدهما صكوك سيادية والآخر صكوك مؤسسية أو الشركة. تصدر الصكوك السيادية من جانب الحكومة وفق القانون والأنظمة المعمول بها لدى الوزارة المالية أو البنك المركزي، ولا يمكن لأحد إصدارها، حتى ولا يمكن للبنك المركزي إصدارها إلا بتوجيه من الوزارة المالية؛ لأن الصندوق أو التمويل أو رأس المال من متطلبات الوزارة المالية لتطوير مشروع أو منتجاته المطلوبة، والوزارة المالية تقوم بتحصيل الصندوق (رأس المال) وجمعها للضرورة. على سبيل المثال، إذا واجهت الحكومة نقصاً في السيولة (lack of liquidity)، فإنها تصدر صكوكاً لتحصيل الصندوق ورأس المال، وتستثمر رأس المال أو الصندوق الاستثمارية في المكان الذي تريده، فالنتيجة أن الحكومة هي التي تصدر هذه الصكوك لمتطلباتها وربحها أو تصدرها الشركات أو الكيانات القانونية الأخرى المملوكة بالكامل للدولة. والآخر صكوك الشركات (Corporate Sukuk) وهذا النوع بنفسه على نوعين: أحدهما فيه مشاركة الحكومة مع المؤسسة يعني أن الحكومة شريكة مع المؤسسة في إصدار الصكوك؛ مثلاً تصدر الصكوك في بعض الدول من قبل كبار رجال الأعمال الحاصلين على ترخيص من البنك المركزي، أو من جانب بعض البنوك التي لديها	

ترخيص من البنك المركزي، أو من جانب الشركات الكبيرة التي تثق بها الحكومة ولها سمعة طيبة ولم تتخلف عن السداد لمدة 20 عامًا أو 30 عامًا. على سبيل المثال، شركة طيران الإمارات (Emirates Flight Company) شركة كبيرة تسافر طائرتها في جميع أنحاء العالم وتصدر الصكوك في بعض الأحيان بالمشاركة مع الحكومة بنحو 50%. وأحيانًا تصدر الصكوك بأنفرادها وتحصل على الموافقة من البنك المركزي أو الوزارة المالية. أما في السوق الدولية، الطلب على الصكوك السيادية أعلى وأكثر بالنسبة إلى الصكوك الشركة؛ لأن هناك ثقة أكبر بها يعني أي أنها جديرة بالثقة، وبما أننا لا نصدر صكوكًا في أفغانستان فإننا نحاول شراء الصكوك السيادية ونثق بها. إضافة على ذلك، فإن الصكوك التي أصدرتها الحكومة (الصكوك السيادية) لها تصنيف أفضل ولكن ربحها وقسمتها منخفضان للغاية وسعرها مرتفع، أما الصكوك الشركات ربحها مرتفع ومخاطرها أكثر. أما الإدارة المسؤولة للإصدار في الوقت الراهن هي الوزارة المالية الأفغاني والبنك المركزي في أفغانستان، حيث يتم تمويل الصندوق والطلب من قبل الوزارة المالية، وأما البنك المركزي فسوف يقوم بجانبه التشغيلي فقط؛ لذلك فإن مسؤولية الوزارة المالية هي إصدار الصكوك لصناديق التحصيل وما إلى ذلك.

الإجابة: التحدي الأول هو أن السياسة المراقبة (Monitoring Policy) هي ضعيفة للغاية في أفغانستان، والتحدي الأساسي الثاني هو أن الناتج المحلي الإجمالي لبلدنا لا يمكن أن يفي مطلقًا بمتطلب 2% بالمائة الذي تحتاجه أفغانستان، التحدي الثالث أنه لا تغطي الميزانية السنوية العامة في أفغانستان جميع القطاعات الحكومية حتى لا تغطي إدارة واحدة من إدارتنا العسكرية فقط. ومن ناحية أخرى

السؤال 8:

ما هو أكبر تحدٍ ومشكلة عظيمة في مجال إصدار الصكوك في أفغانستان في الوضع الراهن، وفق نظرك؟

وما زلنا غير قادرين على الخروج من الفقر. وإذا حاولت بلادنا إنتاج التعدين واستخراج المناجم المختلفة، وتريد صادراتها مقارنة بالواردات؛ على سبيل المثال: (نحن نستورد 60 ٪ من المنتجات الزراعية من الخارج مع أن لدينا قدرة 100٪ على الاكتفاء الذاتي). وتقوم الوزارة المالية والبنك المركزي بتحصيل الضرائب والإيرادات الحكومية وما إلى ذلك على وجه الأحسن، وبعد ذلك سنكمل ما يقرب من 80٪ من الميزانية العامة ويمكننا إكمال الـ 20٪ المتبقية من الميزانية العامة من خلال إصدار الصكوك وتداولها. فخلاصة المشكلة الرئيسية في إصدار الصكوك: أولاً: لسنا مكتفين ذاتياً. ثانياً: لدينا صادرات ضعيفة. ثالثاً: نستورد 95٪ من البضائع التي نحتاجها من دول أجنبية. رابعاً: سياستنا في المراقبة ضعيفة جداً.	
أنا أفضل منها عدم الاستقرار السياسي وعدم الاستقرار الاقتصادي لأن كل واحد منهما يلزم الآخر، ولايفك أحدهما عن الآخر. والشيء الآخر الذي يكون على رأس هذه الأمور ويمكنك أن تضيفه هو أن (اختلاف الشعب الأفغاني يجعلنا غير قادرين على إدارة هذه القضايا الأربع). " وتتطلب مهنة الاقتصاد أن يشارك المرء الاقتصادي في السياسة أيضاً لفهم التغييرات الاقتصادية والمالية في العالم، وأسعار العملات وما إلى ذلك، وخاصة أولئك الذين يعملون في وزارة الخزانة - Treasury، وكذلك تدخل السياسات الخارجية تسببت في حدوث الاختلافات بين الشعب الأفغاني في أفغانستان". (وإذا كان الحلف والاتحاد في أفغانستان، ولم يكن هناك تدخل أجنبي فإن الليثيوم في ميزانية أفغانستان فقط هو الذي يساوي ميزانية المملكة العربية السعودية).	السؤال 9: لقد أشرت إلى عدة تحديات هنا، و ما هي التحدية الأكثر فعالية في الوضع الراهن أمام إصدار الصكوك في أفغانستان؟ الف: عدم الاستقرار السياسي. ب: قلة المتخصصين والخبراء في الصكوك. ج: عدم وجود قانون محدد للصكوك. د: عدم الاستقرار الاقتصادي.

لا، ليس هناك قانون خاص في هذا المجال؛ فلهذا لأول مرة اقترح البنك الإسلامي الأفغاني التعامل بالصكوك من الدول الأجنبية على البنك المركزي وحصل على الموافقة عليه، يعني سمح للبنك الإسلامي الأفغاني الشراء بالصكوك من الدول الأجنبية وبدأت التعامل بالصكوك. على حد علمي، كان أول شراء وبيع للصكوك من قبل البنك الإسلامي ثم بنك عزيزي، وكما ذكرت سابقاً بدأنا في شراء وبيع الصكوك من خلال وسيط، حيث يشتري السماسرة لنا (Brokers) ونحن نتحقق من التصنيف في بلومبورغ، والسماسرة يأخذ عمولته وفقاً للعقد فقط ولا يكون شريكاً مع البنك الإسلامي. وكذلك لا يستطيع الوسيط أن يخبرنا بالخطأ؛ لأن السعر ثابت ومعروف في العالم وندفع له نسبة مئوية من العمولة فقط. وفي نهاية نظام الجمهورية الأفغانية، بدأ البنك المركزي مع الوزارة المالية الأفغانية في وضع القواعد واللوائح الخاصة بالصكوك ولم يتم صياغتها وتدوينها بعد.	السؤال 10: هل يوجد قانون خاص بالصكوك في أفغانستان و إلا، فلماذا ؟
المشكلة الكبيرة هي ضعف التعليم والتخصص والإدارة، وعدم وجود الموظفين المتخصصين في أفغانستان في هذا المجال. ومن جانب آخر، ليست الإرادة السياسية في هذا المجال؛ لأن السياسيين هم الذين لا يريدون أن يكون لديهم البنك المركزي في أفغانستان الذي يتم معاييرهم مطابقاً للمعايير الدولية، ومعدة وفقاً للنظام المصرفي أو البنوك المالية الدولية. ولسوء الحظ لا يزال بإمكاننا القول إن كل من تم تعيينه في كل منصب في البنك المركزي لم يكن خبيراً ومتخصصاً ومؤهلاً بل كان تعيينه وفقاً للعلاقات الشخصية والتمايلات السياسية، وما زال	السؤال 11: ما هي المشكلة القانونية التي تحول دون إصدار الصكوك في أفغانستان عبر التاريخ، وكيف يمكن لأفغانستان إنهاء هذه المشكلة القانونية؟

لم تتمكن أفغانستان أن تجعل 5٪ من البنك المركزي وفقًا للمتطلبات العالمية.	
الإمارات العربية المتحدة هي أفضل نموذج؛ لأننا إذا قارنا الدول الأخرى المجاورة لدولة الإمارات العربية المتحدة رأيناها أنها رائدة من حيث التقدم والتطور، فإننا نفهم أن متطلبات الصكوك الإماراتية وتصنيفها مرتفعة وأن مستثمري الصكوك فيها مرتفع وجيد كذلك. وأما إذا نتكلم من وجهة الشرعية والطلب، فإن ماليزيا هي الأفضل حقًا. وصحيح أنه من ناحية الإصدار فإن ماليزيا كثيرة وأفضل، ولكن من وجهة نظر النمو والتطور والترويج فإلى الإمارات أفضل وأكثر. وأما بالنسبة إلى بلدنا فإن الإمارات هي أفضل ودخل الإمارات أكثر من ماليزيا خاصة في مجال الطيران والقطاعات الأخرى.	السؤال 12: وفق نظرك، أي دولة هي أفضل نموذج ومثال في صياغة قانون الصكوك حتى يقتبس قانون الصكوك في أفغانستان من قانونها، ولماذا؟
إذا حصلت أفغانستان على كسب ثقة الناس، فسيقوم البنك المركزي الأفغاني أو الوزارة المالية الأفغانية بإصدار الصكوك بشكل أساسي، فإن الصكوك ستحل مشاكل اقتصادية كثيرة و ستفتح لها طرقًا مختلفة للتمويل والاستثمار؛ على سبيل المثال ليس فقط إصدار الصكوك لاستخدام الأموال الراكدة وتفعيلها بل يمكن استثمار أموال الصكوك للتنمية الزراعية وازدياد الصادرات، وإحياء الربا والغرر، ويمكننا أيضًا استثمار أموال الصكوك في مشاريع وقطاعات مختلفة أخرى.	السؤال 13: ما هي الفرص الاقتصادية التي توفرها الصكوك من وجهة نظرك؟
على رأيي، يجب أن يصدر الجزء الأكثر فاعلية من الصكوك في اتجاه التعدين والتنمية الاقتصادية وهذا يعني أنه يمكننا تعدين مناجمنا بحصيلة الصكوك، وهذا يفضي إلى التنمية الاقتصادية والتطوير المالي.	السؤال 14: ما هي المجالات المالية الأكثر فاعلية لإصدار الصكوك وتداولها في أفغانستان وأية من المجالات التالية تعد أكثر فاعلية وفق رأيك؟ الف: مجال التعدين، والتنمية الاقتصادية والبنية التحتية.

	ب: مجال الاستقلال المالي والميزانية العامة. ج: مجال توفير المزيد من الاستثمار، وخلق المهن والوظائف. د: مجال توفير التنمية الزراعية.
وإذا كانت في أفغانستان حكومة جيدة، فإن الصكوك فعالة جدًا بالنسبة 100٪ في القضاء على الفقر وإمحاء؛ على سبيل المثال، يمكننا استخدام الأموال الراكدة المجمعة عن طريق إصدار الصكوك، وهذا يؤدي إلى القضاء على الفقر؛ لأن تدفق الأموال بنفسه يسبب إخماء الفقر بشكل ما، ولا يزال يتم تعيين أشخاص مهمين في إدارات الصكوك وتؤدي إلى خلق فرص عمل للمواطنين.	السؤال 15: ما هو دور الصكوك في القضاء على الفقر؟
كما قلت سابقًا، تجربة الإمارات العربية المتحدة هي أفضل تجربة لأفغانستان؛ لأننا إذا قارنا الدول الأخرى المجاورة لدولة الإمارات العربية المتحدة رأينا أنها رائدة من حيث التقدم والتطور، فإننا نفهم أن متطلبات الصكوك الإماراتية وتصنيفها مرتفعة وأن مستثمري الصكوك فيها مرتفع وجيد كذلك. وأما إذا تكلم من وجهة الشرعية والطلب، فإن ماليزيا هي الأفضل حقًا. وصحيح أنه من ناحية الإصدار فإن ماليزيا كثيرة وأفضل، ولكن من وجهة نظر النمو والتطور والترويج فإلى الإمارات أفضل وأكثر. وأما بالنسبة إلى بلدنا فإن الإمارات هي أفضل ودخل الإمارات أكثر من ماليزيا خاصة في مجال الطيران والقطاعات الأخرى.	السؤال 16: على رأيك، تجربة أي دولة إسلامية هي الأنسب لأفغانستان في مجال إصدار الصكوك؟
نعم، بدأ البنك الإسلامي بيع وشراء الصكوك من مليون واحد في عام 2018، وفي عامي 2021 و 2022 اكتسب 4 و 5 ملايين من خلال الصكوك، كما اشترينا صكوكًا قرابة 100 مليون و 200 مليون دولار وتداولنا بها. (في منتصف الشهر لدينا الحق في الشراء	السؤال 17: هل قام البنك الإسلامي الأفغاني بشراء الصكوك أم لا؟

بقدر ما نريد حتى بقدر 500 مليون، باستثناء نهاية الشهر حيث هناك حد يجب بيعه ولايسمح أكثر منه). وقمنا بشراء معظم الصكوك من السعودية وتركيا والإمارات والبحرين والشارقة وإندونيسيا وعمان وهونغ كونغ وماليزيا ورأس الخيمة والكويت وباكستان وقطر.		
الخبراء الذين أجريت معهم المقابلات (Interviewees)	تاريخ المقابلات	البريد الإلكتروني وأرقام الهواتف
(س2) المتخصص في الاقتصاد والبنوك، و هو الآن يعمل في البنك المركزي الأفغاني - د أفغانستان بنك- في قسم البنك الإسلامي كمدير العام للصكوك (Sukkuk and Takaful General) Manager in Islamic Bank Department Under the Central Bank أجريت المقابلة معه باللغة البشتوية. (س2)		Asad-mubariz@dab.gov.af رقم الهاتف: +93775537984
الأسئلة	والأجوبة	
السؤال 1: ما هو التعريف العام للصكوك عندك؟	الصك هو في الواقع مستند يتواعد فيه وضع حصة حامل الصكوك في الأصل الأساسي المدعوم خلفه. صكوك حكومية: هي وثيقة تباعها الحكومة للعميل، وتوضح حصته في نفس الأصول الموضوعة والمدعومة خلف الصكوك، ويجب أن تكون هذه الأصول متوافقة مع الشريعة الإسلامية، وأن تكون مشتركة.	

السؤال 2:

ما هو الإطار الشرعي للصكوك، لو تبين من فضلك بعض المعلومات عن هيكلية الصكوك وتصكيكها؟

(لدينا نوعان من الصكوك: صكوك الشركات والصكوك السيادية) أولاً، فيما يتعلق بهيكل الصكوك الحكومية أو السيادية، إذا اعتبرنا الصكوك الحكومية فيها ثلاث أطراف، أحدهما هو المنشئ/ الأصيل، والآخر هو المصدر أو SPV، والآخر هو حامل الصكوك أو مالكيها. وبشكل عام في أفغانستان، نريد إصدار الصكوك المؤسسية (Institutional Sukuk)، مما يعني أن المؤسسات المالية فقط هي التي يمكنها إصدارها واستثمارها، وتكون العملية على النحو التالي: أولاً: تحدد وزارة المالية ضرورة وحاجة المشروع للتمويل، وفي المقابل يتم منح الأصيل سواء كان حكومياً أو عاماً، ثم يأتي الموضوع إلى SPV شركة ذات غرض (وفي أفغانستان، يمثل البنك المركزي دور SPV). ثانياً: ثم يُعلن للجمهور أو البنوك أن الوزارة المالية تريد تمويل هذا المشروع من خلال الصكوك، ويجب توضيح هيكل الصكوك بأنها إيجار، أو مشاركة، أو استصناع ونحو ذلك. وأي شخص مهتم يأتي ويشترى الصكوك؛ على سبيل المثال: البنوك (البنوك لديها بالفعل حساب جاري في البنك المركزي) تجمع النموذج ثم تقوم بشراء أي عدد ممكن من الصكوك، 4، 5، 10، وسعر كل صك معروف أيضاً، إذن يتم تقديم الأموال إلى الوزارة المالية ويتم مراقبتها بشكل مستمر، ويحدد مقدار اكتمال المشروع ومتى يتم استحقاقه وما إلى ذلك. ومن الممكن أن تعمل إدارات أخرى مثل وزارة الاتصال والثقافة مع الوزارة المالية في هذا المجال كذلك، وعن طريق تلك الوزارة سترسل رسالة إلى الشخص وتخبره بأنه أصبح مالك هذا المبلغ من الصكوك، يعني أن هذه الوزارة تساعد الوزارة المالية في مجال التقنية والتكنولوجيا.

وفي البداية، نركز على الصكوك المؤسسية هي التي يتم اقتراحها على البنوك، ومن طرق استثمار الأموال الراكدة والفائضة الموجودة في البنوك والتي لا تمثل مجاًلاً استثمارياً لها. فمن ناحية سيتم تنفيذ المشروع وتوفير العمل، ومن ناحية أخرى سيتم توفير فرصة استثمارية لأموال البنوك الراكدة. ومسئولة اس بي وي هي أن الملكية الحقيقية للأصل – Underlying Asset – (الأصل المدعوم خلف الصكوك) وإدارته تنتقل من الوزارة المالية إلى SPV، حيث تقوم بجمع الأموال والوجوه وإدارتها. ولا يقوم المصدر بهذه الأنشطة؛ لأن هناك ثقة كبيرة من قسم البنك الإسلامي في البنك المركزي و من الناس ب SPV. والبنوك التي اعتمدناها تؤمن فقط بالثقة وليس بالحكومة، وإذا تخلف نفس المشروع عن السداد، يجب على SPV دفع ثمنه. هل يُوضع نفس المشروع قيد الإنشاء كأصل أساسي مدعوم بالصكوك أو أصل آخر؟ كلاهما ممكن ويجوز، ولكن في أفغانستان ستوضع أصل آخر وراء الصكوك ولا يوجد أي مشكلة شرعية في هذا الموضوع، على سبيل المثال: نحن نبيع صكوك إصلاح شارع/ طريق هراة وقندهار، ويمكننا أن نضع نفس الطريق كأصل أساسي ومدعوم للصكوك أو أصل آخر مثل مطار كابول. يعني يتم ويجوز وضع المشروع نفسه أوشيء آخر كأصل أساسي مدعوم للصكوك، كما يقال لها الصكوك القائمة على الأصول، والصكوك المدعومة بالأصول.	
لقد بلغ أنواع الصكوك لأيوبي إلى 14 نوعاً، وإذا قام بتهجينها وتركيبها فسوف تزداد.	السؤال 3: ما هي أنواع الصكوك وفق نظرك؟

وفي أفغانستان، سنقوم بإصدار الصكوك الإيجارية، والمشاركة والاستصناع فقط، أما صكوك السلم والمزارعة والمضاربة ليست ممكنة في الوقت الراهن.	
إصدار الصكوك أمر ضروري جدًا في الوقت الحاضر، أولاً: لبناء مشاريع البنية التحتية مثل السدود الكهربائية والطرق وغيرها والتي بدونها لا يوجد نمو اقتصادي. ثانيًا: عند إصلاح الطريق سيتم توفير العمل وخلق المهن، ثالثًا: يتم استثمار أموال الراكد (كما تعلم، يتم استثمار أكثر من 70 ٪ من الأموال التي يتم توفيرها في البنوك الإسلامية وغير الإسلامية في خارج البلد)، ويلزم منعهم بإصدار الصكوك من الفرار والاستثمار في خارج البلد، رابعًا: تضبط بها السياسة النقدية.	السؤال 4: هل يمكنك إعطاء بعض المعلومات عن فوائد الصكوك من فضلك؟
إيجاد السيولة وخلق فرص العمل.	السؤال 5: ما هي إحدى الفوائد المحددة للصكوك خاصة في أفغانستان؟
كل أربعة التي ذكرتها ممكنة خاصة لتقليص عجز الميزانية العامة أو السياسة المالية (Fiscal Policy) التي تعاني عنها أفغانستان في الوقت الراهن.	السؤال 6: أنا ذكرت بعض المزايا لإصدار الصكوك في التالي، أيتها مهمة في أفغانستان وفق رأيك؟ 1: زيادة السيولة وتقليل التضخم. 2: تخفيض عجز الموازنة العامة.

	3: توفير فرص الاستثمار لصغار المستثمرين. 4: أفضل بديل للسندات في البنوك التقليدية.
كما ذكرت سابقاً، أن الصكوك على نوعين: أحدهما الصكوك الشركات التي يصدرها كل شخص والشركة والبنك والمؤسسات المالية بعد الترخيص من الوزارة المالية أو البنك المركزي و هو المصدر، والآخر هو الصك السيادي، وهناك المنشئ هو الوزارة المالية، والمصدر و هو اس بي وي، والثالث هو صاحب الصكوك أو حامله وهو البنك المضيف أو الجمهور العام. والآن في أفغانستان في بداية الأمر كما افترض أن الإدارة المسؤولة هي الوزارة المالية مع البنك المركزي.	السؤال 7: من يصدر الصكوك، وما هي الجهة المسؤولة عن إصدار الصكوك في أفغانستان ولماذا؟
أولاً: الخطر السياسي أو عدم الاستقرار السياسي؛ لأن الصكوك مدتها طويلة تبدأ من ثلاث سنوات والآن إذا استثمرت الصكوك في ثلاث سنوات فلا يعرف ما إذا كانت الحكومة القادمة ستقبلها أم لا، أي أنه ليست هناك ثقة سياسية في أفغانستان إلى الآن. ثانياً: لا يوجد إعلان عام ووعي عام، مما يعني أنه لا توجد توعية مالية للجمهور حول الصكوك. ثالثاً: حتى الآن لم تشعر الحكومة والناس بالحاجة إلى إصدار الصكوك لأنه كانت هناك الكثيرة من المساعدات الدولية والمتبرعين، لكن الآن توقفت المساعدات الدولية والتبرع من المتبرعين؛ لذا تشعر الحكومة والشعب بإصدار الصكوك.	السؤال 8: ما هو أكبر تحدٍ ومشكلة عظيمة في مجال إصدار الصكوك في أفغانستان في الوضع الراهن، وفق نظرك؟
عندي عدم الاستقرار السياسي، أما قلة الخبراء لا أقبل، لأنه لا يوجد نقص وقلة في الخبراء بل هناك نقص في التثقيف المالي، وليس نقص	السؤال 9:

الخبراء؛ لأن هناك العديد من الخبراء في الوزارة المالية والبنك المركزي، يعني يكفي عشرة خبير لإصدار الصكوك و هم موجودون الآن الحمد لله. لقد وضعنا تنظيم/لائحة الصكوك مع الإسراء ولكنه كان في السابق مع سياق الحكومة السابقة الجمهورية والآن هو في سياق الإمارة الإسلامية، ويجب أن يكون كل كلمة منه إسلامية ومتوافقة مع الفقه الحنفي.	لقد أشرت إلى عدة تحديات هنا، وما هي التحدية الأكثر فعالية في هذه الحالة أمام إصدار الصكوك في أفغانستان؟ الف: عدم الاستقرار السياسي. ب: قلة المتخصصين والخبراء في الصكوك. ج: عدم وجود قانون محدد للصكوك. د: عدم الاستقرار الاقتصادي.
نعم، في نهاية الحكومة الجمهورية تم الانتهاء من مشروع القانون وكان المبدأ هو اكتمال المراحل الإجرائية للقانون و هو أن يذهب القانون أولاً إلى وزارة العدل الأفغانية ثم إلى مجلس النواب ثم يوافق عليه رئيس الدولة. أعددنا مشروع القانون بالتعاون مع مؤسسة إسراء من ماليزيا، ثم أرسل مشروع القانون إلى وزارة العدل الأفغاني وفي نفس الوقت سقط النظام الجمهوري. لقد بدأ العمل الآن حيث تتم مراجعة كل شيء وتعديله إلى آخره كما ذكرت سابقاً.	السؤال 10: هل يوجد قانون خاص بالصكوك في أفغانستان و إلا، فلماذا؟
المشكلة العظيمة هي عدم الإرادة السياسية في هذا المجال؛ لأن السياسيين والقادة هم الذين لا يريدون أن يكون لديهم بنكاً مركزياً في أفغانستان، يتم معانيته وفقاً للمعايير الدولية ومعدة مطابقا للنظام المصرفي أو البنوك المالية الدولية.	السؤال 11: ما هي المشكلة القانونية التي تحول دون إصدار الصكوك في أفغانستان عبر التاريخ، وكيف يمكن لأفغانستان إنهاء هذه المشكلة القانونية؟
أفضل نموذج هو باكستان وإيران وليس ماليزيا لعدة أسباب: أولاً: الوحدة في الفقه الحنفي. ثانياً: لقد عملت باكستان كثيرة في قطاع مشاريع البنية التحتية (Infrastructure Projects)، وهو نفس عملنا في أفغانستان، إذن بلدنا وباكستان في التطبيق سواسية، كما عملت إيران كثيرة في قطاع	السؤال 12: وفق نظرك، أي دولة هي أفضل نموذج و مثال في صياغة قانون الصكوك حتى يقتبس قانون الصكوك في أفغانستان من قانونها، و لماذا؟

صكوك المشاركة. وجدير بالذكر أن إيران في قطاع المعاملات المالية تستخدم الفقه الحنفي أكثر من الجعفري .	
الفرص الاقتصادية التي توفرها الصكوك الإسلامية هي بناء مشاريع البنية التحتية مثل السدود الكهربائية، والطرق الممهدة، وتوفير خلق العمل، واستثمار الأموال الراكدة، والقضاء على الفقر، وإكمال ميزانية العامة وغيرها.	السؤال 13: ما هي الفرص الاقتصادية التي توفرها الصكوك من وجهة نظرك؟
في رأيي؛ الأولوية والأحق بها استخدامهما في البنية التحتية؛ لأن المجالات الأخرى تصبح آليات.	السؤال 14: ما هي المجالات المالية الأكثر فعالية لإصدار الصكوك و تداولها في أفغانستان وأية من المجالات التالية تعد أكثر فاعلية وفق رأيك؟ الف: مجال التعدين، والتنمية الاقتصادية والبنية التحتية. ب: مجال الاستقلال المالي والميزانية العامة. ج: مجال توفير المزيد من الاستثمار، وخلق المهن والوظائف. د: مجال توفير التنمية الزراعية.
له دور عظيم؛ لأنه يؤدي إلى توفير فرص العمل، و هو يؤدي على القضاء على الفقر.	السؤال 15: ما هو دور الصكوك في القضاء على الفقر؟
في رأيك أي دولة تعتبر تجربة جيدة بالنسبة لأفغانستان؟ الإجابة: كما ذكرت سابقا، باكستان هي الأولى في تأجير الصكوك (وما يقرب من 80٪ من الصكوك السيادية التي تريد أفغانستان	السؤال 16:

على رأيك، تجربة أي دولة إسلامية هي الأنسب لأفغانستان في مجال إصدار الصكوك؟	إصدارها مبنية على الإيجار)، ولكن ماليزيا مرنة (Flexible In Terms Of Sharia Legality) للغاية من ناحية الشرعية للصكوك، والماليزيون يتحدثون دائماً عن المصلحة ويقولون إنها مصحلة للمجتمع حتى ولو كان الأمر مخالفاً للشرعية، أما في أفغانستان يلزم ويتم تطبيق الشرعية بشكل صارم، ولا تنطبق المصلحة هنا إلا في موارد خاصة فقط.
الخبراء الذين أجريت معهم المقابلات (Interviewees)	تاريخ المقابلات البريد الإلكتروني و أرقام الهواتف
(خ 1) المتخصص في قسم المالي والبنكي، و هو الآن يعمل كرئيس إدارة الديون في الوزارة المالي الأفغاني (Head of Debt Management) (Office). أجريت المقابلة معه باللغة الفارسية.	19 نوفمبر 2022 hamedi@mof.gov.af رقم الهاتف: 0794570252
الأسئلة	والأجوبة
السؤال 1: ما هو التعريف العام للصكوك عندك؟	أولاً، أشكركم على اختيار موضوع كهذا وشكراً لكم على قدومكم إلى أفغانستان. الصكوك كلمة عربية وهي جمع الصك، وهي وثيقة مالية قيمة إسلامية، متساوية القيمة وغير قابلة للتجزئة. هدفنا من هذه هي الصكوك التي تصدر في الأسواق الأولية وأسواق التوريق. نظراً، لأن أفغانستان بلد إسلامي وفي الفترة الماضية كانت تعتمد على المساعدات الخارجية (Aid Dependent Country)، وكان ما لا يقل عن 70% من المساعدات السابقة من الميزانيات الخارجية.

ومن ناحية أخرى، أخذت الحكومة قروضاً كثيرة بفائدة، والطريقة البديلة الوحيدة لقيام الحكومة الأفغانية بالانسحاب من قروض الفائدة والتمتع بالاستقلال المالي والحصول على بديل لوثائق قروض الفائدة (السندات القروض) هي بالفعل إصدار الأوراق المالية الإسلامية والصكوك الإسلامية.	
في المرحلة الأولى، يجب أن يكون هناك نظام وهو القانون، ويجب أن يكون هناك قانوناً يساعد في إصدار الصكوك، وأن يكون هناك في جنب القانون شركة ذات أغراض خاصة، ويلزم أن يكون لدينا أصل (Asset)؛ لأن هذه الصكوك هي أداة مدعومة بالأصول (Asset Backed - Sukuk). كان ينبغي على الحكومة أن تحدد أصولها الخاصة التي تصدر الصكوك مقابلها، وكان يجب إجراء دراسة مالية لمعرفة ما إذا كانت هناك نفس القدرة في أفغانستان التي يمكن للحكومة أن تجمع الأموال الراكدة بعد إصدار الصكوك أم لا؟ والأهم هو تثقيف الناس، ويجب إعطاء الناس والمؤسسات العقلية القائلة بأن الحكومة الإسلامية ستصدر الصكوك وعليهم شرائها ، ومن المهم للغاية الحصول على الائتمان من الناس.	السؤال 2: ما هو الإطار الشرعي للصكوك، لو تبين من فضلك بعض المعلومات عن هيكله الصكوك وتصكيكها ؟
لها أنواع كثيرة، ولكن النوع الجيد جداً من الصكوك في بقية العالم خاصة عند ما نصدر صكوكاً سيادية هو صكوك الإيجار ومخاطرها منخفضة جداً.	السؤال 3: ما هي أنواع الصكوك وفق نظرك؟
برأيي ورأي جميع الاقتصاديين الأفغانيين، فإن إصدار سندات الصكوك يحتل مكانة كبيرة في النمو الاقتصادي خاصة في الظروف الحالية لأفغانستان، حيث لا توجد المساعدات الخارجية، ودخلنا	السؤال 4: هل يمكنك إعطاء بعض المعلومات عن فوائد الصكوك من فضلك؟

منخفض جدا، وأعمالنا مغلقة. ونذكر أن هناك أموال راکدة كثيرة موجودة مع الناس وفي البنوك، ويمكننا بجمع هذه الأموال وإنفاقها في مشروع التطوير، فهي ستؤدي إلى نمو اقتصادي ومالي وعندما تتدفق الأموال، ينمو الاقتصاد ويتم توفير مجال العمل وما إلى ذلك.	
توفير مجال الانشغال، وتدفق الأموال، والقضاء على الفقر عن طريق خلق فرص العمل.	السؤال 5: ما هي إحدى الفوائد المحددة للصكوك خاصة في أفغانستان؟
برأيي، تلعب جميع الخيارات الأربعة دورًا مهمًا حتى تصدر الصكوك لأجلها لكن في الوضع الراهن، ومن المهم توفير الاستثمار لصغار الرأسماليين من الحصول على الأموال الراکدة واستغلالها على الرغم من أهمية جميع الخيارات الأربعة.	السؤال 6: أنا ذكرت بعض المزايا لإصدار الصكوك في التالي، أيتها مهمة في أفغانستان وفق رأيك؟ 1: زيادة السيولة وتقليل التضخم. 2: تخفيض عجز الموازنة العامة. 3: توفير فرص الاستثمار لصغار المستثمرين. 4: أفضل بديل للسندات في البنوك التقليدية.
نحن لم نقيّد القانون عندما نكتب القانون بل نضع قانونًا مفتوحًا لأي شخص يمكنه إصدار صكوك. ومع ذلك إذا أصدرت الإدارات الحكومية صكوكًا، فإن الوزارة المالية وحدها هي التي تصدرها كممثل لها. ومن ناحية أخرى، يمكن لشركة خاصة، والبنوك والبنك المركزي	السؤال 7: من يصدر الصكوك، وما هي الجهة المسؤولة عن إصدار الصكوك في أفغانستان ولماذا؟

إصدار الصكوك، ولكن إذا قامت الإدارات الحكومية بإصدارها، فيجب أن يتم إصدارها بواسطة الوزارة المالية.	
أولاً، ما كانت في أفغانستان الاستقرار السياسي والاقتصادي الجيد منذ زمن بعيد. والشيء الآخر هو أنه في السنوات العشرين الماضية (كانت دولة أفغانستان تعتمد على المساعدات الخارجية)، وتلقت الحكومة الكثير من المال وأصبحت كسولة ولم تعني بإصدار الصكوك، وعندما أدركت الحكومة أن هذه المساعدات الخارجية توقفت ولم تستمر، اضطرت إلى أخذ وثائق قروض تقليدية (السندات). ثم بعد مضي زمان اعتقدوا: على أن أفضل خيار لتمويل المشاريع والتنمية الالية هو إصدار الصكوك و هي خالية من الربا ولها فوائد كثيرة.	السؤال 8: ما هو أكبر تحدٍ ومشكلة عظيمة في مجال إصدار الصكوك في أفغانستان في الوضع الراهن، وفق نظرك؟
كلها تحديات أمام إصدار الصكوك، ولكن المهم و الأكثر تحدياً هو أنه لا يوجد قانون محدد للصكوك.	السؤال 9: لقد أشرت إلى عدة تحديات هنا، وما هي التحدية الأكثر فعالية في هذه الحالة أمام إصدار الصكوك في أفغانستان؟ الف: عدم الاستقرار السياسي. ب: قلة المتخصصين والخبراء في الصكوك. ج: عدم وجود قانون محدد للصكوك. د: عدم الاستقرار الاقتصادي.
لقد عقدنا اتفاقية مع شركة ماليزية إسرا (ISRA)، و هم قاموا بصياغة القانون باللغة الإنجليزية وقمنا بترجمته إلى الفارسية والبشتو. وفي الوقت الحالي، أنشأنا مجلساً لرسم المصادر الشرعية لهذا القانون بحيث يكون متوافقاً مع الفقه الحنفي، وبعد ذلك يعرض هذا القانون إلى مجلس الوزراء لإقراره، يعني أن القانون شبه مشروع ولا يكون مدونا بعد، ويتعلق إكمال مراحل القانون بالوزارة المالية والبنك المركزي	السؤال 10: هل يوجد قانون خاص بالصكوك في أفغانستان وإلا، فلماذا ؟

الأفغاني. وتشكلت لجنة في هذا المجال، وكل يوم تعمل عليه هذه اللجنة لتجعله متوافقا مع الشريعة الإسلامية، وتشكل هذه اللجنة من فريق من المفتين يعمل على هذا القانون من الناحية الشرعية. ومن جانب آخر، يعمل الفريق الفني في الوزارة المالية حاليًا مع الفريق الفني في البنك المركزي في مجال التقنية والتكنولوجيا في هذا المجال. والخطوة التالية بعد هذه اللجنة هي أن يرسل هذا القانون إلى أكاديمية العلوم الأفغانية ويؤخذ رأيهم ثم إلى وزارة العدل الأفغاني ثم إلى أمير المؤمنين - حفظه الله ورعاه - للموافقة عليه. ونحن الآن، نعمل على قانون الصكوك بجد، ثم سننشئ نظامًا أو قانونًا لكل نوع من أنواع الصكوك مثلًا: للإيجار، والمضاربة، والمشاركة، والاستئصال وغيرها، ووفقًا لطبيعة المشروع والوقت سنصدر الصكوك الجيدة ونتداول بها.	
السؤال 11: ما هي المشكلة القانونية التي تحول دون إصدار الصكوك في أفغانستان عبر التاريخ، وكيف يمكن لأفغانستان إنهاء هذه المشكلة القانونية؟	عدم الاستقرار السياسي، وعدم الاهتمام بشكل خاص بهذا الموضوع بحقيقة أن الصكوك من أدوات الاستثمار الشرعية ومفيدة للدول الإسلامية.
السؤال 12: وفق نظرك، أي دولة هي أفضل نموذج ومثال في صياغة قانون الصكوك حتى يقتبس قانون الصكوك في أفغانستان من قانونها، ولماذا؟ لقد قرأنا قوانين ماليزيا والعديد من الدول الأخرى ولكن في رأيي أفضل قانون في هذا الصدد هو القانون المصري، فهو بسيط وسهل للغاية، وهو أفضل قانون خاصة بالنسبة لصكوك السيادية، أي في عام 2022 القانون المصري هو أفضل قانون في هذا المجال. وميزة قانون الصكوك المصري على أنه بسيط وسهل، فالصكوك متروكة للحكومة، ولا تختص بالفقه الحنفي بل تعتبر الإسلام كله. ولو تقول أنه ليس هناك المذهب الحنفي، ونحن نقول: نحن اعتبرنا الإسلام ككل وليس المذهب الحنفي رغم أن هذه المشكلة موجودة	

في أفغانستان، بل إن بعض العلماء قالوا إننا سنعطي أجرًا وجائزة إذا استطعتم إصدار الصكوك وفق الفقه الحنفي.	
كما ذكرت سابقًا أن لإصدار الصكوك دور كبير في النمو المالي والفرص الاقتصادية، ومنها استثمار الأموال الراكدة و الفائضة، وتوفير فرص العمل، والقضاء على الفقر، وتقليص عجز الموازنة العامة وتدفق الأموال.	السؤال 13: ما هي الفرص الاقتصادية التي توفرها الصكوك من وجهة نظرك؟
من وجهة نظري، الأهم في مجال التعدين والتنمية الاقتصادية حتى نكون قادرين على استخراج مناجمنا و التمويل بها. الحمد لله بلدنا غني (قرأت في الماضي على أن لدينا تريليون مناجم غير مستغلة)، لو أن الحكومة استخرجت المناجم من خلال الصكوك ثم تبيعها إلى دول أخرى، فيمكن استخدامها في مختلف قطاعات الزراعة والصناعة وعجز الميزانية إلخ. بالطبع، لا يمكننا استخدام المنجم كأصل (Asset)؛ لأنه يتم استخدام المنجم نفسه، أي إذا أردنا الحصول على التعدين بالصكوك القائمة على الأصول (Asset Based-Sukuk) فلا يمكننا ذلك، لكن يمكننا إصدار الصكوك بسبب التعدين، يعني يمكن أن تكون الصكوك المدعومة على الأصول.	السؤال 14: ما هي المجالات المالية الأكثر فعالية لإصدار الصكوك وتداولها في أفغانستان، وأية من المجالات التالية تعد أكثر فاعلية وفق رأيك؟ الف: مجال التعدين، والتنمية الاقتصادية والبنية التحتية. ب: مجال الاستقلال المالي والميزانية العامة. ج: مجال توفير المزيد من الاستثمار، وخلق المهن والوظائف. د: مجال توفير التنمية الزراعية.
حقيقة أن هذه الأموال الراكدة الموجودة في بيوت الناس والوسائد وفي البنوك ولا يتم استخدامها، فعند وصولها إلى الحكومة ستوفر فرص العمل والوظائف وستؤدي إلى الرخاء الاقتصادي للبلد.	السؤال 15: ما هو دور الصكوك في القضاء على الفقر؟
معلوم أن ماليزيا هي الدولة الرائدة الآن في هذا المجال، وقد أصدرت صكوكًا متنوعة في كل مجال.	السؤال 16:

على رأيك، تجربة أي دولة إسلامية هي الأنسب لأفغانستان في مجال إصدار الصكوك؟		
السؤال 17:	هل يمكنني أن أعرف، أنه متى اتفقتم مع معهد الإسراء وكيف؟	
وقعت اتفاقية عام 2019 وكانت هذه الاتفاقية من مرحلتين: المرحلة الأولى: هم سيقرون القانون معنا ويدونونه، والمرحلة الثانية: سيتعاونونا في تنفيذ القانون، ويصدرون سندات من الصكوك امتحانا حتى نتمكن من استخدامها. اكتملت المرحلة الأولى وظلت المرحلة الثانية غير مكتملة لتفشي كورونا والتحويلات السياسية، وبعد ذلك ما تواصلنا معهم عند حدوث تطورات سياسية.		
السؤال 18:	هل أنت على تواصل مع إسراء بعد سيطرة الإمارة الإسلامية أم لا؟	
لا، لسنا على تواصل مع إسراء، لكن الحكومة تريد التواصل معهم لأن اتفاقها لم تكتمل بعد وعلى الوزارة المالية التواصل معها. ونا على تواصل معهم في عام 2019 و 2020 و 2021 وقبل التطورات السياسية، و هم يرسلون بعض رسائل البريد الإلكتروني، لكننا ننتظر الاستعداد هنا؛ لأن المرحلة الثانية لن تكتمل إلا بعد إقرار القانون.		
الخبراء الذين أجريت معهم المقابلات (Interviewees)	تاريخ المقابلات	البريد الإلكتروني و أرقام الهواتف
(ق 1) عضو خبير في إدارة القوانين المالية والاقتصادية بوزارة العدل الأفغاني والمتخصص في القانون البنكي، وهو الآن يعمل كعضو محترف في وزارة العدل الأفغانية. أجريت المقابلة معه باللغة الفارسية.	في 13 نوفمبر (نوفمبر) 2022	

الأسئلة	والأجوبة
السؤال 1: هل يمكنك إعطاء معلومات عن الصكوك، من فضلك؟	قديمًا، قبل حوالي عشرين أو ثلاثين عامًا كان هناك قانون يتعلق بالصكوك؛ على سبيل المثال : كل من اشترى أشياء مثل القرطاسية وغيرها، كانت الحكومة تحصل على نسبة مئوية من الضرائب منها. وفي وقت لاحق، عندما صدر قانون ضريبة الدخل عام 1967، ألغوا به قانون الصكوك. ومرة أخرى، منذ ما يقرب من 6 سنوات خلال الفترة الجمهورية قدمت الوزارة المالية الأفغانية خطة وفي ضوءها طلبوا من الحكومة الماليزية التعاون مع أفغانستان في مجال إصدار الصكوك وتداولها، فجاءوا وانعقدوا ورشات عمل للأساتذة والموظفين لأيام وقالوا: " إن الصكوك وثائق قيمة أو هي ضمان نقوم بجمع الأموال مقابلها من الناس من أجل البنية التحتية " إلى آخره ثم تلقينا هذه الخطة من الوزارة المالية الأفغانية ودققناها أولاً ودعونا ممثل الوزارة المالية وشاركنا آرائنا معه، ثم بعد مدة قالوا: أعيدوا هذه الخطة إلينا مع آرائكم، وفي نفس الوقت قال: إن البنك الدولي لديه أفكار حول هذا الموضوع، وعلى البنك الدولي دراستها، لذلك سنرسلها إليكم مرة أخرى بعدها.
السؤال 2: هل هناك قانون محدد للصكوك الإسلامية في أفغانستان تمت الموافقة عليه أم لا؟	لا، لا يوجد أي قانون مشروع ومدون في مجال الصكوك بعد.
السؤال 3: ما هو قرار وزارة العدل الأفغاني في هذا المجال؟	هذا الموضوع يرتبط بالوزارة المالية، فعندما تضع الوزارة المالية خطتها وترسلها إلينا سنقوم بترتيبها، حتى الآن لم تقدم الوزارة المالية مثل هذا الطلب فقد بقيت الخطة غير مكتملة.

في الوقت الحالي، يعملون جمع ولجنة من الوزارة المالية والبنك المركزي على نفس الخطة التي أعدها أساتذة ماليزيا في ذلك الوقت. وشارك رئيس الهيئة التشريعية من الوزارة العدل الأفغاني في ذلك الاجتماع مع اللجنة في هذا المجال وشاركت معه، وفي المرة الثانية شارك رئيس القطاع وحده إلى نفس الاجتماع، ثم شارك لمناقشة الموضوع في منصب نائب المستشار الاقتصادي. وفي النهاية جاء الاتفاق على أنها مسؤولية الوزارة المالية والبنك المركزي حتى يتمكننا من وضع خطة ووضع اللمسات الأخيرة عليها والمشاركة مع وزارة العدل الأفغاني حتى يمضى القانون مراحله التشريعية.		
السؤال 4: لما ذا سافرت إلى ماليزيا و هل كانت رحلتك إلى ماليزيا مرتبطة بالصكوك أم بشيء آخر؟	نعم، مكثنا هناك لمدة 15 يومًا تقريبًا لنزور البنوك الماليزية وكيفية تطبيق خدمات البنوك، وإصدار الصكوك وكيفية تداولها واستخدامها. ومع الأسف أن في هذا المجال لم يكن لدي الماليزيين أي قانون محدد، ولم يكن لديهم حتى أي تنظيم صحيح ولا خطة ولا لائحة حتى يقدموننا في هذا المجال. والله أعلم .	
السؤال 5: متى سافرت إلى ماليزيا؟	كان ذلك منذ ما يقرب من 5 سنوات و في عام 2017.	
الخبراء الذين أجريت معهم المقابلات (Interviewees)	تاريخ المقابلات	
(م 2) المتخصص في القانون التجاري الإسلامي (Commercial Law) من الجامعة الإسلامية العالمية بإسلام آباد و هو الآن يعمل في أكاديمية العلوم في أفغانستان ASA: Afghanistan Science Academy) مدير قسم معاملات القانون التجاري الإسلامي	مؤرخ 14 نومبر 2022	
Najibullaomari@gmail.com رقم الهاتف و الواتساب: +93-777832500		

		Commercial Transaction) Department أجريت المقابلة باللغة الإنجليزية.
والأجوبة	الأسئلة	
السؤال 1: ما هو التعريف العام للصكوك عندك؟	الصكوك هي أداة مالية قابلة للتداول تظهر ملكية المالك للأصل ولها هياكل مختلفة.	
السؤال 2: ما هو الإطار الشرعي للصكوك، لو تبين من فضلك بعض المعلومات عن هيكلية الصكوك وتصكيكها ؟	هذا مرتبط بالهيكل؛ على سبيل المثال: عند ما يريد الأصيل (Originator) إصدار صكوك، يجب عليه إنشاء شركة ذات غرض خاص (SPV)، ثم تقوم شركة ذات غرض خاص فيما بعد بإصدار الصكوك وتحصيل الصندوق وتوزيع فوائد الصكوك على المستثمرين وتبيع حتى النهاية، و SPV هي وسيط مالي بين الأصيل (Originator) والمستثمر (Investor) بسبب ثقة بشركة ذات الغرض الخاص.	
السؤال 3: ما هي أنواع الصكوك وفق نظرك؟	من حيث جواز تداولها وعدم الجواز على نوعين: الصكوك القابلة للتداول مثل المشاركة والمضاربة والصكوك غير القابلة للتداول مثل المراجعة وغيرها. وأما من حيث الهيكل هناك أنواع مختلفة من الصكوك والتي تصل إلى ما يقرب من 14 نوعاً وفقاً لمعايير أيوفي.	
السؤال 4: هل يمكنك إعطاء بعض المعلومات عن فوائد الصكوك من فضلك؟	نعم، للصكوك دور كبير على الدول الإسلامية وخاصة أفغانستان؛ على سبيل المثال، فهي تستخدم الأموال الراكدة في ظروف اليوم في أفغانستان حيث تواجه جميع البنوك تحديات عظيمة ومذيلة كما أن لها أثراً إيجابية في الدول غير الإسلامية كذلك.	

نعم، هناك فوائد كثيرة، ومنها جذب الممتلكات والمال، والنمو الاقتصادي، واستكمال عجز الميزانية العامة، وإذا كانت لدينا مشاريع كبيرة ولكن ليس لدينا أموال لها، فيمكننا القيام بذلك من خلال هذه الأداة المالية الإسلامية.	السؤال 5: ما هي إحدى الفوائد المحددة للصكوك خاصة في أفغانستان؟
كل ما ذكرتها مزايا وخصائص مهمة للصكوك، أما الهدف الأكبر عندي أو دورها المهم هو توفير الاستثمار لصغار المستثمرين.	السؤال 6: أنا ذكرت بعض المزايا لإصدار الصكوك في التالي، أيتها مهمة في أفغانستان وفق رأيك؟ 1: زيادة السيولة وتقليل التضخم. 2: تخفيض عجز الموازنة العامة. 3: توفير فرص الاستثمار لصغار المستثمرين. 4: أفضل بديل للسندات في البنوك التقليدية.
الجهة المصدرة الصكوك الآن هي الوزارة المالية والبنك المركزي؛ لأنهما مسئولتان عن التنمية الاقتصادية والتطوير المالي والسياسة المالية في البلد، ولما تطور الصكوك ستسمح للشركات الكبيرة والبنوك إصدارها كذلك.	السؤال 7: من يصدر الصكوك، وما هي الجهة المسؤولة عن إصدار الصكوك في أفغانستان ولماذا؟
هناك الكثير من التحديات، منها عدم الإعلان العام عن الصكوك حتى المستثمرون لا يعلمون عنها شيئاً يعني عدم وعي الجمهور، وقلة الخبراء، وعدم وجود قوانين وأنظمة، المشكلة الرابعة هي المشكلة الفقهية في أفغانستان فإن معظم العلماء يتبعون المذهب الحنفي وعند ما يسألونهم (علماء الشريعة) عن هذه الأمور المعاصرة والجديدة وتناقشهم و هم لا يقبلونها. والسبب الكبير هو أن العديد من الإصدارات الجديدة لا تتفق مع الفقه الحنفي ولا يقبلها العلماء ولا	السؤال 8: ما هو أكبر تحدي ومشكلة عظيمة في مجال إصدار الصكوك في أفغانستان في الوضع الراهن، وفق نظرك؟

سيما العلماء القدامى، وهذه تحديات كبيرة فيما يتعلق بإصدار الصكوك في أفغانستان.	
يمكن أن تكون هذه الأمور الأربعة كلها عقبات وتحديات أمام إصدار الصكوك، باستثناء العقبة الأولى وهي عدم الاستقرار السياسي، وهي العقبة الكبيرة والتحدى الكبير.	السؤال 9: لقد أشرت إلى عدة تحديات هنا، وما هي التحدية الأكثر فعالية في هذه الحالة أمام إصدار الصكوك في أفغانستان؟ الف: عدم الاستقرار السياسي. ب: قلة المتخصصين والخبراء في الصكوك. ج: عدم وجود قانون محدد للصكوك. د: عدم الاستقرار الاقتصادي.
لا، حتى الآن لا يوجد قانون محدد في هذا المجال إلا أن مشروع قانون الصكوك موجود ومعد للموافقة والقبول، والسبب في عدم الموافقة على القانون في الماضي هو قلة الخبراء وعدم الإرادة السياسية في هذا المجال.	السؤال 10: هل يوجد قانون خاص بالصكوك في أفغانستان وإلا، فلماذا؟
و هي عدم الإرادة السياسية و القرار الجاد في إنعاش اقتصاد البلد.	السؤال 11: ما هي المشكلة القانونية التي تحول دون إصدار الصكوك في أفغانستان عبر التاريخ، وكيف يمكن لأفغانستان إنهاء هذه المشكلة القانونية؟
هناك أقرت دول كثيرة قانون الصكوك لكن ماليزيا أفضل لنا وباكستان جيدة أيضاً.	السؤال 12: وفق نظرك، أي دولة هي أفضل نموذج ومثال في صياغة قانون الصكوك حتى يقتبس قانون الصكوك في أفغانستان من قانونها، ولماذا؟

السؤال 13: ما هي الفرص الاقتصادية التي توفرها الصكوك من وجهة نظرك؟	ومن أهداف الصكوك هو توفير فرص الاقتصادية مثل خلق فرص العمل، وإزالة البطالة، واستثمار الأموال الراكدة والفائضة وغيرها؛ لأنها من الأدوات الاستثمارية الشرعية.
السؤال 14: ما هي المجالات المالية الأكثر فعالية لإصدار الصكوك وتداولها في أفغانستان، وأية من المجالات التالية تعد أكثر فاعلية وفق رأيك؟ الف: مجال التعدين، والتنمية الاقتصادية والبنية التحتية. ب: مجال الاستقلال المالي والميزانية العامة. ج: مجال توفير المزيد من الاستثمار، وخلق المهن والوظائف. د: مجال توفير التنمية الزراعية.	وهناك مجالات كثيرة، والأفضل وفي الوضع الراهن هو إصدار الصكوك في مجال الجوية وسدود الطاقة والطرق والتعدين وما إلى ذلك.
السؤال 15: ما هو دور الصكوك في القضاء على الفقر؟	لها دور كبير في القضاء على الفقر؛ لأن هذا المورد من مقاصد الصكوك.
السؤال 16: على رأيك، تجربة أي دولة إسلامية هي الأنسب لأفغانستان في مجال إصدار الصكوك؟	هناك تجارب وخبرات كثيرة وأنا أفضل التجربة الماليزية والسعودية.

ج: الوثائق الرسمية (Official Reports): التقارير الرسمية أو الوثائق من أهم أساليب جمع المعلومات أو مكملة للأساليب الأخرى مثل المقابلة والملاحظة، وهي كل ما هو مكتوب أو مسجل صوتيًا أو مصورًا، مما يمكن من استخراج معلومات حول الظاهرة المدروسة، سواء كانت هذه الوثائق رسميةً ومنظمةً مثل الكتب والسير الذاتية، أو عفوية مثل المذكرات والمفكرات والرسائل الشخصية، فإنها توفر للبحث النوعي معلومات قيمة وتساهم في تعزيز عمق التحليل (العبد الكريم، 2013).

ويمكن للباحث الحصول على معلومات من جهات أخرى كالمؤسسات المالية، والغرف التجارية، والقطاع المالي، و المصارف الإسلامية، والإدارة الحكومية، والهيئات الرسمية في أجهزة الدولة وغيرها في أفغانستان، وهذه الأدوات مهمة جدًا وستجيب عن بعض أسئلة البحث، ومع الأسف لم تكن هناك التقارير الرسمية المهمة في مجال إصدار الصكوك في أفغانستان.

المطلب الثالث: تصميم البحث (Research Design)

ألف: التصميم النظري الاستنباطي (Deductive Research Design):

ويستخدم هذا التصميم لاستنباط متطلبات وآليات تفعيل الصكوك وكيفية تداولها والتعامل بها من التجارب السابقة لبعض الدول – ولاسيما ماليزيا – من مضمون الوثائق التي تستخدمها، ومن المعايير الصادرة العامة والخاصة بخصوصها من المؤسسات الدولية، ومن الدراسات والبحوث والمعايير والكتب والموسوعات وغيرها من مصادر المعلومات المختلفة، وكذلك استنباط الضوابط الشرعية التي تحكم معاملات الصكوك الإسلامية من الفتاوى الصادرة عن مجامع الفقهية والمؤتمرات والندوات المخصصة، ومن الدراسات والبحوث الفقهية التي نشرت في هذا الموضوع (القاسم، 2021). وكذلك الباحث استفاد من هذا النوع من التصميم في إثراء بحثه حتى يكون بحثًا جامعيًا في مجال تفعيل الصكوك في أفغانستان؛ حيث استفاد من التجربة الماليزية، والمعايير الشرعية، والبحوث، والقرارات في هذا البحث.

ب: التصميم التطبيقي الاستقرائي (Applied Inductive Design):

استخدم الباحث هذا التصميم في تناول الجوانب التطبيقية لمعاملات الصكوك الإسلامية بأنواعها، كما تقوم بها المؤسسات المالية، ولربط بين الدراسة النظرية لآلية تفعيل

الصكوك (إصدارها وتداولها) مع الواقع القانوني والثقافي والتشريعي والتنظيمي في أفغانستان، وذلك من خلال الخبرة والدراسة الميدانية والملاحظة المباشرة من البيئة الأفغانية والسوق المالية الأفغانية، ومن خلال المقابلات الشخصية لمعرفة آراء عينة من بعض المسؤولين والمستشارين والموظفين في كل من المصرف المركزي (دا أفغانستان بنك)، والمصرف الإسلامي الأفغاني، ووزارة المالية، ووزارة العدل، وغيرها؛ لاستكشاف آرائهم في البحث، والأهداف والخطط والتوقعات التي يرونها بتفعيل إصدار الصكوك وتداولها والتعامل بها في أفغانستان (الأسود، 2021).

ج: التصميم الوصفي التحليلي والاستكشافي (Descriptive, Analytical,) :(and Exploratory Design)

استخدم البحث هذا البحث لتحديد ووصف وتقييم واستكشاف مكونات ومتطلبات آلية تفعيل الصكوك وكيفية تداولها والتعامل بها وإطفائها، وتحديد خطوات والإجراءات والضوابط المطلوبة لتنفيذها؛ لأن التصميم الوصفي هو الذي يستفاد منه في تقييم واستكشاف المكونات و المتطلبات (الجارودي، 2016).

المطلب الرابع: أسلوب تحليل البيانات

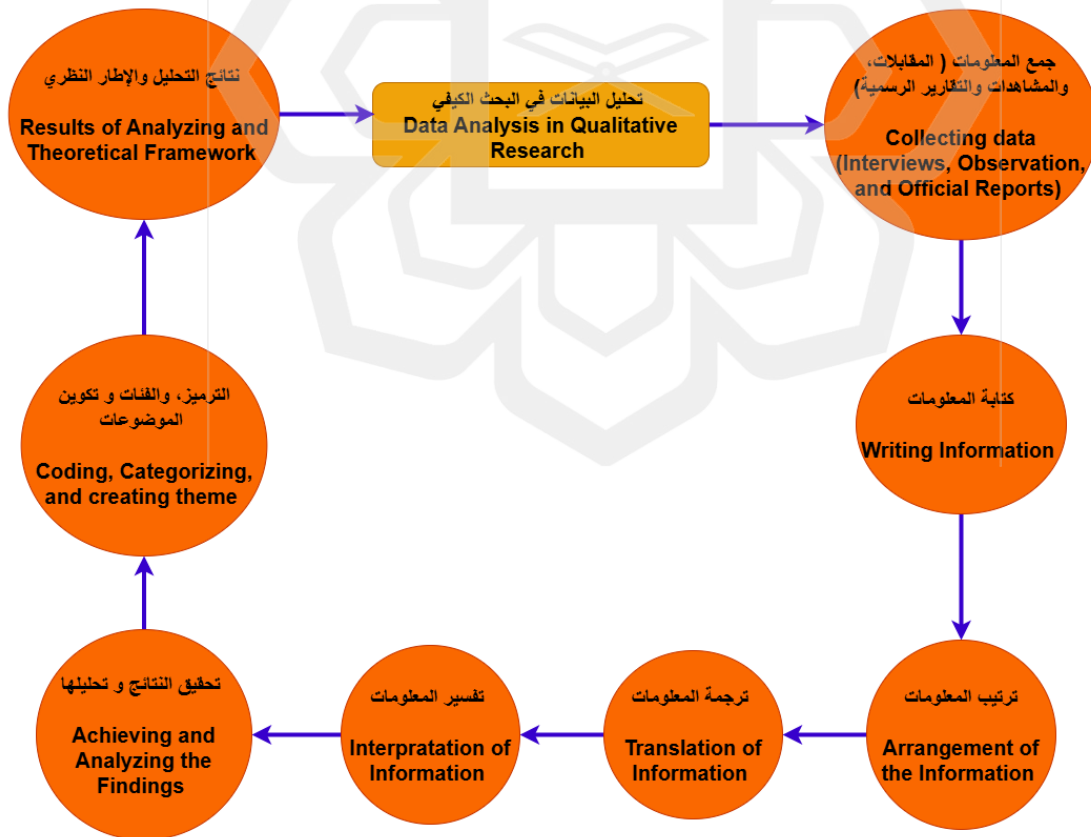
هناك عدة خطوات لتحليل المعلومات في البحث النوعي الكيفي؛ تساعد الباحث للتوصل إلى النتائج المطلوبة والمفيدة من البحث، حيث تبدأ عملية تحليل البيانات في البحث النوعي من عملية جمع بيانات البحث، بما أن الباحث المتمرس يقوم بعملية التحليل والتفسير أولاً بأول مع كل مجموعة من البيانات يقوم بجمعها من الملاحظات والعينة البحثية والمقابلات والوثائق. وبعد اكتمال عملية جمع بيانات البحث، لابد من أن يبدأ الباحث لعملية ترتيب أفكاره الأولية التي جمعها من عملية تحليله المبدئي الذي قام به في أثناء جمعه البيانات. وبما أن البيانات التي يجمعها في البحث النوعي لا تتطلب من الباحث القيام بالتحليل الإحصائي، فسيقوم الباحث بالتفسير والتحليل والتحرير للمادة المجمعة وفق الملاحظات التي دونها (القاسم، 2021).

وفي هذه الدراسة، يعرض الباحث منهجية تنظيم وتحليل البيانات النوعية التي تم جمعها، وذلك من خلال تصنيفها ضمن عناوين وإطارات رئيسة وفرعية بما يتناسب مع متطلبات

الدراسة. كما يقوم بترميز البيانات إلى فئات محددة، واستخلاص المعاني العامة منها، ثم تجميع هذه الفئات في موضوعات مترابطة تمهيداً لتحليلها بهدف الوصول إلى النتائج المتعلقة بموضوع تفعيل الصكوك في أفغانستان، وتنتهي عملية التحليل بمرحلة عرض النتائج النهائية في صورة نقاط مرتبة أو فقرات متسلسلة توضح المخرجات البحثية الأساسية.

ويقوم الباحث في الدراسة بتحليل البيانات النوعية المتمثلة في المقابلات والملاحظات والتقارير الرسمية، وذلك من خلال اتباع مجموعة من الخطوات المنهجية المتسلسلة التي تشمل جمع المعلومات، وتوثيقها، وتنظيمها، وترجمتها إلى اللغة العربية، ثم تحليلها واستخلاص النتائج منها، ثم ترميز البيانات وتصنيفها إلى فئات، وتكوين موضوعات رئيسة وفرعية ترتبط بأهداف الدراسة، ليتم في النهاية عرض نتائج التحليل ضمن الإطار النظري للبحث بما يحقق التكامل بين الجانبين التطبيقي والنظري للدراسة.

والرسم الآتي رقم (24) يبين خطوات جمع المعلومات وتحليلها وقد قام بإنشائها الباحث من خلال كتابة أدوات البحث، جمعها وأسلوب تحليلها



المصدر: هو الباحث نفسه من خلال كتابة أدوات البحث وتحليلها.

الفصل الخامس: التجربة الماليزية في سوق رأس المال الإسلامي والصكوك

شهدت المصرفية الإسلامية والتمويل الإسلامي تطورًا متسارعًا خلال العقود الأخيرة، تجاوز نطاق الدول الإسلامية ليحظى بقبول واسع في العديد من الدول غير الإسلامية مثل بريطانيا وفرنسا والدنمارك وغيرها. ويرى عدد من الباحثين والخبراء أنَّ الأزمة المالية العالمية لعام 2008 شكَّلت نقطة تحول بارزة، حيث برزت المصرفية الإسلامية بوصفها بديلًا واقعيًا وقابلًا للتطبيق للمصرفية التقليدية، لاسيما فيما يتعلق بإدارة الصكوك الإسلامية وإصدارها وتداولها. فقد أصبحت الصكوك إحدى الأدوات التمويلية الأسرع نموًا والأكثر فاعلية وربحية في سوق التمويل الإسلامي، لما تتسم به من مرونة وسهولة في الإصدار والتسويق، وانخفاض نسبي في مستوى المخاطر، فضلًا عن توافقها مع الضوابط الشرعية التي تُخرجها من شبهات الربا والمعاملات غير المشروعة، مما يميزها عن السندات والأوراق المالية التقليدية (لال الدين وجعفري، 2019).

وفي ضوء ذلك، يأتي هذا البحث حول آليات تفعيل الصكوك وتطبيقها في أفغانستان مستفيدًا من التجربة الماليزية الرائدة في هذا المجال، والتي أثبتت كفاءتها وفعاليتها وجعلت من ماليزيا نموذجًا عالميًا يحتذى به. وبناءً عليه، خصَّ الباحث هذا الفصل لدراسة البيئة الاقتصادية الماليزية وتطور سوق الصكوك فيها، مع التركيز على أنواع الصكوك المتداولة، والأطر التوجيهية والتنظيمية التي أسست لنجاح عملية الإصدار والتداول عبر السنوات الماضية. كما يهدف هذا الفصل إلى استكشاف العوامل التي ساهمت في جعل ماليزيا مركزًا عالميًا رائدًا للصكوك الإسلامية، سواء كانت مرتبطة بالإطار القانوني والتنظيمي والشرعي والرقابي الذي اعتمدته، أو غيرها من العوامل المساندة. ويتضمن الفصل المباحث الآتية.

المبحث الأول: الخلفية التاريخية والاقتصادية لماليزيا

وقد تطورت ماليزيا من الناحية المالية الإسلامية تطورًا مقبولًا وملحوظًا خاصة في مجال الصكوك الإسلامية والتداول بها وانكشافها؛ لذا يتطرق الباحث في الموارد التالية بتبيين هذا الموضوع.

المطلب الأول: نبذة تاريخية مختصرة عن ماليزيا

ماليزيا هي دولة اتحادية دستورية وفدرالية وتقع في الجنوب الشرقي لقارة آسيا، وحصلت على استقلالها من المستعمرة البريطانية في 31 أغسطس عام 1963، وهي مكونة من 13 ولاية و ثلاثة أقاليم اتحادية وفدرالية وهي كوالالمبور التي هي العاصمة الوطنية لماليزيا، وبوتراجايا التي هي العاصمة الإدارية ومقر الحكومة الاتحادية، ولابوان التي هي مركز مالي دولي خارجي بمساحة 329,845 كم، في حين أن مدينة كوالالمبور وبوتراجايا هما جيبان في ولاية سيلانجور، ولابوان هي جزيرة قبالة ساحل صباح. ونظام الحكم فيها ملكي دستوري اتحادي و فدرالي، ويبلغ عدد السكان فيها إلى 34.2 مليون نسمة عام 2025 (Malaysia Sun, 2025, 21 July).

وينقسم البلد إلى قسمين يفصل بينهما بحر الصين الجنوبي، الأول هي شبه الجزيرة الماليزية بالملايو (Semenanjung Malaysia) المعروفة باسم "ماليزيا الغربية" كذلك، و هي تتألف من دولة الملايو وتقع على شبه جزيرة الملايو مساحتها 131.598 كم، وتشترك بالحدود البرية مع تايلاند، وتقع من الغرب من جزيرة سومطرة و الشرق عبر بحر الصين الجنوبي، وتقع إحدى عشرة ولاية وإثنين من الأقاليم الاتحادية (كوالالمبور وبوتراجايا) في شبه الجزيرة الماليزية والماليزية الغربية. والثاني هي بورنيو الماليزية المعروفة بماليزيا الشرقية، وهي ثالث أكبر جزيرة في العالم و أكبرها في آسيا و هي مقسمة بين ماليزيا إندونيسيا وبروناي، و هي التي تضم ولايتي "صباح" و "سرواك" وواحد من الأقاليم الثلاثية الاتحادية و هي لبوان، وهناك تضم ماليزيا أراضي تجاور جمهورية اندونيسيا، وتقع ماليزيا في خط الاستواء ومناخها مداري (سنا، 2016).

ويتألف الشعب الماليزي من مجموعات متعددة أهمها الملايو، والصينيون، والهنود وأغلبية السكان يدينون بالديانة الإسلامية بحوالي 63.5% من مجموع السكان، في حين توجد ديانات

أخرى، وبينما أهم اللغات المنتشرة في ماليزيا هي اللغة الانجليزية، المالاي، والصينية (بوعبان،
ينار، 2018).

ويمكن تلخيص المعطيات العامة الاجتماعية والاقتصادية لماليزيا في الجدول التالي رقم

(25)

معلومات عامة	الإسم الرسمي	ماليزيا
	النظام الحكومي	نظام ملكي دستوري
	رئيس الوزراء الجديد	محمد أنور إبراهيم
	المساحة	329.758
	تعداد السكان	34.2 مليون نسمة.
عام 2025	التوزيع العرقي	يُقدَّر أن الماليزيين من أصل ملايو يشكلون حوالي 58.1% من إجمالي السكان، بينما يشكل الهنود 6.5%، والعرقيات الأخرى (بوميبوتيرا غير الملايو) 12.6%، والصينيون 8.6% في عام 2025، يبلغ عدد المسلمين في ماليزيا بحوالي 21.7 مليون نسمة؛ حيث تشكل 63.5 من مجموع السكان.
	العملة	رينغت، رمزها 1RM= 100 SENT/ RM
معلومات اقتصادية	الصناعات الرئيسية	و هي الإلكترونيات والآلات الدقيقة، والنفط والغاز، والبتروكيماويات، والمنسوجات، والمعادن، وصناعة

السيارات، والسياحة والخدمات، والزراعة مثل إنتاج زيت النخيل والمطاط، بالإضافة إلى قطع الأشجار وتجهيز الأخشاب كمكون ثانوي ضمن القطاع الصناعي التحويلي		
الولايات المتحدة الأمريكية، وسنغافورة، واليابان، والصين، وتايلاند، وأستراليا، والهند، والاتحاد الأوروبي بالإضافة إلى ألمانيا وكوريا الجنوبية.	الشركاء الرئيسيون	
القصدير 35% من الإنتاج العالمي، والنيكل، الزنك، والذهب على المستوى الإقليمي.	أهم المعادن	

(Department of Statistics Malaysia, 2025).

المطلب الثاني: المؤشرات الاقتصادية والتنموية في ماليزيا

شهدت ماليزيا خلال العقود الأربعة الماضية تحوُّلاً نوعياً من اقتصاد يعتمد أساساً على الزراعة والموارد الأولية إلى اقتصاد صناعي وتصديري متكامل ومتقدم، مما جعلها واحدة من أبرز الاقتصادات في جنوب شرق آسيا والعالم الإسلامي. ويُعزى هذا التحول إلى سياسات اقتصادية استراتيجية، واستثمار مستدام في البنية التحتية، وتعزيز المؤسسات الاقتصادية، فضلاً عن التركيز على التصنيع والتصدير والاعتماد على الموارد المحلية. وقد انعكس هذا التطور على المؤشرات الاقتصادية الرئيسية، حيث نما الناتج المحلي الإجمالي الماليزي بنسبة 3.3% في 2021، ثم ارتفع بشكل ملحوظ إلى 8.9% في 2022، قبل أن ينخفض إلى 3.6% في 2023، مع توقعات بوصوله إلى 5.0% في 2025، مما يعكس استقرار الأداء الاقتصادي واستمرارية النمو (Wikipedia, 2025).

وعلى صعيد سوق العمل، انخفض معدل البطالة من 4.6% في 2021 إلى 3.3% في 2024، مع توقعات بالوصول إلى 3.0% في 2025، وهو أدنى مستوى له في العقد الأخير، ما يشير إلى تحسن فرص التوظيف وزيادة مساهمة الموارد البشرية في النمو الاقتصادي (Trading Economics, 2025).

وفيما يخص الفقر، فقد انخفضت نسبة الفقر المدقع من 2.3% في 2021 إلى 1.0% في 2022، مع استمرار الجهود الحكومية لتقليص هذه النسبة، مما يعكس الالتزام بالسياسات الاجتماعية لتعزيز العدالة الاقتصادية وتوزيع الدخل (World Bank, 2025). أما على صعيد التجارة الدولية، فقد سجلت ماليزيا نموًا ملحوظًا في حجم الصادرات، إذ ارتفع من 264.02 مليار دولار أمريكي في 2021 إلى 313.25 مليار دولار في 2022، ثم انخفض إلى 274.13 مليار دولار في 2023، مع توقعات بارتفاعه إلى 351 مليار دولار في 2025، وهو ما يعزز مكانة ماليزيا التنافسية كأحد أهم المراكز الصناعية والتجارية في المنطقة ويُسهم في تقليص العجز التجاري وتعزيز ميزانها التجاري (Trading Economics, 2025; Department of Statistics Malaysia, 2025). وبهذا، يتضح أن ماليزيا لم تكتفِ بتحقيق النمو الاقتصادي فحسب، بل سعت أيضًا إلى تحسين مؤشرات التنمية البشرية والاجتماعية من خلال الاستثمار في التعليم والصحة وتنمية القوى العاملة، مما جعلها نموذجًا تنمويًا متوازنًا يُعزز التنمية الاقتصادية والاجتماعية في الوقت ذاته. وتمثل التجربة الماليزية دليلًا عمليًا على أن المزج بين التخطيط الاستراتيجي، والإصلاحات الاقتصادية، وتعزيز القدرات المؤسسية، يشكل مدخلًا رئيسيًا لتحقيق التنمية المستدامة، وهو ما يجعلها نموذجًا يمكن الاستفادة منه في العالم الإسلامي، وأفغانستان خصوصًا، عند دراسة إمكانية تفعيل الصكوك الإسلامية كأداة استراتيجية لتمويل التنمية الاقتصادية والاجتماعية (ابن يونس، 2024).

المبحث الثاني: سوق الأوراق المالية ورأس المال الإسلامي في ماليزيا

يتشكل سوق الأوراق المالية في ماليزيا من سوق الأوراق المالية التقليدية وسوق أخرى إسلامية وتنقسم إلى سوق منظم (Organized Market) وغير منظم (Non- Organized Market).

(Market)، وبورصة ماليزيا تعتبر من أهم مصادر التمويل وسد حاجات الاستثمار لأنها من أهم الدول الرأسمالية في منطقة جنوب شرق آسيا (زمولي، 2021).

المطلب الأول: تجربة ماليزيا في الأسواق التقليدية والإسلامية: النشأة والتطور

للسوق المالية التقليدية سبقة في الظهور بماليزيا بالنسبة إلى سوق الأوراق المالية الإسلامية، وقد ظهرت سوق الأوراق المالية في ماليزيا في 09 ماي 1960، حيث شكلت سوقاً منظمة مشتركة مع سنغافورة، وكان الربط بينهما بواسطة خطوط الهاتف، ولكن هذا الاندماج لم يستمر حيث في سنة 1964 انفصلت بورصة سنغافورة عن ماليزيا وأنشأت بورصة خاصة بها، وفي سنة 1976 تم تأسيس بورصة كوالامبور لتداول الأسهم، ثم تطورت سوق الأوراق المالية تطوراً ملحوظاً خاصة بعد سنة 1993 بتأسيس هيئة الأوراق المالية (Bursa Malaysia, 2014) وسوق المشتقات (Derivative Market)، كما اعتمدت السلطات الماليزية خطط أساسية لتطوير البورصة الماليزية منذ فبروري 2001، ومن أهداف هذه الخطط، جعل سوق الأوراق المالية الماليزية مركزاً لتمويل وتطوير الشركات المحلية، وإيجاد بيئة استثمارية مثالية للمستثمرين وخلق موقع تنافسي لمؤسسات السوق، وتطوير خدمات الوساطة وتقوية أنظمة الرقابة واعتبار ماليزيا مركزاً دولياً لسوق الأوراق المالية الإسلامية (كريم، 2025).

وماليزيا تجربة كبيرة ومحلوطة في مجال سوق رأس المال الإسلامي حيث أصبح النظام المالي الإسلامي في ماليزيا نموذجاً الأمثل في الاقتصاد الإسلامي، وساعده على هذه التنمية الاقتصادية المذهلة و الإنعاش المالي الكبير وجوده في بيئة تتصف بالمزيد من الحرية والتنافس، تماشياً وتعايشاً مع الاندماج المتزايد بين النظام المالي الإسلامي والتقليدي و الساحة المالية الإسلامية العالمية (ابن شوك، عبدوس، 2020).

وعرفت هيئة الأوراق المالية الماليزية سوق رأس المال الإسلامي بأنه السوق الذي تتوفر فيه فرص الاستثمار والتمويل متوسطة وطويلة الأجل المتوقعة تماماً مع أحكام الشريعة الإسلامية، وتجميع الموارد المالية والاستثمارية المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية وخالية من الأنشطة المحرمة شرعاً كالتعامل بالربا، والمقامرة، وبيع الغرر وغيرها، وتخضع أنشطتها لرقابة وإشراف المستشارين الشرعيين والخبراء المختصين في مجال المعاملات الشرعية (هيئة الأوراق المالية، 2004).

ولهذه السوق مكانة خاصة على الصعيدين المحلي والدولي، إذ تعد من أهم أقسام البورصة الماليزية، لما تمثله من قيمة اقتصادية ومالية، حيث بلغت القيمة السوقية للصكوك المدرجة فيها نحو 1.1 تريليون رينغيت ماليزي (حوالي 240 مليار دولار أمريكي) بنهاية عام 2024، مما يجعلها في صدارة الأسواق العالمية في مجال الصكوك الإسلامية (Bix, 2024). وتغلب دورًا هامًا وكبيرًا في دعم التنمية الاقتصادية الماليزية، إذ تعد جزءًا هامًا مكملًا لنظام الصيرفة الإسلامية، وما يزيد في عمق و اتساع السوق المالية الماليزية، وماتقدمه من منتجات إسلامية متاحة للاستثمارات ذات جاذبية للمتعاملين المسلمين (كريم، 2025).

وتعود جذور أنشطة الاستثمار الإسلامي في ماليزيا إلى أوائل الستينات، حيث تم تأسيس هيئة صندوق الحجاج في نوفمبر 1962، والتي كانت تهدف إلى إدارة أموال الحجاج بما يتماشى مع أحكام الشريعة الإسلامية. أما الانطلاقة الحقيقية لتطوير نظام المصرفية الإسلامية في ماليزيا فكانت في عام 1983، مع إصدار قانون العمل المصرفي الإسلامي (Islamic Banking Act)، الذي أتاح تقديم مجموعة من الخدمات والمنتجات وفقاً لمبادئ الشريعة. وفي نفس العام، تم تأسيس أول بنك إسلامي في ماليزيا، وهو بنك ماليزيا برهاد، الذي بدأ عملياته في 1 يوليو 1983. كما تم إطلاق مشروع نظام العمليات المصرفية بدون فوائد في 4 مارس 1993 (قسول، 2021).

وفي نفس السنة، تم تأسيس (Bimb Securities sdn, Bhh) وفقاً لأحكام قانون صناعة الأوراق المالية لعام 1983، ومن ثم بدأ إنشاء نوافذ السمسرة الإسلامية ونظام الصناديق الاستثمار، وتبع ذلك تأسيس شركة التأمين التكافلي الإسلامي الماليزي باسم شركة تكافل ماليزيا بيرهاد (STMB) عام 1985 بعد صدور قانون التأمين الإسلامي عام 1984 (قسول، 2024). وفي ماليزيا، يقدم 17 بنكاً محلياً و 5 بنوك دولية منتجات مصرفية إسلامية، 5 منها بنوك إسلامية كامل الأهلية (Full-Fledged Islamic Banks)، هناك 11 شركة تكافل و 4 شركات إعادة تكافل و 3 وسطاء تكافل مسجلين (INCEIF, 2017). وبصرف النظر عن إنجازاتها في قطاعي الخدمات المصرفية الإسلامية والتكافل، تعد ماليزيا الرائدة عالمياً في إصدار الصكوك منذ عام 2007.

وأما التطور الحقيقي لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا (كما ذكرت سابقاً) بدأت من أوائل

التسعينات من القرن الماضي، عندما قامت شركة (MDSSDNBHD Shell) بإصدار وطرح أول صكوك إسلامية للتداول في السوق المحلي عام 1990، حيث تبع ذلك إصدار العديد من الأدوات المالية الإسلامية الأخرى مما أدى إلى تعميق وترسيخ العمل بالأدوات المالية الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا واتساعه (الإيساء، 2021)؛ حيث تقدم مجموعة كثيرة من المنتجات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، منها الصناديق الإسلامية، صناديق الاستثمار العقارية (REITS)، التي بدأت أنشطتها عام 2005، وصندوق المتاجرة في البورصة (ETF) هو منتج مالي مبتكر يعرض أفضل الصناديق المفتوحة وله خصائص الأسهم المدرجة، وأما الصكوك فهي تمثل أحد الأدوات الأكثر أنشطة في التمويل الإسلامي (حناشي، بدودة، 2022).

وتم إصدار صكوك الصرافة الأولى من قبل الخزينة الوطنية عام 2006، وفي عام 2007 تم إصدار AEON صكوك الائتمانية من شركة ائتمان استهلاكية بيانية، وفي نفس العام أول مرة تم إصدار الصكوك من قبل شركة بريطانية مملوكة من قبل MYR متاجر تيسكو، وفي عام 2008 تم إصدار صكوك MYR من قبل أول بنك إسلامي متطور، وكان الإصدار الافتتاحي لصكوك من الخزينة الوطنية عام 2010 لصكوك SGD، وفي عام 2011 تم إطلاق وكالة الصكوك العالمية من قبل الحكومة الماليزية، وتم إصدار صكوك رينميني من قبل الخزينة الوطنية، وبدأت تبادلات دانفير للسندات والصكوك عام 2012، وتم إصدار الصكوك القابلة للاستبدال من قبل الخزينة الوطنية عام 2013، وكان الإصدار الافتتاحي لأول صكوك (SRI) الماليزية من قبل الخزينة الوطنية من خلال SPV صكوك الإحسان BHD عام 2015. وفي نفس العام تم إدراج الصكوك السيادية Barclay,s Global Aggregate Index، وفي عام 2016 أطلقت BNM مشروع Islamic T Bills بهدف إدارة سيولة البنوك الإسلامية، وفي عام 2017 تم إصدار الافتتاحي للصكوك الخضراء SRI من قبل شركة تادو للطاقة (محمود، 2017).

وطورت ماليزيا سوقاً للصكوك متعدد العملات، حيث تقوم إصدارات هذه الصكوك بالدولار الأمريكي والدولار السنغافوري والليون الصيني وتكون سوقاً جذاباً للمستثمرين الأجانب

وأصبح هناك طلب متزايد على إصدارها، وفي عام 2017 حافظت ماليزيا على مكانتها الريادية في كونها المصدر الرئيسي للصكوك بحصة 70% من إجمالي الإصدارات العالمية. واحتلت ماليزيا مركزًا قياديًا في صناعة إدارة الثروات الإسلامية كموطن أساسي للصناديق الإسلامية على الصعيد العالمي، حيث حازت 36.5% من إجمالي الأسهم العالمية، وفي عام 2017 فازت على المرتبة الأولى من حيث عدد الصناديق المالية 27.9% من الحصة العالمية مع مجموعة 394 صندوقًا، ثم استمرت عليها إلى العام 2024 بالتزايد والتطور، حيث تمثل نحو 38.8% من الصكوك القائمة (Outstanding Sukuk) عالميًا و نحو 17% من الصكوك العالمية الكاملة (Issuances Sukuk) بنهاية عام 2024 (كريم، 2025).

ومع بداية تأسيس سوق رأس المال الإسلامي، برزت العديد من التساؤلات من قبل المستثمرين المسلمين والشركات الخاصة حول مدى التزام السوق بأحكام الشريعة الإسلامية. استجابةً لذلك، قامت وزارة المالية الماليزية وهيئة الأوراق المالية الماليزية بتشكيل لجنة لدراسة الأنشطة والمعاملات في هذا السوق بشكل شامل. وقد أسست هذه اللجنة قسم سوق رأس المال الإسلامي في عام 1994، بالإضافة إلى تشكيل لجنة شرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية في أواخر نفس العام. وبعد عام 1995، تحولت هذه اللجنة إلى اللجنة الاستشارية الشرعية، حيث توسعت مهامها بشكل أكبر (حناشي، بدودة، 2022).

وفي عام 1999، تم إنشاء مؤشر لحركة أسعار جميع الأسهم العادية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية المدرجة في السوق الرئيسية للبورصة الماليزية، وأطلق عليه اسم "مؤشر الشريعة"؛ حيث تمثل أكثر من ثلثي الأسهم المدرجة في البورصة الماليزية أسهمًا تتوافق مع الشريعة الإسلامية، وفقًا للجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية؛ حيث يهدف هذا المؤشر إلى قياس أداء الأسهم المتوافقة مع الشريعة المدرجة في السوق الرئيسية للبورصة الماليزية (حناشي، بدودة، 2022).

وتُعتبر هذه التطورات الإيجابية خطوة هامة نحو بناء وتنظيم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، حيث تخضع لرقابة اللجنة الاستشارية الشرعية بالتعاون مع الجهة الإدارية لهيئة الأوراق المالية الماليزية. وقد لعبت الهيئة دورًا أساسيًا في تطوير هذا السوق، من خلال توفير الدراسات والبحوث، وتنظيم المناقشات والحوار حول سوق رأس المال الإسلامي في البلاد. كما بذلت

جهودًا حثيثة لتعزيز فعالية الأدوات المالية الإسلامية وتقويتها، وعرض سوق رأس المال الإسلامي على الصعيدين المحلي والدولي من خلال الندوات والدورات والمحاضرات (كهينة، حياة، 2021). تتجلى أهمية سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا من خلال توفير فرص استثمارية وأدوات مالية تتماشى مع الشريعة الإسلامية. حيث تتيح هذه السوق للمستثمرين المسلمين إمكانية الاستثمار في قطاعات لا تتعامل مع المحرمات. كما أن هناك لجنة شرعية تشرف على مراقبة هذه الأنشطة، مما يضمن توافقها مع الأحكام الشرعية الإسلامية، وهو ما يعزز ثقة المستثمرين في السوق. بالإضافة إلى ذلك، تتيح هذه السوق للجهات المصدرة إصدار أدوات مالية متوافقة مع الشريعة، مثل الأسهم والصكوك الإسلامية القابلة للتداول. وتعتبر هيئة الأوراق المالية الجهة الرقابية الرئيسية المسؤولة عن تطوير وتعزيز سوق رأس المال على المستويين المحلي والدولي، حيث تسعى الهيئة إلى جعل ماليزيا مركزًا دوليًا لسوق رأس المال الإسلامي، ولتحقيق هذا الهدف، تم العمل على جذب المستثمرين الأجانب من خلال الترويج للأدوات المالية الإسلامية، بدعم من اللجنة الاستشارية (زمولي، 2021).

وقد ساهم ذلك في تمويل وتطوير الاقتصاد الماليزي بين عامي 2020 و2024، لوحظ أن السوق المالي الإسلامي قد هيمن على تمويل القطاعين العام والخاص في ماليزيا، حيث تجاوزت نسبة استخدام الأدوات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية 68% خلال تلك السنوات. كما أن مساهمة السوق المالي الإسلامي في رسملة السوق الكلية تجاوزت 65% في نفس الفترة، مما يدل على دعمه للتنمية الاقتصادية والناجح المحلي الإجمالي في ماليزيا. وقد تم ذلك من خلال تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو استثمارات مفيدة ومتوافقة مع الشريعة الإسلامية. وبالتالي، فإن السوق المالي الإسلامي يمثل أهمية اقتصادية كبيرة في ماليزيا، مما ساهم في تعزيز النظام المالي الإسلامي وجعله سوقًا دوليًا يجذب رؤوس الأموال الأجنبية، خاصة من الدول الإسلامية (كريم، 2025).

والجدول الآتي رقم (26) يبين تطور عدد ونسبة الأسهم المتوافقة مع الشريعة المدرجة في البورصة ورسملة السوق المتوافقة الماليزية (2020-2024)

السنة	عدد الشركات المتوافقة مع الشريعة	% من إجمالي الأوراق المدرجة	رسملة الأوراق المتوافقة (RM مليار)	% من إجمالي رسملة السوق
2020	742 من 936 الأوراق المدرجة	79.27%	1,238.57	68.15%
2021	750 من 949	79.03%	1,204.28	67.31%
2022	789 من 972	81.17%	1,138.53	65.58%
2023	811 من 995	81.51%	1,155.53	64.32%
2024	822 من 1039	79.11%	1,309.79	62.96%

(Securities Commission Malaysia, 2020, 2022, 2023, 2024; *The Edge Malaysia*, 2021).

يُظهر الجدول أن غالبية الشركات المدرجة في البورصة الماليزية - بمعدل يقارب أربعة أخماسها - متوافقة مع معايير الشريعة، وهو ما يعكس توسع السوق المالي الإسلامي وتطوره وأهميته في التجربة الماليزية.

ولإنشاء سوق الأوراق المالية الماليزية متطلبات أساسية تأسيسية قبل نشأتها، ومتطلبات التسيير الرئيسية اللازمة لتنظيم السوق المالية بفاعلية.

أولاً: متطلبات تأسيس سوق الأوراق المالية الماليزية قبل إنشائها: ومن أهمها، وجود شركات المساهمة، إلا أنه يلزم قبل إنشاء البورصة صدور قانون شركات مساهمة، فلا يمكن تنشيط السوق المالية بلا شركات مساهمة وبالعكس كذلك، وتكسب أهميتها من الخصائص التي توفرها الأسهم من السيولة، والفاعلية في جذب المدخرات، والمساهمة في التمويل المؤسسي وتوسيع لفائدة الملكية. ومنها وجود القطاع الخاص، وأهميته لسوق الأوراق المالية يكمن في توفير السيولة والسعي إلى تحقيق الربح، بالإضافة إلى تلبية حاجة التمويل، وهو أكبر المتعاملين في سوق الأوراق المالية الماليزية؛ لأن دافع الربحية في القطاع الخاص أكبر منه في القطاع العام، كما أن انتقال الملكية في القطاع الخاص أيسر منه في القطاع العام. ومنها الوعي الادخاري والاستثماري، ومناخ الاستثمار المناسب، والمؤسسات المالية الوسيطة؛ لأنها تساعد في تعبئة المدخرات وتوجيهها

للاستثمار من خلال تحقيق تقارب بين العرض والطلب، وتقوم بإدارة المحافظ المالية لصالحها وصالح الآخرين، وعلميات التسويق والترويج والتغطية. ومنها الكوادر المؤهلة؛ لأن من متطلبات المهمة في إدارة السوق هي وجود موارد بشرية كفؤة ومؤهلة لها، ومنها الاستقرار السياسي والأمني والاقتصادي؛ لأنها تضمن سيادة القانون وتوفير الحماية للمتعاملين في السوق المالية. ومنها طبيعة النظام الاقتصادي؛ لأن فعالية السوق المالية في الاقتصاديات الرأسمالية أكثر منه في الاقتصاديات الاشتراكية، وإن هذه المتطلبات والشروط المذكورة قواعد أساسية لإنشاء سوق مالية، ووجب على الحكومة توفيرها لكي تساهم في إنجاح السوق المالية كما ذكرت سابقاً (قسول، 2021).

ثانياً: متطلبات تسيير السوق المالي الماليزي: تحتاج السوق المالي في تأسيسها إلى الإطار التشريعي والإطار المؤسسي الذين يمثلان الأطر الفعلية المسيرة للسوق؛ لأن الإطار التشريعي يساعد على التطور باستمرار للتكيف مع المستجدات، وتسهيلات المعاملات، والمقصود من الإطار المؤسسي هو وجود كيان منظم وقانوني له مكانة محددة يشرف بصفة رسمية على تنظيم جميع أنشطة السوق من حيث تداول الأدوات المالية، ويراقبها، ويشمل الإطار المؤسسي إدارة السوق، وتتكون السوق المالية من المؤسسات و هي الهيئة الأوراق المالية، سوق تداول الأوراق المالية، مركز إيداع وحفظ الأوراق المالية، شركات الخدمات المالية، صندوق ضمان عمليات السوق (الكبيسي، 2022).

إذن يلزم في أفغانستان قبل إصدار الصكوك تأسيس سوق الأوراق المالية الإسلامية، وتوفير المتطلبات لها قبل الإنشاء كما في التجربة الماليزية وهي وجود شركات المساهمة وتدوين قانونها، لتوفير السيولة بواسطة الأسهم، وجذب المدخرات، والتمويل المؤسسي، ومن المتطلبات وجود القطاع الخاص؛ لأنه يساعد في توفير السيولة وتحقيق الربح بالنسبة إلى القطاع العام، ومنها الوعي الاستثماري والتمويلي، والمؤسسات المالية الوسيطة لتعبئة المدخرات وتوجيهها إلى الاستثمار عن طريق العرض والطلب، ومنها الكوادر المؤهلة والكفؤة، والاستقرار السياسي والأمني والاقتصادي؛ لأنها تضمن حاكمية القانون والحماية للمتعاملين والمستثمرين في السوق، وطبيعة النظام الاقتصادي كذلك لأنها فعالية السوق في هذا النظام أكثر منه في النظام الاشتراكي. وكذلك من الناحية الإدارية تحتاج السوق المالي قبل إصدار الصكوك في أفغانستان إلى الإطار التشريعي والمؤسسي؛ لأن الأول يساعد على التطور التكيفي للمستجدات والمعاملات المعاصرة،

والثاني له قدرة الإشراف على تنظيم جميع أنشطة السوق من حيث مراقبة الأدوات المالية وتداولها، وكذلك يشمل إدارة السوق، وتحتاج السوق في تكوينها أيضا إلى الهيئة الأوراق المالية، وسوق تداول الأوراق المالية، ومركز إيداع وحفظ الأوراق المالية، وشركات الخدمات المالية وصندوق ضمان عمليات السوق كالتجربة الماليزية (ابن فامي، 2022).

ولسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا أدوات كثيرة، والهيئة الأوراق المالية الماليزية هي الجهة المسؤولة كاملة عن متابعة جميع أنشطة السوق خاصة تداول الأدوات في إطار الالتزام بالضوابط الشرعية الإسلامية و القرارات الصادرة عن اللجنة الاستشارية المنبثقة عن الهيئة الأوراق المالية، وأما السندات الحكومية المتوافقة مع الشريعة تخضع لرقابة البنك المركزي الماليزي لا قرارات اللجنة الاستشارية. وهناك ثلاثة أدوات رئيسية لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا:

أولاً: الأدوات الملكية الإسلامية كالأسهم العادية الصادرة عن الشركات المساهمة وصناديق الاستثمار الإسلامية "صناديق التي تحقق رغبة صغار المستثمرين وتتيح استثمار أموالهم شرعا وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية" المدرجة في البورصة الماليزية المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية، وهذه الصناديق تمثل عقد مضاربة بين إدارة الصندوق (العامل) وبين المكتبتين، ومؤشر الشريعة ⁽⁴⁾ وهناك نوعان من المؤشرات الإسلامية في البورصة الماليزية، تم طرح هذا المؤشر في سنة 1999 لتلبية الطلبات المستثمرين المحليين والأجانب الذين يريدون الاستثمار في الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية. والمؤشر الإسلامي الماليزي داوجونز وتم طرح هذا المؤشر عام 1996، وأصبح خاضعاً لرقابة اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية عام 2005، من قبل شركة رشيد حسين المحدودة، و هو أحد البنوك المشهورة في ماليزيا، ويقيس هذا المؤشر حركة الأسعار لجميع الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية المدرجة في اللوحة الرئيسية للبورصة، وتوجد في هذا المؤشر 25 شركة مدرجة فيه (ابن يونس، 2024).

ثانياً: الصكوك الإسلامية: يتم إصدار الصكوك في ماليزيا وفقاً لمبادئ الشريعة الإسلامية المسموح بها من اللجنة الاستشارية الشرعية في هيئة الأوراق المالية الماليزية، والصكوك التي تصدرها

⁴. و هو رقم حسابي قياسي يعكس تطور أسعار التعامل في سوق معينة سواء بالزيادة أو النقصان، و هو مقياس للتعرف على أداء سوق الأسهم بصورة عامة و في البورصة الماليزية، و يعتمد مؤشر الشريعة لقياس حركة أسعار جميع الأسهم العادية المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية المدرجة في اللوحة الرئيسية في البورصة و أدائها الاستثماري (الحسيني، 2023).

الشركة الخاصة تكون تحت رقابة هذه اللجنة، وأما الصكوك الإسلامية الحكومية تخضع لمراقبة البنك المركزي الماليزي (حات، 2021). ولسوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية عمليات متنوعة و هي تشتمل على ثلاثة عملية التي توضحها فيما يلي:

ألف: العمليات العاجلة: تتعلق هذه العملية بتسليم الأوراق المالية المباعة واستلام الثمن إما أثناء العقد أو بعده مباشرة. يمكن أن يتم الشراء إما بكامل الثمن، حيث يقوم البائع ببيع الأصل الذي يمتلكه للمشتري الذي يدفع الثمن كاملاً وفوراً قبل أن يتفرقا من المجلس، أو قد يتأخر التسليم لثلاثة أيام أو أكثر. كما يمكن أن يتم الشراء من خلال البيع على المكشوف، وهو إجراء يتضمن اقتراض مستثمر لأوراق مالية وبيعها قبل تملكها عبر السماسرة، ثم إعادة شراء نفس الأوراق أو أوراق مماثلة في الكمية والنوع وإعادتها إلى المقرض (قسول، 2021).

وقد بررت اللجنة الاستشارية الشرعية للهيئة جواز هذه العمليات لتحقيق المصلحة العامة وتوفير السيولة للسوق، رغم أن البعض يعتبرها غير جائزة لأنها تتعلق بالبيع قبل التملك. وقد تم التعامل بالبيع على المكشوف وفق نظام إقراض واقتراض الأوراق المالية لأول مرة في نهاية عام 1995، ثم تم تعليقه بعد أزمة عام 1997. وبعد إجراء دراسات مكثفة، قررت اللجنة الاستشارية جوازه في عام 2006 بشرط الالتزام بقواعد الإقراض والاقتراض. وجدير بالذكر أن عملية البيع على المكشوف في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا لا تختلف كثيراً عما هو معمول به في سوق الأوراق المالية التقليدية (زين الدين، 2021).

ب: المشتقات المالية: هناك نوعان من العقود المستعملة المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية من أصل تسعة عقود في سوق المشتقات المالية الماليزية و هما المستقبلات لزيت النخيل الخام التي أقر بجوازها في سنة 1997، و أيضاً عقود الأسهم الواحدة التي أقرت شرعيتها في أبريل 2006 من قبل اللجنة الاستشارية الشرعية وكانت أهم دلائلها هي أن عقود المستقبلات على السلع والأسهم لا تتضمن عنصر الربا المحرم شرعاً، وأن هذه العقود ليست من بيع ما لا يملك؛ لأن السلعة في الحقيقة موجودة في المخازن كما حددتها البورصة في ماليزيا إلى غير ذلك من الحجج. وتجدر الإشارة إلى أن عقود الخيار التي هي إحدى أنواع عقود المشتقات اعتبرتها اللجنة الاستشارية الشرعية غير جائزة ولا يتم التعامل بها في سوق المشتقات المالية الإسلامية، وقد رفضت أيوفي في المعايير الشرعية التعامل بالمشتقات المالية (زين الدين، 2021).

ج: المؤشرات الإسلامية: تعتبر هذه الأداة من الأدوات المالية التي تم الإشارة إليها سابقاً، حيث تم السماح بتداول هذه المؤشرات نظراً لأن الأسهم المدرجة فيها تمثل شركات تعمل في أنشطة مشروعة. كما أن المؤشر يعكس كمية معينة وسعر محدد، مما ينفى وجود عنصر الغرر والمقامرة. ترى اللجنة الشرعية أن تداول هذه المؤشرات يعود بالنفع العام على ماليزيا، وينطبق الأمر نفسه على تداول عقود المستقبلات المتعلقة بالمؤشرات (ابن يونس، 2024).

ومع ذلك، كان قرار مجمع الفقه الإسلامي المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي مخالفاً لهذا الرأي، حيث اعتبر أن تداول المؤشرات يعد نوعاً من المقامرة البحتة. كما أن المعايير الشرعية لأيوفي لم تشرع تداول المؤشرات أو التعامل بها، بينما يُعتبر تحديد الأرباح والأجور من خلالها جائزاً. ويمكن لأفغانستان بعد تأسيس سوق الأوراق المالية والتطوير المالي، الاستفادة من هذه الأدوات الشرعية و هي الأسهم العادية وصناديق الاستثمار والصكوك الإسلامية، في ضمن عمليات المتنوعة كالييوع العاجلة، والبيع على المكشوف، والمشتقات المالية، والمؤشرات الإسلامية في ضوء الشريعة الإسلامية ولو يمكن في إطار المذهب الحنفي (مقدم، سليمان، 2018).

المطلب الثاني: هيئة الأوراق المالية الماليزية ودورها في تنظيم سوق رأس المال الإسلامي

قامت الحكومة الماليزية على خطوات عديدة لتطوير وإصلاح سوق رأس المال المحلي، ومنها إنشاء سوق رأس المال الإسلامي، وتم اعتماد هيئة الأوراق المالية الماليزية كجهة رقابية رسمية ورئيسية لسوق رأس المال في ماليزيا سواء سوق رأس المال العام أو الإسلامي. واعتبرت الهيئة سوق رأس المال الإسلامي أهم الأهداف الأساسية في الخطة الرئيسية لسوق رأس المال الماليزي، واعتمدت ماليزيا مركزاً دولياً لسوق رأس المال الإسلامي. ويعمل سوق رأس المال الإسلامي مع تطبيق الأحكام الشريعة وفق التشريعات والإرشادات الخاصة بالسوق التقليدي، ويخضع لرقابة وإشراف هيئة الأوراق المالية الماليزية.

وقامت الحكومة بإنشاء هيئة الأوراق المالية الماليزية عام 1993 بموجب قانون هيئة الأوراق المالية الماليزية عام 1993، وهي الجهة العليا والرقابية لسوق رأس المال الماليزي بصفة عامة، ولها وظائف مهمة منها: رقابة سوق رأس المال، وصناديق الاستثمار، وأنشطة البورصات وبيت المقاصة، والرقابة على الإندماجات للشركات في ماليزيا، وتحديد عقود المستقبلية والخيارات،

والسماح بإصدار سندات الشركات، وتسجيل نشرة الاكتتاب لجميع الشركات المدرجة في قائمة البورصة. ومن أهدافها حماية المستثمرين، وتعزيز شفافية السوق، ودعم وحدة السوق، وتشجيع المنافسة بين وسطاء السوق، تطوير سوق رأس المال و غيره (براني، بركات، 2016).

ولهذه الهيئة دور كبير في تطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا؛ حيث تطور سوق رب رأس المال الإسلامي في ماليزيا تطوراً ملحوظاً بعد عام 1990 لتشجيع الحكومة الماليزية في تطوير هذا السوق وفق استراتيجيات واضحة ومحددة، حتى تصبح بديلاً ملائماً شرعياً للسوق التقليدي، ومن الاستراتيجيات الفاعلة التي انتهجتها الهيئة لتطوير سوق رأس المال الإسلامي الماليزي هي، توفير جميع التسهيلات في مجال البحث والدراسة و المناقشة والحوار و كل ما يفضي إلى تطوير سوق رأس المال الإسلامي (زيتوني، 2024).

وتقوم اللجنة الاستشارية الشرعية بالتعاون مع قسم سوق رأس المال الإسلامي بإجراء هذه التسهيلات بينهم وبين المتعاملين بالسوق للتأكد على أن المعاملات تسير وفق ضوابط الشريعة الإسلامية، وتعين رئيس للجنة التنفيذية في المنظمة الدولية لهيئة الأوراق المالية (International Organization of Securities Commission- IOSCO) وهذا من مظاهر الاعتراف الدولي بزيادة وتطور سوق رأس المال الإسلامي الماليزي، وتوفير البنية التنظيمية والقانونية و الرقابية لحماية المتعاملين في سوق رأس المال عن طريق إصدار التعليمات والتشريعات اللازمة لحماية حقوقهم مثل التعليمات الخاصة بصناديق الاستثمار، وبصناديق الاستثمار العقاري الإسلامي وبعرض الصكوك الإسلامية، وتوفير التدريب والتعليم فيما يتعلق بمعاملات سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، وهذه من خلال مشاركة الهيئة في الدورات التدريبية المكثفة والندوات والمؤتمرات في الاجتماعات المحلية أو الدولية. وتتيح فرص الحضور في المؤتمرات والندوات الدولية لأعضاء اللجنة الاستشارية الشرعية كذلك لتشجيع تبادل المعرفة والأفكار، وتعميق فهمهم للأعمال المالية الإسلامية الحديثة (كريم، 2025).

كما أنشأت الهيئة مركزاً لتطوير صناعة الأوراق المالية و هو مسؤول عن عقد الندوات والمؤتمرات وجمع المعلومات بالتعاون مع قسم سوق رأس المال الإسلامي، وأنشأت المكتبة الخاصة التي تحتوي على الكتب والدوريات والمجلات والمقالات المتعلقة بسوق رأس المال، وكانت الخطة الرئيسية التي طرحتها الهيئة عام 2001 لسوق رأس المال الماليزي مشتملة على ستة أهداف

أساسية منظمة، وأسمتها الخطة الشاملة، وكانت مبنية على رؤية الوضع الاستراتيجي والاتجاه المستقبلي لتطوير سوق رأس المال الماليزي لعشرة أعوام من 2001-2010، ومن هذه الأهداف هو اعتبار ماليزيا مركزًا دوليًا لسوق رأس المال الإسلامي، حيث أعلنت وزارة المالية الماليزية الخطة الرئيسية العامة لنمو سوق رأس المال وكان الهدف السادس من الخطة الرئيسية كما نص هو " تأسيس ماليزيا كمركز دولي لسوق رأس المال الإسلامي " ولأجل تحقيق هذا الهدف أخذت عدة مبادرات استراتيجية و هي توفر مجموعة واسعة من منتجات و خدمات تنافسية مرتبطة بسوق رأس المال الإسلامي مثل مجموعة مختلفة من صكوك الأوراق المالية الإسلامية، تحديد الصكوك والأدوات الموجودة في سوق رأس المال التقليدي والمقبولة والمسموح بها في الإسلام (غرداوي، 2023). وإنشاء صيغ تمويلية مختلفة إسلامية كالإجارة، والمشاركة والاستصناع، والمضاربة، والمراجحة والقرض الحسن، وزيادة الوعي بسوق رأس المال الإسلامي الماليزي على المستويات المحلية، والإقليمية والدولية وغيرها، وتطور السوق وبعد محاولة الحكومة والوزارة المالية لتطوير سوق رأس المال الإسلامي أصبحت الآن مركزًا دوليًا لسوق رأس المال الإسلامي، وأعلنت سوق مدينة فدرالية لبوان عام 2021 مركزًا دوليًا لسوق رأس المال و هذه إحدى جهودات هيئة الأوراق المالية الماليزية (هيئة الأوراق المالية، 2022).

ومن وظائف الهيئة الرقابة الشرعية في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي، الرقابة الشرعية بمعنى التأكد من مدى مطابقة أعمال المؤسسة المالية الإسلامية وأنشطتها مع أحكام الشريعة الإسلامية حسب الفتاوى الصادرة والقرارات المعتمدة من جهة الفتوى، والتحقق من تنفيذ تلك الفتاوى الصادرة (قسول، 2021). والداعية لإيجاد هذه الرقابة هي بعض الأنشطة التي تحتاج إلى الاجتهاد، وتمارس هذه الرقابة من قبل اللجنة الاستثمارية الشرعية (SAC; Sharia Advosory Concil) في التجربة الماليزية، وهذه الرقابة من أهم الأجهزة المستخدمة في الأوراق المالية الإسلامية لمساعدتها في بناء مكونات سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، و هي الأساس الذي يعتمد عليه المستثمرون المسلمون لمعرفة مدى التزام سوق رأس المال الإسلامي بمبادئ الشريعة الإسلامية، وإحدى السمات الأساسية المميزة لسوق رأس المال الإسلامي عن السوق التقليدي في ماليزيا (هيئة الأوراق المالية، 2022).

وقامت هيئة الأوراق المالية الإسلامية بإنشاء قسم سوق رأس المال الإسلامي (ICMD: Islamic Capital Market Department) واللجنة الاستشارية الشرعية (SAC; Sharia Advisory Concil) عام 1994. ويمثل هذا القسم الجهة الإدارية للهيئة في عمل البحوث والدراسات فيما يتعلق بأنشطة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا الأدوات المالية فيها ويعمل فيها المتخصصون في فقه المعاملات المالية الحديثة. ويقدم نتائج دراساته إلى اللجنة الاستشارية الشرعية لاتخاذ القرارات المناسبة المتعلقة بتلك القضايا، وبذلك يستفيد متعاملي ومشاركي السوق بالقرارات الصادرة عن هذه اللجنة خاصة الشركات المساهمة، والمستثمرون، والمؤسسات المالية والحكومة نفسها (ICMD, site).

وكانت اللجنة الاستشارية الشرعية تعرف باللجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية (IISG: Islamic Instrument Study Group)، وهي التي تساعد على تنمية البنية التحتية لسوق رأس المال الإسلامي، وتم الموافقة عليها بعد إقامة عدة اجتماعات ولقاءات فقهية بين علماء المحليين والدوليين في الجامعات الماليزية ومجلس الافتاء وجمعية العلماء الماليزيين بالتعاون مع المركز الإسلامي الماليزي، وكانت لجنة غير رسمية وبعد مشاهدة النجاح المرجو منها اتخذ القرار حتي تصبح لجنة رسمية ومنظمة؛ لذا حلت اللجنة الاستشارية الشرعية (SAC Sharia Advisory Council) محل اللجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية (IISG; Islamic Instrument Study Group) عام 1996، وبدأت مسؤوليتها الرسمية (قرارات مجلس الشرعي، 2005).

وأصبحت اللجنة الاستشارية الشرعية لجنة رقابة شرعية وطنية رئيسية فيما يتعلق بأنشطة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، ومن وظائفها هي رقابة أنشطة سوق رأس المال الإسلامي، ومركز للاستشارة والمراجعة لهيئة الأوراق المالية الماليزية في جميع الأمور المرتبطة بتطوير رأس المال الإسلامي في ماليزيا، والجهة الوحيدة في إصدار القرارات فيما يتعلق بكافة القضايا الشرعية المتعلقة بسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا لتوجيه جمهور المسلمين، ليتأكد من ثبات القرارات الشرعية وخلوها مخالفة الآراء الشرعية للفقهاء الماليزيين، الرد على الأسئلة والاستفسارات الفقهية، وتوعية العاملين والمتعاملين وغيرها (حناشي، بدودة، 2022).

المبحث الثالث : إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا وتطورها

تعتبر الصكوك من الأدوات المالية الإسلامية الحديثة التي ابتكرتها الدول كوسيلة بديلة للتمويل مقارنة بالأسهم والسندات، حيث تساهم في تعزيز التنمية الاقتصادية للدول المصدرة والدول النامية. تهدف هذه الأداة إلى توفير السيولة اللازمة لتمويل المشاريع الاقتصادية الكبرى مثل إنشاء الجسور والمطارات والجامعات والمجمعات السكنية، بالإضافة إلى المشاريع الزراعية والصناعية. يمكن أن تصدر الصكوك من قبل شركات خاصة أو جهات حكومية أو شبه حكومية (عبد الرزاق، عبادي، 2023). وقد سعت العديد من الدول إلى تحسين أنظمتها المالية لجذب المستثمرين من خلال إصدار قوانين خاصة بالصكوك في سوق الأوراق المالية وتطوير آليات عمل هذه القوانين. ومن بين هذه الدول، نجد أن البحرين وماليزيا والسودان تعتمد بشكل كبير على الصكوك لتلبية احتياجات الدين العام وتحقيق أهداف السياسات العامة (زيتوني، 2024).

وهناك العديد من التجارب العالمية الناجحة في مجال الصكوك الإسلامية حيث تؤكد قدرتها على التمويل المشروعات الاقتصادية العظيمة في بلاد مختلفة في العالم، حيث سعت عدة دول لوجود إطار قانوني منظم لإصدار الصكوك و منها التجربة الماليزية، و هي من أكثر الدول الرائدة ولها تجربة عريقة في هذا المجال من بين الدول الرائدة في تمويل المشروعات الاقتصادية الكبرى عن طريق التعامل بالصكوك الإسلامية، حيث قامت بتوفير كل أسباب النجاح من خلال تبنيها التمويل الإسلامي في معاملاتها خاصة التصكيك الإسلامي. ولها إبداعات كثيرة في مجال الصكوك والتعامل بها، حيث تتطور الصكوك الإسلامية فيها وتزيد على أنواعها كل عام وأيضاً تنوع في تواريخ الاستحقاق من أقل من ثلاثة أشهر إلى أكثر من عشر سنة (مقدم، سليمان، 2018).

المطلب الأول: نشأة وتطور سوق الصكوك في ماليزيا (1990-2020)

تُعتبر ماليزيا من الدول المتقدمة في مجال ابتكار وتطوير العديد من المنتجات المالية الإسلامية، وأبرزها الصكوك. فهي تُعد من الدول الرائدة في صناعة الصكوك على مستوى العالم، بفضل سوقها المتطورة للتمويل الإسلامي، مما يمنحها السيطرة على هذه الصناعة. وقد احتلت

ماليزيا المرتبة الأولى من حيث حجم الإصدارات العالمية لعدة سنوات متتالية، حيث كانت تمثل إصداراتها نحو ثلثي قيمة الصكوك في العالم (زيتوني، 2024). ومن أبرز هذه الإصدارات تلك التي استخدمتها الحكومة الماليزية لتمويل إنشاء وتطوير مشاريع ضخمة في مجالات البنية التحتية والتنمية، مثل بناء المطارات والطرق الرئيسية، وعمليات تنقيب الغاز، ومحطات الطاقة، وصناعة البتروكيماويات، والعقارات وغيرها. وقد كانت هذه التجربة رائدة وناجحة، مما ساهم في دفع ماليزيا نحو مرحلة جديدة من النمو الاقتصادي والتنموي، حيث لعب إصدار الصكوك دورًا كبيرًا في جمع الأموال اللازمة لتحريك عجلة الاقتصاد الماليزي (العربي، حمو، 2017).

وقد أصدرت الحكومة الماليزية صكوكًا حكومية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية حيث تدعى شهادات الاستثمار الحكومي (GII: Government Islamic Instrument) عام 1983، وهناك صكوك إسلامية صادرة عن الشركات الخاصة كذلك، حيث أصدرت شركة باوسترهد القابضة في ماليزيا صكوكًا لإنشاء محطة الطاقة، وتعد هذه الصكوك أحد أشكال التعاملات البارزة في السوق؛ حيث طرحت فكرة هذه الصكوك في ماليزيا عام 1990، ثم قامت بتنظيم التعامل بالإصدارات الإسلامية عن طريق جهة رسمية أطلق عليها سوق المال الإسلامي الماليزي حيث كان أول إصدار لها عام 1995 لبناء محطة طاقة كهربائية (حاجي، أمينة، 2020).

وتأسست سوق الصكوك في ماليزيا عام 1996 من خلال شركة الرهن العقاري الوطنية الماليزية. ومنذ ذلك الحين، تتابعت إصدارات الصكوك، حيث أصدرت شركة خزانة الاستثمارية في عام 1997 أول صكوك قابلة للتداول لمدة خمس سنوات بقيمة 750 مليون دولار أمريكي (قسول، 2021). وفي عام 2002، أصدرت الحكومة الماليزية أول صكوك سيادية لها عبر شركة صكوك ماليزيا الدولية، وكانت هذه الصكوك، التي تعتمد على الإجارة، هي الأولى التي تم إدراجها في سوق الأوراق المالية في لوكسمبورغ (Luxemburg Exchange Stock). وقد حصلت على تصنيفات من وكالتي موديز وستاندرد آند بورز (Moody's)، (Standard and Poors). تم طرح الإصدار الذي بلغت قيمته 600 مليون دولار أمريكي على مستوى عالمي للمستثمرين الإسلاميين والتقليديين؛ لذا تُعد الصكوك الماليزية تطورًا مهمًا في مسار التمويل

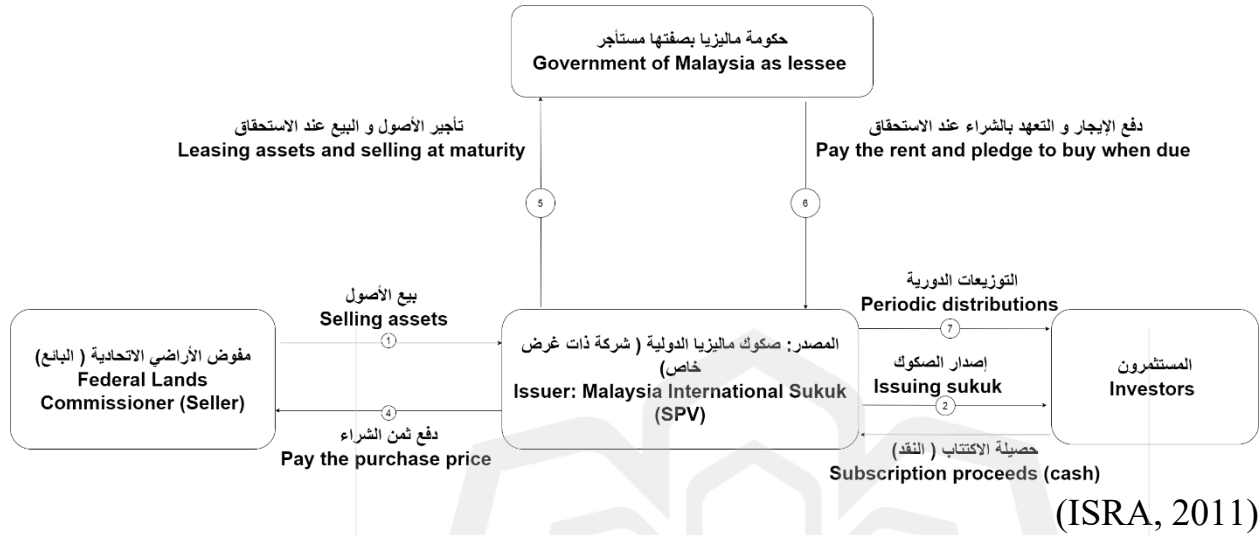
الإسلامي، حيث نجحت في دمج مفهوم صكوك الإجارة مع الممارسات التقليدية للسندات، مثل الإدراج في الأسواق المالية، والتصنيف والمقاصة المركزية (بازينة، اسميو، 2018).

ودعمت الصكوك الماليزية بأصول عقارية تشمل مبنى المكاتب التابعة لرئيس الوزراء ومجموعة من المراكز الصحية بمدينة كلنج (Klang) كأصل في هذه الصفقة. وكما هو معمول به في ماليزيا، يحتفظ مفوض الأراضي الاتحادية بأملاك الحكومة الماليزية، لذلك ولإتمام هذه الصفقة تم بيع حقوق الانتفاع من هذه الأصول فقط إلى الشركة ذات الغرض الخاص (صكوك ماليزية الدولية)، ويعني بيع حقوق الانتفاع بأن مفوض الأراضي الاتحادية لا يزال مالك الأصول قانوناً، يعني أن ملكية المستثمرين (حملة الصكوك) تتحد فقط بملكية المنفعة محل التصكيك (القصري، 2023).

وبعد اتحاد ماليزيا مجرد وصي على الأصول، وقد قامت الشركة ذات الغرض الخاص بتمويل عملية الشراء عن طريق إصدار صكوك تمثل ملكية حقوق الانتفاع بالأصل، وتقوم هذه الشركة نيابةً عن المستثمرين بتأجير الأصول إلى الحكومة الماليزية بمعدل متغير يساوي معدل الليبور⁵ مضافاً إليه 95 نقطة (95+ LIBOR)، ويعكس هذا المعدل التصنيف الائتماني (BBB) للحكومة الماليزية وقت الإصدار (ISRA, 2011). وقدمت الحكومة الماليزية تعهداً ملزماً بالشراء ينص على شراء الأصول عند الاستحقاق، أو في حالة الإفلاس بقيمتها الاسمية (Nominal Price)، وفي المقابل يمنع هذا التعهد المستثمرين من بيع الصكوك لطرف ثالث. وتقوم حكومة ماليزيا كمستأجر بدفع القيم الإجمالية كل ستة أشهر للشركة ذات الغرض الخاص التي تقوم بدورها بتوزيعها على المستثمرين، ويتم استرداد قيمة الصكوك بالكامل عند الاستحقاق (Maturity Date). وبالتالي فإن قيمة المدفوعات الدورية لا تمثل سوى الأرباح المدفوعة للمستثمرين، ولا يحق لحملة الصكوك استرجاع المبلغ الأصلي إلا عند تاريخ الاستحقاق (عبد العظيم، إيمان، 2023).

⁵. هو سعر الفائدة السائد بين بنوك لندن، و يستخدم كمقياس مرجعي على نطاق واسع لتسعير الأدوات المالية، والتي من بينها الأدوات المالية المتوافقة مع الشريعة؛ نظراً لأن المستثمرين في الأسواق المالية اعتادوا على المطالبة بعائد يفوق مؤشراً قياسياً معيناً بنسبة محددة، لذا فقد جرت العادة على استخدام هذا المؤشر في تسعير العديد من إصدارات الصكوك العالمية (ابن يونس، 2024).

ويوضح الشكل الآتي رقم (27) هيكله صكوك السيادية/صفقة الصكوك الدولية الأولى
لحكومة ماليزيا عام 2002



وعادةً ما يشار إلى هذه الصفقة على أنها صفقة الصكوك الدولية الأولى، وقد أسهم هذا الإصدار في ظهور مفهوم الصكوك المبنية على الأصول، وبهذا أصبح هيكل الصكوك المبنية على الأصول متوافقاً مع الأحكام الشريعة الإسلامية، غير أن حاملها لا يمتلكون أية حقوق ضمانية في تلك الأصول، ومن المعتاد يتعامل المستثمرون مع هذا النوع من الصكوك على أساس يشبه السندات الممتازة غير المضمونة (ISRA, 2011). وأصدرت ولاية سارواك صكوكاً على أساس صيغة الإجارة عام 2004 بقيمة (350) مليون دولار أمريكي، تستحق بعد 5 سنوات. وفي نفس العام أصدرت الولاية ثلاثة إصدارات من صكوك الاستصناع؛ حيث كانت قيمة إصدار الأول 425 مليون دولار لغرض إنشاء مراكز صحية، وأصدرت إصدارها الثاني بقيمة (1.131) مليار رنجيت ماليزي، وإصدارها الثالث بقيمة (500) مليون رنجيت ماليزي، وقد كانت جميع هذه الإصدارات بهدف تمويل مشاريع تنمية مختلفة (بازينة، اسميو، 2018).

وأصدرت شركة الرهن العقاري المحدودة (كاقامس) عام 2010 صكوكاً مبتكرةً باسم صكوك الأمانة للاستثمار، وبلغت قيمتها مليار رنجيت ماليزي، وتوالت بعد ذلك إصدارات الصكوك بماليزيا على مستوى البنوك الإسلامية وشركات الأعمال والمنظمات (IIFM, 2018).

وجدير بالذكر، أن في المرة الأولى لجأت دولة ماليزيا بإصدار الصكوك الإسلامية كبديل للأساليب التقليدية التي فشلت في تمويل عجز الموازنة، فجوة العجز واستمراره (درغال، 2018).

وساهمت إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا بشكل كبير في جميع الأموال اللازمة لتحريك عجلة الاقتصاد، فمنذ ظهور الصكوك في ماليزيا عام 1990 أصبحت أداة اقتصادية إسلامية جديدة تستخدم من جهة الحكومة والشركات الخاصة على حد سواء لتلبية حاجتهما الاستثمارية والتنموية، وتحتوي الصكوك الإسلامية هذه القطاعات حيث يتمثل إصدار الصكوك في القطاع المالي بنسبة 42%، متبوع بقطاع النقل 22%، ثم قطاع الطاقة والمناجم 16%، وقطاعي البناء والاتصالات 10%، في حين أن في قطاعات العقار والنفط والغاز والخدمات أصدرت الصكوك 3% في كل قطاع منها (حفوظة، زيدي، 2017).

وقد كانت قيمة ونسبة الإصدار لبعض الدول الرائدة في مجال الصكوك الإسلامية من إجمالي الإصدارات في الفترة 2001 إلى 2010 نسبة رفيعة، وكانت ماليزيا قد حافظت على تصدرها لإصدار هذه الصكوك بنسبة 58.51% من مجموع هذه الصكوك في 10 سنوات (سليمة، نعيمية، 2020). ويعود ذلك لعدة أسباب منها: تشريع قوانين تسمح بوجود هيئة شرعية عليا تتبع البنك المركزي الماليزي مهمتها مراقبة ضوابط العمل بهذه الأدوات المالية الإسلامية، ووجود سوق مالي إسلامي للتداول مع نظام إعفاءات ضريبة جعل من البورصة وجهة مفضلة للإصدار والاكتتاب في هذه الصكوك، وقيام ماليزيا عام 2007 بتحرير سوق الصكوك بما يسمح بتداولها من مختلف أنحاء العالم، وفي أي نوع من العملات بالإضافة إلى اهتمامها بأن تكون مركز تجميع السيولة عالمياً (العلجة، خالدية، 2023). وقد تطورت إصدارات الصكوك في بورصة ماليزيا مقارنة بدول العالم خلال الفترة الممتدة من 2010 – 2015 حيث نلاحظ تطور إصدار الصكوك في ماليزيا في سنة 2012 قد وصلت ذروته في هذا العام حيث بلغت قيمته 97.1 مليار دولار، ورجع بسبب هذا الارتفاع إلى تركيز ماليزيا على تمويل مشاريع تطوير البنية التحتية واستثمار الأموال في المشاريع واسعة وعلى رأسها مطار كوالالمبور، حيث بلغت قيمة الصكوك المصدرة في سنة عام 2013 إلى 82.4 بليون دولار ما يمثل نسبة 68% من الإصدار العالمي للصكوك، وفي سنة 2014 مثلت نسبة إصدار الصكوك في ماليزيا عالمياً أكثر

من 68%، وفي عام 2015 انخفضت إصدارات الصكوك في ماليزيا بقرار من البنك المركزي الماليزي " بنك نجارا" من خلال تخفيض إصدار الصكوك وتحويله إلى أدوات لإدارة السيولة؛ لأن الصكوك الصادرة عن مصرف ماليزيا المركزي، فقد يوجه عدد كبير من مستثمرين للاكتتاب في هذه الصكوك بدلا من البنوك الماليزية التي يستهدفها البنك لغرض خاص لإدارة السيولة (عبد الرزاق، عبادي، 2023).

وكذلك ارتفعت نسبة الصكوك المصدرة والقائمة في ماليزيا خلال سنوات 2020-2024، كما أشار إليها الرسم التالي رقم (28)

سنة	% الصكوك من إجمالي إصدارات السندات + الصكوك (Issuances)	% الصكوك من إجمالي إصدارات السندات + الصكوك (Outstanding)
2020	61.06% حكومية + شركات	63.16%
2021	62.91%	63.43%
2022	68.23%	63.27%
2023	60.84%	63.20%
2024	62.54%	63.12%

(Securities Commission Malaysia, 2024)

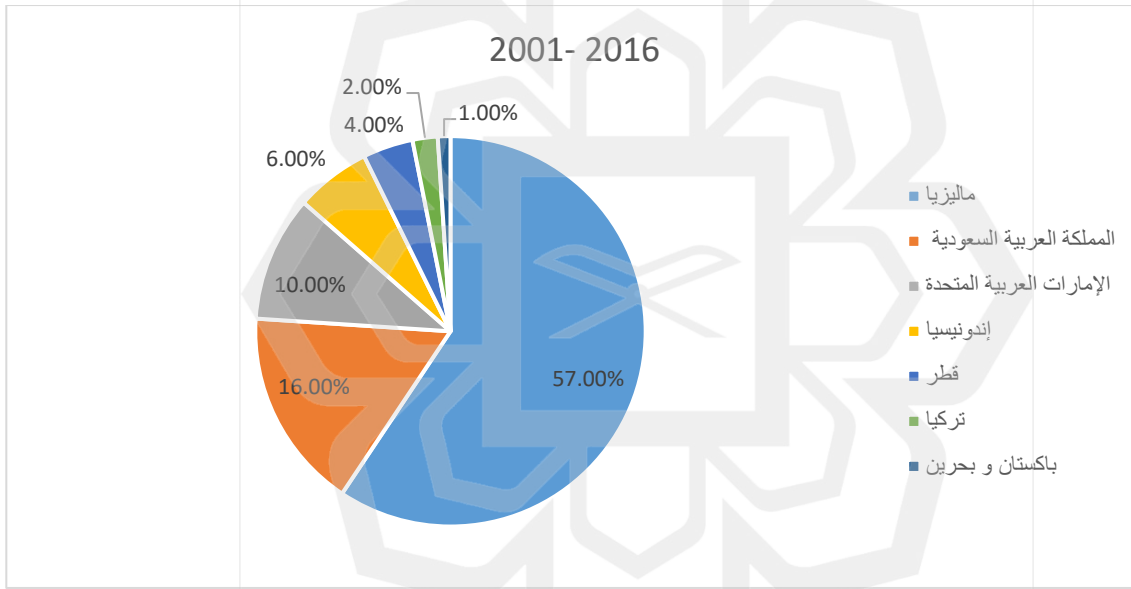
يوضح الجدول أعلاه تطور نسبة الصكوك من إجمالي السندات والصكوك في ماليزيا بين 2020 و2024، حيث استقرت بين 60-68%، مما يعكس ريادتها في سوق الصكوك العالمي.

وقد استخدمت ماليزيا الصكوك في تمويل كل القطاعات الاقتصادية للبلاد بما في ذلك العجز لموازنة الدولة مما حقق قدراً جيداً من النمو والتركيز على مشروعات البنية التحتية، وشمل التمويل في هذا الإطار الموانئ، الطرق السريعة، محطات الكهرباء والاتصالات، إضافة إلى مشروعات العقارات والمباني، مما خفف من أعباء الموازنة العامة، وقد امتدت صناعة الصكوك

الإسلامية إلى أوروبا بعد أن قررت أن الوسيلة الأنسب لمواجهة عجز الموازنة هي عبر الصكوك الإسلامية (شرود، جليد، 2022).

لقد قامت ماليزيا بإصدار الصكوك في الغالب بهدف استكمال الموازنة العامة وتجنب العجز المالي، فضلاً عن تمويل مشاريع البنية التحتية والمشروعات الكبرى، حيث أصبحت في هذا المجال من الدول الرائدة بين الدول المصدرة للصكوك، واحتلت المرتبة الأولى عالمياً من حيث إصدار الصكوك الإسلامية. والشكل الآتي رقم (29) يوضح هذا الأمر.

إصدارات الصكوك الإسلامية حسب البلد خلال الفترة (2001 - 2016)



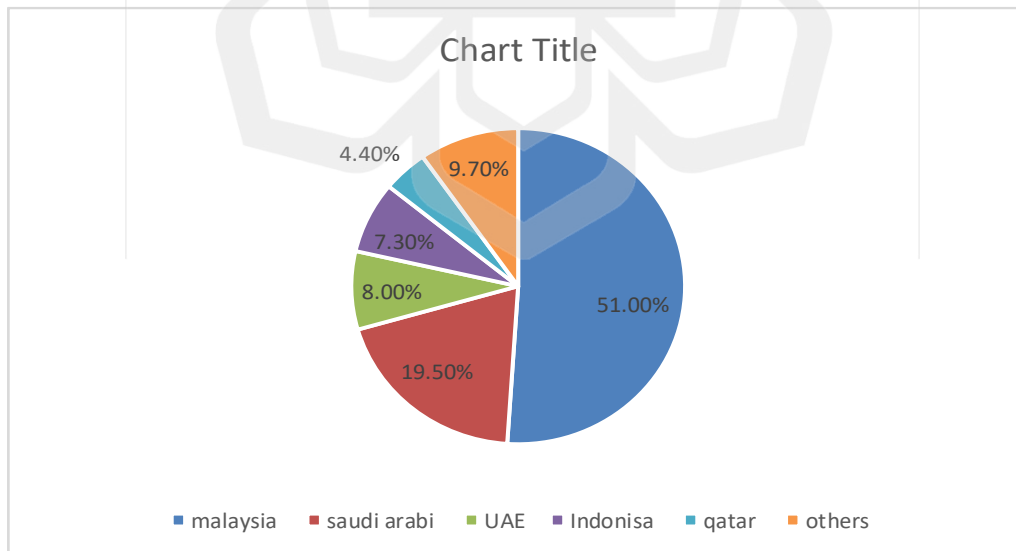
(Global economic and financial market, 2001- 2016)

ويلاحظ من خلال الشكل أعلاه رقم (11) أن الفترة (2001 - 2016) شهدت توسعاً كبيراً في حجم الصكوك الإسلامية المصدرة، حيث تظهر الإحصاءات أن حجم الصكوك المصدرة سنوياً بلغ حوالي 100 مليار دولار بين عامي 2001 و 2015، فيما بلغ حجم الصكوك حتى نهاية العام 2016 حوالي 766 مليار دولار، في حين بلغ حجم الصكوك الإسلامية الدولية حوالي 148 مليار دولار بينما كانت الصكوك الإسلامية المحلية حوالي 618

مليار دولار، بحيث تمتلك هذه الثمانية البلدان حوالي 97% من إجمالي حجم الصكوك القائمة مع نهاية العام 2015، و رائدها هي دولة ماليزيا حيث تمتلك نسبة 57% ثم السعودية بنسبة 16% ثم الإمارات العربية بنسبة 10% ثم إندونيسيا بنسبة 6% ثم قطر بنسبة 4% ثم تركيا بنسبة 2% ثم باكستان و البحرين بنسبة 1% لكل منهما.

وفي عام 2017 بلغ الإصدار العالمي للصكوك الإسلامية 396.1 مليار دولار أمريكي بمعدل نمو سنوي 15.7% خلال الفترة بين 2010 – 2017، واحتلت ماليزيا المرتبة الأولى عالميًا كما هو موضح في الشكل الآتي الذي يمثل توزيع إصدارات الصكوك الإسلامية بحسب بلدان العالم. ومن خلال الفترة المذكورة ماليزيا احتلت الصدارة بنسبة 51% من الإصدار العالمي للصكوك الإسلامية، تليها المملكة العربية السعودية بنسبة 19.5% ثم الإمارات العربية المتحدة بنسبة 8%، ثم أندونيسيا بنسبة 7.5%، تليها قطر بنسبة 4.4%، في حين بقية دول العالم إصدار الصكوك الإسلامية لا تتجاوز فيها عن 9.7% بتمامه (رحماني، ديلمي، 2019).

والشكل الآتي رقم (30) يمثل إصدارات الصكوك الإسلامية بحسب البلد خلال الفترة من 2010-2017

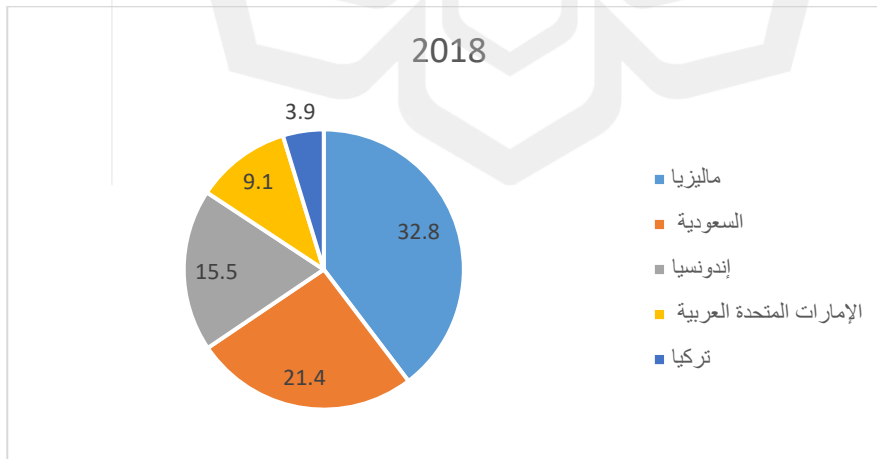


(رحماني، ديلمي، 2019).

وبالاحظ من خلال الشكل أعلاه رقم (12) أنه خلال الفترة من 2010 – 2017، ماليزيا احتلت الصدارة من الإصدار العالمي للصكوك الإسلامية بالنسبة إلى الدول العالم في تلك السنوات.

وقد تطورت الصكوك في ماليزيا عام 2018 حسب تقرير (RAM Rating Services Berha)، حيث بلغ الحجم العام لإصدار الصكوك 94,4 مليار دولار أمريكي عام 2018، واحتلت ماليزيا الصدارة فبلغ إجمالي إصدارها للصكوك الإسلامية 32,8 مليار دولار أمريكي، وهو ما يمثل 35% من إجمالي الإصدارات العالمية، ثم السعودية بنسبة 21,4 مليار دولار أمريكي، ثم إندونيسيا بنسبة 15,5 مليار دولار أمريكي، ثم الإمارات المتحدة العربية بنسبة 9,1 مليار دولار أمريكي، ثم تركيا بنسبة 3,9 مليار دولار أمريكي، ثم الكويت بنسبة 3,6 مليار دولار أمريكي، ثم بنغلاديش بنسبة 1,1 مليار دولار أمريكي. وحسب هيئة الأوراق المالية بماليزيا (SC) فإن حجم سوق رأس المال الإسلامي مقارنة بسوق رأس المال الماليزي تجاوز 60% في شهر مايو من سنة 2018 (ابن قايد، 2023).

والرسم البياني الآتي رقم (31) يوضح نسبة إصدارات الصكوك في البلاد الإسلامية عام 2018



(ابن قايد، 2023).

لقد حافظت الصكوك وسوق الصكوك العالمية على اتجاه نمو إيجابي خلال عام 2019، مما يعكس استمرار جاذبية هذا النوع من الأدوات المالية الإسلامية في الأسواق العالمية، مع اهتمام متزايد من جهات الإصدار والمستثمرين في مختلف المناطق والمراكز المالية والمشاركين الجدد في إصدار الصكوك. ويتضح ذلك من خلال الزيادة في حجم الإصدارات المحلية والدولية على الرغم من آجال استحقاقها الكبيرة نسبياً خلال عام 2019.

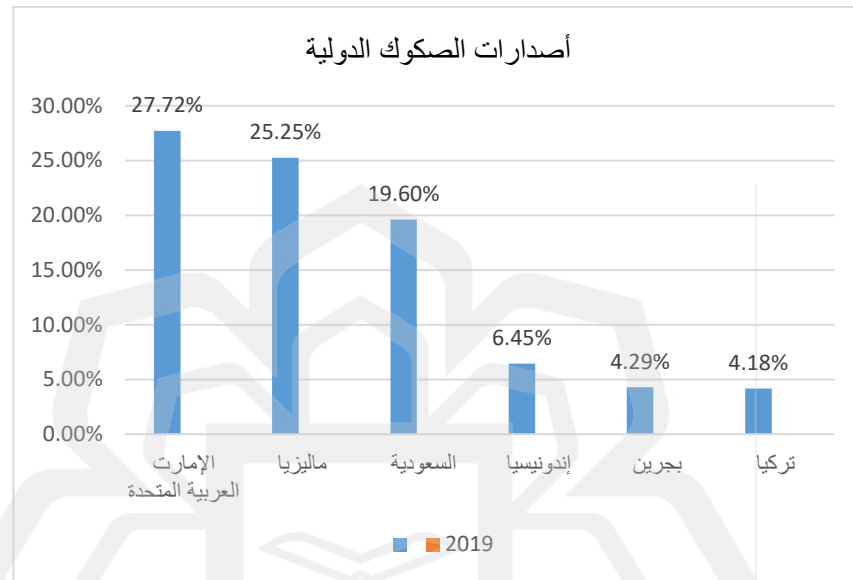
وقد بلغ إجمالي الإصدارات العالمية 145.70 مليار دولار أمريكي في عام 2019، على الرغم من أنها كانت 123.15 مليار دولار أمريكي في عام 2018، مما يعني أن الإصدار قد زاد بنحو 18.32٪ في عام 2019، والحال أنه قد بلغ إجمالي إصدارات الصكوك الدولية 38.476 مليار دولار أمريكي في عام 2019، وهو ما يضيف إلى زيادة قدرها 5.49 مليار دولار أمريكي أو بنسبة 16.63٪ إيجابية عن مستوى عام 2018 البالغ 32.988 مليار دولار أمريكي. ويعتبر عام 2019 هو العام القياسي الذي سجلت فيه أعلى قيمة لإصدار الصكوك الدولية منذ بداية سوق الصكوك (عجاج، 2019).

وعلى أساس تراكمي للفترة من 2001 إلى 2019 واصلت ماليزيا الاحتفاظ بمركزها الأول في إصدارات الصكوك سواء كانت محلية أو دولية بقيمة 733.75 مليار دولار أمريكي، وتليها المملكة العربية السعودية بـ 146.29 مليار دولار و إندونيسيا بـ 98.91 مليار دولار والإمارات العربية المتحدة 88.69 مليار دولار أمريكي. ويمثل عام 2019 عام الذروة في إجمالي إصدار الصكوك بإصدار 145 مليار دولار أمريكي، وكان ذلك مدفوعاً بالصكوك المحلية والتي بلغت قيمتها 107 مليار دولار أمريكي، وكان الجزء الأكبر منها من ماليزيا بقيمة 54 مليار، تليها السعودية 18.90 مليار، وإندونيسيا 17.30 مليار دولار، وتركيا 8.80 مليار دولار. وكذلك يعتبر عام 2019 العالم القياسي الذي سجل فيه أعلى قيمة لإصدار الصكوك الدولية منذ بداية سوق الصكوك حيث بلغت 38.476 مليار دولار (IIFM, 2020).

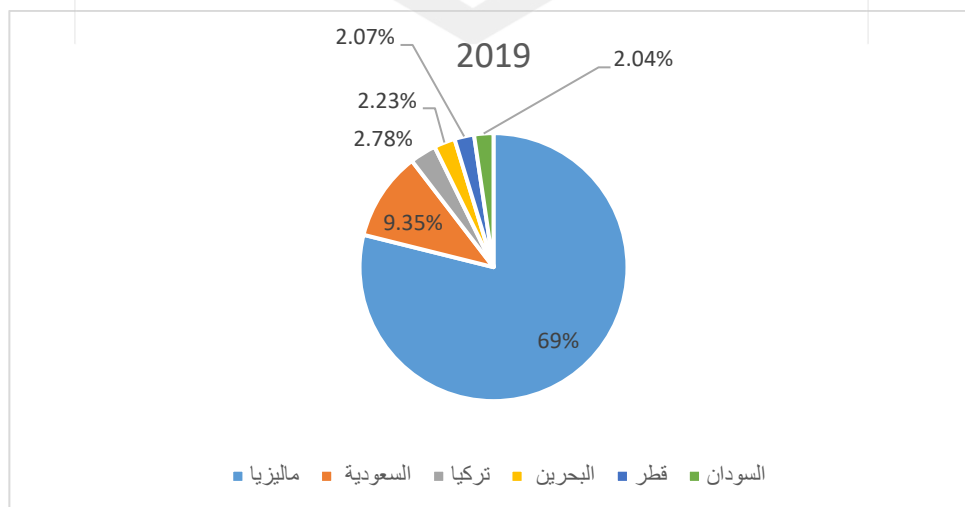
وفي الفترة عام 2001 - 2019 تعتبر الإمارات العربية المتحدة الرائدة في إصدار الصكوك الدولية بنسبة 27.72٪، تليها ماليزيا بنسبة 25.25٪، ثم السعودية بنسبة 19.60٪ وإندونيسيا بنسبة 6.45٪ والبحرين 4.29٪ وتركيا 4.18٪. ولكن تعد ماليزيا الرائدة في إصدار الصكوك المحلية بنسبة 69٪ للفترة 2001 - 2019، وتليها السعودية بنسبة

9.35%، وتركيا 2.78%، والبحرين 2.23%، وقطر 2.07%، وسودان 2.04% (IIFM,2020).

يوضح الشكلان التاليان نسبة إصدارات الصكوك خلال الفترات الزمنية المشار إليها، كما يبين الشكل رقم (32) توزيع إصدارات الصكوك الدولية لعام 2019

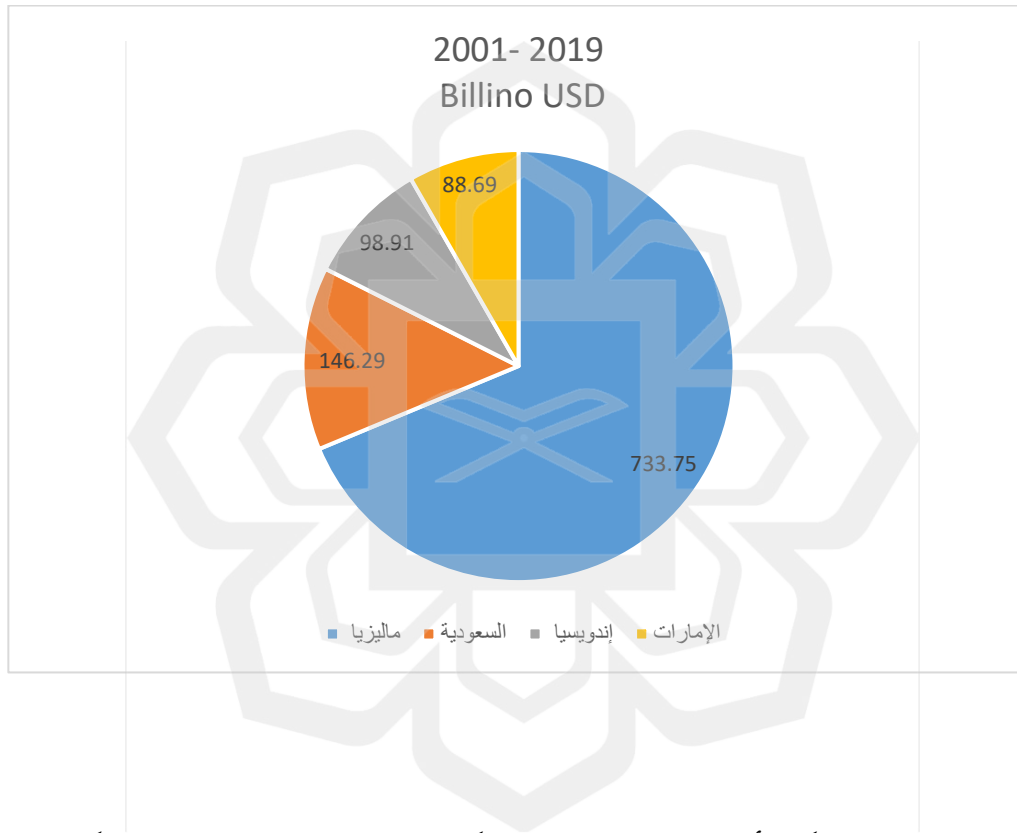


والشكل الآتي (33) يبين نسبة إصدارات الصكوك المحلية لعام 2019



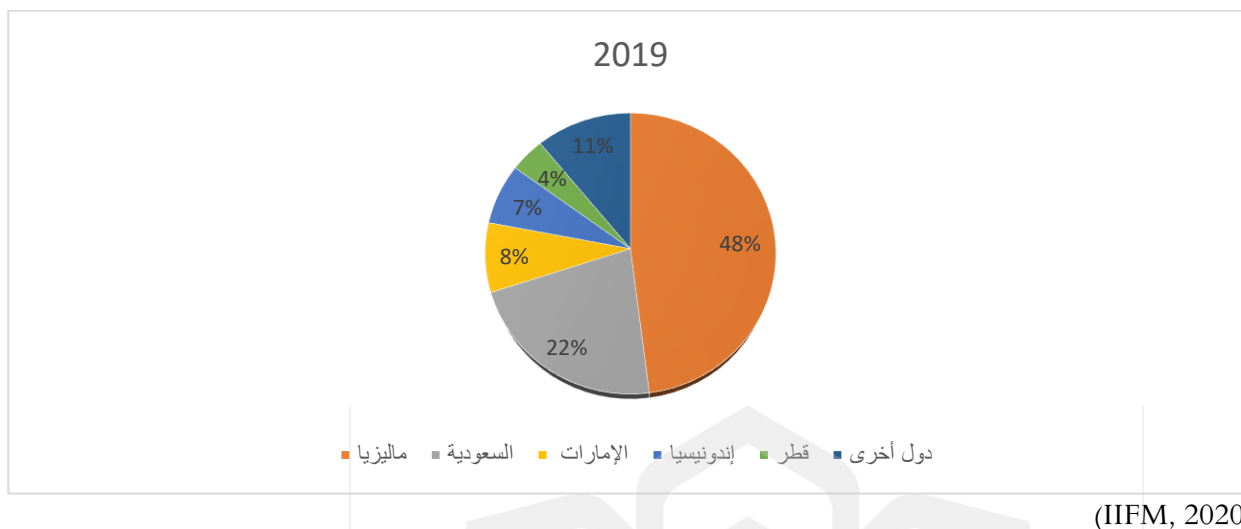
(آمنة، 2023).

يوضّح الشكلان أعلاه حجم إصدارات الصكوك على المستويين الدولي والمحلي، كما يُظهران أن دولة الإمارات العربية المتحدة كانت الدولة الرائدة في مجال الصكوك الدولية خلال عام 2019، في حين تصدرت ماليزيا إصدارات الصكوك على المستوى المحلي. والرسم البياني التالي رقم (34) يبين حجم إصدارات الصكوك الإسلامية العالمية خلال الفترة (2019 - 2001)



يظهر الشكل أعلاه احتفاظ ماليزيا بمكانتها الرائدة في إصدارات الصكوك العالمية لعام 2019، حيث استحوذت على نصف إجمالي الإصدارات، ويبين الشكل اللاحق توزيع هذه الإصدارات عالميًا.

الرسم البياني التالي رقم (35) يبين توزيع إصدارات الصكوك الإسلامية حسب الدول لعام 2019



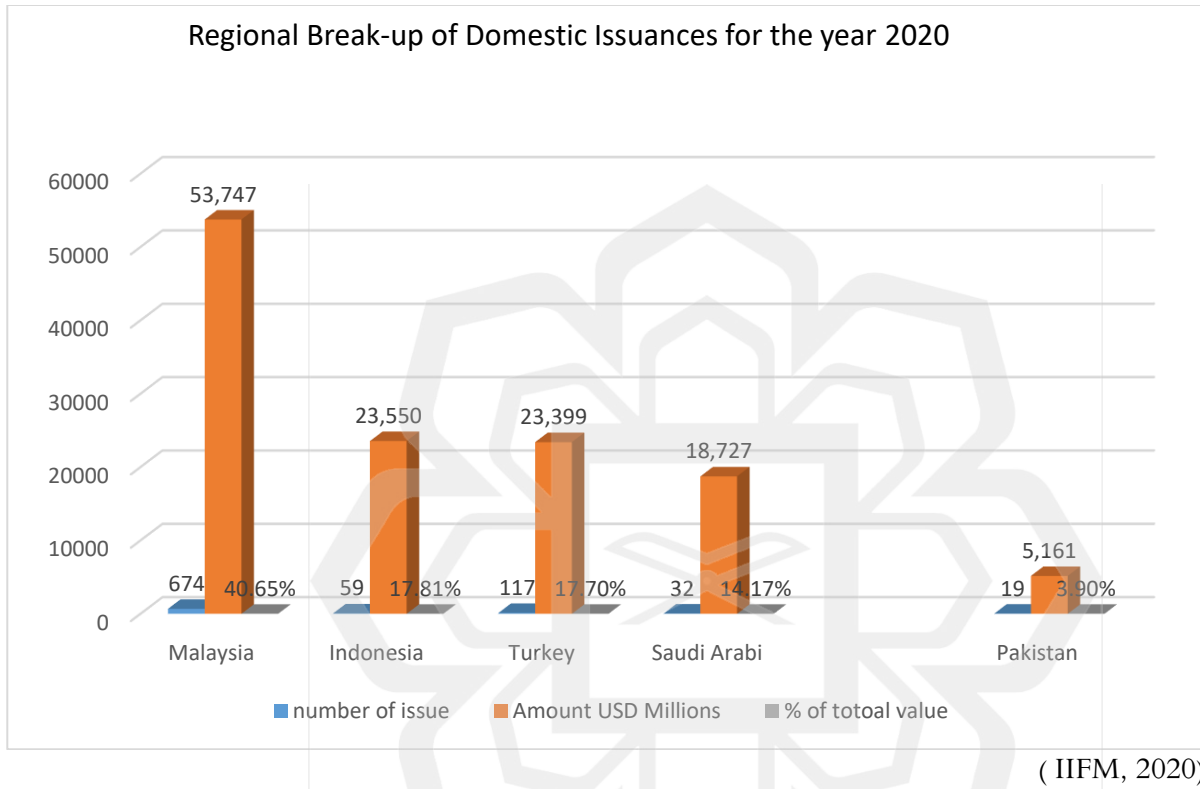
ويلاحظ من الرسم البياني أعلاه رقم (17) أن ماليزيا كانت رائدة في مجال إصدار الصكوك لسنة 2019، حيث حيزت المرتبة الأولى بإصدار 48% الصكوك الإسلامية بالنسبة إلى الدول الأخرى.

ومع تفشي كورونا (covid19) في عام 2020، ما زالت الصكوك أداة تمويلية جذابة في سوق رأس المال الإسلامي من وجهة نظر المصدرين والمستثمرين (هبة الله، 2022). وتعد ماليزيا، إندونيسيا، تركيا، البحرين، وبروني دارالسلام وبعض بلاد الأفريقية من أكثر المصدرين لصكوك قصيرة الأجل في هذا العام، وإن الهيئة الإسلامية الدولية لإدارة السيولة أيدت إصدار صكوك قصيرة الأجل لأنها تفضي إلى توفير وسيلة بديلة لإدارة السيولة للمؤسسات المالية الإسلامية النشطة في سوق قصيرة الأجل والتي تبحث عن الأوراق المالية منخفضة المخاطر لتلبية متطلبات الأصول عالية الجودة للمنظمين (سداراتي، 2024).

ومرة أخرى في عام 2020، ماليزيا احتفظت بمركزها الأول في إصدارات الصكوك المحلية والدولية مجتمعة، حيث بلغت قيمة إصداراتها خلال الفترة (2001 - 2020) حوالي 800 مليار دولار أمريكي، وتليها السعودية ب 174.60 مليار دولار أمريكي، وإندونيسيا بقيمة 124.90 مليار دولار أمريكي، والإمارات المتحدة 98.39 مليار دولار أمريكي وتركيا ب

66.90 مليار دولار أمريكي. ويبين الرسم البياني التالي رقم (36) زيادة ماليزيا في إصدار الصكوك عام 2020.

التقسيم الإقليمي للإصدارات المحلية لعام 2020



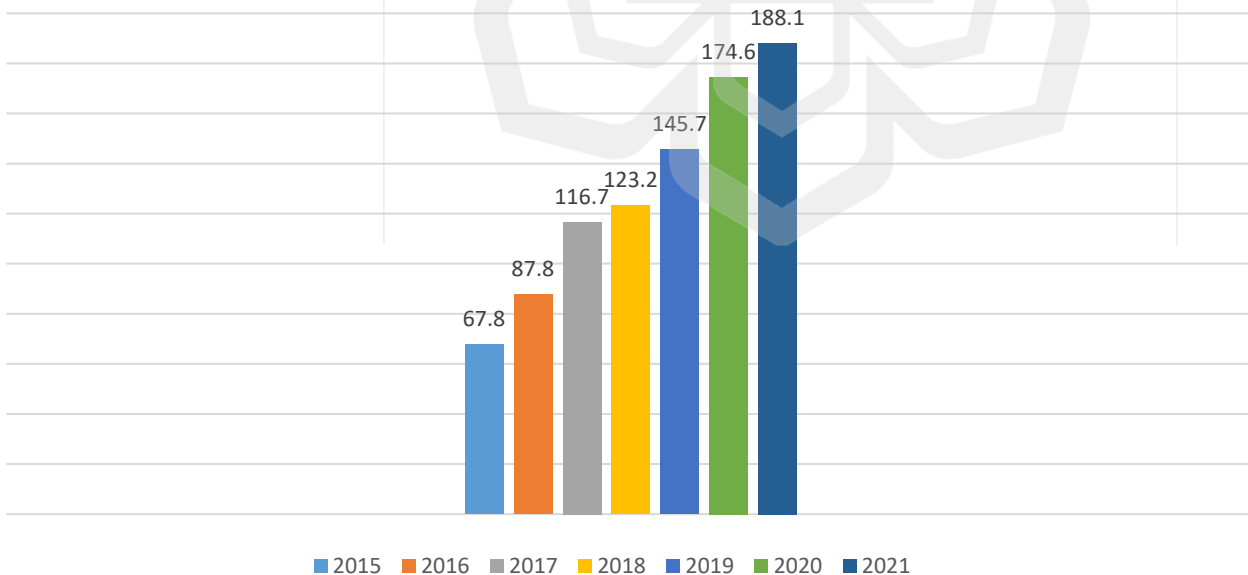
وفي عام 2021، كذلك ظل سوق الصكوك أداة جذابة في سوق رأس المال الإسلامي من وجهة نظر المصدرين والمستثمرين وغيرهم من المشاركين في السوق، ومع أنه يعاني الاقتصاد العالمي حالياً من ضغوط تضخمية في معية انتشار فيروس كورونا، حافظت الصكوك على جاذبيتها ومكانتها كمحرك رئيسي للنمو في صناعة المالية الإسلامية، وقد ساعد في ذلك وجود المصدرين والمستثمرين في مختلف المناطق الراسخة بالإضافة إلى المشاركين الجدد في المسار التدريجي لإصدارات الصكوك وتطور تنوع هياكل الصكوك والمراقبة الخاصة عن سوق الصكوك الإسلامية والعوامل الأخرى المختلفة والمحفزة مهما في تطوير سوق الصكوك، وبدأت تستمر سوق الصكوك بالتطور كما يتضح من إصدارات صكوك عام 2021 (ابن قايد، 2023).

ولم تحدث المخاوف الأولية في العام 2020 بشأن التأثير المرتبط بوباء (كورونا) على الظروف الاقتصادية العالمية واحتمال حدوث تباطؤ في سوق الصكوك، بل قد حافظت الصكوك على مسارها التدريجي في جميع مناطق إصدارات الصكوك في العالم. وكان لإصدارها رقم قياسي في عام 2021 كذلك، حيث أشار تقرير مؤسسة الصكوك العالمي الصادر في أغسطس لعام 2022، إلى أن سوق الصكوك العالمية قد شهد خلال عام 2021 مؤشرات نمو إيجابية عبر طرح إصدارات جديدة و تحقيق مكاسب جيدة، وقد بلغ إجمالي إصدارات الصكوك العالمية في عام 2021م 188.121 مليار دولار أمريكي، و هي أعلى قيمة للصكوك السنوية منذ إنطلاقه لأول مرة في عام 2001 (الفتلاوي، الساعدي، 2022).

وفيما يتعلق بأسواق الصكوك المحلية، بلغت إصدارات الصكوك خلال عام 2021 ما قيمته 138.693 مليار دولار أمريكي، مقارنة ب 132.230 مليار دولار أمريكي في عام 2020.

والشكل التالي رقم (37) يبين تطور قيمة إصدارات الصكوك العالمية خلال الفترة (2015-2021)، القيمة بالمليار دولار

تطور قيمة إصدارات الصكوك العالمية خلال الفترة (2015-2021)، القيمة بمليار دولار



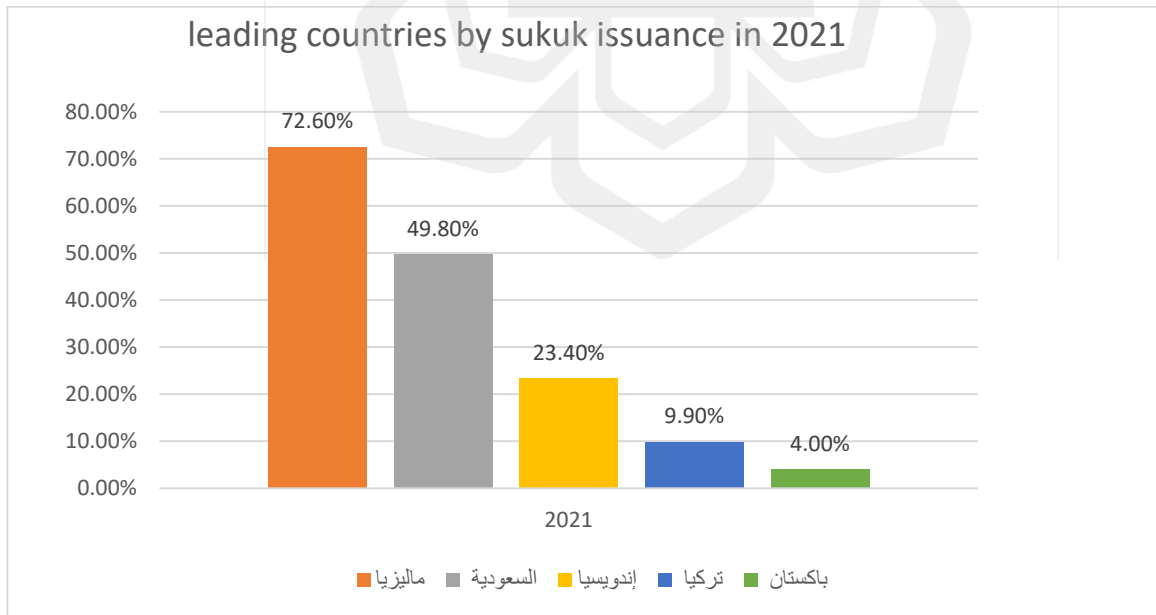
(IIFM ,2022)

ويستخرج من هذا الرسم البياني أعلاه رقم (19) أن قيمة الصكوك الإسلامية ارتفعت في عام 2021، مع تفشي جائحة كورونا في العالم ولها عوامل مختلفة، منها مساعدة الحكومات والشركات، وازدياد المستثمرين وحملة الصكوك، وتمايل الكثير من الدول سواء كانت إسلامية أو غير إسلامية إلى الاستثمار في الصكوك الإسلامية لما فيها من الأرباح الكثيرة، وابتعاد من الربا الذي يقلل الأموال ويواجهها إلى الأزمة الاقتصادية (ملاك، 2023).

وهناك العديد من إصدارات الصكوك العالمية البارزة من مملكة ماليزيا والبحرين والمملكة العربية السعودية وتركيا والإمارات العربية المتحدة وإندونيسيا ونيجيريا، ومصر وغيرها، في طور الإعداد لعام 2022، و هو مؤشر واضح على أن سوق الصكوك هي أكثر أنواع الأدوات بعد أدوات سوق رأس المال (آمنة، 2023).

وكانت ماليزيا رائدة البلاد في هذه السنة 2021 في مجال إصدار الصكوك كذلك حيث حازت المرتبة الأولى بإصدار 72.6% من الصكوك، وتليها السعودية بإصدار 49.8%، ثم إندونيسيا بإصدار 23.4%، ثم تركيا بإصدار 9.9% وباكستان بإصدار نسبة 4.0% من الصكوك الدولية.

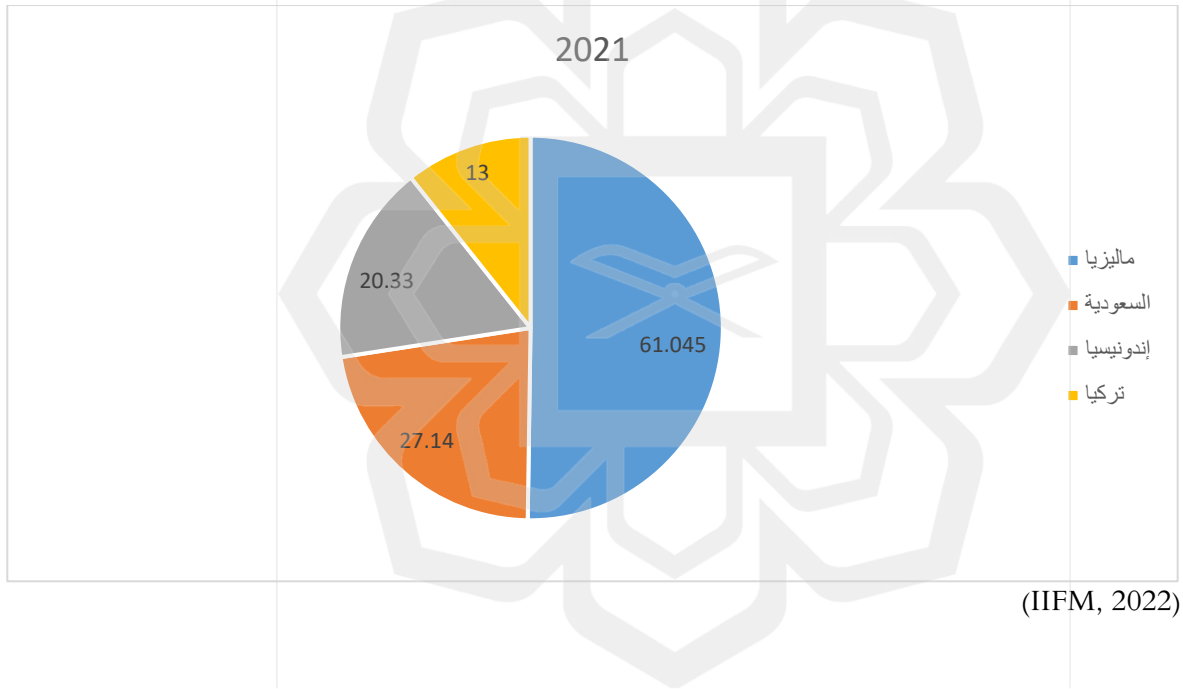
والشكل التالي رقم (38) يبين الدول الرائدة في إصدار الصكوك خلال عام 2021



(Refinitive, 2022)

وفي عام 2021، شهدت إصدارات الصكوك المحلية زيادة متواضعة في الحجم من مستوى 2020 البالغ 132.233 مليار دولار أمريكي إلى 138.693 مليار دولار أمريكي أو حوالي 4.88٪ إيجابية ؛ ويأتي الجزء الأكبر من هذه الزيادة من مساهمة السوق الماليزي البالغة 61 مليار دولار أمريكي تليها المملكة العربية السعودية 27.14 مليار دولار أمريكي وإندونيسيا 20.33 مليار دولار أمريكي وتركيا 13 مليار دولار أمريكي.

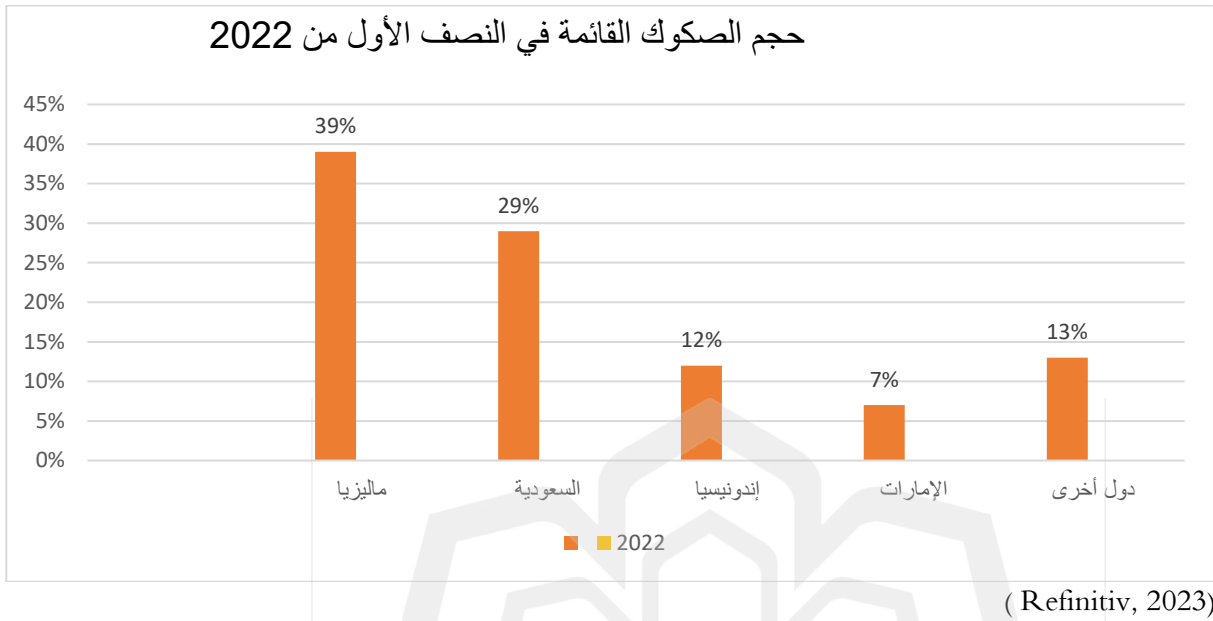
والرسم البياني التالي رقم (39) يبين حجم إصدارات الصكوك في البلاد الرائدة حسب مليار دولار عام 2021



وفي الفترة من 2001- 2021 استمرت ماليزيا في الحفاظ على مركزها الأول في إصدارات الصكوك بإصدارات محلية و دولية مجتمعة بحوالي 877 مليار دولار أمريكي، تليها السعودية ب 216.755 مليار دولار أمريكي، وإندونيسيا ب 148.295 مليار دولار أمريكي، والإمارات المتحدة العربية ب 102.195 مليار دولار أمريكي، وتركيا ب 84.692 مليار دولار أمريكي.

ولكن ماليزيا تواصلت، نظرًا لقوة سوق رأس المال لديها وعوامل أخرى، الحفاظ على ريادتها على نظيراتها في آسيا و دول المجلس التعاوني الخليجي (GCC)، و على رغم ذلك، أدت الزيادة في الإصدارات من البحرين والمملكة العربية السعودية واندونيسيا والإمارات المتحدة العربية وتركيا و غيرها إلى انخفاض حصة ماليزيا في سوق الصكوك العالمية في السنوات الأخيرة. وقد تطورت الصكوك عام 2022 في ماليزيا؛ حيث في النصف الأول (30 يونيو) من عام 2022، بلغ رصيد الصكوك الموجودة حوالي 726 مليار دولار أمريكي، و يتوزع 87% من هذا المبلغ على أربع دول الرائدة و هي ماليزيا والسعودية و إندونيسيا والإمارات المتحدة العربية. ووفقا للتقارير المعتبرة في مجال الصكوك، كان حجم الصكوك المصدرة في عام 2022 إلى تباطؤ؛ حيث تراجعت على أساس سنوي بنسبة 5.9% إلى 185 مليار دولار أمريكي، وأرجعت هذا التباطؤ إلى ارتفاع أسعار الفائدة مع اتباع الفيدرالي الأمريكي والبنوك المركزية حول العالم لسياسة التشديد النقدي، بالإضافة إلى ارتفاع أسعار البترول، مما قلل من حاجة السعودية إلى إصدار الصكوك، في المقابل، فإن الضغوط المتزايدة على ميزانيات الاقتصادات الناشئة مثل ماليزيا واندونيسيا وباكستان كانت الداعم الأساسي لإصدارات الصكوك خلال عام 2022، ما ساهم في استمرار الطلب القوي على الصكوك. وفي النصف الأول من عام 2022، بلغت إصدارات الصكوك العالمية حوالي 100.9 مليار دولار، وهو ما يمثل انخفاضًا طفيفًا عن حجم الإصدارات في نفس الفترة من عام 2021، الذي وصل إلى 104.2 مليار دولار. وعلى الرغم من البداية القوية لهذا العام، إلا أن زخم الإصدارات شهد تباطؤًا، وذلك تزامنًا مع تشديد الاحتياطي الفيدرالي والبنوك المركزية الأخرى للسياسات النقدية العالمية. كما ساهم ارتفاع أسعار النفط في تقليص حجم الإصدارات، مما أدى إلى انخفاض احتياجات الاقتراض الحكومي في أسواق الصكوك الأساسية. وأشارت الدراسة إلى أن إصدارات الصكوك بالدولار بلغت 22 مليار دولار في النصف الأول من عام 2022، بتراجع نسبته 10% مقارنة بـ 33.2 مليار دولار في نفس الفترة من العام السابق، حيث اتجه المصدرون إلى الاقتراض من الأسواق المحلية في ظل القوة التي حققها الدولار نتيجة السياسات المشددة التي اعتمدها الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي.

والرسم البياني التالي رقم(40) يبين نسبة حجم الصكوك القائمة في النصف الأول من 2022



ويلاحظ من الشكل أعلاه رقم (22) أن ماليزيا هي دولة رائدة في إصدار الصكوك الإسلامية عام 2022 كذلك، حيث أصدرت 39% من مجموع الصكوك القائمة في النصف الأول من 2022، على رغم من المشاكل الكثيرة وفي رأسها تفشي جائحة كورونا وكثرة الفيضانات المدمرة و غيرها، سبب نجاحها هي مساعدة الحكومة في هذا المجال وكثرة المستثمرين والمصدرين بالعملات الأجنبية والمحلية (هبة الله، 2022).

المطلب الثاني: إصدارات الصكوك الحديثة (2022 – 2025)

خلال الفترة الممتدة بين عامي 2022 و 2024، أظهرت سوق الصكوك العالمية مرونة ملحوظة واستقراراً نسبياً، إذ تراوحت الإصدارات السنوية بين 170 و 200 مليار دولار، وهو ما يعادل نحو 510 – 570 مليار دولار خلال الأعوام الثلاثة مجتمعة، وذلك رغم التحديات الاقتصادية العالمية. فقد بلغ إجمالي الإصدارات في عام 2022 نحو 170 – 180 مليار دولار، وفي عام 2023 تراوح بين 168 و 198 مليار دولار، بينما استقر في عام 2024 ضمن نطاق 174 – 193 مليار دولار، في حين واصلت السوق حتى منتصف عام 2025 مسارها التصاعدي مع صفقات سيادية ومؤسسية بارزة، من أهمها إصدار شركة أدنوك الإماراتية صكوكاً

دولارية بقيمة 1.5 مليار دولار في أبريل، وهو ما يعكس ثقة المستثمرين الدوليين في أدوات التمويل الإسلامي طويلة الأجل (غرداوي، 2024).

وعلى المستوى الإقليمي، استحوذت دول مجلس التعاون الخليجي (GCC)، وخاصة السعودية والإمارات، على الحصة الأكبر من حيث القيمة، بنسبة تراوحت بين 50-55% سنوياً، مدفوعة بمشاريع الطاقة والبنية التحتية، بينما برزت ماليزيا كأكبر سوق منفرد من حيث عدد الإصدارات وحصة ثابتة تتراوح بين 25-30% من السوق العالمي، بفضل بنيتها المالية المتطورة وإطارها التشريعي المتقدم الذي رسّخ مكانتها التاريخية كمركز تنظيمي عالمي للصكوك (بوالمرقة، دميري، 2023).

فعلى سبيل المثال، في عام 2023، مثلت ماليزيا ما يقارب 50 مليار دولار من إجمالي 180 مليار دولار، في مقابل نحو 95-100 مليار دولار لدول الخليج مجتمعة، مما يؤكد أن قوة ماليزيا تكمن في التنظيم وعدد الإصدارات، بينما تتفوق دول الخليج في الحجم الإجمالي وقيمة الصفقات الكبرى. كما برزت خلال هذه الفترة شركات الطاقة الكبرى مثل أدنوك وأرامكو، إلى جانب الحكومات السيادية، ضمن كبار المصدرين، في حين شهدت ماليزيا توسعاً ملحوظاً في إصدار الصكوك الخضراء خلال 2023-2024 (كريم، 2025).

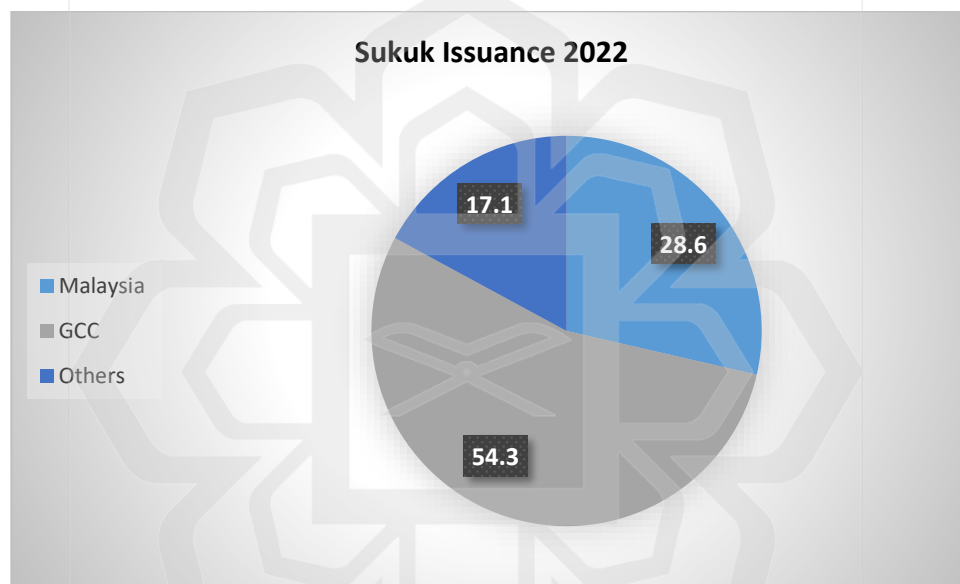
وتكشف هذه المؤشرات عن اتجاهات رئيسة تمثلت في تزايد الإصدارات المقومة بالدولار، وارتفاع حصة الصكوك الخضراء المرتبطة بالمعايير البيئية والاجتماعية والحوكمة (ESG)، وتوسع قاعدة جهات الإصدار لتشمل دولاً جديدة وأسواقاً ناشئة، فضلاً عن تطور أدوات التمويل الإسلامي عبر صناديق ومؤشرات متخصصة. ورغم ذلك، ما تزال السوق تواجه تحديات مهمة أبرزها تقلب أسعار الفائدة العالمية، وضعف توحيد الهياكل الشرعية والحوكمة، إضافة إلى المخاطر الاقتصادية والسياسية في بعض الأسواق (أحمد يوسف، 2025).

ومع ذلك، تُظهر التوقعات أن السوق ستواصل نموها خلال 2025-2026، مع توسع ملحوظ في الصكوك الخضراء من جانب ماليزيا ومشاريع الطاقة في الخليج، وبذلك يمكن القول إن ماليزيا تمثل القلب التنظيمي لسوق الصكوك العالمي، بينما تمثل دول الخليج القلب المالي من حيث القيمة، وكلاهما معاً يشكّلان العمود الفقري لهذه الصناعة خلال الفترة 2022-2025.

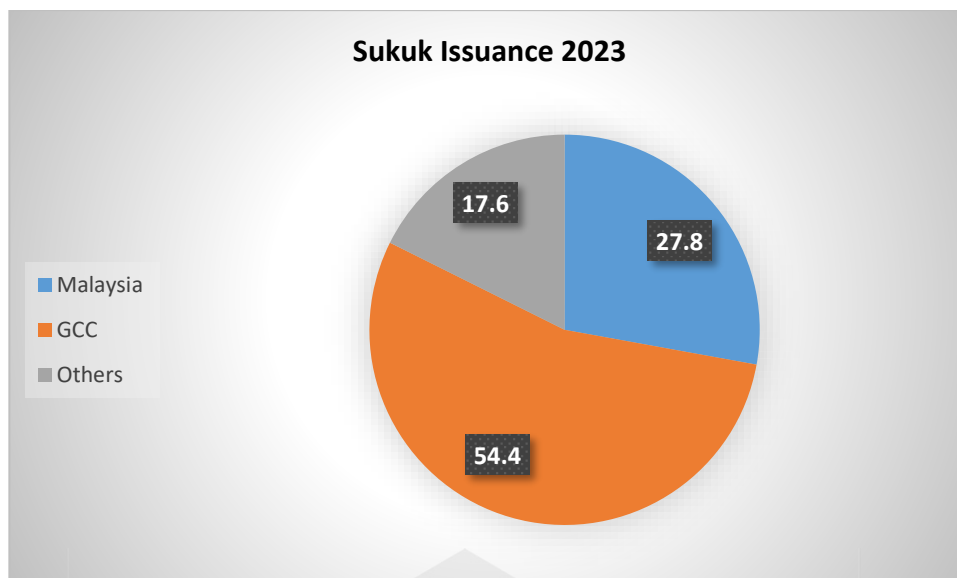
توضح الرسوم البيانية الدائرية التالية نسب إصدارات الصكوك خلال الفترة من 2022 حتى النصف الأول من عام 2025، مع إبراز مكانة ماليزيا مقارنة بدول مجلس التعاون الخليجي والدول الأخرى (IIFM, 2025)

حصة الإصدارات العالمية للصكوك خلال الفترة من 2022 حتى النصف الأول من عام 2025.

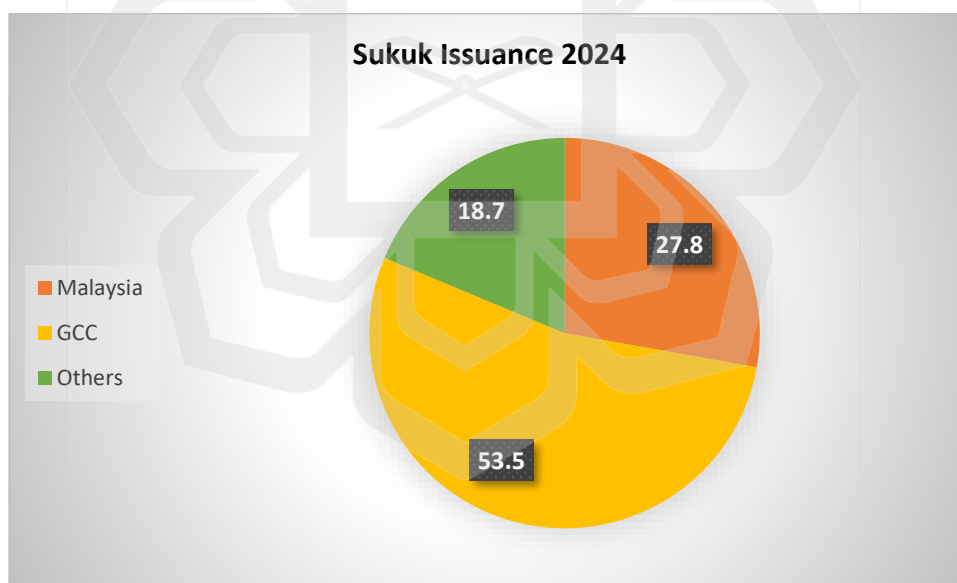
الرسم البياني الدائري رقم (41) إجمالي إصدارات الصكوك عام 2022 (%)



الرسم البياني الدائري رقم (42) إجمالي إصدارات الصكوك 2023 (%)

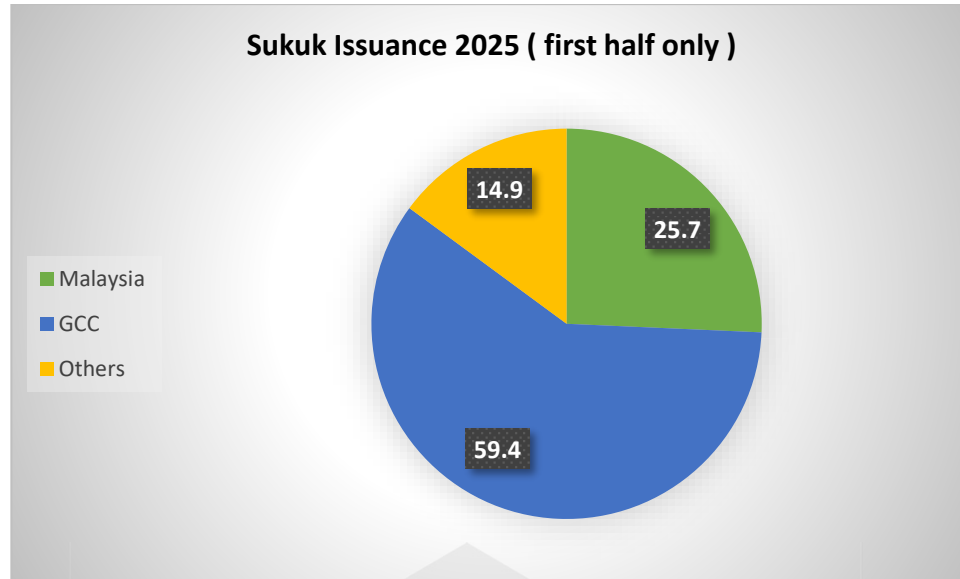


الرسم البياني الدائري رقم (43) إجمالي إصدارات الصكوك 2024 (%)

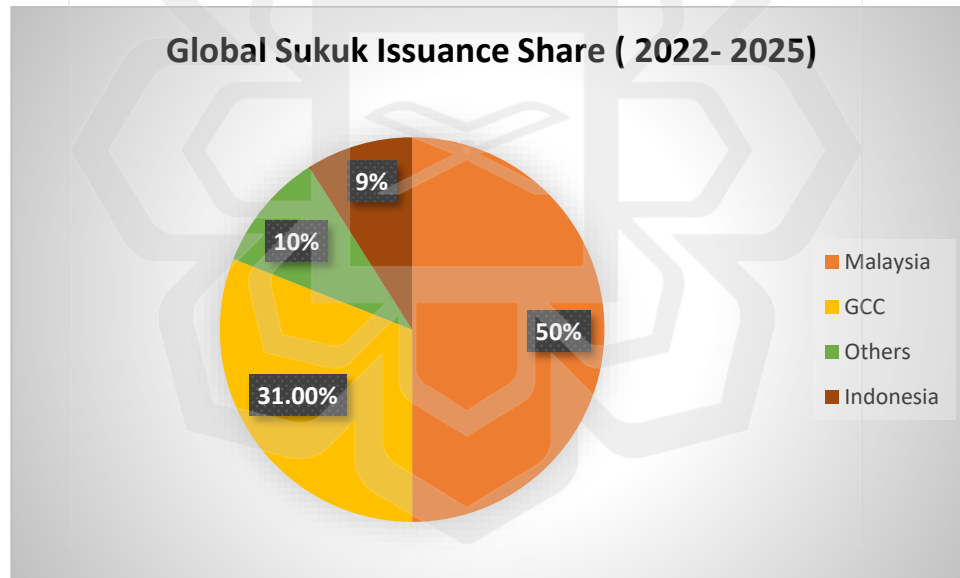


(IIFM, 2024)

الرسم البياني الدائري رقم (44) إجمالي إصدارات الصكوك في النصف الأول من 2025 (%)



الرسم البياني الدائري رقم (45) إجمالي حصة إصدار الصكوك العالمية (2025-2022)



(IIFM, 2025)

تشير الرسوم البيانية الدائرية أعلاها والتقارير المتخصصة إلى أن ماليزيا تظل رائدة في سوق الصكوك العالمية، حيث تستحوذ على قرابة 50% من إجمالي الإصدارات العالمية، وهو ما يعكس قوة بنيتها التحتية المالية وريادتها في مجال التمويل الإسلامي. وقد عززت البنية التحتية المتطورة للتمويل الإسلامي، والبيئة التنظيمية الملائمة، والمشاركة الفعالة من قبل الجهات السيادية

والشركات، مكانتها القيادية. وبفضل منظومة التمويل الإسلامي الناضجة، تُعد ماليزيا أكبر جهة مصدرة للصكوك على مستوى العالم، وقد قدمت هياكل صكوك مبتكرة تشمل أول صكوك خضراء وسوق الصكوك التجزئية، الذي يتيح مشاركة المستثمرين الأفراد. في المقابل، شهدت دول مجلس التعاون الخليجي، وعلى رأسها المملكة العربية السعودية وقطر والإمارات، زيادة ملحوظة في إصدارات الصكوك، حيث بلغت حصتها الإجمالية نحو 53% في عام 2024 (حناشي، 2024).

كما استمرت إندونيسيا في تعزيز مكانتها كمصدر رئيسي للصكوك، مع حصة سوقية تقدر بحوالي 9.5%، أما دول أخرى مثل تركيا وباكستان، فقد سجلت نمواً تدريجياً في إصدارات الصكوك، مما يعكس توسع التمويل الإسلامي في هذه المناطق. وتوضح البيانات أن إجمالي إصدارات الصكوك العالمية شهد تقلبات طفيفة خلال الفترة 2022-2025، مع توقع استمرار النمو رغم التحديات الاقتصادية. ومن الجدير بالذكر أن ماليزيا حافظت على مكانتها البارزة، حيث بلغت حصتها السوقية نحو 27% من إجمالي الإصدارات العالمية في 2024، مؤكدة استقرارها ومرونتها في هذا القطاع (قسول، 2024).

وفي ضوء التوقعات المستقبلية، من المتوقع أن يستمر سوق الصكوك العالمي في النمو بمعدل نمو سنوي مركب يبلغ 13.44% خلال الفترة من 2025 حتى 2033، مع استمرار ماليزيا في الحفاظ على مركزها الريادي بفضل بيئتها التنظيمية الداعمة وبنيتها التحتية المتطورة في مجال التمويل الإسلامي، بينما تواصل السعودية قيادة السوق العالمي للصكوك.

يوضح الجدول رقم (46) تطور قيمة الصكوك الإسلامية المرخصة من قبل هيئة الأوراق المالية الماليزية وفقاً لمعايير الشريعة الإسلامية خلال الفترة (2020 - 2024)

السنة	الوكالة %	الإجارة %	المشاركة %	المربحة %	المضاربة	أخرى
2020	34%	30%	12%	14%	20%	80%
2021	35%	31%	11%	13%	20%	80%
2022	36%	31%	11%	12%	20%	80%
2023	37%	31%	10%	11%	20%	9%
2024	38%	30%	10%	10%	20%	10%

(Securities Commission Malaysia, 2024)

يشير الجدول أعلاه إلى أن سوق الصكوك في ماليزيا خلال الفترة 2020-2024 اتسم بسيطرة صيغ الوكالة والإجارة باعتبارهما الأكثر استخداماً، تلتهما صيغة المشاركة، ثم المربحة/التورق، في حين شكّلت صيغة المضاربة وبعض الهياكل الأخرى نسبة محدودة من إجمالي الإصدارات. والجدول التالي يوضح حجم قيمة إصدارات الصكوك حسب الدول خلال الفترات الزمنية 2020 - 2024.

الجدول التالي رقم (47) يوضح قيمة إصدارات الصكوك حسب الدول خلال الفترة (2020 - 2024)

الدولة	2020 مليار (\$)	2021 مليار (\$)	2022 مليار (\$)	2023 مليار (\$)	2024 مليار (\$)	ملاحظات
ماليزيا	80 -60	80-70	75-60	80-60	80-60	لاتزال أكبر سوق في العالم محلية ودولية، حكومية ومؤسسية
السعودية	25-10	35-20	40-20	45-30	50-30	من أكبر المصدرين عالميا
إندونيسيا	18-8	18-10	20-8	18-8	18-8	سوق مهم في جنوب شرق آسيا، صكوك حكومية وشركات
الإمارات العربية المتحدة	8-2	10-4	12-6	18-8	25-10	إصدارات كثيرة سيادية وشبه سيادية
الكويت	4-1	4-1	4-1	6-1	6-1	صكوك سيادية ومؤسسية بانتظام
قطر	4-1	4-1	5-1	6-1	6-1	إصدارات حكومية ومؤسسية
باكستان	5-1	6-1	6-1	6-1	6-1	إصدارات متقطعة حكومية وبنكية لتغطية السيولة

(IIFM Repots, 2021-024)

المطلب الثالث: أنواع الصكوك الإسلامية في ماليزيا

تميزت سوق الصكوك الإسلامية الماليزية بنشاطها الملحوظ في نهاية القرن العشرين وذلك من خلال إصداراتها المتنوعة للصكوك، وتنوع الصكوك الإسلامية المتداولة في السوق المالية الإسلامية الماليزية، وتصنف الصكوك في ماليزيا حسب الجهة المصدرة لها والتي قد تكون جهات خاصة، أو حكومية؛ فإن كان إصدارا من جهات خاصة كالبنوك أو شركات خاصة، فإنها تخضع

لرقابة اللجنة الاستشارية الشرعية، وإن كانت من طرف الحكومة فتخضع لمراقبة البنك المركزي الماليزي. وتُصدر هذه الصكوك استنادًا إلى عقود شرعية وبموجب ضوابط تنظم عملية إصدارها، وتختلف أحكام إصدار الصكوك وفقًا لاختلاف العقد أو الصيغة الاستثمارية التي تم بناءً عليها إصدار الصك. كما تخضع تداولاتها للشروط الشرعية المتعلقة بطبيعة الأصول التي تمثلها أثناء التداول (خلادي، 2024). وتنقسم الصكوك المصدرة في ماليزيا إلى:

الفرع الأول: الصكوك الحكومية (القطاع العام)

ويقصد بها الصكوك التي تصدرها الدولة، أو البنك المركزي، أو البنوك الحكومية، أو المؤسسات التابعة للحكومة أو المؤسسات شبه الحكومية، والتي تستخدم لتمويل أحد مشروعاتها العامة، أو المشروعات الخاصة بالبنية التحتية، أو لأجل التنمية الاقتصادية، أو الاجتماعية، أو الصناعية، أو نحوها. ولا يختلف الصك الذي تصدره الدولة عن الصك الذي يصدره القطاع الخاص من حيث الأحكام الشرعية ونحوها، سوى ما يخص المصدر وبعض الأغراض التي تتوخاها الدولة، باعتبارها المسؤول الأول عن الجوانب الاقتصادية، والمشاريع الخدمية، ونحوها (القصري، 2023). وأصدرت الحكومة الماليزية شهادات الاستثمار الحكومي (GIC)، والتي كانت من أوائل الشهادات المصرفية الصادرة من الحكومة الماليزية عام 1983 (تقرير هيئة الأوراق المالية الماليزية، 2001).

وعرفت بالإصدارات الاستثمارية الحكومية، وهي شهادات استثمارية تم تطويرها وفق مبدأ القرض الحسن، كخطوة لمساندة حركة الأعمال المصرفية في ماليزيا، والغرض من إصدار هذه الشهادات هو حصول الحكومة على الأموال اللازمة لتمويل إنفاقها على المشاريع التنموية، وقيمة العائد على هذه الشهادات لا يحدد مسبقًا (حات، 2021).

وحاليًا يقوم البنك المركزي الماليزي بطرح الاستثمارات الحكومية الجديدة المستندة على الربح فقط، وفقًا لمبدأ البيع بالثمن الآجل كأداة إضافية، وقد ساهمت هذه الطريقة في تطوير إصدارات صكوك الحكومة الماليزية، وفقًا لأحكام الشريعة الإسلامية في السوق الماليزي (حناشي، 2024).

الفرع الثاني: صكوك الشركات/ الصكوك المؤسسية (القطاع الخاص)

تعتبر هذه الصكوك إحدى الأدوات المالية الاستثمارية المتوسطة أو الطويلة الأجل، والتي تصدرها الشركات الخاصة، كشركات المساهمة، أو البنوك، والتعامل بها يكون تحت رقابة اللجنة الاستشارية الشرعية، ويتم إصدارها لأغراض الاقتصادية، والاستثمارية، والإدخارية، ويكون إصدارها وبيعها إلى الجمهور من خلال هيئات متخصصة في عمليات الإصدار (حوات، 2021).

ولقد كانت ماليزيا سباقة في هذا الباب، حيث قامت شركة شيل ماليزيا بأول إصدار للصكوك عام 1990، ولم يل إصدار شيل أي إصدار آخر في ماليزيا إلى نهاية 2001، وفي ذلك العام تم إصدار صكوك من قبل جملة من المؤسسات، منها: مجلس الشؤون الإسلامي السنغافوري (MUIS) وحكومة البحرين، ثم تليها أول شركة عالمية تقوم بإصدار الصكوك وهي شركة قوثرى ماليزيا، وحالياً تصدر هذه الصكوك وفق مبادئ المراجعة، والإجارة، المضاربة، والمشاركة وغيرها (لال الدين، جعفري، 2019). يجدر بالذكر أن الصكوك المؤسسية مثلت في ماليزيا عام 2024، النسبة الأكبر من الإصدارات؛ إذ شكلت نحو 74.36% من إجمالي إصدارات السندات والصكوك المؤسسية، مما يعكس الدور المحوري للقطاع المؤسسي في تنمية سوق الصكوك الماليزية (Securities Commission Malaysia, 2024).

الفرع الثالث: الصكوك الأكثر تداولاً في السوق الماليزية

وتنقسم هذه الصكوك الإسلامية والصادرة عن الشركات الخاصة في ماليزيا لتداولها في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي إلى عقود المدائيات وهي أربعة أنواع: صكوك البيع بالثمن الآجل والمراجعة، صكوك المراجعة السلعية/ التورق، صكوك الاستصناع وصكوك الإجارة (آمنة، 2023). وعقود المشاركات علي نوعين و هي صكوك المضاربة وصكوك المشاركة.

أولاً: عقود المدائيات: وهي على أربعة أنواع وتتمثل فيما يلي:

1- صكوك بيع بالثمن الآجل والمراجعة: تُعتبر معظم صكوك البيع بالثمن الآجل والمراجعة التي تصدرها الشركات الخاصة في ماليزيا من عقود المديونات. وتُعرف هذه الصكوك بأنها وثائق أو شهادات تمثل قيمة الأصول التي تصدرها الجهة المعنية لإثبات المديونية تجاه جهات أخرى.

وتستند هذه الصكوك إلى مفهوم البيع بالثمن الآجل أو المراجحة، والذي يُعرف بأنه العقد الذي يتضمن بيع السلعة بثمان مؤجل يزيد عن ثمنها النقدي مع تسليمها فوراً، على أن يتم تحديد موعد معين لدفع القيمة المتفق عليها مسبقاً بين الأطراف المتعاقدة (الإيساء، 2021).

تتبع المراجحة نفس الإجراءات، ولكن هناك اختلاف بينها وبين صكوك البيع بالثمن الآجل من حيث آجال الاستثمار ومدة استحقاق تلك الصكوك، حيث يتم إصدار صكوك البيع بالثمن الآجل للاستثمارات طويلة الأجل، والتي تتراوح مدة استحقاقها من خمس سنوات وما فوق. في المقابل، يتم إصدار صكوك المراجحة للاستثمارات متوسطة وقصيرة الأجل، حيث تتراوح مدة استحقاقها من ثلاثة أشهر إلى سنة تقريباً (القصيرة الأجل)، ومن سنة إلى خمس سنوات (المتوسطة الأجل) (لعور، 2021).

2: صكوك المراجحة السلعية/ التورق: وعرفت لجنة المعايير الشرعية المنبثقة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية والإسلامية بأنها: "وثائق يصدرها الواعد بشراء بضاعة معينة بهامش ربح محدد، أو الوسيط المالي الذي ينوب عنه، بعد تملك البائع وقبضه لها، بقصد استخدام حصيلتها في تكلفة شراء هذه البضاعة ونقلها وتخزينها، ويكتتب فيها البائعون لبضاعة المراجحة بعد تملكهم وقبضهم لها عن طريق الوسيط المالي الذي يتولى تنفيذ هذه النقود نيابة عن مالكي صكوك المراجحة" (أيوبي، 2022).

وهناك خطوات لإصدار صكوك المراجحة في ماليزيا، بأن يصدر المصدر أو الشركة ذات الغرض الخاص صكوكاً للحصول على الأموال، ثم تشتري الشركة ذات الغرض الخاص سلعة على أساس فوري من وسيط A، وتبيع الشركة ذات الغرض الخاص السلعة للشركة المراجحة - أساس الدفع المؤجل (التكلفة + الربح)، ثم تبيع الشركة السلعة إلى الوسيط B على أساس فوري وتحصل على النقد، وتدفع الشركة مبالغ دورية للشركة ذات الغرض الخاص وفي النهاية توزع الشركة ذات الغرض الخاص العوائد على المستثمرين (المختار، 2020).

وتعتبر الصكوك المراجحة هي الصكوك الأكثر إصداراً على المستوى المحلي في ماليزيا، وذلك بنسبة 36.21% من إجمالي الإصدارات في السوق الأولى خلال الفترة (2001-2019)، يليها صكوك المشاركة بنسبة 31.15% من الصكوك المصدرة في نفس الفترة، ثم تأتي صكوك البيع بثمان مؤجل في المرتبة الثالثة بنسبة 18%، يليها صكوك الإجارة بنسبة 6.6%،

و يليها بالترتيب صكوك الاستصناع 4.5% (SCM, 2021). وفقًا لتقرير شركة (MARC Ratings) عام 2024، تعد صيغة المراجعة أكثر الهياكل الشرعية استخدامًا في إصدارات الصكوك الماليزية، تليها الإجارة والمشاركة (MARC Ratings, 2024).

3: صكوك الاستصناع: تُعتبر صكوك الاستصناع واحدة من منتجات سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، حيث تعتمد على التمويل من خلال البيوع المتعلقة بحق الدين. وفقًا للتجربة الماليزية، تُعرف صكوك الاستصناع بأنها الوثائق أو الشهادات التي تمثل قيمة الأصول المستصنعة، ويتم إصدارها بناءً على عقد بيع الاستصناع لإثبات المديونية من الجهة المصدرة للجهة الممولة. في هذا النوع من البيع، لا يُشترط الدفع المسبق عند إبرام العقد، بل يمكن تأجيل الدفع أو الأقساط وفقًا لمراحل تصنيع المشروع الكامل. كما أنه ليس من الضروري أن يقوم المستصنع بتنفيذ العمل بنفسه، بل يمكنه تفويض جهات أخرى للقيام بذلك تحت إشرافه ومسؤوليته (SC, 2004). كما يمكن اعتبارها شهادات تم إصدارها باسم المكتتب مقابل المبلغ الذي اكتتب فيه وفقًا لقواعد وشروط معينة، وهي تمثل بذلك حصصًا شائعة في شركات متخصصة لممارسة النشاط الصناعي. و قد تم إصدار أول صكوك استصناع سنة 2003 على أساس الاستصناع الموازي، وبلغت قيمته 516 مليون رنجيت ماليزي (غرداوي، 2019).

4: صكوك الإجارة: تشير صكوك الإجارة في التجربة الماليزية إلى صكوك ملكية الموجودات المؤجرة وهي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين مؤجرة، أو عين موعدة بإستأجارها، أو يصدرها وسيط مالي ينوب عن المالك، وتتيح لحاملها فرصة للحصول على دخل الإيجار وعائد رأس المال من العين بالإضافة إلى تحمل مخاطر الخسارة والضرر على العين المؤجرة و إصدار هذه الصكوك بغرض بيعها واستيفاء ثمنها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح العين مملوكة لحملة الصكوك، وقد قررت اللجنة الاستشارية الشرعية في ماليزيا بأن صكوك الإجارة هي الصكوك الإسلامية المبنية على عقد الإجارة (هاما، 2009). وفي 3 يونيو سنة 2002 قد أصدرت الحكومة الماليزية صكوك الإجارة " الصكوك الدولية الماليزية" المتداولة في بورصة لابوان المالية العالمية (LIFX)، وتم طرحها بعملة أجنبية بقيمة 600 مليون دولار أمريكي بموعد استحقاق سنة 2007 ، وهي أول الصكوك الإسلامية الدولية الرائدة على المستوى العالمي. وقد لاقت هذه الصكوك القبول من المستثمرين المسلمين على المستوى العالمي لاسيما من الشرق

الأوسط، وأشرف على تنظيم وترتيب هذه الصكوك شركة (Hongkong and HSBC Shanghai Banking Corporation)، وأدرجت في بورصه لايبون العالمية.

ثم توالى الإصدارات، وفي يونيو 2004 أصدرت شركة أنكرس المحدودة (Bhd Ingress Corporation) صكوك إجارة بقيمة 160 مليون رينغت ماليزي على المستوى المحلي بالعملة المحلية، وقد جاء الإصدار لهذه الصكوك بناء على نفس طريقة إصدار الصكوك الدولية الماليزية (Malaysia Global Sukuk)، وتعتبر أحد المعالم البارزة لسوق رأس المال الإسلامي وفقاً للمعايير الشرعية المحلية والعالمية (التقرير السنوي لهيئة الأوراق المالية الماليزية، 2004).

تتضمن عملية إصدار صكوك الإجارة في ماليزيا عدة خطوات. أولاً، تقوم الشركة التابعة لشركة أنكرس المحدودة ببيع أصولها إلى شركة صكوك أنكرس المحدودة، التي تعمل كجهة مصدرة، مقابل مبلغ محدد. بعد ذلك، تقوم الجهة المصدرة بإعادة تأجير هذه الأصول إلى شركة أنكرس المحدودة لمدة معينة، مع دفع الإيجار بشكل نصف سنوي وفقاً لعقد الإجارة المبرم. ثم تصدر الجهة المصدرة صكوك الإجارة لتغطية ثمن شراء تلك الأصول، حيث تمثل هذه الصكوك حصة مشتركة في ملكية الأصول المؤجرة. يقوم المستثمرون، الذين يحملون الصكوك، بدفع مبلغ لشراء هذه الصكوك من الجهة المصدرة بسعر الحال. وعند حلول تاريخ الاستحقاق، ستقوم شركة صكوك أنكرس المحدودة بسداد القيمة الأصلية، مستفيدة من حصيله بيع الأصول، حيث تُستخدم هذه الحصيله لتسديد القيمة الاسمية للصكوك التي يمتلكها المستثمرون (المختار، 2020).

وبعض الباحثين شكلوها بهذا الطريق، حيث تقوم الشركة ببيع الموجودات التي تمتلكها للشركة ذات الغرض الخاص (SPV) المصدر نقداً، ثم تصدر الشركة ذات الغرض الخاص صكوكاً لجمع الأموال من المستثمرين لشراء الأصول، وتقوم الشركة ذات الغرض الخاص بتأجير الأصل إلى الشركة (الإجارة)، ثم تقدم الشركة تعهداً لشراء الأصل وضمان استرداد الصكوك، وتقوم الشركة بدفع إيجار دوري، والشركة ذات الغرض الخاص توزع المدفوعات للمستثمرين، وعند الاستحقاق، يتم تنفيذ الشراء وتقوم الشركة بشراء الأصل مرة أخرى، وتتم عملية إصدار صكوك الإجارة وفق المعايير الشرعية المعتمدة من اللجنة الاستشارية الشرعية (SCM, 2009). ويمكن توضيح عملية إصدار صكوك الإجارة في دولة ماليزيا بهذا النمط: بيع للمستفيد و هو الهيئة

الخاصة بالمشروع من طرف اللجنة الفدرالية للأراضي، ويتم عقد إجارة للأراضي مع الحكومة الماليزية ثم يتخذ القرار بإصدار الصكوك، ودفع قيمة الصكوك من طرف حملة الصكوك، ثم تسديد قيمة البيع للجنة من طرف الهيئة الخاصة بالمشروع، ويدفع قسط التأجير من طرف الحكومة الماليزية للجنة، وتقديم أقساط دورية لحملة الصكوك، وبيع الأصل عند التصفية النهائية، وتسديد قيمة البيع من طرف الحكومة الماليزية وفي النهاية تسديد قيمة البيع لحملة الصكوك وانتهاء العملية (سنة، 2016).

ثانيًا: عقود المشاركات: وهي على نوعين وتتمثل فيما يلي:

1- صكوك المضاربة: تمثل هذه الصكوك أوراقًا مالية قابلة للتداول، حيث تعتمد الشركة المصدرة على إدارة العمل وفقًا لمبدأ المضاربة. في هذا السياق، يُعتبر الملاك هم أصحاب رأس المال، بينما يمثل المستثمر عنصر المضاربة، حيث يحصل مالكو الصكوك على نسبة متفق عليها من الأرباح (مشراوي، 2021).

تتضمن هذه الصكوك عقد المضاربة الذي يتضمن الإيجاب والقبول، بالإضافة إلى تحديد رأس المال ونسبة الربح (بوعبدالله، 2015). كان أول إصدار لصكوك المضاربة في عام 2005 من قبل PG Municipal Asset Bhd، وتعرف أيضًا باسم سندات المقارضة، وهي تُعتبر من أقدم وأشهر الصكوك الإسلامية في العصر الحديث. تعود الفكرة الأصلية لهذه الصكوك إلى سامي حمود، الذي ساهم في وضع قانون البنك الإسلامي الأردني، وكان الهدف منها في ذلك الوقت هو توفير بديل لسندات القروض الربوية التي تصدرها البنوك التقليدية (جباري، خميلي، 2010).

ولإصدار هذا الصكوك خطوات في ماليزيا وهي أن تقوم الجهة الحكومية بإنشاء هيئة خاصة بالمشروع، وتقوم هذه الأخيرة بإصدار صكوك مضاربة بقيمة 80 مليون ماليزي ويقوم حملة هذه الصكوك بالتسديد نقدا حيث يعتبر هنا حملة الصكوك "رب المال الأول" وتكون الهيئة الخاصة "مضارب أول" والعقد بينهما مضاربة أولى، ثم تقوم هذه الهيئة بالمضاربة بهذا المال فتصبح "رب مال ثاني" مع جهة محلية، وتكون هذه الجهة المحلية في مقام "مضارب ثاني" والعقد هنا مضاربة ثانية، وبعد الانتهاء تقسم الهيئة المحلية "مضارب ثاني" بينهما وبين الهيئة الخاصة بالمشروع "رب المال الثاني"، وذلك بعد اقتطاع الضرائب من طرف مصلحة الضرائب، ثم تقوم الهيئة

الخاصة بالمشروع باعتبارها "مضارب أول" بتقسيم الأرباح بينهما وبين حملة الصكوك (عجاج، 2019).

2- صكوك المشاركة: عرفت لجنة الاستثمار الشرعية صكوك المشاركة على أساس عقد المشاركة المعروف في عقود الاستثمار، و هي مشابهة كثيرا للمضاربة ولكن الاختلاف الأساسي يتمثل في أن صكوك المشاركة نجد فيها الجهة الوسيطة التي تصدر الصكوك، تعتبر شريكا لمجموعة المستثمرين حملة الصكوك في وعاء الشركة (بوعبدالله، 2015).

ولعملية إصدار صكوك المشاركة في ماليزيا خطوات و هي أن تقوم الشركة بإصدار الصكوك ويقوم حملة الصكوك بتسديد القيمة المكتتب بها المقدرة بـ 87% من قيمة المشروع، و تقوم الشركة المصدرة بدفع 13% الباقية من قيمة المشروع، وبذلك يتشكل رأس المال المشاركة، ودفع رأس المشاركة إلى الوصي، ومساعدة الشركة للوصي في إدارة المشروع، وإنهاء المشروع، ويقوم الوصي بتقسيم الأرباح بين الشركة والمستثمرين كل حسب نسبة مساهمته يكون هذا بعد سنتين من بدء المشروع ثم دفع أجرة الوصي من طرف الشركة (سنا، 2016).

الفرع الرابع: أنواع أخرى من الصكوك المتداولة

1- صكوك الوكالة بالاستثمار: هي وثائق متساوية القيمة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الوكالة بالاستثمار، ويعين وكيل عن حملة الصكوك لإدارتها، و غالبا ما يكون المصدر لهاته الشهادات وكيل الاستثمار و المشتركون هم المساهمون الأساسيون في عملية التمويل. إن صكوك الوكالة أداة متميزة لجذب الموارد المالية اللازمة لتمويل إنشاء المشاريع الإنتاجية أو تطوير المشاريع القائمة، ويتحمل حملة الصكوك مخاطر مقابل استحقاقهم لعائد هذه المشروعات بعد خصم أجر الوكيل (أمبية، التونسي، 2018). أو هي " إنابة الشخص غيره لتنمية ماله بأجرة أو بغير أجرة " (فيجل، براق، 2022).

وهناك خطوات عديدة لإصدار صكوك الاستثمار و هي أن يتم إجراء عقد الوكالة بين المستثمر "حامل الصك" والمصدر "الوكيل"، ثم يتم إصدار صكوك الوكالة بالاستثمار من الوكيل إلى الموكل حامل الصك أو تقوم الجهة المصدرة (الوكيل) بإصدار صكوك الوكالة للحصول على أموال، ثم تشتري الشركة ذات الغرض الخاص الأصول من المورد، ثم تبيعها على أساس إجارة أو

مضاربة، أو مراجعة، ودفع عائدات الصك من الموكل إلى الوكيل، ويبدأ نشاط الاستثمار من طرف المصدر لصالح المستثمر، ودفع الأرباح إلى المستثمرين، وعند تاريخ الاستحقاق يتم شراء المشروع من طرف المصدر وفي النهاية يتعهد المصدر "الوكيل" برد العائدات بشكل مضمون إلى المستثمرين "الصك الرئيسي" (المختار، 2020).

2- الصكوك السيادية (Sovereign sukuk): تُعتبر هذه الصكوك أدوات مالية تصدرها الدولة، وتحمل نفس خصائص الصكوك من حيث عدم قابليتها للتجزئة وتداولها. بموجب هذه الصكوك، تقوم الدولة ببيع بعض الأصول المحددة التي تملكها، أو بيع منافعها، وتُستخدم عائداتها في الأغراض التي أُصدرت من أجلها، سواء كانت في مجال المشاريع التنموية أو البنية التحتية، أو في معالجة عجز الموازنة بدلاً من اللجوء إلى الاقتراض الخارجي الذي قد يؤثر سلباً على سيادة الدولة (القره داغي، 2016).

3- الصكوك الخضراء: ومن أحدث منتوجات الصكوك وابتكاراتها في هذه الأواخر هي الصكوك الإسلامية الخضراء (Green Sukuk)، والتي تسعى لتمويل المشاريع الخضراء الصديقة للبيئة والكفيلة بتعزيز الاقتصاد الوطني، كمشاريع البنى التحتية والتمويل الأخضر، و في الحقيقة هي تدخل في إطار صكوك الاستثمار المستدام والمسؤول (SRI) (عشوب، 2023). ولقد ظهرت فكرة "الصكوك الخضراء" المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية للمرة الأولى في فرنسا سنة 2012 ومنذ ذلك الحين جذبت الكثير من الانتباه، أما ماليزيا فشهدت إصداراً مماثلاً لأول مرة عام 2013 ضمن حزمة واسعة من الصكوك الإسلامية بلغت 1.5 مليار دولار، بحيث تمتلك هذه الصكوك فرصاً للنجاح مقارنة بالسندات الخضراء لأنها تستمد مبادئها من أحكام الشريعة الإسلامية التي أولت البيئة اهتماماً كبيراً وكذلك الحفاظ على الموارد وحسن استغلالها، كما أنها ستعمل على فتح مجالات جديدة للاستثمار وستشجع على الدخول فيها (لسود، 2020).

وستساهم في حشد الأموال اللازمة لذلك، فالصكوك الإسلامية الخضراء قد تجذب المستثمرين التقليديين الذي يركزون على الاعتبارات البيئية أو المستدامين بيئياً وذلك لأن الصكوك الإسلامية تتيح للمستثمرين درجة عالية من اليقين بأن أموالهم ستستخدم لغرض محدد وفي مشاريع ذات قيمة اقتصادية متوافقة مع المبادئ الأساسية لأحكام الشريعة الإسلامية، وتجمع

بين نوعين من المستثمرين، مستثمرين للصكوك الإسلامية والمستثمرين التقليديين المستدامين بيئيًا. وتعرف بأنها الأوراق المالية الإسلامية التي تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية وتوجه نحو الاستثمارات الخضراء والمشاريع الصديقة للبيئة المسؤولة اجتماعيًا في إطار التنمية المستدامة (الهلال، 2021).

وتستمد اسمها من طبيعتها الفريدة، إذ أنها متوافقة مع الشريعة من جهة، وتصدر لأجل أهداف مرتبطة بحماية البيئة من جهة ثانية، بحيث أصبح الطلب عليها متزايدًا من قبل المستثمرين، وقيل: هي الصكوك التي توجه حصيلة إصدارها للاستثمار في مشاريع صديقة للبيئة وهي مثل السندات الأخرى لكنها تتطلب معايير ومبادئ رفيعة خاصة بها وبالمشاريع المختارة للتمويل (السعدي، 2022).

الفرع الخامس: تطور الابتكارات والهياكل الجديدة في سوق الصكوك الماليزي خلال الفترة 2020-2025

خلال الفترة من 2020 إلى 2025، شهد سوق الصكوك الماليزي تقدمًا نوعيًا شمل إدخال هياكل جديدة وتنفيذ تمويل مبتكر، وهذا ما عزز مكانة ماليزيا كأكبر سوق عالمي للصكوك. ففي عام 2021، أصدرت الحكومة الماليزية أول صك سيادي بقيمة 1.3 مليار دولار أمريكي لدعم مشاريع خضراء واجتماعية (القصري، 2023).

وفي عام 2023 جرى إصدار أول صك مؤسسي رقمي (Tokenised Sukuk) مدعوم بأداة حكومية مدرجة في بورصة الرقمي Fusang، وتمثل خطوة أساسية نحو الرقمنة المالية (Financial digitalization). شهد عام 2024 إدخال هياكل صكوك جديدة وكالة بالخدمات (Wakalah Bi-al-Khadamat) حيث تم تقديم وكالة بالخدمات ومن المتوقع تطبيقه عام 2025 (حناشي، 2024)، كما شهد هذا العام إصدار العديد من الصكوك مثل صكوك (ASEAN Social SRI Sukuk Wakalah) من مجموعة LBS Bina بقيمة 200 مليون رنجيت، وتلا صكوك (Sustainability Sukuk Wakalah) متعدد العملات من مجموعة (Samaiden Group) بقيمة 1.5 مليار رينجيت (سداراتي، 2024).

وفي نفس العام تم إصدار صكوك وكالة رأس المال الدائم (Perpetual Capital Wakalah Sukuk) من البنك الإسلامي الماليزي بقيمة 5 مليار رنجيت، كما أصدرت شركة (Keyfield International) أول صكوك (Sukuk Wakalah) بقيمة 200 مليون عام 2024. وفي عام 2025 أصدرت بنك راكيات صكوك (Senior Sukuk Wakalah) بقيمة مليار رنجيت، وتم إصدار (Malakoff) أول (SRI Murabahah Sukuk) لشركة طاقة مستقلة بقيمة 250 مليون رنجيت، كما أصدرت (Cagamas) أول صكوك (ASEAN Social SRI Sukuk Variable Rate Notes) بقيمة 200 مليون رنجيت، وتم إطلاق إصدار يجمع بين صكوك (Sukuk Wakalah) و (Islamic Commercial Papers) من قبل شركة بقيمة 4 مليارات رنجيت ضمن إطار تمويل مستدام (The star, 2025).

تشير هذه التطورات مجتمعة إلى التوجه الاستراتيجي لماليزيا نحو تعزيز الاستدامة والإبداع في مجال الصكوك، مع التركيز على الرقمنة، التمويل الأخضر والاجتماعي، وتطوير هياكل جديدة متوافقة مع الشريعة الإسلامية.

المطلب الرابع: الأطر التوجيهية والتنظيمية لإصدار الصكوك

يعتبر الإطار القانوني والشرعي من العناصر الأساسية في تنظيم وإصدار الصكوك الإسلامية، حيث يتطلب ذلك وجود جهات رقابية رسمية تشرف على إصدار صكوك تتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية. ومن هذا المنطلق قامت الحكومة الماليزية بالاعتماد على هيئات تتمثل في هيئات الرقابة العامة وتشتمل هيئة الأوراق المالية الماليزية، والبنك المركزي، وهيئة الشركات الماليزية، والهيئات غير الحكومية وتمثل المؤسسات الحكومية والممارسين في الميدان، والهيئات العالمية الداعمة للسوق والتي تشغل على المستوى العالمي (عجاج، 2019).

ويُعتبر الإطار التنظيمي مجموعة من القوانين والضوابط والإجراءات والهيئات التي تحدد قواعد السوق الذي تعمل فيه الصناعة المالية. يهدف هذا الإطار إلى حماية المستهلكين، ووضع قيود عادلة للمنافسة، وتحديد المعايير المناسبة لضبط سلوك الفاعلين في السوق. كما يسعى إلى تعزيز السلوك المهني بين المتعاملين لضمان العدالة والشفافية، مع الالتزام بتطبيق الإطار التنظيمي القائم على مبدأ الإفصاح وحوكمة الشركات في السوق (المجالي، 2022).

كما ذكر يعتبر قانون المصارف الإسلامية (IBA) 1983 أول قانون تنظيمي اعتمد من طرف السلطات الماليزية لتنظيم أعمال الصيرفة الإسلامية بماليزيا، تبعه بعد ذلك قانون التكافل عام 1984، وقانون المؤسسات المصرفية والمالية (BAFIA) لعام 1989، وقانون بنك ماليزيا المركزي (CBMA) لعام 2009، وتعتبر ثروة هذه الجهود إصدار قانون الخدمات المالية الإسلامية (IFSA) في عام 2013، والذي يعتبر قانون شاملا حاليا في ماليزيا (Mikail, 2021). ومع التوسع السريع الذي تشهده هذه الصناعة، لاسيما في مجالات الإدارة والامتثال لأحكام الشريعة، أصدر البنك المركزي مؤخرا مسودة تهدف إلى تعزيز الحوكمة الشرعية في مؤسسات التمويل الإسلامي، وذلك من خلال تعزيز الرقابة الشرعية وتحسين وظائف الرقابة الداخلية في المؤسسات المالية الإسلامية (ابن فامي، 2022). وفيما يلي الخطوات التي توضح الجهات الرقابية والشرعية والقانونية المعنية بعملية إصدار الصكوك في ماليزيا.

الفرع الأول: البنية التنظيمية لهيئة الأوراق المالية: التكوين واللجان والوظائف

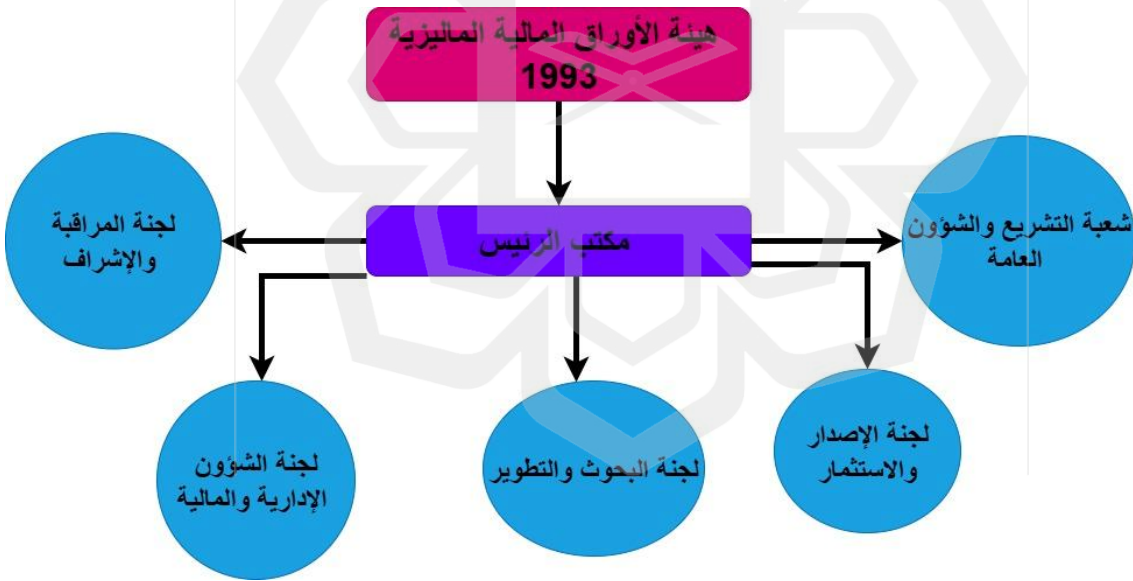
تعتبر هيئة الأوراق المالية بماليزيا الجهة الرقابية العليا في سوق رأس المال في ماليزيا، وهي الجهة الرقابية الوحيدة لسوق رأس المال الماليزي وترتبط مباشرة بوزارة المالية الماليزية، تأسست عام 1993 لتشرف على تنظيم سوق رأس المال وتطويره، وتسهيل إجراءات قبول عمليات الشركات وضمان الحماية الكافية للمستثمرين، و هي جهة ذات شخصية اعتبارية وقانونية مستقلة لها سلطة التحقيق والتنفيذ، ولها صلاحيات وسلطات قانونية مخولة لها بموجب قانون هيئة الأوراق المالية الماليزية، وتتكون هذه الهيئة من لجان متعددة و هي مكتب الرئيس، وتتفرع عنه شعبة التشريع والشؤون العامة ومهمتها هي تزويد الهيئة بالخدمات التشريعية والسكرتارية وما يتعلق بالشؤون العامة (براني، بركات، 2016).

ولجنة الإصدار والاستثمار، ومهمتها هي تنظيم عملية إصدار الأوراق المالية التي يتم إصدارها من قبل الشركات العامة، وإدراجها في سوق الأوراق المالية، ولجنة البحوث والتطوير، وهي لجنة خاصة تهتم بما يتعلق بصياغة القوانين، وإعداد البحوث، وذلك لتطوير سوق رأس المال المحلية. ولجنة المراقبة والإشراف، وهي اللجنة التي تراقب سوق الأوراق المالية وسوق الوساطة المالية وتشرف عليهما، كما أنها تقوم أيضا بصناعة الأوراق المالية. ولجنة الشؤون الإدارية والمالية، ودورها

تقديم الدعم والعون لكافة اللجان الأخرى، خاصةً فيما يتعلق بتطوير الموارد البشرية والمالية، والخدمات المعلوماتية، والمكتبية، والأمنية(قسول، حسان، 2021).

ولهيئة الأوراق المالية الماليزية وظائف مهمة منها، توفير البنية التنظيمية والقانونية والرقابية لحماية المتعاملين في سوق رأس المال الماليزي، وتوفير المنتجات والخدمات التنافسية ذات الصلة بسوق رأس المال الإسلامي بشكل مستمر، وتنظيم جميع الأمور المتعلقة بالأوراق المالية والعقود الآجلة، وتسجيل الشركات غير المسجلة، وضمان حسن سير السوق والمؤسسات والأشخاص المرخص لهم، والإشراف على أعمال الأسواق المالية، وغرف المقاصة والودائع المركزية، والإشراف على التعليمات الخاصة بعرض الصكوك الإسلامية، والتي تخص توجيه المتعاملين في السوق فيما يتعلق بإجراءات إصدار الصكوك وغيرها (حاجي، أمينة، 2020).

يوضح الشكل التالي رقم (48) الهيكل التنظيمي لهيئة الأوراق المالية الماليزية واللجان الرئيسة التابعة لها



الفرع الثاني: الإشراف والرقابة الشرعية (الحوكمة الشرعية)

وتعتبر هيئة الأوراق المالية الماليزية جهة رقابية رئيسية، حيث تتحمل مسؤولية تطوير وتعزيز سوق رأس المال الإسلامي على الصعيدين المحلي والدولي. وقد ساهمت الهيئة في هذا

التطوير من خلال إنشاء ثلاثة شعب رئيسية تهدف إلى ضمان التزام أنشطة سوق رأس المال الإسلامي بمبادئ الشريعة الإسلامية (براني، بركات، 2016).

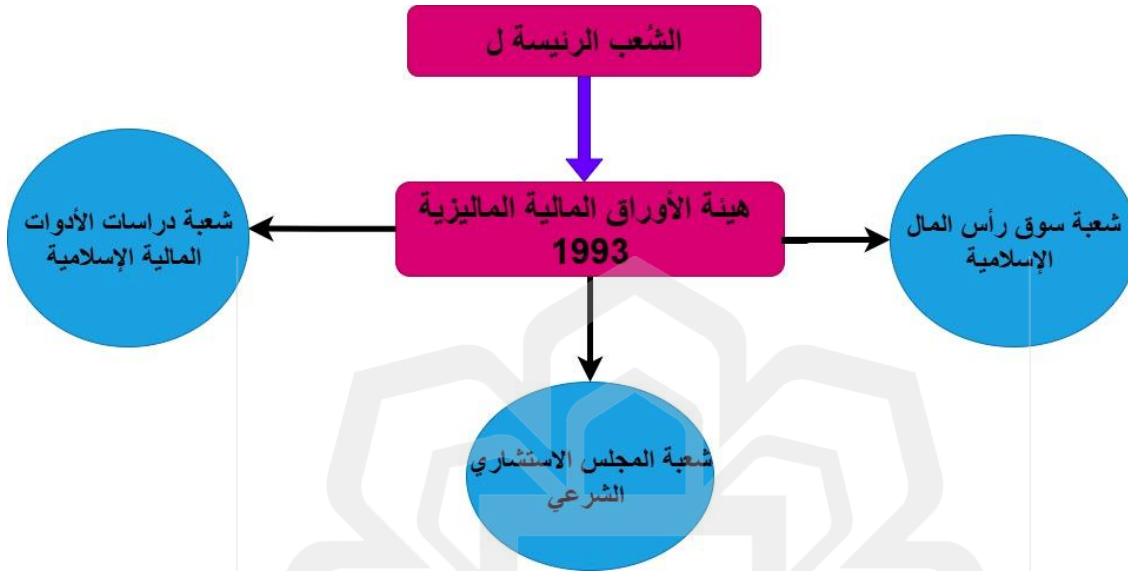
وتخضع أنشطة السوق لرقابة وإشراف المستشارين الشرعيين والخبراء المتخصصين في المعاملات الشرعية، خاصة فيما يتعلق بالمعاملات المالية. وتتمثل هذه الشعبات في شعبة قسم سوق رأس المال الإسلامية، ويتكون أعضاؤها من المتخصصين في فقه المعاملات الإسلامية والاقتصادية المالية والوضعية، ومن أهم وظائفها هي إعداد البحوث والدراسات، ثم تقديمها إلى الهيئة الاستشارية الشرعية، وابتكار المنتجات المالية في مجال الأسهم، وأدوات الدين، والمشتقات المستقبلية، والقيام بتحليل سندات الشركات المدرجة في قائمة السوق المالية الماليزية (RSC, 2006). وشعبة دراسات الأدوات المالية الإسلامية، وأنشئت هذه الشعبة من طرف هيئة الأوراق المالية سنة 1994، ومهمتها تدارسة المسائل الخاصة بالمنتجات المالية ومناقشتها، وبيان كيفية معالجتها من الناحية الشرعية، وتتكون هذه الشعبة من مجموعة من علماء الشريعة الإسلامية والمتخصصين في المنتجات المالية (حاجي، أمينة، 2020).

وقد تطورت فيما بعد وأصبح يطلق عليها المجلس الاستشاري الشرعي (SAC: Shariah Advisory Concil). وشعبة المجلس الاستشاري الشرعي (SAC)، حيث تم إنشاؤها سنة 1996 وذلك بعد إجراء تعديل في القسم 124 من قانون المؤسسات المصرفية والمالية (BAFIA) و هو ما مهد لإنشاء هيئة استشارية مركزية شرعية على مستوى البنك المركزي مخولة بتحديد مدى التزام المؤسسات المالية بالضوابط الشرعية (BNM, 2017). ومن أهم أعمالها القيام بالرقابة على نشاطات سوق رأس المال، والتأكد من مطابقة أنشطته لأحكام الشريعة وضوابطها. كما أنها تقوم بتقديم الاستشارات الشرعية اللازمة للبنك المركزي الماليزي في القضايا المتعلقة بأنشطة البنك والتمويل الإسلامي (قسول، 2021).

ويعتبر المجلس الاستشاري الشرعي الجهة الرقابية الشرعية العليا ويتسم دوره في مهمات عظيمة و هي إصدار الفتاوى الشرعية في الأمور المعنية بالأوراق المالية الإسلامية، تقديم الاستشارات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، تقديم الآراء للمحاكم والمحكمين في القضايا الشرعية المتعلقة بالبنوك، توثيق جميع الإرشادات والقوانين المتعلقة بإصدارات الأوراق المالية

الإسلامية، تقديم التوجيهات لقسم سوق المال الإسلامي فيما يتعلق بالقضايا الشرعية (RSC, 2006).

يوضح الشكل الآتي رقم (49) الشعب الرئيسة في هيكل هيئة الأوراق المالية الماليزية



الفرع الثالث: المنظومة القانونية لإصدار الصكوك

يعتبر الإطار القانوني أحد الأطر التنظيمية التي تحكم عمليات سوق رأس المال وتراقب المتعاملين فيه، ووضعت القوانين و المبادئ الإرشادية والرقابية لتعزيز الإطار القانوني والهدف الرئيسي من هذه القوانين والمبادئ الإرشادية والرقابية هو ضمان أمور ثلاثة العدالة والشفافية والاطمئنان، وثمرتها حماية الأطراف المتعاملة في السوق وتفادي المخاطر التنظيمية.

ومن أهم القوانين التي تمثل التشريعات المطبقة على سوق رأس المال الإسلامي والصكوك في ماليزيا، هي قانون سوق رأس المال والخدمات عام 2007، حيث يعتبر القانون الرئيس الذي يحكم أنشطة الأوراق المالية وعملياتها وتم سنه في مايو عام 2007 من قبل مجلس البرلمان الماليزي، ومن أهدافه ضمان حماية المستثمرين وتعزيز ثقة الوكلاء أمام حملة السندات وتقوية هيئة الأوراق المالية الماليزية، وقانون هيئة الأوراق المالية الماليزية عام 1993. وقانون الشركات عام 1965، وهذا القانون هو الوحيد الذي يحكم كل الشركات التي تعمل في سوق رأس المال

المالي، وقانون الخدمات المالية الإسلامية (IFSA) عام 2013، حيث يعتبر ذروة الجهود المبذولة في مجال تطوير الإطار القانوني (IFSA, 2013) و هو قانون موحد يتضمن قانون المصرفية الإسلامية لعام 1983، والمواد المناسبة لأنشطة المالية الإسلامية وعملياتها من قانون المصرفية والمؤسسات المالية لعام 1989، ويتضمن نصوصاً هامة تخص تطوير الصناعة المالية الإسلامية والتوسع في أنشطتها التجارية، والهدف الرئيسي من هذا القانون هو تعزيز الاستقرار المالي والامتثال للأحكام الشرعية.

وبالإضافة إلى القوانين السابق ذكرها، توجد أيضاً مبادئ إرشادية (Guiding Principles) تنشرها هيئة الأوراق المالية الإسلامية لتوجيه سوق رأس المال الإسلامي، وما يناسب الصكوك، ومن هذه المبادئ هي المبادئ الإرشادية لإصدار الصكوك، والمبادئ الإرشادية لإصدار الصكوك المدعومة بالأصول⁶.

والجدير بالذكر هنا أن التطور الذي عرفته ماليزيا على مستوى الإطار القانوني والشرعي لإصدار الصكوك يعود لرغبة القائمين على الصناعة في تطوير اللوائح القانونية والشرعية، وهو ما أسهم بشكل فعال في جانب التأسيس القانوني والضبط الرقابي لعمل المؤسسات المالية. بالإضافة إلى الانفتاح والاستفادة من التجارب العالمية البارزة، والأخذ بآراء المؤسسات الداعمة للصناعة على المستوى الدولي كالهيئة العالمية لهيئة الأوراق المالية ومجلس الخدمات المالية الإسلامية، وهيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية أيوفي (عبد العظيم، إيمان، 2023).

⁶. تُعدّ التشريعات المنظمة لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا من أبرز الركائز التي أسهمت في نجاح هذه التجربة، ومن أهمها: قانون سوق رأس المال والخدمات لعام 2007 الذي يهدف إلى حماية المستثمرين وتعزيز ثقة المتعاملين وتقوية دور هيئة الأوراق المالية الماليزية، وقانون هيئة الأوراق المالية الماليزية لعام 1993 الذي نصّ على تأسيس الهيئة بصفتها الجهة الوحيدة المخوّلة بالإشراف والرقابة على أنشطة الأوراق المالية، وقانون الشركات لعام 1965 الذي ينظم عمل الشركات العاملة في ماليزيا ويضع الأساس التشريعي لحماية المستثمرين وضمان إفصاح الشركات عن المعلومات المرتبطة بالأسهم، إضافة إلى قانون الخدمات المالية الإسلامية لعام 2013 الذي يُعدّ قانوناً موحداً يدمج بين قانون المصرفية الإسلامية لعام 1983 وأحكام قانون المصرفية والمؤسسات المالية لعام 1989، متضمناً مواد جوهرية لتطوير الصناعة المالية الإسلامية وتوسيع أنشطتها التجارية. وإلى جانب هذه القوانين، تصدر هيئة الأوراق المالية الماليزية مبادئ إرشادية لتوجيه سوق رأس المال الإسلامي، من أبرزها المبادئ الإرشادية لإصدار الصكوك والمبادئ الإرشادية لإصدار الصكوك المدعومة بالأصول. وقد شكّلت هذه القوانين والمبادئ الرقابية إطاراً متكاملًا يقوم على العدالة والشفافية والاطمئنان، بما يضمن حماية المتعاملين في السوق والحد من المخاطر التنظيمية (Mikail, 2021).

الفرع الرابع: المؤسسات الداعمة للصناعة المالية الإسلامية (محليًا ودوليًا)

تنقسم المؤسسات الداعمة للصناعة المالية الإسلامية على الصعيد العالمي في قطاع رأس المال الإسلامي إلى قسمين؛ المؤسسات العالمية الداعمة لأسواق رأس المال، والمؤسسات الإسلامية الداعمة لأسواق رأس المال الإسلامي (حوات، ضويفي، 2021).

وتُعتبر الهيئة العالمية لهيئات الأوراق المالية من أبرز المؤسسات في هذا المجال، حيث تم تأسيسها بهدف توحيد جهود هيئات الرقابة على الأوراق المالية على مستوى العالم. وتُعد هذه الهيئة مصدرًا للمعايير المعتمدة التي تُطبق في قطاع الأوراق المالية، حيث تعمل على تنظيم وتطوير هذه السوق عالميًا. وقد أصدرت الهيئة 38 قاعدة لتنظيم عمليات الأوراق المالية، استنادًا إلى ثلاثة أهداف رئيسية: حماية المستثمرين، وضمان وجود أسواق تتميز بالعدالة والشفافية والفعالية، وتقليل المخاطر التنظيمية. أما مجلس الخدمات المالية الإسلامية (IFSB)، فقد أسس في عام 2002 في ماليزيا، ويعمل على وضع معايير رقابية وإرشادية بشكل دوري لتطوير وتعزيز الصناعة المالية الإسلامية (العلجة، خالدية، 2023).

يقوم المجلس بإجراءات مكثفة لإعداد هذه المعايير من خلال تنظيم العديد من الجلسات العلمية والندوات والمؤتمرات المحلية والدولية، بالتعاون مع السلطات الرقابية والخبراء الميدانيين والمراكز البحثية والتعليمية المهتمة بالصناعة المالية الإسلامية. وهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI) التي تأسست بهدف تطوير المحاسبة والمراجعة في القطاع المالي، من خلال تنظيم التدريبات والندوات والمؤتمرات، وإصدار النشرات الدورية، وإعداد الأبحاث العلمية. تم إنشاء الهيئة في عام 1990 بموجب اتفاقية تأسيس من قبل مجموعة من المؤسسات في الجزائر، ثم تم تسجيلها في البحرين كهيئة عالمية ذات شخصية اعتبارية مستقلة.

وقد قامت الهيئة بنشر العديد من المعايير المتعلقة بالمحاسبة والمراجعة والحوكمة والأخلاقيات، بالإضافة إلى المعايير الشرعية (حوات، ضويفي، 2021).

الفرع الخامس: الإطار التنظيمي للصكوك في ماليزيا

الجهة المنظمة الوحيدة لسوق رأس المال في ماليزيا، سواء كانت إسلامية أو تقليدية هي هيئة الأوراق المالية الماليزية (SC: Securities Commisison)، وأن هذه النظرة التنظيمية العامة

من قبل هيئة الأوراق المالية تشمل سوق رأس المال الإسلامي والصكوك كذلك. ويهدف الإطار التنظيمي العام إلى ضمان حماية المستثمرين والاستقرار المنهجي لسوق رأس المال من خلال ممارسات السوق المسؤولة وكذلك التعاملات الشفافة؛ ومن ثم تطبيقه على قدم المساواة في سوق رأس المال الإسلامي أيضاً (كريم، 2025).

ويترتب على ذلك أن التشريع الذي يحكم الصكوك يشبه بشكل عام التشريع العام لسوق الأوراق المالية، وفي الحقيقة يتم التعامل مع الصكوك كجزء لا يتجزأ من سوق الأوراق المالية الكلي من قبل كل من المنظم والإطار التشريعي، يعني أن الإطار التنظيمي الكامل المطبق على سوق الأوراق المالية التقليدية سيكون قابلاً للتطبيق بالتساوي على سوق الصكوك. والتشريعات العامة التي تحكم الصكوك كذلك تشتمل على قانون هيئة الأوراق المالية 1993 (SCA)، وقانون أسواق رأس المال والخدمات عام 2007 (CMSA)، وقانون صناعة الأوراق المالية (الإيداع المركزي) عام 1991 (SICDA)، وقانون الشركات عام 1965 (CA). وبالإضافة إلى التشريعات العامة هناك اللوائح والأوامر الوزارية، والأوامر والتوجيهات والمبادئ الإرشادية الصادرة عن اللجنة العليا لمزيد من تنظيم وتوجيه الصناعة. وبعض الأمثلة من الإرشادات العامة واللوائح التي يمكن تطبيقها على الصكوك كذلك هي السياسات والقواعد الإرشادية بشأن إصدار/ طرح الأوراق المالية، قواعد إرشادية بشأن طرح الأوراق المالية المدعومة بالأصول، قواعد إرشادية بشأن الحد الأدنى لمتطلبات المحتوى لسندات الثقة، وقواعد إرشادية بشأن محتويات نشرة إصدار السندات (مبروك، 2022).

إضافة على ذلك، هناك بعض القواعد واللوائح والقواعد التوجيهية الخاصة للصكوك، وذلك لضمان امتثالها وانطباقها لمتطلبات الشريعة الإسلامية (كهينة، حياة، 2021).

وواحدة من أهم هذه اللوائح الخاصة هي القواعد الإرشادية لطرح الأوراق المالية الإسلامية 2004 – المسمى الآن باسم إرشادات - 2004 IS، ويتمثل الجانب الرئيسي من إرشادات IS لعام 2004، و هو تنظيم الامتثال والإنطباق لأحكام الشريعة الإسلامية لإصدار الأوراق المالية الإسلامية (الصكوك). وبشكل عام، تحدد اللوائح الواردة في إرشادات IS لعام 2004 المعايير التي يجب الوفاء بها فيما يتعلق بأي إصدار أو طرح أو دعوة للصكوك. وتغطي المعايير أربعة جوانب رئيسية: التقديم إلى SC، لكسب الموافقة على إصدار الصكوك (بموجب القسم

212 من 1993 CMSA، والاستشارات الشرعية للإصدار، والمبادئ المستخدمة في الإصدار، و متطلبات الإفصاح في إصدار الصكوك. ومن حيث الاستشارات الشرعية، يجب على مُصدر الصكوك تعيين مستشار شرعي لتقديم المشورة بشأن الجوانب الشرعية للإصدار (وفقاً للفقرة 6.01 من المبادئ التوجيهية لعام 2004)، ويجب أن يكون المستشار الشرعي، مستشار شرعي مستقل معتمد من قبل اللجنة العليا (SC)، ويستوفي هذه المعايير و هي أنه ليس مفلساً غير مبرر، ولم تتم إدانته بأية جريمة ناشئة عن إجراءات جنائية، وأن يكون حاصلاً على المؤهلات والخبرات اللازمة، لاسيما في فقه المعاملات والفقه الإسلامي، ولديه خبرة لا تقل عن 3 سنوات أو خبرة في التمويل الإسلامي، أو في بنك إسلامي أو مؤسسة مرخصة معتمدة من بنك نيغارا ماليزيا لتنفيذ مخطط مصرفي إسلامي أو إسكم برانكان إسلام (زموي، 2021). ويتمثل الواجب الرئيسي للمستشار الشرعي في تقديم المشورة بشأن جميع جوانب الصكوك بما في ذلك التوثيق والهيكل والاستثمار وكذلك الأمور الإدارية والتشغيلية الأخرى المتعلقة بالصكوك، وضمان الامتثال لمبادئ الشريعة المعمول بها المعتمدة والأحكام الصادرة عن SAC من SC. وبالتالي، بالإضافة إلى نظرة عامة من المستشار الشرعي حول الإصدار، وبشكل عام يتم تنفيذ اللوائح الشرعية الشاملة أيضاً من خلال إشراف SAC من SC لجنة الأوراق المالية (قسول، 2024). وفي الأساس يقوم SAC بتقديم المشورة بشأن التشغيل والتطوير، وتقديم المشورة بشأن معايير الامتثال والانطباق والمبادئ الإرشادية، ومراجعة المقترحات والاستفسارات وإبداء الرأي القانوني، وتعزيز الانسجام، والتقارب بين مبادئ الشريعة، و تقديم إرشادات عامة حول الأمور المتعلقة بالاستثمار والمعاملات الإسلامية. وهذه هي مبادئ الشريعة الإسلامية المعتمدة من الإرشادات القانونية IS لعام 2004 (Kamil, Muhammad, 2014).

المطلب الخامس: دور الصكوك في التنمية الاقتصادية و تمويل احتياجات الحكومة

ولا شك أن لكل نوع من الصكوك دوراً مهماً في تلبية احتياجات الحكومة المالية، فعلى سبيل المثال، تلعب صكوك المضاربة والمشاركة الحكومية أو السيادية دوراً حيوياً في تمويل المشاريع التي تدر الدخل أو الإيرادات. يتم ذلك وفقاً لصيغة المضاربة أو المشاركة، حيث يشارك المكتتبون في الأرباح أو الخسائر الناتجة عن أداء المشروع (علاش، 2021).

ويمكن للدولة أن تقوم بشراء حصص حملة صكوك المضاربة أو المشاركة بالتدريج وفق برنامج محدد وعلى مدى فترة زمنية معينة وهذا ما يعرف بالمشاركة المتناقصة، وكذلك تمويل مشاريع الدولة بصكوك الإجارة؛ إذ يمكن تمويل المنشآت العقارية من خلال صكوك الأعيان المؤجرة كما يمكن استخدام صكوك إجارة الخدمات في تمويل المشروعات في قطاعات مهمة كالـتعليم، الصحة، الاتصال وغيرها (حياة، 2021).

ويمكن استخدام صكوك إجارة المنافع كوسيلة لتمويل برامج الإسكان والتنمية العقارية، حيث تتيح صكوك الإجارة الحكومية الحصول على الأصول مثل المعدات والآلات من خلال صيغة الإجارة المنتهية بالتملك (زعتري، 2021).

ويمكن تمويل مشاريع الدولة من خلال صكوك السلم، حيث تُستخدم هذه الصكوك لتوفير السيولة المالية مقابل الالتزام بتقديم سلع ومنتجات زراعية بكميات محددة ومواصفات معينة في وقت محدد في المستقبل، بالإضافة إلى تلبية احتياجات الحكومة التمويلية. كما يمكن تمويل الدولة عبر صكوك المراجعة، حيث يتم ذلك من خلال بيع الدولة لأصول أو سلع أو تسليمها على الفور مع تأجيل استلام الثمن إلى آجال متفق عليها، وذلك باستخدام أسلوب المراجعة أو البيع الآجل. وتُستخدم صيغ المراجعة أيضًا لتمويل شراء المواد الخام والآلات والمعدات والسلع المعمرة. كما تمويل الدولة من خلال صكوك الاستصناع، يشهد التطبيق الحديث للصكوك الإسلامية في تمويل الاحتياجات الرسمية استخدام صيغة الاستصناع لتوفير الأجهزة المصنعة للمؤسسات الحكومية (ابن قايد، 2023).

يتضمن ذلك تمويل تصنيع منتجات معينة للدولة، أو إنشاء المباني والطرق والجسور وغيرها، من خلال التعاقد مع الممول أو من يمثله لبناء المشروع وتسليمه للدولة عند الانتهاء منه، مع إمكانية تقسيط الثمن على فترة زمنية محددة. ونجحت ماليزيا في تحقيق استقرار اقتصادي ملحوظ من خلال اعتمادها على الصكوك الإسلامية، التي توفر عدالة وأمان للمتعاملين، حيث تستند ضوابطها وقواعدها إلى الشريعة الإسلامية. كان الهدف من هذه الإصدارات هو تمويل إنشاء وتطوير مشاريع ضخمة في مجالات البنية التحتية والتنمية، مثل المطارات والطرق الرئيسية وعمليات التنقيب عن الغاز وصناعة البتروكيماويات والعقارات (حياة، 2021).

وقد أسهمت هذه التجربة الناجحة، إلى جانب العديد من الإصلاحات الاقتصادية، في دفع ماليزيا نحو مرحلة جديدة من النمو الاقتصادي، حيث لعب إصدار الصكوك دوراً كبيراً في جمع الأموال اللازمة لتحريك عجلة الاقتصاد الماليزي؛ لذا واستخدمتها ماليزيا في قطاعات مختلفة، مثل الخدمات المالية، والطاقة واستخداماتها، والمواصلات، والمنشآت، والاتصالات السلكية واللاسلكية، والعقارات، والتكتلات، والزراعة، والنفط والغاز، والرعاية الصحية، والصناعة، والتعليم، والمواد الغذائية، والسلع الاستهلاكية، والترفيه والسياحة، والمعادن وتكنولوجيا المعلومات (العربي، 2017).

وقد حققت الصكوك نمواً مالياً هائلاً في ماليزيا في أبعاد مختلفة؛ في ازدياد الصادرات، ازدياد مؤشرات التنمية البشرية، والتخفيض في معدل الفقر والبطالة، والزيادة في الناتج المحلي الإجمالي الفردي خاصة بعد إصدار الصكوك السيادية في قطاع البنية التحتية، بما يقارب 600 دولار سنوياً من سنة 2003 إلى سنة 2011 وقد وصلت نسبة الزيادة في الناتج المحلي الإجمالي إلى 4.8% سنة 2017 (الحسيني، 2023).

وحصلت ماليزيا في المرة الأولى نجاحاً على مستوى العالم عن طريق صكوك الإحسان التي أصدرتها، بحيث بلغ حجمها ما يعادل 26 مليون دولار سنة 2015، والتي بلغت نسبة الربح عليها 4.3% بحيث ستخصص هذه الأموال الناتجة عن صكوك الإحسان إلى تمويل مدارس ضمن صندوق التعليم لا يهدف للربح المادي، بل هو مختص لتحسين وصول الطلاب إلى التعليم المميز، وذلك عبر شراكة بين القطاع الخاص ووزارة التربية في ماليزيا (ابن قايد، 2020). وساهمت صكوك المراجعة سنة 2012 في تمويل مشروع خط قطار جديد في العاصمة الماليزية كوالالمبور، والذي بلغت قيمة حوالي 1.5 مليار دولار، وتميزت هذه الصكوك بسهولة التداول مع إتاحة الفرصة لذوي الدخل المحدود للتعامل بها والحصول على أرباح ثابتة ومضمونة بالإضافة إلى أنها معفاة من الضرائب (بوعبان، ينار، 2018).

ومن أهم إيجابيات اعتماد الصكوك الإسلامية في تمويل عجز الموازنة في ماليزيا، وهي تعلب دوراً هاماً في تمويل عجز موازنة في ماليزيا؛ حيث جعلها تحتل المراتب الأولى عالمياً (شردود، جليد، 2022). في الحقيقة، الدولة عادةً ما تلجأ لتغطية العجز في ميزانيتها، إما عن طريق السحب من الاحتياطي العام، أو عن طريق الاقتراض من الأسواق الدولية، أو اللجوء إلى

السوق المحلية ولكن هذه الطريقة لا تتفق مع الضوابط الشرعية، وهذا ما أدى إلى ضرورة البحث عن أدوات استثمارية إسلامية لتحل محل الأدوات التقليدية كإحدى الأدوات الهامة التي يمكن أن تكون بديلاً لأدوات الدين العام، حيث يتميز كل نوع من الصكوك باستجابة للاحتياجات الرسمية بطريقة مرنة ولسد عجز الميزانية العامة (رحماني، ديلمي، 2019).

وقد داوم سوق الصكوك المحلية في ماليزيا في العمل كمنصة هائلة ورئيسية وجاذبة للهيئات الحكومية والشركات لتعبئة التمويل طويل الأجل بشكل يلي مختلف الاحتياجات الاقتصادية والتجارية وبما يتناسب مع تطوير البنية التحتية؛ وهناك علاقة رئيسية بين تطور الصكوك وتطوير البنية التحتية كما ذكرنا سابقاً. ويعتبر تطوير البنية التحتية من أهم مقومات تحقيق أهداف التنمية الاقتصادية على المستوى الوطني، فمع توافر البنية التحتية و المرافق العامة الأخرى يمكن تلبية الاحتياجات البشرية الأساسية، اقتصادياً واجتماعياً، بشكل صحيح (حسن النجار، 2021).

وأن البنية التحتية هي المحرك الأساسي للنمو الاقتصادي الشامل والتنمية وأداة لا غنى عنها في الحد من الفقر والتفاوت في توزيع الدخل، وخلق فرص العمل، وضمان الاستدامة البيئية، ويوفر الاستثمار فيها تدفقات نقدية مستمرة يمكن التنبؤ بها. وقد قامت الحكومة الماليزية خلال الفترة (2012-2015) بتنفيذ استثمارات كبيرة في قطاعات البنية التحتية المختلفة مثل النقل، والتخزين، والاتصالات، والطاقة والقطاعات الرقمية، اعترافاً بأن البنية التحتية الفعالة المؤثرة تقلل من تكلفة ممارسة الأعمال التجارية، فضلاً عن دورها في تحسين الإنتاجية والقدرة التنافسية. وقد لعبت الصكوك دوراً ملحوظاً في تمويل استثمارات البنية التحتية خلال تلك الفترة. وقد ثبت أن 61% من صكوك البنية التحتية الصادرة على المستوى العالمي خلال الفترة (2012-2015) تم إصدارها في ماليزيا، كما أن 46% من الصكوك الصادرة في ماليزيا خلال هذه الفترة كانت مصدرة من قبل كيانات وجهات مرتبطة بقطاع البنية التحتية مثل النقل والتخزين والاتصالات والطاقة والغاز والمياه (Medani, 2019).

ومع بدء الحكومة الماليزية في تطبيق الخطة الخمسية الحادية عشرة خلال الفترة (2016-2020)، اتجهت الحكومة إلى صب مزيد من الاستثمارات في قطاع البنية التحتية لدعم النمو الاقتصادي وتحقيق استدامته، وركزت الخطة على تنمية مجالات محددة تشتمل على بناء نظام

نقل متكامل، وتحسين تغطية وجودة وقدرة البنية التحتية الرقمية، وإطلاق العنان لنمو الخدمات اللوجستية وتعزيز تيسير التجارة، وتشجيع استخدام الطاقة المستدامة ومواصلة الانتقال إلى إطار جديد لصناعة الخدمات المياه. واتساقًا مع ضخ المزيد من الاستثمارات في قطاع البنية التحتية، ارتفعت حجم إصدارات الصكوك من قبل الجهات المرتبطة بهذا القطاع حيث بلغت إلى 60% من إجمالي الصكوك الصادرة في ماليزيا خلال الفترة (2015-2020)، ويعتبر إصدارًا كبيرًا وملحوظًا (IFSB, 2021). علاوة على ذلك، فإن التقارير الرسمية والإحصاءات تشير إلى أن إصدارات الصكوك السيادية وشبه السيادية مثلت نحو 80% من إجمالي إصدارات الصكوك التي تمت في ماليزيا خلال الفترة 2001 حتى عام 2020، الأمر الذي يتيح فرص تمويلية متنوعة لتمويل المشروعات المتصلة بقطاع البنية التحتية (SCM: Securities commission (Malaysia, 2021).

وتتميز إصدارات الصكوك المستخدمة في تمويل مشروعات قطاع البنية التحتية في ماليزيا بتنوعات الجهات المصدرة لها، حيث لا تقتصر عملية الإصدار على الجهات الحكومية، بل تمتد أيضًا إلى إصدارات تمت عن طريق شركات في القطاع الخاص ترتبط بتنظيم مشروعات متصلة بهذا القطاع (Medani, 2019). وتتميز الإصدارات في ماليزيا بمشاركة كافة الفئات الدخيلة للمجتمع في تمويل مشروعات البنية التحتية بما في ذلك أصحاب الدخل المحدودة، وذلك نتيجة انخفاض قيمة الصك، فضلًا عن إعفاء عوائد الصكوك من الخضوع في الضريبة على الدخل، كما أن الجانب الأكبر من الصكوك المطروحة في السوق المحلي، تكون عوائدها محددة مسبقًا على اعتبار أنها صكوك مريحة وتقدم على قسائم، وتدفع على فترات دولية منتظمة، وهو ما يمثل فرصة حقيقية لمشاركة المواطنين في كل برامج التنمية في البلاد (القصري، 2023).

بما أن البنية التحتية تعتبر من أهم عناصر تعزيز الحياة الاقتصادية، وأن التمويل الإسلامي يعتبر مصدرًا هامًا وأسلوبًا مناسبًا لتمويل مشروعات البنية التحتية، وأن التجربة الماليزية في استخدام الصكوك السيادية كأداة لتمويل مشاريع البنية التحتية أكدت نجاح هذا النوع من التمويل من خلال مساهمته الفعالة في تمويل العديد من مشروعات البنية التحتية في قطاعات متنوعة (القره داغي، 2016).

وهناك بعض مشاريع بنية تحتية في ماليزيا ممولة عن طريق إصدار الصكوك، فعلى سبيل المثال، صكوك تجزئة شركة (Danalnfra Natioanal Berhad)؛ حيث أسست وزارة المالية الماليزية شركة (Danalnfra) عام 2011، و هي شركة ذات غرض خاص (SPV). والهدف الرئيسي منها تمويل مشاريع البنية التحتية التي تحددها الحكومة الماليزية، ويعتبر مشروع (MRT: Project Klang Valley Rapid Transit Mass)، والخاص بإنشاء مجموعة خطوط مركزية متكاملة للسكك الحديدية في العاصمة الماليزية كوالالمبور وهو أول مشروع للبنية التحتية قامت شركة (Danalnfra) بتوفير التمويل اللازم له، حيث قامت شركة بجمع مبلغ 2.5 مليار رنجيت ماليزي (ما يعادل 789.14 مليون دولار أمريكي) من خلال طرح سلسلة متتالية من الصكوك لتغطية جزء من التكلفة الإجمالية للمشروع و البالغة ب 6.2 مليار دولار أمريكي. وقدمت هيكله الصكوك باستخدام عقد مراجعة السلع، على أن يتم سداد مدفوعات الكوبون بشكل نصف سنوي (Medanin, 2019). وقامت الشركة بتقييم الصك سعر 100 رنجيت ماليزي للصك الواحد، مع وضع حد الأدنى للاكتتاب في صكوك التجزئة يبلغ 1000 رنجيت، حيث تم طرح شريحة الأولى من الصكوك، والمقدرة بمبلغ 300 مليون رنجيت للاكتتاب في فبراير 2013 بأجل استحقاق 10 سنوات، في حين تم طرح شريحة الثانية والبالغة 100 مليون رنجيت للاكتتاب في أكتوبر 2013 بأجل استحقاق 15 عام، ثم لاحقاً تم طرح الشريحة الثالثة من الصكوك و البالغة 100 مليون رنجيت ماليزي بأجل استحقاق 7 سنوات للاكتتاب في يوليو 2014. على أن يتم دفع عائد لحملة الصكوك في الدفعات الثلاث نسبته 4% و 4.58% و 2.23% على التوالي، ويتم طرح باقي الشرائح لاحقاً وفقاً للاحتياجات التمويلية للمشروع. وكان يمكن شراء الصكوك للمستثمرين باستخدام طرق مختلفة مثل الخدمات المصرفية عبر الإنترنت أو من خلال أجهزة الصرف الآلي للبنوك والمؤسسات المالية المشاركة. وقد تم إدراج صكوك تجزئة (Danalnfra) للتداول في بورصة ماليزيا، بضمان الحكومة الماليزية (خلادي، 2024). ومنها صكوك خزانة إحسان للتنمية المستدامة وبرامج المسؤولية الاجتماعية (SR) في سبيل دعم خطة الحكومة الماليزية لتطوير قطاع التعليم، أطلق صندوق الثروة السيادي الماليزي (Khazanah National Berha) عام 2015 من خلال شركة ذات غرض خاص تسمى إحسان (Ihsan) برنامجاً للصكوك المستدامة ذات المسؤولية الاجتماعية تستند إلى عقد الوكالة

بالاستثمار (عشوب، 2023). والهدف من برنامج الصكوك المستدامة هو جمع تمويل بقيمة مليار رينجيت ماليزي من خلال طرح صكوك للاكتتاب العام على عدة مراحل؛ بحيث يتم استخدام هذا التمويل في تطوير التعليم الحكومي في المدارس التابعة لبرنامج مدارس الأمل (Yayasan AMIR Trust School). وقد تم طرح الشريحة الأولى من صكوك خزانة إحسان والمقدرة بمبلغ 100 مليون رينجيت بأجل استحقاق 7 سنوات وبمعدل عائد 4.3% للاكتتاب العام في يونيو 2015، واستخدمت هذه العوائد في تمويل إنشاء 20 مدرسة من مدارس الأمل. وتم جمع التمويل المطلوب للشريحة الأولى بعد يوم واحد من البدء في عملية الاكتتاب، وذلك على الرغم من عدم ثبات العائد المحدد على هذه الصكوك تجاوز الطلب على الصكوك ما هو معروض منها؛ حيث بلغ إجمالي طلبات الاكتتاب 133 مليون رينجيت، مما يعكس وجود حالة من الرضا من جانب المستثمرين ورغبتهم في رد الجميل للمجتمع (الدرشابي، 2023).

علاوة على ذلك، حصلت صكوك خزانة إحسان على تصنيف ممتاز AAA، من قبل مؤسسة RAM Rating Service Berhad. وقد تضمنت صكوك المرحلة الأولى خيارات ذات بعد اجتماعي، حيث تم عملية دفع العائد بتحقيق مجموعة محددة من مؤشرات الأداء يتم قياسها خلال إطار زمني مدته خمس سنوات، لتقييم الأثر الاجتماعي للمدارس الممولة من خلال صكوك خزانة إحسان. فإذا لم تحقق الحكومة مؤشرات الأداء المستهدفة فإنها تدفع لحملة الصكوك العائد المحدد بنسبة 4.3% مع رد قيمة الصكوك كاملاً في نهاية أجل الاستحقاق، أما في حالة تحقق الهدف، فإن حملة الصكوك يدفعون مقابل النجاح، وذلك من خلال تخفيض العائد المدفوع على الصك إلى 3.5% مع مساهمتهم بنسبة 6.22% من القيمة المستحقة في نهاية أجل الصك؛ وبالتالي يسترد حامل الصك فقط 93.78% من القيمة الإسمية للصك في تاريخ الاستحقاق. وفي عام 2017 تم إصدار الدفعة الثانية من صكوك خزانة إحسان بقيمة 100 مليون رينجيت ماليزي و أجل استحقاق 7 سنوات وبمعدل عائد 4.6% تستخدم في إنشاء 20 مدرسة أخرى من مدارس الأمل. على أن ينخفض العائد على الصك إلى 4.2% والتزام حامل الصك بالتنازل عن 3.18% من القيمة الإسمية للصك في تاريخ الاستحقاق، وذلك في حالة نجاح البرنامج في تحقيق مؤشرات الأداء المستهدفة (السعدي، الجبابسة، 2022). وقد تضمنت صكوك المرحلتين الأولى والثانية، خيارات أخرى يمكن ممارستها من قبل حامل الصك إذا رغب في ذلك، وذلك

في حالة تحقيق المدارس الممولة من قبل صكوك خزانة إحسان لمؤشرات الأداء المستهدفة، تتضمن هذه الخيارات، التنازل عن تقاضي العوائد الدورية للصكوك، أو التبرع بقيمة الصك لصالح برنامج Trust School للمدارس العامة (الفتلاوي، الساعدي، 2022). ومنها مشروع الطريق السريع بمدينة شاه علم الماليزية عام 2008، حيث أصدرت شركة (PLSA)، وهي شركة متخصصة في الإنشاءات الهندسية والمدنية الثقيلة ومقرها الرئيسي في العاصمة الماليزية كوالالمبور، صكوكًا هجينة (Hybrid Sukuk) تجمع بين عقدي المضاربة والإجارة بقيمة 745 مليون رينجيت ماليزي وذلك بهدف تمويل سريع في مدينة شاه علم الماليزية يبلغ طوله 14.7 كيلومتر، وكانت شركة PLSA المسؤولة عن تصميم بناء، وإدارة، وصيانة الطريق _ و الذي يتم عبوره مقابل دفع رسوم _ لمدة 40 سنة كحق امتياز ممنوح من قبل الحكومة الفدرالية الماليزيا (المختار، 2020).

وقد بلغت القيمة الإجمالية لصكوك المضاربة نحو 415 مليون رينجيت ماليزي (118 مليون دولار أمريكي) لأجل استحقاق 29 سنة، حيث تم استخدامها في تمويل تكلفة بناء الطريق السريع في مرحلة الإنشاء وتغطية احتياجات رأس المال العامل خلال مرحلة التشغيل. وقد تمت هيكلة صكوك المضاربة كمشروع مشترك (Joint Venture) بين شركة PLSA المستثمرين على أن تتولى الشركة مهام المدير (المضارب) مع حصول حاملي الصكوك على حصة ربح تبلغ 90% من أرباح الطريق ويتم البدء في توزيعها على أساس سنوي بمجرد الإنتهاء من إنشاء الطريق والبدء في تحصيل رسوم المرور بمعدل عائد متوقع للمستثمرين يقدرحوالي 7% سنويًا. في حين بلغت قيمة صكوك الإجارة 330 مليون رينجيت ماليزي (94 مليون دولار أمريكي) لأجل استحقاق 19 عام، وذلك لجمع أموال إضافية من مستثمرين آخرين، حيث تم استخدام رسوم عبور الطريق كأصل ضمني تم تحويله إلى حملة الصكوك من خلال شركة ذات غرض خاص، ثم قام حملة الصكوك بتأجير الطريق المؤدى إلى مشروع مضاربة لمدة 19 عام مقابل مدفوعات الإيجار الدورية، على أن يلتقى حملة الصكوك مدفوعات الإيجار من بداية فترة الإنشاء بموجب مبدأ عقد الإيجار الآجل (الإجارة الموصوفة في الذمة). ونظرًا لأن مدفوعات الإيجار تشتمل عنصر رأس المال المطفأ فسيتم تحويل الطريق مرة أخرى إلى المشروع المشترك بالقيمة الاسمية في نهاية فترة الإيجار (فيجل، براق، 2022).

وقد منحت وكالة RAM للتصنيف الائتماني صكوك المضاربة المصدرة لتمويل المشروع تصنيف A3، في حين منحت تصنيف A1 لصكوك الإجارة (حياة، 2021). ومنها الصكوك الخضراء لشركة تاداو Green SRI Sukuk Tadua، على الرغم من أن برنامج صكوك الاستثمار المستدام ذات البعد الاجتماعي (SRI: Sustainable Responsible Investment) قد تم إطلاقه من قبل الحكومة الماليزية في أغسطس عام 2014، إلا أن أول صكوك خضراء يتم إصدارها فعلياً في إطار هذا البرنامج كانت في يوليو عام 2017، حيث أصدرت شركة تاداو للطاقة صكوك خضراء بقيمة 250 مليون رينجيت ماليزي (63 مليون دولار أمريكي) (بوزريع، 2021).

وهي صكوك إسلامية متوسطة الأجل لتمويل إنشاء وتشغيل محطتين للطاقة الشمسية تنتجان 50 ميكاوات من الكهرباء في مدينة كودات، وتم إصدار شركة تاداو الخضراء على 15 شريحة، بأجل استحقاق تتراوح ما بين عامين إلى 2016، مع مدفوعات كوبون تبلغ 4.8% لشرائح الصكوك التي تصدر لأجل سنتين، ومدفوعات كوبون تبلغ 6.2% للشرائح التي تصدر لأجل 16 عام. وقد استند هيكل صكوك تاداو الخضراء إلى مزيج من مبادئ الاستصناع والإجارة والإجارة الموصوفة في الذمة. وقد تم تعيين Affin Hwang Investment Bank، والحاصل على تصنيف ممتاز AA3 من وكالة RAM للتصنيف الائتماني، كمستشار ومدير رئيسي ومنظم ومتعهد ووكيل التسهيلات للإصدار. إضافة على ذلك، فقد تم التحوط ضد المخاطر من خلال توقيع اتفاقي قانوني لحماية حقوق حملة الصكوك في جميع التراخيص والتصاريح المتعلقة بالمشروع، كما تم عقد اتفاقيتي شراء للطاقة لمدة 21 عام مع شركة Sabah Electricity Sdn Bhd، وهي كيان مملوك من قبل حكومة ولاية صباح (فيجل، براق، 2022).

ومنها الصكوك لتوليد الكهرباء Kimanis (KPSB)، مشروع Kimanis (KPSB) لتوليد الكهرباء وبيعها و هو مشروع مشترك بنسبة 40% و 60% بين شركة بتروناس الماليزية Petronas Gas وكيان مملوك للحكومة الماليزية هو NRG Consortium (SABAH). وفي سعيها لتوسيع طاقتها الإنتاجية خططت شركة KPSB لإنشاء محطة جديدة لتوليد الكهرباء، تتكون من 3 مجموعات أو قطاعات للتوليد- بطاقة تبلغ 285 ميكاوات تقع في مدينة Kimanis. وقد وقع اختيار الشركاء على الصكوك كوسيلة لتمويل المشروع، وذلك لعدة أسباب

لعل أبرزها هو أن أحد الشركاء في المشروع هو شركة بتروناس الماليزية للنفط والتي تم تصنيفها في هذا الوقت بتصنيف ائتماني مرتفع للغاية A1 من قبل وكالة موديز للتصنيف، و هو ما مكن من وضع تصنيف جيد للصكوك وتوفير فرصة أكبر للوصول لمجموعة واسعة من المستثمرين المؤسسين (قندوز، 2022).

حيث أصدرت شركة الطاقة KPSB هيكل صكوك هجين يستند إلى عقدى الاستصناع والإجارة بقيمة 1.16 مليار رينجيت، وبعائد متوقع بين 4.25% و 5.5%. ويستهدف الهيكل الأول والخاص بصكوك الاستصناع بناء وترتيب العلاقات التعاقدية قبل إنشاء محطة الطاقة (مرحلة التشييد)، أما الهيكل الثاني والخاص بصكوك الإجارة فهو يستهدف مرحلة ما بعد البناء (مرحلة التشغيل). فقد أبرم أمين الاستثمار (الشركة ذات الغرض الخاص) نيابةً عن حملة الصكوك، ثلاثة اتفاقيات مع شركة KPSB، اتفاقية استصناع بهدف استكمال بناء مؤلدات الكهرباء في الموعد المحدد، حيث يقوم المقاول بتشبيد و تسليم محطة توليد الكهرباء (الأصول) لحملة الصكوك مقابل سعر استصناع يتم تحديده قبل إصدار المجموعة الأولى من الصكوك (سداراتي، 2024).

ويتم دفعه على أقساط، واتفاقية اجارة و هي إجارة موصوفة في الذمة تعطي الحق لشركة KPSB تشغيل المحطة بعد اكتمالها، حيث يتم عقد الإجارة بين أمين الاستثمار بصفته المؤجر والمصدر و هو شركة KPSB بصفته مستأجر، وبموجبه يمنح أمين الاستثمار عقد أيجار أجل للمستأجر فيما يتعلق بالأصل، ويجب على المستأجر دفع إيجار مقدما بمبلغ إيجار محدد مسبقا، والذي يجب أن يعادل مبالغ التوزيع الدورية بما يتناسب مع حقوق حملة الصكوك قبل الإنتهاء من بناء الأصل. واتفاقية وكالة الخدمة، يتم بموجبها قيام أمين الاستثمار بتكليف و تعيين شركة KPSB بمسؤولية اتخاذ ترتيبات الصيانة اللازمة و دفع التكاليف المتعلقة بالملكية نيابة عن حملة الصكوك (الدرشابي، 2023).

المبحث الرابع : عوامل نجاح تجربة الصكوك الماليزية وإمكانات الاستفادة منها

وفي هذا المبحث سيتطرق الباحث إلى استكشاف عوامل نجاح الصكوك الإسلامية في ماليزيا وريادتها في هذا المجال، والتحديات التي تواجهها عملية إصدار الصكوك في ماليزيا، وبيان

تحديات إصدار الصكوك في أفغانستان، واستعراض كيفية الاستفادة من التجربة الماليزية في عملية إصدار الصكوك الإسلامية والآليات الأساسية لاعتماد الصكوك الإسلامية في أفغانستان.

المطلب الأول: عوامل نجاح الصكوك وريادة ماليزيا في هذا المجال

ويرجع نجاح وريادة تجربة ماليزية في استخدام الصكوك كأداة لتمويل مشروعات البنية التحتية إلى عوامل رئيسية مختلفة، ومنها دعم الحكومة للتمويل الإسلامي ومستويات عالية من المساندة الحكومية، حيث سعت الحكومة الماليزية والجهات الخاصة إلى تعزيز التمويل الإسلامي بشكل عام والصكوك الإسلامية بشكل خاص من خلال بذل كل الجهود الحثيثة والتي من شأنها أن تساهم في هذا النوع من التمويل لاقتصادها (قسول، 2024).

ومنحت الحكومة الماليزية مجموعة متميزة من الإعفاءات الضريبية بشكل جعل من ماليزيا وجهة مفضلة لإصدارات الصكوك الإسلامية المحلية و الدولية؛ على سبيل المثال، في عام 2005، منح المشرع الضريبي إعفاء ضريبي للصكوك وكذلك للأرباح المرتبطة بيع وشراء وتأجير الأصول محل التصكيك، وتم إعفاء استثمارات وتجارة الصكوك من الخضوع لضريبة الدمغة عام 2007. وفي عام 2010 تم السماح بخضم مصروفات إصدار الصكوك المصدرة على أساس عقود المشاركة والمضاربة والإجارة والاستصناع من وعاء الضريبة على الدخل وذلك حتى عام 2015، ثم تم تمديد الإعفاء لأكثر من فترة تالية (ابن فامي، 2022).

وفي عام 2011 تم السماح أيضا بخضم مصروفات إصدار صكوك الوكالة بالاستثمار من وعاء الضريبة على الدخل حتى عام 2015، ثم تم تمديد الإعفاء لأكثر من فترة لاحقا (حوات، ضيفي، 2021). وكذلك يوجد دعم من الحكومة لصكوك (SRI) التي تهدف إلى تحقيق معايير خضراء اجتماعية ومستدامة في ماليزيا، قررت الحكومة تمديد الإعفاء الحالي من ضريبة الدخل والمقدم لحاملي الصكوك (SRI) الخضراء في عام 2012، مع تمديد إعفاء الضريبي ليشمل كافة أنواع الصكوك الأخرى وذلك لمدة خمس سنوات تنتهي بنهاية عام 2015 (زين الدين، 2021).

وفي نفس الوقت، تم تمديد الخصم الضريبي المقرر حاليا لمصروفات إصدار الصكوك (SRI) حتى نهاية عام 2013، حيث يمكن لمصدري صكوك (SRI) المطالبة بخضم ما يعادل

90% من تكاليف المراجعة الخارجية والتي تكبدوها عند إصدار الصكوك، بحد أقصى 300 ألف رينجيت ماليزي لكل إصدار. وقد ساهمت المعاملة الضريبية المتميزة لصكوك لتنمية المستدامة في تزايد قيمة إصدارات هذا النمط من الصكوك ليصل إجمالي المصدر منها بنهاية ديسمبر 2020 إلى حوالي 5.4 مليار رينجيت (IIFM, 2021).

ومنها إتاحة البيئة والإطار القانوني والتنظيمي، فقد سنت ماليزيا قوانين عديدة التي هيئت المناخ المناسب لازدهار صناعة التمويل الإسلامي، وحاولت ماليزيا إلى توفير كل القوانين والتشريعات والتعليمات الملائمة لسوق الأوراق المالية الإسلامية مما يساعد على تسهيل إصدار الصكوك وتداولها وبذلك حماية كل الأطراف المعنية (قسول، 2021).

إضافة على ذلك، أطلقت ماليزيا في عام 2015، الإطار القانوني والتنظيمي للجنة السندات (SC, Loge and Launch Framework)، كما شاركت الحكومة الماليزية في إنشاء منطمتين دوليتين ذات الصلة بالتمويل الإسلامي في عاصمة ماليزيا كوالالمبور هما هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية؛ حيث أسست بهدف ضمان أفضل الممارسات في مجال التمويل الإسلامي على المستوى المحلي والعالمي وضمان تمويل إسلامي أكثر استدامة، ومجلس الخدمات المالية الإسلامية (IFSB; Islamic Financial Services Board)، والذي تم تأسيسه بهدف وضع معايير مالية تتفق مع ما تقتضيه الشريعة الإسلامية بهدف التأكد من صحة الأدوات المالية وتوحيد المنتجات المالية الإسلامية الأخرى (الدرشابي، 2023). علاوة على ذلك، قامت ماليزيا بتطوير مراكز بحثية متخصصة في التمويل الإسلامي، وقد أسس البنك المركزي الماليزي ذراعًا بحثية متخصصة و هي الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية في المالية الإسلامية (ISRA) المعترف بها عالميا التي لها مكانة خاصة في الأكاديميات العالمية من حيث الخدمات القيمة والأساسية في التمويل الإسلامي. ومنها إنشاء سوق خاص بالأوراق المالية الإسلامية، وتسمح سوق الأوراق المالية الإسلامية بإصدار وتداول الصكوك الإسلامية مما يتيح فرصا كثيرة للاستثمارات الممتازة وجذب المستثمرين المسلمين في القطاعات التي لا تتعامل بالربا، وتطور سوق تداول الصكوك الثانوية؛ حيث تلعب بورصة ماليزيا دورًا هاماً في توفير منصة لإدراج الصكوك المقومة بالرينجيت الماليزي وغيرها من العملات الأجنبية، سواء كانت مصدرة من كيانات محلية أو دولية، مدرجة أو غير مدرجة في البورصة (حاجي، أمينة، 2020).

ويؤدي إدراج الصكوك للتداول في منصة بورصة ماليزيا إلى زيادة الشفافية والحوكمة، فالصكوك المدرجة تتمتع بقدر أكبر من الوضوح والشفافية مع الإفصاح عن المعلومات التي يتم تقديمها إلى العامة و إلى جميع المتعاملين في السوق، فضلاً عن ذلك، يفيد إدراج الصكوك في تكوين ملف شامل عن سمات المصدرين للصكوك وتحليل سلوكهم واتجاهاتهم بشكل يسهل جمع الأموال في المستقبل، من خلال جذب استثمارات من شريحة أوسع من المؤسسات والمستثمرين ذوي الملاءة المالية المرتفعة من مختلف أنحاء العالم (IIFM, 2021).

ومنها توفير هيئات رقابية على سوق الأوراق المالية الإسلامية، وفرت ماليزيا هيئة رقابية خاصة رئيسية والمتمثلة في هيئة الأوراق المالية الماليزية (SC)، وتتمثل المهمة الأساسية للهيئات في تطوير وتعزيز سوق رأس المال الماليزي على الصعيدين المحلي والدولي (زيتوني، 2024). ومن أجل تحقيق هذا الهدف، وضعت الهيئة خطة لجعل ماليزيا مركزاً دولياً لسوق رأس المال الإسلامي، وقد عملت على جذب المستثمرين الأجانب من خلال الترويج للأدوات المالية الإسلامية وصيغها المتنوعة. ومنها تأسيس هيئة الرقابة الشرعية للمعاملات، وقد أسست الهيئة الرقابية للأوراق المالية اللجنة الاستشارية الشرعية (SAC) والتي تفوض لها مهمة الموافقة على الإصدارات الجديدة ومدى توافقها مع الشريعة الإسلامية، وهو الأمر الذي شجع ماليزيا على زيادة حجم إصداراتها بأحجام كبيرة وأنواع مختلفة (براني، بركات، 2016). وتتمثل إحدى العوامل الرئيسية في توافر كوادر بشرية ذات مهارات عالية في مجال التمويل الإسلامي، حيث شهدت ماليزيا ازدهاراً في ابتكار الصكوك بفضل وجود بيئة تضم خبراء ومتخصصين منفتحين على الأفكار الجديدة. وتدعم هذه الجهود جهات تنظيمية تشجع بحماس على تطوير منتجات مالية مبتكرة. كما يعزز هذا الاتجاه النمو في القوة العاملة في القطاع المالي الإسلامي المحلي، حيث من المتوقع أن يرتفع عدد العاملين فيه من 144 ألف إلى 200 ألف موظف خلال هذا العقد. علاوة على ذلك، قدم البنك الدولي دعماً فنياً لإنشاء جهات اعتماد محلية للصكوك بشكل عام، وللصكوك الخضراء بشكل خاص، مما ساهم في تعزيز هذه المنظومة بشكل ملحوظ (عبدالعزیز، تشانغ، 2019).

ومنها استجذاب واستقطاب المستثمرين، قامت ماليزيا على استقطاب كثير من المستثمرين المحليين والأجانب من خلال توفير الإطار المحاسبي المناسب لسوق الأوراق المالية الإسلامية، وكذا توفير التحفيزات الضريبية بالنسبة للمستثمرين والمصدرين والوسطاء (ابن فامي،

2022). وتوفر سوق الصكوك المحلية في ماليزيا حلولاً متنوعة ومختلفة للمصدرين السياديين والشركات نتيجة لتطوير هياكل متعددة من الصكوك، وذلك باستخدام مجموعة واسعة ومتبانية من الاجتهادات الفقهية وتقنيات الهندسة المالية المبنية على عقود المراجحة والمضاربة والمشاركة والوكالة والإجارة، فضلاً عن ابتكار هياكل هجينة مركبة لصكوك تجمع بين أكثر من نوع من العقود الشرعية (حاجي، أمينة، 2020).

ومنها التفاعل مع المستجدات والتطور الرقمي والظروف الصحية؛ حيث أصدرت الحكومة الماليزية في ديسمبر من عام 2020، صكوك رقمية (Digital Sukuk) لجمع تمويل بقيمة 666 مليون رينجيت ماليزي، وتعد هذه الصكوك أول صكوك رقمية يتاح الاكتتاب فيها عبر شبكة الإنترنت ومن خلال المنصات المصرفية الرقمية لحوالي 27 بنك ماليزي (زمولي، 2021). وقد تضمن هذه الصكوك خياراً يعطي للمستثمر الحق في التبرع بالقيمة الإسمية للصكوك عند ما يحل أجل استحقاقه، والبالغ سنتين، مع منح المتبرع معاملة ضريبة خاصة، كحافز مقدم من جانب الحكومة لتحفيز المستثمرين على التبرع. ومنها الاتجاه لإصدار صكوك التمويل المستدام الأخضر ذات الأثر الاجتماعي ووضع أطر وإرشادات متكاملة لها؛ حيث اتجهت ماليزيا إلى إصدار صكوك خضراء أو مستدامة تركز على تمويل مشروعات البنية التحتية الصديقة للبيئة، وكذلك مشروعات البنية التحتية ذات الأثر الاجتماعي. وتستهدف هذه الصكوك دعم شركات وجهات تعمل بالتعاون مع الحكومة لتقديم خدمات أساسية كالتعليم والصحة. ويعتمد تحقق العائد لحملة هذه الصكوك على تحقيق أثر اجتماعي مقاس بمؤشرات أداء دقيقة (عشوب، 2023).

وقامت ماليزيا بإنشاء منظومة قوية لها، و منها إطار صكوك الاستثمار المستدام والمسؤول (SRI)، وصناديق الاستثمار المستدام والمسؤول الصادرة عن هيئة الأوراق المالية في ماليزيا. وتوفر هذه الإرشادات إطاراً تنظيمياً يسهل الوصول إلى تمويل يتسم بالاعتبار البيئي والاجتماعي والاستدام (الفتلاوي، الساعدي، 2022). كما بدأت جهات تنظيمية أخرى في القطاع المالي، مثل البورصة الماليزية، في فرض متطلبات على الشركات الكبرى لإعداد تقارير تتعلق بالاستدامة، مما يمكنها من الاستفادة من إطار صكوك الاستثمار المستدام والمسؤول (SRI). وأصدر البنك المركزي بالتعاون مع الجامعة العالمية للتمويل الإسلامي INCEIF University أو مركز تعليم

المالية الإسلامية الدولي (INCEIF – International Centre For Education in Islamic Finance) وثائق إرشادية تسهل عمليات الوساطة المالية وبشكل يجعل عمليات التمويل تتوافق مع متطلبات التمويل الإسلامي و بما يتفق مع أحكام الشريعة (الدرشابي، 2023).

ويرجع السبب الجوهري لريادة ماليزيا عالميا فيما يتعلق بإصدار الصكوك، إلى ما يتسم به التمويل الإسلامي في ماليزيا بصفة عامة وسوق الصكوك الإسلامية بصفة خاصة من شمولية مالية، حيث يتسم نظام التمويل الإسلامي في ماليزيا بتكامل الإطار التشريعي والتنظيمي لأدوات التمويل الإسلامي خاصة فيما يتعلق بالنظر في المنازعات المتعلقة بالمعاملات الإسلامية، مع وجود تشريعات لإدارة الأصول المصرفية الإسلامية من منظور تجاري وأخلاقي، بجانب تشريعاتها المستقلة لتنظيم أسواق رأس المال الإسلامي مع قوة رأس مالها (مرعى، 2020).

وبالتالي، يعود نجاح إصدار الصكوك في ماليزيا إلى توفير منصة كاملة لإصدار الصكوك والتداول تدعمها أربعة عناصر: مجموعة واسعة من الأدوات الإسلامية (a Wide Range of Islamic Instruments)، وبنية تحتية قانونية وتنظيمية قوية (Strong Legal and Regulatory Infrastructure)، وإطار سليم للحوكمة الشرعية (Sound Sharia Governance Framework)، وإمدادات كافية من المواهب (Sufficient Supply of Talent) (INCEIF, 2017).

المطلب الثاني: التحديات التي تواجه إصدار الصكوك في ماليزيا

شهدت الصكوك الإسلامية في ماليزيا في السنوات الأخيرة تطوراً ملحوظاً من حيث تنوعها وحجم عائداتها، مما جذب اهتمام الأسواق المالية العالمية. ورغم أهميتها وانتشارها وريادتها، إلا أن هناك تحديات متعددة تعيق تقدمها وتطورها. ومن أبرز هذه التحديات تضارب الفتاوى والاجتهادات الفقهية على المستويين المحلي والإقليمي، حيث توجد فتاوى متباينة ومتعارضة صادرة عن الهيئات الشرعية والرقابية. لذا، فإن توحيد المرجعية الشرعية للصناعة المالية الإسلامية يمكن أن يسهم بشكل كبير في تعزيز هذه الصناعة، ولكن يجب أن يتم ذلك على أسس قوية تأخذ بعين الاعتبار واقع الصناعة المالية الإسلامية وتوجهاتها تجاه الاختلافات الفقهية ومواقف المؤسسات التي تمثل هذه المرجعيات (حات، ضويفي، 2021).

بالإضافة إلى ذلك، فإن التنسيق بين الهيئات الشرعية العليا في البنوك المركزية يعتبر ضرورة لفهم عمل الهيئات الشرعية المختلفة ولوضع لبنات للتقارب والمواءمة وللتقليل من حدة الخلافات الشرعية وحتى القانونية ومن توحيد المرجعية الشرعية، والمواءمة هنا لا تعني انكار التنوع والاختلاف بل الهدف منه هو تعزيز ثقة كل الأطراف ذات المصلحة من مستثمرين وجمهور العملاء و المساهمة في تحقيق تنافسية كبيرة للصناعة المالية التقليدية (مشعل، 2020).

وتهدف تنسيقات المدى القصير بين الهيئات الشرعية العليا في البنوك المركزية إلى تعزيز التواصل لفهم أساليب عمل هذه الهيئات المختلفة. أما أهداف التنسيق على المدى المتوسط، فتتمثل في وضع أسس للتقارب والتوافق بهدف تقليل حدة التنوع والاختلاف. وفيما يتعلق بأهداف التنسيق على المدى الطويل، فإن الهدف قد يكون توحيد المعايير وتأسيس مرجعية تشمل جميع الهيئات، مع توفير أدوات إرشادية تتمتع بقدر من المرونة (أحمد يوسف، 2025). واستضافت ماليزيا الهيئات الشرعية العليا لعدد من البنوك الإسلامية، حيث أقيم الاجتماع في البنك المركزي الماليزي في 3 أكتوبر 2018، وشارك في هذا الحدث 30 عضواً من الهيئات الاستشارية الشرعية من سبع دول، وهي: ماليزيا، البحرين، الإمارات، السودان، نيجيريا، بروناي، ومالديف. وقد مثل هذا الاجتماع أول منصة تجمع أعضاء الهيئات الاستشارية الشرعية العليا من عدة دول في كوالالمبور، بهدف تبادل الخبرات والآراء والأفكار حول مجموعة من القضايا، خاصة تلك المتعلقة بالشرعية. كما تناول الاجتماع سبل تعزيز التعاون بين الهيئات الشرعية من خلال فهم آلية عمل كل هيئة والمعايير الشرعية المعتمدة، بالإضافة إلى الإطار القانوني والرقابي والشرعي، وكان الهدف من ذلك دراسة إمكانية التقارب والتوافق بينها، مما يساهم في تطوير الصناعة المالية الإسلامية (حوات، ضويفي، 2021).

ومن التحديات المطروحة إشكالية ملكية حملة الصكوك للأصول، حيث إن معظم الصكوك التي تم إصدارها من نوع الصكوك القائمة على الأصول تنقل الملكية المنفعة لحملة الصكوك دون الملكية القانونية، مع أنه يجب أن تُسجل الصكوك بأسماء مالكيها الحقيقيين. وإذا تعذر ذلك لأسباب قانونية، فيجب أن تتوفر الضوابط الشرعية، والتي تتضمن عدم استخدام هذا الأمر كوسيلة للتحويل أو كذريعة للحصول على قرض بفائدة. كما ينبغي ألا يؤدي عدم

التسجيل إلى حرمان المالك الحقيقي من حقوقه في الربح والخسارة، أو إلى ضياع حقوق المالكين الحقيقيين (أحمد يوسف، 2025).

ومن التحديات التي تواجه هذا الأمر هي إشكالية الشروط وتحقيق مقتضيات العقد، حيث تم الإشارة في بعض إصدارات الصكوك إلى تعارضها مع بعض شروط العقد، مثل اشتراط الملكية النفعية وعدم جواز تصرف مالك الصك في الصك بالبيع إلا للمالك الأول، وغيرها من الأمور (حات، ضويفي، 2021). والأصل في الشرط موافقته لمقصد العقد، ويجب منع أي شرط يتعارض مع مقتضيات العقد إذا كان يسبب ضررًا لأحد الطرفين المتعاقدين. ومن بين القضايا المطروحة، نجد إشكالية الوعد الملزم في هيكل إصدار الصكوك. هذا الوعد يمكن أن يكون إما وعدًا من حملة الصكوك ببيع الأصول التي تم التصكيك عليها للمصدر بسعر متفق عليه، والذي غالبًا ما يكون مساويًا لسعر الشراء الأصلي، أو وعدًا من المصدر بإعادة شراء الأصول بنفس السعر المتفق عليه الذي يعادل سعر البيع الأصلي (أحمد يوسف، 2025).

كما تبرز مشكلة إلزام مدير الصكوك بإقراض حملة الصكوك في حال انخفاض الربح الفعلي عن الربح المتوقع، مما يجعل الصكوك أقرب إلى السندات، خاصة إذا تنازل حملة الصكوك عن أي زيادة في الربح المتوقع كحافز لمدير الصكوك. وقد أكد المجلس الشرعي في أيوفي على عدم جواز تقديم حملة الصكوك قرضًا في حالة نقص الربح الفعلي عن المتوقع (أيوفي، 2022). وتتضمن الإشكالية المتعلقة بإصدار صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة وتداولها، حيث أقر مجمع الفقه الإسلامي الدولي والمقياس الشرعي رقم (17) إمكانية إصدار هذه الصكوك. في هذا السياق، يُعتبر المالكون في تلك الصكوك مشترين لتلك المنافع، ويملكونها بشكل مشترك مع تحملهم للمكاسب والمخاطر المرتبطة بها (أيوفي، 2022). كما تبرز مشكلة تصميم هيكل صكوكي يستند إلى العقود الشرعية ويعتمد على القرارات والمعايير الشرعية الصادرة عن الهيئات المعنية مثل مجمع الفقه الإسلامي وهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية. علاوة على ذلك، هناك نقص في مراعاة الجوانب القانونية والرقابية والتنظيمية المتعلقة بإصدار الصكوك (أحمد يوسف، 2025).

ومن الضروري وضع قانون خاص بالصكوك يأخذ في الاعتبار شروط المشروع، والعقود التي تصدر الصكوك بناءً عليها، وهيئة الرقابة الشرعية، والجهات المخولة بإصدار الصكوك،

بالإضافة إلى مراعاة حقوق حملة الصكوك. كما يجب اعتماد إجراءات رقابية على الصكوك خلال مراحل ما قبل الإصدار، ومرحلة الإصدار، وإدارة الإصدار والإطفاء (لال الدين و جعفري، 2019).

المطلب الثالث: إمكانية الاستفادة من التجربة الماليزية في أفغانستان

تُعد التجربة الماليزية في سوق الصكوك الإسلامية نموذجًا رائدًا يمكن لأفغانستان الاستفادة منه في بناء سوق مالي إسلامي متكامل. والاستفادة من التجربة الماليزية لا تعني النقل الحرفي للنموذج، بل تكييفه مع الواقع الأفغاني، بما يتناسب مع البنية القانونية والاقتصادية والاجتماعية للبلاد، مع مراعاة التحديات الأمنية والتمويلية الخاصة بها (ابن فامي، 2022).

يمكن إرجاع نجاح التجربة الماليزية في استخدام الصكوك كأداة فعالة لتمويل مشروعات البنية التحتية، التي تعد المحرك الرئيس للنمو الاقتصادي الشامل والتنمية المستدامة إلى مجموعة من العوامل المترابطة، أبرزها: تهيئة بيئة قانونية وتنظيمية متطورة، وتأسيس مراكز بحثية وأكاديمية متخصصة في البحوث الشرعية للتمويل الإسلامي، إلى جانب إيجاد هيئات رقابية ولجان إشرافية متعددة تضمن الامتثال الشرعي والمؤسسي (كريمة، عواطي، 2021).

كما أسهم تنوع إصدارات الصكوك في قطاعات مختلفة، ولاسيما صكوك التمويل الأخضر ذات الأثر الاجتماعي، في توسيع قاعدة المستثمرين، مدعومًا بالمساندة الحكومية من خلال التسهيلات الفنية والإعفاءات الضريبية (ابن فامي، 2022).

ومن العوامل الحاسمة أيضًا مواكبة التطورات الرقمية والظروف الصحية العالمية، وتطور سوق رأس المال الإسلامي وسوق التداول الثانوية بما عزز الشفافية والحوكمة، فضلًا عن توافر الكوادر البشرية المؤهلة ذات الكفاءة العالية (قسول، 2024). كما لعبت الأطر التوجيهية والتنظيمية، إلى جانب الدور الرقابي لهيئة الأوراق المالية الماليزية (SC) ومؤسسات دولية ومحلية مثل هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI) ومجلس الخدمات المالية الإسلامية (IFSB)، دورًا محوريًا في ترسيخ الثقة وتعزيز استقطاب المستثمرين المحليين والأجانب (حناشي، 2024).

ومن ثمّ، يمكن لأفغانستان الاستفادة من هذه التجربة عبر تبني نهج تدريجي لتأسيس سوق صكوك فعال، يبدأ بتهيئة البيئة التشريعية والمؤسسية ويشمل إصدار صكوك سيادية موجهة لتمويل البنية التحتية والتنمية الاقتصادية المستدامة.

وبالتالي، يمكن القول إن التجربة الماليزية في الصكوك الإسلامية تمثل نموذجًا متكاملًا يمكن لأفغانستان الاستفادة منه عبر تطوير إطار قانوني وتشريعي منظم يضمن ثقة المستثمرين، وبناء منظومة مؤسسية متكاملة تضم البنوك الإسلامية والهيئات الشرعية وشركات الوساطة والتأمين التكافلي، إلى جانب تنويع أدوات التمويل بما يشمل الصكوك السيادية والمؤسسية وصكوك البنية التحتية والخضراء لتلبية احتياجات التنمية المتنوعة. كما أن توفير بيئة استثمارية آمنة وشفافة يساهم في جذب الاستثمارات المحلية والأجنبية، في حين يظل نشر الثقافة المالية الإسلامية عبر الجامعات والندوات والمؤتمرات ركيزة أساسية لتعريف المجتمع بجدوى هذه الأداة. إضافةً إلى ذلك، فإن الاستفادة المباشرة من الخبرات الماليزية من خلال الشراكات الاستراتيجية وتدريب الكوادر الوطنية يمكن أن يعجل بإنشاء سوق صكوك فعال في السياق الأفغاني.

المطلب الرابع: الآليات الأساسية لتبني الصكوك الإسلامية في السياق الأفغاني

إن تفعيل الصكوك الإسلامية في السياق الأفغاني يستلزم توفير مجموعة من المتطلبات والآليات المتكاملة التي تشكل قاعدة صلبة لتفعيلها وتداولها. في مقدمة هذه المتطلبات يأتي الإطار القانوني والتنظيمي (Legal and Regulatory Framework) من خلال صياغة تشريعات واضحة تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية وتنسجم مع المعايير الدولية مثل AAOIFI و IFSB، مع إنشاء هيئة رقابية متخصصة لضمان الشفافية وحماية المستثمرين (آمنة، 203). ويوازي ذلك ضرورة وضع الإطار الشرعي والرقابي الواضح (Shariah and Supervisory Framework) عبر تأسيس هيئة شرعية وطنية عليا (Shariah Supervisory Board) تتولى مراجعة واعتماد هياكل الصكوك بما يضمن الالتزام الكامل بالضوابط الشرعية (Mikail, 2021).

ومن الناحية المؤسسية، فإن بناء البنية المؤسسية والمالية (Institutional and Financial Infrastructure) تطلب إشراك البنوك الإسلامية، شركات التكافل، شركات الوساطة، وتأسيس سوق ثانوي (Secondary Market) خاص بتداول الصكوك لتعزيز السيولة والثقة. كما يقتضي الأمر تنويع أدوات التمويل من خلال إصدار صكوك سيادية (Sovereign Sukuk) وصكوك خضراء (Green Sukuk) وصكوك اجتماعية (Social Sukuk) لتمويل مشاريع استراتيجية في مجالات البنية التحتية، الصحة، التعليم والطاقة (عشوب، 2023). ولا يقل عن ذلك أهمية الدعم الحكومي والسياسات الاقتصادية (Government Support and Economic Policies) عبر توفير الحوافز الضريبية، الاعتراف بالصكوك الإسلامية في إطار تشريعي خاص، وتحديد وعاء ضريبي ملائم لتمكين صيغ مثل المراجعة والاستصناع، إلى جانب دمج الصكوك في استراتيجيات التنمية الوطنية (قورين، هني، 2022). كما يمثل تأهيل الكوادر وبناء القدرات (Human Capital Development) عاملاً محورياً، سواء من خلال تدريب موظفي البنوك والهيئات الرقابية أو عبر إدراج المالية الإسلامية كبرامج أكاديمية متخصصة في الجامعات الأفغانية. وأخيراً، فإن نجاح هذه المنظومة يعتمد على جذب الاستثمارات (Investment Attraction) عبر خلق بيئة استثمارية آمنة وشفافة تستقطب الصناديق السيادية ورؤوس الأموال المحلية والإقليمية، إلى جانب نشر الوعي المجتمعي بالصكوك من خلال المؤتمرات والندوات والبرامج الإعلامية (العليجة، خالدية، 2023).

لذا يمكن لأفغانستان الاستفادة من التجربة الماليزية في تفعيل الصكوك الإسلامية عبر تأسيس مجموعة من الآليات التي أثبتت نجاحها؛ وهي تطوير إطار تشريعي ورقابي واضح للصكوك تحت إشراف هيئة الأوراق المالية والبنك المركزي، بما يضمن الامتثال للمعايير الشرعية والشفافية المالية. تنويع الهياكل المستخدمة مثل الإجارة، الوكالة، المراجعة، والمشاركة، بما يلائم احتياجات تمويل البنية التحتية ومشاريع التنمية. تعزيز الابتكار المالي عبر إدخال صكوك مستدامة واجتماعية وخضراء، على غرار التجربة الماليزية في ربط الصكوك بمشاريع الطاقة المتجددة والإسكان الميسر. بناء سوق ثانوي نشط لتداول الصكوك بما يعزز السيولة ويشجع المستثمرين المحليين والدوليين.

وأخيراً، إنشاء برامج تدريبية وتوعوية لرفع كفاءة الكوادر المتخصصة، حتى تتمكن من إدارة وتطوير سوق الصكوك وفق المعايير الدولية. إن إنشاء هذه الآليات تساعد أفغانستان في تأسيس سوق صكوك فعال تساهم في تمويل التنمية الاقتصادية وجذب الاستثمارات.

وبذلك يمكن القول إن اعتماد الصكوك في أفغانستان يتطلب مزيجاً من الإصلاحات القانونية والشرعية والمؤسسية، إلى جانب السياسات الحكومية والوعي المجتمعي، بما يجعلها أداة استراتيجية فعالة لتحقيق الاستقرار المالي والتنمية المستدامة. وبالتالي، أظهر هذا الفصل أنّ التجربة الماليزية تمثل نموذجاً رائداً في تفعيل الصكوك الإسلامية كأداة تمويلية فعالة لدعم التنمية الاقتصادية، ولا سيما في قطاع البنية التحتية. وقد أثبتت ماليزيا أنّ الاعتماد على الصكوك ساهم في تنويع أدوات التمويل، وجذب المستثمرين المحليين والأجانب، وتقليل المخاطر مقارنة بالأدوات التقليدية.

ويعود نجاح التجربة الماليزية بالأساس إلى الإطار القانوني والشرعي والرقابي المتكامل، حيث لعبت هيئة الأوراق المالية الماليزية دوراً محورياً في الإشراف والتنظيم، إلى جانب المجلس الاستشاري الشرعي والبنك المركزي الماليزي اللذين ضمنا توافق العمليات مع الشريعة الإسلامية. كما أسهمت الموازنة بين التشريعات، والفتاوى، والمعايير الشرعية الدولية مثل معايير أيوفي وقرارات مجمع الفقه الإسلامي، في ترسيخ ثقة المستثمرين وتعزيز مكانة ماليزيا كأكبر مركز عالمي لإصدار الصكوك الإسلامية. وبهذا، يمكن القول إن ماليزيا قدّمت تجربة متكاملة تجمع بين البعد الشرعي والبعد المؤسسي والتنظيمي، ما جعلها أنموذجاً يمكن للدول الإسلامية الأخرى –ومنها أفغانستان– الاستفادة منه في تطوير أسواقها المالية الإسلامية.

الفصل السادس: التحليل الميداني ونتائج الدراسة

كما يُبيّن في الفصل الثالث، فإن هذه الدراسة تندرج ضمن المنهج الكيفي، وقد استعانت بأدواته المتمثلة في المقابلات والمشاهدات والتقارير الرسمية. وبناءً على ذلك، قام الباحث بجمع البيانات المتعلقة بمجتمع البحث من خلال العينة المحددة في منهجية الدراسة، وذلك بهدف إثراء النتائج. وقد أُجريت المقابلات مع عينة البحث في أفغانستان، وباللغات الفارسية والبشتوية والإنجليزية.

وتتكوّن عينة البحث من ستة خبراء يمثلون إدارات ومؤسسات مختلفة، هي: البنك المركزي، والبنك الإسلامي، وقسم الصكوك والتكافل في البنك المركزي، ووزارة المالية الأفغانية، ووزارة العدل الأفغانية، وأكاديمية العلوم. وقد قام الباحث بترجمة بيانات المقابلات إلى اللغة العربية وإدراجها في جداول لتسهيل قراءتها وفهمها، ثم قام بتحليلها، وترميزها، وتصنيفها في فئات رئيسية.

المبحث الأول : تحليل بيانات المقابلات الشخصية

استُمدّت نتائج هذه الدراسة من البيانات التي أدلى بها مجموعة من الخبراء والمتخصصين والممارسين ورجال القانون والمحاسبين، وعددهم ستة مستجيبين. وقد التزم الباحث بسرية هوياتهم التزاماً بالمعايير العلمية والاعتبارات الأخلاقية. ولتحقيق ذلك، جرى تعريف المستجيبين وفق نظام ترميز محدّد، على النحو الآتي:

المتخصصون (م1، م2): اثنان من الخبراء في مجال المالية الإسلامية وصيغها الجديدة، ولديهما دراية واسعة بالاقتصاد والتمويل الإسلامي. الممارسون (س1، س2): اثنان من العاملين في القطاع المصرفي التقليدي والإسلامي في أفغانستان. رجل القانون (ق1): خبير قانوني متخصص في مجال التشريعات ذات الصلة.

الخبير المالي (خ1): أحد المتخصصين في المال والاقتصاد، ذو خبرة واسعة في الممارسات المالية. العالم الشرعي (ش1): مستشار شرعي يعمل في أحد البنوك منذ أكثر من عشر سنوات،

وله خبرة معمّقة في البنوك والتمويل الإسلامي وصيغته. وقد اختار الباحث جميع المستجيبين من أفغانستان، نظرًا لأن الأسئلة المطروحة تتعلق بسياق ممارسة التمويل الإسلامي في البلاد وإصدار أدوات جديدة للتمويل الإسلامي فيها، وعلى رأسها الصكوك الإسلامية. ولضمان سرية الأسماء والمناصب والمؤسسات، استُخدمت عملية الترميز والتشفير. وقد طُرحت الأسئلة على المشاركين بخصوص إصدار الصكوك وتداولها في أفغانستان، وأدلوها بإجاباتهم تبعًا. قام الباحث بتحليل البيانات بدايةً، ثم بترميز الإجابات وتشفيرها، وصياغتها ضمن فئات متعدّدة، واستخلص الموضوعات الرئيسة من كل فئة، وصولًا إلى بناء الإطار النظري للبحث وفق هذا النمط المنهجي.

المطلب الأول: تحليل بيانات المقابلات تبعًا لمحاور الأسئلة

في هذا المطلب قام الباحث بجمع الإجابات المتعلقة بكل سؤال على حدة من مختلف المستجيبين، ثم قام بتحليلها بصورة منهجية دقيقة، وذلك من أجل استخراج المعاني والدلالات الكامنة فيها. وقد أتاح هذا الأسلوب إمكانية المقارنة بين وجهات نظر المشاركين ورصد أوجه التشابه والاختلاف بينهم، مما ساعد على الوصول إلى نتائج أكثر عمقًا وشمولًا. كما أسهم هذا النهج في تنظيم البيانات وتحويلها من مجرد إجابات فردية متفرقة إلى معطيات علمية قابلة للتحليل والتفسير ضمن إطار البحث.

السؤال الأول

ما هو التعريف العام للصكوك عندك؟

"الصكوك اختراع جديد للمصارف الإسلامية، تم القيام به فيما يتعلق بتمويل البنوك والحكومة والشركات الكبيرة، وميزته أنها أداة مالية شرعية لا ربا فيها وهي بديل سندات القرض. ولدينا صكوك بأشكال مختلفة، فبقدر ما لدينا معاملات مالية لدينا صكوك كذلك مثل صكوك المشاركة والمضاربة ونحوها" (م 1). "الصكوك هي أداة مالية قابلة للتداول تظهر ملكية المالك للأصل ولها هياكل مختلفة" (م 2). "قبل أن أعرف الصكوك لا بد من ذكر مقدمة، وهي أن في القطاع المصرفي، وخاصة الخدمات المصرفية الإسلامية، لدينا نوعان من المعاملات بشكل عام، أحدهما استثمار (Investment) - الأموال التي يستثمرها البنك في داخل البنوك، والآخر هو

إيداع (Placement) الأموال التي يتم استثمارها خارج البنك و يتم استثمارها في أماكن أخرى مختلفة. الصكوك هي إحدى قطاعات الاستثمار.

ومن الواضح أنه ليس لدينا سوق للأوراق المالية في أفغانستان، وما زالت لم تتمكن بلادنا من إصدار الصكوك و استثمارها مثل دول الشرق الأوسط، باكستان والدول الأخرى التي لها المستوى المالي المرتفع، وفي أفغانستان تشتري البنوك الصكوك مباشرة من خلال الوسطاء أو الوكلاء الذين حصلوا على ترخيص دولي من وزارتهم المالية أو بنوكهم المركزية في الدول الأجنبية، يعني نحن في البنوك الخاصة (البنك الإسلامي الأفغاني) نبدأ بشراء الصكوك والتعامل بها من خلال الوكلاء أو الوسطاء المالية (Custody Account)، نتحدث معها مباشرة. ومفهوم الصكوك عندي: الصكوك هي في الواقع أداة قابلة للتداول (Negotiable Instrument)، فكل دولة تصدر صكوكًا من أجل التنمية المالية لبلدها وتجمع الأموال المجمعة والراكدة من الشعب و يستثمرها بطرق مختلفة في بلدها.

فعلى سبيل المثال؛ إذا أرادت وزارة المالية الأفغانية إصدار نوع من الصكوك بقيمة 500 مليون دولار وأعلنت لشعب الأفغاني على أنها تريد إنشاء تسوية سكنية و تستثمر أموالهم في هذه التسوية السكنية، فإن الدخل الذي تم الحصول عليه من هذه التسوية السكنية تدفع للشعب، وكذلك في الوقت المحدد (تاريخ الاستحقاق) تدفع لهم أموالهم (رؤوس الأموال) مرة أخرى، ولو أرادوا يمكنهم بيع الصكوك للأخرين في أثناء هذا الاستثمار في التسوية السكنية و في أي قطاع أخرى.

ومن وجهة نظري، الصكوك هي نوع من الأوراق المالية التي تصدرها أي دولة (وزارة المالية أو مصرفها المركزي أو الشركات العامة)، وفي مقابل تلك الأموال التي يتم تحصيلها من الشعب (Public) أو المؤسسات الحكومية (Government Organizations) أو المنظمات الخاصة (Private Organizations) تباع الصكوك لهم، ثم يتم استثمار هذه الأموال بطرق مختلفة سواء كانت مريحة أو مضاربة أو مشاركة أو وكالة، وتدفع الأرباح والإيرادات التي يتم الحصول عليها من حصيلة الصكوك وفقًا لنفس السعر (Same Rate) أو النسبة (Ratio) التي تم تحديدها في نشرة الإصدار للعملاء في أثناء هذه المدة المحددة. وأما بحسب السوق العالمية، توزع أرباح حصيلة الصكوك على العملاء بعد ستة أشهر. ولكل صك رقم خاص، وتاريخ

الإصدار و الاستحقاق وقسيمة (يسمى اسم الربح الذي تم الحصول عليه من الصكوك قسيمة)؛ لأن ربح كل استثمار أو إيداع له بياناته و تفاصيله المختلفة. فقسيمة الصكوك في السوق الدولية تظهر أرباحها بعد ستة أشهر، وخلال هذه الفترة سواء كانت سنة أو سنتين يمكنك بيع الصكوك من أي دولة اشتريتها. " (س1).

" الصك هو في الواقع مستند يتواعد فيه وضع حصة حامل الصكوك في الأصل الأساسي المدعوم خلفه. صكوك حكومية: هي وثيقة تبيعها الحكومة للعميل، وتوضح حصته في نفس الأصول الموضوعة والمدعومة خلف الصكوك، و يجب أن تكون هذه الأصول متوافقة مع الشريعة الإسلامية وأن تكون مشتركة " (س2).

" إن الصكوك وثائق قيمة أو هي ضمان تقوم بجمع الأموال مقابلها من الناس من أجل البنية التحتية " (ق1). " أولاً، أشكركم على اختيار موضوع كهذا وشكراً لكم على قدومكم إلى أفغانستان. الصكوك كلمة عربية وهي جمع الصك، وهي وثيقة مالية قيمة إسلامية، متساوية القيمة وغير قابلة للتجزئة. هدفنا من هذه هي الصكوك التي تصدر في الأسواق الأولية وأسواق التوريق. نظرًا لأن أفغانستان بلد إسلامي وفي الفترة الماضية كانت تعتمد على المساعدات الخارجية (Aid Dependent Country)، وكان ما لا يقل عن 70% من المساعدات السابقة من الميزانيات الخارجية، ومن ناحية أخرى، أخذت الحكومة قروضًا كثيرة بفائدة، والطريقة البديلة الوحيدة لقيام الحكومة الأفغانية بالانسحاب من قروض الفائدة والتمتع بالاستقلال المالي والحصول على بديل لوثائق قروض الفائدة (السندات القروض) هي بالفعل إصدار الأوراق المالية الإسلامية والصكوك الإسلامية " (خ 1).

وفقًا لآراء المستجيبين حول السؤال الأول، اتفق جميع المستجيبين على تعريف الصكوك بعبارات مختلفة مع إضافات بعضهم، و هي كلمة عربية جمع الصك، أنها أدوات جديدة مالية، ووثيقة تمويلية شرعية متساوية القيمة غير قابلة للتجزئة وبديلة عن السندات القرض الربوي، تمول بها البنوك الحكومات و الشركات الكبرى، وأنها قابلة للتداول و تظهر ملكية المالك في الأصل، ولها هياكل مختلفة، وتصدر لأجل التنمية المالية، واستثمار الأموال المجمعة و الراكدة بطرق مختلفة سواء كانت مربحة أو مضاربة أو مشاركة أو وكالة، ويتم دفع الأرباح والإيرادات التي يتم الحصول عليها من الصكوك للعملاء في أثناء هذه المدة المحددة، و أن لكل صك رقم، تاريخ الإصدار،

وتاريخ الاستلام والقيمة الإسمية، وتكون خلف الصكوك أصولاً مدعومة للصكوك حيث يجب أن تكون مشتركة وموافقة للشريعة الإسلامية، وتصدر خاصة لأجل تنمية البنية التحتية، وتساعد الحكومات في ميزانيتها العامة و يمنع القروض الدولية.

السؤال الثاني

ما هو الإطار الشرعي للصكوك، لو تبين من فضلك بعض المعلومات عن هيكلية

الصكوك وتصكيكها ؟

" الإطار الشرعي للصكوك هو أنه على عكس مستندات القرض، فهو مدعوم بالأصول، فكل صك هو سند قرض عوض عن أصل واحد وليس عوض من يصدره و الشخص الحامل للصك هو شريك في نفس الأصل؛ مثل الصكوك الإيجار، فإن أي شخص يأخذ عقد إيجار الصكوك هو في الواقع مالك الشيء المؤجر عينا أو منفعة وما إلى ذلك. وأقول حول هيكلية الصكوك بالاختصار، أن في الخطوة الأولى، يجب أن يكون هناك قانون للصكوك، وبعد ذلك يجب أن تكون هناك إعلانات فعالة لجذب الراغبين في الاستثمار في الصكوك، ثم كسب ثقة الناس، وينبغي أن توزع فوائد الصكوك بشكل صحيح على المستثمرين سواء تقوم بإصدارها الشركات أو الحكومة.

ويمكن أن تواجه الصكوك مقاومة كبيرة في الأزمات الاقتصادية وفي الأزمة المالية العالمية التي حدثت في عام 2008م واستمرت حتى 10 و 11 كانت البنوك الإسلامية هي التي أظهرت قدرتها على تحمل الأزمات. " (م 1).

" هذا مرتبط بالهيكل؛ على سبيل المثال عندما يريد الأصل (Originator) إصدار صكوك، يجب عليه إنشاء شركة ذات غرض خاص (SPV)، ثم تقوم شركة ذات غرض خاص فيما بعد بإصدار الصكوك وتحصيل الصندوق وتوزيع الصكوك على المستثمرين وتبيع حتى النهاية، و SPV هي وسيط مالي بين الأصل (Originator) والمستثمر (Investor) بسبب ثقة بشركة ذات الغرض الخاص. " (م 2).

" أنا لا أعرف التصكيك و إطار الصكوك بدقة و لكن أعرف أن كل صك الذي يصدر يتم تسعييره حسب طلب السوق، ولدينا صكوك متميزة (Premium Sukuk) وصكوك خصم

(Discount Sukuk). ووفقًا لتصنيف الدولة، فإن سعر القسط لكل صك الذي يتم إصداره هو 100 وما فوق، وإذا تم إصدار الصكوك في دول أخرى فقد يكون سعرها 95. وتسمى المرة الأولى التي يتم فيها إصدار الصكوك بتخصيص الصكوك (Sukuk Allocation). ولإصدار الصكوك سوقان: السوق الأولى يعني أنه يتم شراؤه مباشرة من الشخص الذي يصدر الصكوك فيها، والسوق الثانوية هي التي يتم فيها التعامل بالصكوك من أي شخص ولأي شخص بشكل عام. ويتم الاحتساب الكامل لربح الصكوك سنويًا ويدفع للعملاء في كل ستة أشهر، وكلما قل أجل استحقاق الصكوك ينخفض سعرها، وأما إذا قد اشترى الصكوك خصمًا فسيكون ذلك أكثر فائدة بالنسبة إلى الصكوك المتميزة. وبعض البلاد الإسلامية و الشركات الخاصة تشتري الصكوك من بلومبرج، وهو تطبيق وبرنامج أمريكي معد للاستثمار والتداول والصرف والعملات، ويوفر أسعارًا للأوراق المالية و العملات محدثة كل لحظة، وإذا كنت ترغب في التسجيل بنفسك، يمكنك شراء الصكوك وبيعها مباشرة منه، وبلومبرج تطبيق وبرنامج مفيد جدًا لأفغانستان لأن السعر فيها ثابت والوسيط لا يمكنه إخبارك بسعر خاطئ. " (س 1).

" (لدينا نوعان من الصكوك: صكوك الشركات والصكوك السيادية) أولاً، فيما يتعلق بهيكل الصكوك الحكومية أو السيادية، إذا اعتبرنا الصكوك الحكومية فيها ثلاث أطراف، أحدها هو المنشئ/ الأصيل، والآخر هو المصدر أو SPV، والآخر هو حامل الصكوك أو مالکها. وبشكل عام في أفغانستان، نريد إصدار الصكوك المؤسسية (Institutional Sukuk)، مما يعني أن المؤسسات المالية فقط هي التي يمكنها إصدارها واستثمارها، وتكون العملية على النحو التالي، أولاً: تحدد وزارة المالية ضرورة وحاجة المشروع للتمويل، وفي المقابل يتم منح الأصل سواء كان حكومياً أو عاماً، ثم يأتي الموضوع إلى SPV شركة ذات غرض (وفي أفغانستان، يمثل البنك المركزي دور SPV. ثانياً: ثم يُعلن للجمهور أو البنوك أن الوزارة المالية تريد تمويل هذا المشروع من خلال الصكوك، ويجب توضيح هيكل الصكوك بأنها إيجار، أو مشاركة، أو استصناع ونحو ذلك.

وأي شخص مهتم يأتي و يشتري الصكوك؛ على سبيل المثال، البنوك (البنوك لديها بالفعل حساب جاري في البنك المركزي) تجمع النموذج ثم تقوم بشراء أي عدد ممكن من الصكوك ، 4، 5، 10، وسعر كل صك معروف أيضاً، إذن يتم تقديم الأموال إلى الوزارة المالية ويتم

مراقبتها بشكل مستمر. ويحدد مقدار اكتمال المشروع ومتى يتم استحقاقه وما إلى ذلك، ومن الممكن أن تعمل إدارات أخرى مثل وزارة الاتصال والثقافة مع الوزارة المالية في هذا المجال كذلك، وعن طريق تلك الوزارة سترسل رسالة إلى الشخص وخبره بأنه أصبح مالك هذا المبلغ من الصكوك، يعني أن هذه الوزارة تساعد الوزارة المالية في مجال التقنية والتكنولوجيا.

وفي البداية نركز على الصكوك المؤسسية هي التي يتم اقتراحها على البنوك، ومن طرق استثمار الأموال الراكدة والفائضة الموجودة في البنوك والتي لا تمثل مجاًلاً استثمارياً لها. فمن ناحية سيتم تنفيذ المشروع وتوفير العمل، ومن ناحية أخرى سيتم توفير فرصة استثمارية لأموال البنوك الراكدة.

ومسؤولة اس بي وي هي أن الملكية الحقيقية للأصل – Underlying Asset – (الأصل المدعوم خلف الصكوك) وإدارته تنتقل من الوزارة المالية إلى SPV، حيث تقوم بجمع الأموال و الوجوه وإدارتها. ولا يقوم المصدر بهذه الأنشطة لأن هناك ثقة كبيرة من قسم البنك الإسلامي في البنك المركزي ومن الناس ب SPV. والبنوك التي اعتمدناها تؤمن فقط بالثقة وليس بالحكومة، و إذا تخلف نفس المشروع عن السداد، يجب على SPV دفع ثمنه. هل يُوضع نفس المشروع قيد الإنشاء كأصل أساسي مدعوم بالصكوك أو أصل آخر؟ كلاهما ممكن ويجوز و لكن في أفغانستان ستوضع أصل آخر وراء الصكوك ولا يوجد أي مشكلة شرعية في هذا الموضوع، على سبيل المثال، نحن نبيع صكوك إصلاح شارع/ طريق هراة وقندهار، ويمكننا أن نضع نفس الطريق كأصل أساسي ومدعوم للصكوك أو أصل آخر مثل مطار كابول. يعني يتم و يجوز وضع المشروع نفسه أوشيء آخر كأصل أساسي مدعوم للصكوك، كما يقال لها الصكوك القائمة على الأصول، والصكوك المدعومة بالأصول. " (س 2)

" في المرحلة الأولى، يجب أن يكون هناك نظام وهو القانون ويجب أن يكون هناك قانونا يساعد في إصدار الصكوك، ويجب أن يكون هناك في جنب القانون شركة ذات أغراض خاصة، ويجب أن يكون لدينا أصل (Asset)؛ لأن هذه الصكوك هي أداة مدعومة بالأصول (Asset Backed Sukuk). كان ينبغي على الحكومة أن تحدد أصولها الخاصة التي تصدر الصكوك مقابلها، وكان يجب إجراء دراسة مالية لمعرفة ما إذا كانت هناك نفس القدرة في أفغانستان التي يمكن للحكومة أن تجمع الأموال الراكدة بعد إصدار الصكوك أم لا؟ والأهم هو تثقيف الناس،

ويجب إعطاء الناس والمؤسسات العقلية القائلة بأن الحكومة الإسلامية ستصدر الصكوك وعليهم شرائها ، ومن المهم للغاية الحصول على الائتمان من الناس. " (خ 1).

وفقا لأراء المستجيبين حول السؤال الثاني، اتفقوا المجيبون في الإطار الشرعي للصكوك على أن حامل الصك في الواقع هو مالك الأصل المدعوم بالصكوك، وأن تستثمر أموال الصكوك في المشاريع المشروعة، وأما ما يرتبط بهيكل الصكوك فإنه ينبغي أن يكون هناك قانون للصكوك، وجذب الراغبين للاستثمار بالصكوك و كسب ثقة الناس بها، ويكون في هيكله الصكوك ثلاثة أطراف: الأصيل، والمصدر و حامل الصكوك. ويجب على الأصيل (Originator) إنشاء شركة ذات غرض خاص (SPV)، إصدار الصكوك بواسطة هذه الشركة، وحصول المال ثم توزيع أرباح الصكوك على المستثمرين بعد ستة أشهر أو سنة أو على حسب الموافقة عليها، ولكن تريد أفغانستان إصدار الصكوك المؤسسية (Institutional Sukuk) يعني يمكن إصدارها واستثمارها حاليا للمؤسسة المالية فقط على سبيل المثال فيتم طرحها على البنوك حتى تستثمر في الصكوك، وسيكون هيكلها في أفغانستان بهذا الشكل، أولا: تعلن الوزارة المالية بأن المشروع يحتاج إلى التمويل ثم يأتي الموضوع إلى شركة ذات غرض خاص (SPV) و هي البنك المركزي الأفغاني ثم يعلن للمجمهور بأن الوزارة المالية تريد تمويل هذا المشروع من خلال إصدار الصكوك و هكذا إلى آخره، و يجب توضيح هيكل الصكوك على أنها على هيكل المضاربة أو الإجارة أو الاستصناع وغيرها وأما في المرة الأولى ستصدر صكوك الإجارة في أفغانستان. وأن الملكية الحقيقية لأصل المدعوم خلف الصكوك (Underlying Asset) تنتقل من الوزارة المالية إلى شركة ذات غرض خاص و هي تقوم بجمع الأول وإدارتها؛ لأن الناس و المؤسسات تثق بها فقط، و هي مسؤولة أمام حملة الصكوك و مستثمريها. يمكن أن يكون نفس المشروع هو الأصل المدعوم للصكوك (Asset Based Sukuk) أو مشروع آخر (Asset Backed Sukuk). المهم للغاية في إصدار الصكوك هو ثقة الناس، والائتمان منهم و تثقيفهم ووعي الجمهور بهذا النوع من التمويل الخاص الجديد.

السؤال الثالث

ما هي أنواع الصكوك وفق نظرك؟

" على حسب علمي، هناك حوالي 14 نوعًا من الصكوك كما ذكر في المعايير الشرعية لأيوبي، وقد يتم دمج بعضها مع بعض ويصبح أكثر من هذا و يقال لها صكوك المهجنة. " (م 1). " من حيث جواز تداولها و عدم الجواز على نوعين: الصكوك القابلة للتداول مثل المشاركة والمضاربة والصكوك غير القابلة للتداول مثل المراجعة وغيرها. وأما من حيث الهيكل هناك أنواع مختلفة من الصكوك والتي تصل إلى ما يقرب من 14 نوعًا وفقًا لمعايير أيوبي. " (م 2).

" وهناك أنواع كثيرة من النواحي المختلفة من ناحية الإصدار و الهيكل و من الناحية الشرعية و غير ذلك، وذكرت قبل ذلك بعض أنواع الصكوك من حيث المصدر (الصكوك السيادية و الصكوك الشركات)، وأكرر أن في السوق الدولية تتداول فقط صكوك السيادية (Sovereign Sukuk) وصكوك الشركات (Corporate Sukuk) وصكوك شبه السيادية (Quasi sukuk) (هي التي تشارك فيها الحكومة والشركة أو الأفراد). كما ذكرت سابقا يشتري البنك الإسلامي الصكوك من السوق الدولي عبر تطبيق وجهاز يسمى بلومبرج، ومن خلال بلومبرج يتم بيع جميع أنواع الصكوك سواء كانت من السوق الثانوية أو ما إلى ذلك. وربما تكون كثرة أنواع الصكوك التي سمعت أنه وصلت في ماليزيا إلى (70 نوعًا من الصكوك) من حيث الشرعية أو تهجينها و أما من حيث الإصدار، هناك ثلاثة أنواع من الصكوك: الصكوك السيادية والصكوك الشركات وصكوك شبه السيادية. " (س 1). " لقد بلغ أنواع الصكوك لأيوبي إلى 14 نوعًا وإذا قام بتهجينها و تركيبها فسوف تزداد. وفي أفغانستان، سنقوم بإصدار الصكوك الإيجارية، والمشاركة والاستصناع فقط، أما صكوك السلم والمزارعة والمضاربة ليست ممكنة في الوقت الراهن. " (س 2). " لها أنواع كثيرة ولكن النوع الجيد جدًا من الصكوك في بقية العالم خاصة عند ما نصدر صكوكًا سيادية هو صكوك الإيجار ومخاطرها منخفضة جدًا. " (خ 1).

وفقًا لإيجابيات المستجيبين حول السؤال الثالث، فإن للصكوك أنواع كثيرة من ناحية الإصدار والهيكل والشرعي، و إنهم اتفقوا على أن الأنواع الأساسية للصكوك ذكرت في أيوبي و هي أربعة عشر نوعا 14، فسوف تزيد بتهجينها أكثر من هذا كما أنه وصلت في ماليزيا إلى

70 نوعاً، وكذلك أشاروا إلى أنواع الصكوك من حيث جواز تداولها وعدم الجواز على أنها على قسمين: صكوك قابلة للتداول مثل المشاركة والمضاربة وغيرها وصكوك غير قابلة للتداول مثل المراجحة وغيرها. ومن حيث الإصدار تنقسم إلى الصكوك السيادية وصكوك الشركات وصكوك شبه السيادة.

السؤال الرابع

هل يمكنك إعطاء بعض المعلومات عن فوائد الصكوك من فضلك؟

" للصكوك فوائد متنوعة ومزاياها الخاصة بالنسبة للدول الإسلامية، و هي تجنب الناس عن البنوك مخافة الوقوع في الربا لأن في الصكوك ليس ربا؛ ولأن المسلمين لا يريدون وضع أموالهم في بنوك مربحة تقليدية واستغلالها (وما يقرب من 7-10٪ من الشعب الأفغاني كانت لديهم حسابات مصرفية في السنوات الماضية).

والميزة المهمة هي أنه عند ما يتم ترويج الصكوك وتأكد الناس من أنها أداة مالية شرعية ولا ربا فيها، يشتري الناس الصكوك بالمال الذي يتم توفيره في منازلهم أو في أماكن أخرى ويقومون بتداول الأموال وتدفعها، ولا شك أن هذا أمر مفيد ومنتج للتنمية المالية، ومهما كانت تدفقات الأموال ستؤدي إلى نمو اقتصادي ومالي أفضل. وكذلك تطورت الصكوك كثيرة في الدول الغربية، وقرأت حكاية في جريدة بي بي سي و أصبحت متفاجئاً للغاية، كُتب أنه عندما كانت الأزمات الاقتصادية والمالية في عامي 2008 و 2010 مستمرة فإن إحدى السيدات الإنجليزيات كانت لها أموالا كثيرة في البنوك الربوية في الهند أخذت هذه النقود وأودعتها في بنك إسلامي، وعندما سألوها عن السبب، قالت: " أريد أن أستخدم أموالي في الأماكن التي أريدها مناسبة لها ولا أريد استخدامها في الطرق المتعلقة بإنتاج الأسلحة والسجائر والكحول، وبالطبع فإن البنك الإسلامي يضمن هذا الأمر؛ ولهذا تصدر الصكوك في تلك الدول بحيث يمكن استخدام أموالها في طرق تكون بصالح الناس ومنافعهم. " (م 1).

" نعم، للصكوك دور كبير على الدول الإسلامية وخاصة أفغانستان؛ على سبيل المثال، فهي تستخدم الأموال الراكدة في ظروف اليوم في أفغانستان حيث تواجه جميع البنوك تحديات عظيمة و مذيلة كما أن لها آثاراً إيجابية في الدول غير الإسلامية كذلك. " (م 2). " إن الصكوك التي اختبرناها في البنك الإسلامي فعالة للغاية ومربحة جداً، ولو أصدرت الصكوك في

أفغانستان هي مفيدة للغاية لتدفق الكثير من الأموال الراكدة والعاطلة في المنازل والبنوك. وفوائدها في المجتمع هي أنها تتدفق الأموال الموجودة الراكدة في المنازل (Idle Money) أو في البنوك (لأن البنك ليس لديه الحق في استثمار 100٪ من أمواله في خارج البلد و يمكننا فقط استثمار 30٪ من الأموال في خارج البلد)، وكذلك يتم استخدامها في حالات مختلفة بما يتماشى مع تقدم المجتمع و تطوره. ولا يوجد أي ضرر في الصكوك (Disadvantage)، وإذا تم شراء الصكوك من الدول التي لم تتخلف عن السداد (Default) مطلقاً وتكون في تصنيف عالٍ دائماً مثل دبي وماليزيا وهونج كونج، أو الدول التي في تصنيف بي وي سي (PVC: Permanent Voter Card) من وجهة النظر السياسي مثل تركيا التي لا تزال أفضل من أفغانستان وباكستان تكون مربحة ومفيدة للغاية، وعند ما نشترى الصكوك منها يكون لديها دخل ممتاز دائماً. ويمكن للمصارف أو المؤسسات المالية شراء الصكوك بشككين، على شكل AFS (Available For Sale) - متاح للبيع - أو على شكل HTM (Held Till Maturity) - يُحتفظ بها إلى تاريخ الاستحقاق -. أما المؤسسة المالية التي لديها السيولة ولا تنقص سيولتها تشتري الصكوك من سنتين إلى عشر سنوات وتدرك أن السيولة لن تنقص (No Shortage of Liquidity)، وإذا تم بيع الصكوك على شكل (محتفظ بها لتاريخ الاستحقاق) فهو الأفضل لأنه سيحصل على ربح حتى إلى نهايته، وإذا اشتراه بخصم على سبيل المثال: اشتراه بسعر 98، وفي حالة احتفاظ إلى تاريخ الاستحقاق، الأصل أنه يصل إلى 100. " (س 1).

" إصدار الصكوك أمر ضروري جداً في الوقت الحاضر، أولاً: لبناء مشاريع البنية التحتية مثل السدود الكهربائية والطرق وغيرها والتي بدونها لا يوجد نمو اقتصادي. ثانياً: عند إصلاح الطريق سيتم توفير العمل وخلق المهن، ثالثاً: يتم استثمار أموال الراكدة (كما تعلم، يتم استثمار أكثر من 70 ٪ من الأموال التي يتم توفيرها في البنوك الإسلامية وغير الإسلامية في خارج البلد) ويلزم منعهم بإصدار الصكوك من الفرار والاستثمار في خارج البلد، رابعاً: تضبط بها السياسة النقدية. " (س 2).

" برأيي ورأي جميع الاقتصاديين الأفغانين، فإن إصدار سندات الصكوك يحتل مكانة كبيرة في النمو الاقتصادي خاصة في الظروف الحالية لأفغانستان، حيث لا توجد المساعدات الخارجية، ودخلنا منخفض جداً، وأعمالنا مغلقة، ونذكر أن هناك أموال راکدة كثيرة موجودة مع الناس و

في البنوك، ويمكننا بجمع هذه الأموال وإنفاقها في مشروع التطوير، فهي ستؤدي إلى نمو اقتصادي ومالي وعند ما تتدفق الأموال، ينمو الاقتصاد ويتم توفير مجال العمل وما إلى ذلك. " (خ 1).

وفقاً لآراء المحييين حول السؤال الرابع، أن للبنوك فوائد مختلفة، ومنها جذب الناس وترغيبهم إلى البنوك حتى يستثمروا فيها فإن المسلمين خاصة في أفغانستان يتجنبون عن الاستثمار في البنوك مخافة الربا وشبهته فيإصدار الصكوك الإسلامية يمكن جذب الناس إليها، ومنها تدفق الأموال التي تؤدي إلى التنمية الاقتصادية، واستخدام الأموال الراكدة و العاطلة في البيوت خاصة في الظروف الحالية في أفغانستان حيث تواجه البنوك تحديات كثيرة و عظيمة والناس يسحبون أموالهم ويدخرونها في بيوتهم مخافة إضاعتها، أو يستثمرونها في خارج البلد، وكذلك تدفق الأموال الراكدة في البنوك حيث لايسمح لها أن يستثمروا أكثر من 30% من أموالها في خارج البلد، لا توجد أي ضرر في إصدار الصكوك ولها دخل ممتاز بل يساعد أكثر في تقدم المجتمع في مجالات مختلفة خاصة لو تم شراؤها من الدول التي في التصنيف العالية في هذا المجال مثل ماليزيا، دبي، تركيا، هونج كونج، وغيرها. وكذلك يساعد إصدار الصكوك على كثرة السيولة.

وإصدار الصكوك أمر مهم في الوقت الراهن في أفغانستان لبناء مشروعات البنية التحتية مثل بناء سدود الكهرباء، وإصلاح الطرق التي تفضي إلى نمو اقتصادي وتوفير العمل حيث قللت مساعدات الخارجية، وأصبح الدخل منخفضاً، وازدادت البطالة، وكذلك ستنفق حصيلة الصكوك في مشروع التطوير وغيرها. والفائدة العظيمة هي ضبط السياسة النقدية في البلد.

السؤال الخامس

ما هي إحدى الفوائد المحددة للصكوك خاصة في أفغانستان في إزدهار الاقتصاد وإنعاشه؟

" الميزة الأكثر أهمية في بلدنا هي أنها تجعل الأموال التي تم توفيرها في البيوت أو في البنوك تتدفق، ثم تفضي إلى التطور المالي. " (م 1). " نعم، هناك فوائد كثيرة، منها جذب الممتلكات والمال، والنمو الاقتصادي، واستكمال عجز الميزانية العامة، وإذا كانت لدينا مشاريع كبيرة ولكن ليس لدينا أموال لها، فيمكننا القيام بذلك من خلال هذه الأداة المالية الإسلامية. " (م 2).

" ولو أصدرت الصكوك في أفغانستان، و هي مفيدة للغاية خاصة لتدفق الكثير من الأموال الراكدة والعاطلة في المنازل والبنوك. " (س 1).

" إيجاد السيولة وخلق فرص العمل. " (س 2). " توفير مجال الانشغال، وتدفع الأموال، والقضاء على الفقر عن طريق خلق فرص العمل. " (خ 1).
وفقاً لإجابات المستجيبين حول السؤال الخامس، فإن الميزة المحددة للصكوك في أفغانستان هي تدفق الأموال، جذب الممتلكات واستثمارها في المشاريع المشروعة، استكمال عجز ميزانية العامة، إيجاد السيولة وخلق فرص العمل، والقضاء على الفقر وغيرها.

السؤال السادس

بحسب وجهة نظركم الموقرة، أي واحد من هذه الموارد التالية من أهم المزايا لإصدار الصكوك وتدوالها؟

- 1: زيادة السيولة و تقليل التضخم.
 - 2: تخفيض عجز الموازنة العامة.
 - 3: توفير فرص الاستثمار لصغار المستثمرين.
 - 4: أفضل بديل للسندات في البنوك التقليدية.
- " الخطوة الأولى هي السيولة ، والخطوة الثانية هي دعم الميزانية الحكومية ، والخطوة الثالثة هي تشغيل رؤوس الأموال الصغيرة. " (م 1). " كل ما ذكرتها مزايا وخصائص مهمة للصكوك، أما الهدف الأكبر عندي أو دورها المهم هو توفير الاستثمار لصغار المستثمرين. " (م 2).
- " المزية الأولى هي السيولة (الأموال الراكدة أو الفائضة) و أما توفير فرص الاستثمار لصغار المستثمرين والبديل عن السندات فكذلك يكون سبباً لإصدار الصكوك و لدينا استثمارات مختلفة مثل الوديعة والوكالة وغيرها إلا أن الدخل الذي يحصل من الصكوك يستخدم غالباً للسيولة في العالم. وأما مسألة تقليص عجز الموازنة العامة، فيلزم أن نقول أنه لا يمكننا استخدام الصكوك أبداً لتخفيض عجز الموازنة العامة إذا لم تكن هناك السيولة، وكذلك تكون إتاحة الفرص لصغار المستثمرين في حالة الصكوك السيادية والصادرة عن الحكومة فقط؛ لأن المؤسسة المالية تعتبر إتاحة السيولة فقط، وكذلك لن يستثمر المستثمرون لو لم تكن هناك إتاحة السيولة إذن فالمزية الأولى على أي حالة هي السيولة؛ لأنه يلزم أن يكون لديك إتاحة السيولة حتى تقترح الاستثمار في الصكوك إلى الوزارة المالية وهي ترشدك إلى الاستثمار في الصكوك.

نعم، تعتبر الصكوك أفضل بديل للسندات أيضاً كما قلت و مع ذلك السيولة هي الهدف الغايي لإصدار الصكوك، مثلاً في السوق الدولية، يمكنك أن تجد من يمنحك صندوقاً جيداً يسمى الرافعة المالية (Leverage)، ومنحك هذا الصندوق بسعر منخفض، على سبيل المثال: نحن في البنك الإسلامي أخذنا أكثر من مائة مليون دولار صندوقاً أموالاً من بنوك ودول أجنبية وهذا شرف لأفغانستان، واشترينا صندوق بقيمة مائة مليون دولار على شكل مراجعة يسمى (Master Commidty Murabahah)؛ لأن هناك شركات في العالم التي تحتاج إلى الأموال والسيولة والقيام بالأعمال وهي تقول للبنك أو المؤسسات المالية: قم بشراء الأمتعة من أجلي ثم سأبيعها لشخص آخر وأحتاج إلى هذا المبلغ الكبير. نحن في البنك الإسلامي الأفغاني أخذنا قرضاً (الرافعة المالية) بقيمة مائة مليون دولار وأعطيناهم مبلغاً ضئيلاً من الربح ثم مرة أخرى اشترت بهذا الصندوق الصكوك في نفس المؤسسة المالية، وأنا اشترت بهذا المال الصكوك من الذين يحتاجون للسيولة ودفعت لهم على أقساط، وما زالت السيولة هي الهدف النهائي. " (س 1).

" كل أربعة التي ذكرتها ممكنة خاصة لتقليص عجز الميزانية العامة أو السياسة المالية (Fiscal Policy) التي تعاني عنها أفغانستان في الوقت الراهن. " (س 2).

" برأيي، تلعب جميع الخيارات الأربعة دوراً مهماً حتى تصدر الصكوك لأجلها لكن في الوضع الراهن ومن المهم توفير الاستثمار لصغار الرأسماليين من الحصول على الأموال الراكدة واستغلالها على الرغم من أهمية جميع الخيارات الأربعة. " (خ 1).

وفقاً لإجابات المحبين حول السؤال السادس في مجال الميزة الأساسية للصكوك في أفغانستان، واتفقوا على أن توفير الاستثمار لصغار المستثمرين هو من الميزات لإصدار الصكوك في أفغانستان، وعند بعضهم هو من الميزات الأساسية، وعلى رأي بعض من المتخصصين الميزة الأولى هي ازدياد السيولة، ثم تقليص عجز الميزانية العامة ثم توفير الاستثمار لصغار المستثمرين، وعند بعضهم الميزة الرئيسية هي السيولة (الأموال الراكدة أو الفائضة)؛ لأن الهدف الأول في العالم من استخدام الصكوك هو ازدياد السيولة فقط، وأما التقليص لعجز الموازنة العامة فلو لم تكن السيولة فلا يمكن استخدام الصكوك لتقليل عجز الموازنة العامة، وإتاحة الفرص لاستثمار صغار المستثمرين كذلك لو كانت هناك الصكوك السيادية أو الحكومية، وهذا الاستثمار يتوقف على السيولة كذلك؛ لأنه لن يستثمر المستثمرون لو لم تكن السيولة متوفرة هناك كما أن البنك

الإسلامي اشترى بمائة مليون دولار الصكوك من الذين يحتاجون للسيولة ثم دفع لهم بالأقساط، و هي بديلة شرعية للسندات أيضاً، وتؤثر على ضبط السياسة المالية للحكومة في نفس الوقت. وفي النتيجة نقول أنهم اتفقوا على أن هذه الموارد المذكورة كلها من ميزات الصكوك ولكن اختلفوا في تفضيل بعضهم على الآخر في العصر الراهن في أفغانستان.

السؤال السابع

من يصدر الصكوك، ومن هي الجهة المسؤولة عن إصدارها في أفغانستان ولماذا؟

" ومن الواضح أن في المرة الأولى البنوك هي التي تتخذ إجراءات في هذا المجال، وتصدر صكوكاً بناءً على طلب الشركات المحتاجة للتمويل كمؤسسة وسيطة بين أصحاب رأس المال ومن يحتاجون إليه، كما يمكن للشركات المساهمة الكبيرة إصدار الصكوك بنفسها كذلك، ولكن في أفغانستان تبذل جهود كثيرة للقيام بإصدار الصكوك في المرحلة الأولى من قبل وزارة المالية الأفغانية و البنك المركزي الإسلامي (د أفغانستان بنك) من أجل الترويج بها بين الناس ثم يمكن إصدارها في المراحل الآتية بواسطة المؤسسات والبنوك الأخرى. ولا تزال وزارة المالية وبنك د أفغانستان تعملان بالتوازي، ولكن يتم بذل المزيد من الجهود لوضع عبء إصدار الصكوك على بنك Da Afghanistan في المرحلة الأولى حتى تتم ترقية الصكوك وتطورها، والسبب هو أن د أفغانستان بنك كانت تصدر مستندات مثل مستندات القرض المسماة (Capital Note)، والتي كانت لثلاثة أشهر وستة أشهر وسنة واحدة. ومن المهم أنه كانت تلعب مستندات الديون كإحدى أدوات السياسة النقدية في أفغانستان دوراً مهماً للغاية في النمو الاقتصادي، نظراً لعدم وجود مستندات قروض أخرى ولا صكوك، فقد أرادت الحكومة مراقبة تدفق الأموال داخل البلاد من خلال التعامل بهذه الورقة المالية (Capital Note)؛ إذن تصدر الصكوك في أفغانستان (البنك المركزي الأفغاني) كإحدى أدوات السياسة النقدية كذلك. وفي المستقبل يجب أن يتم الترويج بها وأن تشارك في إصدارها بنوك ومؤسسات إنتاجية كبيرة أخرى. ولا توجد سندات القروض في الوقت الراهن، و لكن هذه الورقة المالية (Capital Note) التي كانت نوعاً من مستندات القرض، كانت تعامل بها انحصاراً بين البنك المركزي والبنوك التجارية الأخرى التي حصلت على الفوائد الربوية ولم تكن التعامل بها بين الجمهور. " (م 1).

" الجهة المصدرة الصكوك الآن هي الوزارة المالية والبنك المركزي؛ لأنهما مسئولتان عن التنمية الاقتصادية والتطوير المالي والسياسة المالية في البلد، و لما تطور الصكوك ستسمح للشركات الكبيرة والبنوك إصدارها كذلك. " (م 2).

" قبل أن نقول من يصدر الصكوك يقال: أن لدينا نوعان من الصكوك أحدهما صكوك سيادية والآخر صكوك مؤسسية أو الشركة. تصدر الصكوك السيادية من جانب الحكومة وفق القانون والأنظمة المعمول بها لدى الوزارة المالية أو البنك المركزي، ولا يمكن لأحد إصدارها، حتى ولا يمكن للبنك المركزي إصدارها إلا بتوجيه من الوزارة المالية؛ لأن الصندوق أو التمويل أو الرأس المال من متطلبات الوزارة المالية لتطوير مشروع أو منتجاته المطلوبة، والوزارة المالية تقوم بتحصيل الصندوق (رأس المال) و جمعها للضرورة؛ على سبيل المثال، إذا واجهت الحكومة نقصاً في السيولة (lack of liquidity)، فإنها تصدر صكوكاً لتحصيل الصندوق ورأس المال، وتستثمر رأس المال أو الصندوق الاستثمارية في المكان الذي تريده، فالنتيجة أن الحكومة هي التي تصدر هذه الصكوك لمطالباتها وربحها أو تصدرها الشركات أو الكيانات القانونية الأخرى المملوكة بالكامل للدولة.

والآخر صكوك الشركات (Corporate Sukuk) وهذا النوع بنفسه على نوعين: أحدهما فيه مشاركة الحكومة مع المؤسسة يعني أن الحكومة شريكة مع المؤسسة في إصدار الصكوك؛ مثلاً تصدر الصكوك في بعض الدول من قبل كبار رجال الأعمال الحاصلين على ترخيص من البنك المركزي، أو من جانب بعض البنوك التي لديها ترخيص من البنك المركزي، أو من جانب الشركات الكبيرة التي تثق بها الحكومة و لها سمعة طيبة ولم تتخلف عن السداد لمدة 20 عاماً أو 30 عاماً؛ على سبيل المثال، شركة طيران الإمارات (Emirates Flight Company) شركة كبيرة تسافر طائراتها في جميع أنحاء العالم وتصدر الصكوك في بعض الأحيان بالمشاركة مع الحكومة بنحو 50٪، وأحياناً تصدر الصكوك بإنفرادها و تحصل على الموافقة من البنك المركزي أو الوزارة المالية. أما في السوق الدولية، الطلب على الصكوك السيادية أعلى وأكثر بالنسبة إلى الصكوك الشركة؛ لأن هناك ثقة أكبر بها يعني أي أنها جديرة بالثقة، وبما أننا لا نصدر صكوكاً في أفغانستان فإننا نحاول شراء الصكوك السيادية ونثق بها. إضافةً على ذلك، فإن الصكوك التي أصدرتها الحكومة (الصكوك السيادية) لها تصنيف أفضل ولكن ربحها و قسيمتها منخفضان للغاية

وسعرها مرتفع، أما الصكوك الشركات ربحها مرتفع ومخاطرها أكثر. أما الإدارة المسؤولة للإصدار في الوقت الراهن هي الوزارة المالية الأفغاني والبنك المركزي في أفغانستان، حيث يتم تمويل الصندوق والطلب من قبل الوزارة المالية، وأما البنك المركزي فسوف يقوم بجانبه التشغيلي فقط؛ لذلك فإن مسؤولية الوزارة المالية هي إصدار الصكوك لصناديق التحصيل وما إلى ذلك. " (س 1).

" كما ذكرت سابقاً، أن الصكوك على نوعين: أحدهما الصكوك الشركات التي يصدرها كل شخص والشركة والبنك و المؤسسات المالية بعد الترخيص من الوزارة المالية أو البنك المركزي و هو المصدر، والآخر هو الصك السيادي وهناك المنشئ هو الوزارة المالية والمصدر وهو اس بي وي والثالث هو صاحب الصكوك أو حامله وهو البنك المضيف أو الجمهور العام. وأفغانستان في بداية الأمر حالياً كما افترض، الإدارة المسؤولة هي الوزارة المالية مع البنك المركزي. " (س 2).

" نحن لم نقيّد القانون عند ما نكتب القانون بل نضع قانوناً مفتوحاً لأي شخص يمكنه إصدار صكوك ومع ذلك إذا أصدرت الإدارات الحكومية صكوكاً، فإن الوزارة المالية وحدها هي التي تصدرها كممثل لها، ومن ناحية أخرى، يمكن لشركة خاصة، والبنوك والبنك المركزي إصدار الصكوك، ولكن إذا قامت الإدارات الحكومية بإصدارها، فيجب أن يتم إصدارها بواسطة الوزارة المالية. " (خ 1).

وفقاً لأراء المستجيبين حول السؤال السابع، فإن في القانون الذي على وشك الموافقة عليه ولم يدون بعد لم يقيد في تسويده المصدر المعين والمحدد بل كل شخص يمكنه إصدار الصكوك لو كان متأهلاً للمتطلبات والشروط الذي ذكر في القانون، وعلى رغم ذلك اتفقوا على أن في الوقت الحالي إذا أرادت الحكومة إصدار الصكوك لتنمية مشاريعها تصدرها الوزارة المالية مع البنك المركزي؛ لأنهما مسؤوليتن عن التنمية الاقتصادية والتطوير المالي وضبط السياسة المالية والنقدية في البلد. وفي الوضع العادي على رأيهم البنوك هي التي تصدر الصكوك كمؤسسة وسيطة بين أصحاب المال والمحتاجين للتمويل، وكذلك البنك المركزي والشركات الكبيرة الخاصة يمكن لها إصدار الصكوك، وأما في أفغانستان تحاول وزارة المالية الأفغانية مع البنك المركزي الأفغاني متوازي أن تصدر الصكوك.

والحاجة الماسة الآن للبنك المركزي لأنها كانت تنشر مستندات القرض (Capital Note)

وكانت التعامل بهذه الورقات بين البنك المركزي والبنوك التجارية الأخرى لا بين الناس، والآن لا

تجده هذه الاوراق المالية التي كانت تمثل سندات القرض، والآن لا تنشر؛ ومن ثم اتخذت القرار على أن تصدر الصكوك بدلا عنها وعن السندات كأحد الأدوات المالية الإسلامية الجديدة وفي المستقبل يمكن أن تشارك في إصدار الصكوك المؤسسات الكبيرة الإنتاجية وغيرها. وعلى رأي بعضهم إصدار الصكوك يتعلق بنوعيه، بما أن الصكوك من ناحية الإصدار على نوعين، الصكوك السيادية والصكوك المؤسسية، فإن الأولى تصدرها الحكومة فقط و تمثل عنها الوزارة المالية الأفغانية أو البنك المركزي وفقا للأنظمة واللوائح المعمول بها لديها؛ لأن الحكومة هي التي تمويل المشاريع الخاصة بها عن هذا الطريق وكذلك لو واجهت الحكومة نقضا في السيولة لا اتخذت القرار على إصدار الصكوك لتقليلها عن طريق جمع الأموال واستثمارها، ويمكن أن يصدرها الشركات التي المملوكة بالكامل للدولة.

وأما الصكوك الشركات لو كانت الحكومة شريكة مع المؤسسة في إصدارها فيمكن إصدارها بواسطة رجال الأعمال الذين لديهم الترخيص من البنك المركزي وكذلك البنوك بهذا الشرط أو الشركة الكبيرة التي تثق بها الحكومة ولها سمعة طيبة، و غالبا تكون الحكومة شريكة مع المؤسسة خمسون بالمائة 50%، وأحيانا تصدر الصكوك المؤسسة بانفرادها لم لو تكن الحكومة شريكة معها، وتم الموافقة عليها من البنك المركزي أو الوزارة المالية الأفغانية. وجدير بالذكر أن السوق الدولية تهتم كثيرا على الصكوك السيادية بالنسبة إلى الصكوك المشاركة؛ لأنها لها تصنيف أفضل وأحسن من ناحية وكذلك للثقة بها وإن كان ربحها منخفض وسعرها مترفع، وأما الصكوك الشركة ربحها كثير ومخاطرها أكثر والثقة بها أقل.

السؤال الثامن

ما هو أكبر تحدٍ ومشكلة في مجال إصدار الصكوك في أفغانستان في الوضع

الراهن، وفق نظرك؟

" المشكلة الكبيرة أنه يجب إقناع الناس بأن الصكوك التي يتم إصدارها هي أداة مالية إسلامية ولا يوجد فيها ربا، ولا اختلاس، ولا غرر ولا خيانة، يعني أن حصول ثقة الناس أمر مهم للغاية في إصدار الصكوك في أفغانستان." (م 1).

" هناك الكثيرة من التحديات، منها عدم الإعلان العام عن الصكوك حتى المستثمرون لا يعلمون عنها شيئاً يعني عدم وعي الجمهور، وقلة الخبراء، وعدم وجود قوانين وأنظمة، المشكلة الرابعة هي المشكلة الفقهية في أفغانستان فإن معظم العلماء يتبعون المذهب الحنفي، وعند ما يسألونهم (علماء الشريعة) عن هذه الأمور المعاصرة والجديدة وتناقشهم و هم لا يقبلونها. والسبب الكبير هو أن العديد من الإصدارات الجديدة لا تتفق مع الفقه الحنفي ولا يقبلها العلماء ولا سيما العلماء القدامى، وهذه تحديات كبيرة فيما يتعلق بإصدار الصكوك في أفغانستان. " (م 2).

" الإجابة: التحدي الأول هو أن السياسة المراقبة (Monitoring Policy) هي ضعيفة للغاية في أفغانستان. والتحدي الأساسي الثاني هو أن الناتج المحلي الإجمالي لبلدنا لا يمكن أن يفي مطلقاً بمتطلب 2% بالمائة الذي تحتاجه أفغانستان. التحدي الثالث أنه لا تغطي الميزانية السنوية العامة في أفغانستان جميع القطاعات الحكومية حتى لا تغطي إدارة واحدة من إدارتنا العسكرية فقط، و من ناحية أخرى و مازلنا غير قادرين على الخروج من الفقر. وإذا حاولت بلادنا إنتاج التعدين واستخراج المناجم المختلفة، وتزيد صادراتها مقارنة بالواردات؛ فعلى سبيل المثال، (نحن نستورد 60 ٪ من المنتجات الزراعية من الخارج مع أن لدينا قدرة 100٪ على الاكتفاء الذاتي). وتقوم الوزارة المالية والبنك المركزي بتحصيل الضرائب والإيرادات الحكومية وما إلى ذلك على وجه الأحسن، وبعد ذلك سنكمل ما يقرب من 80٪ من الميزانية العامة ويمكننا إكمال الـ 20٪ المتبقية من الميزانية العامة من خلال إصدار الصكوك وتداولها. فخلاصة المشكلة الرئيسية في إصدار الصكوك: أولاً: لسنا مكثفين ذاتياً. ثانياً: لدينا صادرات ضعيفة جداً. ثالثاً: نستورد 95٪ من البضائع التي نحتاجها من دول أجنبية. رابعاً: سياستنا في المراقبة ضعيفة جداً. " (س 1).

" أولاً: الخطر السياسي أو عدم الاستقرار السياسي؛ لأن الصكوك مدتها طويلة تبدأ من ثلاث سنوات والآن إذا استثمرت الصكوك في ثلاث سنوات فلا يعرف ما إذا كانت الحكومة القادمة ستقبلها أم لا أي أنه ليست هناك ثقة سياسية في أفغانستان إلى الآن. ثانياً: لا يوجد إعلان عام ووعي عام، مما يعني أنه لا توجد توعية مالية للجمهور حول الصكوك. ثالثاً: حتى الآن لم تشعر الحكومة والناس بالحاجة إلى إصدار الصكوك لأنه كانت هناك الكثيرة من

المساعدات الدولية والمتبرعين، لكن الآن توقفت المساعدات الدولية و التبرع من المتبرعين؛ لذا تشعر الحكومة و الشعب بإصدار الصكوك. " (س 2). " أولاً، ما كانت في أفغانستان الاستقرار السياسي والاقتصادي الجيد منذ زمن بعيد، والشيء الآخر هو أنه في السنوات العشرين الماضية (كانت دولة أفغانستان تعتمد على المساعدات الخارجية) وتلقت الحكومة الكثير من المال و أصبحت كسولة ولم تعتني بإصدار الصكوك، وعند ما أدركت الحكومة أن هذه المساعدات الخارجية توقفت ولم تستمر، اضطرت إلى أخذ وثائق قروض تقليدية (السندات)، ثم بعد مضي زمان اعتقدوا: على أن أفضل خيار لتمويل المشاريع و التنمية الالية هو إصدار الصكوك و هي خالية من الربا ولها فوائد كثيرة. " (خ 1).

وفقاً لأجوبة المجهين حول السؤال الثامن، هناك تحديات كثيرة أمام إصدار الصكوك في أفغانستان، والتي اتفقوا فيها هي عدم الاستقرار السياسي و الاقتصادي في أفغانستان، يعني ليس هناك ثقة سياسية لبقاء الحكومة ونظامها؛ لأن أقل مدة إصدار الصكوك لثلاثة سنوات علي سبيل المثال فلا نتثق على النظام السياسي الحكومي هل هو يبقى إلى نهاية هذه الفترة أم لا، وبعد سيطرة النظام السياسي الأخرى هل يقبل هذه الأداة الجديدة المالية أم لا، وكذلك اتفقوا على أنه ليس في أفغانستان إعلان عام وتوعية مالية في مجال الصكوك حتى لايعلم المستثمرون منها شيئاً، مع أن كسب ثقة الناس بالصكوك وإقناعهم على أنها أداة مالية إسلامية ليس فيها ربا، ولا غرر ولا أي ممنوع شرعي أخرى، أمر مهم للغاية. ومن التحديات عند المتخصصين هي قلة الخبراء و المتخصصين و الممارسين ، وعدم توفر قانون والأنظمة واللوائح في هذا المجال، ومنها تتابع الناس عن المذهب الحنفي والحال أن كثيرة من هذه الإصدارات الجديدة لا تتفق مع الفقه الحنفي ولا يقبلها العلماء الأحناف. وكذلك عدم الاكتفاء الذاتي - علي سبيل المثال نستورد 60% من المنتجات الزراعية مع أن لدينا قدرة 100% حتى نكتفي بها ذاتياً ونبدأ بإصدارها إلى دول أجنبية- والصادرات الضعيفة حيث نستورد 95% من البضائع من دول أجنبية. وضعف السياسة المراقبة و الناتج المحلي الإجمالي حيث لا يفي بمطلب 2% مما تحتاجه أفغانستان، وعجز الميزانية السنوية - علي سبيل المثال لو قامت الوزارة المالية و البنك المركزي بجمع الضرائب و الإيرادات الحكومية على وجه أحسن، وهذا يكمل حوالي 80% من الميزانية العامة ويمكن إكمال 20% المتبقية من خلال إصدار الصكوك-. ومن التحديات في هذا المجال

هي اعتماد الدولة على المساعدات الخارجية ولم تشعر بالعجز المالي، وعند ما أدركت أن هذه المساعدات الدولية لم تستمر وتكون مؤقتة اضطرت إلى الاقتراض بالسندات الربوية؛ لذا تحتاج الحكومة إلى إصدار الصكوك للإنعاش المالي والتنمية الاقتصادية.

السؤال التاسع

لقد أشرت إلى عدة تحديات ما هي التحدي الأكثر فعالية في هذه الحالة أمام إصدار الصكوك في أفغانستان؟

الف: عدم الاستقرار السياسي.

ب: قلة المتخصصين والخبراء في الصكوك.

ج: عدم وجود قانون محدد للصكوك.

د: عدم الاستقرار الاقتصادي.

" التحدي الأكثر فعالية هو عدم وجود القانون المدون في هذا المجال حتى الآن؛ لأن أول ما يجب القيام به هو سن القانون وتدوينه، وكذلك ينبغي أن يكون هناك عدد كبير من الخبراء والمتخصصين في مجال إصدار الصكوك والإعلان بها لجذب الناس للاستثمار فيها. " (م 1). " يمكن أن تكون هذه الأمور الأربعة كلها عقبات و تحديات أمام إصدار الصكوك، باستثناء العقبة الأولى وهي عدم الاستقرار السياسي، وهي العقبة الكبيرة و التحدي الكبير. " (م 2).

" أنا أفضل منها عدم الاستقرار السياسي وعدم الاستقرار الاقتصادي لأن كل واحد منهما يلزم الآخر، ولا ينفك أحدهما عن الآخر، والشيء الآخر الذي يكون على رأس هذه الأمور ويمكنك أن تضيفه هو أن (اختلاف الشعب الأفغاني تجعلنا غير قادرين على إدارة هذه القضايا الأربع). " وتتطلب مهنة الاقتصاد أن يشارك المرء الاقتصادي في السياسة أيضا لفهم التغيرات الاقتصادية والمالية في العالم، وأسعار العملات وما إلى ذلك وخاصة أولئك الذين يعملون في وزارة الخزانة (Treasury-)، وكذلك تدخل السياسات الخارجية تسببت في حدوث الاختلافات بين الشعب الأفغاني في أفغانستان". وإذا كان الحلف والاتحاد في أفغانستان ولم يكن

هناك تدخل أجنبي فإن الليثيوم في ميزانية أفغانستان فقط هو الذي يساوي ميزانية المملكة العربية السعودية. " (س 1).

" عندي عدم الاستقرار السياسي، أما قلة الخبراء لا أقبل، لأنه لا يوجد نقص وقلة في الخبراء بل هناك نقص في التثقيف المالي، وليس نقص الخبراء؛ لأن هناك العديد من الخبراء في الوزارة المالية والبنك المركزي، يعني يكفي عشرة خبير لإصدار الصكوك وهم موجودون الآن الحمد لله. لقد وضعنا تنظيم/ لائحة الصكوك مع الإسراء ولكنه كان في السابق مع سياق الحكومة السابقة الجمهورية والآن هو في سياق الإمارة الإسلامية، ويجب أن يكون كل كلمة منه إسلامية ومتوافقة مع الفقه الحنفي. " (س 2). " كلها تحديات أمام إصدار الصكوك ولكن المهم و الأكثر تحدياً هو أنه لا يوجد قانون محدد للصكوك. " (خ 1).

حسب إجابات المستجيبين حول السؤال التاسع، إنهم اتفقوا على أن كلها هذه الموارد المذكورة من التحديات العظيمة لإصدار الصكوك في أفغانستان، وأما التحدي الكبير لإصدارها الآن هو عدم الاستقرار السياسي في أفغانستان، وكذا عدم الاستقرار الاقتصادي لأنهما متلازمان ولا يمكن وجود أحدهما بدون آخر، وعلى رأي بعضهم أن التحدي الخطير هو عدم وجود القانون المحدد في مجال الصكوك إلى الآن؛ لأن المنتجات والخدمات المالية لا يمكن إنتاجها وتقديمها بلا قانون مدون الذي أحاطها من الناحية القانونية والهيكلية وإلا سيحكم الفوضى في المجتمع الإنساني.

وعند بعض قلة الخبراء والممارسين في هذا المجال، وبعضهم رفضوا هذا التحدي وقالوا : هناك يوجد هناك خبراء ومتخصصون كثيرون، والتحدى هو عدم القانون واللوائح المتوافقة مع المذهب الحنفي، وفي النتيجة أقول، كلها من التحديات والخطير هو عدم الاستقرار السياسي الذي لا يمكن التطوير المالي بدونه.

السؤال العاشر

هل يوجد قانون خاص بالصكوك في أفغانستان أم لا؟ و إلا، فلماذا؟

" تم العمل على القانون وتم ترتيب مشروع قانون، ولكن للأسف الشديد لم يتم الانتهاء منه لدلائل. حسب ما أعلم، أن في عام 2016 عملت الوزارة المالية الأفغانية وبنك د

أفغانستان (البنك المركزي الأفغاني) كثيرة في هذا المجال لمدة خمس سنوات، ولكن لم يتم الانتهاء منه ولم يتم الموافقة عليه، والسبب هو أن الحكومات الماضية لم تعول على هذه القضية ولم تعني بها، ولكن الآن حكومة الإمارة الإسلامية تعمل بجد على تدوين قانون الصكوك و إصدارها" (م 1). " لا، حتى الآن لا يوجد قانون محدد في هذا المجال إلا أن مشروع قانون الصكوك موجود ومعد للموافقة والقبول، والسبب في عدم الموافقة على القانون في الماضي هو قلة الخبراء وعدم الإرادة السياسية في هذا المجال" (م 2).

" لا، ليس هناك قانون خاص في هذا المجال؛ فلهذا لأول مرة اقترح البنك الإسلامي الأفغاني التعامل بالصكوك من الدول الأجنبية على البنك المركزي وحصل على الموافقة عليه، يعني سمح للبنك الإسلامي الأفغاني الشراء بالصكوك من الدول الأجنبية وبدأت التعامل بالصكوك. وعلى حد علمي، كان أول شراء وبيع للصكوك من قبل البنك الإسلامي ثم بنك عزيزي، وكما ذكرت سابقاً بدأنا في شراء وبيع الصكوك من خلال وسيط، حيث يشتري السماسرة لنا (Brokers)، ونحن نتحقق من التصنيف في بلومبورغ، والسماسرة يأخذ عمولته وفقاً للعقد فقط ولا يكون شريكاً مع البنك الإسلامي، وكذلك لا يستطيع الوسيط أن يخبرنا بالخطأ؛ لأن السعر ثابت ومعروف في العالم وندفع له نسبة مئوية من العمولة فقط. وفي نهاية نظام الجمهورية الأفغانية، بدأ البنك المركزي مع الوزارة المالية الأفغانية في وضع القواعد واللوائح الخاصة بالصكوك ولم يتم صياغتها و تدوينها بعد" (س 1).

" نعم، في نهاية الحكومة الجمهورية تم الانتهاء من مشروع القانون، وكان المبدأ هو اكتمال المراحل الإجرائية للقانون و هو أن يذهب القانون أولاً إلى وزارة العدل الأفغانية ثم إلى مجلس النواب ثم يوافق عليه رئيس الدولة. أعدنا مشروع القانون بالتعاون مع مؤسسة إسراء من ماليزيا، ثم أرسل مشروع القانون إلى وزارة العدل الأفغاني وفي نفس الوقت سقط النظام الجمهوري. ولقد بدأ العمل الآن حيث تتم مراجعة كل شيء وتعديله إلى آخره كما ذكرت سابقاً" (س 2).

" لقد عقدنا اتفاقية مع شركة ماليزية إسراء (ISRA)، وهم قاموا بصياغة القانون باللغة الإنجليزية وقمنا بترجمته إلى الفارسية والبشتو. وحالياً، أنشأنا مجلساً لرسم المصادر الشرعية لهذا القانون بحيث يكون متوافقاً مع الفقه الحنفي، وبعد ذلك يعرض هذا القانون إلى مجلس الوزراء لإقراره، يعني أن القانون شبه مشروع ولا يكون مدوناً بعد، ويتعلق إكمال مراحل القانون بالوزارة

المالية و البنك المركزي الأفغاني. وتشكلت لجنة في هذا المجال، وكل يوم تعمل عليه هذه اللجنة لتجعله متوافقاً مع الشريعة الإسلامية، وتشكل هذه اللجنة من فريق من المفتين يعمل على هذا القانون من الناحية الشرعية. ومن جانب آخر، يعمل الفريق الفني في الوزارة المالية حالياً مع الفريق الفني في البنك المركزي في مجال التقنية والتكنولوجيا في هذا المجال. والخطوة التالية بعد هذه اللجنة هي أن يرسل هذا القانون إلى أكاديمية العلوم الأفغانية، ويؤخذ رأيهم ثم إلى وزارة العدل الأفغاني ثم إلى أمير المؤمنين للموافقة عليه. ونحن الآن، نعمل على قانون الصكوك بجد، ثم سننشئ نظاماً أو قانوناً لكل نوع من أنواع الصكوك مثلاً: للإيجار، والمضاربة، والمشاركة، والاستصناع وغيرها. ووفقاً لطبيعة المشروع والوقت سنصدر الصكوك الجيدة وتداول بها " (خ 1).

" وقعت اتفاقية عام 2019 وكانت هذه الاتفاقية من مرحلتين: المرحلة الأولى: هم سيقرون القانون معنا ويدونونه. والمرحلة الثانية: سيتعاونونا في تنفيذ القانون، ويصدرون سنيين من الصكوك امتحاناً حتى نتمكن من استخدامها. اكتملت المرحلة الأولى وظلت المرحلة الثانية غير مكتملة لتفشي كورونا والتحولت السياسية، وبعد ذلك ما تواصلنا معهم عند حدوث تطورات سياسية " (خ 1).

" لا، لسنا على تواصل مع إسرائ، لكن الحكومة تريد التواصل معهم لأن اتفقتها لم تكتمل بعد وعلى الوزارة المالية التواصل معها. وكنا على تواصل معهم في عام 2019 و 2020 و 2021 وقبل التطورات السياسية، وهم يرسلون بعض رسائل البريد الإلكتروني، لكننا ننتظر الاستعداد هنا؛ لأن المرحلة الثانية لن تكتمل إلا بعد إقرار القانون. " (خ 1).

" قديماً وسابقاً، قبل حوالي عشرين أو ثلاثين عاماً كان هناك قانون يتعلق بالصكوك؛ على سبيل المثال : كل من اشترى أشياء مثل القرطاسية وغيرها، كانت الحكومة تحصل على نسبة مئوية من الضرائب منها. وفي وقت لاحق، عندما صدر قانون ضريبة الدخل عام 1967، ألغوا به قانون الصكوك. ومرة أخرى، منذ ما يقرب من 6 سنوات خلال الفترة الجمهورية قدمت الوزارة المالية الأفغانية خطة وفي ضوءها طلبوا من الحكومة الماليزية التعاون مع أفغانستان في مجال إصدار الصكوك وتداولها، فجاءوا وانعقدوا ورشات عمل للأساتذة والموظفين لأيام، وقالوا: " إن الصكوك وثائق قيمة أو هي ضمان نقوم بجمع الأموال مقابلها من الناس من أجل البنية التحتية

" إلى آخره ثم تلقينا هذه الخطة من الوزارة المالية الأفغانية، ودققناها أولاً ودعونا ممثل الوزارة المالية وشاركنا آرائنا معه، ثم بعد مدة، قالوا: أعيدوا هذه الخطة إلينا مع آرائكم. وفي نفس الوقت، قال: إن البنك الدولي لديه أفكار حول هذا الموضوع، وعلى البنك الدولي دراستها، لذلك سنرسلها إليكم مرة أخرى بعدها. " (ق 1).

حسب إجابات المجيبين حول السؤال العاشر، إنهم اتفقوا على أنه ليس هناك قانون مدون والمتوافق عليه وقابلًا للإجراء والتطبيق في مجال الصكوك في أفغانستان إلى الآن، إلا أن تخطيط القانون وتسويده موجود من عام 2016 حيث حاولت الوزارة المالية والبنك المركزي الأفغاني محاولة كثيرة ومتوالية منذ ذلك الوقت في وضع القواعد واللوائح الخاصة بالصكوك. ومع الأسف لم يتم صياغتها وتدوينها بعد. ولم يتم الإنتهاء منه لدلائل متعددة، منها أن الحكومة الماضية ما كانت لديها إرادة سياسية في هذا المجال ولم تهتم به، ومع قلة الخبراء والمتخصصين فيه. وكذلك عقدت اتفاقية بين الحكومة الجمهورية وشركة ماليزية إسراء في هذا المجال، وهم قاموا بصياغة القانون باللغة الإنجليزية ثم ترجمت إلى اللغة الفارسية والبشتو وإلا أن القانون لم يكمل خطواته القانونية للموافقة عليه حيث يلزم الموافقة عليه من جانب الوزارة العدلية الأفغانية، ثم مجلس النواب، ثم موافقة رئيس الدولة. وسقط النظام الجمهوري وجاءت طالبان ولم تكتمل الإجراءات بعد. و هذه الاتفاقية انعقدت عام 2019، وتحتوي على مرحلتين، مرحلة إنشاء قانون الصكوك ومرحلة إجراء القانون في مجال التطبيق. ولقد واعدونا على إصدار سنيين من الصكوك حتى تستخدمها أفغانستان تجربة، فقد اكتملت المرحلة الأولى و هي إنشاء قانون الصكوك وبقيت المرحلة الثانية غير كاملة لتفشي كورونا والتحولت السياسية. وكانت الحكومة الأفغانية ومؤسسة الإسراء على تواصل إلى عام 2021 عبر الإنترنت، وخاصة إرسال رسائل البريد الإلكتروني. إذن يلزم على الحكومة الإمارة الإسلامية التواصل مع إسراء لأن المرحلة الثانية لم تكتمل بعد.

وحيالًا حكومة إمارة أفغانستان الإسلامية تكون جادة في هذا الموضوع وتستمر محاولته للموافقة على القانون وإصدار الصكوك. والوزارة المالية الأفغانية الآن تريد إنشاء قانون لكل نوع من أنواع الصكوك؛ الإجارة، المضاربة، المشاركة، والاستصناع وغيرها وفقًا لطبيعة المشاريع. وفي حكومة طالبان تشكلت لجنة من العلماء والمفتيين، حيث تعمل بجد حتى ترتب قانون الصكوك

وفقاً للمذهب الحنفي، وأنشأت له مصادر شرعية تحت رقابة الوزارة المالية والبنك المركزي بالتعاون مع أكاديمية العلوم الأفغانية. وفي نفس الوقت يعمل الفريق الفني للصكوك، ثم في الخطوة الثانية يرسل القانون إلى وزارة العدلية ثم إلى مجلس الوزراء ثم إلى أمير المؤمنين - حفظه الله ورعاه - للموافقة عليه.

وجدير بالذكر أنه سمح البنك المركزي الأفغاني في وقت فقدان القانون للصكوك للبنوك الخاصة لاسيما للبنك الإسلامي الأفغاني وبنك عزيزي التعامل بشراء الصكوك وبيعها من دول أجنبية، حيث بدأ البنك الإسلامي بشراء الصكوك عن طريق السماسرة ومن التصنيفات التي تحققت في بلومبورغ من عام 2018 . وفي عامي 2021 و 2022 ربح 4 - 5 ملايين دولار من خلال الصكوك، والسمسار يأخذ أجرته فقط، واشترى البنك الإسلامي أكثر من 200 مليون دولار أمريكي صكوكًا متنوعة ومن دول مختلفة مثل السعودية وتركيا والإمارات والبحرين والشارقة وإندونيسيا وعمان وهونغ كونغ وماليزيا ورأس الخيمة والكويت وباكستان وقطر. وجدير بالذكر أن البنك الإسلامي يمكن له شراء الصكوك حتى بقدر أكثر من 500 مليون دولار في منتصف الشهر، وأما في نهاية الشهر هناك مقدار معين يجب التعامل به.

السؤال الحادي عشر

ما هي المشكلة القانونية التي تحول دون إصدار الصكوك في أفغانستان عبر التاريخ، كيف يمكن لأفغانستان إنهاء هذه المشكلة القانونية؟

" عبر التاريخ، منذ أن تم إنشاء البنوك في أفغانستان (وأول بنك كان البنك الوطني الأفغاني عام 1312 هـ ش، ثم أسس بعده د أفغانستان بنك - البنك المركزي الأفغاني - عام 1318 هـ ش)، كان جميع هذه البنوك تعتمد على المعاملات الربوية. ومن ناحية أخرى، من ذلك الوقت إلى الآن كان لدى السياسيين والاقتصاديين في بلدنا هذه الفكرة والعقيدة (بأن المعاملات الاقتصادية لا يمكن أن تتم وتطور بدون الربا)، وما كانت هذه الفكرة فقط في أفغانستان بل في دول أخرى كذلك). ولكن - الحمد لله - بعد ظهور الحركة الاقتصادية والنهوض الاقتصادي في مجال الاقتصاد الإسلامي، وإنشاء البنوك الإسلامية ثم إصدار الصكوك في منتصف السبعينيات، اعتقدت الدول الإسلامية أن المعاملات الاقتصادية يمكن أن تتم بدون

الربا. يعني أن المشكلة القانونية أمام إصدار الصكوك كانت هذه الفكرة أنه، لا يوجد الازدهار الاقتصادي والتنمية المالية بدون الربا والمعاملات الربوية. إنها قضية رئيسية ومهمة يلزم على السلطة السياسية التي تتولى زعامة الحكومة الانتباه إليها والتركيز عليها. وينبغي في الوقت الراهن الإمارة أفغانستان الإسلامية الحاكمة في أفغانستان الانتباه إلى هذه القضية الرئيسية (كما أعرف أنها تنتبه وتركز على هذا الأمر)، وأن تقوم بإكمال المراحل القانونية للصكوك والموافقة على هذا القانون. " (م 1). " و هي عدم الإرادة السياسية والقرار الجاد في إنعاش اقتصاد البلد. " (م 2).

" المشكلة الكبيرة هي ضعف التعليم والتخصص والإدارة، وعدم وجود الموظفين المتخصصين في أفغانستان في هذا المجال. ومن جانب آخر، ليست الإرادة السياسية في هذا المجال؛ لأن السياسيين هم الذين لا يريدون أن يكون لديهم البنك المركزي في أفغانستان الذي يتم معاييره مطابقاً للمعايير الدولية، ومعدة وفقاً للنظام المصرفي أو البنوك المالية الدولية. ولسوء الحظ، لا يزال بإمكان القبول، إن كل من تم تعيينه في كل منصب في البنك المركزي لم يكن خبيراً ومتخصصاً ومؤهلاً بل كان تعيينه وفقاً للعلاقات الشخصية والتمايلات السياسية، وما زال لم تتمكن أفغانستان أن تجعل 5٪ من البنك المركزي وفقاً للمتطلبات العالمية. " (س 1).

" المشكلة العظيمة هي، عدم الإرادة السياسية في هذا المجال؛ لأن السياسيين والقادة هم الذين لا يريدون أن يكون لديهم بنكاً مركزياً في أفغانستان يتم معاييرته وفقاً للمعايير الدولية، ومعدة مطابقاً للنظام المصرفي أو البنوك المالية الدولية. " (س 2). " عدم الاستقرار السياسي وعدم الاهتمام بشكل خاص بهذا الموضوع، بحقيقة أن الصكوك من أدوات الاستثمار الشرعية ومفيدة للدول الإسلامية. " (خ 1).

وفقاً لأراء المجيبين حوال السؤال الحادي عشر، إنهم اتفقوا على أن المشكلة العظيمة أمام قانون الصكوك هي عدم الإرادة السياسية والاستقرار السياسي. وكذلك عدم القرار الجاد في إنعاش اقتصاد البلد والتنمية الاقتصادية، والسياسيون والقادة لا يريدون أن يكون في أفغانستان بنكاً مركزياً يتم معاييره وفقاً للمعايير البنوك العالمية والدولية. ومن ناحية أخرى، فمنذ إنشاء أول بنك في أفغانستان (البنك الوطني الأفغاني عام 1933م، والبنك المركزي - د أفغانستان بانك -

عام 1939) كانت لدى السياسيين هذه الفكرة، بأن المعاملات الاقتصادية لا يمكن أن تتم بدون الربا، وما كانت هذه الفكرة فقط في أفغانستان بل في دول أخرى كذلك. ولحسن الحظ، وبعد الثورة والنهوض في مجال الاقتصاد الإسلامي وإنشاء البنوك الإسلامية ثم إصدار الصكوك في منتصف السبعينيات، اعتقدت الدول الإسلامية أن المعاملات الاقتصادية يمكن أن تتم بدون الربا. أي أن المشكلة القانونية أمام إصدار الصكوك كانت عقيدتهم على أنه لا يأتي الازدهار الاقتصادي والتنمية المالية خاصة في أفغانستان بدون الربا. وكذلك المشكلة الكبيرة أمام تسويد قانون الصكوك هي عدم كفاءة التعليم، والتخصص والإدارة، وعدم وجود المتخصصين في هذا المجال.

السؤال الثاني عشر

وفق نظرك، أي دولة هي أفضل نموذج و مثال في صياغة قانون الصكوك حتى يقتبس

قانون الصكوك في أفغانستان من قانونها، ولماذا؟

" كما أعرف، فإن أهم دولة تعمل كثيرة ولديها خبرة كبيرة في مجال الصكوك هي ماليزيا؛ لذلك يمكن استخدام قوانين ماليزيا كنموذج لصياغة القانون في أفغانستان. وفي الوقت نفسه، يمكن أيضاً استخدام قوانين البنوك والصكوك من الدول المجاورة لأفغانستان مثل باكستان وإيران كنموذج لنا. ولقد تم القيام بالكثير من الأعمال والأنشطة والتجربة في مجال الصكوك في تلك الدول، وكذلك صدرت فتاوى مختلفة في مجال المعاملات الإسلامية المختلفة والمتعددة، والتي يستخدمها العديد من الدول الإسلامية اليوم في بلادها. وبالتالي، أقول أنه يمكن اعتبار أي دولة لديها خبرة كبيرة وتجربة مؤثرة في هذا المجال كنموذج لقانون الصكوك وتفعيلها في أفغانستان. " (م 1).

" هناك سنت دول كثيرة قانون الصكوك لكن ماليزيا هي أفضل لنا، وباكستان جيدة أيضاً. " (م 2). " الإمارات العربية المتحدة هي أفضل نموذج؛ لأننا إذا قارنا الدول الأخرى المجاورة لدولة الإمارات العربية المتحدة، رأيناها أنها رائدة من حيث التقدم والتطور. فإننا نفهم أن متطلبات الصكوك الإماراتية وتصنيفها مرتفعة، وأن مستثمري الصكوك فيها مرتفع وجيد كذلك. وأما إذا نتكلم من وجهة الشرعية والطلب، فإن ماليزيا هي الأفضل حقاً. وصحيح أنه من ناحية

الإصدار فإن ماليزيا هي الأفضل، ولكن من وجهة نظر النمو والتطور والترويج فا الإمارات أفضل وأحسن. وأما بالنسبة إلى بلدنا، فإن الإمارات هي أفضل، ودخل الإمارات أكثر من ماليزيا خاصة في مجال الطيران والقطاعات الأخرى. " (س 1).

" أفضل نموذج هي باكستان وإيران وليست ماليزيا، لعدة أسباب، أولاً: الوحدة في الفقه الحنفي. ثانياً: لقد طبقت باكستان كثيرة في قطاع مشاريع البنية التحتية (Infrastructure Projects)، وهو نفس عملنا وتطبيقنا في أفغانستان، إذن بلدنا وباكستان في التطبيق سواسية. كما طبقت إيران كثيرة في قطاع صكوك المشاركة. وجدير بالذكر، أن إيران في قطاع المعاملات المالية تستخدم الفقه الحنفي أكثر من الجعفري. " (س 2).

" لقد قرأنا قوانين ماليزيا والعديد من الدول الأخرى ولكن حسب رأيي، أفضل قانون في هذا الصدد هو القانون المصري، فهو بسيط وسهل للغاية، وهو أفضل قانون خاصة بالنسبة لصكوك السيادية، أي في عام 2022 القانون المصري هو أفضل قانون في هذا المجال. ومزية قانون الصكوك المصري على أنه بسيط وسهل، وأن الصكوك متروكة للحكومة، ولا تختص بالفقه الحنفي بل تعتبر الإسلام روح الإسلام كله في هذا المجال لا التقيد بمذهب واحد. ولو تقول، أنه ليس هناك المذهب الحنفي، ونحن نقول: نحن اعتبرنا الإسلام ككل وليس المذهب الحنفي رغم أن هذه المشكلة موجودة في أفغانستان، بل إن بعض العلماء قالوا إننا سنعطي أجراً وجائزة إذا استطعتم إصدار الصكوك وفق الفقه الحنفي. " (خ 1).

" نعم، مكثنا هناك لمدة 15 يوماً تقريباً عام 2017 لنزور البنوك الماليزية وكيفية تطبيق خدمات البنوك، وإصدار الصكوك وكيفية تداولها واستخدامها. ومع الأسف أن في هذا المجال لم يكن لدي الماليزيين أي قانون محدد، ولم يكن لديهم حتى أي تنظيم صحيح ولا خطة ولا لائحة حتى يقدمونا في هذا المجال. والله أعلم. " (ق 1).

حسب آراء المستجيبين حول السؤال الثاني عشر، يعرف أن لهم اتجاهات مختلفة في مجال أفضل نموذج لقانون الصكوك في أفغانستان، فبعضهم رجحوا ماليزيا على أنها أفضل بلد نموذجاً لأفغانستان في مجال صياغة قانون الصكوك وإصدارها والمتابعة عليها؛ لأن لها الأنشطة الكثيرة والتجربة الواسعة في مجال أنواع من الصكوك، والآن تعتبر دولة رائدة في هذا المجال، وصدرت فيها تفافى مختلفة في مجال المعاملات الإسلامية المتعددة. وكذلك من وجهة الإسلامية والطلب

ومن ناحية الإصدار والتنوع فإن ماليزيا أفضل بلد نموذجًا. وعلى رأي بعضهم، أنه ليس في ماليزيا قانون محدد، (أظن أنه أخطأ في رأيه). وبعضهم رجحوا الإمارات المتحدة العربية أفضل بلد نموذجًا لأفغانستان؛ لأنها متقدمة ورائدة في مجال الصكوك من حيث التقدم والتطور، وكذلك متطلبات الصكوك الإماراتية مرتفعة والمستثمرون وتصنيفها جيدة ومرتفعة، وأيضا دخل الإمارات أكثر من ماليزيا خاصة في مجال الطيران والقطاعات الأخرى. وبعضهم رجحوا باكستان وإيران على أن يكونا أفضل بلد نموذجًا لأفغانستان في مجال قانون الصكوك وإصدارها؛ لعلل مختلفة منها الوحدة في الفقه الحنفي، وكذلك باكستان يركز على قطاع مشاريع البنية التحتية و هو نفس العمل لنا ولهم في التطبيق، وإيران تستخدم الفقه الحنفي في قطاع المعاملات أكثر من الفقه الجعفري.

وكذلك تستفيد من إصدارات صكوك المشاركة التي تحتاج إليها أفغانستان كذلك. وبعضهم رجحوا القانون المصري في هذا المجال خاصة في عام 2022؛ لأن عمليات إصدار الصكوك في القانون المصري سهلة وبسيطة جدا خاصة بالنسبة إلى الصكوك السيادة، وكذلك إصدار الصكوك ترتبط بالحكومة لا بالأفراد والشركات، وهذا الأمر يسبب ازدياد الثقة بها، ولا تختص إجراءات الصكوك بالفقه الحنفي بل تعتبر الإسلام كله. وأما على رأيي، فأنا أرجح ماليزيا في هذا المجال لدلائل مختلفة، منها تنوع الصكوك وسوق المنظم لها وكذلك إصدارات الصكوك بالعملة المحلية وغيرها.

السؤال الثالث عشر

ما هي الفرص الاقتصادية التي توفرها الصكوك من وجهة نظرك؟

" وتتمثل الصكوك فرصا اقتصادية كثيرة؛ لأن رأس المال النقدي في الاقتصاد من العوامل الاقتصادية المهمة التي تؤدي إلى النمو الاقتصادي، ويتطلب تراكم رأس المال وتوزيعه أن تكون هناك آلية تنظمه بشكل صحيح ودقيق. وكانت المشكلة في أفغانستان في مجال تراكم رأس المال وتوزيعه هي الربا؛ لذلك تجنب الناس عن البنوك، إذن في إصدار الصكوك كأداة مالية إسلامية يمكن أن تحل هذه المشكلة ويرغب الناس أن يستثمروا فيها. وعندما يتمكن من جمع رأس المال الراكد واستخدامها في مجال التعامل بالصكوك فمن الواضح، أنه سيؤدي إلى النمو الاقتصادي

وتوفره. " (م 1). " ومن أهداف الصكوك هو توفير فرص الاقتصادية مثل خلق فرص العمل، وإزالة البطالة، واستثمار الأموال الراكدة والفائضة وغيرها؛ لأنها من الأدوات الاستثمارية الشرعية. " (م 2).

" إذا حصلت أفغانستان على كسب ثقة الناس، فسيقوم البنك المركزي الأفغاني أو الوزارة المالية الأفغانية بإصدار الصكوك بشكل أساسي. فإن الصكوك ستحل مشاكل اقتصادية كثيرة وستفتح لها طرقاً مختلفة للتمويل والاستثمار؛ على سبيل المثال ليس فقط إصدار الصكوك لاستخدام الأموال الراكدة وتفعيلها بل يمكن استثمار أموال الصكوك للتنمية الزراعية وازدياد الصادرات، وإحياء الربا والغرر. ويمكننا أيضاً استثمار أموال الصكوك في مشاريع وقطاعات مختلفة أخرى. " (س 1).

" الفرص الاقتصادية التي توفرها الصكوك الإسلامية هي بناء مشاريع البنية التحتية مثل السدود الكهربائية، والطرق الممهدة، وتوفير خلق العمل، واستثمار الأموال الراكدة، والقضاء على الفقر، وإكمال ميزانية العامة وغيرها. " (س 2). " كما ذكرت سابقاً أن لإصدار الصكوك دور كبير في النمو المالي والفرص الاقتصادية، ومنها استثمار الأموال الراكدة والفائضة، وتوفير فرص العمل، والقضاء على الفقر، وتقليل عجز الموازنة العامة وتدفق الأموال. " (خ 1).

وفقاً لإجابات المحييين حول السؤال الثالث عشر، اتفقوا على أن الصكوك كأداة مالية إسلامية جديدة توفر الفرص الاقتصادية الكثيرة منها خلق فرص العمل، إزالة البطالة، وتقليل الفقر، وإكمال ميزانية العامة وتدفق الأموال، واستثمار الأموال العاطلة والفائضة. وتسبب ازدياد الصادرات، والتنمية الزراعية، وإحياء الربا والغرر، وتشديد مشاريع البنية التحتية مثل السدود الكهربائية، والطرق المهددة وغيرها. ومن أهمها أنها لو تصدر بشكل صحيح وأساسي تحت رقابة الوزارة المالية والحكومة، ستؤدي إلى النمو الاقتصادي وتوفيرها؛ لأن رأس المال النقدي في الاقتصاد من العوامل الاقتصادية المهمة التي تفضي إلى النمو الاقتصادي.

ومن ناحية أخرى يتطلب تراكم رأس المال وتوزيعه آلية منضبطة التي تنظمه بشكل صحيح. وفي أفغانستان المشكلة الكبيرة في مجال تراكم رأس المال وتوزيعه هي الربا؛ لذا يتجنب الناس عن البنوك، إذن وفي وجود الصكوك كأداة مالية شرعية يمكن أن تحل هذه المشكلة، وتجمع رأس المال وتستخدم في التعامل بالصكوك وتؤدي إلى النمو المالي.

السؤال الرابع عشر

ما هي المجالات الأكثر فاعلية لإصدار الصكوك في أفغانستان وأية من المجالات التالية تعد أكثر فاعلية؟

" حسب رأيي، الأفضل وفي بداية الأمر أن تصدر الصكوك في مجال التعدين (لأن أفغانستان لديها الكثير من الاحتياطيات المعدنية وتصل إلى مليارات دولار)، وإذا تم إصدار الصكوك في هذا المجال يمكن لحاملي الصكوك أن يستثمروا فيها، وهذا يؤدي إلى تطوير الصكوك في أفغانستان. " (م 1). " هناك مجالات كثيرة، والأفضل وفي الوضع الراهن هو إصدار الصكوك في مجال الجوية وسدود الطاقة والطرق والتعدين وما إلى ذلك. " (م 2).

" على رأيي، يجب أن يصدر الجزء الأكثر فاعلية من الصكوك في اتجاه التعدين والتنمية الاقتصادية، وهذا يعني أنه يمكننا تعدين مناجمنا بحصيلة الصكوك، وهذا الأمر يفضي إلى التنمية الاقتصادية والتطوير المالي. " (س 1). " حسب رأيي؛ الأولوية والأحقق بها استخدامها في البنية التحتية؛ لأن المجالات الأخرى تصبح آليات.. " (س 2).

" من وجهة نظري، الأهم في مجال التعدين والتنمية الاقتصادية حتى نكون قادرين على استخراج مناجمنا والتمويل بها. - الحمد لله - بلدنا غني (كما قرأت في الماضي على أن لدينا تريليون مناجم غير مستغلة)، لو أن الحكومة استخرجت المناجم من خلال الصكوك ثم تبيعها إلى دول أخرى، فيمكن استخدامها في مختلف قطاعات الزراعة والصناعة وعجز الميزانية إلخ. فبالطبع، لا يمكننا استخدام المنجم كأصل (Asset)؛ لأنه يتم استخدام المنجم نفسه، أي إذا أردنا الحصول على التعدين بالصكوك القائمة على الأصول (Asset- Based) فلا يمكننا ذلك، لكن يمكننا إصدار الصكوك بسبب التعدين، يعني يمكن أن تكون الصكوك المدعومة على الأصول. " (خ 1).

حسب إجابات المجيبين حول السؤال الرابع عشر، بالنسبة لهذا الموضوع كذلك اتجاهات مختلفة للمجيبين وأكثرهم رجحوا مجال التعدين واستخراج المناجم؛ لأن لديها احتياطيات معدنية بمليارات دولار؛ وفي أفغانستان تريليون مناجم غير مستغلة؛ وإذا استخرجت هذه المناجم ثم أصدرت إلى دول أخرى، يمكن استخدامها في قطاعات مختلفة مثل الزراعة والصناعة وعجز

الميزانية وغيرها. وبسببها تزيد التنمية المالية ويعزز تطوير الصكوك نفسها في أفغانستان. وعضهم رجحوا مجال الجوية وسدود الطاقة والطرق والبنية التحتية مطلقا؛ لأن المجالات الأخرى تصبح آليات بعدها.

السؤال الخامس عشر

ما هو دور الصكوك في القضاء على الفقر؟

" تسبب الصكوك التراكم الفعال لرأس المال، وواضح أن رأس المال باعتباره أنه من أهم عوامل الإنتاج في الاقتصاد، يؤدي إلى النمو المالي والتطوير الاقتصادي، فكلما زاد استخدام رأس المال زاد إنشاء المصانع وفرص العمل ويقضى على الفقر. " (م 1). " لها دور كبير في القضاء على الفقر؛ لأن هذا المورد من مقاصد الصكوك. " (م 2).

" وإذا كانت في أفغانستان حكومة جيدة، فإن الصكوك فعالة جدا بالنسبة 100٪ في القضاء على الفقر وتقليله؛ على سبيل المثال، يمكننا استخدام الأموال الراكدة المجمعة عن طريق إصدار الصكوك، وهذا الأمر يؤدي إلى القضاء على الفقر؛ لأن تدفق الأموال بنفسه يسبب تقليل الفقر بشكل ما. ولا يزال يتم تعيين أشخاص مهمين في إدارات الصكوك وتؤدي إلى خلق فرص عمل للمواطنين. " (س 1).

" له دور عظيم؛ لأنه يؤدي إلى توفير فرص العمل، و هو يفضي إلى تقليل الفقر. " (س 2). " حقيقة أن هذه الأموال الراكدة الموجودة في بيوت الناس، والوسائد، وفي البنوك ولا يتم استخدامها، فعند وصولها إلى الحكومة ستوفر فرص العمل والوظائف، وستؤدي إلى الرخاء الاقتصادي للبلد. " (خ 1).

حسب إجابات المستجيبين حول السؤال الخامس عشر، اتفقوا على أن لإصدار الصكوك دور كبير في القضاء على الفقر بل إنه من المقاصد الرئيسية للصكوك؛ لأن الصكوك تفضي إلى تراكم رأس المال، ورأس المال من أهم عوامل الإنتاج في الاقتصاد، وهذا يؤدي إلى النمو الاقتصادي؛ لأنه كلما زاد استخدام رأس الأموال الراكدة والمجمعة واستثماره، زاد إنشاء المصانع وفرص العمل وتقليل الفقر؛ لأنه يتم تعيين الخبراء والمتخصصين في إدارات الصكوك، وهذا يفضي إلى خلق فرص العمل وتقليل الفقر. ومعلوم بالوضاحة، أن الأموال الراكدة والعاطلة في البيوت

والخزائن، والوسائد والبنوك لو استخدمت في المشاريع تسبب توفر العمل والمهن والوظائف، ثم تؤدي إلى الرخاء الاقتصادي للبلد.

السؤال السادس عشر

على رأيك، تجربة أي دولة إسلامية هي الأنسب لأفغانستان في مجال إصدار الصكوك؟
" مرة أخرى، ماليزيا " (م 1). " هناك تجارب وخبرات كثيرة وأنا أفضل التجربة الماليزية والسعودية " (م 2). " كما قلت سابقاً، تجربة الإمارات العربية المتحدة هي أفضل تجربة لأفغانستان؛ لأننا إذا قارنا الدول الأخرى المجاورة لدولة الإمارات العربية المتحدة رأيناها، أنها رائدة من حيث التقدم والتطور، فإننا نفهم أن متطلبات الصكوك الإماراتية وتصنيفها مرتفعة وأن مستثمري الصكوك فيها مرتفع وجيد كذلك، وأما إذا نتكلم من وجهة الشرعية والطلب، فإن ماليزيا هي الأفضل حقاً. وصحيح أنه من ناحية الإصدار فإن ماليزيا كثيرة وأفضل، ولكن من وجهة نظر النمو والتطور والترويج فإلى الإمارات أفضل وأكثر. وأما بالنسبة إلى بلدنا فإن الإمارات هي أفضل ودخل الإمارات أكثر من ماليزيا خاصة في مجال الطيران والقطاعات الأخرى. " (س 1).

" كما ذكرت سابقاً، باكستان هي الأولى في تأجير الصكوك (وما يقرب من 80٪ من الصكوك السيادية التي تريد أفغانستان إصدارها مبنية على الإيجار)، ولكن ماليزيا مرنة (Flexible in Terms of Sharia Legality) للغاية من ناحية الشرعية للصكوك، والماليزيون يتحدثون دائماً عن المصلحة، ويقولون إنها مصححة للمجتمع حتى ولو كان الأمر مخالفاً للشرعية، أما في أفغانستان يلزم ويتم تطبيق الشريعة بشكل صارم ولا تنطبق المصلحة هنا إلا في موارد خاصة فقط. " (س 2). " معلوم أن ماليزيا هي الدولة الرائدة الآن في هذا المجال وقد أصدرت صكوكاً متنوعة في كل مجال. " (خ 1).

حسب إجابات المحييين حول السؤال السادس عشر، أكثرهم على أن التجربة الماليزية هي تجربة الأنسب لأفغانستان حتى تتابعها في مجال إصدار الصكوك لعلل كثيرة التي ذكرت في الأسئلة الماضية، منها أن ماليزيا هي الدولة الرائدة لأنها أصدرت أنواعاً مختلفة من الصكوك في النواحي المختلفة وفي كل مجال، وكذلك من وجهة الشرعية والطلب الكثير من المستثمرين لها،

ومن ناحية النمو والتطور و الترويج. وبعضهم على أن التجربة الماليزية ليست مناسبة لأفغانستان لأنها مرنة للغاية من الناحية الشرعية، فهي تبني كل شيء على المصلحة حتى ولو كانت مخالفة للشرع، وفي أفغانستان يلزم أن يكون مطابقاً للشرعية بالصرحة ولا تعتبر المصلحة كثيرة هنا. وبعضهم اختاروا التجربة السعودية وبعضهم التجربة الإمارات المتحدة العربية؛ لأنها هي رائدة من حيث التقدم والتطور، ومتطلباتها عالية وتصنيفها للمستثمرين مرتفعة أيضاً، ودخل الإمارات أكثر من ماليزيا خاصة في مجال الطيران والقطاعات الأخرى. وبعضهم اختاروا باكستان خاصة في مجال صكوك الإجارة؛ لأنها تصدر ما يقرب 80% من الصكوك السيادية مبنية على الإيجار. وأما عند الباحث فالتجربة الرائدة الممتازة هي التجربة الماليزية لأنها تصدر أنواعاً مختلفة من الصكوك وتكون مرنة في هذا المجال؛ والأصل في المعاملات هو الإباحة لم يكن دليلاً صريحاً على حرمة.

المطلب الثاني: ترميز البيانات وتصنيفها الأولي

يتناول هذا المطلب ترميز البيانات وتصنيفها وفق التحليلات السابقة، حيث قام الباحث بترميز كل سؤال على حدة في الجداول المستقلة، تمهيداً لتكوين الفئات والموضوعات في المطالب الآتية.

يبين الجدول الآتي رقم (50) ترميز البيانات كلها

الأسئلة	المحيط الأول (م 1)	المحيط الثاني (م 2)	المحيط الثالث (س 1)	المحيط الرابع (س 2)	المحيط الخامس (ق 1)	المحيط السادس (خ 1)
السؤال الأول						
ما هو التعريف العام للصكوك عندك؟	1. اختراع جديد. 2. المصارف الإسلامية. 3. التمويل. 4. البنوك. 5. الحكومة.	1. أداة مالية. 2. قابلة للتداول. 3. ملكية الأصل.	1. قطاعات الاستثمار. 2. سوق الأوراق المالية. 3. الوسطاء والوكلاء.	1. مستند. 2. حامل الصكوك. 3. الأصل المدعوم خلف الصكوك.	1. وثائق قيمة. 2. ضمان. 3. جمع الأموال.	1. صكوك جمع صك. 2. كلمة عربية. 3. وثيقة مالية قيمة إسلامية. 4. متساوية القيمة.

6. الشركات الكبيرة. 7. أداة مالية شرعية. 8. عدم الربا. 9. سندات القرض. 10. المعاملات المالية. 11. صكوك المشاركة. 12. صكوك المضاربة.	4. هياكل مختلفة.	4. قابلة للتداول. 5. إصدار الصكوك. 6. التنمية المالية. 7. الأموال الراكدة. 8. طرقا مختلفة. 9. تاريخ الاستحقاق. 10. رؤوس الأموال. 11. الأوراق المالية. 12. الوزارة المالية المركزي. 13. الشركات العامة. 14. المؤسسات الحكومية. 15. المنظمات الخاصة. 16. مراوحة، مضاربة، مشاركة، وكالة. 17. أرباح الصكوك. 18. حصيلة الصكوك.	4. وثيقة. 5. العميل. 6. متوافقة مع الشريعة الإسلامية. 7. مشتركة.	4. البنية التحتية.	5. غير قابلة للتجزئة. 6. الأسواق المالية. 7. المساعدات الخارجية. 8. الميزانية العامة. 9. قروض بفائدة. 10. الاستقلال المالي. 11. سندات القرض. 12. بديل سندات القرض. 13. الأوراق المالية. 14. الصكوك الإسلامية.
---	---------------------	---	---	-----------------------	---

			19. نشرة الإصدار. 20. العملاء. 21. حصيلة الصكوك. 22. المدة المحددة. 23. رقم الصكوك وتاريخ الإصدار. 24. بيع الصكوك.			
مجموع الرموز لجميع المجيبين	14	4	7	24	4	12
65						
السؤال الثاني: ما هو الإطار الشرعي للصكوك، لو تبين من فضلك بعض المعلومات عن هيكلية الصكوك وتكسيكها ؟	1. الإطار الشرعي. 2. مدعوم بالأصول. 3. شريك في الأصل. 4. الصكوك الإيجارة. 5. مالك الشيء المؤجر. 6. هيكلية الصكوك.	1. الأصل. 2. شركة ذات غرض خاص - SPV. 3. تحصيل الصندوق. 4. توزيع فوائد الصكوك على المستثمرين . 5. وسيط مالي.	1. صكوك متميزة. 2. صكوك خصم. 3. تصنيف الصكوك. 4. السوق الأولي و الثانية. 5. استحقاق الصكوك. 6. بلومبرج. 7. تطبيق وبرنامج.	1. الصكوك السيادية. 2. الصكوك الشركات. 3. هيكل الصكوك. 4. المنشئ/ الأصيل. 5. المصدر/ شركة ذات غرض خاص. 6. حامل الصكوك /	1. قانون مدون. 2. شركة ذات غرض خاص. 3. الأصل المدعوم بالصكوك. 4. الأموال الراكدة. 5. تثقيف الناس. 6. الائتمان من الناس.	

		مالك	8. الأوراق		7. قانون	
		الصكوك.	المالية.		الصكوك.	
		7. الصكوك	9. العملات.		8. إعلانات	
		المؤسسية.	10. السعر		لجذب المستثمرين.	
		8. المؤسسات	الثابت.		9. الاستثمار في	
		المالية.	11. الوسيط.		الصكوك.	
		9. حاجة			10. ثقة الناس.	
		المشروع.			23. فوائد	
		10. تمويل			الصكوك.	
		المشروع.			11. إصدارات	
		11. الإعلان			الصكوك.	
		للجمهور.			12. مقاومة	
		12. هيكل			كبيرة.	
		الصكوك.			13. الأزمات	
		13. صكوك			المالية.	
		مشاركة، إيجارة،				
		استنصاع.				
		14. مراقبة				
		الصكوك				
		وأصلها.				
		15. موعد				
		الاستحقاق.				
		16. استثمار				
		الأموال الراكدة				
		و الفائضة.				
		17. توفير				
		العمل.				
		18. الأصل				
		المدعوم خلف				
		الصكوك.				

		19. الصكوك القائمة على الأصول. 20. الصكوك المدعومة بالصكوك. 21. وزارة الاتصال والثقافة.					
مجموع الرموز لجميع المجيبين	6		21	11	5	13	مجموع رموز كل واحد من المجيبين
56							
1. صكوك السيادية. 2. صكوك الإجارة. 3. مخاطر الصكوك. 4. منخفضة.		1. المعايير لأيوفي. 2. 14 نوعا. 3. تمجين الصكوك. 4. إصدار الصكوك الإيجارية، والمشاركة والاستصناع. 5. صكوك السلم، والمزارة والمضاربة.	1. ناحية الإصدار، والهيكل والشرعي. 2. الصكوك السيادية. 3. صكوك الشركات. 4. صكوك شبه السيادية. 5. سبعين نوعا في ماليزي.	1. القابلة للتداول. 2. صكوك المشاركة والمضاربة. 3. غير قابلة للتداول. 4. صكوك المراجحة. 5. معايير أيوفي. 6. 14 نوعا.	1. 14 نوعا. 2. المعايير الشرعية لأيوفي. 3. الصكوك المهجنة.	السؤال الثالث: ما هي أنواع الصكوك وفق نظرك؟	
مجموع الرموز لجميع المجيبين	4		5	5	6	3	مجموع رموز كل واحد من المجيبين

23							
1. الاقتصاديون. 2. النمو الاقتصادي. 3. الظروف الحالية. 4. المساعدات الخارجية. 5. الأموال الراكدة. 6. مشروع التطوير. 7. تدفق الأموال. 8. توفير العمل.			1. أمر ضروري. 2. مشاريع البنية التحتية. 3. سدود الكهرباء والطرق. 4. استثمار الأموال الراكدة. 5. النمو الاقتصادي. 6. توفير العمل. 7. السياسة النقدية.	1. التعامل بالصكوك. 2. تدفق الأموال الكثيرة. 3. الأموال الراكدة والعاطلة. 4. لا ضرر في الصكوك. 5. تصنيف عال. 6. تركيا. 7. الصكوك على شكل (AFS). 8. الصكوك على شكل (HTM). 9. السيولة. 10. تاريخ الاستحقاق.	1. استخدام الأموال الراكدة. 2. آثارا إيجابية. 3. البلاد غير الإسلامية.	1. فائدة الصكوك. 2. مزايا الصكوك. 3. تجنب الناس عن البنوك. 4. مخافة الوقوع في الربا. 5. بنوك مريحة تقليدية. 6. ترويج الصكوك. 7. تدفق الأموال. 8. التنمية المالية. 9. الدول الغربية. 10. استخدام الأموال. 11. الأزمات الاقتصادية.	السؤال الرابع: هل يمكنك إعطاء بعض المعلومات عن فوائد الصكوك من فضلك؟
مجموع الرموز لجميع المجيبين	8		7	10	3	11	مجموع رموز كل واحد من المجيبين
39							
1. توفير مجال الإنشغال. 2. تدفق الأموال.			1. إيجاد السيولة. 2. خلق فرص العمل.	1. تدفق الأموال.	1. جذب الممتلكات والمال.	1. توفر الأموال في البيوت. 2. تدفق الأموال. 3. التطور المالي.	السؤال الخامس ما هي إحدى الفوائد المحددة للصكوك خاصة

3. القضاء على الفقر. 4. إيجاد فرص العمل.				2. الأموال العاطلة في البيوت والبنوك.	2. استكمال عجز الميزانية العامة. 3. مشاريع كبيرة. 4. النمو الاقتصادي.		في أفغانستان في إزدهار الاقتصاد وإنعاشه؟
مجموع الرموز لجميع المجيبين	4		2	2	4	3	مجموع رموز كل واحد من المجيبين
15							
1. الخيارات الأربعة. 2. توفير الاستثمار لصغار المستثمرين. 3. الأموال الراكدة.			1. تقليص عجز الموازنة العامة. 2. تنظيم السياسة المالية. (fiscal policy) 3. أفضل بديل للصغار المستثمرين.	1. السيولة. 2. إتاحة الفرص لصغار المستثمرين. 3. أفضل بديل للسندات. 4. تقليص عجز الميزانية العامة. 5. الهدف الغايي هو السيولة..	1. توفير الاستثمار لصغار المستثمرين. 2. دعم الميزانية الحكومية. 3. تشغيل رؤوس الأموال الصغيرة.	1. السيولة. 2. دعم الميزانية الحكومية. 3. تشغيل رؤوس الأموال الصغيرة.	السؤال الساس بحسب وجهة نظركم الموقرة، أي واحد من هذه الموارد التالية من أهم مزايا إصدار الصكوك و تدوالها؟ 1: زيادة السيولة وتقليل التضخم. 2: تخفيض عجز الموازنة العامة. 3: توفير فرص الاستثمار لصغار المستثمرين. 4: أفضل بديل للسندات في البنوك التقليدية.

مجموع رموز كل واحد من المجيبين	3	1	5	2	3	مجموع الرموز لجميع المجيبين
						14
السؤال السابع من يصدر الصكوك، و من هي الجهة المسؤولة عن إصدارها في أفغانستان ولماذا؟	1. طلب التمويل. 2. مؤسسة وسيطة. 3. أصحاب رأس المال. 4. الشركات المساهمة الكبيرة. 5. الوزارة المالية الأفغانية. 6. البنك المركزي الأفغاني. 7. مؤسسات أخرى. 8. البنوك. 9. بذل الجهود. 10. ترقية الصكوك. 11. مستندات القرض. 12. Capital note. 13. أدوات السياسة النقدية. 14. الورقة المالية. 15. مؤسسات إنتاجية.	1. الوزارة المالية والبنك المركزي. 2. السياسة المالية. 3. الشركات الكبيرة. 4. البنوك. 3. الشركات الكبيرة. 4. الوزارة المالية والبنك المركزي. 5. تحصيل الصندوق. 6. تمويل المشروع. 7. تطوير المشروع. 8. شركة طيران الإمارات. 9. تصنيف أفضل. 10. ربح منخفض و سعر مرتفع. 11. الجانب التشغيلي.	1. الصكوك السادية من جانب الحكومة. 2. صكوك السيادية. 3. الشركات من جانب البنوك والشركات. 4. الوزارة المالية والبنك المركزي. 5. الشركات الكبيرة. 6. المؤسسات المالية. 7. البنوك.	1. الصكوك الشركات. 2. الصكوك السيادية. 3. الوزارة المالية. 4. البنوك المركزي. 5. الشركات. 6. المؤسسات المالية. 7. البنوك.	1. عدم تقييد القانون. 2. الإدارات الحكومية. 3. الوزارة المالية. 4. شركة خاصة. 5. البنوك. 6. البنك المركزي.	

					16. البنوك التجارية. 17. التعامل بين البنوك. 18. الفوائد الربوية.	
مجموع الرموز لجميع المجيبين	6		7	11	4	18
46						
1. الاستقرار السياسي. 2. الاستقرار الاقتصادي. 3. المساعدات الخارجية. 4. وثائق قرض. 5. الربا.		1. عدم الاستقرار السياسي. 2. الثقة السياسية. 3. إعلان عام أو وعي عام. 4. توعية مالية. 5. المساعدات الدولية. 6. المتبرعين. 7. عدم الشعور بالحاجة.	1. السياسة المراقبة. 2. ضعف الناتج المحلي. 3. عدم الاكتفاء الذاتي. 4. الصادرات الضعيفة.	1. عدم وعي الجمهور. 2. قلة الخبراء. 3. عدم وجود القانون والأنظمة. 4. المشكلة الفقهية. 5. المذهب الحنفي. 6. اختلاف العلماء القدامى.	1. المشكلة الكبيرة. 2. إقناع الناس. 3. ربا. 4. اختلاس. 5. غرر. 6. خيانة. 7. ثقة الناس.	السؤال الثامن ما هو أكبر تحدٍ ومشكلة في مجال إصدار الصكوك في أفغانستان في الوضع الراهن، وفق نظرك؟
مجموع الرموز لجميع المجيبين	5		7	4	6	7
29						

1. كل الموارد. 2. قانون محدد.		1. عدم الاستقرار السياسي. 2. التثقيف المالي. 3. الفقه الحنفي.	1. عدم الاستقرار السياسي والاقتصادي. 2. تدخل السياسات الخارجية.	1. عقبات و تحديات. 2. عدم الاستقرار السياسي. 3. التحدية الكبيرة.	1. عدم القانون المدون . 2. الخبراء والمتخصصين. 3. وعي الناس.	السؤال التاسع لقد أشرت إلى عدة تحديات ما هي التحدي الأكثر فعالية في هذه الحالة أمام إصدار الصكوك في أفغانستان؟ الف: عدم الاستقرار السياسي. ب: قلة المتخصصين والخبراء في الصكوك. ج: عدم وجود قانون محدد للصكوك. د: عدم الاستقرار الاقتصادي.
مجموع الرموز لجميع المحييين	2	3	2	3	3	مجموع رموز كل واحد من المحييين
13						
1. اتفاقية مع شركة إسراء عام 2019م. 2. صياغة القانون.		1. عشرين سنة. 2. قانون الصكوك.	1. مشروع القانون. 2. مراحل الإجراءات القانونية.	1. عدم القانون. 2. اقتراح التعامل بالصكوك.	1. تخطيط القانون. 2. مشروع القانون. 3. قلة الخبراء.	السؤال العاشر هل يوجد قانون خاص بالصكوك في أفغانستان أم

3. ترجمة القانون إلى الفارسية والبشتو. 4. مرحلة تدوين القانون. 5. مرحلة تنفيذ القانون. 6. تفشي كورونا. 7: التحولات السياسية. 8. تواصل مع إسرائيل. 9. رسائل البريد الإلكتروني. 10. عدم إكمال المرحلة الثانية. 11. اللجنة الشرعية. 12. الفقه الحنفي. 13. مجلس الوزراء. 14. الوزارة المالية. 15. البنك المركزي. 16. الفريق الفني. 17. فريق من المفتيين. 18. أكاديمية العلوم. 19. وزارة العدل الأفغاني. 20. أمير المؤمنين.	3. قانون ضريبة الدخل. 4. الحكومة المالية. 5. التعاون. 6. قانون مدون.	3. مؤسسة إسرائيل. 4. النظام الجمهوري. 5. الإمارة الإسلامية.	3. دول أجنبية. 4. وسطاء. 5. السماسرة. 6. بلومبورغ. 7. السعر الثابت. 8. صياغة القانون.	4. إرادة سياسية.	3. الموافقة على القانون. 4. عام 2016م. 5. الإمارة الإسلامية.	لا؟ و إلا، فلماذا؟
---	---	--	--	---------------------	--	-----------------------

21. أنواع الصكوك. 22. طبيعة المشروع.						
مجموع الرموز لجميع المجيبين	22	6	5	8	4	5
50						
1. عدم الاستقرار السياسي. 2. عدم الاهتمام بشكل خاص. 3. أدوات الاستثمار الشرعية. 4. الدول الإسلامية.		1. عدم الإرادة السياسية. 2. البنك المركزي. 3. المعايير الدولية. 4. النظام المصرفي. 5. البنوك المالية الدولية.	1. ضعف العلم و التخصص و الإدارة. 2. عدم الموظفين المتخصصين. 3. عدم الإرادة السياسية. 4. المعايير الدولية.	1. عدم الإرادة السياسية. 2. القرار الجاد. 3. البنك المركزي. 4. المعاملات الربوية. 5. السياسيون والاقتصاديون. 6. الفكرة. 7. المعاملات الاقتصادية. 8. بدون الربا. 9. ظهور الحركة الاقتصادية الإسلامية. 10. منتصف السبعينيات. 11. المعاملات المالية بدون الربا. 12. السلطة السياسية. 13. الخطوات القانونية.	1. إنشاء البنوك. 2. البنك الوطني الأفغاني. 3. البنك المركزي. 4. المعاملات الربوية. 5. السياسيون والاقتصاديون. 6. الفكرة. 7. المعاملات الاقتصادية. 8. بدون الربا. 9. ظهور الحركة الاقتصادية الإسلامية. 10. منتصف السبعينيات. 11. المعاملات المالية بدون الربا. 12. السلطة السياسية. 13. الخطوات القانونية.	السؤال الحادي عشر ما هي المشكلة القانونية التي تحول دون إصدار الصكوك في أفغانستان عبر التاريخ، كيف يمكن لأفغانستان إنهاء هذه المشكلة القانونية؟

مجموع الرموز لجميع المحييين	4		5	4	2	13	مجموع رموز كل واحد من المحييين
	28						
1. ماليزيا. 2. القانون المصري. 3. بسيط و سهل. 4. أفضل قانون. 5. صكوك السيادية. 6. الإسلام العام. 7. الفقه الحنفي.		1. زيارة البنوك الإسلامية. 2. الماليزية. 3. استخدام الصكوك. 4. قانون محدد. 5. خطة قانون.	1. باكستان و إيران. 2. الوحدة في الفقه الحنفي. 3. مشاريع البنية التحتية. 4. صكوك المشاركة. 5. الفقه الجعفري.	1. الإمارات المتحدة العربية. 2. التقدم و التطور. 3. متطلبات مرتفعة. 4. التصنيف المرتفع. 5. من وجهة الشرعية. 6. ماليزيا. 7. من ناحية الإصدار. 8. مجال الطيران	1. ماليزيا أفضل. 2. باكستان جيدة. 3. صياغة القانون. 4. الدول المجاورة. 5. باكستان وإيران. 6. نموذج. 7. التجارب والأنشطة المختلفة في مجال الصكوك. 8. فتاوى مختلفة.	1. أهم دولة ماليزيا. 2. خبرة كبيرة. 3. صياغة القانون. 4. الدول المجاورة. 5. باكستان وإيران. 6. نموذج. 7. التجارب والأنشطة المختلفة في مجال الصكوك. 8. فتاوى مختلفة.	السؤال الثاني عشر وفق نظرك، أي دولة هي أفضل نموذج و مثال في صياغة قانون الصكوك حتى يقتبس قانون الصكوك في أفغانستان من قانونها، و لماذا؟
مجموع الرموز لجميع المحييين	7	5	5	8	2	8	مجموع رموز كل واحد من المحييين
	35						
1. النمو المالي. 2. الفرص الاقتصادية. 3. استثمار الأموال الراكدة.			1. بناء مشاريع البنية التحتية. 2. السدود الكهربائية.	1. ثقة الناس. 2. التنمية الزراعية. 3. ازدياد الصادرات.	1. خلق فرص العمل. 2. إزالة البطالة.	1. رأس المال النقدي. 2. النمو الاقتصادي.	السؤال الثالث عشر ما هي الفرص الاقتصادية التي

توفرها الصكوك من وجهة نظرك؟	3. تراكم رأس المال. 4. آلية منظمة. 5. استثمار المال الراكد.	3. استثمار الأموال الراكدة والفائضة. 4. أدوات الاستثمارية الشرعية.	4. إحياء الربا والغرر. 5. استثمار الصكوك. 6. مشاريع مختلفة.	3. الطرق المهددة. 4. توفير إيجاد العمل. 5. استثمار الأموال الراكدة. 6. القضاء على الفقر. 7. إكمال الميزانية العامة.		4. توفير فرص العمل. 5. القضاء على الفقر. 6. تقليص عجز الموازنة العامة. 7. تدفق الأموال.
مجموع رموز كل واحد من المجيبين	6	4	6	7	7	مجموع الرموز لجميع المجيبين 30
السؤال الرابع عشر ما هي المجالات الأكثر فاعلية لإصدار الصكوك في أفغانستان وأية من المجالات التالية تعد أكثر فاعلية؟ الف: مجال التعدين، والتنمية الاقتصادية والبنية التحتية. ب: مجال الاستقلال المالي والميزانية العامة.	1. التعدين. 2. الاحتياطات المعدنية. 3. مليارات دولار. 4. تطوير الصكوك.	1. مجال الجوية. 2. سدود الطاقة. 3. الطرق. 4. التعدين.	1. مجال التعدين. 2. التنمية الاقتصادية.	1. البنية التحتية. 2. آليات.		1. مجال التعدين. 2. قطاعة الزراعية. 3. قطاع الصناعة. 4. إكمال عجز الميزانية العامة.

							ج: مجال توفير المزيد من الاستثمار، وخلق المهن والوظائف. د: مجال توفير التنمية الزراعية.
مجموع الرموز لجميع المجيبين	4		2	2	4	4	مجموع رموز كل واحد من المجيبين
16							
1. الأموال الراكدة. 2. البيوت. 3. البنوك. 4. توفير العمل. 5. الرخاء الاقتصادي.			1. توفير فرص العمل. 2. القضاء على الفقر.	1. القضاء على الفقر. 2. خلق فرص العمل. 3. إحياء الفقر.	1. مقاصد الصكوك.	1. تراكم الفعال لرأس المال. 2. عوامل الإنتاج. 3. استخدام رأس المال. 4. إنشاء المصانع. 5. خلق فرص العمل. 6. القضاء على الفقر.	السؤال الخامس عشر ما هو دور الصكوك في القضاء على الفقر؟
مجموع الرموز لجميع المجيبين	5		2	3	1	6	مجموع رموز كل واحد من المجيبين
17							
1. ماليزيا. 2. الرائدة. 3. صكوك.			1. باكستان. 2. الصكوك الإجارة. 3. ماليزيا مرنة.	1. الإمارات العربية المتحدة. 2. من ناحية التقدم و التطور. 3. ماليزيا.	1. الماليزية. 2. السعودية.	ماليزيا.	السؤال السادس عشر على رأيك، تجربة أي دولة إسلامية هي الأنسب

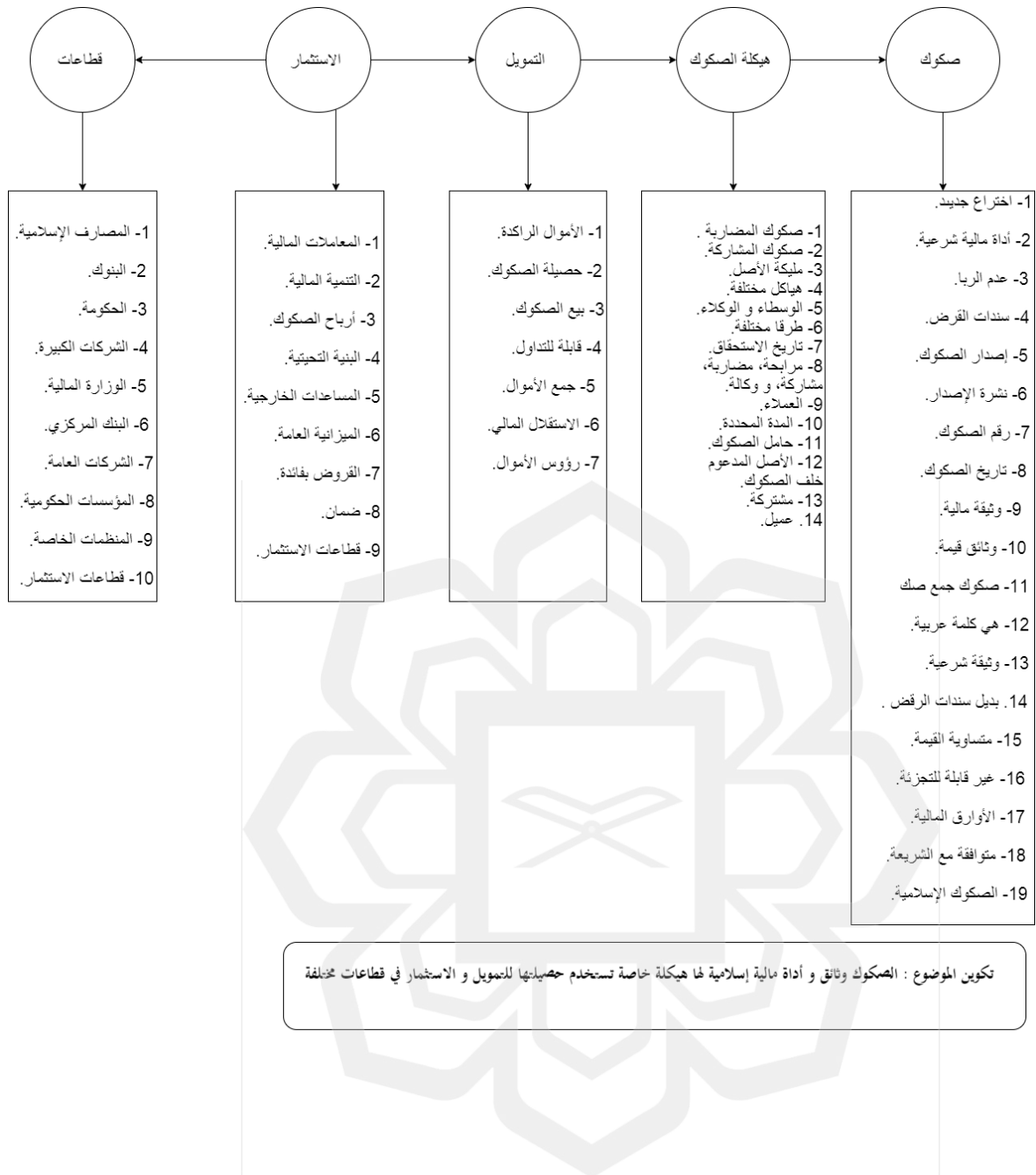
			4. من ناحية الشرعية. 5. من ناحية الإصدار. 6. تعامل البنك الإسلامي بالصكوك في الدول المختلفة. 7. 200 مليون دولار أمريكي.	4. من الناحية الشرعية. 5. المصلحة. 6. تطبيق الشريعة البحتة.		لأفغانستان في مجال إصدار الصكوك؟	
مجموع الرموز لجميع المجيبين 19	3		7	6	2	1	مجموع رموز كل واحد من المجيبين

المطلب الثالث : بناء الفئات والموضوعات التحليلية

في هذا المطلب قام الباحث بعملية تكوين الفئات المستخلصة من الرموز الناتجة عن إجابات المشاركين على أسئلة البحث، ثم استنبط منها الموضوعات الرئيسة التي تمثل الإطارين النظري والعملية لتفعيل الصكوك في أفغانستان.

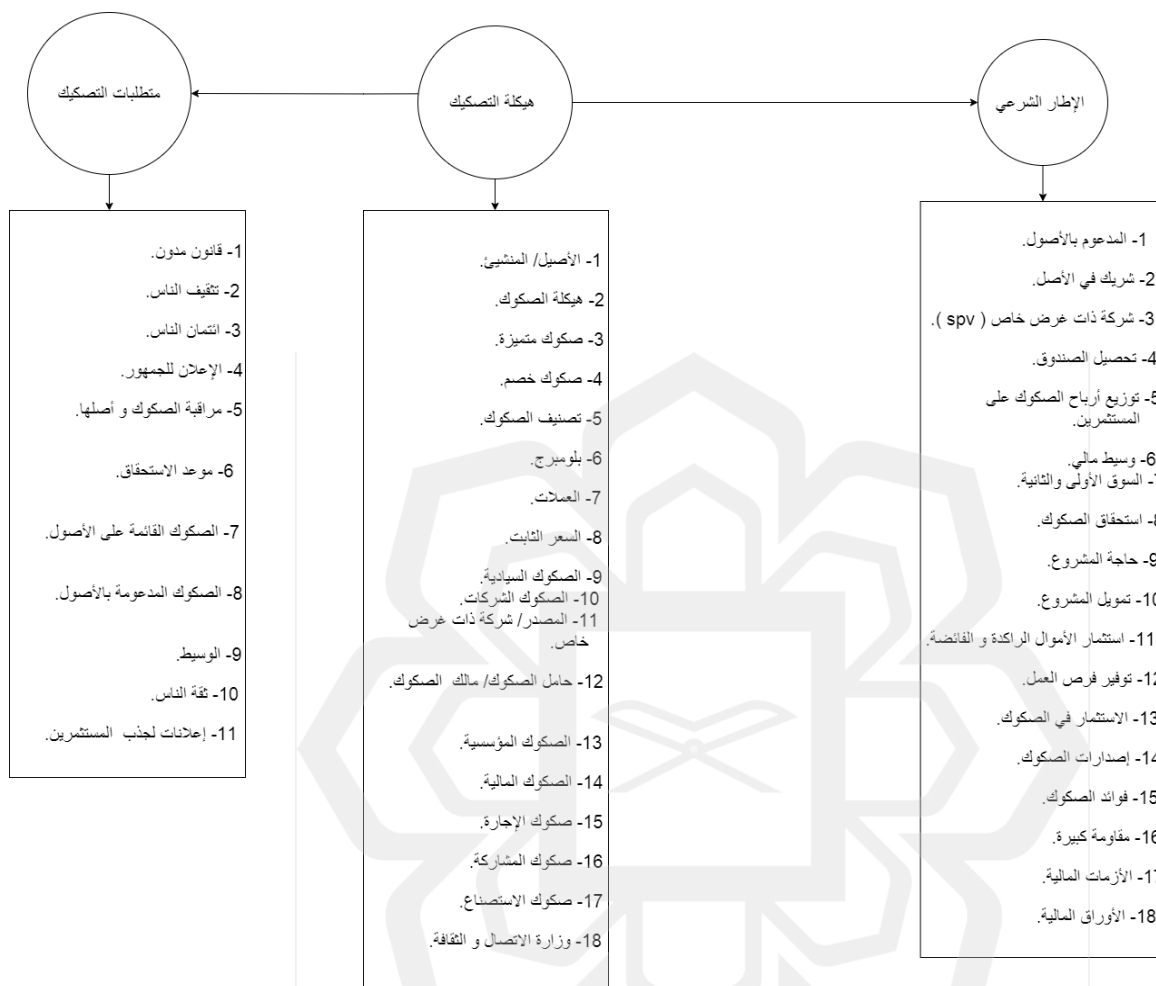
توضح الجداول التالية رقم (51) توضح بناء الفئات وتكوين الموضوعات

السؤال الأول: ما هو التعريف العام للصكوك عندك؟



السؤال الثاني:

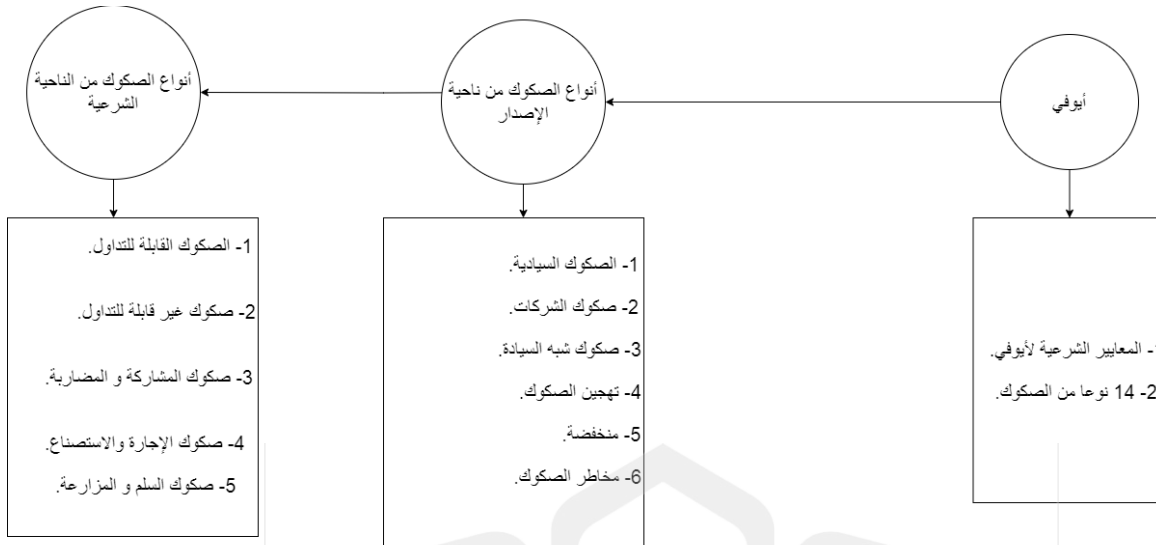
ما هو الإطار الشرعي للصكوك، لو تبين من فضلك بعض المعلومات عن هيكلية الصكوك وتكسيكها ؟



تكوين الموضوع :

للتصكيك إطار شرعي خاص حيث تكون مدعومة بالأصول، و حملة الصكوك هم شركاء في ملكية الأصل، و لها أطراف رئيسية و فرعية من الأصل و المصدر و شركة ذات غرض خاص، و حملة الصكوك و الآخرين، و لإصدارها متطلبات كوجود قانون مدون، و عي الجمهور و تتقيفهم و الاعلانات لجذب المستثمرين، و تستثمر حصيلتها في المشاريع المشروعة.

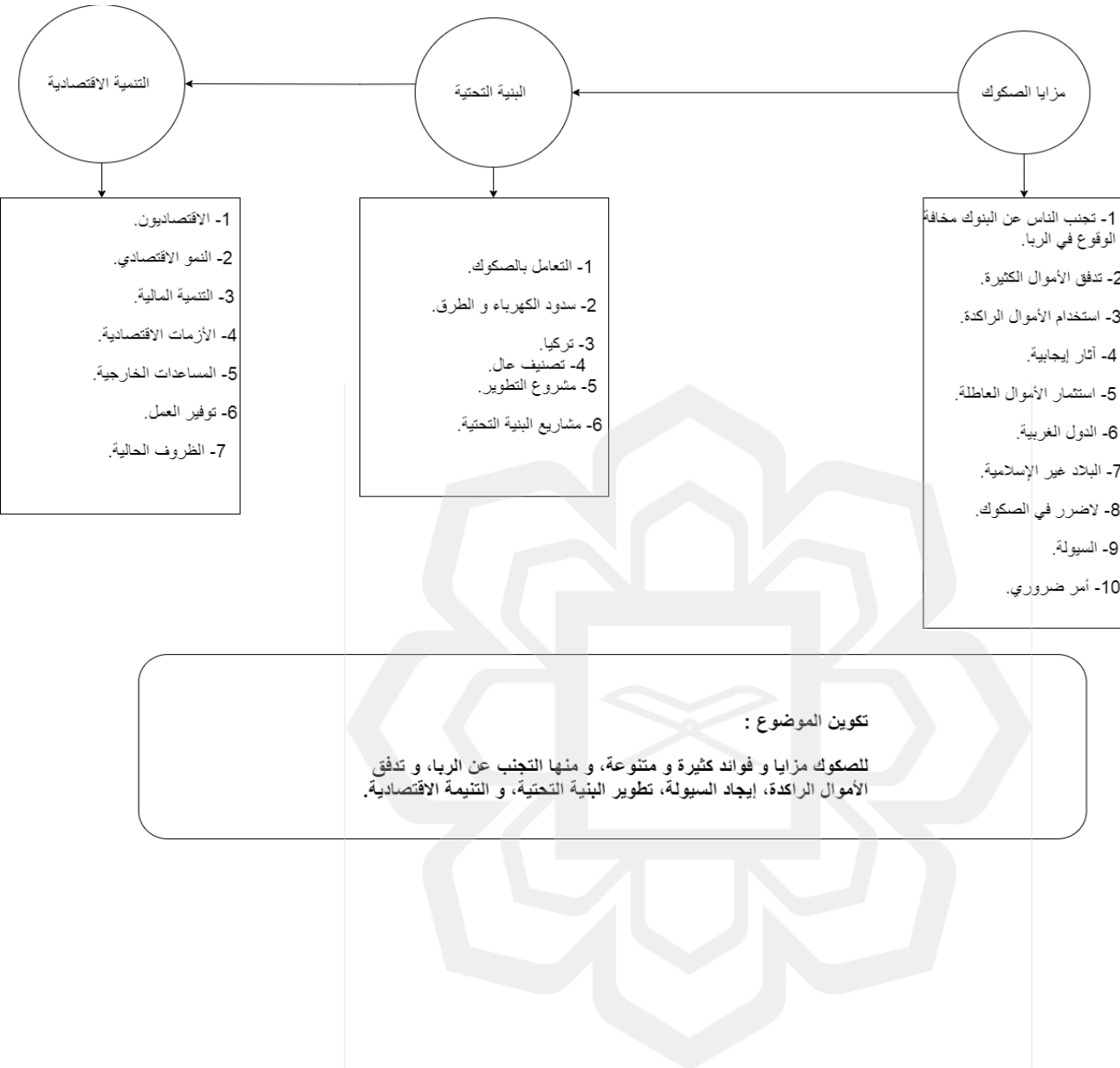
السؤال الثالث: ما هي أنواع الصكوك وفق نظرك؟



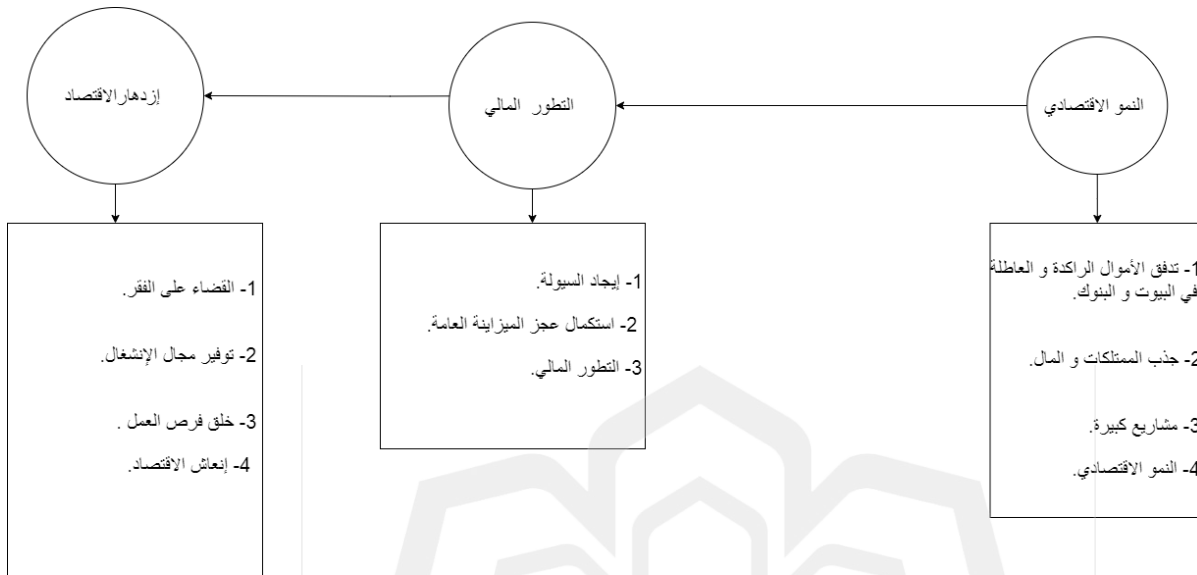
تكوين الموضوع:

و للصكوك أنواع كثيرة من ناحية الإصدار و الشرعية، الصكوك القابلة للتداول و عدمها، و ذكرت أربعة عشر نوعا في المعايير الشرعية لأبوفي و قد تزايد أنواعه في بعض البلاد بتهجينها.

السؤال الرابع: هل يمكنك إعطاء بعض المعلومات عن فوائد الصكوك من فضلك؟



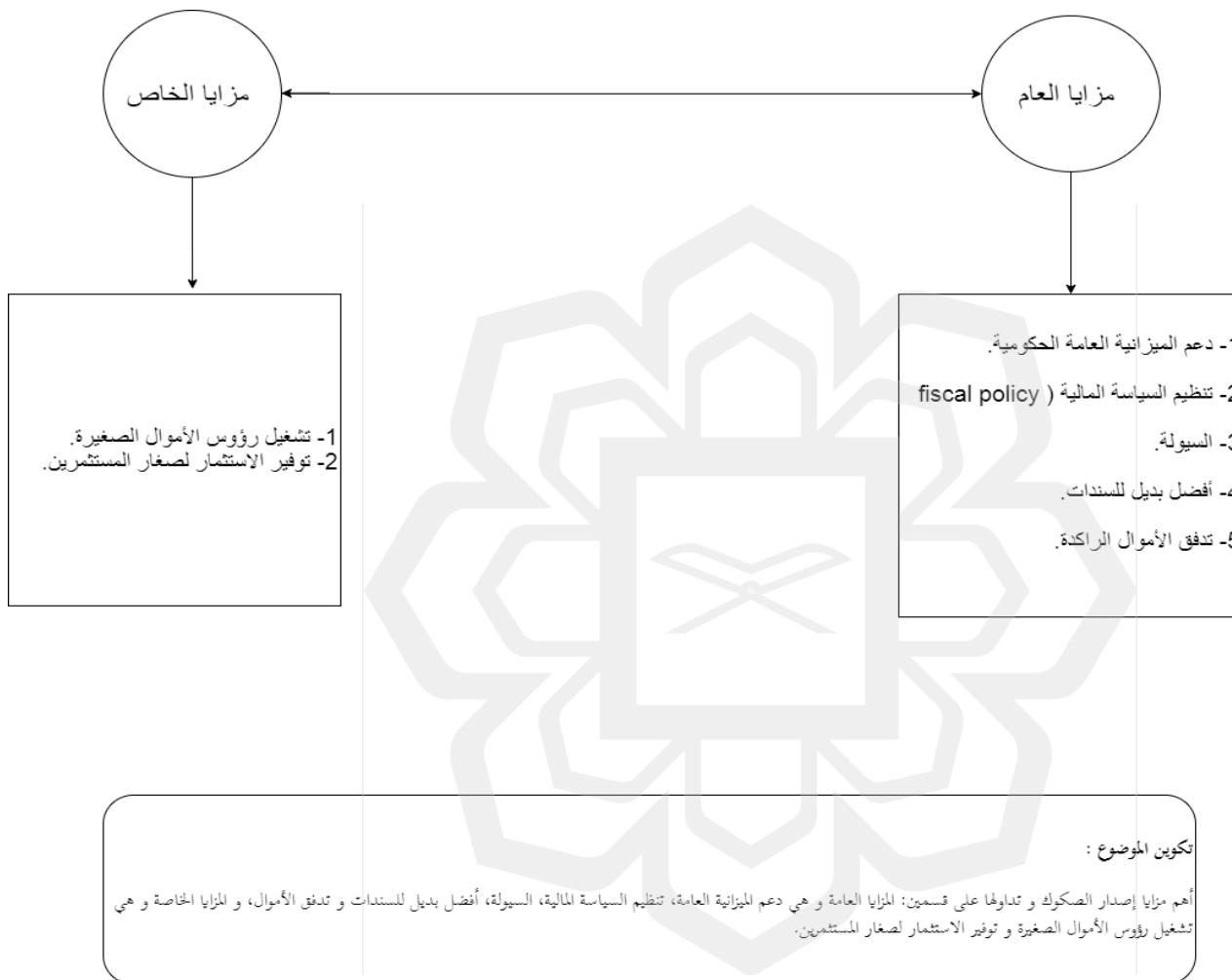
السؤال الخامس: ما هي إحدى الفوائد المحددة للصكوك خاصة في أفغانستان في إزدهار الاقتصاد وإنعاشه؟



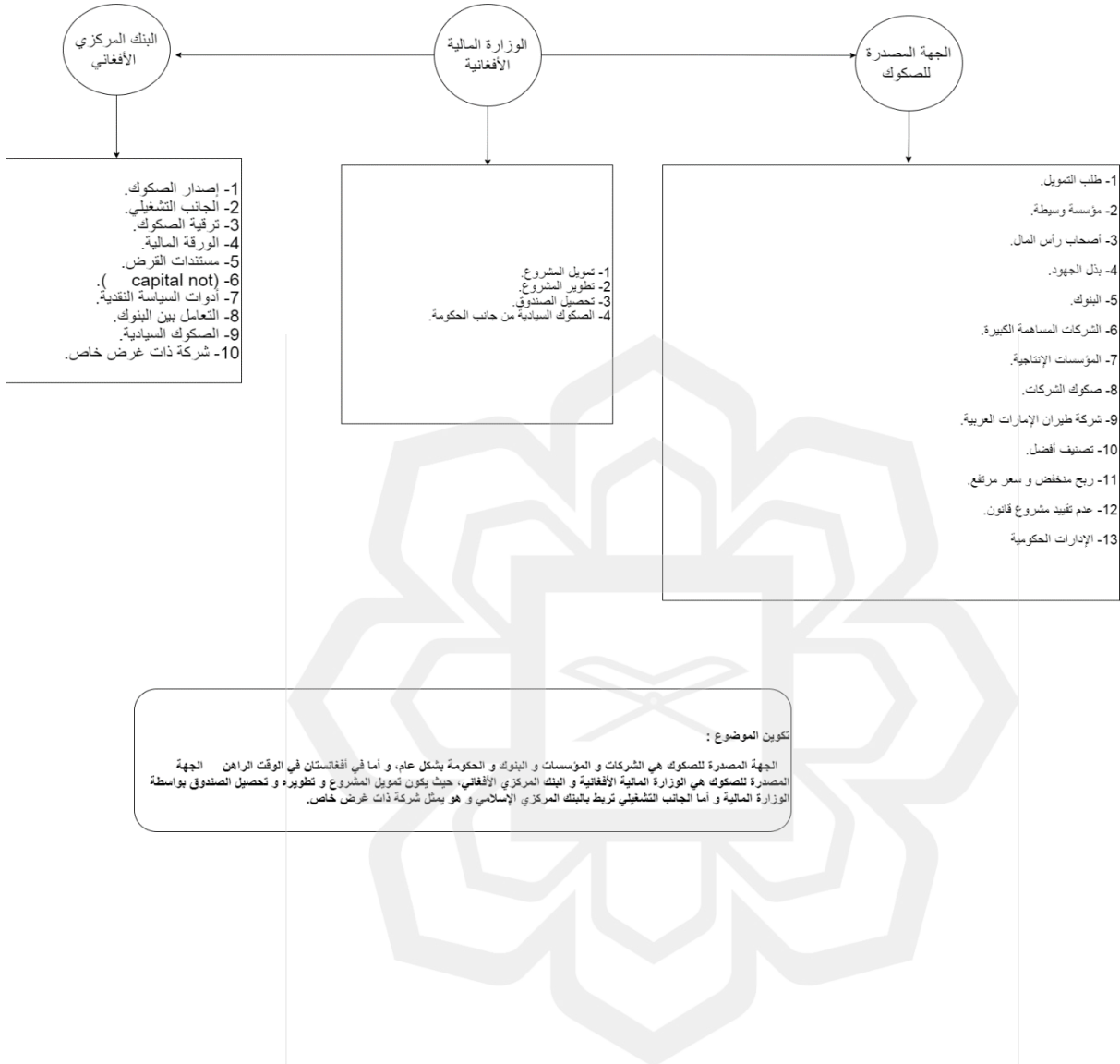
تكوين الموضوع :

الفوائد المحددة للصكوك في أفغانستان هو النمو الاقتصادي الذي يشتمل تدفق الأموال، جذب الممتلكات و تنمية المشاريع الكبيرة، و منها التطور المالي الذي يشمل إيجاد السيولة و استكمال عجز الميزانية العامة، و منها الإزدهار الاقتصادي الذي يشمل القضاء على الفقر، و توفير فرص العمل.

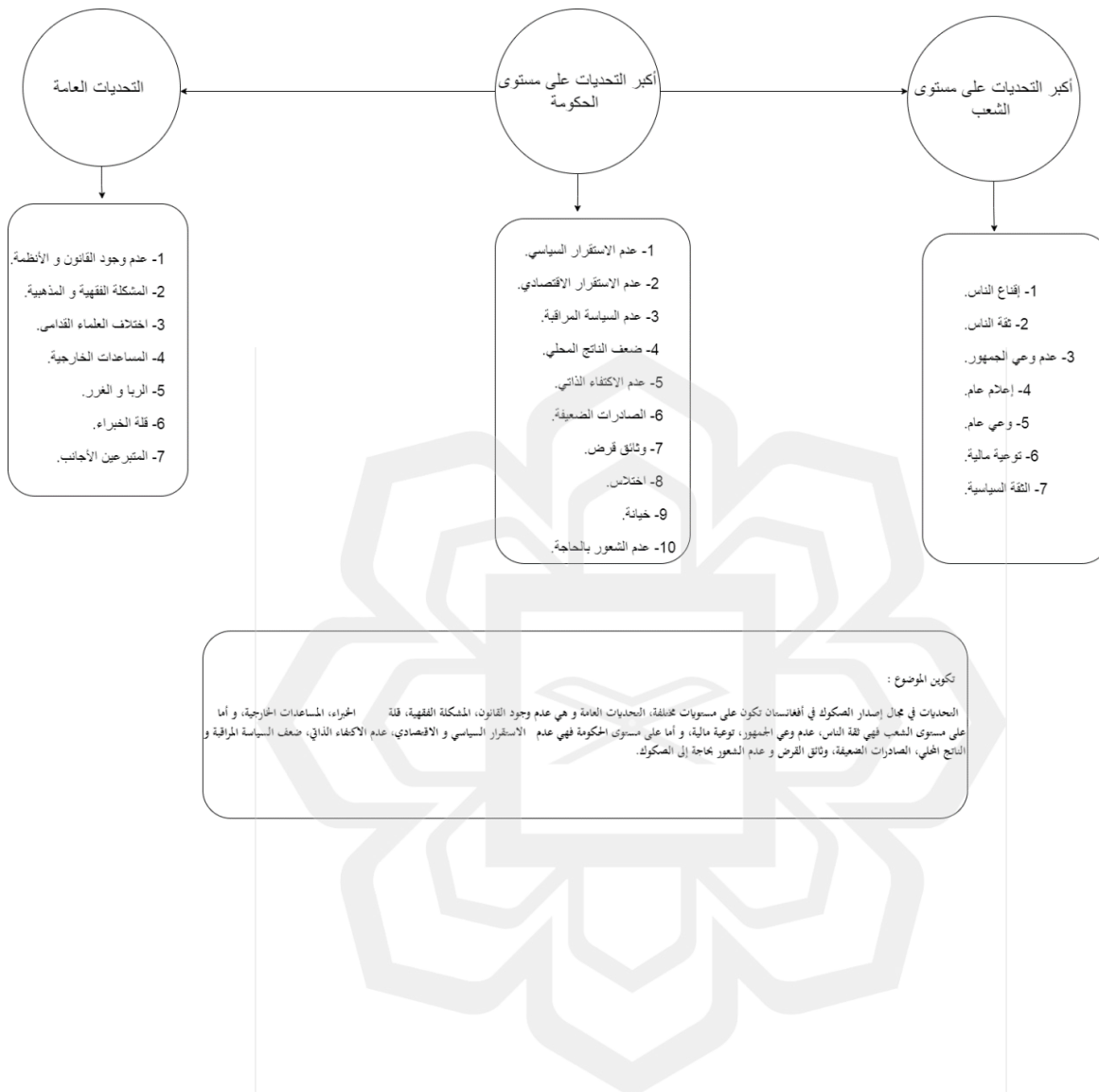
السؤال السادس: بحسب وجهة نظركم الموقرة، أي واحد من هذه الموارد التالية من أهم مزايا إصدار الصكوك وتدواها؟ الف: زيادة السيولة و تقليل التضخم. ب: تخفيض عجز الموازنة العامة. ج: توفير فرص الاستثمار لصغار المستثمرين. د: أفضل بديل للسندات في البنوك التقليدية.



السؤال السابع: من يصدر الصكوك، ومن هي الجهة المسؤولة عن إصدارها في أفغانستان ولماذا؟

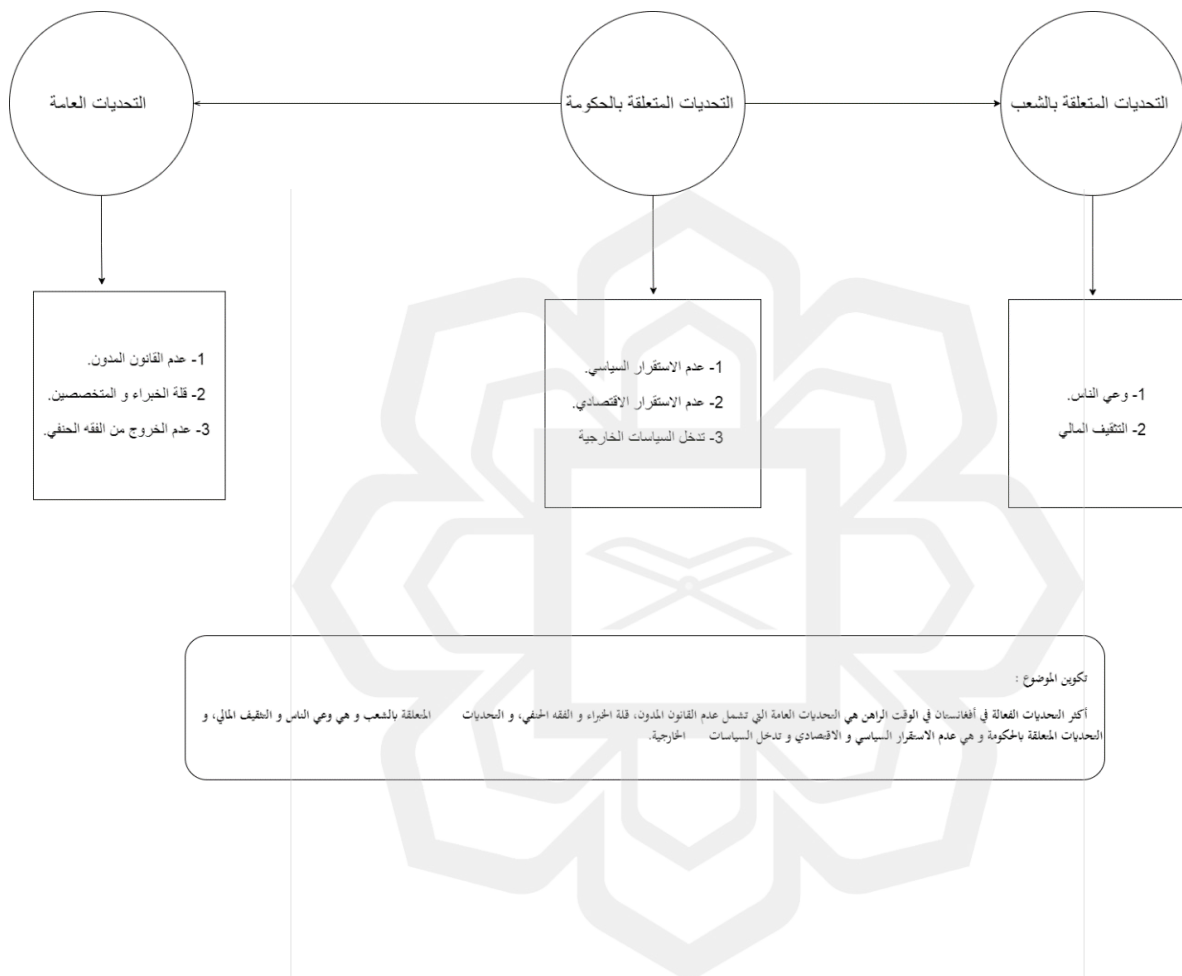


السؤال الثامن: ما هو أكبر تحدٍ ومشكلة في مجال إصدار الصكوك في أفغانستان في الوضع الراهن، وفق نظرك؟



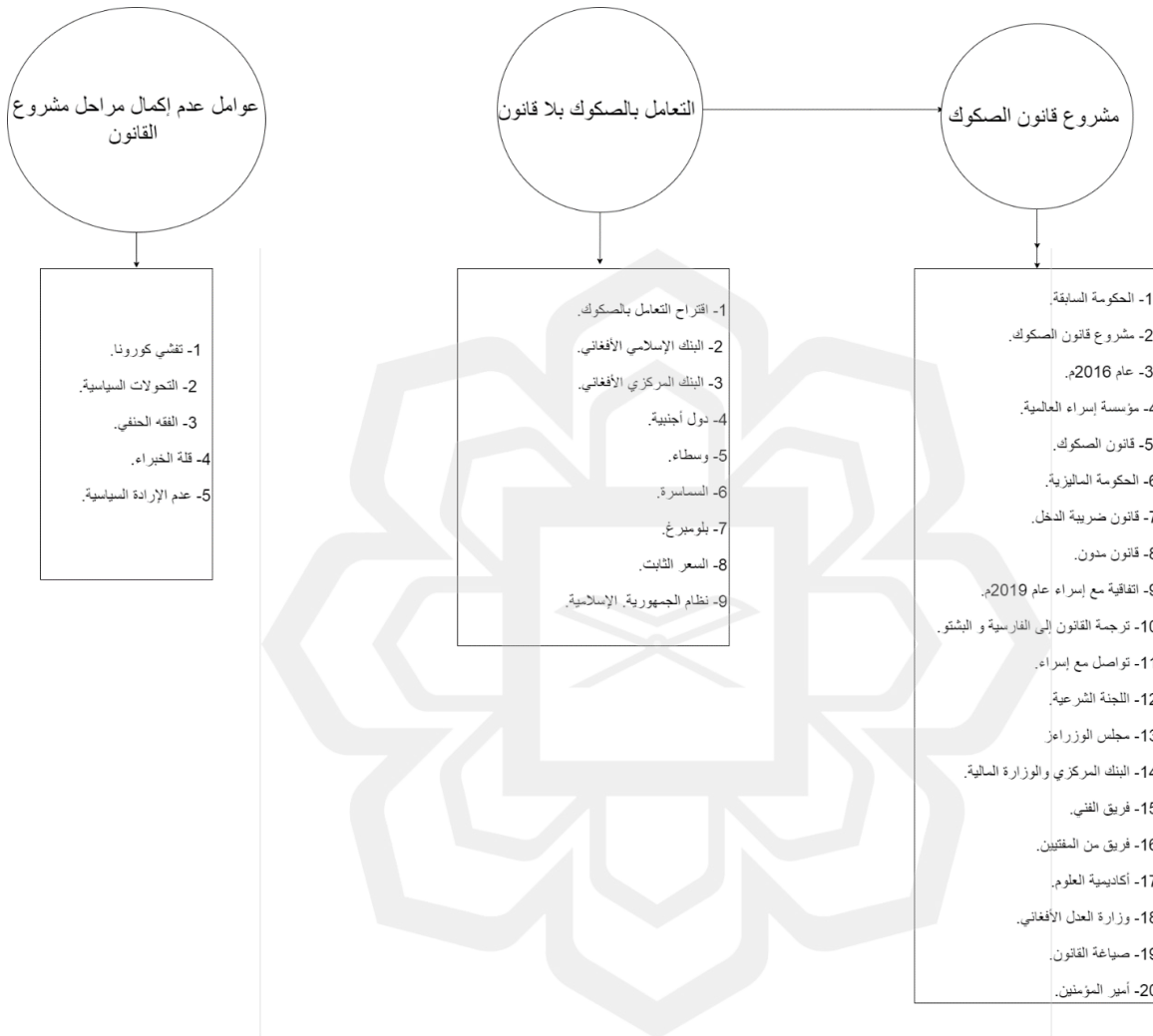
السؤال التاسع: لقد أشرت إلى عدة تحديات ما هي التحدي الأكثر فعالية في هذه الحالة أمام إصدار الصكوك في أفغانستان؟

الف: عدم الاستقرار السياسي. ب: قلة المتخصصين والخبراء في الصكوك. ج: عدم وجود قانون محدد للصكوك. د: عدم الاستقرار الاقتصادي.



السؤال العاشر: هل يوجد قانون خاص بالصكوك في أفغانستان أم لا؟ وإلا، فلماذا؟

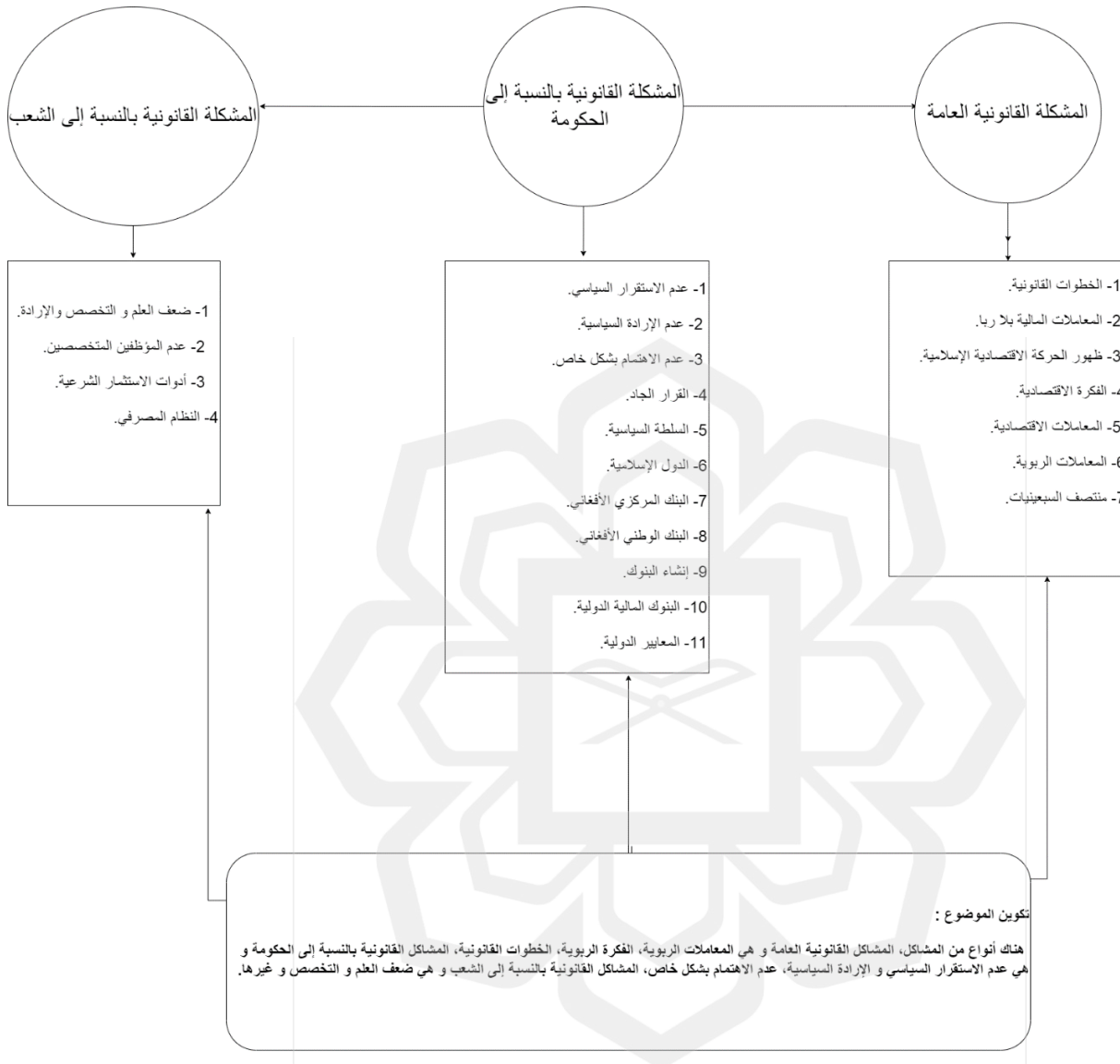
تكوين فئات الرموز:



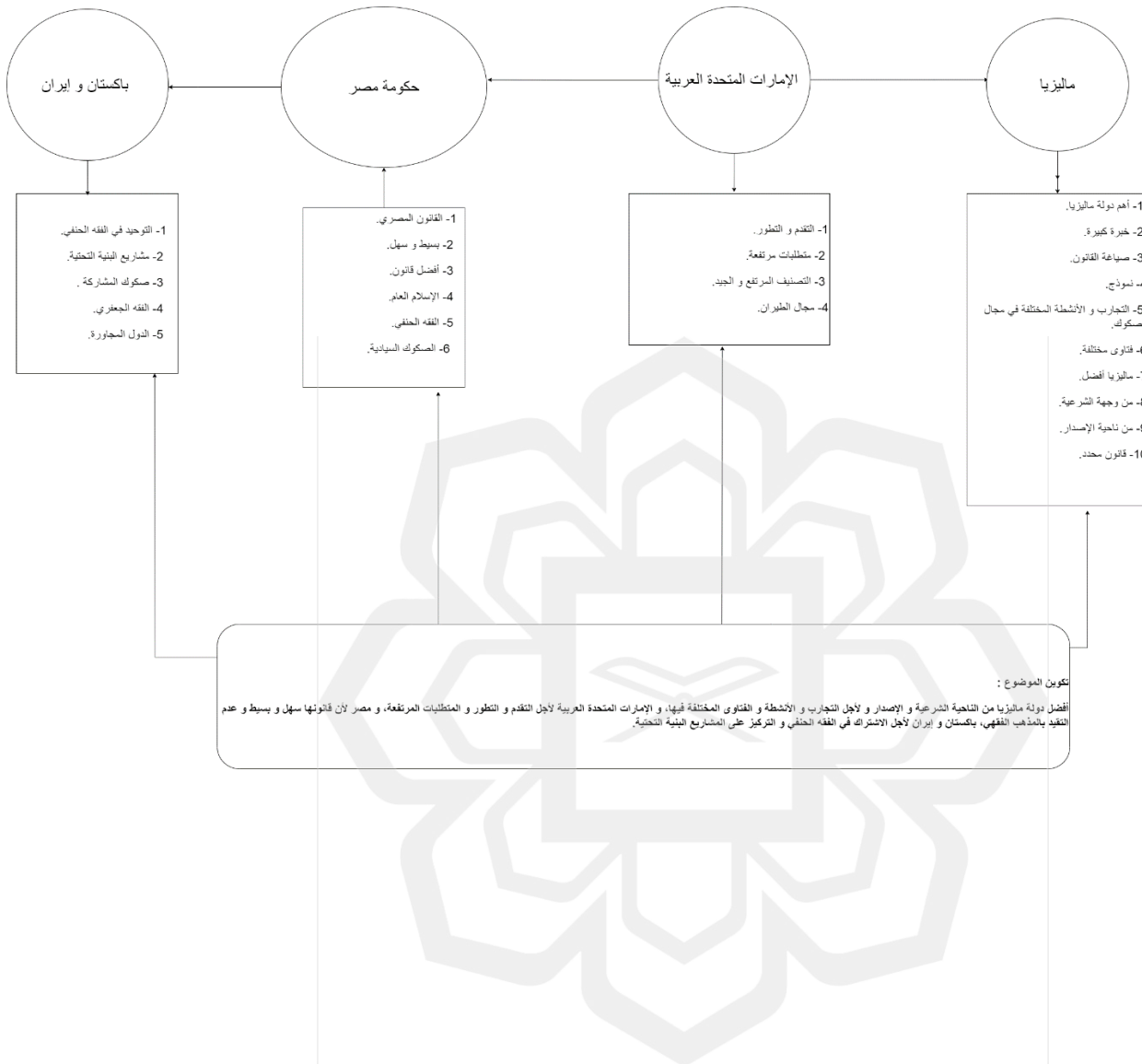
تكوين الموضوع :

لا، ما زال لا يكون في أفغانستان قانون مدون الذي تم الموافقة عليه، بل يوجد مشروع قانون الصكوك الذي كتب بمساعدة مؤسسة إسرائ الماليزية عام 2016م ثم قامت اللجنة المشكلة من المتخصصين والفنيين والشرعيين من الوزارة المالية، والبنك المركزي، والوزارة العدلية، و أكاديمية العلوم بصياغته و تبويته و أرسلوه إلى توقيع أمير المؤمنين، و عوامل عدم إكمال القانون هي نقصي كورونا، التحولات السياسية، قلة الخبراء و غيره و مع ذلك البنك الإسلامي الأفغاني يتعامل بالصكوك في خارج البلد.

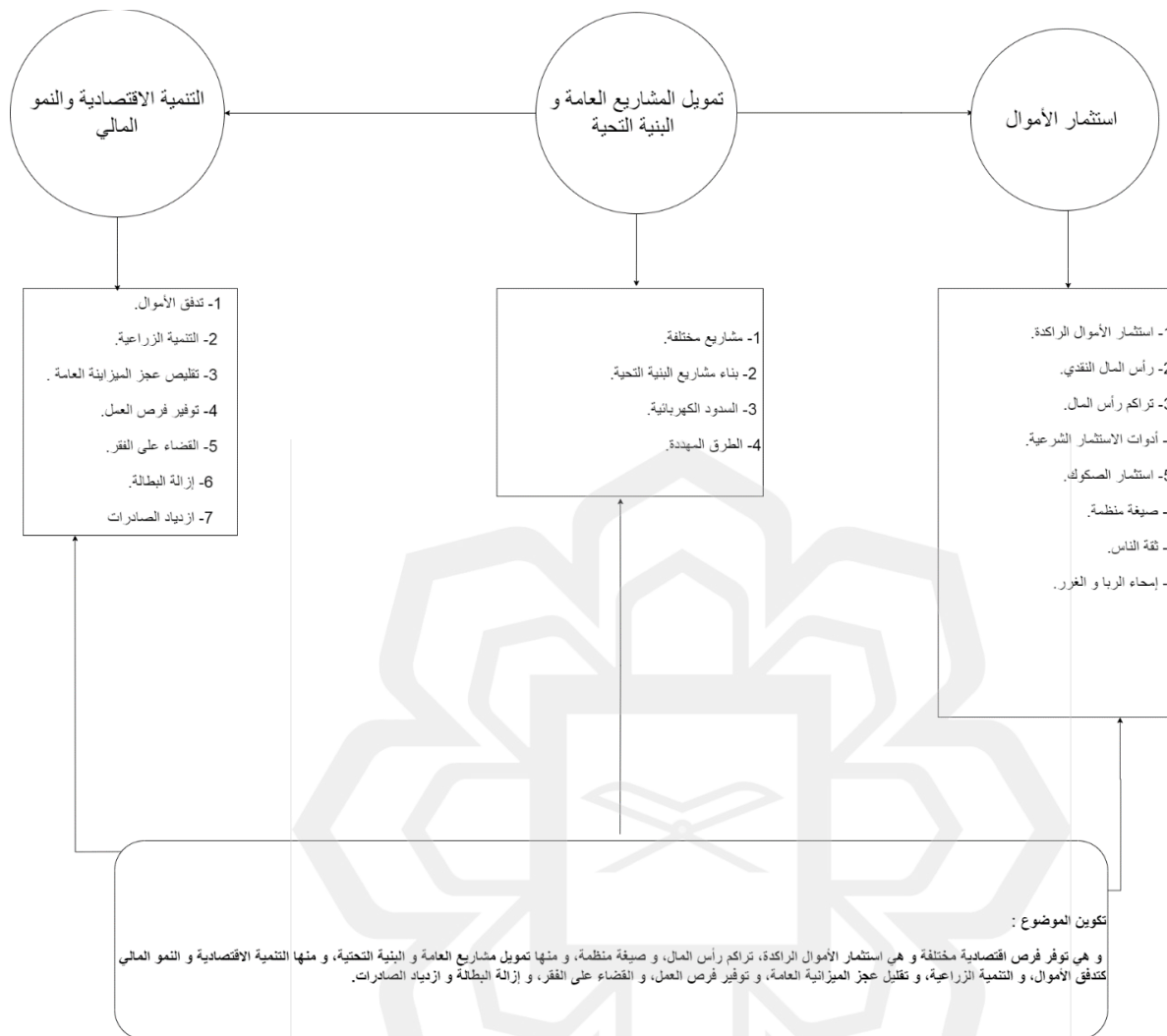
السؤال الحادي عشر: ما هي المشكلة القانونية التي تحول دون إصدار الصكوك في أفغانستان عبر التاريخ، كيف يمكن لأفغانستان إنهاء هذه المشكلة القانونية؟



السؤال الثاني عشر: وفق نظرك، أي دولة هي أفضل نموذج ومثال في صياغة قانون الصكوك حتى يقتبس قانون الصكوك في أفغانستان من قانونها، ولماذا؟

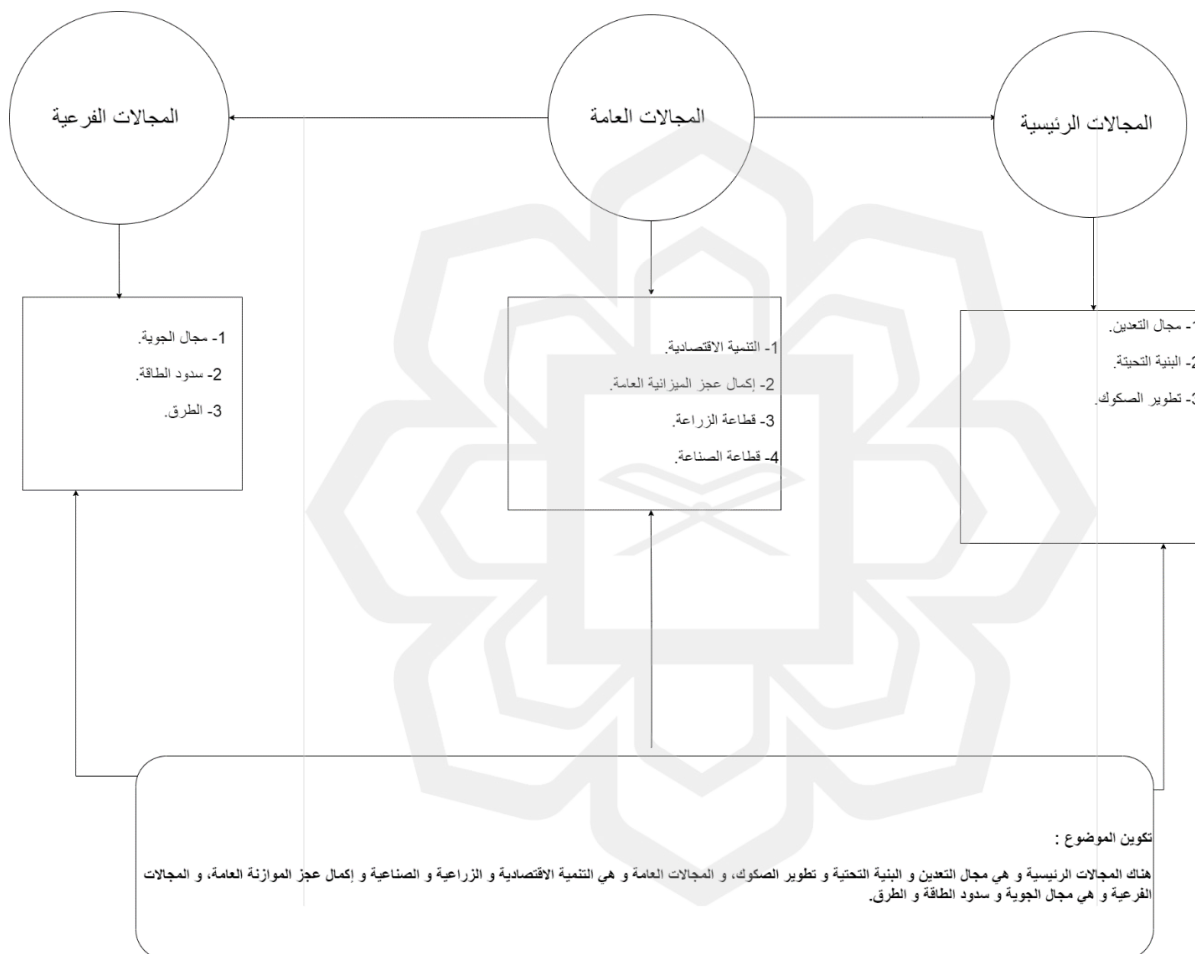


السؤال الثالث عشر: ما هي الفرص الاقتصادية التي توفرها الصكوك من وجهة نظرك؟

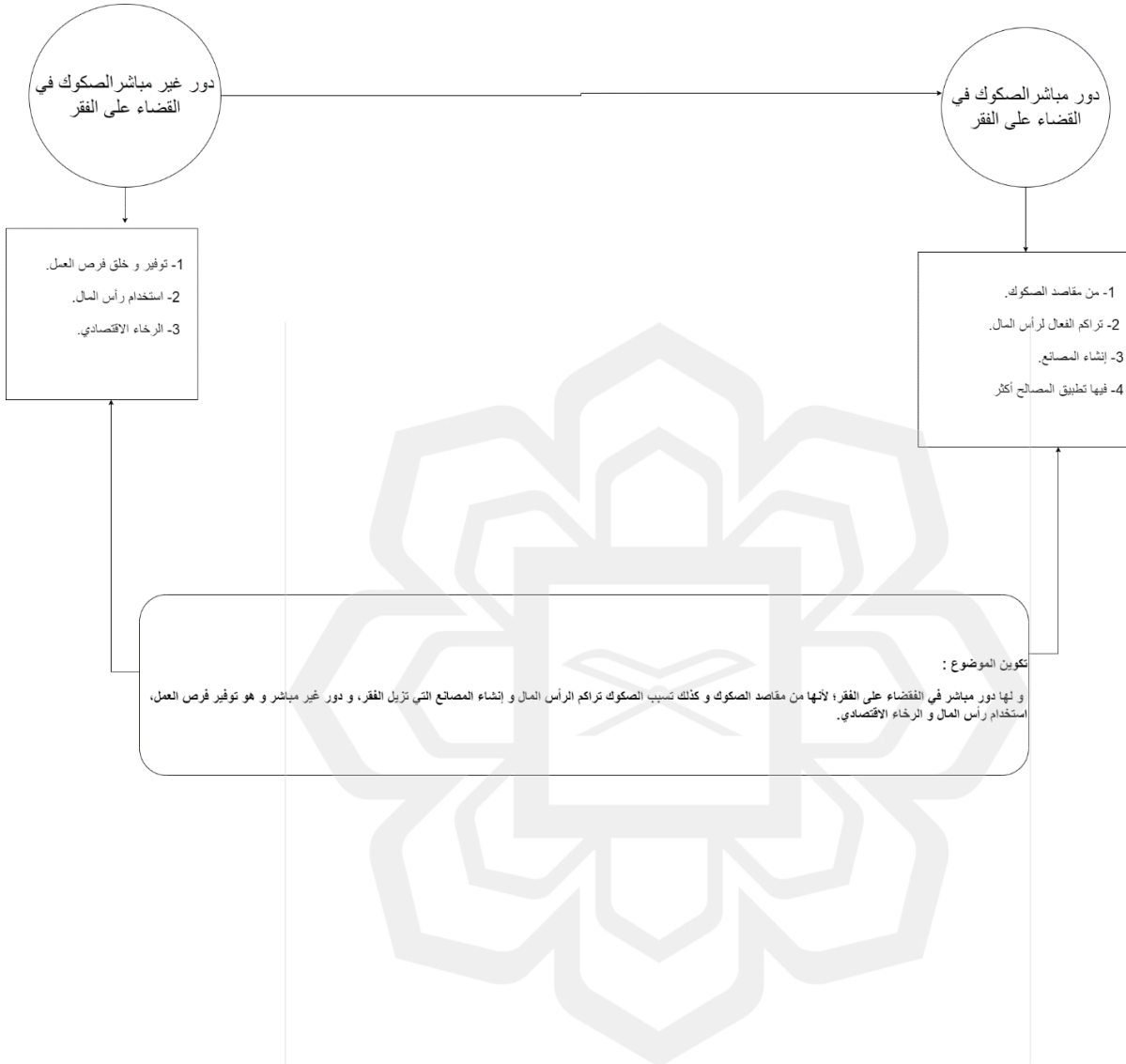


السؤال الرابع عشر: ما هي المجالات الأكثر فاعلية لإصدار الصكوك في أفغانستان وأية من المجالات التالية تعد أكثر فاعلية؟

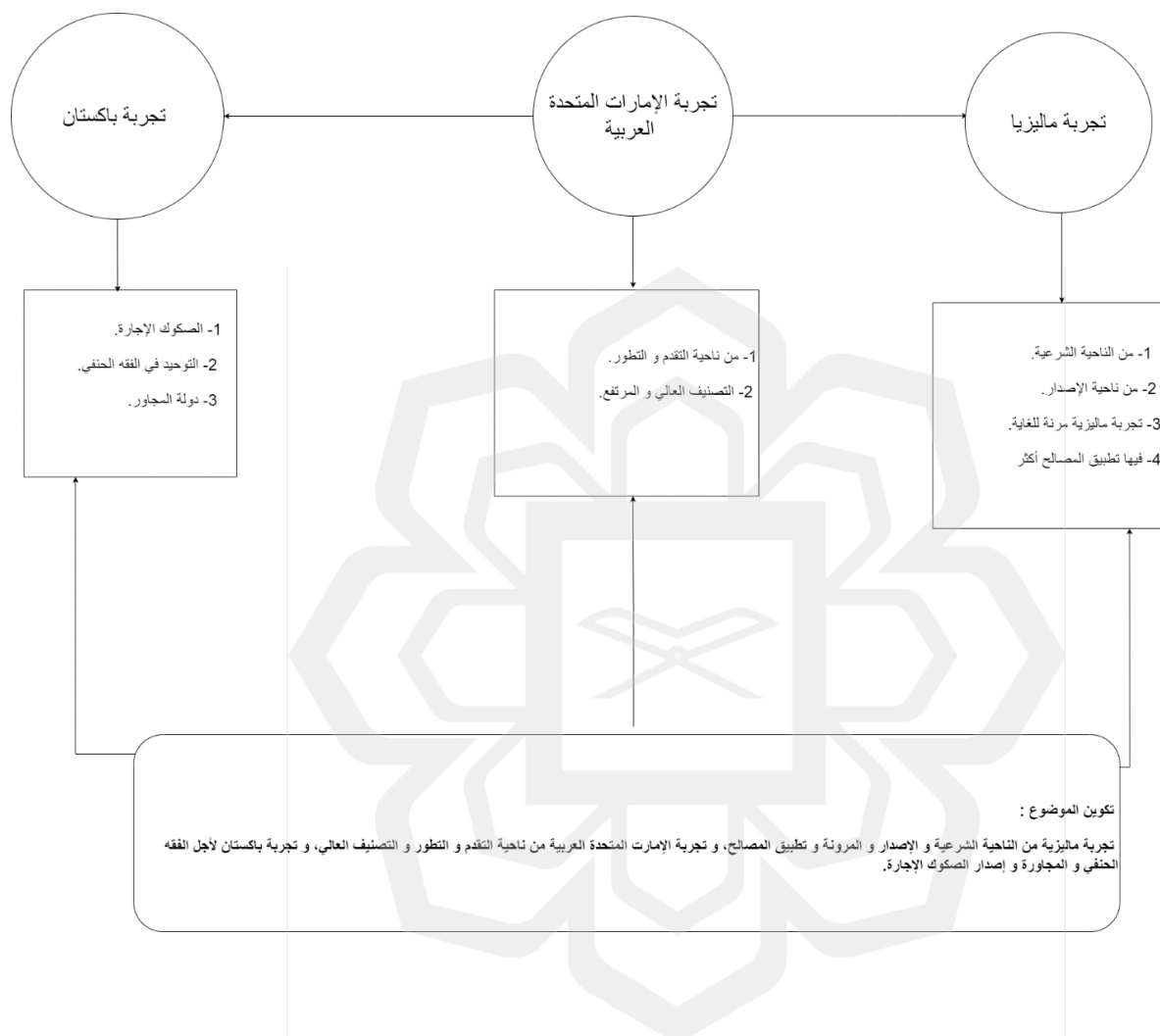
الف: مجال التعدين، والتنمية الاقتصادية والبنية التحتية. ب: مجال الاستقلال المالي والميزانية العامة. ج: مجال توفير المزيد من الاستثمار، وخلق المهن والوظائف. د: مجال توفير التنمية الزراعية.



السؤال الخامس عشر: ما هو دور الصكوك في القضاء على الفقر؟



السؤال السادس عشر: على رأيك، تجربة أي دولة إسلامية هي الأنسب لأفغانستان في مجال إصدار الصكوك؟



المطلب الرابع: الإطار التحليلي النهائي للدراسة

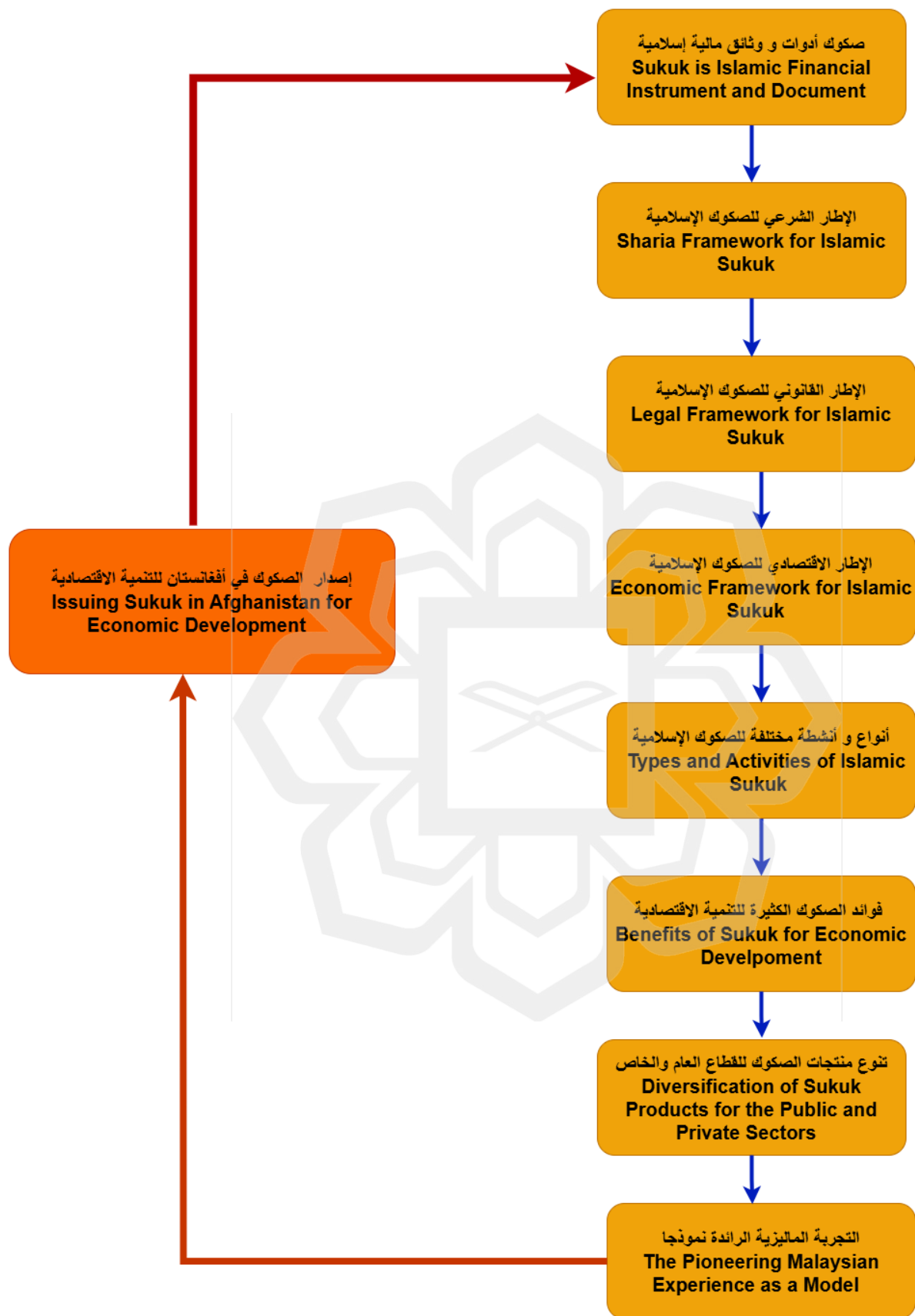
والصكوك من الأدوات المالية الإسلامية الحديثة، ولها الإطار الشرعي، والقانوني والاقتصادي الخاص الذي يجب تطبيق هذه الإطارات الثلاثة في كل حكومة التي تريد إصدار الصكوك الإسلامية للتنمية المالية، ولها أنشطة وأنواع مختلفة التي تبنى على العقود الشرعية

الإسلامية. وكذلك لها فوائد ومنتجات كثيرة ومتنوعة للتنمية الاقتصادية في القطاعين الخاص والعام.

ومن وجهة نظر الباحث فإن التجربة الماليزية في مجال إصدار الصكوك وتداولها، أفضل تجربة و أنجحها من الناحية القانونية، والشرعية (بغض النظر عن الاختلافات الفقهية المذهبية) والاقتصادية والتقنية وغيرها التي رادت في هذه السنوات الأخيرة؛ لذا يمكن لحكومة أفغانستان أن تتابع التجربة الماليزية في إصدار الصكوك من النواحي المختلفة لتطوير البنية التحتية، والتطور المالي والتنمية الاقتصادية.

والرسمه التالية رقم (52) تبين الإطار التحليلي العام لإصدار الصكوك الإسلامية في أفغانستان في متابعة التجربة الماليزية الرائدة





المطلب الخامس: الملاحظات الميدانية والتقارير الرسمية

وجدير بالذكر أنه - حسب جهد الباحث وسعيه أثناء جمع البيانات- لم يجد ولم يكن هناك في أفغانستان شيئاً ملموساً في مجال الصكوك (إصدارها وتداولها) للمشاهدة حتى يستدل به إلا في المصرف الإسلامي الأفغاني كما ذكر سابقاً في منهجية البحث، حيث يتداول الصكوك في خارج البلاد عن طريق السماسرة؛ لأنه مازال لم تصدر الصكوك في أفغانستان. وأما بالنسبة إلى التقارير الرسمية فلا يوجد أي تقرير رسمي في مجال تفعيل الصكوك وتداولها في الإدارات المرتبطة في القطاعين العام والخاص، وقد كان بعض الإحصائيات في البنك الإسلامي الأفغاني حول شراءه وتداوله الصكوك في البلاد الأخرى خارج البلد عبر التطبيقات والسماسرة العالمية، وهو لم يصدر الصكوك في البلد بعد بنفسه. ولكن لأجل بعض المشاكل السياسية والاقتصادية لم يتموا بتوفير التقارير الرسمية والإحصائيات لي (وكانت سرية ولم يشارك معي). وأما في الوزارة المالية الأفغانية والبنك المركزي الأفغاني ما كانت التقارير الرسمية إلا بعض الإيميلات ورسائل البريد الإلكتروني التي تلقوها عن معهد الإسراء العالمي الماليزي في مجال إصدار الصكوك في هذه السنوات الأخيرة قبل سلطة إمارة أفغانستان الإسلامية؛ ويمكن للباحث أن يقول بالصرحة أنه مازال لا يوجد أي تقرير رسمي في البلد في مجال تفعيل الصكوك الإسلامي وتداولها.

المبحث الثاني: النتائج والمقترحات

يتناول هذا المبحث أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة من خلال تحليل الواقع الميداني والبيانات الرسمية، مع عرض أبرز التوصيات العلمية والمقترحات العملية التي يمكن أن تسهم في تطوير آليات تفعيل الصكوك في أفغانستان.

المطلب الأول: النتائج الرئيسة للدراسة

وما زالت لم تصدر الصكوك الإسلامية كأداة تمويلية إسلامية في أفغانستان لأجل تحديات كثيرة في هذا المجال من الاقتصادية، والتنظيمية، والاجتماعية والتوعية، والتقنية، والخبرة وغيرها. وكذلك توجد مشاكل قانونية التي تعوق إصدار الصكوك فيها؛ بما أنه لا يوجد أي قانون خاص أو لائحة خاصة للصكوك فيها ولم تذكر الصكوك ضمن أي قانون آخر أيضاً، مع أن

هناك فرص اقتصادية وتمويلية كثيرة التي تلعب الصكوك فيها دوراً كبيراً؛ بما أن للصكوك الإسلامية دور ملحوظ في التنمية المالية خاصة في تغطية عجز الموازنة العامة وتطوير البنية التحتية. وأما صيغ التمويل التقليدية ومنها السندات عاجزة عن تطوير الاقتصاد والتنمية المالية وتغطية عجز الموازنة العامة وإيجاد حلول له وهذا، إضافة إلى أنها تؤدي إلى ازدياد حجم الدين وزيادة الإنفاق العام المخصص لفوائد وأقساط الديون، وخطر التضخم مما أفضى إلى زيادة تبعات سلبية مالية. وأن تنوع الصكوك الإسلامية يساهم في التنمية المالية، والإنعاش الاقتصادي وخلق فرص العمل والقضاء على الفقر والبطالة، والتقليل من عجز الموازنة العامة من خلال قدرتها على تعبئة الموارد المالية وإقبال عدد كبير من المستثمرين المحليين والأجبيين عليها لتطابقها مع أحكام الشريعة الإسلامية.

ويساهم الصكوك في تمويل المشاريع الاستثمارية المختلفة التي عجزت الحكومة وحدها عن تمويلها كذلك. والتجربة الماليزية هي الأكثر نجاحاً في العالم؛ لأنها تجربة متطورة التي تم الإعداد والتخطيط العلمي لها مع توفير غطاء متوافق مع الشريعة الإسلامية لمختلف منتجاتها المالية الإسلامية، فقد استطاعت أن تحقق أعلى إصدار وتداول للصكوك الإسلامية في العالم والذي يصل إلى أكثر من 50% في السنوات الأخيرة، كما استطاعت من خلالها توفير مبالغ تزيد من إيراداتها العامة والحكومية والتي بلغت حوالي 76250.00 86700.00 مليون رينجت ماليزي في عام 2023، وبلغت قيمة الميزانية الحكومية 9665.00 - 7000.00 مليون رينجت ماليزي في عام 2023، وبلغ الإنفاق المالي 66585.00 93700.00 مليون رينجت ماليزي في عام 2023، و هي كافية لتغطية التزايد في الإنفاق العام.

وقد أظهرت التجربة الماليزية ريادتها الواضحة في سوق الصكوك الإسلامية، حيث بلغ إجمالي الصكوك القائمة حتى عام 2025 نحو 308 مليار دولار أمريكي تقريباً، وهو ما يعكس قوة البنية المؤسسية والتنظيمية التي أسهمت في ترسيخ موقع ماليزيا كأكبر مركز عالمي لإصدارات الصكوك. فمع تزايد إصدارات الصكوك شهدت ماليزيا تحسناً في بنيتها التحتية وميزانيتها، وهذا ما جعل ماليزيا تمثل نموذجاً رائداً في إيجاد حل لمشكلة الاقتصادية وخاصة لحل العجز في الموازنة العامة للدولة. وأصبحت دولة صناعية بعد أن كانت زراعية، يعني أن الصكوك حققت نمواً مطرداً وملحوظاً في ماليزيا مع بعض التحديات بسبب أسباب كثيرة التي تشتمل دعم الحكومة وتهيئة

البيئة القانونية والتنظيمية المتطورة، والأطر الشرعية القانونية، وإعداد الكوادر المؤهلة وغيرها؛ فلذلك الأهداف الأساسية لهذا البحث هي تحديد التحديات لإصدار الصكوك في أفغانستان، وتوفير الفرص لتداولها، وتقييم المشاكل القانونية التي تعوق إصدار الصكوك ومناقشة الفرص الاقتصادية والتمويلية من تفعيل الصكوك في أفغانستان، ثم تطوير أنسب نموذج والإطار النظري لإصدار الصكوك فيها و هي التجربة الماليزية.

لذا تحتاج أفغانستان في مجال تفعيل الصكوك أن تمشي هذه الخطوات المهمة والخطط البناءة مثل ماليزيا حتى تستطيع تفعيلها وتداولها، وتكون ناجحة في هذا المجال وتصبح دولة متطورة من الناحية المالية باستخدام الأدوات المالية الإسلامية المستجدة.

المطلب الثاني: انعكاسات النتائج على الواقع التطبيقي للصكوك في أفغانستان

تواجه عملية إصدار الصكوك الإسلامية في أفغانستان مجموعة من التحديات التي تعيق تفعيلها على أرض الواقع، إذ إن ضعف الوعي المجتمعي يشكل أحد أبرز العوائق، حيث يفتقر معظم المواطنين إلى المعرفة الكافية بمفهوم الصكوك والأدوات المالية الإسلامية الحديثة، مما يقلل من فرص الإقبال على الاستثمار فيها ويجعل نشر الثقافة المالية الإسلامية خطوة أولية لا غنى عنها. كما يمثل غياب الاستقرار الأمني والسياسي تحدياً جوهرياً؛ إذ يؤدي استمرار الأزمات والنزاعات إلى إضعاف مناخ الاستثمار وتراجع ثقة المستثمرين والخبراء الأجانب في السوق المحلي. ويضاف إلى ذلك غياب الإطار القانوني والتشريعي المنظم لعمليات إصدار وتداول الصكوك، الأمر الذي يثير حالة من التردد لدى المؤسسات المالية والشركات والمستثمرين. وتتعقد الصورة أكثر نتيجة ضعف البنية الاقتصادية وتردد التجار ورجال الأعمال في استثمار أموالهم داخل البلاد، فضلاً عن النقص الحاد في الكفاءات والخبرات المتخصصة في مجالات المالية الإسلامية والهندسة المالية وإدارة الصكوك، وهو ما يحدّ من القدرة على تصميم هياكل تمويلية متكاملة.

كما أنّ غياب المنظومة المؤسسية والتنظيمية المساندة مثل هيئات الرقابة الشرعية، وشركات الوساطة المالية، والتأمين التكافلي، ووكالات التصنيف الائتماني، ومراكز إدارة السيولة، يشكل عقبة إضافية أمام إطلاق سوق فاعل للصكوك الإسلامية. وعلى الرغم من هذه

التحديات، فإنّ هناك فرصاً واعدة يمكن أن تجعل من الصكوك الإسلامية أداة استراتيجية للاقتصاد الأفغاني، حيث تمثل الصكوك وسيلة لتمويل مشاريع البنية التحتية والتنمية الاجتماعية، والمساهمة في تقليص العجز المالي، وتنويع مصادر التمويل بعيداً عن الاعتماد المفرط على المساعدات الخارجية. كما أنّ قدرتها على جذب الاستثمارات المحلية والأجنبية، وتعبئة المدخرات الوطنية وتوجيهها نحو مشاريع إنتاجية، يعزز من إمكاناتها في تنشيط الاقتصاد، وخلق فرص عمل جديدة، والمساهمة في الحد من الفقر والبطالة. وتُظهر التجربة الماليزية في هذا السياق أنّ تبني إطار تشريعي وتنظيمي ومؤسسي متكامل، مقروناً بنشر الوعي وتطوير الكفاءات المحلية، يمكن أن يحوّل الصكوك من مجرد أداة نظرية إلى رافعة حقيقية لتحقيق التنمية المستدامة.

وبذلك يتضح أنّ معالجة المعوقات التشريعية والتنظيمية والمؤسسية، إلى جانب الاستفادة من النماذج الناجحة مثل التجربة الماليزية، تمثل المدخل الرئيس لتمكين أفغانستان من الاستفادة من الصكوك الإسلامية وتحويلها إلى أداة عملية فاعلة تسهم في تمويل التنمية الاقتصادية والاجتماعية.

المطلب الثالث: التوصيات العلمية والمقترحات العملية

في ضوء النتائج التي توصلت إليها الدراسة، يمكن تقديم مجموعة من التوصيات العملية والعلمية لتعزيز فرص نجاح تجربة الصكوك الإسلامية في أفغانستان، وذلك على النحو الآتي:

1. وضع إطار تشريعي وقانوني متكامل خاص بالصكوك الإسلامية، يتضمن لوائح واضحة ومحددة تنظم إصدارها وتداولها، بما يضمن التوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية ويعزز الثقة لدى المستثمرين المحليين والدوليين.

2. الاستفادة من التجربة الماليزية في مجال الصكوك، من خلال تبني الممارسات الناجحة التي أسهمت في ريادة ماليزيا عالمياً، خاصة فيما يتعلق بتخطيط المشاريع، وإدارة المخاطر، وتطوير الأطر التنظيمية والرقابية.

3. توفير المتطلبات المؤسسية والتنظيمية اللازمة لنجاح سوق الصكوك، عبر إنشاء هيئات متخصصة للرقابة الشرعية، وتعزيز دور البنوك الإسلامية، وتشجيع التعاون مع المؤسسات المالية الدولية، مثل بنك التنمية الإسلامي.

4. إنشاء سوق مالي إسلامي منظم (بورصة إسلامية) لتداول الأوراق المالية الإسلامية، بما يشمل الصكوك والأسهم المتوافقة مع الشريعة، مع الاستعانة بالخبراء والمتخصصين في الهندسة المالية الإسلامية، ولا سيما من التجربة الماليزية.
5. تعزيز الوعي المجتمعي بالصكوك الإسلامية عبر برامج تثقيفية وورش عمل وندوات ومؤتمرات علمية، إضافةً إلى استثمار وسائل الإعلام ووسائل التواصل الاجتماعي في نشر ثقافة الصكوك وبيان مزاياها وأثرها التنموي.
6. تشجيع الحكومة على الاعتماد على الصكوك الإسلامية كأداة رئيسة في تمويل مشروعاتها التنموية، وبالأخص مشاريع البنية التحتية والمشاريع الاستراتيجية الكبرى، باعتبارها وسيلة بديلة عن التمويل التقليدي القائم على الدين والفوائد.
7. إعداد الكوادر الوطنية المؤهلة في مجال المالية الإسلامية، من خلال برامج تدريبية متخصصة بالتعاون مع الجامعات والمراكز البحثية والخبراء الدوليين، لضمان استدامة تطوير سوق الصكوك في أفغانستان.
8. إطلاق مبادرات لتوظيف المدخرات المحلية عبر الصكوك الإسلامية، بما يسهم في توجيه الأموال غير الموظفة إلى استثمارات إنتاجية تعود بالنفع على الاقتصاد الوطني وتقلل من الاعتماد على المساعدات الخارجية.
- وبذلك، فإن تبني هذه التوصيات بشكل متكامل من شأنه أن يهيئ المناخ المناسب لإطلاق سوق صكوك ناجح في أفغانستان. ولا يزعم الباحث أنه قد استوفى جميع ما يتطلبه من تحليل ودراسة، ويحوّل هذه الأداة المالية إلى رافعة حقيقية للتنمية الاقتصادية والاجتماعية المستدامة. وبالله التوفيق والهداية.

قائمة المصادر والمراجع

القرآن الكريم.

المصادر باللغة العربية

إبراهيم، ع. (2022). مسيرة الاقتصاد الإسلامي في ماليزيا من خلال أفكار محمد مهاتير، التجارب الاقتصادية الناجحة في العالم الإسلامي. موقع: الفكر القرآني:

www.quranicthought.com

إبراهيم، م. (2000). أسس البحث العلمي لإعداد الرسائل الجامعية، ط1، الأردن: مؤسسة الوراق.

ابن تيمية، أ. (2005). مجموع الفتاوى، ط1، المدينة المنورة: مجمع الملك فهد لطباعة المصحف الشريف، المدينة المنورة.

ابن شوك، و.، عبدوس، س. (2020). دراسة التجربة الماليزية في الصناعة المالية الإسلامية - تقييم أداء النظام المالي الإسلامي للفترة (2018-2010). المجلة الدولية للأداء الاقتصادي، 3(2)، الجزائر.

ابن عبد البر، ي. (2000). الاستذكار، ط1، بيروت: دار الكتب العربية.

ابن علقمة، م. (2021). دراسة مقارنة بين هيكلة عمليات التصكيك الإسلامي وعمليات التوريق التقليدي. مجلة الدراسات في المالية الإسلامية والتنمية، 2(01)، 46-75.

ابن فامي، آ. (2022). متطلبات اعتماد الصكوك الإسلامية في الجزائر على ضوء التجربة الماليزية. مجلة التنمية والاستشراف للبحوث والدراسات، 7(01)، 70-80.

ابن قايد، ش. (2020). دور الصكوك الإسلامية في تطوير التمويل الإسلامي وتحقيق التنمية الاقتصادية: دراسة التجربة الماليزية (2008-2017). (رسالة دكتوراة،

جامعة غرداية)، الجزائر.

ابن قايد، ش. (2023). دور صناعة التمويل الإسلامي في تمويل التنمية الاقتصادية دراسة حالة التجربة الماليزية. مجلة إضافات اقتصادية، 7(01)، 224-2025.

- ابن قدامة، ع. (1997). المغني لابن قدامة، ط1، الرياض: دار عالم الكتب.
- ابن منظور، محمد بن مكرم. (1414هـ). لسان العرب، ط3، بيروت: دار صادر.
- أبو جيب، سعدي. (1998). القاموس الفقهي لغة واصطلاحاً، ط2، دمشق: دار الفكر.
- أبو علام، ر. (2006). مناهج البحث في العلوم النفسية والتربوية. ط1، القاهرة: دار النشر للجامعات.
- أبو غدة، ع. (2003). بحوث في المعاملات والأساليب المصرفية، ط1، جدة: مجموعة دلة البركة.
- أحمد مسعود، أ. (2020). آفاق التمويل بصيغة الصكوك الإسلامية في المصارف الإسلامية الليبية، دراسة تطبيقية على مصرف اليقين. مجلة العلوم الإنسانية والتطبيقية، 8(15)، 22-38.
- أحمد يوسف، ع. (2025). الصكوك الإسلامية: خصائصها ودورها والتحديات التي تواجهها. اتحاد المصارف العربية. <https://uabonline.org/magazine-article>
- ابن يونس، ف. (2024). استخدام المؤشرات الحديثة في تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية. (رسالة ماجستير، جامعة 8 ماي 1945 قالمة)، الجزائر.
- إسماعيل، ع. (2020). مصادر توفير السيولة في البنوك الإسلامية، ط1، الإسكندرية: دار التعليم الجامعي.
- الأسود، ز. (2019). العينات في البحث العلمي: إجراءات واعتبارات. مجلة تنوير للبحوث الإنسانية والاجتماعية، العدد 12(1)، 45-58.
- الأصبحي، م. (1985). موطأ الإمام مالك، ط1، بيروت: دار إحياء التراث العربي، 241/2.
- أمية، ع.، التونسي ع. (2018). مساهمة الصكوك الإسلامية في تمويل عجز الموازنة التنموية في ليبيا. مجلة جامعة صبراتة العلمية 1(1)، ص: 31-52.

آمنة، ب. (2023). دور الصكوك الإسلامية في تمويل الاقتصاد دراسة حالة ماليزيا خلال الفترة (2015-2022)، (رسالة ماجستير، المركز الجامعي عبد الحفيظ بوصوف ميله) الجزائر.

الأندلسي، س. (1332هـ). المنتقى شرح الموطأ، ط1، مصر: مطبعة السعادة، مصر. 4(285).

الإيساء، ع. (2021). صكوك مخالفة لأحكام الشريعة الإسلامية: دراسة تحليلية. مجلة التراث في الثروة والتمويل الإسلامي، 2(3)، 119-144.

أيوفي، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية. (2022). المعايير الشرعية. ط2، الرياض: دار الميمان للنشر والتوزيع.

بادا، ع. (2021). الصكوك الإسلامية في الجزائر بين التنظير والتطبيق. مجلة الإستراتيجية والتنمية، 11(04)، 155-172.

بازينة، ع.، اسميو، م. (2018). الصكوك الإسلامية: التجارب والممارسات الدولية. مجلة بيت المشورة، 9(9)، ص: 164-205.

البخاري، م. (1422هـ). الجامع المسند الصحيح المختصر من أمور رسول الله صلى الله عليه وسلم وسننه وأيامه. ط1، القاهرة: دار طوق النجاة.

براضية، ح.، محمد، ج. (2016). دور التصكيك الإسلامي في إدارة السيولة في البنوك الإسلامية، ط1، عمان: دار اليازوري.

براني، ع. (2021، 02 نوفمبر). واقع وآفاق النظام المالي الإسلامي في الجزائر. ورقة مقدمة في في الملتقى الوطني الموسوم بـ "النظام المالي الإسلامي: آليات التطبيق وفرص النجاح، معهد العلوم الاقتصادية المركز الجامعي عبد الحفيظ بوصوف ميله، الجزائر.

براني، ع.، بركات، س. (2016). دور الهيئات الرقابية المالية في تنمية وتنشيط سوق الأوراق المالية: سوق رأس المال الإسلامي نموذجاً. مجلة الشريعة والاقتصاد، 5(10)، 341-374.

بوذريع، ص. (2021). تعزيز و دعم التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي من خلال التوجه نحو الصكوك الخضراء - التجربة الماليزية أمودجا. مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، 17(3)، 73-94.

بوطريف، ل.، مشري، ف. (2019). دور الصكوك في تطوير سوق الأوراق المالية: دراسة حالة الإمارات العربية المتحدة، (رسالة ماجستير، المركز الجامعي عبد الحفيظ بو الصوف ميله)، الجزائر.

بوعبان ص.، ينار، ل. (2018). الصكوك الإسلامية كآلية لتمويل عجز الموازنة - دراسة حالة ماليزيا. (رسالة ماجستير، جامعة محمد صديق بن يحيى - جيجل)، الجزائر.

بوعبد الله، ع. (2015). تطور الصكوك المالية الإسلامية في بورصة ماليزيا. مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، 9(14)، 18-31.

بوعويّنة، ص.، قروش، ع. (2021). "واقع وآفاق تطور صناعة الصكوك الإسلامية في العالم: دراسة تحليلية للمدة 2001-2019. مجلة بحوث وتطبيقات في المالية الإسلامية، 5(2)، ص: 141-160.

بوقاّقة، مروة. (2021). دور الصكوك الإسلامية في تقليص عجز الموازنة العامة: دراسة حالة السودان للمدة 2000-2018، (رسالة ماجستير، المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميله)، الجزائر.

بوالمرقة، آ.، دميري، س. (2023). دور الصكوك الإسلامية في تمويل الاقتصاد. (رسالة ماجستير، المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميله)، الجزائر.

الترمذي، أ. (1998). السنن الترمذي، ط1، بيروت: دار الغرب الإسلامي.

التقرير السنوي لهيئة الأوراق المالية الماليزية (2004).

توفيق، ب.، الصيفي، ح. (2017). الصكوك الاستثمارية الإسلامية بين ماليزيا ومصر: دراسة فقهية مقارنة. المجلة العالمية للدراسات الفقهية و الأصولية، 1(1)، 12-31.

جابر، بدران أحمد. (2017). الشروط وعلوم الصكوك للإمام أبي نصر أحمد بن محمد السمرقندي، ط1، القاهرة: دار النشر للجامعات.

- الجادري، ع. (2016). الأسس المنهجية والاستخدامات الإحصائية في بحوث العلوم التربوية والإنسانية، ط2، عمان: دار إثراء، عمان.
- الجارحي، معبد علي. (2010). الصكوك: قضايا فقهية واقتصادية، ط1، الإمارات: مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة 19.
- جباري، ش.، خميلي، ف. (2010). دور الهندسة المالية الإسلامية في علاج الأزمة المالية. ورقة مقدمة في المؤتمر العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصر من منظور اقتصادي إسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، عمان، الأردن.
- الجبوري، علي. (2016). إدارة المصارف الإسلامية: نظام مالي عادل. ط1، عمان: دار صفاء.
- جعيط، م.، حويشي، خ. (2020). الصكوك الإسلامية وضوابطها الشرعية وأهميتها في التنمية الاقتصادية، (رسالة ماجستير، جامعة محمد بوضياف، المسيلة)، الجزائر.
- الجيوسي، أ. (2019). التمويل باستخدام الصكوك الإسلامية. مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية، 27(1)، 74-96.
- حاجي، ك.، أمينة، ب. (2020). التجربة الماليزية في إنشاء سوق الأوراق المالية الإسلامي وسبل الاستفادة منها في الجزائر. مجلة البشائر الاقتصادية، 6(1)، 17-29.
- حسان، ح (2021) الصكوك الإسلامية خصائصها وأنواعها ضوابط إصدارها وآليات تداولها وأساليب استخدامها كبديل تمويلي شرعي. ط1، مصر: المكتبة العلمية، القاهرة.
- حسان، ح. (2015). صكوك الاستثمار. دراسات المعايير الشرعية النص الكامل للبحوث والدراسات التي قدمت تمهيدا لإعداد المعايير الشرعية 1-54، المجلد الثاني. أيوفي. الرياض: دار الميمان للنشر والتوزيع.
- حسان، ح. (2015). مدى ارتباط مخاطر الصكوك بأصولها. دراسات المعايير الشرعية النص الكامل للبحوث والدراسات التي قدمت تمهيدا لإعداد المعايير الشرعية لأيوفي 1-54، ج 2. الرياض: دار الميمان للنشر والتوزيع.

- حسن النجار، ر. (2021). دور الصكوك في تمويل المشروعات البنية التحتية: تجارب دولية. المجلة العلمية لقطاع كليات التجارة، 26 (1)، 45-58.
- حسين، م. (2013). تداول الصكوك الإسلامية وأحكامها الشرعية. Islamic Research Journal، 7(08)، 360-381.
- حسين، م.، عوز، خ. (2009). الأسواق المالية على المستويين العربي والعالمي مع تعليق قياسي. مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، 5(15)، 35-48.
- الحسيني، أ. (2023). البدائل الإسلامية للمؤشرات المالية دراسة فقهية. مجلة كلية الشريعة والقانون، جامعة الأزهر، 35(02)، 1202-1308.
- حطاب، ك. (2009). الصكوك الاستثمارية والتحديات المعاصرة. ورقة مقدمة في مؤتمر البنوك الإسلامية بين الواقع والمأمول، دبي.
- حفوطة، أ.، زيدي، ب. (2017). استفادة الجزائر من تجربة الصكوك الإسلامية كآلية لتمويل التنمية الاقتصادية تجربتي السودان و ماليزيا نموذجا، مجلة البحوث في العلوم المالية و المحاسبية، 2(4)، ص: 66-85.
- الحمداني، م. (2006). مناهج البحث العلمي: أساسيات البحث العلمي. ط1، عمان: مؤسسة الوراق.
- الحميدي، م.، البارودي، ف. (2021). الإطار النظري للصكوك الاستثمارية، (رسالة ماجستير، جامعة سيدي محمد بن عبد الله، فاس)، الجزائر.
- حناشي، ج.، بدودة، ذ. (2022). مقومات إنشاء سوق الأوراق المالية- التجربة الماليزية، (رسالة ماجستير، جامعة شهيد حمه لخضر-الوادي)، الجزائر.
- حناشي، س. (2024). الصكوك الإسلامية ودورها في تمويل التنمية المستدامة- دراسة مقارنة بين التجربة الماليزية والتجربة السودانية. مجلة الباحث الاقتصادي، 11(01)، 499-521.
- حنان، أ. (2018). دور البيئة القانونية في دعم التنمية المستدامة للمصارف الإسلامية. مجلة القانون والأعمال، (19).

حات، أبوبكر،، ضويفي، حمرة. (2021). واقع صناعة الصكوك الإسلامية وتحدياتها التجربة الماليزية نموذجاً. مجلة البحوث في العلوم املالية و املحاسبة، 6(1)، 23-40.

حياة، س. (2021). مساهمة الصكوك الوقفية في تحقيق التنمية، تجربة ماليزيا نموذجاً. مجلة البشائر الاقتصادية، 7(01)، 198-218.

خلادي، ع. (2024). آليات تفعيل الصكوك في المالية الإسلامية مضامينها وإشكالاتها الفقهية. مجلة جامعة الأمير، الجزائر، 38(01)، 482-495.

د أفغانستان بانك، البنك المركزي الأفغاني. (2020). أفغانستان تسعى لإصدار الصكوك. الاسترجاع 1 يناير 2020 من info@dab.gov.af.

دأفغانستان بانك. (2025). القوانين واللوائح والأنظمة المصرفية والمبادئ التوجيهية. [./https://dab.gov.af](https://dab.gov.af)

الدرشابي، أ. (2023). مقومات تفعيل دور الصكوك السيادية في تمويل مشروعات البنية التحتية في مصر في ضوء تجربة حالة من التجربة الماليزية، جمهورية مصر العربية، مجلة جامعة الإسكندرية للعلوم الإدارية، 60(1)، 1-55.

درغال، ر. (2018). دور الصكوك الإسلامية في تمويل عجز الموازنة العامة. مجلة العلوم الاجتماعية والإنسانية، 8 (1).

دوابة، أ. (2017). الهندسة المالية الإسلامية. ط1، القاهرة: دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة.

دوابة، أ. (2009). الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، ط1، القاهرة: دار السلام. دوابة، أ. (2024). نحو تصور مقترح لحوكمة الصكوك الإسلامية. مجلة رؤى اقتصادية، 14(02)، 95-115.

دوكو، م.، عليو، م. (2022). فعالية صكوك الإجارة في التمويل التعليمي في ولاية أوسون في نيجيريا، دروس للولايات الأخرى. مجلة الجامعة القاسمية للاقتصاد الإسلامي، 2(2).

راشدي، ر.؛ كوثر، س. (2020) الصكوك الإسلامية كأداة لتنشيط الفرص التمويلية البديلة للمشاريع الاقتصادية في الجزائر. (رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة الشهيد حمه لخضر بالوادي)، الجزائر.

رامي، م. (2019). الصكوك وتطبيقاتها المعاصرة بديلاً عن السندات التقليدية. ط1. كتاب إلكتروني.

رحماني، س.، ديلمي، ف. (2019). الصكوك الإسلامية كبديل غير تقليدي للتمويل. ورقة مقدمة في الملتقى العلمي الوطني حول النظام المالي وإشكالية تمويل الاقتصاديات النامية. كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، المسيلة. يومي 4-5 فيفري.

رشيد، ص.، نورين، ب. (2022). تقييم دور الصكوك الإسلامية في تنمية سوق أدوات الدين المالي خلال الفترة (2008-2020). مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، 18(28).

رضوان، م. (2022). الأسواق المالية و دورها في دعم التنمية الاقتصادية. المجلة الدولية للعلوم الإدارية والاقتصادية والمالية، 1(1) ص: 3- 44.

رفيق، ش. (2022). صكوك المضاربة بديل إسلامي لتمويل الحكومات والمشروعات التنموية. مجلة الآفاق للدراسات الاقتصادية، 7(2).

الزبيدي، محمد بن محمد. (1994). تاج العروس من جواهر القاموس. ط2. بيروت: دار الفكر.

زعتري، ع. (2021). الصكوك تعريفها أنواعها أهميتها ودورها في التنمية. الاسترجاع 13 أبريل 2021 من <http://alzatari.net>.

زغوان، ط. (2021) الشركة ذات الغرض الخاص (SPV) ودورها في الصكوك الإسلامية- صكوك الإجارة نموذجاً. (رسالة الماجستير، معهد العلوم الإسلامية، قسم الشريعة- معاملات مالية معاصرة، جامعة الشهيد حمه خضر- الوادي)، الجزائر.

زمولي، ه. (2021). التعامل من منظور قيمي ودوره في تفعيل أداء سوق الأوراق المالية: دراسة حالة بورصة ماليزيا. (رسالة دكتوراة، جامعة العربي التبسي - تبسة، الجزائر).

زيتوني، م. (2020). التجربة التنموية الماليزية. مجلة الرائد في الدراسات السياسية، 1(2).
زيتوني، ع. (2024). سوق الصكوك الإسلامية بين دوافع النمو وعوامل المحدودية. مجلة دراسات في المالية الإسلامية والتنمية، 4(2)، 1-42.

زين الدين، م. (2021). المشتقات المالية كأداة للتحوط ضد مخاطر الاستثمار : دراسة على سوق الأوراق المالية الماليزية. مجلة الإسكندرية للتبادل العلمي، 42(4)، 2283-2301.

ساسى، سهير.، دبش، فاطمة الزهراء. (2021). دور الصكوك الإسلامية في تمويل عجز الموازنة العامة للدولة: دراسة حالة تجرّبي السودان وماليزيا. (رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة محمد بوضياف، المسيلة)، الجزائر.

سامي عبيد، محمد. (2015). الدور التمويلي للمصارف الإسلامية (التمويل بالصكوك) تجربة ماليزية، مجلة العلوم الاقتصادية 10(38)، ص 109-142.

السبئي، صادق أحمد عبد الله. (2019). دور الصكوك في تعزيز الدور التنموي للمصارف الإسلامية: دراسة تطبيقية مقارنة. مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، 20(2).

السجستاني، أ. (2009). سنن أبي داود. ط1. بيروت: المكتبة العصرية، صيدا.
سحاسورياني، جعفر.، صقر الدين، جعفر. (2007). سوق رأس المال في ماليزيا و دور الرقابة الشرعية في معاملاته. (رسالة ماجستير، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية)، الأردن.

سداراتي، ه. (2024). تطور الصكوك كأداة تمويلية إسلامية مبتكرة: الإمكانيات والتحديات في دعم الشركات الناشئة والمتوسطة. مجلة اقتصادنا الإسلامي، العدد 5(5). islamic-economics.net/issue5.

سعاد، م. (2016). مقاصد الشريعة الإسلامية وتطبيقها في الصكوك الإسلامية. مركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية، سوريا، العدد 47، 158-165.

السعدي، م.، الجبابسة، ح. (2022). التكييف الفقهي للصكوك الخضراء وضوابط إصدارها. مجلة العلوم الإسلامية، 5(03)، 80-100.

السلمي، ر. (2025). أحكام التمويل بالصكوك والسندات. مجلة كلية البنات الإسلامية
بأسبوط، 22 (1)، 1261-1300.

10.21608/mkba.2025.360401.1111

سليمة، ب.، نعيمة، ح. (2020). مساهمة الصكوك الإسلامية في التنمية الاقتصادية
لماليزيا. مجلة استراتيجيات التحقيقات الاقتصادية والمالية، 2(2)، 89-104.

الشاعر، ب.، الزنداني، ه. (2016). الأحكام والضوابط الشرعية لتداول الصكوك
الاستثمارية الإسلامية. مجلة علوم الشريعة والقانون، 43(3).

شحاتة، حسين. (2009). الاقتصاد الإسلامي بين الفكر والتطبيق. ط1. القاهرة: دار
النشر للجامعات.

شحاتة، ح (2018)، الأحكام الفقهية والأسس المحاسبية لزكاة الأسهم والسندات وأذونات
الخزانة. موقع بيت الزكاة، <https://bitly.com>.

شردود، خ.، جليد، ن. (2022). تمويل عجز الموازنة العامة ما بين الاقتصاد الوضعي
والاقتصاد الإسلامي. مجلة المشكلة الاقتصادية والتنمية، 1(1).

الشرق الأوسط، الموقع الرسمي. (2022). إصدارات الصكوك عالمياً. الاسترجاع 11 فبراير
<https://aawsat.com/tags/>

الشرق الأوسط، الموقع الرسمي. (2024). إصدارات الصكوك عالمياً. الاسترجاع 11 فبراير
<https://aawsat.com/tags/>

شعابينة، ر. (2022). محاضرات في الاقتصاد النقدي وأسواق رأس المال. كلية العلوم
الاقتصادية وعلوم التيسير، جامعة قلمة، الجزائر.

صالح، ن.، الجطيبي، ع.، عبد الواحد، س. (2025). دور الصكوك الإسلامية في تمويل
عجز الموازنة العامة في ماليزيا. مجلة الزقاق، 52(02)، 385-394.

ضريري، عبد المعبود. (2019). بانكداي اسلامي وشيوه هاي تطبيق آن در افغانستان.
ط1. رياست اطلاعات وارتباط عامه أكاديمي علوم، مطبعة صنعتي جهاردهي.

الطريقي، ع. (2009). الاقتصاد الإسلامي أسس ومبادئ وأهداف. ط 1، الرياض:
مؤسسة الجريس للتوزيع والإعلان.

طيب، س.، قدراري، أ. (2021). الصكوك الإسلامية كآلية لتحقيق التنويع الاقتصادي في الجزائر. Easy chair, the world for scientists.

<https://tinyurl.com/yzukejan>

العامري، صلاح عبود. (2012). تاريخ أفغانستان وتطورها السياسي. ط1. القاهرة: دار العربي.

عبد الرزاق، ب.، عبادي، م. (2023). أهمية الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات الاقتصادية: دراسة حالة النوافذ الإسلامية لبنك الفلاحة والتنمية الريفية. (رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة محمد بوضياف، المسيلة)، الجزائر.

عبد العزيز، أ.، تشانغ، و. (2019). كيف أوجدت ماليزيا منظومة مواتية للتمويل الإسلامي المستدام، مدونات البنك الدولي. تم الاسترجاع في 24 أغسطس 2022 من <https://tinyurl.com/7kth8nhv>

عبد العظيم، ع.، إيمان، إ. (2023). تنظيم إصدار وتداول الصكوك السيادية دراسة شرعية قانونية. مجلة البحوث الفقهية والقانونية، 35(43)، 3955-4057.

العبد الكريم، ر. (2013). نحو نظرة أعمق في الظواهر التربوية: البحث النوعي. ط1. الرياض، وزارة التربية والتعليم.

عبدالرزاق، نجيب. (2013). صكوك ماليزية لذوي الدخل المحدود. الصكوك الجديدة فرصة للماليزيين للاستثمار في تنمية البلاد. الاسترجاع 13 جنوري 2013 من <https://tinyurl.com/bdhp9dz>

عبيدات، محمد، وآخرون. (1999). منهجية البحث العلمي: القواعد والمراحل والتطبيقات. ط2. عمان: دار وائل.

العثماني، محمد تقي. (2015). الصكوك وتطبيقاتها المعاصرة. دراسات المعايير الشرعية النص الكامل للبحوث والدراسات التي قدمت تمهيدا لإعداد المعايير الشرعية 1-54، المجلد الثاني. أيوفي. الرياض: دار الميمان للنشر والتوزيع.

العثماني، م. (2019). مقدمة في التمويل الإسلامي. ط1، دمشق: دار الرواد للنشر.

- عجاج، ج. (2019). الصكوك الإسلامية ودورها في إدارة السيولة: نحو مقترح تطبيقي في ظل القوانين والتشريعات الجديدة في ليبيا؛ دراسة استكشافية تطبيقية. (رسالة دكتوراة، معهد الصيرفة الإسلامية والتمويل، الجامعة الإسلامية العالمية بماليزيا).
- العجلوني، أ. (2010). النظام المالي الإسلامي المعاصر: الإطار النظري وإمكانية التطبيق العملي. مجلة دراسات العلوم الإدارية، 37(02)، 273-283.
- العراي، م.، حمو س. (2017). دور الصكوك الإسلامية في تمويل الاقتصاد - ماليزيا أمودجا. مجلة البشائر الاقتصادية، 3(1).
- عرقوب، خديجة.، كورتل، فريد. (2016). دور الصكوك الخضراء في تحقيق التنمية المستدامة في ماليزيا. مجلة رماح للبحوث و الدراسات، (18).
- العسقلاني، أحمد بن علي. (1379هـ). فتح الباري شرح صحيح البخاري. ط2. بيروت: دار المعرفة.
- عشوب، ل. (2023). الصكوك الإسلامية الخضراء كآلية مستحدثة لتمويل وتعزيز التنمية المستدامة: حالة ماليزيا نموذجا. مجلة أبعاد اقتصادية، 13(02)، 85-106.
- العطوان، ع.، يوسف، م.، الدليمي، أ. (2020). التجربة الماليزية في التنمية البشرية. مجلة العلوم الإسلامية الدولية، 2(4).
- علاش، أ. (2021). قراءة في واقع وأداء الصكوك الإسلامية. مجلة الأبحاث الاقتصادية، 16(2).
- العلجة، م.، خالدية، ب. (2023). دراسة نجاح دولة ماليزيا في الصناعة المالية الإسلامية من خلال التمويل بالصكوك الإسلامية. مجلة الاقتصاد الجديد، 14(01)، 290-304.
- علي ميرة، ح. (2008). صكوك الإجارة دراسة فقهية تأصيلية تطبيقية. ط1. الرياض: دار الميمان للنشر و التوزيع.
- عليان، ر.، غنيم، ع. (2000). مناهج وأساليب البحث العلمي النظرية والتطبيق. ط1. عمان: دار صفاء.

- عمر، س. (2009). *الموجز في منهج البحث العلمي في التربية والعلوم الإنسانية*، ط1. دمشق: دار الفكر.
- عمري، آ. (2017). *الصكوك دراسة فقهية مقارنة*. الناشر: مطبعة تونس قرطاج- الشرقية 1. تونس.
- العيفة، ع. (2020). *محاضرات في الصيرفة الإسلامية*. كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، الجزائر.
- غبار، م. (2012). *افغانستان در مسیر تاریخ*. ط1. انتشارات محسن: إيران، النسخة الإلكترونية.
- غباري، ث.، أبو شندي، ي.؛ أبو شعيرة، خ. (2015). *البحث النوعي في التربية وعلم النفس*. ط1. عمان: دار الإعصار العلمي.
- غربي، ح.، جبلاحي، و. (2018). *الصكوك الإسلامية: أنواعها وإدارة مخاطرها*. مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، جامعة المسيلة، 2(1)، الجزائر.
- غرداوي، ف. (2024). *إصدار وتداول الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية: تحديات و متطلبات نجاحها في الجزائر*. مجلة اقتصاد المال والأعمال، 9(02)، 23-38.
- غزال، م. (2021). *استخدام الصكوك لإدارة سيولة المصارف الإسلامية: دراسة تحليلية للتجربة الماليزية والبحرينية*. *International Journal of Al-Turath in Islamic Wealth And Finance*، 2(01)، 1-36.
- الغزالي، س. (2015). *معوقات إصدار الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل المشروعات الاقتصادية، دراسة تطبيقية على المؤسسات المصرفية العامة في فلسطين*. (رسالة ماجستير. كلية التجارة الإسلامية، غزة)، فلسطين.
- الفتلاوي، ح.، الساعدي، و. (2022). *دور الصكوك الإسلامية في تحقيق التنمية المستدامة: مراجعة وتقويم*. مجلة العلوم الإنسانية والطبيعية، 3(06)، 309-331.

- فريدي، ب. (1985). معجم المصطلحات المصرفية ومصطلحات البورصة والتأمين والتجارة الدولية، ط1، بيروت: <https://tinyurl.com/yc7mmujd>.
- الغولي، أ. (2000). تقييم التجربة الماليزية في إقامة أول سوق نقدي إسلامي. مجلة المال والصناعة، 2(1)، جامعة الإسكندرية، القاهرة.
- فيجل، ع.، براق، م. (2022). التمويل الإسلامي المستدام لأبعاد التنمية المستدامة- حالة الصكوك الإسلامية في ماليزيا. مجلة المعيار، 26(03)، 1010-1030.
- الفيروز آ، م. (1985). القاموس المحيط. ط1. القاهرة: عالم الكتب.
- القاسم، م. (2021). لفوارق بين المناهج الكيفية والمناهج الكمية في البحوث الاجتماعية: دراسة لتحقيق التكامل البحثي بين المنهجين. المجلة العربية للنشر العلمي، 30(1)، حلب.
- القاضي، ي. (2021). وماذا بعد الاستثمار في البنية التحتية؟ استراتيجية تخطيط الاستثمار في البنية التحتية. مجلة آفاق اقتصادية معاصرة، 7(2).
- قحف، م. (2000). سندات الإجارة والأعيان المؤجرة. ط2. جدة: المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب.
- قحف، م.، الجمال، م. (2013). صكوك الإجارة الموصوفة في الذمة، الدورة 21. ورقة مقدمة لمؤتمر مجمع الفقه الإسلامي الدولي، منظمة التعاون الإسلامي. مكتبة عين الجامعة.
- قرني، ع. (2019). محاضرات في أسواق رأس المال. كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التيسير، جامعة قلمة، الجزائر.
- القره داغي، علي محي الدين. (2016). الصكوك السيادية بين بيع العين و بيع حق الانتفاع - دراسة فقهية تحليلية. ورقة مقدمة في المؤتمر 21 لعلماء الشريعة الاقتصادية، الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية، قطر. منتدى العلماء. الاسترجاع 15 نوفمبر 2026 من <https://tinyurl.com/4mcc76zp>.
- القره داغي، م. (2009). التوريق وتطبيقاتها المعاصرة: دراسة فقهية اقتصادية. مجلة المجمع الفقه الإسلامي، منظمة المؤتمر الإسلامي، 1(19).

- القره داغي، م. (2010). إدارة السيولة في المؤسسات المالية الإسلامية. مجلة أكاديمية إسرا، 1(1)، بماليزيا.
- القره داغي، م. (2017). بحث الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي. مجلة المجمع الفقه الإسلامي، منظمة المؤتمر الإسلامي، 7(1).
- القربني، س. (2020). البحث النوعي: الإستراتيجيات وتحليل البيانات. ط1. الرياض: مطابع دار جامعة الملك سعود للنشر.
- قسول، ك.، حسان، ط. (2021). دور الصكوك الإسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية-ماليزيا أمودجا. مجلة الاقتصاد الدولي والعملة، 4(1)، الجزائر.
- قسول، ك؛ حراق، م. (2019). أثر إدراج الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في ماليزيا. مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، 12(2)، جامعة غرداية.
- قسول، ك. (2024). دور الصكوك في النهوض بسوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا دراسة قياسية خلال الفترة 2001-2022. مجلة الاقتصاد والمال، 20(02)، 443-430.
- قسول، ك. (2021). دراسة قياسية لأثر إدراج الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية على نشاط السوق في ماليزيا خلال الفترة 2001-2019. مجلة اقتصاد المال والأعمال، 5(01)، 97-112.
- القصار، ع. (2021). صكوك الإجارة الموصوفة في الذمة صورها و أحكامها الفقهية. مجلة الدراسات الإسلامية والبحوث الأكاديمية، 16(101)، مكتبة عين الجامعة.
- القصري، م. (2023). دور الصكوك السيادية في دعم مشروعات الموازنة العامة. المجلة العلمية للاقتصاد و التجارة، 53(4)، 194-159.
- القيضب، ع. (2025). أحكام الأوراق التجارية. مجلة كلية البنات الإسلامية بأسبوط، 22 (1)، 1300-1261.
- قلعجي، محمد رواس. (1988). معجم لغة الفقهاء. ط2. بيروت: دار النفائس.

قندوز، ع. (2022). استخدام الصكوك لتمويل مشروعات البنية التحتية في الدول العربية. سلسلة موجز سياسات، صندوق النقد العربي، (27).
<https://tinyurl.com/5er9mes7>

قنديلجي، ع. (2009). البحث العلمي الكمي والنوعي. ط1. عمان: دار اليازوري العلمية. الكبيسي، أ. (2022). مقومات نجاح سوق الأوراق المالية. الاسترجاع 2 جون 2022 من
<https://tinyurl.com/mwy6d3wk>

قورين، ت.، هني، م. (2022). اختبار العلاقة السببية بين الصكوك الإسلامية والنمو الاقتصادي في ماليزيا دراسة قياسية خلال الفترة 2001-2019. مجلة الجزائر للتنمية الاقتصادية، 09(02)، 259-272.

كتوش، عاشور.، فورين، حاج قويدر. (2022). التجربة الماليزية في مجال التنمية البشرية ومقومات نجاحها. مجلة الدراسات الإقليمية، 4(10)، الجزائر.

كرسي سابك. فريق من المترجمين. (2014). النظام الإسلامي المبادئ والممارسات. كرسي سابك لدراسات الأسواق المالية الإسلامية. الرياض.

كروش، نور الدين.، معوشي، عيماد. (2017). الصكوك الإسلامية كبديل تمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة. مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية، 1(1)، الجزائر. كريمة، ب.، عواطي، س. (2021). دور الصكوك الخضراء في تمويل التنمية المستدامة: التجربة الماليزية أنموذجا. (رسالة ماجستير، المركز الجامعي عبد الحفيظ بو الصوف ميلة)، الجزائر.

الكوشلي، س. (2017). إستراتيجية المصرف في تفعيل تداول الصكوك الإسلامية دراسة ميدانية: بنك معاملات إندونيسيا بجاكرتا. (رسالة ماجستير، جامعة مولانا مالك إبراهيم الإسلامية الحكومية مالانج).

كوهستاني، محمد أنور. (2017). النظام المصرفي. ط1. مكتبة الأمين الإلكترونية. كريم، ب. (2025). دور الصكوك الإسلامية في تطوير سوق رأس المال الماليزي -دراسة حالة السوق الماليزي للفترة 2001 - 2024. (رسالة ماجستير، جامعة 8 ماي 1945 قالملة)، الجزائر.

- كهينة، ر.، حياة، ر. (2021). الضوابط الشرعية للتعامل بالصكوك الإسلامية ودورها في تفعيل السوق المالية الإسلامية الدولة - بورصة ماليزيا نموذجاً خلال الفترة 2008-2020. المجلة العربية في العلوم الإنسانية والاجتماعية، 13(05)، 338-355.
- لال الدين، أ.، جعفري، ف. (2019). التجربة الماليزية في إصدار الصكوك. مجله إسرا الدولية للمالية الإسلامية، 10(1). بماليزيا.
- اللامي، م. (2011). محاضرات المنهج التجريبي. ط1. الجامعة الإسلامية بغزة.
- لسود، ر. (2020). الصكوك الإسلامية الخضراء: نموذج واعد للتمويل الإسلامي؛ عرض لبعض التجارب الدولية. مجلة نور للدراسات الاقتصادية، 6(10)، الجزائر.
- لعناني، م؛ حوافي، أ. (2020). دور الصكوك الإسلامية في تمويل خدمات التحصين من الأوبئة: صكوك التحصين أنموذجاً. مجلة بحوث وتطبيقات في المالية الإسلامية، 4(2)، الجزائر.
- لعور، إ. (2021). الصكوك المالية الإسلامية كآلية لإحداث التوازن بين الاقتصاد الحقيقي والمالي ماليزيا نموذجاً. مجلة الباحث الاقتصادي، 9(02)، 265-279.
- لوزة، ج. (2020). دور الأسواق المالية في دعم الاقتصاد: دراسة حالة بورصة الجزائر- 2011-2014. (رسالة ماجستير، المركز الجامعي عبد الحفيظ بو الصوف، ميلة، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير)، الجزائر.
- لونج، م. (2014). سوق رأس المال الإسلامي الماليزي دراسة تحليلية في ضوء الفقه الإسلامي. (رسالة الدكتوراة. كلية معارف الوحي والعلوم الإنسانية، الجامعة الإسلامية العالمية - ماليزيا).
- مالك، إ. (2023). الأسهم والسندات والصكوك وأحكامها وفق الاجتهاد الفقهي. مجلة المعرفة، 11(01).
- مبروك، ح. (2022). الصكوك الاستثمارية من منتجات التصكيك الإسلامي: دراسة في الإطار المفاهيمي. Journal of Islamic Science Faculty, Brtin University، 17(01)، 24-37.

المجالي، أ. (2022). ذاتية الصكوك الإسلامية: رؤية قانونية تطويرية. المجلة العربية للعلوم الشرعية والقانونية، 1(01)، 16-39.

مجمع اللغة العربية. (2004). المعجم الوسيط. ط2. القاهرة: مكتبة الشروق الدولية.
محجور، م. (2020). الصكوك الإسلامية وتحديات إصدارها. مجلة الشريعة والاقتصاد 9(1).

محمد علي، أ. (2014). الصكوك ودورها في تحقيق التنمية الاقتصادية: مفهومها، أنواعها، آليات التعامل بها، الرقابة الشرعية عليها، المخاطر وعلاجها، دورها التنموي وسبل تحقيقها. ط1. الإسكندرية: دار التعليم الجامعي.

محمد يوسف، ع.؛ أبو مؤنس، ر. (2020). الصكوك العقارية الاستثمارية الإسلامية. مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الشرعية والقانونية، 28(1)، فلسطين، غزة.
محمود، م. (2017). بورصة ماليزيا تعلن عن ابتكار جديد في المالية الإسلامية، موقع آنلاين على الرابط: <https://ishrakat.com>.

المختار، أ. (2020). هياكل صكوك الهجينة: دراسة فقهية تأصيلية تحليلية. (رسالة الدكتوراة، معهد المصرفية والمالية الإسلامية، الجامعة الإسلامية العالمية - ماليزيا).
مرعي، س. (2020). دور صكوك التمويل الإسلامية في تطوير خدمات التعليم الأساسي وتعزيز التنمية البشرية في مصر. (رسالة دكتوراه، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية)، مصر.

مشراوي، س. (2021). الجوانب الشرعية في الصكوك الإسلامية. مجلة الدراسات في المالية الإسلامية والتنمية، 2(01)، 76-91.

مشعل، ع. (2020). توحيد المرجعية الشرعية للصناعة المالية الإسلامية على المستوى الدولي، تقويم الواقع وخارطة الطريق المقترحة. مجلة السلام للاقتصاد الإسلامي (1).
مشعل، ع.؛ حجل، ع. (2018). الحكومة الشرعية لإصدارات الصكوك: دراسة تطبيقية على صكوك دانة غاز. ورقة مقدمة في مؤتمر أيوفي السادس عشر للهيئات الشرعية السنوي، مملكة البحرين. <https://iefpedia.com>.

- مطاوي، موسى. (2016). التجارب الوطنية و العالمية في مجال الخدمة الاجتماعية - ماليزيا نموذجاً. مجلة الخدمة الاجتماعية، 78 (2)، مصر.
- معروف، محمد موسى. (2005). تطوير الحقوق المالية والمالية العامة في أفغانستان. ط1. كابل: مكتبة البيهقي.
- المعدي، ع. (2017). أحكام عقود التمويل في الفقه الإسلامي. ط1، السعودية: دار كنوز إشبيليا للنشر والتوزيع - السعودية.
- مقدم، ع.، سليمان، إ.، حمو، س. (2018). " آليات وضوابط إصدار الصكوك الإسلامية في السوق المالية الإسلامية الماليزية "، مجلة نور للدراسات الاقتصادية، 4(7)، بالجزائر.
- ملاك، س. (2023). الصكوك الإسلامية كآلية لتمويل التنمية الاقتصادية: دراسة تجاربية دولية. (رسالة دكتوراة، جامعة محمد البشير الإبراهيمي - برج بوعرييج)، الجزائر.
- نزار، س. (2016). دور آلية التوزيع المصرفي والتصكيك الإسلامي في سوق رأس المال: دراسة حالة سوق رأس المال الماليزي خلال المدة (2001-2015). (رسالة دكتوراة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة)، الجزائر.
- نعاس، ص؛ بوهيرة، ع. (2019). دور الصكوك الإسلامية في تلافي حدوث الأزمات المالية وعدم استقرار أسواق رأس المال. مجلة أبحاث كمية ونوعية في العلوم الاقتصادية والإدارية، 1(1)، الجزائر.
- نوال، س.، بشنودة، ر. (2015). دور السوق المالي الإسلامي في معالجة السيولة النقدية - الصكوك الماليزية نموذجاً. ورقة مقدمة في المؤتمر الدولي الثاني، للمالية والمصرفية الإسلامية، الجامعة الأردنية، الأردن.
- النيسابوري، ح. (1990). المستدرك على الصحيحين. ط1. بيروت: دارالكتب العلمية.
- وزارة العدل الأفغانية. (٢٠٢١). مجموعة القوانين. الجريدات الرسمية. <http://laws.moj.gov.af>

هاما، ز. (2009). صكوك المضاربة والمشاركة والإجارة وتطبيقاتها في ماليزيا وبعض دول الخليج العربي. (رسالة الدكتوراة، كلية أحمد إبراهيم للحقوق، الجامعة الإسلامية العالمية - ماليزيا).

هبة الله، س. (2022). تأثير جائحة كورونا على عائدات الصكوك الإسلامية. مجلة بيت المشورة، 17، قطر.

الهرش، أ. (2025). قراءة في الفكر المصرفي الإسلامي للدكتور سامي حمود. مجلة الحوار الفكري، 18(2)، 117-133.

الهلالي، م. (2021). دور الصكوك الإسلامية في تحقيق أهداف التنمية المستدامة: تجربة السودان. مجلة الحكمة للدراسات الاجتماعية، 9(1)، الجزائر.

هندة، ز. (2021). دراسة تحليلية لواقع الصكوك على الصعيد الدولي: تجربة ماليزيا أممؤذجا. مجلة دراسات في الاقتصاد وإدارة الأعمال، 4(1)، جامعة العربي التبسي، الجزائر.

هويت د.، كرامر، د. (2016). مقدمة لطرائق البحث في علم النفس. ترجمة: صلاح الدين محمود علام. ط1. عمان: دار الفكر.

هيئة الأوراق المالية الماليزية. (2004). التقرير السنوي. كوالالمبور.

هيئة الأوراق المالية. (2022). هيئة الأوراق المالية في سوق رأس المال الماليزي. الاسترجاع 8 أبريل 2022 من [Securities Commission Malaysia](https://www.scm.com.my).

هيئة الأوراق المالية. (2002). قرارات المجلس الاستشاري الشرعي لهيئة الأوراق المالية الماليزية. ط2. المكتبة الوطنية الماليزية، كوالالمبور.

هيئة الأوراق المالية. (2005). قرارات المجلس الاستشاري الشرعي لهيئة الأوراق المالية الماليزية. ط2. المكتبة الوطنية الماليزية، كوالالمبور.

هيئة التحرير. (2014). المفاهيم والفنيات الأساسية للتصكيك. مجلة اتحاد المصارف الإسلامية ع(403).

وزارة العدلية الأفغانية. (2015). قانون البنوك، رقم 1197.

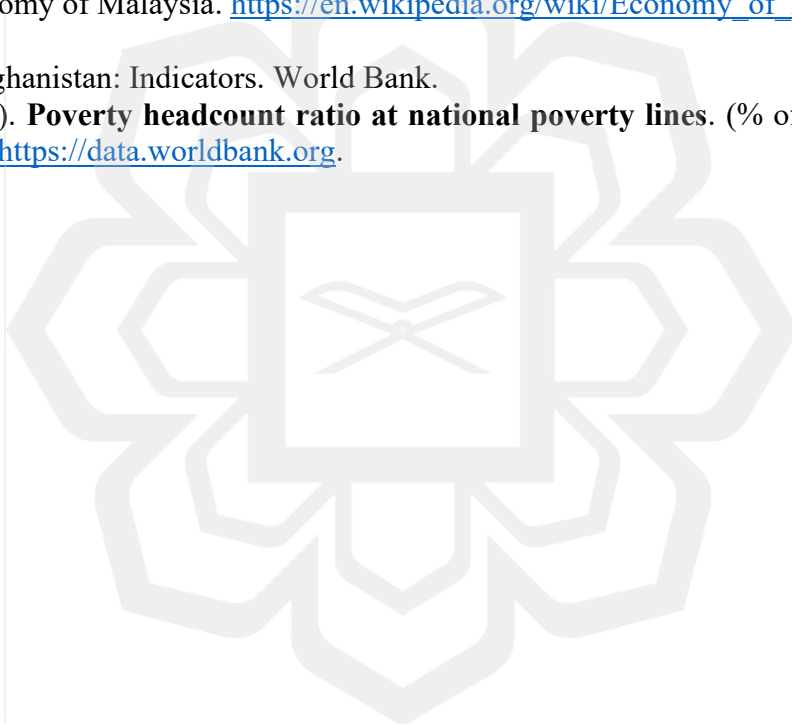
يوسف، م. (1995). **المصارف العربية وصناعة صناديق الاستثمار**، ط1، بيروت: اتحاد
المصارف العربية.

English sources

- Abo Aziz, M., Ibrahim, M. (2013). **The Structure of Sukuk Ijarah: An Initial Analysis from The Perspective Of Maqasid Al-Shari'ah**. The 5th islamic economic system conference, Kuala lumpur, USIM.
- Abozaid, A. (2021). **The Critical Shariah Issues of Sukuk**. Journal of Islamic Economics, 1(01), 27-45.
- Alhammadi, S., Archer, S. (2024). **Sukuk structure and risk exposures: evidence from an originator perspective**. Journal of Islamic Accounting and Business Research, August 021.
- Alom, S., Hasan Khan, M. (2020). **Investigation on the Bond and Sukuk market in Malaysia**. South Asian Journal of Social Science& Humanities, 1(1).
- Amiri, z., habibyar, S. (2023). **A Descriptive Look at the Factors Influencing the Geopolitics of Afghanistan**. Journal for Research in Applied Sciences and Biotechnology, 2(2).
- Areeba, S., Iffat, H. (2020). **Credit Risk in Asset Based Sukuk**. Journal of Business and Social Review in Emerging Economies, 6(01), 239-260.
- Arsyi, M. (2023). **Maqasid Shariah Implementation on Sukuk Analysis**. Journal of Islamic Economics Literatures, 4(2).
- Bakhtar News Agency. (2022). **Conventional banking in the country will soon change to Islamic banking — DAB**. Bakhtar News Agency
- Department of Statistics Malaysia. (2025). Demographic statistics, first quarter 2025. <https://shorturl.at/XqJQA>.
- Eka Nur, R., Ifatin, N., Agus Eko, S. (2023). **The Use of Ijarah Structure Asset to be Leased by Using Underlying Assets in SBSN Project Based Sukuk (PBS) Funding the Infrastructure Development of UIN Sayyid Ali Rahmatullah Tulungagung, Indonesia**. International Journal of Social Science and Education Research Studies, 3(3).
- Fadzil, M., & Haikal, I. (2024). **Investing for a better future: How Sukuk can drive positive social change**. Available at SSRN 4845751.
- Faiez, R. (2024, May 29). **Nearly 3 out of 10 children in Afghanistan face crisis or emergency level of hunger in 2024**. Retrieved September 9, 2025, from <https://ti-nyurl.com/3ba5xetc>.
- Ibraheem, A., M, M. (2024). **Shariah Issues of Ownership and Possession of Asset-Based Sukuk Structure: A Shariah Scholars' Perspective**. UUM Journal of Legal Studies, 15 (01), 171- 196.
- Heravi, F. A, S. (2023). **إصدار الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية في أفغانستان**. International Journal of Al-Turath in Islamic Wealth and Finance, 4(2), 21–48.
- Heravi, F., A, S. (2024). **تمويل التنمية الاجتماعية عبر إصدار الصكوك الإسلامية في أفغانستان: استلهامًا من التجربة المالية**. International Journal of Al-Turath in Islamic Wealth and Finance, 5(2), 77–101.
- Heravi, F. (2022). **The Issuing of the Sukuk Framework in Afghanistan and Its Contribution to Economic Development**. International Journal of Social Science Research and Review, 5(9), 204- 222.

- IFSA, **Islamic Financial Services Act**. (2013). Malaysia.
- INCEIF. (2017). **Islamic Finance in Malaysia Growth and Development**. Editor: Mohamed Ariff. publisher: pearson Malaysia Sdn Bhd.
- International Islamic financial Market IIFM. (2018- 2020- 2021- 2022). **Sukuk Reports: A Comprehensive study of the Global Sukuk Market**, 5th Edition.
- IIFM. (2024). Global Reports
- International Islamic Financial Market (IIFM). (2024). IIFM Sukuk Report 2024. <https://www.iifm.net/sukuk-reports>.
- ISRA, International Shari'ah Research Academy for Islamic Finance. (2015). **Islamic Capital Markets: Principles & Operations**. Publisher: ISRA.
- ISRA, International Shari'ah Research Academy for Islamic Finance. (2011). **Islamic Financial System: Principles & Operations**. Publisher: ISRA.
- ISRA, International Shari'ah Research Academy for Islamic Finance. (2017). **Sukuk principles & practices**. Publisher: ISRA.
- IX Malaysia. (2024). **Malaysia bond and sukuk quarterly report: 4Q 2024** [PDF]. Bond + Sukuk Information Exchange (BIX). <https://bit.ly/4g6BIXQ4>.
- IX Malaysia. (2025). **Bond + Sukuk Information Exchange Malaysia**. (n.d.). Retrieved October 5, 2025, from <https://bixmalaysia.com>.
- Kamil, w., Ali, M. (2014). **Understanding Sukuk**. IBFIM (763075-W).
- Kusuma, K., Silva, A. (2014). **Sukuk Markets, A Proposed Approach for Development**, Policy Research Working Paper 7133. Word Bank Group, Finance and Markets Global Practice Group, <http://econ.worldbank.org>.
- LONE, A., A, M. (2022). **The Significance of Sukuk in Facilitating Small and Medium Enterprises (SMEs)**. International Journal of Islamic Economics and Governance, 3(2), 62–76.
- Malaysia Sun. (2025, 21 July). Malaysia population estimated to reach 34.2 mln in 2025. Malaysia Sun. <https://bit.ly/3rD9L7P>.
- MA'AAL. (2025, January). **Global sukuk issuance expected to hit \$200 billion**. <https://ti-nyurl.com/48mvr4k>.
- MARC Ratings. (2024, December). **Rating approaches sukuk**. MARC Ratings Berhad. <https://shorturl.at/FLVaU>.
- Medani, A. (2019). **Infrastructure financing through Islam sukuk: Case studies in Malaysia**. Journal of finance and business economics review. 3 (2), 1-19.
- MIDA, **Malaysian Investment Development Authority**. (2018). <https://www.mida.gov.my>, 16 April.
- Najim, F., Adawiah, R. (2021). **An Analysis of Cash Waqf Linked Sukuk for Socially Impactful Sustainable Projects in Indonesia**. Journal of Islamic Finance, 10(01).
- Pega, Z. (2017). **An Introduction to Islamic Securities (Sukuk)**. Working paper. Shahid Beheshti University of Iran, Visiting researcher at Uppsala.
- NISA, 2023. <http://nsia.gov.af>.
- RSC. (2006). **Resolution of the Securities Commission Shariah Advisory Council**, Kuala Lumpur, 2nd ed. p.19.
- Refinitiv. (2022). <https://www.islamicfinancenews.com/company/refinitiv>.
- Saad, A. (2019). **Structural Development of Ijarah Sukuk: An Appraisal**. Journal of Islamic Finance IIUM, Special Issue.
- SC, Securities Commission, **Annual report**. (1993). p 1&2
- SC, securities commission, **Annual report**. (2008, 2010, 2012, 2013).
- SC, Securities Commission. (2006). **Resolutions of the Securities Commission Shariah Advisory Council**, 2nd Edition. Pp. 4&5.

- Securities Commission Malaysia. (2020–2024). **Annual reports** (2020, 2022, 2023, 2024). Securities Commission Malaysia. <https://www.sc.com.my>
- Securities Commission Malaysia. (2024). **Bond & sukuk statistics 2020–2024**. Securities Commission Malaysia. <https://www.sc.com.my>
- Securities Commission Malaysia. (2024). **Islamic capital market statistics: Development of sukuk value (2020–2024)**. Securities Commission Malaysia. <https://www.sc.com.my>
- Securities Commission Malaysia. (2024). **Annual report 2024**. <https://shorturl.at/VpZc1>.
- The Edge Malaysia. (2021). Malaysia's Islamic capital market statistics. The Edge Communications Sdn. Bhd. <https://www.theedgemarkets.com>.
- The Star. (2025, April 29). S P Setia sets up Islamic financing programmes with combined value of RM4bil. <https://shorturl.at/n1zWa>.
- Trading Economics. (2025). <https://tradingeconomics.com>.
- Trading Economics. (2025). **Afghanistan GDP per capita**. Retrieved September 9, 2025, from <https://tinyurl.com/y8b2eupu>.
- University of Oxford. (2024, October 17). **Afghanistan multidimensional poverty index report**. University of Oxford. <https://www.ox.ac.uk/news/2024-10-17>.
- Wikipedia. (2025). Economy of Malaysia. https://en.wikipedia.org/wiki/Economy_of_Malaysia
- World Bank. (2024). Afghanistan: Indicators. World Bank.
- World Bank. (2025). **Poverty headcount ratio at national poverty lines**. (% of population) - Malaysia. <https://data.worldbank.org>.



الملاحق

اشتملت الملاحق على مجموعة من البيانات والمعلومات المساندة لمتن البحث، ومن ذلك جداول أسئلة الدراسة وأدوات المقابلات، فضلاً عن الجداول والأشكال والرسوم البيانية التوضيحية، وقد حرص الباحث على ترتيبها وعرضها على النحو الآتي.

جدول أسئلة مقابلات البحث

المحاور الرئيسية الأصلية	ما هي تحديات المؤسسة والتنظيمية لإصدار الصكوك الإسلامية في أفغانستان؟
	السؤال الأول
أسئلة المقابلات	
1	هل تعرف شيئاً عن الصكوك وأطرها النظرية والعملية، وما هو المفهوم العام لديك عن الصكوك ؟ وما هو الإطار الشرعي والقانوني للصكوك وهل هذا المفهوم متداول في الوسط التشريعي والاستثماري؟
2	تحدث عن الصكوك وأنواعها القديمة (المضاربة، والمشاركة، وصكوك الوكالة بالاستثمار، والإجارة، والاستصناع، والسلم والمرابحة وغيرها) وأنواعها الجديدة (مثل الصكوك السيادية، وصكوك شبه السيادية، وصكوك خضراء ، وصكوك حماية من الأمراض والأوبئة مثل جائحة كورونا وغيرها)؟
3	هل تعلم عن مزايا الصكوك وخصائصها، وأنها أدت إلى الانتعاش الاقتصادي والارتقاء بالدول الإسلامية وغير الإسلامية وخاصة الدول المتخلفة؟ من وجهة نظرك، هل يمكن تسليط الضوء على الصكوك وعلاقتها بالتنمية والانتعاش الاقتصادي؟

4	بحسب وجهة نظركم الموقرة، أي واحد من هذه الموارد التالية من أهم مزايا إصدار الصكوك و تدواؤها، بالنسبة إليك؟ 1: زيادة السيولة ومنع التضخم. 2: تخفيض عجز الموازنة العامة. 3: توفير فرص الاستثمار لصغار المستثمرين. 4: أفضل بديل للسندات (صكوك الفائدة الأساسية) في البنوك التقليدية.
5	ما هي التحدية الكبيرة و المشكلة العظيمة قبال إصدار الصكوك في أفغانستان، من وجهة نظرك؟
6	هناك الكثير من العوامل المؤثرة في عدم تفعيل منتج الصكوك، بوجه نظركم أي منها الأكثر في أفغانستان؟ 1- عدم الاستقرار السياسي. 2: قلة المتخصصين والخبراء في الصكوك. 3: عدم وجود قانون محدد للصكوك. 4 : عدم الاستقرار الاقتصادي.
	المحاور الرئيسية الأصلية
	السؤال الثاني
	أسئلة المقابلات
1	هل ما زال هناك قانون محدد في أفغانستان يتعلق بإصدار الصكوك الإسلامية وتداولها، وإلا فلماذا ؟ وما هو الواقع العمل في الجوانب التشريعية الداعمة لمثل منتج الصكوك؟
2	ما هي المشكلة القانونية التي عوقت إصدار الصكوك في أفغانستان، من وجهة نظرك، ولماذا ؟

3	كيف يمكن لأفغانستان معالجة هذه المشكلة القانونية التي أدت إلى تأخير إصدار الصكوك وتداولها؟ وما هي المعالجات؟
4	برأيك؟ أي دولة إسلامية أفضل نموذج لصياغة قانون الصكوك في أفغانستان، حتى تقتبس أفغانستان من قانونها، ولماذا؟
المحاور الرئيسية الأصلية	ما الفرص الاقتصادية والتمويلية ودورها من إصدار الصكوك في أفغانستان؟
السؤال الثالث	
أسئلة المقابلات	
1	برأيك، كيف يمكن لإصدار الصكوك أن يخلق النمو الاقتصادي والازدهار المالي في المجتمع، هل يمكنك بيان أمثلة لها؟
2	ما هي الفرص الاقتصادية التي تؤدي الصكوك الإسلامية إلى إيجادها وتفعيلها، من وجهة نظرك؟ تتميز الصكوك بالتنوع والشمول، وتعتبر أفغانستان بيئة خصبة للمشاريع التنموية/ بنظرك ما هي المشاريع الأفضل والأجود تنمويا؟
3	ما هي المجالات المالية الأكثر فعالية في إصدار الصكوك وتداولها في أفغانستان، أو أين ترى يمكن أن تستخدم إصدارات الصكوك في أفغانستان، وفق رأيك؟ 1: مجال التعدين والتنمية الاقتصادية. 2: مجال الاستقلال المالي والميزانية العامة. 3: مجال توفير المزيد من الاستثمار. 4: مجال خلق المهن والوظائف. 5: في مجال توفير الزراعة.. 6: صكوك الاستصناع في بناء البنية التحتية. 7: صكوك الخضراء لأجل تنمية الاقتصاد الأخضر.

4	ما هو دور الصكوك في القضاء على الفقر وخلق فرص العمل وزيادة الدخل الفردي وتقليص كسر الميزانية العامة؟
المحاور الرئيسية الأصلية	كيف يمكن بلورة نموذج نظري ومنهجية تطبيقية ملائمة لإصدار الصكوك الإسلامية في السياق الأفغاني؟
السؤال الرابع	
أسئلة المقابلات	
1	هل تعرف شيئاً من هيكل الصكوك و تصكيكها ؟ التصكيك وهندسة الصكوك تعتبر من القضايا المهمة تتكرم تسليط الضوء عليها؟
2	برأيك ، تجربة أي دولة إسلامية مصدرة للصكوك أكثر إفادة لبلدنا من حيث آلية إصدار الصكوك، ولماذا ؟ ومن حيث التشريع والبنية التحتية التشريعية والاقتصادية، ما هو النموذج الأنسب؟
3	ما هي الإطار النظري لإصدار الصكوك في أفغانستان وكيف؟
4	ما هي الإدارة المسؤولة لإصدار الصكوك في أفغانستان ولماذا ؟ وتحت أي قسم؟