

# **INTERNATIONAL JOURNAL OF AL-TURATH IN ISLAMIC WEALTH AND FINANCE**

**Volume 2, Issue 3, 2021**



**IIUM Institute of Islamic Banking and Finance  
International Islamic University Malaysia**

**E-ISSN: 2716-6856**

**INTERNATIONAL JOURNAL OF AL-TURATH IN ISLAMIC WEALTH  
AND FINANCE  
Volume 2, Issue 3, 2021**

---

**CHIEF EDITOR**

Assoc. Prof. Dr. Azman Mohd. Noor

**EDITOR**

Asst. Prof. Dr. Habeebullah Zakariyah

**ASSOCIATE EDITOR**

Asst. Prof. Dr. Anwar Hasan Abdullah Othman

**COPY EDITOR**

Asst. Prof. Dr. Ashurov Sharofiddin

**LANGUAGE EDITOR**

Asst. Prof. Dr. Abdulmajid Obaid Hasan Saleh

**INTERNATIONAL ADVISORY BROAD**

Prof. Dr. Mohamad Akram Laldin, ISRA, Malaysia

Prof. Dr. Asmadi Mohamed Naim, UUM, Malaysia

Prof. Dr. Mohammad Ibrahim Alsuhaibani, IMSIU, Saudi Arabia

Prof. Dr. Salih Al-Zanki, Qatar University, Qatar

Prof. Dr. Abdulrazzaq Abdulmajid Alaro, University of Ilorin, Nigeria

Prof. Dr. Yasin Dutton, University of Cape Town, South Africa

Prof. Dr. Mubarak Jaza Al-Harbi, Kuwait University, Kuwait

Prof. Dr. Adnan Mahmoud Al Assaf, University of Jordan, Jordan

Prof. Dr. Engku Rabiah Adawiah Engku Ali, IiBF, IIUM, Malaysia

Assoc. Prof. Dr. Aznan Hasan, IiBF, IIUM, Malaysia

Prof. Dr. Mohammad Sadu Al-Jurf, Maliki Saud University, Saudi Arabia

Prof. Dr. Mohamed El Tahir El Mesawi, KIRKHS, IIUM, Malaysia.

© 2021 IIUM Press, International Islamic University Malaysia. All rights reserved.

**Correspondence:**

Editor, International Journal of Al-Turath in Islamic Wealth and Finance  
Research Management Centre, RMC  
International Islamic University Malaysia  
P.O. Box 10, 50728 Kuala Lumpur, Malaysia  
Website: <https://journals.iium.edu.my/iiibf-journal/index.php/ijaiwf/index>  
Email: [habzak@iium.edu.my](mailto:habzak@iium.edu.my)  
E-ISSN: 2716-6856

Published by:



IIUM Press, International Islamic University Malaysia  
P.O. Box 10, 50728 Kuala Lumpur, Malaysia  
Phone (+603) 6196-5014, Fax: (+603) 6196-6298  
Website: <http://iiumpress.iium.edu.my/bookshop>

*Papers published in the Journal present the views of the authors  
and do not necessarily reflect the views of the Journal*



E-ISSN: 2716-6856

**INTERNATIONAL JOURNAL OF AL-TURATH IN ISLAMIC WEALTH  
AND FINANCE**  
**Volume 2, Issue 3, 2021**

---

**Table of Contents**

فهرس المحتويات

Table of Contents	فهرس المحتويات
<b>Evaluating the Principle of Risk and Reward in Islamic Finance and Its Application to Islamic Banking Financing Products in Malaysia</b> <i>Rusni Hassan, Mohamed Benaicha</i>	1-39 تقييم مبدأ المخاطرة والكسب في المالية الإسلامية وتطبيقه في منتجات التمويل في الصيرفة الإسلامية في ماليزيا
<b>Standards for evaluating the development performance of Islamic investment funds</b> <i>Osamah Hashem, Azman Mohd Noor</i>	40-95 معايير تقييم الأداء التنموي لصناديق الاستثمار الإسلامية
<b>The Legal and Regulatory System and Their Impact on Achieving the Protection of Sukuk holders: The Malaysian Experience</b> <i>Said Adekunle Mikail</i>	96-117 المنظومة القانونية والرقابية وأثرها في تحقيق حماية حملة الصكوك: تجربة ماليزية
<b>Non Shariah-Compliant Sukuk: An Analytical Study</b> <i>Abdul Hanan AL-Issa</i>	118-144 صكوك مخالفة لأحكام الشريعة الإسلامية: دراسة تحليلية



تقييم مبدأ المخاطرة والكسب في المالية الإسلامية وتطبيقه في منتجات التمويل في  
الصيرفة الإسلامية في ماليزيا

**Evaluating the Principle of Risk and Reward in Islamic Finance and Its  
Application to Islamic Banking Financing Products in Malaysia**

Rusni Hassan

Institute of Islamic Banking and Finance, IIUM  
hrusni@gmail.com, hrusni@iium.edu.my

Mohamed Benaicha

Institute of Islamic Banking and Finance, IIUM  
mohamed.benaicha@hotmail.com

**الملخص**

يعالج هذا البحث مشكلة غياب دراسة مخصوصة بمبدأ المخاطرة والكسب تتناول جوانبها النظرية والعملية. هناك غياب محاولات إحصاء وتقييم ضوابط مبدأ المخاطرة والكسب - دراسات تمثل لهذه الضوابط تمثيلاً واقعياً في معاملات المصارف الإسلامية المعاصرة. يهدف البحث إلى محاولة تحديد ضوابط مبدأ المخاطرة والكسب، ويهدف كذلك إلى التمثيل لكيفية تنزيل هذه الضوابط على أحدث منتجات التمويل في قطاع الصيرفة الإسلامية في ماليزيا. يعتمد الباحثان منهجاً تحليلياً وصفيّاً استقرائياً لإحصاء الضوابط النظرية، وتقييمها، وتطبيقها على ممارسات قطاع الصيرفة الإسلامية في ماليزيا من خلال الوثائق المعتمدة والمنشور من قبل صناعات السياسات المصرفية، ومن خلال التجربة الريادية لأحد الباحثين في الصناعة. يكشف البحث أن ضوابط مبدأ المخاطرة والكسب هي: أولاً، مخاطر السوق ومخاطر استمرار الملكية ومخاطر الرأسمال وكلها ترجع إلى مصطلح الضمان الفقهي؛ ثانياً، تحمّل التكاليف التعاقدية المتعلقة بمعاملات التمويل لا ينبغي أن يكون وسيلة لنقل المخاطر؛ ثالثاً، يجب أن تحقق معاملات التمويل القيمة الاقتصادية المضافة. كذلك يكشف البحث أن المصارف الإسلامية في ماليزيا لا تلتزم بهذه الضوابط إلا شكلياً وبالتالي لا يتجسد مبدأ المخاطرة والكسب بضوابطه الحالية في

صناعة المصارفة الإسلامية الماليزية لأسباب ترجع إلى المنطقية، والواقعية، واعتبار المصالح، واعتبار الغرر والربح الفاحشين. أخيراً، يجد البحث أن الضوابط المثالية الثابتة حالياً لا تقوم على نصوص شرعية قوية الصحة، وأن هذه النصوص تم تأويلها تأويلاً سطحياً، الأمر الذي يدعو إلى إعادة تأويل مصادر هذا المبدأ. في نهاية البحث، يقدم الباحثان تأويلات بديلة لهذه النصوص تأخذ في عين الاعتبار عقلانية وواقعية الشريعة.

**الكلمات المفتاحية:** المخاطرة والكسب، الربح والخسارة، منتجات التمويل الإسلامي، الغرم بالغنم، ضوابط الكسب، الصيرفة الإسلامية الماليزية.

### Abstract

This study examines the issue of the general lack of dedicated study on the principle of risk and reward in Islamic finance from both a theoretical and a practical perspective. Furthermore, there is an absence of a demonstration of the risk and reward principles in Islamic finance and how their parameters are properly applicable to Islamic finance products and instruments. This study aims to define the aforementioned parameters in Islamic finance and demonstrate how such parameters are applied to Islamic bank financing products in Malaysia. The research applied a qualitative research methodology in inducing the theoretical parameters of risk and reward as well as an analytical approach to evaluating the current parameters based on rationality, practicality and so forth. The study finds that current parameters of risk and reward are: first, market risks, ownership risk and capital – equity – risk, all of which pertain to *dhaman*; second, contractual costs should be borne by the appropriate parties and not be a means to transfer risks; finally, financing transactions have to add economic value. Furthermore, the researchers establish that the parameters of risk and reward as they stand are not properly observed by the Malaysian Islamic banking practice for reasons including rationality, practicality, consideration for *maslahah*, and consideration of excessive risk-to-reward tradeoffs. Finally, the study finds that the current parameters of risk and reward as they stand are not based on solid Shari'ah evidence and more specifically, the texts on which they are based are either not authentic or are subject to different interpretations. The researchers propose an alternative interpretation for such texts and which yield a new set of parameters that consider the rationalism and realistic of the Shari'ah .

**Keywords:** risk and reward, profit and loss, Islamic financing products, al-ghurm bil ghum, parameters of earning, Malaysian Islamic banking

**اعتراف:** نود أن نشكر الأخ نصر الدين بن عائشة والأخ مصطفى شوري البدرى ونعترف بجهودهما الدؤوبة في مراجعتهم للأسلوب اللغوي للبحث ومداخلاتهم الحسنة في ترتيب بعض الأفكار. جزاهم الله خير ما جرى به عباده الصالحين.

## 1. مقدمة

المخاطرة والكسب لفظان يضمنان مجموعة ضوابط وشروط لتجسيد قاعدة أُدعي أنها الأساس لتحقيق المساواة والعدل في المعاملات المالية الإسلامية ( Kahf & Khan, 1992: 9; Hasan, 2005: 17; Rosly, 2001: 198). فعلى أساسها ظهرت القاعدة الفقهية، الغرم بالغنم، ويُستحق الربح إما بالمال، وإما بالعمل، وإما بالضمان (الندوي، 1999م: ج1: 103، 267). وعليه، فلم تزل الكتابات الحديثة، خاصة في الاقتصاد الإسلامي ( Abdullah, 2016: 53-54; Abojeib, Haneef & Mohammed, 2018: 665) تشير إلى وتركز على أهمية المبدأ هذا في المعاملات المالية الإسلامية. بل، حتى أن مبدأ المخاطرة كأساس لاستحقاق العائد أو الجزاء في الاقتصاد الإسلامي جعل هو الحاكم الضروري على صحة أو بطلان المعاملات المالية الإسلامية الحديثة (عويضة، 2010م: 48).

الجذور الاقتصادية لهذا المبدأ يمكن إرجاعها إلى كون المبدأ يحقق العدالة في توزيع الناتج من المعاملات الاقتصادية على العوامل المساهمة، من رأسمال (وضمانه)، وعمل أجيري أو مضاربي، وأرض، ومن ضمنها معاملات التمويل التي تقوم بها المصارف الإسلامية (Shaikh, 2017: 13; Kahf & Khan, 1992: 37; Abdullah, 2015: 34). لكن للقاعدة جذور شرعية مثل تحريمه صلى الله عليه وسلم ربح ما لا يضمن واشترائه أن يتبع الخراج الضمان وأن الأجير يستحق أجره بعمله وأن غنم الرهن لصاحبه وعليه

غرمه. وفي تحريم الربا في القرآن لأن الدائن يسترد دينه وربحا هو ربا من غير تحمل خسارة أو تعرض لخطر؛ وعلى أساس ذلك، أجاز البيع مراجحة، ولو إلى أجل، إذ فيه نوع مخاطرة (Kahf & Khan, 1992: 36). أما ما أُثر عن الصحابة والفقهاء، فنسب لعلي رضي الله عنه أنه قال، "الربح على ما اشترطوا والوضيعة على قدر المالين." وكذلك فيما يخص المشاركة بالمال والعمل - المضاربة - روي أن عثمان بن عفان رضي الله عنه أعطى ماله قراضاً (مضاربة) على أن يكون الربح بينه وبين العامل، ولم يذكر جانب الخسارة والضمان. فهذه الأحاديث النبوية والآثار عن الصحابة الله كلها تثبت أن مبدأ المخاطرة والكسب له جذور شرعية صحيحة.

لكن المشكلة قائمة إذ لم يعثر الباحثان على دراسة مخصصة لهذا المبدأ وبمحاولة ضبطه وإحصاء جوانب المخاطرة وجوانب الكسب المقصودة. فضلاً عن ذلك، فالدراسات التي تناولت الموضوع، ولو جزئياً، لم تقم بدراسة الوضع الراهن في قطاعات الصيرفة الإسلامية في الدول المختلفة لتستكشف تبني ممارسات هذه القطاعات لهذا المبدأ تبنياً صحيحاً أو خاطئاً وتشخيص السبب. لذا، فتتهم هذه الدراسة أولاً بتقييم مبدأ المخاطرة والكسب مع ضوابطه الحالية والذي يكون بمثابة مراجعة للدراسات السابقة. ثم يقوم الباحثان بمراجعة الممارسة في قطاع الصيرفة الإسلامية في ماليزيا وتبنيها لتلك الضوابط، وخصوصاً في هيكله منتجات التمويل - بما في ذلك المراجحة للأمر بالشراء، والإجارة ثم البيع، والمشاركة المتناقصة كما تجريها المصارف الإسلامية الماليزية. في الأخير، تنتهي الدراسة بمراجعة المصادر النصية الشرعية للضوابط القائمة حالياً للحكم على صحة تأويلها لوضع الضوابط المثالية. وسيقترح الباحثان تأويلاتٍ بديلةٍ لتلك النصوص والتي ينتج منها ضوابطٌ جديدة هي أقرب وأنسب للتطبيق مع تجسيدها للعدالة المنشودة من مبدأ المخاطرة والكسب. ينهج الباحثان منهجاً وصفيًا استقرائياً لغرض مراجعة الدراسات

السابقة وغيرها من المراجع لتحديد ضوابط مبدأ المخاطرة والكسب، وكذلك لتحديد العناصر الخاصة في منتجات التمويل المختارة التي إما تجسد أو تهمل تلك الضوابط. المنهج التحليلي أيضا يُعتمد لغرض تقييم الضوابط الحالية لمبدأ المخاطرة والكسب، ولقياس منطقيتها وواقعيتها، ولمراجعة أسسها الشرعية النصية وإعادة تأويلها.

## 2. مبدأ المخاطرة والكسب في كتابات فقه المعاملات والدراسات المعاصرة

### في المالية الإسلامية

لقد أشار الفقهاء قديماً إلى أهمية تجسيد مبدأ المخاطرة والكسب في مجال المعاملات بما في ذلك قضايا جنائية (السرخسي، 1993م: ج8: 81؛ أبو الفضل، 1937م: ج5: 60) إلى مجال ما يسمى الآن بالقطاع الثالث، مثل الوقف (أبو الفضل، 1937م: ج3: 43)، كما أنهم وجدوا للمبدأ تطبيقات في عقود المعاوضات كالبيع وما يضاف إليها عادة في صياغة الاتفاقيات التمويلية مثل التوكيل والضمان والرهن (الزحيلي، 1985م: ج4: 570؛ عويضة، 2010م: 172)، إلخ؛ بل، حتى في مجالات لا تتعلق بتبادل الحقوق مثل الميراث، فمعادلة المخاطرة والكسب متحققة أحياناً (ابن عابدين، 1992م: ج4: 274). الجدير بالملاحظة هنا أن غالب ما استدل به هؤلاء على تلك القضايا قولهم "لأن الغرم بالغنم" أو "لأن الخراج بالضمان." ولم يعثر الباحثان على بيان لضوابط تطبيق ذلك المبدأ مما يدعو إلى الشك في منهجهم في تطبيق ذلك المبدأ. مثل الفقهاء القدامى، لقد وجد الفقهاء المعاصرون تطبيقات للمبدأ في مجالات شتى بما في ذلك الأرباح والخسائر في المشاركة، صيانة الأصول الوقفية، إيجار الأملاك المشتركة (زيدان، 2001م: 150-151)، الوديعة، وتسجيل وثائق البيوع، والتكاليف التي تتعلق بإيرام

وفسخ العقود كرد الأعيان المستعارة، وضروب من التكاليف التعاقدية الأخرى (الزحيلي، 2006م: ج1: 543-544).

فيما يخص صناعة المالية الإسلامية الحديثة، فمبدأ المخاطرة والكسب يجد اهتماماً واسعاً عبر مختلف قطاعات الصناعة بما في ذلك قطاع الصيرفة والأسواق المالية والتكافل. فمثلاً، لم يكتف العلماء بالنص القرآني لتحريم الربا في معاملات المصارف الإسلامية وإنما وسعوا الاستدلال على ذلك التحريم بأن الربا يخل بمبدأ المخاطرة والكسب إذ يكسب المُقرض من غير تحمُّل خطر رأسماله ولا مخاطر السوق. بل، يسترد دينه وزيادة ويكاد يكون هذا محل اتفاق (الزحيلي، 1985م: ج4: 857؛ عويضة، 2010م: 131؛ Khan, 1988: 72؛ Rosly, 2001:193؛ Bellalah & Ellouz, 2004: 534). أما ما يخص العقود المشروعة، ففي البيع مثلاً، يتحقق مبدأ المخاطرة والكسب في أمثل صورته إذ يتحمل المشتري مخاطر السوق والملكية لبيع البضاعة مراجحةً ويكون مستحقاً لذلك الربح ككسب. في المراجحة للآمر بالشراء المطبقة في المصارف الإسلامية، يخاطر المصرف بأن يمتلك السلع قبل إعادة بيعها للعميل الآمر بالشراء وبذلك يستحق ربحه (حمود، 1982م: 433؛ عويضة، 2010م: 182؛ Kahf & Khan 29, 10, 9, 1992؛ Rosly, 2001: 196). كما أن المبدأ طبق في عقد الإجارة التمويلية أو ما يدعى الإجارة المنتهية بالتملك أو الإجارة ثم البيع حيث يتم شراء العين من قبل المصرف بعد طلب من العميل، ثم تأجيرها له، ثم بيعها له بسعر متفق عليه من قبل المصرف والعميل، أو منحها له كهبة (Archer & Karim: 2007, 97-98). فالمؤجر للعين يتحمل مخاطر الملكية إذا هلكت أو تلفت ويستحق دفعات الإيجار كجزاء لتحمله تلك المخاطر (عويضة، 2010م: 253؛ Rosly, 2001: 195؛ Kahf & Khan, 1992: 29-30). كذلك طبق المبدأ في عقود التوثيق المستخدمة في المصارف الإسلامية (عويضة، 2010م: 195؛

80. (Kahf, 2006: para. 80). جعلت المضاربة ومنتجات التمويل المصرفي التي تبني عليها الطريقة المثالية للإيداع والتمويل لتجسيدها مبدأ المخاطرة والكسب إذ يشترك المضارب ورب المال في الربح، ولا يخسر أحدهما إلا ما أسهم به - المصرف المضارب معرض لخسارة وقته وجهده، والعميل رب المال معرض لخسارة رأسماله (السالوس، 1995م: 170؛ عويضة، 2010م: 53؛ Usmani, 2007: 9؛ Wilson, 2008: 179). على نحو مماثل، فعقد المشاركة ومنتجات التمويل المصرفي المبنية عليه تضم المشاركة في كل من المخاطر والأرباح (Khan, 1988: 63؛ Khan, 1992: 22؛ Kahf, & Khan, 1992: 22؛ Usmani, 2002: 24؛ عويضة، 2010م: 259).

لم تخل أدوات الأسواق المالية الإسلامية من اهتمام مماثل بمبدأ المخاطرة والكسب إذ هي مبنية على نفس العقود الشرعية التي بنيت عليها المنتجات المصرفية الإسلامية. فقد أشار الخياط (1987م: ج2: 222) والشيخ شلتوت (2001م: 355) إليه في التفريق بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة والسندات بحيث أن الأخيرين لا يحققان المبدأ إذ الأسهم الممتازة مثلاً صنف من الأسهم يمتاز على الأسهم العادية في حالات توزيع الأرباح وتصفية الشركة. في صكوك المضاربة والمشاركة، لقد نشر المفتي محمد تقي عثمانى (Usmani, 2007) بياناً ينتقد بحدة الممارسات الحالية لهيكله هذين الصنفين من الصكوك والتي تخل بمبدأ المخاطرة والكسب إذ هناك نوع التزام من قبل المصدر (الذي يمثل إما المضارب وإما الشريك) بضمان عائد محدد ورأسمال لحملة الصكوك (الذين يمثلون أرباب الأموال أو الشركاء). كما أنه نقد الممارسة الحالية لتقييم الصكوك، خاصة إذا لم يكن المصدرون ضامنين لرأسمال حملة الصكوك. في صناديق الاستثمار أو ما يسمى اصطلاحياً بالمخططات الاستثمارية الجماعية، رغم أن وحدتها تباع وفقاً لأسعار السوق وأن العائد يوزع حسب نسبة الإسهام، إلا أن استثماراتها تتمركز في القنوات ذات العائد

الثابت والرأس المال المضمون مثل تمويل المراجعة. حتى في السياسة النقدية التي لها علاقة وثيقة بالأسواق المالية، فنجد اقتراحات بأن يكون سعر المشاركة (نسبة الربح الشائعة) بديلاً لسعر الفائدة (65: Abdullah, 2018) إذ يحقق مبدأ المساواة بخلاف سعر الفائدة للإفراض والافتراض الذي يؤدي إلى ظلم. سعر المشاركة في الأرباح نوقش من قبل العلماء قديماً في تاريخ الصيرفة الإسلامية كأداة لتحكم في حجم الائتمان في السوق (Hasan, 2005: 15). كل ما سبق واضح الدلالة على أهمية ووسع نطاق مبدأ المخاطرة والكسب، رغم أن الممارسة الحالية لهذا المبدأ لم تحض بقبول واسع كما سيتضح من المناقشة التالية. لكن قبل الخوض في الانتقادات لمبدأ المخاطرة والكسب، يتطرق البحث إلى ما اقترح من ضوابط له ويقوم بتقييمها لاحقاً على أساس منطقيتها وواقعيتها، وحتى على أساس صحة الاستدلال عليها.

فضوابط المخاطرة والكسب يمكن حصرها في المخاطر والضمان، والتكاليف

التعاقدية، والقيمة المضافة (Kahf & Khan, 1992: 9; Rosly, 2001: 187, 192-194; Rosly & Sanusi, 2001: 272-273; Kahf, 2002: 8, 11; Asutay, 2008: 2; Gulzar & Masih, 2015: 23; Abdullah, 2018: 53; Hussain, Shahmoradi & Turk, 2016: 6). ويفصلها الباحثون المُحال إليهم كالتالي:

- المخاطر إما أن تكون مرتبطة بأعيان وأصول أو رأسمال. فإذا كانت متعلقة بالأعيان مثل عمليات التمويل كالمراجعة للآمر بالشراء والإجارة المنتهية بالتملك والمشاركة المتناقصة، فيتحمل الممول (المصرف) مخاطر الملكية المتعلقة بالأعيان كما في الإجارة المنتهية بالتملك التي يتحمل المصرف خطر تلف أو هلاك العين أثناء فترة الإيجار، وكذلك يتحمل مخاطر السوق المتعلقة ببيع العين للعميل في المراجعة للآمر بالشراء؛ وإما أن تكون المخاطر متعلقة بالرأس المال كما في التمويل

المضاربي والمشاركي، فحينئذ يتحمل رب المال (سواء كان منفرداً أو شريكاً من بين شركاء آخرين) مخاطر الرأسمال، أو ما يسمى بمخاطر خسارة رأسمال. فضلاً عن ذلك، فلا تتضمن المضاربة أو المشاركة أي نوع ضمان ربح كما أنه لا يجوز اشتراط تحمل الخسائر على المضارب أو أحد الشركاء على الانفراد أو بما لا يعادل سهمه من الرأسمال.

- أما الضمان في هذا السياق، فيتمثل فيالترام الطرف المسؤول عن تلك المخاطر بتحملها. فإذا تلفت أو هلكت العين المؤجّرة، تكون الخسارة على المصرف، كما لو خسر المشروع الممول برأسمال المصرف، فالخسارة على المصرف إذا كان مضاربةً أو المصرف والعميل شركاء في الخسارة إذا كان مشاركةً. فيما يخص المخاطر الائتمانية والضمنية، فمعروف أنه شرع الرهن والكفالة والضمان والتعويض في حالة تعثر أو إهمال من قبل المدين. أما غيرها مثل المخاطر التجارية والمخاطر التُظمية، فمعلوم أنهما ملازمان للسوق. يتعرض المصرف الإسلامي لمخاطر أخرى في معاملات التمويل وغيرها مثل المخاطر الائتمانية، ومخاطر التعثر والمخاطر التجارية والمخاطر التشغيلية. هذه المخاطر لا تدرج ضمن معادلة المخاطرة والكسب لمختلف الأسباب: منها أنها يجوز التحوط ضدها أو إدارتها مثل المخاطر الائتمانية ومخاطر التعثر والمخاطر التشغيلية؛ أو لأنها مخاطر لا يمكن تجنبها أصلاً مثل المخاطر التجارية والنظمية.

- التكاليف التعاقدية تُعد إضافةً من قِبَل الباحثين للإطار الحالي لضوابط المخاطرة والكسب بعد مراجعة عدد من الدراسات (الشاعر، 2010م: 19؛ عيد، 2011م: 148، 328-330؛ Chapra, 1985: 172-173) التي تشير إلى أهمية أخذ التكاليف التعاقدية في الاعتبار لأنها تؤثر على الكسب وكذلك لها

ارتباط كبير بالمخاطرة. وفي نظر الباحثين تؤثر هذه التكاليف مباشرة على عائد المصرف الإسلامي، واستفادة العميل من عميلة التمويل، السبب الذي دفعهما إلى ضمها إلى إطار الضوابط المقترحة لمبدأ المخاطرة والكسب. لضرب المثال على ذلك، يرى الباحثان الاقتصاديان أحمد كميل مايدن وميرا وعبد الرزاق (Meera & Razak, 2005: 5, 13) أنه يجب في المشاركة المتناقصة تحمل تكاليف الملكية والتكاليف التعاقدية من الضرائب من قبل الطرفين حسب نسبة ملكيتهما لتحقيق المساواة إذ المصرف والعميل شريكان في ملكية الأصل الممول. لكن في بعض الحالات، اتخذ العلماء مثل منذر قحف (Kahf, n.d.: 6) موقفاً مغايراً إذ سمح للعميل مثلاً أن يتحمل تكاليف الملكية في الإجارة المنتهية بالتملك رغم أنها أصلاً مسؤولية المصرف الإسلامي. ويثبت الأستاذ عادل عيد (2011م: 355) أن مرجع ذلك في الفقه الإسلامي كان عرف التجار.

- آخر ضابط هو القيمة المضافة ويراد بها القيمة التي تضيفها المعاملة التمويلية الإسلامية إلى الاقتصاد. فالعمل والجهد لهما ارتباط مباشر بالقيمة المضافة إذ يسهمان في الإنتاج (Rosly, 2001: 193; Kahf, 2006: para. 32). القيمة المضافة تتحقق من خلال المخاطرة حيث يستحق الممول عائده بخلاف المقرض بفائدة، فهذا يكسب ربحه بدون إضافة قيمة إذ لا يمكن للنقود أن تنتج أو تضيف قيمة بمفردها لأنها مجرد وسيط للتبادل ومثل لقيم الأشياء، وهذا السبب الرئيس لإباحة البيع وتحريم الربا (Suharto, 2014: 12). أساس تحريم العائد في القرض وإباحته في البيع أن الأول لا تتحقق فيه المخاطرة لأن رأسمال المقرض مضمون شرعاً وبالتالي لا يكون مضيفاً للقيمة اقتصادياً، حيث إن الثاني تتحقق فيه المخاطرة وبالتالي يضيف قيمة إلى الاقتصاد. يؤكد على علاقة القيمة المضافة

بالمخاطرة عدد من الباحثين البارزين ( Rosly, 2001: 193; Kahf, 2006: para. )  
 (32; Asutay, 2008: 2; Meera & Razak, 2005: 5).

يمكن استنتاج من المناقشة السابقة قضية ضمان جزاء الطرفين. المهم هنا هو عائد الممول في معاملات التمويل المصرفي الإسلامي. فالتركيز على الممول الذي يكسب ربحه إما ثمناً (في البيع) وإما أجرة (في الإجارة) وإما الربح (في المضاربة والمشاركة) وإما رسماً (في الوكالات)، إلخ. على أساس ذلك، فالفقه الإسلامي واضح البيان في جواز ضمان هذه العوائد أو عدم ذلك. فالبيع لا يجوز تحديد سعره وطلب ضمان دفع الثمن قبل امتلاك العين من قبل البائع إذ هذا يخل بضابط مخاطر السوق ( Kahf & Khan, 1992: 42). أما السلم والاستصناع، فاستثنياً من هذه القاعدة لتلبية حاجة التجار والفلاحين معاً إذ الفلاح بحاجة إلى تمويل مسبق حيث أن التاجر يريد ضمان تسليم السلع آن حصادها وهي مصلحة معتبرة ثبتت في نصوص، فضلاً عن كون السلم والاستصناع محلّي إجماع. أما الأجرة في الإجارة، فأجازها الفقهاء محددة مسبقاً قبل الشروع في العمل (ابن قدامة، 1968م: ج5: 322؛ الأشقر، 1998: ج1: 303؛ Kamali, 2007: 14)، ولولا الغرر المتحقق، لكان الأصل عدم جواز تحديد الأجرة لأن ذلك يعتبر ضماناً للعائد الذي يتلقاه المؤجر صاحب العين. لكن التبرير لاستحقاق دفعات الإيجار يقابله تحمل مخاطر ملكية العين المؤجرة (Rosly, 2001: 194-195) وإن تُجُنِّبَت مخاطر السوق. أما المضاربة والمشاركة، فسبق أنه لا يمكن ضمان الأرباح أو الرأسمال فيهما. للوكالة مثل حكم المضاربة إلا أنه جاز دفع مقابل محدد نسبةً - والمقابل المحدد في الوكالة يختلف تماماً عن المشاركة في الربح الناتج عن المضاربة - مسبقاً دون اشتراط ضمان الرأسمال على الوكيل وإلا صارت كالمضاربة المضمونة الرأس مال. وتفصيل ذلك أن الوكيل يخدم موكله فقط فيستحق أجرة مقابل جهوده، أما المضارب فيخدم رب المال الذي عينه ويخدم نفسه

كذلك إذا نتج أبراحا عن مشروع المضاربة، ولذا وجب أن يكون ربح المضارب من ربح المضاربة وليس من رأس مال المضاربة حتى لا يصبح للمضارب ربحاً مضموناً لا تقابله المخاطرة. هذه أهم العقود المستخدمة في مرافق التمويل في المصارف الإسلامية. أما العقود المستثناة من قاعدة المخاطرة والكسب مثل السلم والاستصناع المستخدمين في السياسة النقدية وتمويل المشاريع الإنشائية وما شابهها (Dusuki, 2016: 214, 428) فهي لحاجة أو مصلحة للناس في ذلك. ففي الاستصناع مثلاً، يجوز تحديد الثمن وتسليم بعضه أو كله من قبيل الصانع قبل امتلاكه للمشروع لأن غرض العقد أصلاً تلبية حاجة الناس في استصناع أصول بملامح خاصة لا تتوفر في السوق. على أساس ذلك، أجاز تحديد سعر الاستصناع مسبقاً من غير تعرض لمخاطر السوق كما هو الحال في البيوع، وكذلك في تعديل السعر خلال فترة الاستصناع إذا كان على أساس التراضي. أما عقد السلم، فيمكن القول بأنه تبادل مثلي بمثلي (نقد بمثلي) فجاز تأجيل الثمن ووجب تسليم الثمن حالاً للحاجة إليه وإلا تحقق الربا في مبادلة المثليات بأجل. فيلحظ عموماً أنه - إلا في الحالات الاستثنائية التي رخص فيها الشرع - يتحقق مبدأ المخاطرة والكسب على جزاء الطرف الممول في العقد بشكل متسق.

### 3. انتقادات تطبيق مبدأ المخاطرة والكسب في منتجات التمويل بالمصرفية

#### الإسلامية

المنتجات التي سوف تكون محل التركيز في هذه الدراسة المراجعة للآمر بالشراء والإجارة ثم البيع والمشاركة المتناقصة، وبالتالي تركز الدراسة على مراجعات الانتقادات حول تجسيد هذه المنتجات لمبدأ المخاطرة والكسب. تعتبر هذه المنتجات الأكثر استخداماً

من قبل المصارف الإسلامية للتمويل بعد التمويل التورقي الذي يخضع للعديد من الانتقادات للشبهات التي فيه.

### 3-1 المراجعة للأمر بالشراء

تتكون المراجعة للأمر بالشراء من مجموعة عقودٍ تتبني هيكلًا مناسباً جداً لتمويل التجارة المحلية والدولية، فتستخدمها الكثير من المصارف الإسلامية لتلك الأغراض - منها مصارف في دول عربية ودولة ماليزيا، (خوجة، 1995م: Abdulrahim, Razimi & 1-4: 37; Noor, 2016: 10; Abu Samah, 2019a). أول من ابتكر فكرة إضافة وعد ملزم لعقد المراجعة هو د. سامي حمود (El-Gamal, 2006: 18)؛ عويضة، 2010م: 222). يرى حمود، بعد تغيير موقفه السابق الذي لم يجز فيه إضافة وعد ملزم للمراجعة الفقهية، أن الوعد لا يخل بتحقيق مخاطر الملكية التي يتعرض لها المصرف الإسلامي إذ يجب عليه تملك السلعة أولاً قبل بيعها للعميل (حمود، 1982م: 433). يقف عدد من العلماء البارزين مع حمود في هذا الصدد مثل منذر قحف وطريق الله خان، وعز الدين خوجة، ومحمد عثمان شبير (Kahn & Khan, 1992: 29)؛ خوجة، 1995م: 33؛ شبير، 2007م: 217-219). يشترط مجمع الفقه الإسلامي الدولي في قرار 40 و41 أن يمتلك المصرف البضائع قبل بيعها للعميل لصحة المعاملة، وأن يكون ذلك التملك مرافقاً بتحمل مسؤولية هلاك أو تلف الأعيان المباعة. لكن عويضة (2010م: 262) وآخرين يدعون أن هذا يخل بمخاطر السوق إذ المصرف يضمن سعراً للبيع وربحاً قبل شراءه (أي المصرف) للسلع (السلع التي طلب العميل شراءها) لقيام الوعد الملزم للعميل الأمر بالشراء. وتفصيل ذلك أن العميل إنما قدم طلباً للمصرف ليشتري الأصول فيملكها المصرف حيث يتحمل مخاطر ملكيتها، ثم يعيد المصرف بيعها للعميل، وهذا لا يتحقق في

الممارسة المشار إليها آنفاً إذا يلزم المصرفُ العميلَ بقبول كل المخاطر لذات الناتجة عن العملية للوعد الملزم للعميل أن يشتري الأصول من المصرف بعد أن اشتراها المصرف من البائع الأول. والبعض الآخر أمثال محمود الجمل (El-Gamal, 2006: 67-68) يرى أن مخاطر الملكية متحققة، لكن يجب على المصرف الإسلامي تحمل أي تلف أو هلاك للبضائع المباعة. في ممارسة التجارة الدولية، يشتري المصرف تأميناً للبضاعة ليحجب مخاطر الملكية كما سيثبت ذلك في الممارسة الماليزية. في الوقت ذاته، يفرض المصرف الإسلامي تكاليف التأمين على العميل بحيث تكون تكاليف التأمين محسوبة من الأقساط الذي يجب أن يدفعها العميل. يرى عز الدين خوجة (1998م: 175) أن المصرف الإسلامي، إن لم يتحمل تكاليف التأمين وفرضها على العميل، فكأن المصرف باع ما لا يضمن (خسارته). علاوة على ذلك، فمخاطر الملكية تقلل أكثر إذا أخذ العربون وهامش الجدية في الاعتبار. قد يكون مثل هذه الأدوات هو السبب الذي دفع أمثال محمود الجمل (El-Gamal, 2006: 67-68) إلى الملاحظة أن مخاطر الملكية تُقلل لحد كبير جداً، لكن يرى آخرون أن هامش الجدية والعربون مشروعان لتعويض المصرف ما خسره لعدم التزام العميل بوعده (Muhammad, Sairally & Habib, 2015: 182). لاختتام هذه المناقشة حول المراجعة للآمر بالشراء، تعرض هنا وجهة نظر مميزة وهي ما يقدمه الأستاذ عادل عبد الفضيل عيد (2011م: 355) حين يقرر أن التكاليف التعاقدية فوض الفقهاء تقديرها لعرف التجار فعرف التجار هو عرف التجارة الدولية وصناعة المالية الإسلامية؛ ويمكن بناء على ذلك إرجاع تعيين من يتحمل هذه التكاليف إلى عرف صناعة المالية الإسلامية. هذه تعتبر أهم الانتقادات التي تتعلق بتطبيق ضوابط المخاطرة والكسب لعقد المراجعة للآمر بالشراء.

### 3-2 الإجارة ثم البيع

الإجارة التمويلية، وسميت الإجارة المنتهية بالتملك أو الإجارة ثم البيع، هي معاملة تضم ثلاثة عناصر: طلب العميل للمصرف بشراء أصول، ثم تأجيرها للعميل بعد أن يمتلكها المصرف ثم بيعها أو منحها مجاناً بعد نهاية عقد الإجارة. تستخدم الإجارة ثم البيع في ماليزيا لتمويل شراء سيارات وأصول أخرى من قبل الشركات أو الأفراد (BNM, 2010: v.1: 3; Abu Samah, 2019b: 14-15, 2019c: 10). في نهاية عقد الإيجار، هناك وعد مرفق بحيث يلتزم العميل بشراء الأصول وسداد جميع دفعات الإيجار، وهو بمثابة شرط أجازه مجمع الفقه الإسلامي الدولي في قراره رقم 110 الصادر في سنة 2000م. الشرط الوحيد هو ألا يرتبط البيع بالإجارة بحيث يصيران عقداً واحداً. يُفصّل بعض الباحثين (El-Din & Abdullah, 2007: 236؛ Dusuki & Abdullah, 2014: 192-193) الممارسة الماليزية لصياغة الإجارة ثم البيع والتي تشبه ممارسة المصارف الإسلامية في الشرق الأوسط. المصرف باعتباره المالك للأصول طوال مرحلة الإجارة يتحمل مخاطر الملكية (قحف، 2000م: 240) إلى أن يتم بيع أو تملك الأصول بطريقة أخرى مثل الهبة في نهاية الفترة. فدفعات الإيجار يكسبها المؤجر مقابل تحمله لتلك المخاطر كما سبق. يشير د. عدنان عويضة إلى أن هذه المخاطر في الممارسة يتم تخفيضها لحد كبير إذ تشترط المصارف شراء تأمين لضمان الأصول المؤجرة ويتحمل ذلك العميل. الممارسة الماليزية شبيهة بهذا كما سيتبين لاحقاً. تحميل العميل تكاليف التأمين شبيه بنقل مخاطر الملكية للعميل نفسه مما يخل بتوازن المخاطر والكسب. فيما يخص التكاليف التعاقدية الأخرى مثل تكاليف صيانة العين المؤجرة، فالبعض (El-Din & Abdullah, 2007, 240) يرى أن الممارسة الماليزية ليست صحيحة شرعياً تماماً لأن تكاليف الملكية مثل الصيانة يتحملها صاحب العين المؤجر. وهذا يتماشى مع موقف مجمع الفقه الإسلامي الدولي في قراره السابق ذكره (40-41) والمجلس الاستشاري الشرعي للبنك المركزي الماليزي

(BNM, 2010: v.1: 4) أن مخاطر وتكاليف الملكية مثل التأمين يتحملها المصرف الإسلامي. الالتزام بسداد جميع دفعات الإيجار والالتزام بشراء الأصول في نهاية عقد لإيجار يجعل العملية شبيهة بالدين المضمون مع زيادة يربحها المصرف باستثناء العين المؤجّرة المعرضة للتلف أو الهلاك، ولكن حتى في هذه الحالة، يتخلص المصرف من هذا الخطر بتحميل العميل تكاليف التأمين. كل هذه الأدلة والانتقادات تؤكد على إخلال الممارسة الحالية لصياغة الإجارة ثم البيع بمبدأ المخاطرة والكسب.

### 3-3 المشاركة المتناقصة

المشاركة المتناقصة آخر منتج تمويلي مصرفي إسلامي تتناوله الدراسة هو عقد مشاركة الملك حيث يسهم العميل بنسبة من قيمة الأصول التي يريد شراءها ويسهم المصرف بباقي القيمة بحيث يمتلك الأصول بقدر سهميهما. ثم يؤجر المصرف سهمه من الأصول للعميل ويدفع العميل قسطاً مقابل الإيجار، جزء من القسط يقابل المنفعة (مثل سكن البيت) وجزء منه يعتبر ثمناً لشراء سهم المصرف. يستمر الإيجار إلى أن يشتري العميل جميع حصص المصرف فيكون العميل قد امتلك الأصول كاملةً (سيلا، 2014م: 193). يجدر هنا أن يشار إلى أن العميل بعد دخوله في الشركة مع المصرف يلتزم، بوعده ملزم، بشراء جميع أسهم المصرف. يرى البعض مثل عويضة (2010م: 260-261) أن هذه المعاملة تضمن للمصرف قيمة الأصول وربحاً فوق ذلك إذ لا يخضع تقدير هذه الأمور لأسعار السوق وإنما يحددها العميل والمصرف. فيوجه نفس الانتقاد الذي وجه للإجارة المنتهية بالتملك، لا سيما إذا كان العميل مسؤولاً عن تكاليف التأمين. الوعد الملزم بسداد جميع أقساط المشاركة هو أداة للتحوط لدرأ الخسائر الباهظة التي قد يتعرض لها المصرف في حالة تعثر العميل (BNM, 2010: v.1: 45). أما ما يخص التكاليف

التعاقدية، فهناك انتقادات حول الممارسة ومن يتحملها لأن المصرف والعميل شريكان في ملكية الأصول فينبغي أن يتحملها بقدر سهميهما، لكن الممارسة تشير إلى أن المصرف غالباً ما يفرض تكاليف الضرائب والتأمين، كما سيتبين في القسم التالي، على العميل. في حالة التعثر، يضمن المصرف لنفسه جميع قيمة الأصول مما يخل بمبدأ المشاركة في الأرباح والخسائر في المشاركة، لكن هذه الشروط ضرورية لحفظ مصلحة المصرف وإلا زاد على مستوى الخطر الذي يتحمله المصرف (8: 2007، Dar).

لوحظ من هذه المنتجات المصرفية الإسلامية الثلاثة للتمويل أنها تتضمن عدداً من الوعود والضمانات وآليات نقل المخاطر والتكاليف إلى العميل مما أثار انتقادات شديدة لممارسة قطاع الصيرفة الإسلامية من حيث إخلالها بمبدأ المخاطرة والكسب. ينظر القسم التالي إلى الممارسة الماليزية وإلى هيكله هذه المرافق التمويلية المصرفية وأثرها على مبدأ المخاطرة والكسب.

#### 4. الممارسة الماليزية في هيكله منتجات التمويل المختارة وطبيعة المخاطر

##### والمكاسب فيها

بعد مراجعة هيكله منتجات التمويل للمصارف الإسلامية الماليزية المبنية على العقود المختارة، حدد الباحثان العناصر التالية التي تتعلق بمبدأ المخاطرة والكسب. وعلى رأس قائمة هذه العناصر المخاطر الثلاثة وهي مخاطر السوق والملكية وخسارة رأسمال. ثم يأتي بعدها العناصر المتعلقة بالضمان والتي قد تمثل في دورها إشكالا مثل الوعد والكفالة والرهن والتأمين الإسلامي أو التأمين التكافلي والتعويض والغرامة والعربون وهامش الجدية. ثم تليها التكاليف التعاقدية، ونوع العائد، والقيمة المضافة. للحكم على الممارسة، يعتمد الباحثان خبرتهما في صناعة المالية الإسلامية في ماليزيا، وثائق الصناعة، وخصوصاً

استثمارات الإفصاح عن المنتج (product disclosure sheets) من مجموع 17 منتج (فهرس أ)، وسياسات البنك المركزي الماليزي الخاصة بعقود المراجعة (BNM, 2013)، والإجارة (BNM, 2018)، والمشاركة (BNM, 2015). كذلك يعتمد الباحثان عدداً من الدراسات التي تتناول ممارسات صناعة المالية الإسلامية الماليزية (فلاق، 2015: 102؛ Dusuki & Abdullah, 2014: 193-194؛ Alwi, 2012: 5, 67, 142-143, 145؛ Abdullah, 2007: 228-229؛ Ramli & Onn, 2007: 28-29؛ Shahwan, 2017: 209؛ Haneef, Kunhibava & Smolo, 2011: 107-112؛ 2005: 209). حصل الباحثان كذلك عن عدد من آراء الممارسين إما مباشرة في قطاع الصيرفة الإسلامية في ماليزيا أو على طريق مستشارين شرعيين للوساطات المالية الإسلامية هناك.

### جدول 1: عناصر المخاطرة والكسب في منتجات التمويل المختارة في قطاع

#### الصيرفة الإسلامية الماليزي

المرافق التمويلية المختارة منتجات المراجعة للآمر بالشراء منتجات الإجارة ثم البيع منتجات المشاركة المتناقصة.

غرض الاستخدام في ماليزيا تمويل التجارة الدولية مثل منتجات الـ Islamic Accepted Bills , والـ Murabahah Trust Receipt، وتمويل شراء السيارات. تمويل شراء أصول أو سيارات لأفراد أو شركات. تمويل شراء البيوت.

**مخاطر السوق:** يمكن القول بأن في الحالات الخاصة، مثل عدم الوفاء بوعدها من قبل العميل أو الوعد بسداد جميع أقساط التمويل، يضطر المصرف الإسلامي إلى تملك الأصول الممولة وبيعها في السوق والذي قد يعرض المصرف لخسائر بسبب انخفاض الأسعار.

وهو نفس الإجراء الذي يتخذه المصرف الإسلامي حين تعرضه لمخاطر السوق في كل الأنواع الثلاثة من المرافق التمويلية المختارة.

**مخاطر الملكية:** يتعرض المصرف الإسلامي لمخاطر الملكية أثناء فترة موجزة بعد تملكه للأصول وقبل بيعها للعميل. يلاحظ كذلك أن هناك عدداً من المشاكل التي تتعلق بملكية الأصول من قبل المصرف مثل توكيل العميل بشراء الأصول من البائع التي قد عقدا (البائع المصدر والعميل المشتري) عليها بيعاً.

يتعرض المصرف لمخاطر الملكية عند شراءه للأصول وأثناء فترة عقد الإيجار. يلاحظ هنا أن المصرف مالك حقيقي مستفيد.

يتعرض المصرف لمخاطر الملكية أثناء قيام شركة الملك إلى أن يسدد العميل آخر قسط. يلاحظ كذلك أن الممارسة الماليزية تتضمن عددَ مشاكل تتعلق بالملكية المشتركة في القانون المدني الماليزي.

### **خطر الرأسمال:**

مخاطر الرأسمال شبه معدومة حتى في الشركة إذ لا يوجد تمويل رأسمالي (مضاربي أو مشاركي) في ماليزيا؛ أما المشاركة المتناقصة فهي شركة ملك وليست شركة عقد كما هو ثابت في سياسة البنك المركزي الماليزي (BNM, 2015: 14).

**عناصر الضمان التأمين/التكافل:** غالباً ما يتحمل العميل تكاليف التأمين وشراء التأمين الأساسي مثل تأمين التجارة الدولية وتأمين السيارات وتأمين الرهن العقاري لأن جميع المصارف الإسلامية المدروسة تفرضه بتفاوت يسير فيما بينها.

**الكفالة:** تطلب المصارف كفيلاً قبل دفع قيمة التمويل للعميل حسب حالة الفرد الطالب للتمويل.

**الرهن:** ما قيل عن الكفالة ينطبق هنا.

**التعويض والغرامة:** تطبق المصارف الإسلامية المألوية مبدأ التعويض والغرامة وفق تنظيمات البنك المركزي التي تتكون من عنصر تعويض يأخذه المصرف كعائد والغرامة تصرف في جهات خيرية.

**الوعد:** الوعود شائعة الاستخدام وهي ملزمة للعميل في الممارسة إذ لا مجال للشك والتردد إذ المصارف تضمن حقوقها بالوعود مثل الوعد بسداد جميع أقساط التمويل، ووعد شراء الأصول، ووعد تعويض المصرف في حالات تعثر العميل، إلخ.

**العربون وهامش الجدية:** العربون وهامش الجدية مطبقان حسب نوع العقد، ففي الإجارة التمويلية مثلاً، يودع العميل مبلغاً عند البائع ليثبت التزامه، وفي المشاركة المتناقصة يشتري البيت من المقاول بدفع نسبة معينة من سعرها ودفع المصرف الإسلامي الباقي، إلخ.

**التكاليف التعاقدية:** التكاليف التعاقدية غالباً ما يتحملها العميل وهذا صحيح في التأمين التكافلي، إجراءات التعثر، الضرائب، والصيانة في الإجارة والمشاركة خصوصاً، إلخ. **نوع العائد للمصرف الإسلامي:** ثمن الأصول والربح مدفوعان على شكل أقساط تمويلية. ليس هناك إشكال في طريقة دفع أو نوع الدفع لأن الثمن والربح مشروعان حسب اتفاق المتعاقدين.

قيمة الأصول والربح مدفوعان على شكل أقساط تمويلية كدفعات إيجارية. ليس هناك إشكال في تحديد جميع قيمة الإيجار وإضافة ربح فوقها ثم تقسيمها على عدد أقساط تمثل الإيجار الشهري. قيمة الأصول والربح مدفوعتان على شكل أقساط تمويلية، وخصوصاً

دفعات إيجارية وشراء أسهم المصرف الإسلامي في الأصول. وما قيل عن الإجارة يقال هنا إذ تعتبر شركة ملك وليست شركة عقد.

مصدر: المؤلفان

بعد هذا العرض الموجز لعناصر المخاطرة والكسب في هيكله منتجات التمويل في المصارف الإسلامية الماليزية، يظهر أن هناك إشكالات كثيرة في الالتزام بالضوابط المقررة حالياً. فرغم تحقق مخاطر السوق ومخاطر الملكية، إلا أن عناصر الضمان ليست متوفرة بحيث أن المصرف الإسلامي يمكنه الحد من كل هذه المخاطر بتحويل عناصر الضمان للعميل ليتحملها. ويظهر ذلك عند مراجعة التكاليف التعاقدية التي يستخدمها المصرف كتبرير لنقل عناصر الضمان مثل تأمين الأصول والوعود بالتعويض وهوامش الجدية، كلها لتجنب مخاطر السوق والملكية، حتى لا يتحملها المصرف الإسلامي. ويبدو أن المصارف الإسلامية تفعل ذلك لعدم قدرتها على تحمل تلك المخاطر. وإلا، اضطرت إلى رفع أسعار التمويل بقدر ارتفاع المخاطر التي تتحملها. فبدل ذلك، تختار المصارف أن تُحمّل العميل تلك المخاطر والتكاليف حتى تستطيع توفير مرافق تمويلية بأسعار معقولة. يشهد على هذا عدد من الممارسين في صناعة المالية الإسلامية في ماليزيا مثل السيدة زارية أبو سماح بالمعهد العالمي للمالية والصيرفة الإسلامية. كذلك، فتنافس المصارف الإسلامية بطبيعته سوف يؤدي إلى انخفاض أسعار التمويل مما يدل على أنها أخفض ما يمكنها أن تكون بالمقارنة مع المخاطر والتكاليف التي يتحملها المصرف والعميل والطلب للتمويل في السوق من قبل وحدات العجز.

هذه الممارسة إجمالاً تبدو مخلة بضوابط المخاطرة المكسب لأول وهلة وبالتالي لا تحقق المساواة في معاملات التمويل التي تجريها المصارف الإسلامية. ويبدو في نفس الوقت

أن المصارف الإسلامية لا تتصرف بإرادتها المطلقة ولا باستقلال تام، فمعاملاتها التمويلية تراجعها هيئاتها الشرعية والمجلس الاستشاري الشرعي التابع للبنك المركزي الماليزي. علاوة على ذلك، فالمصارف تتصرف باعتبار إرادة السوق بما في ذلك المصارف الأخرى والمستهلكون. فالعرض الفائض في الأسواق المالية يجبر المصارف على تنزيل أسعار التمويل لجلب العملاء، والعكس في حالة انخفاض العرض. كذلك الحال في دراسة حالة العميل الطالب للتمويل وتقييم جدارته الائتمانية. فبارتفاع الخطر، ترتفع أسعار التمويل المعروضة للعميل. فلا تبالغ المصارف في تحمل مخاطر فاحشة كما أنها لا تبالغ في فرض أسعار وأرباح فاحشة إذ هو ثابت أن البنك المركزي الماليزي يحدد سقفاً للأرباح التي يمكن أن تكسبها المصارف الإسلامية في معاملاتها التمويلية (BNM, 2003: 188). وقد تثير هذه النقاط تساؤلاً وهو: هل حل المشكلة يكمن في تعديل ممارسة المصارف الإسلامية في هيكلتها لمنتجات التمويل لتجسد مبدأ المخاطرة والكسب أو أن الحل كامن في ضوابط المبدأ نفسها؟ لذلك يتطرق القسم التالي لمراجعة المصادر الشرعية النصية - وغيرها - لمبدأ المخاطرة والكسب ليرى هل تأويلها صحيح أم مشكل وكذلك يعرض البديل إذا وجد.

##### 5. تحليل مصادر مبدأ المخاطرة والكسب وتأويلاته وعرض البديل

يمكن تلخيص أهم النصوص التي بنيت عليها ضوابط مبدأ المخاطرة والكسب في

التالي:

1. حديث عائشة رضي الله عنها: قالت، "قَضَى رَسُولُ اللَّهِ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ أَنَّ الْخَرَاجَ بِالضَّمَانِ." (لفظ الترمذي)

2. حديث عمر بن شعيب عن جده رضي الله عنهما أنه قال: "نَهَى رَسُولُ اللَّهِ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ عَنْ سَلْفٍ وَيَبِعٍ وَعَنْ شَرْطَيْنِ فِي بَيْعٍ (واحد) وَعَنْ بَيْعٍ مَا لَيْسَ عِنْدَكَ وَعَنْ رِبْحٍ مَا لَمْ يُضْمَنْ." (لفظ النسائي)

3. حديث أبو هريرة رضي الله عنه: قال، "قَالَ رَسُولُ اللَّهِ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ: لَا يُغْلَقُ الرَّهْنُ مِنْ رَاهِنِهِ، لَهُ غُنْمُهُ وَعَلَيْهِ غُرْمُهُ." (لفظ الدارقطني)

4. قول علي رضي الله عنه: قال، "الرَّيْحُ عَلَيَّ مَا اشْتَرَطَا وَالْوَضِيعَةُ عَلَيَّ قَدْرَ الْمَالَيْنِ." (لفظ النسائي)

لقد بينت الدراسة أن التأويلات الشائعة حالياً لمصطلح الضمان تدل على أنه يشير إلى تحمل الخسائر الناشئة من مخاطر السوق والملكية والرأسمال. إلى الآن، لم يظهر للباحثين وجه هذا التأويل من النصوص السابق ذكرها اللهم إلا ما سبق من أن هذه المخاطر لم ترد في شأنها نصوص أو أحكام تسمح بتجنبها بخلاف مخاطر الائتمان والتعثر. أما ما يخص مخاطر الرأسمال، فقول الصحابي علي رضي الله عنهم يثبت نقله، وحتى إذ ثبت، فهو مجرد رأي لعلي رضي الله عنه وليس نصاً شرعياً قاطعاً إلا أن الكثير من الفقهاء والعلماء والباحثين أخذوا به كأساس لكيفية تقسيم الأرباح والخسائر في المشاركة. على أساس هذه التأويلات، وضعت ضوابط المخاطرة والكسب في عقود التمويل التي تستخدمها المصارف الإسلامية. أما ما يخص التمويل المضاربي، فالمصرف الإسلامي كرب مال يتحمل كل الخسائر ويشترك في الربح مع المضارب. لا يجوز ضمان الرأسمال أو الربح قياساً على تحريم القرض الربوي إذ المقرض يضمن رأسمال المقرض وربحاً فوق ذلك وهذا محرّم.

أما ما يخص التأويلات للنصوص وضعت على أساسها ضوابط تعتبر مهمة في ممارسة الصيرفة المالية الحالية في ماليزيا، فهل هي تأويلات صحيحة وضوابط دقيقة؟ إذا

كان الجواب نعم، فهل هي التأويلات الوحيدة المحتملة؟ ولكي يختصر الجواب على هذا السؤال، تبدو التأويلات قريبة لأنه هناك قرائن عقلية تدعم هذه التأويلات. القرينة العقلية لاستنتاج مخاطر السوق والملكية من النصوص الآتفة الذكر هي أن الأصول بطبيعتها تُعرض مالها لهذين الخطرين. أما خطر الرأسمال في التمويل المضاربي والمشاركي، فلأن أرباب الأموال والمشاركين يكسبون ربحهم بإسهامه برأسمالهم ويخسرون على أساس إسهامهم وهذا على أساس المساواة. أما التكاليف التعاقدية، فتبدو أنها تؤثر مباشرة على كسب أو جزاء الأطراف المتعاقدة، فتحملها من قبل طرف واحد دون الآخر يخل بالتوازن المنشود من مبدأ المخاطرة والكسب، وهذا مهم جداً في معاملات التمويل الإسلامي.

فمذا عن التأويلات الأخرى المحتملة إذ اللفظ قد يحتمل أكثر من معنى. أولاً، التركيز على لفظ الضمان مهم لأنه مرتكز جميع الضوابط إذ الجزاء لصاحب الضمان أو من يتعرض للخسارة بسبب خطر سوق، أو ملكية أصول أو خسارة رأسمال. فألفاظ الضمان، والغرم المستخدم في حديث الرهن، والوضعية المستخدم في قول علي رضي الله عنه لها ألفاظ ظنية تحتمل تأويلات غير التي أُثرت على الباحثين المعاصرين الذين فسروها بهذه المخاطر الثلاثة. فمثلاً، تحريم ربح ما لا يضمه الشخص مربوط بتحريم بيع ما لا يملكه الإنسان، الأمر الذي دفع الباحث يوسف صالح محمود (2019م: 6, 8, 12 para) إلى تأويل الضمان هنا بأنه إشارة إلى ضمان التسليم. فسلامة تسليم الأصول المبيعة يبرر أخذ البائع ثمنها الذي قد يتضمن ربحاً وتسليم الأصول المؤجرة وضمن الانتفاع منها للمستأجر يبرر ربح المؤجر. فهذه التأويلات تبدو أكثر منطقية من جعل ضمان ضرورة تحمل المخاطر من قبل صاحب الأعيان بحيث لا يمكنه استخدام تدابير أمنية ليقفل تلك المخاطر. يدعم هذا الرأي بعض الباحثين مثل الذين يحيل إليهم د. زبير حسن (Hasan,

17: 2005). أما حديث الرهن، فالحديث يوضح أن الرهن سواء كان في يد الراهن أو المرهّن، فالضمان على الراهن، أي يضمن الراهن تسليم الرهن إذا دعا الأمر إلى ذلك، فيكون استحقاق الرهن غنمه لأنه إذا تلف الرهن من غير تعدٍ أو إهمال، وجب تبديله بأصول أخرى. أخيراً، ضوابط المخاطرة والكسب في الشركات، بما في ذلك المضاربة، مأخوذة من قول الصحابي عليّ رضي الله عنه ومن قياسات على تحريم الربا وما شابهها. فالوضعية التي على قدر المالكين قد يراد بها أن الوضعية لا تتجاوز المالكين، ولو حمل واحد من الشركاء تلك الخسارة دون الآخر، ما دام أنها لا تتعدى أموال المشاركة - أو ما يدعى المسؤولية المحدودة. وبعبارة أخرى، لا يجب تحمل الخسائر على أساس أسهم الشركاء ويجوز التراضي على أن يتحمل واحد من الشركاء قدر محدد من المال مثل أن تتعدى الخسارة إلى رأسمال الآخرين من الشركاء وهذا ما يطبقونه الآن في الأسهم الممتازة لمن يميزها (Securities Commission Malaysia, 2006: 93). كذلك يمكن أن يقال في التمويل المشاركي في المصارف الإسلامي. هذا التأويل يبدو قريب ولفظ "القدر" في قول عليّ رضي الله عنه حتمل أن يراد به نسبة المالكين أو كامل قدر الرأسمال. أما الربح فليس مشكل إذ هو على ما اشترط. الاحتياط الوحيد الذي يجب اتخاذه هو ألا يكون الربح مقداراً معيّناً إذ قد يؤدي ذلك إلى تعدية رأسمال الشركاء إلى أموالهم الخاصة ليدفعوا الربح في حالة خسارة كل رأسمال الشركة. الضابط المناسب هنا هو تحري المساواة في الشروط التي تعقد عليه الشركة بين الشركاء أو بين المصرف الإسلامي والعميل. على أساس هذا، فضايط القيمة المضافة الذي ربط تحققها بتحمل المخاطر، فيتغير بحيث يصير التركيز على ضمانات سلامة المعاملات من الغرر وذلك بأن تكون المعاملة مبنية على الأصول أو النشاطات الحقيقية. فالتمويل بالبيع أو بالإجارة أو بالمضاربة والمشاركة كله

تمويل أصول ونشاطات حقيقية، حيث إن التمويل الائتماني بفائدة ليس تمويلًا حقيقيًا إذ هو مال ينتج مالاً باستقلال كامل عن نوع النشاطات التي يمولها القرض.

## جدول 2: الضوابط البديلة المقترحة لمبدأ المخاطرة والكسب

معاملات التمويل ضابط مثل التمويل الأصولي (الأعيان) ضمان تسليم الأصول الممولة إما بيعاً؛ وإما إحارة حيث يجب ضمان إمكانية الانتفاع بالأصول.

يضمن المصرف الإسلامي تسليم العين المشتراة في التجارة الدولية تحت عقد الرجحة للآمر بالشراء ويستحق ثمن الأصول وربما بذلك.

**التمويل الرأسمالي (رأسمال):** تحمل الخسائر على رب المال أو الشريك المسهم برأسمال، ولا تتعدى الخسائر رأسمال أحد من الشركاء إلى أموالهم الخاصة.

في التمويل المشاركي، يجوز تحمل العميل أو المصرف خسائر لحد رأسماله المسهم. لا تتعدى الخسائر إلى مال العميل الخاص ولا مال المصرف الخاص.

**التكاليف التعاقدية:** أما التكاليف التعاقدية، فلقد فُوض أمر تقديرها إلى المتعاقدين كما سبق. ينطبق على معاملات تمويل المصارف الإسلامية. يجوز تحميل العميل أو المصرف الإسلامي تكاليف الصيانة، والتأمين، والضرائب وما إلى ذلك.

**طبيعة الأصول والنشاطات الممولة:** يجب أن تكون عمليات التمويل لها علاقة بأصول حقيقية أو نشاطات حقيقية مرتبطة بالاقتصاد الحقيقي. لا يجوز الاسترباح من الإقراض بالفائدة إذ القرض لا ينتج شيئاً ويصح التمويل البيعي أو الإيجاري أو المضاربي والمشاركي إذ دعمتها أصول ونشاطات حقيقية.

مصدر: المؤلفان

قبل اختتام الدراسة، ينبغي الإشارة هنا إلى أن الضوابط البديلة المقترحة لم تعد ضوابط المخاطرة وكسب بقدر ما هي ضوابط لتبرير الكسب في معاملات التمويل الإسلامي. علاوة على ذلك، فهذه الضوابط تتماشى مع الضوابط الأخرى في المعاملات المالية الإسلامية كتحریم الربا، والغرر والميسر. فالنظرة الشاملة إلى المبادئ المعاملات المالية الإسلامية تبين أن هذه الضوابط البديلة أكثر اتساقاً مع غيرها من الضوابط.

## 6. الخاتمة

أهم نتائج هذا البحث هي أن ضوابط المخاطرة والكسب في معاملات التمويل الإسلامي في المصارف الإسلامي خصوصاً والمنتجات والأدوات المالية الإسلامية عموماً على شكلها الحالي محصورة في مخاطر السوق والملكية والرأسمال، والتكاليف التعاقدية والقيمة المضافة. بتحقيق المخاطر وتحمّل الممول لتلك المخاطر يحقق القيمة المضافة الناتجة عن المعاملة. أما جانب الكسب، فيستحق بتحمّل المخاطر والتكاليف التعاقدية من قبل الممول. كذلك وجد الباحثان أن هذه الضوابط ليست مطبقة في منتجات التمويل في المصرفية الإسلامية في ماليزيا إلا لفظاً وصوراً إذ توظف أدوات للتحوط من المخاطر أو نقل المخاطر إلى العميل كالوعدود، والكفالات، والتأمين، وهامش الجدية إلخ. سبب ذلك عائد إلى اعتبار الغرر الفاحش والمخاطر التي لا تستطيع المصارف الإسلامية تحملها، والواقعية في إدارة مخاطر منتجات التمويل لتحقيق استدامة أعمال المصرف الإسلامي. في نفس الوقت، الإطار التنظيمي للصيرفة الإسلامية في ماليزيا يمنع من الربح الفاحش بوضع سقف لأرباح المصارف الإسلامية في منتجات التمويل. فبسبب هذه القيود التي تضبط المصارف الإسلامية، يتم نقل المخاطر التي لا تتحملها المصارف الإسلامية في منتجات التمويل إلى العميل بمختلف الأدوات الآنفة الذكر. اختتم الباحثان بأن قدما مراجعة

لضوابط المخاطرة والكسب اقتراحاً جديداً لها والتي تتمثل في ضمان تسليم الأصول للعميل - وفي الإجارة التمويلية حتى يمكنه الانتفاع بها. وإذا كان تمويلًا مضاربياً أو مشاركياً، فالضابط ألا تتعدى الخسائر رؤوس أموال أصحابها مثل المصرف في التمويل المضاربي، ورؤوس أموال كل من المصرف والعميل في التمويل المشاركي. أخيراً وكبديل للقيمة المضافة، يكفي أن تكون معاملات التمويل تمول أصولاً أو نشاطات حقيقية ليعتبر التمويل مرتبطاً بالاقتصاد الحقيقي.

يوصي الباحثان بعدد توصيات تهم الباحثين والممارسين وصناع السياسة في صناعة المالية الإسلامية. أما ما يخص الباحثين، فيوصى بتطوير الضوابط البديلة التي تمثل تديراً لكسب المصرف في معاملات التمويل الإسلامي واختبار مدى فعاليتها من ناحية كمية بإجراء دراسات كمية تحليلية عن مدى استطاعة المصارف الإسلامية لتحمل تلك المخاطر والتكاليف التي تفرضها عليها ضوابط المخاطرة والكسب الحالية بالمقارنة مع الضوابط الجديدة التي تقترحها هذه الدراسة. أما ما يخص صناع السياسة والمنظمين، فيجب ضمان سلامة المعاملات الإسلامية من الخطر الفاحش مثل تحميل المصارف الإسلامية بعض المخاطر والضوابط الأخرى التي لا يمكنها تحملها أو تبنيتها، وتحري المصلحة العامة لتوسيع القطاع. ولكن كل هذا لا يعني التنازل عن مبادئ المالية الإسلامية الأساسية التي تميزها عن غيرها من الأنظمة المالية.

#### REFERENCE: (ARABIC)

- Abū Al-Faḍl, Abdullah. (1937). Al-Ikhtiyār Li Ta'līl Al-Mukhtār. Alqāhirah: Maṭba'at Al-Ḥalbi.
- Al-Ashqar, Muḥammad Sulaymān. (1998). Al-Ḍawābiṭ Allatī Tahkum 'Aqd Ṣiyānat Al-A'yān Al-Mu'jarah Fī Al-Ashqar, Muḥammad Sulaymān; Wa Abū Rakhīyah Mājid Muḥammad; Wa Shabīr Muḥammad

‘Uthmān; Wa Al-Ashqar, ‘Umar Sulaymān, (1998). Buḥūth Fiqhiyyah Fī Qaḍāyā Iqtisādiyyah Mu’āshirah. Omān: Dār Al-Nafā’is, 300-324.

Al-Khayāt, ‘Abdul’azīz ‘Azzat. (1994). Al-Sharikāt Fī Al-Shar’iyyah Al-Islāmiyyah. Bayrūt: Muassasat Al-Risālah.

Al-Sālūs, ‘Alī Bin Aḥmad. (1995). Hal Yajūz Taḥdīd Ribḥ Rabbi Al-Māl Fī Sharikat Al-Muḍārabah Bi Miqdār Mu’ayyan Min Al-Māl? Majallat Majma’ Al-Fiqh Al-Islāmī, Al-Mujallad 9, Al-‘Adad 1, 1955, 143-299.

Al-Sarkhasī, Muḥammad Bin Aḥmad. (1993). Al-Mabsūṭ. Bayrūt, Dār Al-Ma’rifah.

Al-Shā’ir, Samīr. (2010). Iḥtisāb Al-Ribḥ Fī Al-Muḍārabah Wa Al-Mushārah Fī Ḥāl Khalṭ Amwāl Al-Muḍārabah Wa Al-Mushārah. Waraqat ‘Amal Muqaddamah Fī Mu’tamar Al-Hay’āt Al-Shar’iyyah Li Al-Muassasāt Al-Māliyyah Al-Islāmiyyah, Al-Baḥrayn, 26-27 May 2010.

Al-Nadawī, ‘Alī Aḥmad. (1999). Mawsū’at Al-Qawā’id Wa Al-Ḍawābiṭ Al-Fiqhiyyah Al-Ḥākimah Li Al-Mu’āmalāt Al-Māliyyah Fī Al-Fiqh Al-Islāmī. Al-Kuwayt: Dār ‘Ālam Al-Ma’rifīyyah.

Al-Zuḥaylī, Muṣṭafā Muḥammad. (2006). Al-Qawā’id Al-Fiqhiyyah Wa Taṭbiqātuhā Fī Al-Madhāhib Al-Arba’ah. Dimashq: Dār Alfikr.

Al-Zuḥaylī, Wahbah. (1985). Al-Fiqh Al-Islāmī Wa Adillatuhu. Dimashq: Dār Alfikr.

Falāq, Muḥammad. (2015). Al-Buyū’ Al-I’timāniyyah Wa Ahammiyatuhā Al-Iqtisādiyyah Fī Al-Nizām Al-Maṣrafī Al-Islāmī: Mālīzyā Namūdhajan. (Risālat Duktūrah), Al-Jāmi’ah Al-Islāmiyyah Al-‘Ālamīyyah Bi Mālīzyā, Kuala Lumpur, Mālīzyā.

- Ḥamūd, Sāmī. (1982). *Taṭwīr Al-A'māl Al-Maṣrafiyyah Bimā Yattaḥiq Ma'a Al-Sharī'ah Al-Islāmiyyah*. Omān: Maṭba'at Al-Sharq Wa Maktabatihi.
- Ibn 'Ābidīn, Muḥammad Amīn. (1992). *Radd Al-Muḥtār 'Alā Al-Durr Al-Mukhtār*. Bayrut: Dār Al-Fikr.
- 'Īd, 'Ādil 'Abdufaḍīl. (2011). *Nazariyyat Al-Ribḥ Wa Taṭbiaqātuhā Fī Mu'āmalāt Al-Maṣārif Al-Islāmiyyah: Dirāsah Muqāranah*. Al-Iskandariyyah: Dār Al-Fikr Al-Jāmi'ī.
- Khawjah, 'Izzudīn Muḥammad. (1995). *Adawāt Al-Istithmār Al-Islāmī*. Jeddah: Majmū'at Dillat Al-Barakah.
- Khawjah, 'Izzudīn Muḥammad. (1998). *Al-Dalīl Al-Shar'ī Li Al-Murābahah Li Al-Āmir Bi Al-Shirā'*. Jeddah: Majmū'at Dillat Al-Barakah.
- Maḥmūd, Yūsuf Ṣāliḥ. (2019). *Ribḥ Mā Lā Yuḍman*. Al-Dukhūl Fī 20 Yūlyū 2019. Mutāḥ 'Alā Al-Rābiṭ Al-Tālī: <https://tinyurl.com/u3esb7h>
- Majma' Al-Fiqh Al-Islāmī Al-Duwalī. (1988). *Qarār Bi Sha'n Al-Wafā Bi Al-Wa'd, Wa Al-Murābahah Li Al-Āmir Bi Al-Shirā'*. Al-Dukhul: 28 Abrīl 2019. Mutāḥ 'Alā Al-Rābiṭ Al-Tālī: <http://www.ifa-aifi.org/2061.html>
- Majma' Al-Fiqh Al-Islāmī Al-Duwalī. (2000). *Qarār Bi Sha'n Al-Ijārah Al-Muntahiyah Bi Al-Tamlīk*. Al-Dukhūl: 28 Abrīl 2019. Mutāḥ 'Alā Al-Rābiṭ Al-Tālī: <http://www.ifa-aifi.org/2061.html>
- Majma' Al-Fiqh Al-Islāmī Al-Duwalī. (2000). *Qarār Bi Sha'n Al-Mushārah Al-Mutanāqīshah Wa Dawābiṭuhā Al-Shar'iyyah*. Al-Dukhūl: 29 Abril 2019. Mutāḥ 'Alā Al-Rābiṭ Al-Tālī: [Http://Www.Ifa-Aifi.Org/2146.Html](http://www.ifa-aifi.org/2146.html)

- Qahf, Mundhir. (2000). Al-Ijārah Al-Muntahiyah Bi Al-Tamlīk Wa Šukūk Al-A'yān Al-Mu'jarah, Majallat Majma' Al-Fiqh Al-Islāmī Al-Duwalī, Mujallad 12, Al-'Adad 12, 2000, 228-273. Al-Dukhul: 12 Abrīl 2019. Mutāḥ 'Alā Al-Rābiḥ Al-Tālī: <https://Al-Maktaba.Org/Book/8356/22547#P1>.
- Shabīr, Muḥammad 'Uthmān. (2007). Al-Mu'āmalāt Al-Māliyyah Al-Mu'ašīrah Fī Al-Fiqh Al-Islāmī. Omān: Dār Al-Nafā'is.
- Shaltūt, Muḥammad. (2001). Al-Fatāwā: Dirāsah Limushkilāt Al-Muslim Al-Mu'ašīr Fī Ḥayātihi Al-Yawmiyyah Al-'Āmah. Al-Qāhirah: Dār Al-Shurūq.
- Sīlā, Muḥammad Al-Amīn Muḥammad. (2014). Damān Al-Khasā'ir Fī Al-Fiqh Al-Islāmī. (Risālat Duktūrah), Al-Jāmi'ah Al-Islāmiyyah Al-'Ālamīyah Bi Mālīzyā, Kuala Lumpur, Malaysia.
- 'Uwayḍah, 'Adnān 'Abdullah Muḥammad. (2010). Naẓariyyat Al-Mukhāṭarah Fī Al-Iqtišād Al-Islāmī. Fīrjīnyā, Hirindin: Al-Ma'had Al-'Ālamī Li Al-Fikr Al-Islām.
- Zaydān, 'Abdulkarīm. (2001). Al-Wajīz Fī Sharḥ Al-Qawā'id Al-Fiqhiyyah Fī Al-Sharī'ah Al-Islāmiyyah. Bayrūt: Muassasat Al-Risālah.

#### REFERENCE (ENGLISH)

- Abdullah, A. (2015). *Fundamentals of Islamic Economics*. Kuala Lumpur: International Council of Islamic Finance Educators.
- Abdullah, A. (2016). *The Islamic Currency*. Kuala Lumpur: International Council of Islamic Finance Educators.
- Abdullah, A. (2018). *Money and the Real Economy from an Islamic Perspective*. Gombak, Selangor: Institute of Islamic Banking and Finance.

- Abdullah, N. I. (2005). *Islamic Hire-Purchase in Malaysian Financial Institutions: A Comparative Analytical Study*. (PhD), University of Loughborouh, Loughborough.
- Abdulrahim, A., Razimi, A. M., & Noor, M. M. (2016). Murabahah contract in Islamic trade finance in Malaysia. *Third International Muamalat & Entrepreneurship Conference*. Malaysia. Retrieved April 19, 2019, from [https://www.researchgate.net/publication/309397494\\_Murabahah\\_Contract\\_in\\_Islamic\\_Trade\\_Finance\\_in\\_Malaysia](https://www.researchgate.net/publication/309397494_Murabahah_Contract_in_Islamic_Trade_Finance_in_Malaysia)
- Abojeib, M., Haneef, M. A. M., & Mohammed, M. O. (Eds) (2018). *Islamic Economics: Principles & Analysis*. Kuala Lumpur: International Shari'ah Research Academy in Islamic Finance.
- Abu Samah, Z. (2019a). ISLAMIC TRADE FINANCE (PART 2).
- Abu Samah, Z. (2019b). BUSINESS FINANCING PRODUCTS & SERVICES (PARTS 1 &2).
- Abu Samah, Z. (2019c). CONSUMER/RETAIL FINANCING PRODUCTS (Part 2).
- Affin Islamic. (2016). Musharakah mutanaqisah term financing-i. Kuala Lumpur. Retrieved November 02, 2019, from <https://www.affinislamic.com.my/AFFINISLAMIC/media/Documents/Business%20Banking/Financing/Term%20Financing/2016-PDS-MM-TF-i-19072016-Eng.pdf>
- Alwi, S. F. S. (2012). *Shari'ah and Regulatory Issues of Islamic Trade Finance in Malaysia*. (PhD), International Islamic University Malaysia, Kuala Lumpur.
- Archer, S., & Karim, R. A. A. (Eds.) (2007). *Islamic Finance: The Regulatory Challenge* (Vol. 394). Singapore: John Wiley & Sons.

- Asutay, M. (2008). Islamic banking and finance: social failure. *New Horizon*, 1(169), 1-3.
- Bank Islam Malaysia Berhad. (n.d.). Vehicle financing-i. Kuala Lumpur. Retrieved November 02, 2019, from [http://www.bankislam.com.my/home/assets/uploads/2019-09\\_PDS-VF-SALES-ENG-Ver-2.10.pdf](http://www.bankislam.com.my/home/assets/uploads/2019-09_PDS-VF-SALES-ENG-Ver-2.10.pdf)
- Bank Islamic Malaysia Berhad. (2015). Al-Ansar ijarah thumma bai-i product disclosure sheet. Kuala Lumpur. Retrieved November 02, 2019, from <http://www.bankislam.com.my/home/assets/uploads/PDS-IjarahThummaBai-i-en.pdf>
- Bank Muamalat Malaysia Berhad. (n.d.). Muamalat hire purchase (MHP-i) product disclosure sheet. Kuala Lumpur. Retrieved November 02, 2019, from <https://www.muamalat.com.my/downloads/consumer-banking/Muamalat-hire-purchase-iv3-1-BI.pdf>
- Bank Negara Malaysia (BNM). (2003). The Islamic financial System. Kuala Lumpur. Retrieved November 02, 2019, from [http://www.bnm.gov.my/files/publication/ar/en/2003/cp05\\_003\\_white\\_box\\_intro.pdf](http://www.bnm.gov.my/files/publication/ar/en/2003/cp05_003_white_box_intro.pdf)
- Bank Negara Malaysia (BNM). (2010). Shari'ah Resolutions in Islamic Finance (2nd ed.). Kuala Lumpur. Retrieved November 02, 2019, from [https://www.bnm.gov.my/microsite/fs/sac/shariah\\_resolutions\\_2nd\\_edition\\_EN.pdf](https://www.bnm.gov.my/microsite/fs/sac/shariah_resolutions_2nd_edition_EN.pdf)
- Bank Negara Malaysia (BNM). (2013). Murabahah. Retrieved November 03, 2019, from [http://www.bnm.gov.my/guidelines/05\\_shariah/CP\\_Murabahah\\_122013.pdf](http://www.bnm.gov.my/guidelines/05_shariah/CP_Murabahah_122013.pdf)
- Bank Negara Malaysia (BNM). (2015). Musyarakah. Retrieved November 02, 2019, from [http://www.bnm.gov.my/guidelines/05\\_shariah/Musyarakah.pdf](http://www.bnm.gov.my/guidelines/05_shariah/Musyarakah.pdf)

- Bank Negara Malaysia (BNM). (2018). Ijarah. Retrieved November 09, 2019, from <http://www.bnm.gov.my/index.php?ch=57&pg=137&ac=530&bb=file>
- Bank Rakyat. (2019). Hire purchase vehicle financing-i product disclosure sheet. Retrieved November 08 2019, from [https://www.bankrakyat.com.my/d/personal/financing\\_i/auto\\_financing\\_unregistered\\_recon-51/dwpds/PDS\\_Pembiayaan%20Kenderaan-i%20ENG\\_V5.pdf](https://www.bankrakyat.com.my/d/personal/financing_i/auto_financing_unregistered_recon-51/dwpds/PDS_Pembiayaan%20Kenderaan-i%20ENG_V5.pdf)
- Bellalah, M., & Ellouz, S. (2004). Islamic finance, interest rates and Islamic banking a survey of the literature. *Finance India*, 18(1), pp. 533-546.
- Chapra, M. U. (1985). *Towards a Just Monetary System*. London: The Islamic Foundation.
- CIMB Islamic Bank. (n.d.). Hire purchase-i financing. Retrieved November 04, 2019, from <https://www.cimbislamic.com.my/content/dam/cimb-consumer-islamic/Personal/PDF/Financing/Car%20Financing/islamic-pds-eng-ver1.pdf>
- Dar, H. (2007). Incentive compatibility of Islamic banking. In M. Hassan, & M. Lewis (Eds.), *Handbook of Islamic Banking* (pp. 85-95). Cheltenham: Edward Elgar Publishing Limited.
- Dusuki, A. W. (Ed.) (2016). *Islamic Financial System: Principles & Operations* (2nd ed.). Kuala Lumpur: International Shari'ah Research Academy.
- Dusuki, A. W., & Abdullah, N. I. (2014). *Fundamentals of Islamic Banking*. Kuala Lumpur: Islamic Banking & Finance Institute Malaysia.
- El-Din, S. T. & Abdullah, N. I. (2007). Issues of implementing Islamic hire purchase in dual banking systems: Malaysia's experience. *Thunderbird International Business Review*, 49(2), 225-249.

- El-Gamal, M. A. (2006). *Islamic Finance: Law, Economics, and Practice*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Gulzar, R., & Masih, M. (2015). Islamic Banking: 40 Years Later, Still Interest-Based? Evidence from Malaysia. Retrieved June 24, 2019, from: [https://mpa.ub.uni-muenchen.de/65840/1/MPRA\\_paper\\_65840.pdf](https://mpa.ub.uni-muenchen.de/65840/1/MPRA_paper_65840.pdf)
- Haneef, R., Kunhibava, S., & Smolo, E. (2011). Musharakah mutanaqisah and legal issues: case study of Malaysia. *ISRA International Journal of Islamic Finance*, 3(1), 93-124.
- Hasan, Z. (2005). Islamic banking at the crossroads: theory versus practice. In M. Iqbal, & R. Wilson (Eds.), *Islamic perspectives on wealth creation* (pp. 11-25). Edinburgh: Edinburgh University Press.
- Hong Leong Islamic Bank. (2018). Acceptance bills-i (purchases) product disclosure sheet. Retrieved November 04, 2019, from <https://www.hlisb.com.my/content/dam/hlisb/my/docs/pdf/Business-i/Trade-services-i/accepted-bill-i-purchase/PRODUCT%20DISCLOSURE%20SHEET.pdf>
- HSBC Amanah. (2019). Home smart-i product disclosure sheet. Retrieved November 12, 2019, from <https://cdn.hsbcamanah.com.my/content/dam/hsbc/hbms/documents/financing/homesmart-i-product-disclosure.pdf>
- HSBC Amanah. (n.d.). Industrial hire purchase-i product disclosure sheet. Retrieved November 04, 2019, from <https://www.business.hsbc.com.my/-/media/library/markets-selective/amanah/word/pds-industrial-hire-purchase-i-en.doc>
- Hussain, M., Shahmoradi, A., & Turk, R. (2016). An overview of Islamic finance. *Journal of International Commerce, Economics and Policy*, 1650003. Retrieved September 29, 2019, from [https://scholar.google.com/scholar\\_url?url=https://www.researchgate.net/profile/Mumtaz\\_Hussain3/publication/277719572\\_An\\_Overview](https://scholar.google.com/scholar_url?url=https://www.researchgate.net/profile/Mumtaz_Hussain3/publication/277719572_An_Overview)

[of\\_Islamic\\_Finance/links/55770b4008ae753637538a16.pdf&hl=en&sa=T&oi=gsgb-gga&ct=res&cd=0&d=9065128273050523676&ei=zqvwXtr6J933](#)

- Kahf, M. (2002). Allocation of Output to Factors of Production and the Implicit Islamic Concept of Market Justice. *Seminar on the Theory of Functional Distribution of Income*. Kansas: Kansas University (Lawrence). Retrieved April 12, 2019, from [http://monzer.kahf.com/papers/english/Allocation\\_of\\_output\\_to\\_factors\\_of\\_production.pdf](http://monzer.kahf.com/papers/english/Allocation_of_output_to_factors_of_production.pdf)
- Kahf, M. (2006). *Maqasid al-Shari'ah in the Prohibition of Riba and their Implications for Modern Islamic Finance*. Paper presented at IIUM International Conference on maqasid Al-Shari'ah, 9-10 August, 2006, Kuala Lumpur, Malaysia. Retrieved April 20, 2019, from: <https://tinyurl.com/yyqadb57>
- Kahf, M. (n.d.a). Arab Gambian Islamic Bank Liquidity Management Fund for Islamic Banks. Retrieved June 20, 2019, from: [http://monzer.kahf.com/papers/english/Liquidity\\_Management.pdf](http://monzer.kahf.com/papers/english/Liquidity_Management.pdf)
- Kahf, M., & Khan, T. (1992). Principles of Islamic financing. Jeddah: Islamic Research and Training Institute.
- Kamali, M. H. (2007). A Shari'ah analysis of issues in Islamic leasing. *Journal of King Abdulaziz University: Islamic Economics*, 20(1), 3-22.
- Khan, S. R. (1988). *Profit and Loss Sharing: An Islamic Experiment in Finance and Banking*. Oxford, UK: Oxford University Press.
- Maybank Islamic. (2017). Accepted bills-i (AB-i) product disclosure sheet. [https://www.maybank2u.com.my/WebBank/AB-i\\_PDS.pdf](https://www.maybank2u.com.my/WebBank/AB-i_PDS.pdf). Retrieved October 2, 2019, from [https://www.maybank2u.com.my/WebBank/AB-i\\_PDS.pdf](https://www.maybank2u.com.my/WebBank/AB-i_PDS.pdf)

Maybank Islamic. (n.d.). Hire purchase (HP) / al ijarah thuma al bai (AITAB). Retrieved October 2, 2019, from [https://www.maybank2u.com.my/WebBank/HirePurchasePDS\\_180412.pdf](https://www.maybank2u.com.my/WebBank/HirePurchasePDS_180412.pdf)

Maybank Islamic. (n.d.). Property financing facility product disclosure sheet. Retrieved October 2, 2019, from <https://www.maybank2u.com.my/iwov-resources/maybank/document/my/en/loans/home/Islamic-Mortgage-PDS.pdf>

Meera, A. K., & Razak, A. R. D. (2005). Islamic home financing through musharakah mutanaqisah and al-bay' bithaman ajil contracts: a comparative analysis. *Review of Islamic Economics*, 9(2), 5-30.

Muhammad, M., Sairally, B. S., & Habib, F. (Eds.) (2015). *Islamic capital markets: principles & practices*. Kuala Lumpur: International Shari'ah Research Academy in Islamic Finance.

Public Islamic Bank. (n.d.). AITAB hire purchase-i product disclosure sheet. Retrieved October 2, 2019, from [https://www.publicislamicbank.com.my/pdf/Product-Disclosure/Personal-Banking/016-AITAB-HP\\_PDS.aspx](https://www.publicislamicbank.com.my/pdf/Product-Disclosure/Personal-Banking/016-AITAB-HP_PDS.aspx)

Public Islamic Bank. (n.d.). Personal banking/Home equity financing product disclosure sheet. Retrieved October 2, 2019, from <https://www.publicislamicbank.com.my/pdf/Product-Disclosure/Personal-Banking/Home-Equity-Financing.aspx>

Ramli, R., & Onn, H. (2007). *Islamic Hire-Purchase Ijarah Thumma Al-Bai' (AITAB): The Handbook*. Kuala Lumpur: Islamic Banking & Finance Institute Malaysia.

RHB Islamic Bank. (2018). Equity home financing-i product disclosure sheet. Retrieved October 3, 2019, from <https://www.rhbgroup.com/files/islamic/financing/property-financing/pds-equity-home-financing-i.pdf>

- Rosly, S. A. (2001). Iwad as a requirement of lawful sale: a critical analysis. *International Journal of Economics*, 9(2), 187-201.
- Rosly, S. A., & Sanusi, M. (2001). Some issues of bay'al-'inah in Malaysian Islamic financial markets. *Arab Law Quarterly*, 16(3), 263-280.
- Securities Commission Malaysia. (2006). Resolutions of the Securities Commission Shariah Advisory Council (2nd Ed.). Kuala Lumpur: Malaysia. Retrieved February 20, 2020, from: <https://www.sc.com.my/api/documentms/download.ashx?id=511180c4-b0f1-49e3-9f92-46efe55457bc>.
- Shahwan, S. B. (2017). *Evaluation of Islamic Banking Product Development Process Based on Maqasid al-Shari'ah and Partnership-Based Home Financing in Malaysia*. (Phd), International Islamic University of Malaysia, Kuala Lumpur.
- Shaikh, S. A. (2015). Equitable Distribution of Income with Growth in an Islamic Economy. *Uluslararası İslam Ekonomisi ve Finans Araştırmaları Dergisi*, 3(3), 6-14.
- Suharto, U. (2014). Analysis of the concept of Islamic choice (Ikhtiyar) on opportunity cost and time value of money in Islamic economics and finance. *International Journal of Economics, Management and Accounting*, 22(2), pp. 1-20.
- Usmani, M. T. (2002). *An Introduction to Islamic Finance* (Vol. 20). Brill.
- Usmani, M. T. (2007). Sukuk and their Contemporary Applications, (DeLorenzo Y. T., Trans.). Retrieved April 20, 2019, from: <http://www.iefpedia.com/english/wp-content/uploads/2009/11/Sukuk-and-their-Contemporary-Applications.pdf>
- Wilson, R. (2008). Innovation in the structuring of Islamic sukuk securities. *Humanomics*, 24(3), 170-181.

## الفهرس

أسماء المنتجات - حسب التصنيف - التي تم مراجعتها وبناء تحليل الممارسة عليها من قبل الباحثين.

عقد المشاركة المتناقصة	عقد الإجارة المنتهية بالتمليك	عقد المرابحة للأمر بالشراء
<p><b>Affin Islamic:</b> Musharakah Mutanaqisah Term Financing-i  <b>HSBC Amanah:</b> Home Smart-i  <b>Maybank Islamic:</b> Property Financing Facility  <b>Public Islamic Bank:</b> Home Equity Finance  <b>RHB Islamic Bank:</b> Equity Home Financing-i ...  <b>Standard Chartered Saadiq:</b> Islamic Home Financing</p>	<p><b>BIMB:</b> Al-Ansar Ijarah Thumma Bai-I  <b>Bank Rakyat:</b> Hire Purchase Vehicle Financing-i  <b>CIMB Islamic Bank:</b> Hire Purchase-i Financing  <b>HSBC Amanah:</b> Industrial Hire Purchase-i ...  <b>Maybank Islamic:</b> Hire Purchase (HP) / Al Ijarah Thuma Al Bai (Aitab)  <b>Public Islamic Bank:</b> AITAB Hire Purchase-i</p>	<p><b>BIMB:</b> Vehicle Financing-i  <b>Hong Leong Islamic Bank:</b> Acceptance Bills-i (Purchases)  <b>Maybank Islamic:</b> Accepted Bills-i (AB-i) (Purchases)  <b>EXIM Bank:</b> Trust Receipt-i (TR-i).  <b>EXIM Bank:</b> Import Financing-i</p>



## معايير تقييم الأداء التنموي لصناديق الاستثمار الإسلامية

### Standards for evaluating the development performance of Islamic investment funds

Osamah Hashem

Institute of Islamic Banking and Finance, IIUM  
osamaymh@gmail.com

Azman Mohd Noor

Institute of Islamic Banking and Finance, IIUM  
azmann@iium.edu.my

#### الملخص

هدفت هذه الدراسة إلى التأكيد بأن صناديق الاستثمار الإسلامية هي أداة من أدوات الاستثمار الإسلامية تخضع لجميع معايير وضوابط وشروط نظام الاستثمار الإسلامي، وأن أي انحراف عن تلك الضوابط والشروط يعد انحرافاً عن المقاصد العظيمة التي ترومها الشريعة من استثمار المال، كما تهدف الدراسة إلى خلق معايير ومؤشرات خاصة بالاستثمار الإسلامي لقياس وتقييم الأداء التنموي لمؤسسات الاستثمار الإسلامية. وقد توصل الباحث إلى عدة نتائج من أهمها: أن ثمة عوامل يمكن أن تساهم في تعزيز الدور التنموي لصناديق الاستثمار الإسلامية، وأن المعايير والمؤشرات الحالية لا تصلح لأن تكون معايير لقياس وتقييم الدور التنموي للصناديق. كما خلصت الدراسة إلى بعض التوصيات، منها: ضرورة التقعيد العلمي للاستثمار الإسلامي بغية الوصول نحو تنظيم وضبط عمليات الاستثمار الإسلامي، وعلى ضرورة الالتزام بنظام الأولويات الاستثمارية في جميع السياسات والعمليات الاستثمارية، وضرورة تفعيل المسؤولية الاجتماعية كونها تعتبر من أهم عوامل تعزيز الأداء التنموي، كما توصي الدراسة إلى السعي الحثيث نحو إيجاد معايير ومؤشرات جديدة تعزز من الدور التنموي لصناديق الاستثمار الإسلامية.

الكلمات المفتاحية: صناديق الاستثمار الإسلامية، تقييم الأداء، الاستثمار الإسلامي، التنمية الاقتصادية.

### Abstract

This study aimed to emphasize that Islamic investment funds are one of the Islamic investment tools that subject to all the standards, controls and conditions of the Islamic investment system, and that any deviation from those controls and conditions is a deviation from the principles and objectives of Islamic investment and *Maqasid Shari'ah* in fund. As the study aims to create standards and indicators for Islamic investment to measure Islamic investment and evaluate the development performance of Islamic investment funds. The researcher has concluded some findings, the most important of which are: there are factors that can contribute to enhancing the development role of Islamic investment funds, and also, the current standards and indicators are not suitable to be criteria for measuring and evaluating the development role of Islamic investment funds. The study also concluded some recommendations, including: Adherence to the system of investment priorities in all investment policies and operations, as well as activating social responsibility as one of the most important factors to promote development performance, and finally, the study recommends to hard strive towards finding a new standards and indicators that can boost and enhance the development role of Islamic investment funds.

**Keywords:** Islamic investment funds, Performance evaluation, Islamic investment, Economic development.

### إشكالية البحث:

في النظرة التقليدية الخاطئة تكونت بعض الإشكاليات حول وظيفة وهدف صندوق الاستثمار الإسلامي، لعل أهمها افتقارها إلى منتجات مالية إسلامية حديثة لتوظيف السيولة المتاحة والتي للأسف غير مستغلة ولم توظف التوظيف الحقيقي للاستثمار (Awad Allah , 2009) فالعمليات الاستثمار التي تتم ليس ذلك الاستثمار الذي يخدم الاقتصاد، ويدعم الإنتاج، ويعمر الأرض، ويستغل الثروة، ويشغل العقول، ويبيح الأوطان. ومما يدل على عدم كفاءة السياسات الاستثمارية الحالية ما أشارت إليه وأكدته بعض الدراسات الدراسات والتقارير ذات العلاقة (IFSB 1. , 2015)، إذ تشير بعض نتائج الدراسات الميدانية (alsayfi, 2012) إلى أن 350 مليار دولار من الأموال

العربية والإسلامية تبخرت جراء الأزمة المالية العالمية، وتحملت الصناديق الخليجية القسط الأكبر منها نظراً للأموال الطائلة التي أودعتها في المصارف الأجنبية. إن هذه الخسائر تشير بوضوح إلى ضرورة مراجعة المؤسسات المالية الإسلامية لسياساتها باتجاه مزيد من التحفظ في الاستثمار في المشتقات المالية، ومن المعتقد أنه إذا توفرت معايير تساعد في كيفية إدارة صناديق الاستثمار وكيفية تقييم أدائها أولاً بأول، مع تحديد العوامل الاقتصادية التي يمكن أن تؤثر على الأداء، كان من الممكن تجنب الكثير من تلك الخسائر. بيد أن خيوط الإشكالية تقودنا إلى النظرة التقليدية لوظيفة الصناديق والتي ينظر إليها كوسيط مالي لبيع وشراء الأسهم والأوراق المالية والمضاربة في أسواق السلع والعملات ليس إلا، ولا ينظر إليها كأداة فاعلة من أدوات التنمية على المستوى الاقتصادي والاجتماعي (Dawabah, 2006)، فضلاً عن تحقيق أهدافها الخاصة بتعظيم الربحية. كما أبرزت الدراسة إشكالية أخرى وهي تركيز مؤسسات التصنيف على تقييم الأداء المالي للصناديق، في ظل غياب تام للمعايير والمؤشرات التنموية، وهذه النظرة التقليدية جعلت من صناديق الاستثمار الإسلامية تغض الطرف عن أداءها التنموي، فأضحت صناديق تجارية أكثر من كونها صناديق تنموية؛ لأن المؤسسات المالية الإسلامية لم تعر أي اهتمام للمقاصد الشرعية في سياساتها الاستثمارية، وعدم أخذها في الاعتبار المقاصد الشرعية كضوابط حاكمة للاستثمار الإسلامي؛ والتي ينبغي أن تضع في عين الاعتبار خدمة المجتمع قبل خدمة الفرد، ودعم الإنتاج قبل دعم الاستهلاك، وسياسة الاستثمار قبل سياسة المتاجرة، وتحقيق المصلحة العامة قبل المصلحة الخاصة.

### منهجية البحث:

اعتمدت الدراسة على الجمع بين المنهجين الاستنباطي والاستقرائي، كما تم الاعتماد في جمع البيانات Data Collection فيما يتعلق بالإطار النظري على البيانات الثانوية Secondary Data كالمراجع العامة والإصدارات والأبحاث العلمية والدوريات والتقارير السنوية ومواقع الانترنت، وغيرها من البيانات الأساسية المتعلقة بهذا الشأن، خصوصاً التقارير الصادرة عن مجلس الخدمات المالية الإسلامية IFSB، مع التواصل والاستعانة ببعض المهتمين في هذا المجال، حيث تم الحصول على بعض الوثائق التي تتعلق بموضوع بحثنا، ثم عمل الباحث على تحليل جميع تلك الوثائق للوصول إلى بعض النتائج التي كانت رافداً حيوياً في سبيل الخروج بالأهداف الرئيسية التي يرومها الباحث من هذه الدراسة. وفي كل الأحوال فقد اعتمد الباحث في التحقق من مدى صحة فروض البحث، والإجابة على تساؤلاته، والوصول إلى أهدافه على منهجيتين: المنهج الاستقرائي المكتبي Inductive Approach عن طريق استقراء الكتب والأبحاث والنظم واللوائح، والمنهج الاستدلالي Deductive Approach وذلك عن طريق التحاكم إلى الأسس والمصادر والقواعد التي تحكم الاستثمار الإسلامي.

### مقدمة عامة:

ثمة أمور ومسائل استحثت الباحث للتطرق لهذا المجال الحساس الذي يتعلق بإدارة الثروة الإسلامية، التي تتعاضم يوماً بعد يوم، وتتغير من حين إلى آخر، مما يحتم على الباحثين البحث عن السبل والكيفيات في استغلال هذه الثروة الهائلة التي من الله بها هذه الأمة، إذ قدرت حجم الصناعة المالية الإسلامية عالمياً بـ 1.79 ترليون دولار عام 2013 قبل أن تصل 2.43 ترليون دولار عام 2019، وقد سجل نموها حوالي نسبة

36% ما بين عامي 2013 و 2019، وتتركز هذه الأصول بشكل كبير في منطقة الشرق الأوسط وجنوب شرق آسيا على الرغم من أن عدد الأسواق الجديدة آخذة في التوسع، تحتل صناديق الاستثمار الإسلامية المرتبة الثالثة من حيث كمية الأصول المالية المدارة في تلك المؤسسات، مسجلةً 102.3 بليون دولار عام 2019، بعد الأصول المصرفية الإسلامية، والصكوك الإسلامية والتي سجلت 1.766 و 543 بليون دولار على التوالي، حيث تحتل المساهمات في أصول التكافل وإعادة التكافل المرتبة الأخيرة بأصول تقدر 27.1 بليون دولار عام 2019 (IFSB, 2020)، وهذا يحتم على القائمين على المالية الإسلامية أن يبحثوا عن الطرق والآليات في استغلال هذه الثروة لخدمة المجتمعات الإسلامية، لكن على الرغم من المدخرات الهائلة والسيولة المالية المتاحة لدى صناديق الاستثمار الإسلامية لكن وللأسف أغلب هذه الصناديق إن لم تكن كلها لا تعدو أن تكون صناديق للمتاجرة إما في الأسهم المحلية أو في الأسهم العالمية أو صناديق للمتاجرة بالعملات أو في السندات بالدولار الأمريكي! (Market, 2008) (Reuters, 2014)، وهذه كلها استثمارات غير مباشرة ولا تخدم التنمية الحقيقية بحال، وفقاً للإحصاءات الحديثة فإن سوق التمويل الإسلامي وتعدد مصادره وانتشار عملياته الاستثمارية في تزايد مستمر، بيد أن ما نراه لا ينعكس على الواقع الاقتصادي للمجتمعات الفقيرة، فمعدلات الفقر والتخلف في مجتمعاتنا في تزايد مستمر، إذ أن تأثير المؤسسات المالية الإسلامية ودورها المنشود في عمليات التنمية دون المستوى المأمول، إذ ما زالت معدلات النمو متدنية، وهذا ما جعل الباحث يبحث عن الأسباب الكامنة في ذلك كله، والذي تتمثل في معظمها من عدم استغلال الأموال الاستغلال الأمثل، (Merdad, Kabir, & Alhenawi, 2010) وتوظيفها التوظيف الكامل، وتخصيصها التخصيص الأنسب، والتي يجب أن تخضع جميع عمليات التمويل والاستثمار لنظام الأولويات الذي ستتطرق إليه هذه الدراسة.

وعليه فإن أغلب المدخرات في معظم صناديق الاستثمار الإسلامية وظفت توظيفاً قد لا يتناسب مع الأهداف التي أنشئت من أجلها، والتي تسعى من أجل خدمتها، فعلى سبيل المثال لم تكن هناك أولوية للاستثمار في المشاريع التنموية التي تعود بالنفع على الفرد والمجتمع والدولة، بحيث إن نسب الاستثمار على المشاريع الاستهلاكية والتي تخدم فئة بسيطة زادت وارتفعت على حساب الاستثمار في المشاريع الإنتاجية ذات المنافع المتعدية، بحجة أن المخاطر منعدمة أو شبه منعدمة، بينما لا تخدم تلك العمليات بأي حال التنمية الاقتصادية الحقيقية (Dawaba, 2004)، ولذلك أراد الباحث من خلال هذه الدراسة تلافي القصور الحاصل في أداء صناديق الاستثمار الإسلامية، والمساهمة في ضبط السياسات الاستثمارية، ووضع الإرشادات السليمة والإجراءات العملية لنجاحها. كذلك التطور الملفت لأدوات الاستثمار الحديثة والسوق الصاعدة لصناديق الاستثمار الإسلامية يحتم على الباحثين إيجاد الضوابط ووضع الأسس ورسم الأولويات في توظيف الأموال لدى هذه المؤسسات ووضع المعايير والمؤشرات لضمان نجاحها واستمرارها.

من ناحية أخرى، وفقاً للمؤشرات الاحصائية الحديثة، يعيش 37% من سكان العالم الإسلامي تحت خط الفقر، والذين يشكلون نسبة 39% من فقراء العالم (Malkawi, 2018)، في الوقت الذي تضاعف فيه حجم الموجودات لدى المؤسسات المالية الإسلامية لتصل 2.44 ترليون دولار عام 2019، حصة صناديق الاستثمار الإسلامية منها 72 بليون دولار (Reuters, 2014)،

ثم ارتفعت إلى 75.8 في 2014، (IFSB 1, 2015) وقد وصلت إلى 102 بليون دولار في 2019، وكما هو متوقع أن تصل إلى 118 بليون دولار بحلول عام 2020، (Marketplace, 2014) ومع ذلك لازالت تلك الأموال الباتقة تغرد خارج السرب، وتستثمر بعيداً عن مجتمعاتنا والتي هي مصدر هذه الثروات، وفي أسواق لا تمت

إلى التنمية بأي صلة، مما يدل ويؤكد على عدم وجود سياسات استثمارية رشيدة لاستغلال هذه الثروات وتوظيف هذه الموجودات الهائلة، إذ تعاني صناديق الاستثمار الإسلامية من تدنٍ كبير في مستوى التوظيف المالي الحقيقي للسيولة المتاحة، وكذا انعدام المعايير والمؤشرات لتقييم أداؤها التنموي مقارنة بأدائها المالي، ومن المؤكد أن ذلك يعزى إلى أسباب عدة، أهمها عدم تفعيل الأولويات في سياساتها الاستثمارية، فلا يوجد نظام للأولويات في معظم صناديق الاستثمار الإسلامية والذي يجب أن يحكم العمليات الاستثمارية ويضبطها كي تخدم الفرد والمجتمع على حد سواء، ويتعدى النفع، وتعم المصلحة، وتحقق أهدافها ومقاصدها.

وستتناول الدراسة محورين رئيسيين:

المحور الأول: طبيعة صناديق الاستثمار الإسلامية.

المحور الثاني: تقييم الأداء التنموي لصناديق الاستثمار الإسلامية.

### طبيعة صناديق الاستثمار الإسلامية

#### مفهوم صناديق الاستثمار الإسلامية

تحدث الباحثون عن المحافظ الاستثمارية والصناديق الاستثمارية مبينا أحكامها وضوابطها الشرعية (Omer & Zakariyah, 2020). حيث شهدت المالية الإسلامية الكثير من التطورات المتسارعة والابتكارات المتلاحقة تطلبتها الظروف الاقتصادية والاجتماعية المحيطة، والتي ساهمت بشكل أو بآخر في اتساع رقعة المؤسسات المالية الإسلامية وتعدد أدواتها وتنامي أصولها وتزايد عملائها وتنوع مجالاتها، بله ما تسهم به من دعم للاقتصاد القومي ودورٍ فاعل في الزيادة من حركة دوران رأس المال وتوظيفه في المشروعات

التنمية التي يعود نفعها على الفرد والمجتمع على حد سواء، وتعزيزٍ للقيم التي غابت عن كثير من أصحاب النزعة المادية المفرطة.

### جدول 1 حجم الصناعة المالية الإسلامية

Table 1.1.1 Breakdown of the Global IFSI by Segment and Region<sup>16</sup> (USD billion, 2019\*)

Region	Banking Assets	Shukūk Outstanding	Islamic Funds' Assets	Takāful Contributions	Total	Share
GCC	854.0	204.5	36.4	11.70	1,106.6	45.4%
South-East Asia	240.5	303.3	26.7	3.02	573.5	23.5%
Middle East and South Asia	584.3	19.1	16.5	11.36	631.3	25.9%
Africa	33.9	1.8	1.6	0.55	37.9	1.6%
Others	53.1	14.7	21.1	0.44	89.3	3.7%
Total	1,765.8	543.4	102.3	27.07	2,438.6	100%
Share	72.4%	22.3%	4.2%	1.1%	100.0%	

المصدر: Islamic Financial Services Industry “Stability Report 2020”, Islamic Financial Services Board (IFSB), P12.

#### تعريف صناديق الاستثمار الإسلامية:

ثمة تعريفات اصطلاح عليها بعض الباحثين لصناديق الاستثمار الإسلامية، وكلها قد لا تختلف في جوهرها الذي يتفق مع مبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية، بقدر اختلافها بين الإسهاب والإيجاز، وسنستعرض بعض هذه التعريفات:

1- هي صناديق تحقق رغبة صغار المستثمرين فضلاً عن كبارهم في توفير أدوات مالية إسلامية تتيح لهم استثمار أموالهم استثماراً شرعياً وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية. (Dawaba, 2004)

2- وقد عرفها بعض الفقهاء: هي عبارة عن تجمع مشترك، يساهم فيه المستثمرون بأموالهم الفائضة لغرض استثمارها طلباً للكسب الحلال المتوافق مع تعاليم الشريعة الإسلامية. (Usmani, 2010)

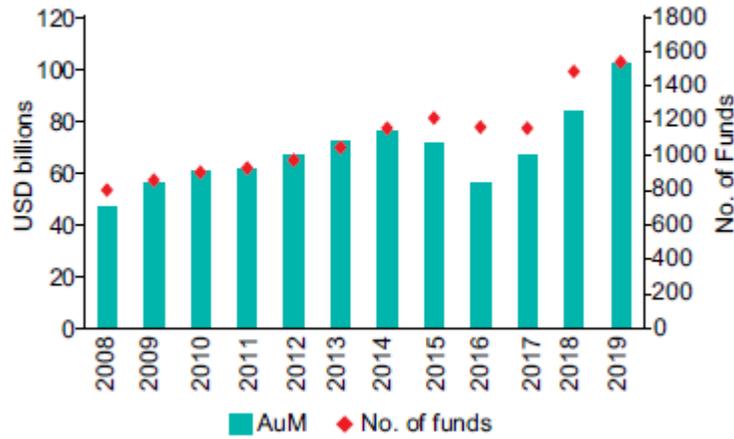
3- أما هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية AAOIFI فقد عرفت: بأنها أوعية استثمارية مستقلة في ذمتها المالية عن الجهات المنشئة لها، تتكون من مساهمات في صورة أسهم أو وحدات متساوية، تمثل ملكية أصحابها في الموجودات، مع استحقاق الربح أو تحمل الخسارة، وتدار بالمضاربة أو الوكالة (AAIOFI, 2007).

4- بينما مجلس الخدمات المالية الإسلامية IFSB فقد رأى أن يطلق عليها مصطلح (برامج الاستثمار الجماعي الإسلامي) وأنها أكثر ملاءمة، ويشار إلى هذه البرامج بوحدات أمانات الاستثمار الإسلامية، أو صناديق الاستثمار الإسلامية المشتركة، أو صناديق الاستثمار الإسلامية، ثم عرف برامج الاستثمار الجماعي الإسلامي بأنها برامج مالية مهيكلة ذات مسؤولية مستقلة تتم فيها جمع المستثمرين إسهاماتهم في رأس مال معين يتم التصرف فيه وفق أحكام الشريعة الإسلامية وطبق ترتيب تعاقدى بالاكتاب في وحدات أو أسهم ذات قيم متساوية وتشكل بالفعل مستندات ملكية لموجودات الصندوق غير القابلة للتقسيم وتعطي الحق والالتزام في اقتسام الأرباح والخسائر الناتجة عن تلك الموجودات. (IFSBI, 2009)

وتعميقاً لمفهوم الاختلاف بين صناديق الاستثمار الإسلامية وغيرها من الصناديق التقليدية، أن الصناديق الإسلامية إنما هي أداة من حملة أدوات الاستثمار الإسلامي، مضبوطة بالمقاصد الشرعية، ومحكومة بمبادئ وأهداف الاستثمار الإسلامي؛ كما هو حال غيرها من أدوات وأساليب الاستثمار الإسلامي، وانطلاقاً من هذا المبدأ، واعتباراً للمقاصد الكلية العظيمة التي جاءت شريعتنا الإسلامية لحفظها ورعايتها، يذكر الباحث حداً جامعاً لصناديق الاستثمار الإسلامية، حتى لا يختلط المفهوم الإسلامي مع المفهوم

التقليدي للصناديق، وهو ما يجب أن يدركه المستثمرون والقائمون على هذه الصناديق، فهي إذاً: أوعية مالية مشتركة تستهدف المدخرات لتوظيفها حسب الأولويات ووفقاً لأدوات وأنشطة الاستثمار الإسلامي، على وجه يحقق المنفعة العامة والخاصة بالشروط المتفقة وأحكام الشريعة الإسلامية.

**Chart 1.3.2.1 Growth in Assets under Management and Number of Islamic Funds (2008–19)<sup>33</sup>**



شكل 1 نمو صناديق الاستثمار الإسلامية في الفترة من (2008 – 2019) بليون دولار

المصدر: Islamic Financial Services Board (IFSB), Islamic Financial Services Industry Stability, (report 2019), P.29.

#### الأهمية التنموية لصناديق الاستثمار الإسلامية

في حقيقة الأمر أن الاستثمارات الشخصية التي تتسم بإمكانات مادية بسيطة وقدرة مالية ضعيفة وإدارة غير محترفة قد تقف حائلاً دون تحقيق تلك المتطلبات، فكان

لا بد من الاستثمار الجماعي أو الاستثمار المشترك Mutual Funds الذي يستطيع مواجهة التحديات الاقتصادية في سوق تنافسية، وتوزيع المخاطر الاستثمارية، وتحمل كافة الالتزامات والمسؤوليات التي تقتضيها المنافسة. ولذلك، كان لا بد من التوسع الهائل في الأنشطة الاقتصادية وولوج باب الاستثمارات الكبيرة العابرة للقارات، والتي تستلزم قدرة مالية كبيرة وإدارة متخصصة ومحترفة، وتنوع في الأدوات الاستثمارية، وتعدد في الأنشطة الاقتصادية، ومقدرة كبيرة على تقليل للمخاطر، (Abu Ghaddah, 2004) ومكنة عظيمة على المنافسة الحرة، ومعرفة تامة بالأسواق المختلفة وتعقيدها.

ومع تطور أساليب الاستثمار حديثاً وتعدد أدواتها واختلاف مجالاتها، برزت مؤخراً أداة من أهم الأدوات الحديثة التي ابتكرت وانتشرت في السوق المالية على نطاق واسع، بروز ما يسمى بصناديق الاستثمار كواحدة من أهم الأدوات نجاحاً في جذب السيولة وتوظيف المدخرات واختيار أنجع الاستثمارات في سوق مالية معقدة، لتحقيق أعلى معدلات النمو في رأس المال العامل وتحقيق التنمية على أوسع نطاق، ووجود صناديق الاستثمار الإسلامية التنموية لها من الأهمية بمكان لدى أصحاب رؤوس الأموال، بل أضحت وجودها يمثل ضرورة بالغة وأهمية عظيمة في أوساط المجتمعات الإسلامية، ويمكن تلخيص بعض ما تمثله من أهمية في الآتي:

- 1- صناديق الاستثمار الإسلامية التنموية وسيلة من أجزل الوسائل نفعاً في الحد من ظاهرة الاكتناز، لما تقدمه من أدوات وبدائل لجذب المدخرات، وما تتيحه من تداول للمال بالطرق المشروعة، وتحمي المدخرات الوطنية من التآكل.
- 2- تلبية رغبات المستثمرين الذين يرغبون في استثمار أموالهم في المجالات المشروعة وبالطرق الممكنة المتوافقة مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، ورفع البلوى والحرص والمشقة التي تقف في طريق المستثمرين الذين يتحرون الكسب

الحلال، ووجود صناديق استثمار إسلامية تتمتع بنفس خصائص ومزايا الصناديق التقليدية - إن لم تكن الأفضل - تعني لهم الشيء الكثير.

3- رفع مستوى الدخل وتحسين المعيشة وتحقيق الرفاهية الاجتماعية، وذلك من خلال المساهمة الفاعلة والمباشرة في التنمية المجتمعية، وإتاحة فرص المشاركة لصغار المستثمرين وذوي الدخل المحدود من الاستثمار جنباً إلى جنب مع كبار المستثمرين.

4- وسيلة من أجدى الوسائل لجذب رؤوس الأموال المحلية، ومنع تسربها للخارج، واستغلال أموال الأمة لاستثمارها محلياً بما يعود نفعها وثمرتها على الفرد والمجتمع.

5- أداة مهمة من أوفر الأدوات المالية وأليقها في نقل الأموال من دول الفئاض إلى دول العجز أو من المجتمعات الإسلامية ذات الفئاض المالي إلى المجتمعات الإسلامية ذات العجز المالي وانعدام السيولة لاستثمار الأموال.

6- تعتبر وسيلة من أجل الوسائل وأزكاها للدعوة إلى دين الإسلام وبيان محاسنه ونشر مبادئه ومنهجيته ونظرياته ونظمه وأهدافه وفلسفاته للنظام المالي والاقتصادي، خصوصاً بين المجتمعات غير المسلمة، فضلاً عن دورها في تعزيز القيم الروحية والأخلاقية والمبادئ الجلييلة السامية، في وقت طغت فيه القيم المادية البحتة التي جثمت على صدور الكثير من أصحاب رؤوس الأموال.

7- تنمية الوعي الاستثماري لدى المجتمعات الإسلامية وتشجيعها على الاستثمار، خاصة أصحاب الدخول المحدودة، نظراً لما توفره من سهولة ومرونة،

وإمكانية ولوج هذا الباب بأقل التكاليف. (As-Salahin, 2007)

8- تعتبر وسيلة من أهم الوسائل لانتقال الأموال بين المجتمعات المسلمة لا سيما توفيرها أدوات استثمارية تلي رغبات المجتمعات الفقيرة، فضلاً عن صغار المستثمرين، كما تهدف إلى دعم المشروعات الإنتاجية والمساهمة في التنمية الاقتصادية التي تلائم احتياجات المجتمعات ذات العجز المالي، وتوفير أدوات مالية إسلامية ملائمة ومناسبة تستثمر المدخرات، وتستغل السيولة المتوفرة لدى تلك المجتمعات.

9- ربط المدخرات القومية بأسواق رأس المال مباشرة عن طريق استقطابها واستثمارها في الأسواق المالية، بحيث لا يمكنها مزاوله أي أعمال مصرفية كالإقراض أو استخدامها في العمليات التشغيلية، أو على أي وجه يخرجها عن الهدف من توظيفها. (Awad Allah , 2009)

10- قد تحتاج بعض الشركات والبنوك والمؤسسات الاستثمارية التقليدية إلى تلبية رغبات وتفضيلات المستثمرين الذين لا يجدون ما يرضيهم في منتجاتهم التقليدية، فتلجأ في أغلب الأحوال إلى إنشاء صناديق استثمارية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية من حيث رأس المال والأدوات والمجالات والأنشطة الاستثمارية، وهو أمر في غاية السهولة بالنسبة لهم، بغض النظر عن الاعتبارات الأخرى. (Al-Qari, 2005)

11- تحتاج الكثير من الأموال الجامدة إلى تحريك واستغلال لتحقيق أكبر نفع للمجتمع والدولة على حد سواء، وكمجتمعات إسلامية هناك عدة مصادر للأموال، تبحث عن توظيفات تستهدف تنميتها وتحقيق منافعها، كأموال الوقف والزكاة وأصول وممتلكات الدولة، وكلها أموال بحاجة إلى استغلال لتحقيق أكبر نفع للفرد والمجتمع والدولة، وبعضها قد تحتاج إلى تسييل لتكون قابلة للاستثمار

والانتفاع، وصناديق الاستثمار الإسلامية التنموية أفضل وسيلة وأبجع أداة لاستغلال هذه الأموال وتحريكها واستثمارها لينمو أصلها ويعم نفعها.

12- في صناديق الاستثمار الإسلامية التنموية يعد الاهتمام بالاستثمارات المباشرة والمساهمة في القطاعات الإنتاجية ودعم أنشطتها وتقديمها على القطاعات الاستهلاكية أكثر منها في أي مؤسسة مالية أخرى التي تهتم بالاستثمارات غير المباشرة والتي لا يستفيد منها سوى شريحة محدودة من الناس، هذا إذا أخذنا في الاعتبار أهداف الاستثمار في الإسلام الذي يستلزم من صناديق الاستثمار الإسلامية توظيف موجوداتها في الأنشطة الإنتاجية وألا تقتصر استثماراتها في إدارة حوافز الأوراق المالية كما تجريها الصناديق التقليدية.

13- التخصص الدقيق لصناديق الاستثمار الإسلامية التنموية واقتصرها على المجال الاستثماري يعطيها بعداً دقيقاً في خدمة التنمية، وهذا أدعى لنجاحها، وأن دورها يقتصر على الاستثمار فقط، بحيث لا يعطيها الحق في تقديم الخدمات المصرفية أو ممارسة التمويلات التجارية أو الاستهلاكية كما تمارسها المؤسسات المالية المصرفية، بل هدفها ينصب فقط في دراسة جدوى المشاريع واختيار أبجع الاستثمارات وانتحال أهم المجالات والأنشطة الاقتصادية، وماهي الأدوات الاستثمارية الملائمة لهذا المشروع أو ذلك.

14- تساعد على تحسين أداء أسواق المال الإسلامية، من خلال مساهمتها في جذب المزيد من المستثمرين ورؤوس الأموال الذين يرغبون في تنويع محافظهم الاستثمارية الموافقة للشريعة. (Dusuki & Salman, 2008)

15- تعتبر صناديق الاستثمار الإسلامية التنموية من أوفر الوسائل وأقربها في نقل الرساميل بين المجتمعات الإسلامية، (Al-Qari, 2005) بدلاً من انتقالها إلى

دول الشمال كاستثمارات عن طريق مدراء الصناديق في تلك الدول، والتي تقدر بمئات المليارات من الدولارات، ثم عودة نسبة قد لا تزيد عن 20% منها كاستثمارات (غير مباشرة) في الدول الإسلامية، فصناديق الاستثمار الإسلامية التنموية من أخصر الطرق وأجدها وأنفعها في انتقال رؤوس الأموال واستثمارها بطريقة مباشرة ومجدية بين المجتمعات الإسلامية.

### مزايا صناديق الاستثمار الإسلامية التنموية

ثمة مزايا عديدة تقترن بفكرة صناديق الاستثمار الإسلامية التنموية، فعالم الاستثمار اليوم يبحث عن توليفات متعددة من الأدوات الاستثمارية تحقق رغبة المستثمر وتلبي الاحتياجات التنموية التي تحتاجها مجتمعاتنا النامية، وبناء على ذلك، فإن صناديق الاستثمار الإسلامية التنموية تتميز بعدة مزايا وسمات، ولعل أبرزها:

**1- الإلتزام والتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية:** وهي ميزة أساسية لصناديق الاستثمار الإسلامية التنموية التي تجتهد في توظيف موجوداتها في مجالات وأنشطة تتوافق وأحكام الشريعة الإسلامية، وبأدوات استثمارية متوافقة مع صيغ الاستثمار الإسلامي، (Buddyia & Kuhli, 2013) ناهيك عن ضرورة وجود هيئات شرعية للرقابة على العمليات التشغيلية والأنشطة الاستثمارية لهذه الصناديق ومدى توافيقها مع الفقه الإسلامي ومقاصد الشريعة الإسلامية، التي تجعل من اتخاذ القرار لا يكون إلا بعد دراسات وافية وتحليلات متكاملة.

**2- إمكانية التعامل المباشر في سوق المال:** صناديق الاستثمار تتيح لصغار المستثمرين فرصة الدخول والخروج والتعامل مع الأسواق المالية مباشرة والاستفادة من خدماتها وامتيازاتها طالما يمتلك الوثائق التي تمكنه من ذلك. (As-Salahin, 2007)

**3- الشفافية:** تعدد الكيانات والأطراف الداخلة في مكونات الصندوق كجهات فنية وإدارية ورقابية، يكسيها قدراً كبيراً من الشفافية، فضلاً عن خضوعها للهيئات الحكومية المعنية أو هيئة سوق المال كجهات رقابية وإشرافية، وكلها تؤدي أدواراً مختلفة تساهم في ضبط برامج الاستثمار الجماعي الإسلامي، ولا تكون تلك الكيانات فاعلة إلا إذا التزمت بأداء أدوارها بشكل جيد، وأدركوا أهمية أن يكمل بعضهم بعضاً (IFSB I. , 2009) فضلاً عن تقييمها الدوري للوثائق، بحيث يتم إعلان سعر الوثيقة بصورة يومية أو أسبوعية من خلال التقييم المستمر لصافي أصول الصندوق، (Robert & Theresa , 2011) مما يتيح للمستثمر التعرف الدائم على عائدات استثماراته، وبمنحه اطمئناناً أكبر، وفرصة لاتخاذ القرار المناسب (Dailah, 2012).

**4- توفير فرص المشاركة لذوي الدخل المحدود:** تتميز صناديق الاستثمار الإسلامية التنموية عن المحافظ الاستثمارية بأنها تسمح لصغار المستثمرين باستثمار أموالهم مع كبار المستثمرين في سلة واحدة، وهذا مالا يتوفر في المحافظ الاستثمارية التي تتطلب رؤوس أموال قد يعجز عن توفيرها صغار المستثمرين.

**5- انخفاض درجة المخاطرة:** نظراً للتنوع الكفؤ الذي تتميز به الصناديق الإسلامية وابتعادها الكامل عن المقامرة ومواطن الضرر في أنشطتها ومجالاتها، كالقمار والمضاربات المجهولة العواقب والتعامل بالميسر والربا، كذلك الابتعاد الكامل عن خلق الأموال، والتي عادة ما يكون عنصراً للمخاطرة والضرر حاضرين في أي عملية استثمارية، ولذا فهي بعيدة كل البعد عن ممارسة الأنشطة المحرمة ومواطن الشبه، وبالتالي يجد المستثمرون عادة أن فرص النجاح في تزايد ومعدلات الربح في تحسن مستمر، نظراً لتوزيع الأموال في أكثر من مجال استثماري، وتوظيفها في الاستثمارات الحقيقية المباشرة.

#### 6- الإدارة المحترفة والخبرة الفنية اللازمة: (Geoffry & Stanley , 2012)

تتميز الصناديق الاستثمارية عن غيرها من الشركات المعنية بإدارة الأموال بما توفره للمستثمرين من إدارة متخصصة ومحترفة وخبرة متراكمة في إدارة الأموال، وبما تمتلكه من رصيد معرفي وقاعدة معلوماتية واسعة وإمكانيات فنية وتكنولوجية، مما يساعد في اتخاذ القرار المناسب، يعقبه التنفيذ الصائب، والتي تؤدي بدورها إلى زيادة فرص النجاح.

#### 7- مصدر من مصادر تمويل المشروعات الاقتصادية: لأن صناديق الاستثمار

الإسلامية التنموية ليست شركات وساطة، كما هو الحال في صناديق الاستثمار التقليدية، وإنما تباشر العمليات الاستثمارية بنفسها، وبالتالي تحقق أكبر قدر من المصلحة، فهي تمارس دور مؤسسات التمويل، إضافة إلى مباشرتها للعمليات الاستثمارية بتوفيرها لفرص العمل، وتشغيل الأيدي العاملة المقتدرة، وتوظيف موجوداتها فيما يعود خيره ونفعه، وهذا من أكبر الضمانات لابتعادها عن المخاطرة وتحقيق فرص النجاح التي تعزز من ثقة المتعاملين معها.

#### 8- المرونة: بوسع أي مستثمر يرغب باستعادة أمواله تقديم طلب استرداد من

مدير الصندوق في أي وقت شاء، على أن يشتري الصندوق حصته كاملة ويستعيد تلك الوحدات، وهذه الميزة متاحة في الصناديق ذات رأس المال المتغير، بخلاف الصناديق المغلقة ذات رأس المال الثابت التي لا تسمح بإعادة بيعها أو شرائها إلا في السوق المالية (البورصة) التي تتداول فيها وحداتها، (Bodie, Kane, & Marcus, 2002) كما هو متاح للمستثمرين أيضاً الذين يرغبون في تحويل استثماراتهم من صندوق لآخر، فلهم الحرية الكاملة في ذلك. (Buraq & Qumman, 2011)

### 9- حماية وصيانة أموال الأمة ومنع تسربها للخارج: باستطاعة صناديق

الاستثمار الإسلامية التنموية استقطاب المزيد من المدخرات لاسيما في المجتمعات الإسلامية المحافظة، وتوظيفها نحو الإنتاج الحقيقي الذي يخدم الفرد والمجتمع والدولة على حد سواء، واستثمارها فيما يعود خيرها ونفعها على المجتمعات الإسلامية، وضمان عدم تسربها للخارج، لاسيما أن الممارسات المحرمة التي تتم في الأسواق المالية العالمية، تفرض عليها استثمار ما لديها من موجودات في السوق المحلية، وبالتالي تمارس الاستثمار الحقيقي المباشر وتبتعد كل البعد عن خلق الأموال، والمضاربات على الأسعار.

### 10- تعدد الأنواع والأدوات بما يتلائم ورغبة المستثمر: (Awad Allah

(2009) (Dailah, 2012) التنوع الكبير في الأدوات الاستثمارية والأنشطة الاقتصادية، تعطي للمستثمر توليفة متنوعة من الخيارات المتاحة على نحو يساهم في تخفيض المخاطر التي يتعرض لها بعض المستثمرين الذين تنقصهم الخبرة اللازمة للتعامل مع السوق المالية، وبهذا يتمكن الأفراد من تملك حصص وأسهم في مجالات ونشاطات متعددة ومتنوعة، قد يستحيل تحقيقها كما لو كانوا بمفردهم.

### 11- تنوع كفاء وخيارات متاحة: من المستثمرين من يرغب ويفضل أن

تتنوع استثماراته في أدوات أو أنشطة أو مجالات محددة، ومنهم من لا يرغب أن تتركز استثماراته في أنشطة محددة، وعلى كلا الحالتين فالصناديق الاستثمارية تستطيع تلبية جميع رغبات وتفضيلات المستثمرين، إذ أن هناك صناديق مفتوحة بمقدور أي مستثمر صغيراً كان أو كبيراً أن يختار ما يناسبه من أدوات أو مجالات، وفي نفس الوقت هناك صناديق مغلقة على أصحابها أو مغلقة على الاستثمار في مجال واحد فقط.

## 12- العدالة بين أفراد المستثمرين وبين القائمين على تلك الصناديق: تكفل

صناديق الاستثمار الإسلامية التنموية تحقيق العدالة بين أطراف التعاقد ومنع الظلم الذي قد يطرأ على أي فئة منهم، على الوجه الذي يكفل لهم جميع الحقوق القانونية في عملية الاستثمار تحقيقاً لمبدأ (الغنم بالغرم).

## 13- تنشيط القطاعات الاقتصادية وتحقيق التنمية: لاسيما تلك التي لم تلق

اهتماماً كبيراً من قبل الدولة والمستثمرين، وفقاً لمبدأ الشمول الذي يقوم عليه الاستثمار الإسلامي، والتخصيص الفعلي للموارد الذي يكفل التوزيع العادل للفرد والمجتمع ويحقق العدالة الاجتماعية في الثروة، فصناديق الاستثمار الإسلامية التنموية قد تلجأ إلى دعم وتشجيع تلك القطاعات التي لم تلق أي اهتمام أو دعم من قبل المستثمرين، وهي بذلك تطرق سوقاً لم يطرُق من قبل، وتوفر أكبر عدد ممكن من فرص العمل، وقد تكون سبباً في استكشاف القدرات وتوظيف المهارات وتشغيل العقول وتشجيع الخبرات التي تفتقر إلى المال الكافي للشروع في أي عملية استثمارية، وما أكثرها في مجتمعاتنا الإسلامية، فضلاً عن امتصاصها للسيولة وتوظيفها في خدمة الناتج القومي، فهي بكل ذلك تعتبر رافداً أساسياً من روافد التنمية، وداعماً جزئياً للاقتصاد الوطني، وأداة مهمة من أدوات السياسة النقدية للدولة.

## 14- توفر الضمانات الكافية: وهذه تعد من المزايا التي تكتسبها صناديق

الاستثمار الإسلامية التنموية من جملة مزايا الاستثمار الإسلامي، حيث تتعدد فيه الضمانات وتنوع، فقد وفر الاستثمار الإسلامي جملة من الضوابط والسبل والإجراءات على وجه تضمن الحقوق لأصحابها، وتدرأ عنهم أي ضرر أو مفسدة، ولذا فقد كفل الاستثمار الإسلامي رزمة من الضمانات تشكل في مجملها حوافز وتسهيلات

للمستثمرين، كما تحميهم من كل ما من شأنه أن يجر ضرراً أو فساداً، فهناك الضمانات العقائدية والأخلاقية التي يجب أن يدركها ويتحلى بها كل مستثمر، وهناك الضمانات الإجرائية التي يجب أن يأخذ بها كل مستثمر كالتخطيط وتحديد الأولويات، وهناك الضمانات التي تخص ضوابط العقد ونظام الخيارات<sup>1</sup>، وهناك الضمانات الثبوتية كالكفالة والرهن والكتابة والإشهاد كإجراءات توثيقية احترازية، وهناك الضمانات التي توجب على الدولة توفيرها للمستثمرين كتهيئة المناخ الاستثماري وسن التشريعات الملائمة والمشجعة، واستحداث الأجهزة التنفيذية، (Esmail, 2010) فضلاً عن الرقابة الذاتية والرقابة الجماعية التي تفرضها طبيعة العمل في مؤسسات الاستثمار الإسلامية.

### الخصائص العامة لصناديق الاستثمار الإسلامية التنموية

في إطار تعزيز الدور التنموي لمؤسسات الاستثمار الإسلامية لا بد لها أن تتميز بخصائص تحولها قيادة دفة التنمية والنهوض بالمجتمعات الإسلامية، وإثبات وجودها على طريق البناء والتعمير، إننا هنا نتكلم عن ما يجب أن يكون لا ما هو كائن، لأن ما هو كائن للأسف مجرد محاكاة للأساليب التجارية الرتيبة في الصناديق التقليدية، إن لم تكن مضاربات في العملات والأسهم وصفقات في فقاعات مالية لا أثر لها على الاقتصاد الحقيقي، ولا تمس الواقع الاجتماعي بأي صلة، فما نريده من صناديق الاستثمار الإسلامية هو التميز والريادة، وإحداث نقلة نوعية في المشروعات التنموية، وزيادة صافية في الأصول الإنتاجية والثروة القومية على مستوى المجتمعات وعلى مستوى الدول، (Awad Allah ,

<sup>1</sup> كخيار الشرط، خيار المجلس، خيار التعيين، خيار الرؤية، وخيار العيب والغبن.

(2009) ولذا فإن صناديق الاستثمار الإسلامية التنموية تتميز بعدة خصائص تعزز دورها في التنمية الاقتصادية والاجتماعية، تتمثل هذه الخصائص في الآتي:

**الخصيصة الأولى:** صناديق الاستثمار الإسلامية التنموية لا بد أن تستهدف التنمية الشاملة، كهدف أولي لجميع عملياتها الاستثمارية، ولا تكتفي بمجرد الربح وحسب، بل تحترف الاستثمار الحقيقي المباشر، وتسعى إلى إيجاد تنمية اقتصادية واجتماعية حقيقية تلائم احتياجات ومتطلبات المجتمعات المحلية، وهذا مالا نراه في الصناديق التقليدية التي تكتفي بالوساطة المالية فضلاً عن استثمارها الموجهة للمضاربة على أسعار السلع والعملات في الأسواق المالية، وعلى المتاجرة في الأسهم والسندات، والتي لا تمت للتنمية المجتمعية الحقيقية بأي صلة، وعلى قدر الهدف تأتي الثمرة ويعظم الأثر ويتحقق النجاح.

**الخصيصة الثانية:** تتوافق أنظمة ولوائح وعمليات صناديق الاستثمار الإسلامية التنموية مع أحكام وضوابط الشريعة الإسلامية ومقاصدها، بحيث تأخذ في الاعتبار تحقيق مقاصد الشريعة، وإدراك المصلحة في جميع عملياتها، وإعطاء الأولويات الاستثمارية حقها في العمليات التشغيلية.

**الخصيصة الثالثة:** توفير السيولة اللازمة التي تعتبر من أهم العوامل التي يفتقدها صغار المستثمرين للشروع في استثماراتهم، وصناديق الاستثمار الإسلامية قد توفر السيولة اللازمة لدعم المشروعات الاقتصادية والشروع في تنفيذها، وهي في ذلك قد وفرت عليهم عناء البحث والجهد الذي سيُبدل في البحث عن التزامات و ضمانات، إلى غير ذلك من متطلبات مؤسسات التمويل، وهذه تعتبر في حد ذاتها من أهم الخصائص التي يمكن أن تتميز الصناديق الإسلامية عن الصناديق التقليدية التي تكتفي بالمتاجرة في الأوراق المالية، وتحقيق

أرباح تجارية، ولا يهتما مدى ملامستها للتنمية الحقيقية، أو تأثيرها على الربحية الاجتماعية أو القومية.

**الخصيصة الرابعة:** تحقيق قيمة مضافة حقيقية، لأن الصناديق الاستثمارية هي أداة من أدوات الاستثمار الإسلامي، تهدف إلى تنمية المال وتثمينه مقابل تحقيق منفعة أو خدمة، وليست مجرد ضخ نقدي يتسرب دون أن يكون له قنواته وطرقه وأهدافه، وقياس آثاره الملموسة، فهي تعتبر ضخ نقدي مولد لحركة ونشاط اقتصادي منتج لسلعة أو خدمة أو منفعة، ولا بد أن تؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق قيمة مضافة حقيقية، وهذه القيمة هي النماء المضاف الذي يتشارك فيه كل طرف قدم إسهاماً في النشاط والحركة. (Nasser, 2009)

**الخصيصة الخامسة:** تعدد الجهات الرقابية على أداء صناديق الاستثمار الإسلامية، مما يضيف عليها نوعاً من الشفافية والإفصاح المالي والإداري الذي من شأنه أن يهدف إلى تحسين البيئة المعلوماتية للمستثمرين ومدى التزامها بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية. (IFSB I. , 2009)

**الخصيصة السادسة:** تخضع جميع السياسات والعمليات الاستثمارية في صناديق الاستثمار الإسلامية للتنمية للرقابة الشرعية، حتى تتعزز ثقة المتعاملين مع هذه الصناديق خصوصاً في المجتمعات الإسلامية المحافظة.

### تقييم الأداء التنموي لصناديق الاستثمار الإسلامية

تعتبر الدراسات التي اهتمت بتقييم أداء صناديق الاستثمار الإسلامية محدودة جداً، لكن رغم قلتها لم ترتق إلى ما يريد أن يصل إليه الباحث، إذ أغلب التقييمات تركز على معيارين اثنين:

- العائد.

- المخاطر.

وكما هو معلوم أن أعمال التقييم في أي مؤسسة كانت تهدف في مجملها إلى تحسين أداء سيرها وتعزيز وجودها والوقوف على أهم الجوانب و المعوقات والتحديات التي تقف أمام تحقيق أهدافها، ومن هذا المنطلق يحاول الباحث أن يقف على أهم مؤشرات الأداء المعمولة لدى أكثر صناديق الاستثمار الإسلامية، ثم التطرق إلى بعض المعايير التي اقترحها الباحث لتكون مؤشرات لقياس الأداء التنموي لصناديق الاستثمار الإسلامية.

إن الهدف الرئيسي من تقييم الأداء في أي مؤسسة هو تطوير أدائها وتعزيز أثرها، ولتحقيق هذا الهدف يجدر بالقائمين على تلك المؤسسات تحقيق حزمة من الأهداف تصب جلها في خدمة الهدف الأساسي، (Kalawi, 2009) ومن هذه الأهداف:

- 1- ضمان تحقيق النشاط لأهدافه التي أنشئ من أجل تحقيقها.
- 2- ضمان حسن استخدام الموارد الإنسانية والمادية وإدارتها.
- 3- تجنب الأسباب التي تكمن وراء مظاهر الضعف في الفعالية (تحقيق الأهداف)، والكفاية (حسن استخدام الموارد).
- 4- السعي لتعميم الأسباب التي أدت إلى مظاهر حسن الأداء.
- 5- رفق عملية التخطيط بالبيانات عن نتائج التنفيذ ومستوياته وانحرافاته وأسبابها، وذلك على نحو يساعد في تحسين مستوى عملية التخطيط نفسها.

6- ترشيد القرارات الإدارية وذلك من خلال مد الإدارة بالبيانات اللازمة عن نتائج تقويم أداء جوانب النشاط المختلفة.

7- توفير البيانات للإدارات العليا والجهات المشرفة والموجهة للنشاط على نحو يرفع من مستوى فعالية تلك الجهات في تحقيق إشراف وتوجيه مجديين.

8- التعرف على الأهمية الاقتصادية والاجتماعية للنشاط موضوع التقويم، وبيان مدى مشاركته في تحقيق الأهداف التنموية ومشاركته في النمو الاقتصادي والتطور الاجتماعي.

وسيقف الباحث على أهم المؤشرات المستخدمة في تقييم وقياس أداء صناديق الاستثمار الإسلامية عملياً، كما سيتطرق إلى الحديث حول بعض المؤشرات المقترحة والتي ينبغي أن تكون معايير لقياس الأداء التنموي لصناديق الاستثمار الإسلامية، لتفعيل دورها، وتعزيز فعاليتها، ورفع كفاءتها.

### المؤشرات التقليدية المستخدمة في تقويم وقياس أداء صناديق الاستثمار

#### الإسلامية

كما هو معلوم أن تقويم وقياس أداء صناديق الاستثمار الإسلامية حتى الآن لا يخرج عن الأساليب الشائعة لتقييم صناديق الاستثمار التقليدية، إضافة إلى معيار واحد تتميز به صناديق الاستثمار الإسلامية وهو السلامة الشرعية، وهناك أساليب كثيرة لقياس أداء الصناديق بيد أن أشهر الأساليب استخداماً لتقييم أداء صناديق الاستثمار:

1- الأسلوب البسيط.

2- الأسلوب المزدوج.

3- أسلوب جنسن.

أولاً: الأسلوب البسيط: وهذا الأسلوب باستطاعة أي مستثمر استخدامه أو الاطلاع عليه ولا يحتاج إلى معرفة واسعة بالتحليلات المالية أو الاستعانة ببيوت السمسة، ويعرف هذا الأسلوب عن طريق:

1- البيانات المالية للصناديق المنشورة في الصحف اليومية عن قيمة الوحدات

الاستثمارية وقيمة الأرباح الأيرادية والرأسمالية الموزعة، إلى غير ذلك.

2- التقارير الدورية الصادرة عن الصناديق الاستثمارية.

3- مواقع الانترنت المتخصصة في نشر البيانات والمعلومات المتعلقة بالصناديق

الاستثمارية سواء مواقع أسواق الأوراق المالية أو البنوك أو شركات الاستثمار المصدرة لتلك الصناديق، أو حتى بيوت السمسة.

علاوة على ما سبق، يمكن قياس أداء صناديق الاستثمار الإسلامية بحساب معدل

العائد على الاستثمار دون الاستعانة بأي مؤشرات، بحيث يقوم المستثمر بحساب معدل

العائد على الأموال المستثمرة الذي حققه الصندوق مقارنة بمعدل العائد على الاستثمار

للصناديق الأخرى، كما في المعادلة التالية (Mark , 2007):

$$Total Return = \frac{(NAV_1 - NAV_0) + DIV}{NAV_0}$$

حيث إن:

*Total Return*: معدل العائد على الاستثمار.

$NAV_0$ : قيمة الأصول الصافية في بداية الفترة.

$NAV_1$ : قيمة الأصول الصافية في نهاية الفترة.

*DIV*: الأرباح الموزعة.

$(NAV_1 - NAV_0)$ : الأرباح الرأسمالية غير المحققة.

وحتى يكون التقييم ناجحاً وهادفاً، هناك بعض الاعتبارات التي يجب أن يتنبه لها المستثمرون لتقييم الأداء المالي للصندوق فيما يتعلق بهذا الأسلوب:

- الأسلوب البسيط يهتم في عملية التقييم على العائد فقط.
- معدل العائد على الاستثمار يعتبر مقياساً للحكم على أداء الصندوق في الفترة المستهدفة، ولا يعبر هذا العائد عن مقدار ما حققه المستثمر، باعتبار أن المستثمر قد تكبد مصروفات أو رسوم غير داخلة في عملية التقييم.
- اتباع هذا الأسلوب يمكن المستثمر من مقارنة معدل العائد على الاستثمار المحقق في الصندوق المستهدف مع معدل العائد على الاستثمار في صناديق أخرى.

**ثانياً: الأسلوب المزدوج:** وهذا الأسلوب يهتم بكل من العائد والمخاطر، ومن أبرز المؤشرات لقياس هذين العاملين (Hattab, 2007):

- مقياس شارب Sharp Measure .
- مقياس ترينور Treynor Measure .

### 1- مقياس شارب Sharpe Measure:

ويشير إلى الفرق بين عائد المحفظة والعائد الخالي من المخاطرة منسوباً على التقلب لعوائد أصول المحفظة الاستثمارية، ويقوم هذا المقياس على الانحراف المعياري  $\sigma$  لعوائد أصول المحفظة الاستثمارية، بحيث يتم قسمة متوسط العوائد الإضافية للصندوق على الانحراف المعياري، ويطلق عليه نسبة المكافأة إلى المخاطر، حسب المعادلة التالية (Elfakhani & Kabir Hassan):

$$Sharpe Ratio = \frac{\overline{R_P} - \overline{R_F}}{\sigma_P}$$

حيث إن:

$\overline{R_P}$  : متوسط العائد على المحفظة الاستثمارية.

$\overline{R_F}$  : متوسط العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر.

$\sigma_P$  : الانحراف المعياري لمعدل العائد على الاستثمار (المخاطر الكلية).

وهناك بعض الجوانب المهمة التي يجب أن يتنبه لها المستثمرون فيما يتعلق بهذا

الأسلوب:

- متوسط معدل العائد على الاستثمار  $\overline{R_P}$  يتضمن التغير في قيمة السهم الذي تصدره شركة الاستثمار، إضافة إلى التوزيعات والأرباح الرأسمالية الصافية التي يحصل عليها المستثمر خلال الفترة.
- معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر  $\overline{R_F}$  يقصد به العائد الذي تحققه ورقة مالية تصدرها الحكومة، ولا يتجاوز تاريخ استحقاقها عن سنة.
- معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر  $\overline{R_F}$  يمثل في حقيقة الأمر العائد في مقابل عنصر الزمن بما فيه العائد في مقابل مخاطر التضخم.
- مقياس شارب يصلح لأن يكون عاملاً أساسياً لمقارنة أداء صندوق ما مع أداء الصناديق المماثلة.

## 2- مقياس ترينور Treynor Measure:

يقوم هذا المؤشر على أساس معامل بيتا  $\beta$  وليس على الانحراف المعياري كما في شارب، ويهدف هذا المؤشر إلى التخلص من المخاطر عن طريق فحص الأداء في الصندوق من حيث مدى قدرة الإدارة على تنويع الاستثمارات على نحو يبعدها عن أي مخاطر محتملة، وتقوم معادلة Treynor على الآتي:

$$Treydor Ratio = \frac{\overline{R_P} - \overline{R_F}}{\beta_P}$$

حيث إن:

$\overline{R_P}$  : هي متوسط عوائد الصندوق خلال الفترة.

$\overline{R_F}$  : هي متوسط العوائد الخالية من المخاطر خلال الفترة.

$\beta_P$  : هو معامل بيتا للصندوق خلال الفترة.

بميت كلما ارتفع مقياس ترينور كلما دل ذلك على ارتفاع العوائد نسبة إلى المخاطر، وبالتالي الأداء الجيد والإدارة الجيدة للصندوق. ومن الجوانب المهمة التي يجب أن يتنبه لها المستثمرون في تقييم الصناديق باستخدام هذا المقياس:

- مقياس ترينور في حقيقة الأمر يركز على قياس المخاطر أكثر من قياسه لمعدل العائد.
- معامل بيتا  $\beta$  تعتبر المقياس الفعلي للمخاطر.
- يهدف مقياس ترينور إلى التخلص الكامل من المخاطر الخاصة وغير المنتظمة من خلال التنويع البسيط.
- يقضي مقياس ترينور بأنه إذا كان التخلص من المخاطر غير المنتظمة يمكن أن تتحقق بطريقة مبسطة، فإنه باستطاعة الإدارة المحترفة للصندوق من تشكيل مكونات الصناديق بطريقة تجعلها تنطوي فقط على المخاطر المنتظمة.
- إذا كان مقياس شارب يقيّم أداء الصناديق مقارنة بالصناديق المماثلة، فإن مقياس ترينور يصلح لأن يكون مقياساً لتقييم أداء السوق المستهدف مع الأسواق الأخرى المماثلة.

ثالثاً: مقياس جنسن **Jensen Measure** : يعتبر هذا المؤشر أساساً لمعرفة العائد المتوقع للأصل الرأسمالي، فهو يقوم على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، (Elfakhani & Kabir Hassan) وينص نموذج تسعير الأصول الرأسمالية **Capital Assets Pricing Model (CAPM)** على الآتي:

$$R_P = R_F + \beta_P(R_M - R_F)$$

العائد المتوقع = العائد الخالي من المخاطر + معامل بيتا للأصل × (العائد المتوقع للسوق - العائد الخالي من المخاطر).

ووفقاً لمقياس Jensen يمكننا معرفة العوائد الفعلية للصندوق عن طريق قيمة ألفا  $\alpha$  ، فكلما كانت قيمة ألفا أكبر كلما دل ذلك على الأداء الجيد للصندوق، وتقوم معادلة Jensen على الآتي:

$$\alpha_P = \overline{R_P} - [\overline{R_F} + \beta_P(\overline{R_M} - \overline{R_F})]$$

وبناء على ما سبق، فلا يقتصر قياس أداء الصناديق على هذه المؤشرات، فهناك عدة أساليب تستخدم في قياس أداء صناديق الاستثمار، كقياس مستوى التنوع في الصناديق، وقياس مدى المحافظة على مستوى المخاطر، وقياس التكاليف، إلى غيرها من الجوانب التي تعتمد أساساً على ما يرومه المستثمر في تقييمه.

#### ملاحظات على مؤشرات الأداء التقليدية لصناديق الاستثمار الإسلامية:

1. كل المؤشرات والمقاييس المستخدمة تعبر فقط عن عاملين اثنين يمكن أن يؤثر على الأداء المالي للصناديق الاستثمارية بينما هناك مؤشرات عدة لا تقل أهمية عن عاملي العوائد والمخاطر.

2. المعايير الشائعة المستخدمة لقياس وتقييم أداء صناديق الاستثمار الإسلامية هي معايير ومؤشرات تقليدية، بمعنى أنها تستهدف الربحية التجارية، وبالتالي لن تضيف صناديق الاستثمار شيئاً على المستوى الاقتصادي والاجتماعي، وهذا يتنافى تماماً مع ما تدعو إليه المؤسسات المالية الإسلامية بأنها تستهدف المنفعة الاجتماعية والاقتصادية قبل استهدافها الربحية التجارية.

3. كل المعايير والمؤشرات التي يعتمد عليها في قياس وتقييم أداء الصناديق هي عوامل كمية وليست نوعية بينما أهداف الاستثمار الإسلامي تقاس أغلبها بعوامل نوعية، فضلاً على أن الربحية الاجتماعية لا تعرف عادة إلا بمؤشرات نوعية.

4. عدم اعطاء المسؤولية الاجتماعية حقها في القياس، حيث أضحت لا تمثل أي اعتبار لدى تلك المؤشرات لقياس المصلحة الاجتماعية المتحققة من أداء الصناديق، وهذا يتناقض تماماً مع الدعوات الحثيثة من قبل المؤسسات الدولية المعنية لمنظمات الأعمال بضرورة الالتزام بمبدأ المسؤولية الاجتماعية، في حين لا توجد مؤشرات عملية لتقييم مدى الالتزام بهذا المبدأ، وفاقده الشيء لا يعطيه.

5. المعايير والمؤشرات الحالية تركيزها يقوم على تقييم الأداء المالي وليس على تقييم الأداء التنموي، بمعنى أنها صممت خصيصاً لتقييم المعايير الربحية لصناديق الاستثمار الإسلامية، بينما لا تمثل أي معيار من معايير الأداء التنموي للصناديق.

### مؤشرات الأداء المقترحة لتعزيز دور الصناديق في تنمية المجتمعات الإسلامية

من المسلم به أن المؤشرات تظل وسائل للتحقق من مدى الالتزام بالمعايير الموضوعية، كما تعد أساليب لتقييم الأداء الفعلي للمنظمة المستهدفة، وقد تختلف المؤشرات نظراً لاختلاف المعايير الموضوعية، وبالتالي من غير المنطق أن نعمم بعض الأساليب القياسية على أكثر من منظمة في الوقت الذي تختلف فيه أهدافها وتباين أسسها ومبادئها.

وقد غدا من العرف الشرعي والعلمي والفلسفي أن جميع المؤسسات المالية الإسلامية محكومة ومضبوطة بضوابط وأحكام ومقاصد الشريعة الإسلامية، وبالتالي، لا بد أن تكون مبادئها وأهدافها متفقة مع ذلك، ولأن الباحث يروم في دراسته الوصول إلى السبل والكيفيات الكفيلة لتفعيل وتعزيز دور صناديق الاستثمار الإسلامية في عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية، فإن فلسفة النظام الإسلامي لعملية التنمية تتخلص في الآتي: (Afer, 1985)

1- التنمية في الشريعة الإسلامية ذات طبيعة شاملة تتضمن النواحي المادية والروحية والخلقية.. الخ، فهي نشاطٌ يقوم على قيم وأهداف المجتمع بغية تحقيق كرامة ورفاهية الإنسان، ولا تقتصر الرفاهية المستهدفة على هذه الحياة الدنيا بل تمتد أيضاً إلى الحياة الأخرى دون تعارض بين الحياتين.

2- نواة العملية التنموية هو الإنسان، وبالتالي فإن التنمية المقصودة هي توفير المتطلبات التي توفر للإنسان كرامته وعزته شاملة بذلك بيئته المادية والثقافية والاجتماعية.

3- إن التنمية الاقتصادية والاجتماعية نشاط متعدد الأبعاد، حيث يجب بذل الجهود في مجالات واتجاهات عدة، لإحداث التوازن بين مختلف العوامل والاتجاهات.

4- إن التنمية الاقتصادية والاجتماعية تتضمن عدداً من المتغيرات الكمية والنوعية، وبالتالي فإن الاهتمام بالمتغيرات الكمية دون غيرها قد يؤدي إلى إهمال الجوانب النوعية (الكيفية) للتنمية.

5- تركيز الإسلام على ثلاثة مبادئ هامة من المبادئ الديناميكية للحياة الاجتماعية:

- أ- الاستخدام الأمثل للموارد الطبيعية التي وهبها الله للإنسان وسخرها له.
- ب- الالتزام بأولويات تنمية الإنتاج والتي تقوم على توفير الاحتياجات الضرورية الدينية والمعيشية لجميع أفراد المجتمع.
- ج- إن تنمية ثروة المجتمع وسيلة لتحقيق طاعة الله ورفاهية المجتمع وعدالة التوزيع بين أفراد كحقوق أساسي للمجتمع على أفراد.

#### الأهداف الرئيسية في وضع المؤشرات:

- 1- التحقق من مدى توافق صناديق الاستثمار الإسلامية في سياساتها وعملياتها الاستثمارية مع أحكام ومبادئ ومقاصد الشريعة الإسلامية.

- 2- تحسين أداء صناديق الاستثمار الإسلامية وتفعيل دورها في خدمة التنمية وتعزيز دورها في عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية.
- 3- عدم الاخلال بالربحية التجارية وخلق نوع من التكامل والانسجام التام بين الربحية التجارية (المنفعة الذاتية) والربحية الاجتماعية (المنفعة الاجتماعية) فضلاً عن الربحية القومية (المنفعة الاقتصادية).

#### المعايير المستخدمة:

- يقصد بها تلك الأسس والمبادئ النظرية التي تصلح لأن تكون أدوات يتم الاعتماد عليها في قياس مدى تحقق الأهداف الرئيسية في وضع المعايير، وهذه المعايير:
- 1- الالتزام الكامل بأحكام ومبادئ ومقاصد الشريعة الإسلامية (السلامة الشرعية).
  - 2- الإلتزام بأولويات المصلحة الاجتماعية وتحقيق المنفعة القومية.
  - 3- معيار الكفاءة في إدارة الأموال وتحقيق الربحية التجارية.

#### المؤشرات المقترحة لتعزيز دور الصناديق في خدمة التنمية الاقتصادية

##### والاجتماعية:

إن منظومة الاقتصاد الإسلامي المتكاملة بما تحويه من مفاهيم ونظريات وأسس ومعايير ومبادئ وتعاليم وأهداف، وتأمّلنا لتلك المنظومة العظيمة المتكاملة تتقرّم أمامنا كافة المعايير والمؤشرات التقليدية، فتدفعنا تلك المفاهيم دفعاً إلى ابتكار معايير ومؤشرات

تتناسب والمنظومة المتكاملة للاستثمار الإسلامي، بمعنى أن صناديق الاستثمار الإسلامية هي نتاج فلسفة عميقة متزنة، ونظام اقتصادي عظيم شامل، وبالتالي يجب أن نتعامل معها على هذا الأساس، إذ لا بد أن تتحقق فيها كل الأسس والمعايير والمبادئ والأهداف التي يختص بها نظام الاستثمار الإسلامي، وبناء عليه، فلا بد من مؤشرات تتناسب مع تلك المعايير لتكون أدوات صحيحة لقياس وتقييم أداء صناديق الاستثمار الإسلامية.

وتعني المؤشرات الإثباتات والأدلة والشواهد المؤيدة على مدى تحقق المعايير الموضوعية، وهذه المؤشرات تنقسم حسب مجالها إلى أربعة أقسام، فهناك المؤشرات المتعلقة بالجانب الشرعي، والمؤشرات المتعلقة بالجانب الاجتماعي، والمؤشرات المتعلقة بالجانب الاقتصادي، وتلك المؤشرات المتعلقة بالجانب الربحي، واستخدام هذه المؤشرات هو للتأكد من توفر تلك المعايير وتحقيقها من قبل صناديق الاستثمار الإسلامية.

وصناديق الاستثمار الإسلامية كأداة من أدوات الاستثمار الإسلامي أنشأت لتحقيق العديد من المقاصد الشرعية والاقتصادية والاجتماعية والتجارية، لذلك فإن التقييم يجب أن يوجه نحو الأنشطة المختلفة التي لها علاقة بهذه المقاصد، ومن حق المؤسسات الاستثمارية الإسلامية أن تختار ما يناسبها من مؤشرات ومعايير لقياس مدى تحقق أهدافها الخاصة المقررة، والتي تتلاءم مع بيئتها وطبيعتها وأنشطتها وأهدافها، بيد أن هناك جوانب رئيسية لا بد أن تؤخذ في الاعتبار في أي تقييم لأداء مؤسسات الاستثمار الإسلامية، وتأسيساً على ذلك يقترح الباحث أن ينصب التقييم على النواحي الآتية:

**1- الجانب الشرعي:** والغرض من ذلك هو مدى تحقق السلامة الشرعية، ويندرج في ذلك مدى التقيد والالتزام بمبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية ومقاصدها، والأهداف الرئيسية للاستثمار الإسلامي، كما يتضمن ذلك مدى التقيد بالمعايير والمبادئ والتعاليم الصادرة عن مؤسسات الخدمات المالية الإسلامية

كهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، ومجلس الخدمات المالية الإسلامية، وغيرها من الجهات الرقابية بما يتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية.

**2- الجانب التجاري:** والغرض من ذلك مدى تحقق الربحية التجارية، ويتضمن هذا الجانب تلك المعايير والمؤشرات التي أعدت لقياس وتقييم الأداء المالي؛ كالعوائد المتحققة من استثمار رأس المال، ومعدل نمو رأس المال، وقياس معدل المخاطر، إلى غير ذلك من المؤشرات التي تستهدف أمان رأس المال وتحقيق أرباح إما دورية أو رأسمالية.

**3- الجانب الاجتماعي:** والغرض من ذلك مدى تحقق الربحية الاجتماعية، ويتضمن هذا الجانب المعايير التي أعدت لتعزيز مبدأ المسؤولية الاجتماعية، وغيرها من المعايير والمؤشرات التي تستهدف الربحية الاجتماعية أو تحقق المنفعة الاجتماعية، كما يندرج في ذلك كل الأبعاد البيئية والعوامل الاجتماعية التي تتأثر وتؤثر على طبيعة عمل صناديق الاستثمار الإسلامية.

**4- الجانب الاقتصادي:** والغرض من ذلك مدى تحقق الربحية القومية، ويتضمن هذا الجانب كل العوامل الاقتصادية التي قد تؤثر على طبيعة عمل صناديق الاستثمار الإسلامية، إضافة إلى الأبعاد الاقتصادية التي لا بد من مراعاتها من قبل صناديق الاستثمار الإسلامية في جميع عملياتها الاستثمارية، ويندرج في ذلك مدى توافق وتطابق السياسات الاستثمارية لتلك الصناديق مع السياسات والخطط التنموية للجهات الحكومية؛ والتي ينبغي أن تكون مكاملة وداعمة بما تمثله من تنشيط لأسواق رأس المال وتعبئة المدخرات وتوجيهها نحو المجالات الاستثمارية المنتجة التي تنعكس إيجاباً على دعم الاقتصاد القومي.

### أولاً : مؤشرات الأداء المتعلقة بمعيار السلامة الشرعية:

مع اتساع رقعة الاستثمارات وتعدد مجالاتها وأنشطتها ومعاملاتها، ومع ما يعتري الأسواق المالية من سيطرة المادة وتعقيداتها وتحدياتها ومعاملاتها وعملياتها، وفي ظل غياب شبه كامل للقيم والمثل، وعمل مؤسسات الاستثمار الإسلامية في خضم هذه الظروف تحتاج إلى توجيه سليم يجنبها أي محذور، كل هذه العوامل وغيرها تجعل من وجود رقابة شرعية ضرورة ملحة لتوجيه مسار صناديق الاستثمار الإسلامية والخروج بها من وحل التعاملات المحرمة التي أصبحت سائدة ورائجة في عالم الاستثمار، ولا بد للرقابة الشرعية - كهي تكون فاعلة ومؤثرة وعامل من عوامل تحسين أداء صناديق الاستثمار الإسلامية - من مؤشرات لتقويم أدائها، ومن هذه المؤشرات التي يرى الباحث أنها تساهم في تحسين أدائها:

أولاً: مؤشر وجود هيئة للرقابة الشرعية: وهذا المؤشر يتم قياسه وفقاً لعدة

اعتبارات:

أ- عددهم وتخصصاتهم: دون أدنى شك أن وجود رقابة شرعية لأي صندوق تعكس مدى التزامه لضوابط وأحكام ومقاصد الشريعة الإسلامية، لا سيما أن الكثير من المعاملات المالية المعاصرة معقدة ولا تخلو من معاملات محرمة، وتحتاج المؤسسات الاستثمارية الإسلامية إلى استشارة شرعية تشرف وتوجه وتراقب وتتأكد من السلامة الشرعية لعمليات وأنشطة الصناديق، وتختلف مؤسسات الاستثمار الإسلامية في اختيار العدد الكافي، بيد أنهم لا يقلون عن ثلاثة أشخاص، وكلما كان العدد أكبر كلما كان مؤشراً على التزام المؤسسة لمعيار السلامة الشرعية، لأن الرأي إذا صدر عن واحد يختلف عنه إذا صدر عن مجموعة، فيعطي للقرارات الصادرة صفة القوة والمصداقية، ومن هنا كان إجماع

العلماء مصدرًا من مصادر التشريع، (Sufian, 2018) أما تخصصاتهم فقد اشترط مجلس الخدمات المالية الإسلامية IFSB أن تتحقق في عضو الهيئة الشرعية الخبرة والكفاءة، وأن يكون لديه مؤهل أكاديمي لا يقل عن بكالوريوس في العلوم الشرعية تشمل فقه المعاملات، وذو خلفية واسعة في أصول الفقه، ومعرفة جيدة باللغة العربية، ومن المستحسن أن يكون قادرًا على التحدث باللغة الإنجليزية (IFSBI, 2009).

ب- مؤشر مدى الصلاحيات الممنوحة لهيئات الرقابة الشرعية: يتمحور عمل الرقابة الشرعية في أغلب المؤسسات المالية الإسلامية في الإفتاء والإجابة على التساؤلات، ولا علاقة لها بالتنفيذ، وما نرومه هنا هو المتابعة والمراجعة والفحص الدوري وتقييم كافة المعاملات والتصرفات والأعمال التي تقوم بها تلك المؤسسات، بل والمشاركة في وضع السياسات والخطط الاستثمارية والمصادقة على الأدوات المالية والأساليب الاستثمارية وذلك للتأكد من توفر معيار السلامة الشرعية في كافة المعاملات، كون الصلاحيات الممنوحة للرقابة الشرعية تعطىها زخمًا أكبر وفاعلية أكثر وتأثيرًا على أداء تلك الصناديق، وكلما اتسعت الصلاحيات الممنوحة للرقابة الشرعية كلما كان ذلك دفعًا لمسيرة النجاح، ولا يمكن لأي أحد أن يؤثر على قراراتها، خصوصاً إذا ما أخذ في الاعتبار أن هيئات الرقابة الشرعية تعتبر شخصية اعتبارية مستقلة ولا تمت لمجلس الإدارة ولا بالمدرء التنفيذيين بأي صلة.

ج- مدى استقلالية الرقابة الشرعية وقراراتها الإلزامية: ومعلوم أن استقلالية الرقابة الشرعية تعطي لقراراتها وتوصياتها قوة الإلزام، بمعنى عدم تأثر قراراتها بأي عامل خارجي.

د- مؤشر مدى مساهمة الرقابة الشرعية في وضع السياسات الاستثمارية ودراسات الجدوى القائمة على المقاصد الشرعية: لا يقتصر عمل هيئات الرقابة الشرعية في إصدار الفتاوى أو الاجابة على الاستفسارات التي توجه إليها فقط، بل وظيفتها أكبر من ذلك، بحيث لا بد أن يكون لها وجود فاعل في وضع السياسات الاستثمارية والمشاركة الفاعلة في دراسات جدوى المشروعات، لا لشيء سوى التحقق من مدى توافق وانسجام تلك السياسات والعمليات الاستثمارية مع مقاصد الشريعة الإسلامية، التي تعتبر من أهم أسس ومبادئ الاستثمار الإسلامي.

ه- مشاركة الإدارة في مناقشة المشروعات والأنشطة ومراجعة العمليات وإبداء الرأي الشرعي، والتحقق من أنها تسير وفقاً للمقاصد الشرعية وتحقيق المصلحة. (IIT, 2010).

ثانياً: مؤشر الالتزام بمبادئ وأهداف ومقاصد الاستثمار الإسلامي: كأسس وضوابط ومعايير يجب أن تلتزم بها مؤسسات الاستثمار الإسلامية، للحصول على أدنى حد من الضمانات في سبيل تحسين أداءها وتحقيق أهدافها وتعزيز أثرها على البيئة المحيطة وتفعيل دورها على المجتمعات المستهدفة، وهي نفس المبادئ والأهداف والضوابط والمعايير التي قطعتها على نفسها قبل أن تتأثر بتغير الظروف وتطور الأسواق المالية والرضوخ لعدة عوامل ومتغيرات أثرت بشكل كبير على بعض الأهداف، مما أدى إلى التنازل عن بعضها والتفريط في البعض الآخر، اعتقاداً منها أن التمسك بها سيحول دون استمرار المنافسة في سوق محكومة بالمادة وليس شيئاً آخر، والالتزام بهذا المؤشر يكسبها مصداقية أكبر، كما يعد أكبر ضمان لتحقيق مقاصد الشريعة الإسلامية في جميع الأنشطة التي تقوم بها الصناديق لاسيما في اختيار المجالات الاستثمارية وتقويم واختيار المشروعات.

**ثالثاً :** مؤشر التزام الصناديق بالضوابط الفقهية: ويتم معرفة ذلك من خلال النظر إلى عدة ضوابط فقهية لا بد أن تحكم عمليات الصناديق كأصول الشركات المراد الاستثمار في أسهمها، ونسبة القروض الربوية فيها، وهل أصولها العينية أكثر من موجوداتها النقدية، وهل نشاط الشركة مما يجوز التعامل به، وما مدى تعاملها في الأسهم الممتازة، إلى غير ذلك من الضوابط التي أصدرت فيها قرارات فقهية معتبرة، ويستند في تلك الضوابط على قرار مجمع الفقه الإسلامي رقم (63) 1992، وغيرها من القرارات الفقهية المعتمدة.

**رابعاً :** مؤشر التزام الصناديق بالقواعد الأساسية في توزيع الربح وتنقيتها من الإيرادات المحرمة: كما نص على ذلك المبدأ الثالث من المبادئ الإرشادية لضوابط برامج الاستثمار الجماعي الصادرة عن مجلس الخدمات المالية الإسلامية IFSB . IFSB I . (2009)

**خامساً :** مؤشر التزام الصناديق بالقواعد الفقهية في إخراج الزكاة: كما جاء في قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي، ووفقاً للأحكام والضوابط المبينة في المعيار الشرعي رقم (35) الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAIOFI)، والمعيار رقم (9) من معايير المحاسبة المالية الصادر عن نفس الهيئة (AAIOFI, 2007).

#### ثانياً: مؤشرات الأداء المتعلقة بتحقيق المنفعة الاقتصادية والاجتماعية:

**أولاً:** مؤشر نسبة المساهمة في الاستثمارات المباشرة إلى الاستثمارات غير المباشرة (توظيف العمالة): ويعبر هذا المؤشر عن مدى مساهمة الصناديق في المشاريع الاقتصادية الحقيقية، لأن الاستثمارات المباشرة هي أكثر ملامسة للمجتمعات المحتاجة، التي ستستفيد مباشرة من تلك المشروعات عن طريق المساهمة في تأهيل البنية التحتية وتأهيل البيئة

المجتمعية من خلال تحسين الخدمات وتوظيف العمالة وتحقيق متطلبات المجتمع المستهدف، ويمكن قياس هذا المؤشر:

$$\text{نسبة الاستثمار المباشر} = \frac{\text{الاستثمار المباشر} \times 100}{\text{إجمالي الاستثمارات}}$$

وكلما كانت نسبة الاستثمارات المباشرة أعلى كلما دل ذلك على استهدافها المباشر للاقتصاد الحقيقي وتأثيرها على الإنتاج والتوزيع والاستهلاك، وذلك من خلال دعمها للاقتصاد القومي عن طريق تحفيز الإنتاج وتحسين ميزان المدفوعات، والرفع من معدلات الدخل، وبالتالي ستكون كل تلك التأثيرات مؤشرات إيجابية على مدى مراعاة الصناديق الاستثمارية للاحتياجات الأساسية للمجتمعات المحلية وتلبية المتطلبات الاقتصادية التي تساهم في دعم الاقتصاد الوطني، بخلاف الاستثمارات غير المباشرة الذي تذهب لسد احتياجات رؤوس الأموال في الأسواق المالية وتكوين وإدارة المحافظ المالية لذلك الغرض.

**ثانياً:** مؤشر نسبة المساهمة في المشروعات الخدمية إلى إجمالي المساهمات: المؤشر يعكس عن مدى مساهمة الصناديق وشركات الاستثمار في توفير الخدمات والمتطلبات الأساسية التي تحتاجها المجتمعات المستهدفة، والمشروعات الخدمية تتمثل في المستشفيات والمستوصفات والمدارس والجامعات ودور العلم ودور الرعاية الاجتماعية ومراكز التأهيل والتدريب، وتأهيل البنية التحتية من كهرباء ومياه وطرق وغيرها من الخدمات الأساسية، ومما يجب التنبيه عليه أن مساهمة صناديق الاستثمار الإسلامية في هذه المجالات ليس من باب التبرع والإحسان، بل هو عين التنوع في إدارة المحافظ الاستثمارية التي تتطلبها الإدارة المحترفة، وهو عنوان الإدارة الناجحة، لأن توجيه الأموال وتوظيفها في المشروعات التي

تفاعل معها البيئة المستهدفة والمجتمعات المحيطة لاسيما المشروعات الخدمية تعتبر من أكبر الضمانات لنجاح المشروعات وتحقيق أهدافها، فضلاً عن توفيرها للحاجات الأساسية والمتطلبات الضرورية حسب سلم الأولويات الإسلامية، لا سيما في المجتمعات التي تفتقر إلى أبسط مقومات الحياة كالمستشفيات والمدارس ومشاريع الإنتاج الزراعي والمياه والكهرباء إلى غير ذلك من الضروريات، ويمكن التحقق من هذا المؤشر من خلال:

التوظيفات الموجهة للمشروعات الخدمية × 100

إجمالي التوظيفات

= نسبة المساهمة في المشروعات الخدمية

**ثالثاً:** مؤشر نسبة التوظيفات الموجهة للمشروعات الصغيرة والمتوسطة إلى إجمالي المشروعات: والغرض من ذلك هو معرفة مستوى الدعم للمشروعات الصغيرة والأصغر خصوصاً في المجتمعات الريفية التي تفتقر إلى الدعم الفني والتأهيل والتشجيع والدعم التسويقي لمنتجاتها، وهذا ما يميز مؤسسات الاستثمار الإسلامية اهتمامها بالشرائح المتوسطة والفقيرة، ودعمها وتشجيعها للمشروعات المتوسطة والصغيرة، وذلك لما تمثله هذه المشروعات من دعم كبير للاقتصاد القومي؛ والتي بلغت نسبة مساهمتها في الناتج القومي أكثر من 70% في بعض البلدان المتقدمة كما سبق ذكر ذلك، بحيث لا يقتصر نفعها على المستثمرين أو المكتتبين في وحداتها فحسب، بل يتعدى نفعها ما دونهم من الشرائح، وقياس ذلك كالاتي:

نسبة التوظيفات الموجهة للمشروعات الصغيرة والمتوسطة =

التوظيفات الموجهة للمشروعات الصغيرة والمتوسطة × 100

إجمالي التوظيفات

رابعاً: مؤشر الاهتمام بعنصر الزكاة والتبرعات المستحقة إلى حقوق الملكية: وذلك لما تمثله الزكاة من دعم كبير في تعظيم الربحية الاجتماعية، والمساهمة الكبيرة في الحد من الظواهر الاقتصادية في المجتمعات النامية كالفقر والبطالة.

خامساً: مؤشر نسبة امتلاك الشرائح الفقيرة القدرة على العمل للوحدات الاستثمارية إلى إجمالي المستثمرين (المكتتبين): يستخدم هذا المؤشر فيما لو سمح للأيدي العاملة القدرة على الكسب عن طريق المضاربة للدخول في الصناديق كملاك للوحدات بمقدار ما يحصلون عليه في المضاربة من نسبة، كما سبق بيان ذلك في الفصل الرابع، على افتراض أن الصناديق تقوم بدور رب المال في المشروعات الإنتاجية، كالصناعة، والزراعة، والثروة الحيوانية والسمكية، إلى غير ذلك من مشاريع إنتاجية، ويقوم أفراد المجتمع المستهدف من القادرين على العمل بدور العامل (المضارب)، ولا يتحقق ذلك إلا إذا لعبت صناديق الاستثمار الإسلامية دوراً فاعلاً في الاستثمارات الحقيقية المباشرة وليس وسيطاً مالياً يكتفي بالتجارة برؤوس الأموال في الأسواق المالية.

سادساً: مؤشر الالتزام بأولويات المصلحة الاجتماعية: وهذا المؤشر هو استجابة عملية للضوابط الشرعية للاستثمار الإسلامي، إذ لا بد لأي مؤسسة استثمارية إسلامية أن تراعى فيه المصلحة الاجتماعية في سياساتها وعملاتها، ويندرج هذا المفهوم ضمن مبدأ المسؤولية الاجتماعية Social Responsibility بحيث لا تعد المسؤولية الاجتماعية ترفاً مجرد ذاتها بقدر ما هي التزاماً يهدف إلى خلق بيئة أخلاقية وتغييراً اجتماعياً إيجابياً، إذ لا بد أن تدرك المؤسسات الاستثمارية أنه من الصعب اتخاذ قرارات استثمارية دون امتلاك بعض التأثيرات على البيئة والتنمية الاجتماعية، مما يدعو إلى الموازنة بين تحقيق عائدات مالية مقبولة وتأثيرات اجتماعية فاعلة، وقد أجريت عدة دراسات تطبيقية لقياس أداء الصناديق

المسؤولة اجتماعياً مقارنة بالصناديق الإسلامية، إذ أثبتت الدراسات أن هناك أداءً جيداً لصناديق الاستثمار الإسلامية في تفعيل المسؤولية الاجتماعية، ومما يجدر ذكره أن صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعياً استطاعت أن تستقطب رؤوس أموال تقدر بـ 596 بليون دولار أمريكي في 2010 (Buraq & Qumman, 2011)، مما يعني أن مؤشر الالتزام بأولويات المصلحة الاجتماعية ليس تقييماً فحسب بقدر ما هو تفعيل للمسؤولية الاجتماعية التي يجب أن تتسم بها مؤسسات الاستثمار الإسلامية.

**سابعاً:** مؤشر القيمة المضافة الصافية (N.V.A) Net Value Added ويعد هذا المعيار من أهم المعايير في تقويم الأداء التنموي للمؤسسات الاستثمارية، وهو ما يعبر عنها بالربحية القومية، ويلجأ إلى هذا المعيار لمعرفة مدى مساهمة المنظمة المالية في زيادة معدلات النمو في الدخل القومي، ويعبر عن القيمة بالتالي:

$$\text{القيمة المضافة الصافية (N.V.A) = قيمة الاستثمارات الكلية + قيمة المدخلات الجارية والخدمات - القيمة المتوقعة للمخرجات}$$

ومن خلال N.V.A يمكن احتساب صافي القيمة المضافة القومية، ويتم حساب هذا المعيار:

$$\text{صافي القيمة المضافة القومية = صافي القيمة المضافة - أي مدفوعات محولة للخارج}$$

وهذا المعيار يعبر بشكل أدق عن مدى مساهمة المشروع أو المؤسسة الاستثمارية في الاقتصاد القومي؛ لأنه يستبعد كافة المدفوعات المحولة للخارج، ويعود ذلك إلى أن بعض المشروعات التي تقام في الدول النامية بصفة خاصة قد تنتج قيمة مضافة صافية

كبيرة، ولكن جزء كبيراً منها يحول إلى الخارج، وبالتالي لا يتبقى للدولة المضيفة للاستثمار إلا القيمة المضافة الناتجة عن المشروع (Khalil , 2009).

**ثامناً:** نسبة الاستثمار المحلي إلى إجمالي الاستثمارات: ومعرفة هذا المؤشر يعطي دافعاً لمؤسسات الاستثمار للتركيز على الاستثمارات المحلية وذلك لما تمثله من دور في تحفيز الإنتاج، واستغلال الفرص الاستثمارية، وتحسين ميزان المدفوعات، والرفع من قيمة العملة المحلية، إذا وظف التوظيف الاقتصادي الهادف، فضلاً عن مساهمته في الحد من تسرب السيولة المحلية واستثمارها خارجياً سواء عن طريق الأسواق المالية، أو عن طريق البنوك الأجنبية من خلال الفوائد المعلنة، ويتم قياس ذلك:

$$\text{نسبة الاستثمار المحلي} = \frac{\text{الاستثمار المحلي} \times 100}{\text{إجمالي الاستثمارات}}$$

**ثالثاً:** مؤشرات الأداء المتعلقة بمقياس الكفاءة وتحقيق الربحية التجارية:

**أولاً:** مؤشر معدل العائد على الأموال المستثمرة: ويمكن قياس هذا المؤشر بالطرق التقليدية الآتية الذكر، ومن الجدير ذكره أن هذا المؤشر لا يقيس معدل العائد الذي حققه المستثمر بقدر ما يمثل مقياساً لكفاءة مدير الصندوق ومدى احترافه في إدارة أموال الصندوق، وهذا ينعكس إيجاباً على سمعة الصندوق، وبالتالي على أدائه، ويتم قياس العائد بهذه المعادلة:

$$م = \frac{(ق - 1) + ي + ر}{ق}$$

حيث إن:

م : معدل العائد على الاستثمار.

ق : قيمة الأصول الصافية في بداية الفترة.

ق 1 : قيمة الأصول الصافية في نهاية الفترة.

ي : الأرباح الإيرادية الموزعة.

ر : الأرباح الرأسمالية الموزعة.

كما يمكن للمؤشرات التقليدية كمؤشر شارب وترينور وجنسن المذكورة آنفاً أن تُعتمد كمؤشرات للأداء المالي، ولا يعتمد عليها كلياً كونها تقتصر في قياسها على عاملي العائد والمخاطر، وهذا التقييم قاصر؛ كون العوامل التي تؤثر على أداء الصناديق الاستثمارية كثيرة جداً، لا سيما في صناديق الاستثمار الإسلامية التي لا بد أن تخضع لمبادئ وقيم وأهداف الاستثمار الإسلامي.

ثانياً: مؤشر الالتزام الكامل بالمعايير الصادرة عن هيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية AAOIFI، والامتثال الكامل للمعيار (14) بخصوص صناديق الاستثمار (AAIOFI, 2007)، ويدخل ضمن ذلك القوائم المالية المقررة من قبل هيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية، لأن ذلك سيساعد المستثمرين على اتخاذ قراراتهم الاقتصادية، وكذا الالتزام بالمعايير الصادرة عن مجلس الخدمات المالية الإسلامية IFSB، كتلك المتعلقة بمعايير الاستثمار الإسلامي، وما جاء في المبادئ الإرشادية لضوابط برامج الاستثمار الجماعي (IFSB I. , 2009)، والتي أعطت الضوابط والمعايير والمبادئ التي يجب أن تلتزم بها صناديق الاستثمار الإسلامية.

**ثالثاً:** مؤشر تنوع مكونات الصندوق: بحكم الرسالة التي تضطلع بها مؤسسات الاستثمار الإسلامية، فهي لا تكتفي بنوع واحد في توجيه أموالها، بل تسعى بأن يعم نفعها كل القطاعات والمجالات، وهذا يفسره مبدأ الشمول في الاستثمار الإسلامي، والغرض من ذلك هو تحقيق التوازن بين كل القطاعات الإنتاجية في المجتمع، فهي تراعي البعد الاجتماعي كمرعاتها للبعد التجاري والاقتصادي، أضف إلى ذلك أن التنوع في المحافظ الاستثمارية قد يجنب الصناديق كثيراً من المخاطر التي تتحقق مالموظفت أموالها في مجال معين أو نشاط محدد، كما يعد التنوع Diversification أهم سمة من سمات الإدارة المحترفة للصناديق، غير أن التنوع الذي يرومه الباحث ليس التنوع في المحافظ الاستثمارية وإنما التنوع في المجالات والقطاعات الاقتصادية النافعة والأنشطة الاجتماعية الهادفة التي تخدم البيئات المحلية، وتلبي كافة الاحتياجات والمتطلبات الضرورية وفقاً لسلم الأولويات الإسلامية.

### خلاصة البحث

لقد بات من المعلوم أن طبيعة العمل في الأسواق المالية يشوبها الكثير من التعقيدات المالية والحيل التجارية، وبالتالي يحتاج المستثمرون والقائمون على مؤسسات الاستثمار الإسلامية إلى المزيد من التيقظ التام، والعقلية الناضجة المحترفة، والدراية الكاملة بأحوال الأسواق وسياساتها ومعاملاتها وعلاقاتها وتعاقدها، الأمر الذي يستدعي الدراسة المتعمقة لهذه الأسواق، والحذر قدر الإمكان من الخوض في معتركها، والابتعاد التام عن محاكاة الأنشطة والمجالات والأدوات الاستثمارية التقليدية، حتى لو بدا في ظاهرها الإباحة (فمن اتقى الشبهات فقد استبرأ لدينه وعرضه، ومن وقع في الشبهات وقع في الحرام)

[صحيح مسلم رقم (107) ج 3 ص 1219]، كما يدعو الباحث إلى الحذر الشديد من المحاكاة المفرطة للأساليب والطرق التقليدية لتوظيف الأموال؛ التي قد تجعل المستثمرين يغضون الطرف عن بعض التجاوزات الفقهية والمحظورات الشرعية، والقاعدة الشرعية (درء المفاسد مقدم على جلب المصالح).

وفي سبيل الوصول إلى تعزيز وتفعيل دور صناديق الاستثمار الإسلامية في عملية التنمية، لا بد من العمل الدؤوب في سبيل تعزيز دورها في تنمية المجتمعات الإسلامية، وبالتالي فإن من أهم العوامل التي قد تلعب دوراً كبيراً في تعزيز الدور التنموي للصناديق الإسلامية الآتي:

- 1- تعزيز الوعي المعرفي بمبادئ وأهداف الاستثمار الإسلامي.
- 2- تفعيل دور نظام الأولويات في السياسات والعمليات الاستثمارية.
- 3- الامتثال الكامل للمسؤولية الاجتماعية لدى صناديق الاستثمار الإسلامية.
- 4- الالتزام الكامل بمبادئ وأهداف الاستثمار الإسلامي ومقاصد الشريعة الإسلامية.
- 5- القوانين والتشريعات ودورها في تنظيم وتشجيع الاستثمارات التنموية.
- 6- خلق معايير ومؤشرات خاصة بالاستثمار الإسلامي لقياس وتقييم الأداء التنموي لصناديق الاستثمار الإسلامية.

ولأن الدور التنموي لا يكتمل إلا بالتقييم الناجح الذي يهدف لتعزيز الأداء وتعظيم الأثر، فهناك بعض المؤشرات التقليدية التي تستخدم في قياس وتقييم الأداء المالي لصناديق الاستثمار الإسلامية، إضافة إلى المؤشرات التي اقترحها الباحث والتي يمكن أن

تساهم في قياس وتقييم الأداء التنموي لصناديق الاستثمار الإسلامية، وهذه المؤشرات تقوم على قياس مدى تحقق ثلاثة معايير أساسية: السلامة الشرعية، أولويات المصلحة الاجتماعية، ومعيار الكفاءة وتحقيق الربحية التجارية.

### نتائج الدراسة:

- 1- تعتبر الدراسة أن صناديق الاستثمار الإسلامية أداة مهمة من أدوات حفظ مال الأمة وتنميته انطلاقاً من المقاصد الكلية التي جاءت شريعتنا الإسلامية لحفظها ورعايتها، وحتى لا يختلط المفهوم الإسلامي لصناديق الاستثمار عن المفهوم التقليدي، فإن صناديق الاستثمار الإسلامية هي أوعية مالية مشتركة تستهدف المدخرات لتوظيفها حسب الأولويات الإسلامية، ووفقاً لأدوات ومجالات الاستثمار الإسلامي، على وجه يحقق المنفعة العامة والخاصة بالشروط المتفقة وأحكام الشريعة الإسلامية.
- 2- بينت الدراسة أهم المزايا والخصائص التي يجب أن تتسم بها صناديق الاستثمار الإسلامية لتفعيل دورها في التنمية الاقتصادية والاجتماعية، وإحداث نقلة نوعية في المشروعات التنموية، وزيادة صافية في الأصول الإنتاجية والثروة القومية.
- 3- إن المسؤولية الاجتماعية كما هو مبدأ من مبادئ الاستثمار المسؤول الذي أقرته الأمم المتحدة، فإنه قبل ذلك شعوراً ينبع من ضمير المكلف لا بد أن يتحقق في نظام الاستثمار الإسلامي، كما يمثل تقاطعاً طبيعياً للاستثمار الإسلامي، واستكمالاً للمبادئ التي تدعو إليها الشريعة الإسلامية، وعليه

يمكن أن يكون عاملاً من أهم العوامل في تعزيز الأداء التنموي لصناديق الاستثمار الإسلامية.

4- توصلت الدراسة إلى ضرورة السعي الحثيث نحو إيجاد تععيد علمي للاستثمار الإسلامي لتكون بمثابة قواعد علمية، وإجراءات عملية، وضوابط حاكمة، لا يستغني عنها أي مستثمر، كالقواعد الفقهية التي لا يستغني عنها أي فقيه، كما أنها تشكل إطاراً مرجعياً للقائمين على مؤسسات الاستثمار الإسلامية.

5- خلصت الدراسة إلى أن هناك معايير ومرتكزات مستمدة من مبادئ الشريعة الإسلامية ومقاصدها، إضافة إلى مبادئ وأهداف الاستثمار الإسلامي ونظام الأولويات، يتم من خلالها تقييم الأداء التنموي للمشروعات الاستثمارية، واختيار أكثرها نفعاً وأعظمها منفعة، وخلصت الدراسة إلى أن هناك ثلاثة قوانين لا بد أن يخضع لها أي مشروع استثماري: قانون الشريعة، قانون المنفعة الاجتماعية، قانون المنفعة الاقتصادية (القومية)، وكل المعايير والمؤشرات التقييمية خاضعة لهذه القوانين.

6- جميع المعايير والمؤشرات التي تستخدمها صناديق الاستثمار الإسلامية في قياس وتقييم أدائها هي مؤشرات تقليدية، وهذه المؤشرات تهتم بقياس عنصرين أساسيين وهما: العائد، والمخاطر، ومن المعلوم أن مؤشرات لتقييم الأداء التجاري، ولا تصلح لتقييم الأداء التنموي، فمؤشرات شارب Sharpe Index وتريثور Treynor Index وجنسن Jensen Index ليست مناسبة لتقييم الأداء التنموي، وبالتالي فإن صناديق الاستثمار الإسلامية بحاجة إلى

ابتكار معايير ومؤشرات جديدة تتناسب مع رسالتها وأهدافها القومية في خدمة المجتمعات.

7- خلصت الدراسة إلى أن هناك جوانب أربعة رئيسية لا بد أن تؤخذ في الاعتبار في أي تقييم لأداء مؤسسات الاستثمار الإسلامية، هذه الجوانب هي: الجانب الشرعي، الجانب التجاري، الجانب الاجتماعي، والجانب الاقتصادي، وصناديق الاستثمار الإسلامية - كأداة من أدوات الاستثمار الإسلامي - أنشأت لتحقيق العديد من المقاصد الشرعية والاقتصادية والاجتماعية والتجارية، لذلك فإن التقييم يجب أن يوجه نحو الأنشطة المختلفة التي لها علاقة بهذه المقاصد.

8- اقترحت الدراسة بعض المعايير والمؤشرات التي ترى أنه يمكن أن تستخدم في قياس وتقييم الأداء التنموي لصناديق الاستثمار الإسلامية وتعزيز دورها في خدمة المجتمعات الإسلامية، من هذه المؤشرات:

أولاً: مؤشرات الأداء المتعلقة بمعيار السلامة الشرعية.

ثانياً: مؤشرات الأداء المتعلقة بتحقيق المنفعة الاقتصادية والاجتماعية.

ثالثاً: مؤشرات الأداء المتعلقة بمعيار الكفاءة وتحقيق الربحية التجارية.

### التوصيات:

1- توصي الدراسة جميع المستثمرين والقائمين على مؤسسات الاستثمار الإسلامية بتنمية وعيهم بنظام الاستثمار الإسلامي، وضرورة التقيد التام والالتزام الكامل بمبادئ وأهداف الاستثمار الإسلامي ومقاصد الشريعة الإسلامية في جميع العمليات الاستثمارية؛ كونها السبل الكفيلة لضمان نجاح

الاستثمارات وتحقيق أكبر قدر من المنفعة على مستوى الفرد والجماعة والدولة.

2- توصي الدراسة صناديق الاستثمار الإسلامية إلى تفعيل المسؤولية الاجتماعية كمبدأ من أهم مبادئ الاستثمار الإسلامي، لا بد أن يتحقق في أي عملية استثمارية تستهدفها أدوات الاستثمار الإسلامي، كونها تشكل عاملاً من أهم العوامل في تعزيز الأداء التنموي لصناديق الاستثمار الإسلامية.

3- نحو إيجاد صناديق استثمارية تنموية بدلاً من الصناديق التجارية، توصي الدراسة القائمين على مؤسسات الاستثمار الإسلامية إلى تبني وإصدار صناديق استثمارية تنموية، تهتم بأدائها التنموي بقدر اهتمامها بأدائها التجاري؛ كأداة من أدوات الاستثمار الإسلامي تولد أكبر قدر من المنافع وأعظم المصالح للأفراد والمجتمعات.

4- في سبيل تعزيز وتفعيل الدور التنموي لصناديق الاستثمار الإسلامية، توصي الدراسة القائمين على مؤسسات الاستثمار الإسلامية إلى التركيز على تعزيز عدة عوامل تحتاج إليها، من أهمها: تعميق الوعي لدى المستثمرين والقائمين على الصناديق بنظام الاستثمار الإسلامي، الإلتزام الكامل بالمقاصد الشرعية ومبادئ وأهداف الاستثمار الإسلامي في جميع السياسات والعمليات الاستثمارية، تفعيل نظام الأولويات الاستثمارية، تعزيز المسؤولية الاجتماعية، والعمل على إصدار معايير ومؤشرات خاصة بالاستثمار الإسلامي لقياس وتقييم الأداء التنموي لصناديق ومؤسسات الاستثمار الإسلامية.

- 5- توصي الدراسة على أن تكون جميع المعايير والمؤشرات المبتكرة في تقييم أداء صنادي الاستثمار الإسلامية مرتكزة على أربعة جوانب رئيسية: الجانب الشرعي، الجانب التجاري، الجانب الاجتماعي، والجانب الاقتصادي، وألا يطغى جانب على جانب؛ حتى يتحقق التكامل المنشود الذي يهدف إليه نظام الاستثمار الإسلامي في عمليات القياس والتقييم.
- 6- في إطار الاهتمام بالصناديق الإنمائية، توصي الدراسة إلى ابتكار معايير ومؤشرات جديدة تناسب مع الرسالة التي تضطلع بها صناديق الاستثمار الإسلامية، لقياس وتقييم أدائها وفق أهداف التنمية الشاملة؛ بغية تعزيز الأداء التنموي لتلك الصناديق، وأن تستقل صناديق الاستثمار الإسلامية بمعاييرها ومؤشراتها الخاصة في قياس وتقييم أدائها تأخذ في الاعتبار العوامل النوعية، والأهداف التي يدعو إليها نظام الاستثمار الإسلامي.

#### REFERENCES:

- AAIOFI, A. f. (2007). *Accounting, Auditing and Controls Standards for Islamic Financial Institutions*. Al-Manamah: Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAIOFI).
- Abu Ghaddah, A. (2004). Islamic investment funds, an extensive jurisprudence study. *The 14th Annual Scientific Conference (Islamic Financial Institutions)*. Emirates University.
- Afer, M. A. (1985). *Islamic Economics, System, Population, Welfare and Zakat*. Dar albayan alarabi.
- Al-Qari, M. (2005). *Islamic investment funds*. Retrieved from Dr. Muhammad Al-Qari's website: [www.elgari.com](http://www.elgari.com)

- alsayfi, S. (2012). The impact of the global financial crisis on the performance of Islamic and conventional investment funds as measured by the CAPM capital asset pricing model and APT arbitrage pricing theory, the GCC as a model.
- As-Salahin, A. (2007). Islamic investment funds (Concept and Characteristics). *Finacial Market Conference*. Emirates University.
- Awad Allah , S. A. (2009). Investment funds, study and analysis from the perspective of Islamic economics. *14th Annual Conference of Islamic Financial Institutions* (p. 782). Abu Dabi: Emirates University.
- Bodie, Kane, & Marcus. (2002). *Investments* (Fifth Edition ed.). McGraw-Hill.
- Buddyia, & Kuhli. (2013). The nature of the economic and social dimension of Islamic investment funds and the extent of their contribution to achieving sustainable development. *The Second International Forum on Islamic Finance*. Safaqis, Tunisia.
- Buraq, & Qumman. (2011). Performance of Socially Responsible Investment Funds and Islamic Mutual Funds. *The first international forum of the Institute of Economic Sciences*. Algeria University.
- Dailah, H. (2012). *Investment funds, a practices jurisprudence study* (1st ed. ed.). Riyadh: Dar kunuz ashbilya.
- Dawaba, A. M. (2004). *Investment funds in Islamic banks between theory and practice*. International Institute of Islamic Thought, Dar es Salaam.
- Dawabah , A. M. (2006). *The role of financial markets in supporting long-term investment in Islamic banks*. Cairo: Dar Al Salam.

- Dusuki, A., & Salman, S. (2008). *Islamic Capital Markets: Products, Regulation & Development*. Islamic research and Training Institute, IDB.
- Elfakhani, S., & Kabir Hassan, M. (n.d.). Performance of Islamic Mutual Funds. *12th ERF Conference*.
- Esmail, O. M. (2010). *Investment guarantees in Islamic jurisprudence and its contemporary practices*. Amman: Dar alnafayis.
- Frederick, A. (1988). *Investments An Introduction to Analysis and Management* (Sixth edition ed.). USA: Prentice Hall.
- Geoffry, A., & Stanley , B. (2012). *Fundamentals of Investment Management* (Tenth edition ed.). New York: McGraw-Hill.
- Hammad, A. A. (2010). *The regulations of Islamic investment funds, a comparative legal study*.
- Harak, A. (1988). *Companies of investment*. Cairo: Dar Al-Sahwa for printing and publishing.
- Hattab, S. (2007). *Investment portfolios, stock indices and investment funds*. Abu Dhabi: Securities Exchange (ADX).
- IFSB. (2020). *Islamic Financial Services Industry “Stability Report”*. Kuala Lumpur: Islamic Financial Services Board (IFSB).
- IFSB, I. (2009). *Guidelines for the Controls of Islamic Collective Investment Programs*. Kuala Lumpur: Islamic Financial Services Board (IFSB).
- IFSB, I. (2015). *Islamic Financial Services Industry “Stability Report 2015”*. Kuala Lumpur: Islamic Financial Services Board.

- IIIT, I. (2010). *Encyclopedia of Islamic economics in banking, money and financial markets*. Cairo: International Institute of Islamic Thought, Dar es Salaam.
- Kalawi, G. (2009). *Islamic banking is a modern necessity, why? and how? (Arabic version)*. (2nd ed. ed.). Damascus: Dar almaktabti.
- Khalil , M. (2009). *Feasibility studies and evaluation of investment projects*.
- Malkawi, A. (2018, 6 18). *Economical development*. Retrieved from Al Jazeera website: <http://www.aljazeera.net/specialfiles/pages/c73b7204-f2e5-4083-9476-9908b7e5bf64>
- Mark , M. (2007). *Mutual Funds, An introduction to the core concepts*. Singapore: John Wiley & Sons.
- Market, T. 4. (2008). *The Islamic Funds & Investments Report*, . The 4th Annual World Islamic Funds & Capital Market, Conference 2008.
- Marketplace”, M. “. (2014). *Landmark year for global Islamic Finance Industry, report*. Malaysia “world’s Islamic Finance Marketplace”.
- Merdad, H., Kabir, H., & Alhenawi, Y. (2010). Islamic Versus Conventional Mutual Funds Performance in Saudi Arabia: A Case Study, Vol. 23 No. 2, pp: 163-200 (2010 A.D./1431 A.H.), p.163-164. *JKAU: Islamic Econ.*, 23(2), 163-200.
- Nasser, A. (2009). *Islamic finance and investment methodology, characteristics and pillars, methods and tools, controls and procedures* (First ed.). Dar almuhdithina.
- Omer, Yasser Abdullah & Zakariyah, Habeebullah. (2021). Zakat on Investment Portfolios: AFiqhi Ta’sili Studies. *Journal of Islam in Asia* (E-ISSN 2289-8077), 18(1), 94–114. <https://doi.org/10.31436/jia.v18i1.1021>

- Reuters, L. T. (2014). *Islamic Asset Management: A Global Opportunity, Global Islamic Asset Management*. Lipper Thompson Reuters, Global Islamic Finance Forum.
- Robert , O., & Theresa , H. (2011). *The Fund Industry, how your money is managed*. Canada: John Wiley & Sons.
- SC Malaysia . (2012). *Guidelines on Real Estate Investment Trusts*. Kuala Lumpur: Security Commission Malaysia.
- Shabra, M. U. (1992). *Towards a fair monetary system* (3rd ed.). Washington: International Institute of Islamic Thought.
- Sufian, A. (2018). A personal interview conducted by the auther with Dr. Ahmed Sufian, member of the Shariah Supervisory Board of KENANGA Investment Company. *Islamic investment funds* . (t. auther, Interviewer) Kuala Lumpur.
- Usmani, M. (2010). *Islamic Investment Funds*., Hyderabad, India: Arindam Banerjee, Islamic investments, issues and country experiences.



## المنظومة القانونية والرقابية وأثرها في تحقيق حماية حملة الصكوك: تجربة ماليزية

### **The Legal and Regulatory System and Their Impact on Achieving the Protection of Sukuk holders: The Malaysian Experience**

Said Adekunle Mikail

International Centre for Education for Islamic Finance (INCEIF)

saidmikail@inceif.org, saidmik@gmail.com

#### الملخص

يعد من أساسيات انتظام الصناعة المالية الإسلامية خضوعها للعديد من الحماية القانونية والتنظيمية التي أثرت بشكل مباشر أو غير مباشر على تقدم أنشطة الصناعة التمويلية والاستثمارية. وقطاع سوق رأس المال الإسلامية وخاصة الصكوك من أكثرها تأثراً بذلك. لكن تداول الصكوك على المستوى الدولي والمحلي قد تعرقله اختلافات المنظومة القانونية والمذاهب الفقهية الأمر الذي قد يؤدي إلى ضعف التيقن وحلل القوانين الحاكمة. ولا شك أن الاستثمار في الصكوك يستلزم توفير الطمأنينة والثقة من المستثمرين على وفرة الحماية اللازمة من القانون والجهاز الرقابي ووحدة الإطار التنظيمي وملائته لطبيعة الصكوك. وفي هذا الإطار يأتي هذا البحث لدراسة المنظومة القانونية والرقابية المطبقة على الصكوك في ماليزيا وكيفية تحقيقها لحماية حملة الصكوك. تم استخدام المنهج الوصفي والتحليلي لدراسة وضع هذه المنظومة والبيانات الوثيقة بالموضوع والمصادر مع تحليلها لاستنباط عناصر حماية حملة الصكوك. توصل البحث إلى أن أهم أغراض المنظومة القانونية والرقابية وهو يكمن في كسب ثقة المستثمرين وتوفير الطمأنينة والشفافية وترسيخ العدالة يحول دون ذلك اختلاف القوانين وازدواجية الأنظمة الرقابية. وأن تطوير الصناعة بحاجة ماسة إلى إيجاد وتحسين الإطار التنظيمي الخاص بها لحل تحديات أو تقليدها، وإتاحة الفرص التنافسية مع الصناعة المالية التقليدية بالتساوي.

**الكلمات المفتاحية:** المنظومة القانونية والرقابية، الصكوك، حماية حملة الصكوك، تجربة

ماليزية.

**Abstract**

One of the basics of the regularity of the Islamic financial industry is that it is subject to many legal and regulatory protections that directly or indirectly affected the progress of its financing and investment activities. The Islamic capital market sector, especially Sukuk, is one of the most affected products. However, the tradability of Sukuk at the international and local levels may be hindered by differences in the legal system and jurisprudential schools of thought, which may lead to a lack of certainty and a defect in the applicable laws. There is no doubt that investing in Sukuk requires providing reassurance and confidence from investors on the abundance of the necessary protection from the law, the supervisory apparatus, the unity of the regulatory framework and its adequacy with the nature of Sukuk. In this context, this research comes to study the legal and supervisory system applied to Sukuk in Malaysia and how to it helps actualize Sukuk-holders' protection. A descriptive and analytical approach were employed to study the status of this system and the relevant data and sources, along with its analysis, to derive the elements of protection for Sukuk holders. The research finds that the most important objectives of the legal and regulatory system lie in gaining the confidence of investors, providing reassurance, transparency, and consolidating justice, the difference in laws and the instability of regulatory systems are stumbling blocks to all that. It is noteworthy that the development of the Islamic finance industry is in urgent need to either have its own regulatory framework or to improve the existing ones to address challenges or reduce them. It should be given competitive opportunities with the conventional financial industry on an equal footing.

**Keywords:** Legal and Regulatory framework, Sukuk, Sukukholders' protection, Malaysian experience.

**مقدمة**

إنّ أكبر الإشكاليات التي تواجه الصناعة المالية الإسلامية خضوعها لتشريعات وقيود عدة على مستويات عديدة والعكس كذلك وارد. وأهم من ذلك وجود قيود قانونية وتنظيمية التي تؤثر على تقدم الصناعة والتوسّع من أنشطتها المختلف في معظم السلطات القضائية للمالية الإسلامية. ومن أكثر القطاع تأثيراً أمام هذه المعوقات القانونية قطاع رأس المال الإسلامي وخاصة الصكوك. وإذا وجدت السوق يتم التداول فيها على مستوى العالم مع اختلافات التشريعات القانونية والمذاهب الفقهية في بعض منتجاتها أو أكثرها يؤدي هذا الأمر إلى ضعف التيقن وخلل في القوانين الحاكمة في هذا المجال

(عجينا، 2011). ولقد كان من مستلزمات الاستثمار في الصكوك توفير الطمأنينة والثقة لجمهور المستثمرين وتولي النظام والقانون توفير الحماية اللازمة لاستثماراتهم. ونجاح الصكوك يعتمد بشكل كبير على توحيد الإطار التنظيمي الذي يحكمها وملائته لطبيعة الصكوك. تضمن البحث خمس محاور وخاتمة.

### أهداف البحث

يهدف هذا البحث إلى ما يلي:

- 1- دراسة المنظمة القانونية والرقابية الوثيقة بالصكوك في ماليزيا
- 2- هيكل المنظمة الرقابية للصكوك في ماليزيا
- 3- حماية حملة الصكوك عبر المنظمة القانونية والرقابية في ماليزيا
- 4- كيفية تحقيق حماية حملة الصكوك

### أسئلة البحث

يهدف البحث إلى الإجابة عن الأسئلة التالية:

- 1- ما هي أهم المنظمة القانونية والرقابية الحاكمة للصكوك في ماليزيا؟
- 2- ما هي هيكل المنظمة الرقابية للصكوك في ماليزيا؟
- 3- كيف يتم تحقيق حماية حملة الصكوك؟

### منهجية البحث

استخدم هذا البحث على الأسلوب الوصفي وذلك بالاعتماد على دراسة واقع المنظمة القانونية والرقابية في ماليزيا بقصد الوصول إلى استنتاج أهم عناصر حماية حملة

الصكوك في سوق رأس المال الإسلامي. ويعتمد البحث كذلك على البيانات الثانوية وذلك بجمع المراجع والكتب والأوراق البحثية والمنشورات بالإضافة إلى التقارير السنوية للجهات المطلوب دراستها والنشرات والسجلات في مجال الصكوك.

### المحور الأول: الهيكل العام للإطار التنظيمي في إصدار الصكوك

مما لا شكّ فيه أن الصكوك قطاع من قطاعات سوق رأس المال الإسلامي، وتشكيل السلطة أو السلطات التنظيمية لهذا السوق تختلف من دولة إلى أخرى فمثلاً في ماليزيا (SC, 2017; ISRA, 2015; SC, 2009) سوق رأس المال الإسلامي تخضع للسلطات التالية وهي:

- 1- هيئات الرقابة العامة وهي هيئة الأوراق المالية الماليزية، والبنك المركزي الماليزي، وهيئة الشركات الماليزية مركز لابوان التجاري والمالي الدولي. وهذه السلطات الأربع أنشئت بتقنين القوانين الخاصة من قبل السلطة التشريعية والمبادئ الإرشادية التي تناسب عمليات سوق رأس المال الإسلامي من حين إلى آخر.
  - 2- الهيئات غير الحكومية وهي التي تمثل المؤسسات غير الحكومية والممارسين في الميدان وتنشر المبادئ الإرشادية لترشيد السوق وتعزيز المهارة المهنية.
  - 3- الهيئات العالمية الداعمة للسوق وهذه الهيئات تشتغل على المستوى العالمي.
- وأهمها ما يلي:

الأولي: الهيئة العالمية لهيئات الأوراق المالية

الثانية: مجلس الخدمات المالية الإسلامية

الثالثة: هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية

الرابعة: المؤسسة الإسلامية الدولية لإدارة السيولة

كل من هذه الهيئات لها دور فعال في وضع القوانين والأطر التنظيمية والمبادئ الإرشادية التي تحقق العدالة والشفافية والانضباط والثقة والاطمئنان لكافة المتعاملين في السوق سواء كانوا مواطنين أو مستثمرين خارج الدولة. وهذه الأنظمة ينبغي أن يراعى من نواحي عدة أهمها:

- 1- مراعاة أنظمة الدولة وهي مطلوبة شرعاً لقوله تعالى: ﴿يَأْتِيهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا أَطِيعُوا اللَّهَ وَأَطِيعُوا الرَّسُولَ وَأُولِي الْأَمْرِ مِنْكُمْ﴾ [سورة النساء: 59].
- 2- المحافظة على الوفاء بالعقود والشروط والعهود، قال تعالى: ﴿يَأْتِيهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا أَوْفُوا بِالْعُقُودِ﴾ [سورة المائدة: 1].
- 3- مراعاة للمصلحة<sup>1</sup> وهذا مقصد من مقاصد الشريعة.

### التعريف بالإطار التنظيمي والهدف العام منه

عرفت هيئة الأوراق المالية الماليزية الإطار التنظيمي (SC,2009) بـ "مجموعة القوانين والضوابط والإجراءات والهيئات التي تحدد السوق يعمل فيها الصناعة المالية" وهذا يشمل تطبيق تلك القوانين والإرشادات ليكون التعامل في السوق حسب المستوى المسموح به. وهذا كله لتنظيم وضع السوق وسلوكيات الممارسين فيها وضبطها.

<sup>1</sup> وتقدير المصالح والمفاسد راجع إلى اعتبار الشرع لها، قال شيخ الإسلام ابن تيمية: (( لكن اعتبار مقادير المصالح والمفاسد هو بميزان الشريعة، فمضى قدر الإنسان على اتباع النصوص لم يعدل عنها، وإلا اجتهد برأيه لمعرفة الأشباه والنظائر، وقل أن تعوز النصوص من يكون خبيراً بما وبدلالاتها على الأحكام )) [الأمر بالمعروف لشيخ الإسلام ابن تيمية، ص 10].

**الهدف من الإطار التنظيمي:** يقصد الإطار التنظيمي إلى حماية المستهلكين، وإلى وضع القيود العادلة للمنافسة، وإلى الاحتفاظ بالمعايير المناسبة التي تضبط سلوكيات اللاعبين في السوق (IOSCO,2002; SC,2009).

ومن فوائد الإطار التنظيمي الفعال ضمان الثقة والاطمئنان وزيادتهما لدى كل المتعاملين والتخفيف من المخاطر النظامية في ميدان أسواق رأس المال الإسلامية ومن بينها الصكوك، وكل يرجع بشكل مباشر أو غير لحماية المستثمرين. (IOSCO,2002)

**الإطار التنظيمي والمستثمرون:** من أهم أهداف الإطار التنظيمي هو حماية المستثمرين وهذا يشمل حملة الصكوك. وذلك لأن الأنظمة الفعالة تعزز ثقة كل من المستثمرين المحليين والدوليين وتحافظ على حمايتهم وتؤكد شفافية المعلومات والتعامل وتسعى لسد السلوك الاحتياطي. (SC, 2009)

ومنها أيضاً تطوير السلوك المهني بين المتعاملين في السوق لضمان العدالة والشفافية ودفع احتمال وقوع ظاهرة التخلف وتقليلها. وأن تميز السوق وفعاليتها لا ينحصر فقط في العدالة والشفافية بل بضمان الثقة القانونية ( SC,2009; Rahail, A., 2009)

وقد ضربت ماليزيا أروع مثل من بين السلطات القضائية السائدة في المالية الإسلامية بالتزام بتطبيق الإطار التنظيمي القائم على مبدأ الإفصاح. وذلك بالتركيز على حصول مستوى عال من الإفصاح، والإجراءات اللازمة لتوافر المتطلبات، وحوكمة الشركات في السوق. ومن واجبات هيئة الأوراق المالية الماليزية وغيرها من الجهاز الرقابي لسوق رأس المال إلزام المؤسسات والمتعاملين في السوق استمرار الإفصاح بالمعلومات المطلوبة الوثيقة بالاستثمار (والصكوك) وضمان الرعاية وتوافر الإجراءات اللازمة

للحصول على المتطلبات من المدراء والمستشارين والخبراء وضعها (هذه المعلومات) في نشرة إصدار الصكوك (Abdullah, M.R, 2009; SC, 2009)., 2009 عجبنا، 2011) بالإضافة إلى تطوير القوانين لتواكب التطورات الحديثة وتغيرات السوق وإعطاء صبغة إلزامية للتقيد بمستوى عال من الإفصاح والإجراءات اللازمة ولرفع مستوى الحوكمة، أنشئ الجهاز الرقابي للإشراف على المسؤولية الجنائية للجرائم المتعلقة بسوق رأس المال.

هذه الخطوات منظومة من قبل السلطة الماليزية لتعزيز حماية المستثمرين وحملة الصكوك داخلين فيهم دخولاً أولياً فيما يخصّ الصكوك وإتاحة الفرص للمستثمرين وحملة الصكوك لاتخاذ القرار المناسب تجاه استثماراتهم. وأنه يلزم توحيد الإطار التنظيمي وملائمته لطبيعة الصكوك لنجاح الصكوك المراد إصدارها.

((Abdullah, M.R., 2009

### المحور الثاني: المنظومة القانونية في إصدار الصكوك في ماليزيا

فمن أهم الإطار التنظيمي، الإطار القانوني ويمكن أن يطلق عليه المنظومة القانونية وهي سن القوانين التي تحكم عمليات سوق رأس المال وتراقبها والمتعاملين فيه. وأهم التشريعات المطبقة على صناعة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ما يلي:

#### 1- قانون سوق رأس المال والخدمات عام 2007

إنّ قانون سوق رأس المال والخدمات عام 2007 هو القانون الرئيس الذي يحكم أنشطة الأوراق المالية وعملياتها وتم سنّه في مايو عام 2007 من قبل مجلس البرلمان

الماليزي. ومن أهم أهداف هذا القانون هو ضمان حماية المستثمرين وتعزيز ثقة الوكلاء أمام حملة السندات وتقوية هيئة الأوراق المالية الماليزية. وأهم من هذا كله إضافة مواد جديدة مادة رقم 316 و317 لاعتبار سوق رأس المال الإسلامي ضمن قطاع الأوراق المالية المعتمدة بموجب هذه المواد.

## 2- قانون هيئة الأوراق المالية الماليزية عام 1993

تم تأسيس هيئة الأوراق المالية الماليزية بموجب هذا القانون لتكون هيئة وحيدة معتمدة لها سلطة الإشراف والمراقبة على أنشطة الأوراق المالية وقبل ذلك توجد هيئات مختلفة تشرف على أسواق رأس المال. ومن إضافات جديدة في هذا القانون منح الهيئة تسهيل إجراءات قبول عمليات الشركات وضمن الحماية الكافية للمستثمرين في أسواق رأس المال.

## 3- قانون الشركات عام 1965

هذا القانون هو الوحيد الذي يحكم كل الشركات التي تشغل في ماليزيا ويوجد فقط ثلاث أنواع من الشركات التي يلزم قانوناً أن تسجل للحصول على رخصة التشغيل في ماليزيا وهي:

- الشركات المحدودة بالأسهم
- الشركات المحدودة بالضمان
- الشركات غير المحدودة

وتضمن هذا القانون مادة بموجبها أسست الهيئة للشركات. وتضمن كذلك الأساس التشريعي لحماية المستثمرين وإفصاح الشركات عن المعلومات اللازمة للأسهم للمستثمرين.

#### 4- قانون الخدمات المالية الإسلامية عام 2013

هذا القانون هو قانون موحد يتضمن قانون المصرفية الإسلامية عام 1983 والمواد المناسبة لأنشطة المالية الإسلامية وعملياتها من قانون المصرفية والمؤسسات المالية عام 1989. وتضمن إلى موادها نصوص هامة لتطوير الصناعة المالية الإسلامية والتوسع من أنشطتها التجارية.

بالإضافة إلى القوانين السابق ذكرها، فهناك مبادئ إرشادية تنشرها هيئة الأوراق المالية الإسلامية لتوجيه سوق رأس المال الإسلامي، ومما يناسب الصكوك من هذه المبادئ مايلي:

1- المبادئ الإرشادية لإصدار الصكوك

2- المبادئ الإرشادية لإصدار الصكوك المدعومة بالأصول.

وكل هذه القوانين والمبادئ الرقابية وضعت أساساً لضمان أمور ثلاثة وهي العدالة والشفافية والاطمئنان وثمرتها حماية الأطراف المتعاملة في السوق وتفاذي المخاطر التنظيمية. (systemic risks)

### المنظومة القانونية وأهميتها في إصدار الصكوك

هناك العديد من القوانين وضعتها السلطات القضائية الرئيسة للمالية الإسلامية لضبط أنشطة أسواق الصكوك وخاصة حماية حقوق حملة الصكوك. (ISRA, 2017) وتكمن أهمية المنظومة في ما يلي:

ضمان ثقة حملة الصكوك: حيث أكد علي (SC,2009) على أنّ غياب المنظومة القانونية يؤدي إلى المخاطر القانونية وهي أكبر إشكال وشجب لحملة الصكوك. وخاصة إذا فقد حملة الصكوك حقوقهم أو لاعتبار لحقوقهم أمام السلطة القانونية في بلد أصدر منه الصكوك وتمت مداولتها فيه. ولذلك الثقة القانونية تعتبر أكبر عوامل ضمان الحق لدى المستثمرين بما فيهم حملة الصكوك.

وخير مثال لضرر فقدان المنظومة القانونية التي تضمن حماية حملة الصكوك، قضية صكوك غودين بالت (Golden Belt Sukuk)، وفيها تم إصدار الصكوك من قبل مجموعة السعد عام 2007، وقدرها 650 مليون دولار أمريكي لمدة خمس سنوات. تم تشكيل هذه الصكوك في بحرين وإصدارها على أساس مبدأ المنفعة. وفي عام 2009 تخلف المصدر عن دفع الأقساط لسبب يرجع إلى فقدان الرقابة والمتابعة من قبل هيئة الرقابة، لأنّ مجموعة السعد غلبت عليها الديون وأعجزتها ثم واجهتها الأزمة المالية العالمية ( ISRA, 2015).

ويستفاد من العرض السابق تثقيف الصكوك بالإطار الرقابي والإشرافي والحوكمة المتميزة.

ثم إنّ أهم عامل لضمان حقوق حملة الصكوك هو تملك حملة الصكوك الأصول التي تمثلها الصكوك ( ISRA, 2010; IFSB, 2009; Usmani, M.T,2007).

ولما كان من الصعوبة بمكان نقل الناس عموماً والممارسين في سوق رأس المال على وجه الخصوص جرى في أغلب السلطات القانونية للمالية الإسلامية المضي على نمط قانون إنكلترا العام (common law) وذلك تلبية لضروريات هيكلية إصدار الصكوك والتي تفرض في بعض الإصدار الفصل بين الملكية القانونية والملكية العدلية أو الملكية النفعية. وهذا الفصل سائغ وساري المفعول في قانون إنكلترا بخلاف القانون المدني (civil law) الذي تبني أصول الأحكام الرومية. وإمكانية الفصل بين تانكم المالكيتين (القانونية والعدلية) جعل السلطات القانونية التي تطبق قانون إنكلترا أرضاً خصبة لإصدار الصكوك. ولما لم يكف يوجد أكثر البلدان في الشرق الأوسط، قانون الأمانة (trust law) الذي يؤتي المجال للفصل بين المالكيتين المنبثقتين من قانون إنكلترا، يلجأ إلى مبدأ أو عقد الوكالة. (Haneef, R., 2005; Fitri Ellias, R. et al., 2013; Haneef, R.2009)

والذي يمكن أن يستفاد من هذا كما أشار إليه (SC, 2009) أنه لا بدّ لتطوير حركة إصدار الصكوك من التعاون بجدارة من القطار التشريعي والجهاز الرقابي لإتاحة فرص إصدار الصكوك وسد الثغرة أو مقاومة العقاقلة التي تُعرقها وذلك بإدراج اللوائح اللازمة ضمن القانون التشريعي والرقابي التي تسهل عملية إصدار الصكوك وتجعلها مرغوباً ولا أقل رغبة أو جودة من السندات المنظومة على أساس الربا المحرم شرعاً. وقد يكون بإنشاء منظومة قانونية ورقابية مستقلة تلي حاجة إصدار الصكوك.

### المحور الثالث: المنظومة الرقابية على المستوى المحلي

الجهات الرقابية لسوق رأس المال الإسلامي تختلف من دولة إلى أخرى وذلك تبعاً للأنظمة المطبقة في الدولة. والعديد من السلطات القضائية الرئيسة للمالية الإسلامية أنشأت جهازاً خاصاً ببناءً على منظوماتها الرقابية المحلية للإشراف على عمليات سوق رأس

المال الإسلامي والمؤسسات المالية الإسلامية التي تعمل في هذا القطاع، مع أن علمية التمويل والاقتصاد أدت إلى تقارب هذه المنظومة الرقابية بشكل عام. (ISRA, 2017) من مهام الجهاز الرقابي في هذا القطاع إصدار مبادئ إرشادية، وهيئة الأوراق المالية الماليزية تنشرها لتوجيه وإرشاد سوق رأس المال الإسلامي ومما يناسب الصكوك من هذه المبادئ ما يلي:

### المبادئ الإرشادية لإصدار الصكوك:

من المعلوم أنّ الصكوك لا بد أن تكون منسجماً مع المبادئ والعقود الشرعية وعلى المسؤولين عن إصدار عرضها للحصول على المجلس الاستشاري الشرعي في هيئة الأوراق المالية الماليزية. لذلك، تحتوي المبادئ الإرشادية قائمة من العقود والمبادئ الشرعية التي تستخدم لهيكل الصكوك وتسجيلها وتداولها. وإذا اقترح فريق إصدار الصكوك أي عقد أو مبدأ خارج العقود والمبادئ الشرعية الموجودة في القائمة يلزم عرضها على المجلس الاستشاري الشرعي للحصول على الموافقة. (SC, 2015) والغرض من هذا ضمان موافقة الصكوك للشرعية ومبادئها. فبالإضافة إلى ما سبق، تتضمن المبادئ الإرشادية ما يلي:

- 1- تسليم المستندات والأوراق اللازمة لإصدار الصكوك
- 2- تعيين المستشار الشرعي أو المؤسسات المالية الإسلامية لتتولى مهمة توجيه المصدر وترشيده لاختيار العقود الشرعية المناسبة لطبيعة الصكوك والجوانب الأخرى اللازمة في إجراءات إصدار الصكوك.
- 3- القيام بإجراءات تصنيف كفاءة الصكوك من قبل وكالة التصنيف المعتمدة إلا إذا كانت الصكوك ليست خاضعة للتداول.
- 4- موافاة هيئة الإشراف والرقابة بميكل الصكوك.

5- بيان بمصاريف المبالغ التي تجمع من خلال الصكوك  
6- الإفصاح باللازم عن الصكوك لحملة الصكوك  
وهذا بالإضافة إلى بعض المتطلبات الرقابية التي تتعلق بأصول التصكيك، من أهمها. ما يلي:

- 1- مواصفات أصول التصكيك.
- 2- معلومات عن عمليات المصدر وأنشطته.
- 3- معلومات تثبت موافاة معايير البيع الحقيقي لأصول التصكيك أو معلومات عن SPV.

- 4- معلومات عن اتفاقيات الأمانة (trust deed)
- 5- إفادة عن مسؤولية مستخدم الأصول.
- 6- مصاريف الأموال المكتسبة من التصكيك.
- 7- موافاة متطلبات الجهات الرقابية الأخرى والحصول على موافقتها قبل تسليم الطلب إلى هيئة الأوراق المالية الماليزية.

ولا بدّ من المصدر الالتزام بالمبادئ الإرشادية سندت الديون الخاصة والمبادئ الإرشادية لإصدار الصكوك. وفي حالة وجود غموض في بعض المبادئ والعقود الشرعية، يرجع المصدر إلى المجلس الاستشاري الشرعي التابع لهيئة الأوراق المالية الماليزية. وكل هذه القوانين والمبادئ الإرشادية والرقابية وضعت أساساً لضمان أمور ثلاثة وهي العدالة والشفافية والاطمئنان وثمرتها حماية الأطراف المتعاملة في السوق وتفادي المخاطر التنظيمية (systemic risks).

## المحور الرابع: المؤسسات الداعمة للصناعة المالية الإسلامية على المستوى الدولي

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 الإسلامية.

**القسم الأول:** المؤسسات العامة وهذا يتمثل في المؤسسات الداعمة لسوق رأس المال بصفة عامة وهي تدعم سوق رأس المال الإسلامي وسوق رأس المال التقليدي. وأهم هذه المؤسسات، الهيئة العالمية لهيئات الأوراق المالية.

### الهيئة العالمية لهيئات الأوراق المالية

هي هيئة أسست بقصد جمع كلمة هيئات الرقابة للأوراق المالية على الصعيد العالمي وتعتبر مصدرة للمعايير التي تطبق في قطاع الأوراق المالية على المستوى العالمي. ومن مهامها كذلك إعداد المعايير المعتمدة عالمياً لتنظيم الأوراق المالية وتطبيقها وتطويرها على المستوى العالمي.

ولقد أصدرت الهيئة ثلاثين قاعدة لتنظيم عمليات الأوراق المالية في المستوى العالمي بناءً على أهدافها الثلاثة الآتي ذكرها.

إنّ هذه الهيئة ترمي إلى تحقيق ثلاثة أهداف رئيسة هي:

أولاً: حماية المستثمرين

ثانياً: ضمان وجود أسواق تقودها العدالة والشفافية والفعالة أو أسواق عادلة

وفعالة وشفافة.

ثالثاً: تقليل المخاطر التنظيمية. (IOSCO,2002)

### المؤسسات الإسلامية الداعمة لأسواق رأس المال الإسلامية

هناك العديد من المؤسسات الداعمة للصناعة المالية الإسلامية بصفة عامة وتدخل تحت الصناعة قطاع رأس المال الإسلامي. ومن أهم هذه المؤسسات ما يلي:

#### مجلس الخدمات المالية الإسلامية:

إن المجلس هو هيئة دولية تقصد إلى وضع معايير رقابية وإرشادية من وقت لآخر لتطوير الصناعة المالية الإسلامية وتعزيزها. وتضم هذه المعايير القطاعات الثلاث الرئيسية ومنها قطاع رأس المال الإسلامي. ويقوم المجلس بإجراءات مكثفة في سبيل إعداد هذه المعايير. وتشمل الإجراءات في عقد العديد من الجلسات العلمية من ندوات ومؤتمرات على المستويات الثلاث وهي المستوى الدولي، والمستوى الإقليمي، والمستوى المحلي. ويعقد هذه الجلسات بالتعاون مع السلطات الرقابية والخبراء الميدانيين والمراكز البحثية والتعليمية ذات اهتمام بالصناعة المالية الإسلامية. تم تأسيس مجلس الخدمات المالية الإسلامية عام 2002 في ماليزيا وبدأ التشغيل عام 2003.

ومن مبادئ المجلس الإرشادية الوثيقة بقضية حماية حملة الصكوك، مبادئ متطلبات كفاية رأس المال للصكوك. وفيها مبدأ الاعتراف بنقل المخاطر، ومبدأ معالجة تسهيلات السيولة وغيرهما.

ففي مبدأ الاعتراف بنقل المخاطر توجد عدة نصوص التي تحمي حقوق حملة الصكوك. وفي فقرة (29) (ب) "ألا يحتفظ الناقل (أي المنشئ) بسيطرة فعلية أو غير مباشرة على الموجودات المنقولة..." (ج) "تكون للمالكي الصكوك (أي المستثمرين) حق المطالبة على مجموعة الموجودات موضوع الصكوك فقط. وفي فقرة (30) "من أجل الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها، يجب أن تنتقل الهيكلية كل حقوق ملكية

الموجودات من المنشئ عبر المصدر إلى المستثمرين. وحسب النظام القانوني المعمول به، فإنّ حقوق الملكية هذه لا تشمل بالضرورة الملكية المسجلة...<sup>2</sup> وفي الفقرة 42 من مبدأ معالجة تسهيلات السيولة "إنّ إعطاء تسهيلات نقدية مقدماً من متعهد خدمة على أساس قرض بدون فائدة يدفع من متعهد الخدمة إلى كيان ذي غرض خاص للتأكد من دفع المبالغ للمستثمرين في وقت استحقاقها مثل الحالات التي يكون فيها فرق زمني بين التحصيل النقدي والمدفوعات..."<sup>2</sup>

ثم إنه ينبغي الإشارة إلى أنّ هذه المبادئ الرقابية والإرشادية التي تم إصدارها من قبل مجلس الخدمات المالية الإسلامية تكمل الفحوات الموجودة في بازل والهيئة العالمية لهيئات الأوراق المالية والهيئة العالمية للسلطات الإشرافية على التأمين.

### هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية

هيئة المحاسبة والمراجعة أنشأت أساساً لتطوير المحاسبة والمراجعة للصناعة المالية الإسلامية وذلك عن طريق عقد التدريبات والندوات والمؤتمرات وإصدار النشرات الدورية وإعداد الأبحاث العلمية. أسست الهيئة في 1 صفر عام 1310 الموافق لـ 26 فبراير عام 1990. بموجب اتفاقية التأسيس من قبل المؤسسات التأسيسية في الجزائر. ثم تسجيلها في البحرين كهيئة عالمية ذات شخصية اعتبارية مستقلة للاربحية. لقد نشرت الهيئة معايير المحاسبة والمراجعة والحوكمة والأخلاقيات والمعايير الشرعية.

<sup>2</sup> مزيد من التفاصيل في الفقرات التي تعني بحماية حملة الصكوك يرجى الاطلاع على مجلس الخدمات المالية الإسلامية. 2009. متطلبات كفاية رأس المال للصكوك، والتصكيك، والاستثمار. كوالالمبور: مجلس الخدمات المالية الإسلامية.

ومن أهم الفقرة الوثيقة بجملة الصكوك الفقرة 2 من المعيار الشرعي رقم (17) "هي وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله." ولما كانت الأصول التي تمثل أصول الصكوك مجموعة من الموجودات والأشياء المختلفة من أعيان، ومنافع، وخدمات فحقوق حملة الصكوك ترجع إلى ما تمثلها الصكوك المصدرة وهي محل موضوع الحماية. ولما كان حملة الصكوك ملاكها وهي مستند حقوقهم فينبغي مراعاتها والحفاظ عليها. (ISRA, 2017)

#### المحور الخامس: تحقيق حماية حملة الصكوك

بإمعان النظر إلى إشارات سابقة إلى المنظومة القانونية والرقابية يتوصل إلى أن الصناعة المالية الإسلامية تحكمها تشريعات وقيود من عدة مستويات. وأكبر قيود التي تؤثر على الصناعة المنظومة القانونية والرقابية وتكون أكبر عرقلة لنموها وتطويرها إن لم يراعى حق رعايتها.

إن حقوق حملة الصكوك من الحقوق المالية وهي كما عرفها أيوفي في الفقرة (2) من المعيار الشرعي رقم 42 "اختصاص شخص (طبيعي أو اعتباري) قرر به الشرعي سلطة أو تكليفاً وصلاح أن يكوم محلاً للمعاوضة."

ومن لوازم هذه الحقوق حق التصرف والقدرة على الانتفاع كما أشارت إليها الفقرتان 1/4 و 2/4 من المعيار رقم 42: 1/4 "يتفرع عن حق ملكية العين والمنفعة، حق التصرف الكامل إلا ما منعه الشارع؛ سواء كان بالنقل الكامل بعوض أم بدونه، أم بنقل المنفعة فقط." و 2/4: "يتفرع عن حق المنفعة القدرة على الانتفاع بالشيء (بنفسه أو

بغيره) مع التقييد بشروط المالك، والضمان للعين المنتفع بها في حالات التعدي أو التقصير أو مخالفة الشروط."

وحماية الحقوق مطلب من مطالب الشريعة فيلزم شرعاً صيانتها من الاعتداء فيتحقق حفظ الحقوق من جانبيين جانب الوجود ومن جانب العدم.

فمن جانب الوجود أنه ينبغي للسلطات الإشرافية والرقابية سنّ القوانين والأنظمة التي تراعي حقوق حملة الصكوك وتوفير السبل لمراعها. ومن جانب العدم إيجاد القوانين والأنظمة التي تحمي هذه الحقوق من الاعتداء والوقوف مع تحقيق حمايتها. قال ابن قيم: "إذا استغرقت الديون ماله، لم يصح تبرعه بما يضر بأرباب الديون، سواء حجر عليه الحاكم، أو لم يحجر عليه، هذا مذهب مالك، واختيار شيخنا وهو الصحيح، وهو الذي لا يليق بأصول المذهب غيره، بل هو مقتضى أصول الشرع وقواعده، لأن حق الغرماء قد تعلق بماله، ولذلك يحجر عليه الحاكم، ولولا تعلق حق الغرماء بماله، لم يسع الحاكم الحجر عليه فصار كالمريض مرض الموت، وفي تمكين هذا المدين من التبرع بإبطال حقوق الغرماء، والشريعة لا تأتي بمثل هذا، وإنما جاءت بحفظ حقوق أرباب الحقوق بكل طريق، وسدّ الطريق المفضية إلى إضاعتها" (Al Nadni, A., 1397, vol. 5, p.172; Al-Fawzan, S., 1423, vol.2, p.93).

والسؤال الذي يطرح نفسه الآن كيف تتحقق حماية حملة الصكوك، للإجابة عليه ينبغي إعادة النظر إلى مكونات تعريف الإطار التنظيمي وهي القوانين والأنظمة والإجراءات والمؤسسات. فلكي تتحقق حماية حملة الصكوك لا بد من هذه المكونات الأربع التي تقود قطاع أسواق رأس المال الإسلامية بما فيها الصكوك وحملة الصكوك. وتعتبر هذه المكونات الأربع خطوات أولية لحماية حملة الصكوك وهي سن القانون ووضع الأنظمة والالتزام بالإجراءات اللازمة وإنشاء المؤسسات الرقابية.

وأما سنّ القوانين فيتمثل في قيام السلطات التشريعية بتقنين القوانين المناسبة تحمل قيود قانونية ذات تأثير إيجابي في تطوير عمليات سوق رأس المال الإسلامي والتوسّع منها مع الأخذ في الاعتبار المبادئ والعقود الشرعية.

ووضع الأنظمة يتمثل في إصدار المبادئ الرقابية والإرشادية من السلطات الإشرافية من وقت لآخر لتطوير السوق وحماية المستثمرين وحملة الصكوك.

والالتزام بالإجراءات يتمثل في التقيد الضوابط والشروط واللوائح التي وضعت لتيسير إجراءات المعاملات من قبل الجهات التي تشرف على السوق.

وإنشاء المؤسسات يتمثل في أن القانون ينص عادة في إحدى موادّه على إنشاء هيئة معينة تشرف على السوق. وبموجب هذه المادة أو المواد تتولد هيئة أو مؤسسة تشرف على أنشطة سوق رأس المال الإسلامي وعملياته بما فيها الصكوك. ومن مهام هذه الهيئة أو المؤسسة باسمها السلطة الإشرافية والرقابية وضع ما تراه مناسباً من حين لآخر من المبادئ الرقابية والإرشادية لحماية المستثمرين بما فيهم حملة الصكوك.

### خاتمة وتوصيات

تبين من استعراض ما سبق، أنّه كما أن المنظومة القانونية سبب لرواج أنشطة الصناعة المالية الإسلامية التمويلية والاستثمارية فإن التباين بين القوانين والأنظمة الرقابية التي تحكم الصناعة يعرقل سير التطور والنمو ويرجع ذلك إلى اختلاف القوانين الفقهية التي تعتمدها السلطات القضائية للمالية الإسلامية لأن بعضها يصدر القوانين والأنظمة بناءً على المذهب الفقهي الذي تتمسك به. وهذه الظاهرة يخلق عدم ثقة المستثمرين وحملة الصكوك.

ومن أهم أغراض المنظومة القانونية والرقابية كسب ثقة المستثمرين وحملة وتوفير الطمأنينة والشفافية وترسيخ العدالة وظاهرة اختلاف القوانين والأنظمة تجعل هذا الغرض السامي هباءً منثوراً. ولذلك على الجهات المعنية بالتشريع والإشراف السعي إلى إيجاد الإطار التنظيمي الخاص بالصناعة المالية الإسلامية لتطوير أنشطتها وتسهيل العراقيل والتحديات التي تواجهها، وإتاحة الفرص التنافسية مع الصناعة المالية التقليدية بالتساوي. ثم إنَّ حماية حملة الصكوك داخلة ضمن حماية حقوق المستثمرين وهي مقصد من مقاصد الشريعة شريطة أن تكون في حدود ما قرره الشرع مع عدم التعسف. وفي قطاع الصكوك تتحقق حماية حملة الصكوك بإيجاد البنية التحتية لذلك وما يمثّلها مما يكون سبباً في تقدم أسواق الصكوك وتطورها. وأهم عنصر لحماية الصكوك وتطويرها سنّ القوانين والأنظمة الرقابية والالتزام بالإجراءات المرسومة وإنشاء المؤسسات الرقابية والإشرافية ويمكن الاستفادة من الخبرة الماليزية المسطرة سابقاً والتي لها سبق في ترسيخ الأطر القانونية والرقابية في جميع قطاعات المالية الإسلامية.

## REFERENCES

- AAOIFI (2017). *Al-Ma'ayir Al-Shar'iyah*. Bahrain: Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions.
- Abdullah, M.R. (2009). Regulatory Issues: Innovations and Application in Sukuk, in Thomas A. (ed.) *Sukuk*. Kuala Lumpur: Sweet & Maxwell Asia.
- Al-Fawzan, S. (1423). *Al-Mulakhas Al-Fiqhi*. Riyadh: Idarat Al-Buhuth Al Ilmiyyah wa Al-Ifta'

- Ajibna, A. (2013). *Al-Awamil Al Mu'athirah Fi Isdaar Sukuk Al-Istithmar Al Islamiyyah Miun Qibal Munazammat Al-Amaal-Dirasat Halat Al Tajrubah Al-Sudaniyyah*. Jeddah: Dallah Baraka.
- Al-Najdi, A. (1397). *Hashiyat Al-Rawd Al-Murbi' Sharh Zad Al Mustaqni'*. Al Maktabah Al-Shamilah.
- Ali, R. (2009). Legal Certainty for Sukuk, in Thomas A. (ed.) *Sukuk*. Kuala Lumpur: Sweet & Maxwell Asia.
- Haneef, R. (2005). Recent Trends and Innovations in Islamic Debt Securities: Prospects for Islamic Profit and Loss Sharing Securities, in: *Islamic Finance: Current Legal and Regulatory Issues*, edited by Ali, S. Nazim. Cambridge, Massachusetts: Harvard Law School, ILSP, Islamic Finance Project, 2005, pp.29-60
- Haneef, R. (2009). From Asset-back to Asset-light Structures: The Intricate history of Sukuk. *ISRA International Journal of Islamic Finance*. 1(1), 103-126
- Fitri Ellias, R. et al., (2013) Paper presented at Shariah Forum, KLIFF, 23 September 2013, Istana Hotel, Kuala Lumpur.
- IFSB (2009). *Capital Adequacy Requirements For Sukuk, Securitisations and Real Estate Investment*. Kuala Lumpur: Islamic Financial Services Board.
- International Organisation of Securities Commission (IOSCO). (Oct 2016). *Fact Sheet*. Received from <https://www.iosco.org/about/pdf/IOSCO-Fact-Sheet.pdf>.
- ISRA Research Paper No 8/2010. Kuala Lumpur: International Shari'ah Research Academy for Islamic Finance.
- ISRA (2015). *Islamic Capital Markets: Principles and Practices*. Kuala Lumpur: International Shari'ah Research Academy for Islamic Finance.

ISRA (2017). *Sukuk: Principles and Practices*. Kuala Lumpur: International Shari'ah Research Academy for Islamic Finance.

Securities Commission Malaysia. (2009). *Guidelines on the Offering Assets Back Securities*. Kuala Lumpur: Securities Commission Malaysia.

Securities Commission Malaysia. (2009). *Guidelines on the Offering of Islamic Securities*. Kuala Lumpur: Securities Commission Malaysia.

Securities Commission Malaysia. (2009). *Regulatory Requirements, Legal Documentation, Accounting, Auditing and Taxation in the Islamic Capital Market*. Kuala Lumpur: Securities Commission Malaysia.

Securities Commission Malaysia (2009). *The Islamic Securities (Sukuk) Market*. Malaysia: LexisNexis Malaysia Sdn Bhd.

Securities Commission Malaysia (2015). *Guidelines on Unlisted Capital Market Products under the Lodge and Launch Framework*. Kuala Lumpur: Securities Commission Malaysia.

Usmani, M.T. (2007). *Sukuk and their Contemporary Applications*. Available at <http://www.kantakji.com/fiqh/Files/Markets/f213.pdf>



## صكوك مخالفة لأحكام الشريعة الإسلامية: دراسة تحليلية

### Non Shariah-Compliant Sukuk: An Analytical Study

Abdul Hanan AL-Issa

Legal Counsel, Lecturer at Distance Learning Center College of Sharia  
Sciences, sultanate of Oman  
abd.hanan129@hotmail.com

#### الملخص

تهدف الدراسة إلى بيان عدد من المخالفات لأحكام الشريعة الإسلامية، تضمنتها غالبية نشرات إصدار الصكوك القائمة على الأصول، المبنية على عقود الأمانة، وهي التعهد بالشراء بالقيمة الإسمية أو بسعر متفق عليه من مدير الصكوك، التعهد بالشراء بالقيمة الإسمية أو بسعر متفق عليه أو ضمان العوائد من طرف ثالث، تعهد حملة الصكوك ببيع الأصول بالقيمة الإسمية للصك، إقراض مدير صكوك الاستثمار لحملة الصكوك، ملكية حملة الصكوك للأصول العينية في الصكوك المبنية/القائمة على الأصول، الشركة ذات الغرض الخاص (Special Purpose vehicle (SPV)، وتوصلت الدراسة لعدة نتائج أهمها: أن الطرف الثالث الذي طرحته قرارات المجمع أو المعايير الشرعية، غير موجود على أرض الواقع، كما أن التكافل الإسلامي كصورة من صور الحماية، ما هو إلا صورة من صور الضمان، حيث أن الملكية النفعية التي هندست عليها ملكية حملة الصكوك للأصول، لا تتوافق مع الملكية المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية، لأنها تقيد حق حملة الصكوك بالتصرف بالأصول، وكي تكون الصكوك متوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية، تراعى المسائل التالية: نقل ملكية الأصول لاسم المالك الحقيقي (حملة الصكوك)، مما يتيح لهم صلاحيات وسلطات المالك على ملكه، من حيث التصرف ومن حيث تحمل المصروفات وتبعات الهلاك، اعتماد الصكوك المدعومة بأصول (Asset backed)، بشرط نفاذ حملة الصكوك للأصول بقيمتها السوقية.

الكلمات المفتاحية: الصكوك، الشريعة الإسلامية، التطبيقات المعاصرة.

**Abstract**

The purpose of the study is to clarify a number of violations of Islamic Shariah principles identified in the majority of asset-based sukuk issuance prospectuses, which are based on trust contracts. It is an agreement to purchase a sukuk from the sukuk management at face value or at an agreed-upon price. This is sukuk holders' promise to sell assets for the face value of the sukuk, as well as lending by Investment Sukuk Manager to sukuk holders and ownership of tangible assets in asset-based sukuk i.e. Special Purpose Company that is well known as namely; Special Purpose vehicle. The study resulted in a number of findings. The most important of these is that the third party proposed by the council's resolutions or Shariah Standards does not exist in fact, just as Islamic Takaful as a kind of protection and is simply regarded a guarantee since the beneficial ownership on which the sukuk holders' ownership is established, seems incompatible with Shariah-compliant ownership. Because it restricts the right of sukuk holders to dispose of assets ensuring that the sukuk are compliant with Islamic Shari'ah principles. The following considerations should be taken: transferring the ownership of the assets to the name of the real owner (the holders of the sukuk), which gives them the powers and authorities of the owner over his ownership/property, in terms of disposition as well as in terms of bearing the expenses and the consequences of loss, adopting of the sukuk which are based on asset backed principle, assuming that the sukuk holders dispose of the assets at their market value.

**Keywords:** Sukuk, Shariah, Contemporary applications.

**إشكالية البحث:**

تتجلى إشكالية البحث في إن شمول نشرات إصدار هذا النوع من الصكوك تجعلها صكوك غير متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، وبالتالي تضعف الثقة بها كأداة تمويل واستثمار من جهة، وتكون عرضة للطعن بعدم صحتها أمام القضاء، حيث قام الباحث بدراسة هذه المسائل لبيان حقيقتها والأحكام الشرعية التي تنطبق عليها، وذلك سعياً لتجنب تضمين مثل هذه الشروط في نشرات الإصدار.

### منهجية البحث:

لبيان المسائل التي يتم تضمينها نشرات إصدار الصكوك، والتي تؤدي لعدم توافق هذه النشرات مع أحكام الشريعة الإسلامية، استخدم الباحث المنهج الاستقرائي، والمنهج التحليلي، والمنهج المقارن.

### مقدمة عامة:

تنوعت أدوات التمويل والاستثمار الإسلامي، وتأتي في مقدمتها الصكوك، والتي نظمت عملية إصدارها العديد من القوانين المحلية، وقرارات الجامع الفقهيّة والمعايير الشرعية، ولا شك أن هناك العديد من الدراسات الحديثة تناولت جوانب مهمة في الصكوك (Zakariyah, & Busari. (2019; Zakariyah, & Syllah, L. 2020; Ghezal, (2021; Alnagar., Othman., Noor., Zakariyah. 2021) وعلى الرغم من ذلك فإن الباحث الباحث يحاول أن يبرز في هذه الدراسة العديد من المسائل التي تضمنتها العديد من إصدارات الصكوك، المبنية على عقود الأمانة، وكانت محل نقد أو نزاع قضائي، بسبب عدم توافقها مع أحكام الشريعة الإسلامية، وذلك بهدف أولاً: عدم تكرار هذه المحظورات الشرعية، ثانياً: لمزيد من الدراسة والبحث لها، لتقديم البديل المتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية.

أولاً- التعهد بالشراء بالقيمة الاسمية أو بسعر متفق عليه من مدير الصكوك: تكاد لا تخلو إصدارات الصكوك من هذا التعهد، حتى في حال عدم وجود للأصول بسبب الهلاك (نشرة إصدار صكوك دانة غاز، 2013) عند الإطفاء، حيث أن هذا التعهد

يُشكل حافز لجذب الأموال، ويبرز العديد من التساؤلات: هل يُعد التعهد بالشراء بالقيمة الإسمية أو بسعر متفق عليه من مدير الصكوك مخالفاً للشريعة الإسلامية ولماذا؟، وهل هو محل اعتبار في العقد وأثر ذلك؟ وهل مخالفته لأحكام الشريعة الإسلامية، يُعد مخالفاً للقانون الواجب التطبيق، يتيح الدفع ببطلان الصكوك؟

ينص (المعيار 2) من معايير سوق دبي المالي المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، الخاص بإصدار وتملك وتداول الصكوك " أن حملة الصكوك يتحملون الغرم، ويحصلون على الغنم الناتج عن الموجودات التي استثمرت فيها حصيلة إصدار صكوكهم؛ وأنه لا يجوز لمصدر الصكوك أو مدير الصكوك أو المستخدم لحصيلة إصدار الصكوك؛ بعقد من عقود الاستثمار الشرعية: كالمضاربة والمشاركة والوكالة بالاستثمار؛ أن يضمن لحملة الصكوك القيمة الاسمية لهذه الصكوك، ولا عائداً محدداً، وإلا كان الإصدار والعقد الذي بني عليه باطل". يتضح من هذا النص أن تضمين نشرة الإصدار مثل هذا التعهد، يجعل الإصدار والعقد الذي بني عليه باطل.

يرى الباحث إنه في حال تضمنت نشرة الإصدار شرط (التعهد بالشراء)، فإنه يبطل الشرط لمخالفته لأحكام الشريعة الإسلامية، ويبقى العقد والإصدار صحيح، فأبطل هذا الشرط يجعل الصكوك متوافقة مع أحكام الشريعة، حيث جاء في قرار مجمع الفقه الإسلامي أنه "لا مانع من ضمان طرف ثالث منفصل في شخصيته وذمته المالية عن طرفي المضاربة المشتركة بالتبرع بدون مقابل بمبلغ مخصص لجبر الخسران، على أن يكون التزاماً مستقلاً عن عقد المضاربة المشتركة، بمعنى أن قيامه بالوفاء بالتزامه ليس شرطاً في نفاذ العقد وترتب أحكامه عليه بين أطرافه، ومن ثم فليس لعامل المضاربة، الدفع ببطلان المضاربة أو الامتناع عن الوفاء بالتزاماته بها، بسبب عدم قيام المتبرع بالوفاء بما تبرع به،

بحجة أن هذا الالتزام كان محل اعتبار في العقد" (قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي، 2001).

حيث يعد التعهد بالشراء بالقيمة الإسمية مخالف لأحكام الشريعة الإسلامية لأنه ضمان، وفق ما نص عليه قرار المجمع" لا يجوز للمضارب أو الشريك أو الوكيل أن يتعهد بأي مما يأتي: (أ) شراء الصكوك أو أصول الصكوك بقيمتها الإسمية أو بقيمة محددة سلفاً" (قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي، 2012).

"لا يجوز أن يضمن مصدر الصكوك أو مديرها أصل قيمة الصك أو عائدته، وإذا هلكت الأعيان المؤجرة كلياً أو جزئياً فإن غرمها على حملة الصكوك" (قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي، 2004م).

وإن أثر هلاك الأصول على تنفيذ التعهد بالشراء بالقيمة الإسمية، هو عدم صحة بيع المعدوم.

ونجد أنه عندما تعثرت شركة دانة غاز في تسديد العوائد عن صكوك المضاربة، ولرغبتها في إعادة هيكلة الصكوك مرة ثانية أعلنت في 12 يونيو 2017 أن الصكوك في شكلها الحالي ليست متوافقة مع الشريعة الإسلامية، وبالتالي فهي غير قانونية بموجب قانون الإمارات العربية المتحدة، ونتيجة لذلك، فإن إعادة هيكلة الصكوك الحالية ضرورية لضمان مطابقتها للقوانين ذات الصلة لصالح جميع أصحاب المصلحة، فتقدمت بدعوى أمام محكمة الشارقة ببطالان عقد المضاربة لأن القضاء الإماراتي هو المختص وفق نشرة الإصدار، وأمام القضاء الإنجليزي لأنه المختص وفق نشرة الإصدار، للحكم لها بعدم تمكين تنفيذ تعهداتها بالشراء بالقيمة الإسمية لعدم صحته، لأنه يعتبر ضماناً لرأس المال، مخالف لأحكام الشريعة الإسلامية، وبالتالي للقانون الإماراتي الواجب التطبيق على عقد المضاربة، وقد حكم القضاء الإنجليزي بصحة التعهد بالشراء، وأنه نافذ وملزم، سواءً أبطلت محكمة

الشارقة عقد المضاربة أم صحته، نجد أن القائمين على إعداد نشرة صكوك دانة غاز أتقنوا تضمينها النصوص المتعلقة بمسألة التعهد بالشراء، لكن أمام إتقان صياغة هذه النصوص القانونية لم يجد القضاء الإنجليزي بدأً من الحكم بصحة التعهد بالشراء (<http://www.bailii.org/ew/cases/EWHC/Comm/2017/2928.html>).

فالتعهد بالشراء ملزم بشرط عدم مخالفته لأصل شرعي، وفي عقود الأمانة كالمضاربة يُعد مخالفاً، لأنه يؤدي لضمان المضارب. لذا أي صكوك قائمة على عقود الأمانة، تتضمن التعهد بالشراء، فهي صكوك غير إسلامية.

ثانياً- التعهد بالشراء بالقيمة الإسمية أو بسعر متفق عليه أو ضمان العوائد من طرف ثالث:

أحكام وصور ضمان الطرف الثالث، الواردة في الصكوك، والتي توصي المؤسسات المالية الإسلامية الاستفادة منها في مجال إصدار الصكوك:

أ- ضمان الطرف الثالث: لأصول (رأس المال) الصكوك (المضاربة والمشاركة)، وذلك بالضوابط التي وردت في قرار مجمع الفقه الإسلامي والمعايير الشرعية، والأصل انفصال الشخصية الاعتبارية واستقلال الذمة المالية للضامن عن إدارة الصكوك في حال ضمان أصول الصكوك.

ب- صور الضمان الممنوعة شرعاً:

التأكيد على القرارات الجمعية بخصوص تحريم الأجر على الضمان، وكذلك نص المعيار الشرعي رقم/5/ ((الضمانات)): على أنه لا يجوز اشتراط الكفالة أو الرهن

في عقود الأمانة، وبخاصة عقود المشاركة والمضاربة، حيث لا يجوز اشتراط الضمان على المضارب أو الوكيل بالاستثمار أو أحد الشركاء سواء كان الضمان للأصل أو للربح- لا يجوز أخذ الأجر عن الكفالة- يجوز تعهد طرف ثالث غير المضارب أو وكيل الاستثمار وغير أحد الشركاء، بالتبرع للتعويض عن الخسارة دون ربط بين هذا التعهد وبين عقد التمويل بالمضاربة أو عقد الوكالة بالاستثمار.

- ليس هناك ما يمنع شرعاً من النص في نشرة الإصدار أو صكوك المقارضة، على وعد طرف ثالث منفصل في شخصيته وذمته المالية عن طرفي العقد، بالتبرع بدون مقابل بمبلغ مخصص لجبر الخسران في مشروع معين، على أن يكون التزاماً مستقلاً عن عقد المضاربة، بمعنى أن قيامه بالوفاء بالتزامه ليس شرطاً في نفاذ العقد وترتب أحكامه عليه بين أطرافه، ومن ثم فليس لحملة الصكوك أو عامل المضاربة، الدفع ببطان المضاربة أو الامتناع عن الوفاء بالتزاماتهم بها، بسبب عدم قيام المتبرع بالوفاء بما تبرع به، بحجة أن هذا الالتزام كان محل اعتبار في العقد، (مجمع الفقه الإسلامي الدولي، 1988).

- يرى الباحث أن إجازة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، بقراره رقم: 30 (4/3) أن يكون المتعهد (الضامن) طرف ثالث مستقل، يوجب علينا تحرير

المقصود بالاستقلال، هل هو الاستقلال المالي أم الإداري أم الاعتباري؟ إن العنصر الذي يحدد معيار الاستقلال هو: عنصر التحكيم والسيطرة والتبعية، فوجود هذا العنصر بين الجهة المنشئة للصكوك والطرف الثالث ينفي الاستقلال، ولو كان الطرف الثالث يتمتع بالشخصية الاعتبارية، فالعبرة بالتبعية التي مآلها وحدة الوعاء المالي،

ونستعرض عدد من أشكال الطرف الثالث، لتحديد هل ينطبق عليها وصف طرف ثالث مستقل متبرع، يصلح لأن يكون ضامن:

### 1. الشركة القابضة: (Holding Company):

شركة تمتلك أو تدير جزئياً أو كلياً، شركة أو شركات أخرى، ووفق الموسوعة البريطانية هي: الشركة التي تملك من الأسهم ما يكفي للتصويت، في واحدة أو أكثر من الشركات الأخرى، بغرض السيطرة على تلك الشركات، فالشركة القابضة: "هي الشركة التي تملك أسهماً أو حصصاً في رأسمال شركة أو شركات أخرى مستقلة عنها، بنسبة تمكنها قانوناً من السيطرة على إدارتها، ورسم خططها العامة". وتتحقق سيطرة الشركة القابضة على الشركات التابعة، من خلال تملكها أغلبية الأسهم في رأسمال الشركات التابعة، حيث تنص بعض القوانين على وجوب أن تمتلك الشركة القابضة بنسبة 51% على الأقل في رأسمال الشركة التابعة، مثال على هذه الشركات: الشركة متعددة الجنسيات: هي شركة تتكون من مجموعة من الشركات الفرعية، لها مركز أصلي يقع في إحدى الدول، بينما تقع الشركات التابعة له في دول أخرى مختلفة، ويرتبط المركز مع الشركات الفرعية من خلال استراتيجية اقتصادية متكاملة، تهدف إلى تحقيق أهداف استثمارية معينة، (مجمع الفقه الإسلامي الدولي، 2003).

والشركة الأم (بالإنجليزية: Parent Company) الشركة التي تمتلك أو تتحكم بشركة أو مجموعة شركات أخرى، والتي تعرف باسم الشركات التابعة. فالشركة الأم تقوم بتوجيه الممارسات التجارية للشركة التابعة، لأنها تسيطر على التصويت فيها. إن هذا النوع من الشركات، تلتزم بوجود شركة رئيسية ومجموعة من الشركات التابعة لها، وهي شركات تمارس نشاطاً تجارياً معيناً، كما أن كلاً منها يتمتع بشخصية قانونية مستقلة.

فهذه الشركات وإن كانت مستقلة قانوناً، إلا أنها تخضع من الناحية الاقتصادية لسيطرة مباشرة أو شبه مباشرة، تمارسها الشركة الرئيسية التي تحدد لشركاتها التابعة منهجية العمل والسياسة المالية العامة، ولها حق التدخل في القرارات المالية الصادرة عن الشركة التابعة، حيث تستطيع أن تنقل الأرباح التي تحققها إحدى الشركات التابعة إلى شركة تابعة أخرى، أو أن تستخدم بعض الأصول المالية المملوكة لإحدى تلك الشركات، لتمويل نشاط شركة تابعة أخرى، ولهذا فإن فكرة استقلالية الشركة الرئيسية لا تستبعد مسؤوليتها الكلية عن ديون الشركات التابعة، فالقضاء الفرنسي أقر بمسؤولية الشركة القابضة عن ديون الشركات التابعة وذلك لمركزية الإدارة، ولعلاقة التابع والمتبوع التي تحكم العلاقة بينها، وكذلك الفقه الوضعي متفق على حق القضاء في حالة تحقق ديون على إحدى الشركات التابعة، أن تتخذ إجراءات جماعية ضد مجموعة الشركات المكونة للشركة القابضة، على اعتبار إنها وحدة اقتصادية واحدة، رغم أن كل منهما تعد شركة مستقلة، (شريف محمد غنام، 2003)، وهذا الاتجاه هو ما سارت عليه محكمة العدالة التابعة للسوق الأوروبية المشتركة، مستندة في ذلك على نص المادتين/85، 86 / من معاهدة روما المنشئة للسوق الأوروبية المشتركة، واللتين تفرضان مسؤولية الشركة الرئيسية عن أعمال شركاتها التابعة على أساس مركزية السيطرة، إن المسؤولية المدنية(العقدية، التقصيرية) للشركة الرئيسية عن أعمال شركاتها التابعة، أساسها رابطة التبعية، فبالتالي المتبوع مسؤول عن أعمال التابع وملزم بالتعويض، حيث يمكن أن تقام على الشركة الرئيسية عدة دعاوي منها: دعوى تكملة ديون الشركة التابعة التي تسيطر عليها الشركة الرئيسية، إذا لم تكف أصول الشركة التابعة لسداد ديونها. وكذلك دعوى إدخال الشركة الرئيسية في دعوى إفلاس الشركة التابعة، حيث تدخل جميع أموالهما في التفليسة، ويمكن لدائني الشركة التابعة التنفيذ عليهما معاً، وهذا ما نص عليه قانون

الشركات الأردني بوضوح في المادة/ 208 / حيث أظهر الوحدة المالية بين الشركة القابضة والشركات التابعة لها، وبالتالي فإن دائن الشركة التابعة يلجأ لمطالبة الشركة التابعة، إذا كان وضعها المالي جيداً، وإلا فإنه يلجأ إلى وحدة المسؤولية، إذا كان وضع الشركة التابعة متدهوراً، (مروان بدري الإبراهيم، 2007).

إن أهم ما يميز الشركة القابضة والشركة الأم وتكتل الشركات والمتعددة الجنسيات، باعتبارها مجموعة شركات، هي مركزية السيطرة التي تخضع لها الشركات التابعة المتواجدة حول العالم. فمركزية السيطرة بين الشركات التابعة والشركة الأم، أشبه ما تكون بعلاقة أطراف الجسد الواحد، هي مستقلة من حيث الظاهر، لكن مترابطة من حيث الحقيقة، لذا لا يجوز الضمان بين مؤسسات الشركة القابضة، لإمكانية ترحيل الخسائر بينها بقرار من مجلس الإدارة.

## 2. الأشخاص الاعتبارية العامة ضمن الدولة:

وفق ما تم الإشارة إليه آنفاً إن العبرة في جواز ضمان الطرف الثالث، هو عنصر عدم التبعية الذي يحقق استقلال مالي وإداري، فهل هذا العنصر متوفر في العلاقة بين الوزارات أو المؤسسات أو الشركات العامة، التي تمتلكها الدولة، لدى إصدارها صكوك سيادية، وتُضمن أصول هذه الصكوك وأرباحها، من قبل وزارة أو مؤسسة عامة أخرى تسمى الطرف الثالث.

إن مؤسسات الدولة (وزارات، مؤسسات، شركات) رغم أنها كيانات قانونية لها ذمم مالية مستقلة، لكنها بمجموعها تشكل كيان واحد يسمى الدولة، يُمتنع معه الضمان لانتهاء الاستقلالية، لأن في نهاية كل سنة مالية جميع ميزانيات هذه الكيانات، تشكل وحدة مالية تنصهر في وعاء مالي واحد للدولة، تُعيد توجيهه وصرفه، وفق

مصالحها العليا، وبالتالي لا تصلح أن تكون إحدى الوزارات أو الشركات العامة، طرف ثالث ضامن لإحداها.

### 3. تعهد مدير الصكوك بشراء الأصول المؤجرة إجارة منتهية بالتمليك ببقية أقساط الأجرة المتبقية، كطرف مستقل في حال لم يكن هو مالك ومستأجر الأصل

إن الصكوك كي تكون متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، فلا يجوز أن تتضمن نشرة إصدارها مثل هذا التعهد، وذلك لوجود الغرر، المتجلي بأن قيمة الأصول ستكون أقل أو أكثر من قيمة الأقساط المتبقية.

### 4. التأمين:

"يجوز التحوط من مخاطر رأس المال في الصكوك وغيرها، من خلال التأمين التعاوني أو التكافلي المنضبط بقواعد الشريعة المطهرة" (مجلس مجمع الفقه الإسلامي الدولي، 2001).

إن تحمل مدير الصكوك كلفة التأمين على الأصول المصككة، التي تعد من تبعات التملك، يدل صراحةً على صوريّة تملك حملة الصكوك لهذه الأصول، فشركة التأمين لدى قيامها بتعويض قيمة الأصول في حال الهلاك، فهي تمثل مدير الصكوك، لأنه هو من يدفع أقساط التأمين، فعندما يقوم المضارب بالتأمين على أصول صكوك المضاربة، ودفع أقساط التأمين، ألا يعد هذا التأمين من قبيل الضمان، فما هو الفارق بين أن يضمنها هو مباشرةً أو أن يعهد لشركة تأمين تكافلي أن تضمنها وهو يدفع لها الأجر (أقساط التأمين) على

هذا الضمان، فالتأمين على الأصول ضمان لها، والنتيجة المستخلصة أن الطرف الثالث الذي طرحته هذه القرارات، غير موجود على أرض الواقع، كما أن التكافل الإسلامي كصورة من صور الحماية، ما هو إلا صورة من صور الضمان.

يتضح من خلال ما تم استعراضه أن كل الأشكال التي يمكن أن تطرح على أن تكون طرف ثالث مستقل، لا تتحقق فيها الشروط التي نصت عليها قرارات مجمع الفقه الإسلامي الدولي، والمعايير الشرعية لهيئة المحاسبة والمراجعة بشأن الضمان، إذاً الطرف الثالث الضمان غير موجود في الواقع، أما بالنسبة للطرف الثالث الذي لا تربطه بالأطراف أي صلة، فلماذا يضمن، ونحن في عالم المال لا مكان لكلمة تبرع، وأخذ الأجر على الكفالة(الضمان) مخالف للشرع، فلا يجوز أخذ الأجر عن الكفالة، وإن الجواب على توصية هذه الندوة التي أوصت: "أما إذا كان المستفيد والضامن يرجعان إلى مالك واحد فيحتاج إلى مزيد من البحث". ما ورد بكتاب الآثار لأبو يوسف: قال حدثنا يوسف عن أبيه عن أبي حنيفة، عن حماد، عن إبراهيم، أنه قال في رجل طلب إلى رجل أن يكفل به، فأبي حتى يجعل له جعلاً، قال: «لا يصلح»، (الآثار).

فإنه بمزيد من البحث الذي قام به الباحث في هذه الدراسة، تبين أنه لا يوجد على الحقيقة طرف ثالث مستقل يجوز له التبرع بالضمان، لذا فإن أي صكوك تتضمن بما يسمى تبرع طرف ثالث مستقل بالضمان هي صكوك غير إسلامية.

### ثالثاً- تعهد حملة الصكوك ببيع الأصول بالقيمة الاسمية للصك:

"لا يجوز أن تشمل نشرة الإصدار ولا صك المقارضة الصادر بناء عليها؛ على نص يلزم بالبيع ولو كان معلقاً أو مضافاً للمستقبل. وإنما يجوز أن يتضمن صك المقارضة

وعداً بالبيع، وفي هذه الحالة لا يتم البيع إلا بالعقد أو القيمة المقدرة من الخبراء ويرضى الطرفين"، (مجمع الفقه الإسلامي الدولي، 1988م). وعلى هذا كل نشرة إصدار تتضمن مثل هذا الشرط تعتبر صكوكها غير إسلامية.

#### رابعاً- إقراض مدير صكوك الاستثمار، حملة الصكوك:

"لا يجوز التزام مدير الصكوك (مضارباً أو شريكاً أو وكيلًا) بإقراض حملة الصكوك، في حالة نقص عائدات موجودات الصكوك عن العائد المتوقع توزيعه، لأنه من باب اجتماع المعاوضة والسلف، ولكن يجوز له أن يحصل على سد العجز، بصيغة تمويل شرعية أو تبرعاً بقرض حسن مع استرداده من أرباح الموجودات أو من ثمنها عند بيعها، ولا يجوز أن يضمن أو يشترط مدير صكوك الاستثمار لحملة الصكوك، ربحاً محمداً سواء كان هذا التحديد، بمبلغ معين أو بنسبة أو بمؤشر معين من رأس المال، ولو كان هذا الضمان بالشرط، لأن هذا شرط يقطع الشركة في الربح"، (معايير سوق دبي المالي، 2007).

إن تعهد مدير الصكوك إقراض حملة الصكوك في حال عدم تحقق نسبة الربح المعلنة في نشرة الإصدار، في تاريخ توزيع العائدات، والذي يسترده في حالة تحقق الربح لاحقاً أو يقتطعه من القيمة الاسمية للصكوك عند الإطفاء، غير متوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية لاجتماع عقد القرض والمعاوضة، ولتعارض ذلك مع مقتضيات العقد سواء كان مضاربة أو شراكة أو وكالة بالاستثمار، فكل نشرة إصدار تتضمن هذا التعهد، هي صكوك غير إسلامية.

### خامساً- ملكية حملة الصكوك للأصول العينية في الصكوك المبنية/القائمة على الأصول (Asset-Based Sukuk):

سوف يستعرض الباحث بشكل موجز أنواع الملكية في كل من الشريعة الإسلامية والقانون الإنجليزي، لنحدد طبيعة ملكية حملة الصكوك للأصول العينية. الملكية في الشريعة الإسلامية:

**تعريف المالك:** يعبر الفقهاء المعاصرون بلفظ الملكية عن الملك، وقد عرّف القرافي الملك -باعتباره حكماً شرعياً- فقال: الملك حكم شرعي مقدر في العين أو المنفعة، يقتضي تمكن من يضاف إليه من انتفاعه بالملوك والعوض عنه من حيث هو كذلك، وأقسام الملك: باعتبار حقيقته، أي بالنسبة للعين والمنفعة: فهو ينقسم لملك تام وإلى ملك ناقص، (الفروق، 1996).

-**الملك التام:** هو الملك المتضمن العين ومنافعها أي ملك الرقبة والمنفعة معاً، ويقول ابن تيمية: الملك التام يملك فيه التصرف في الرقبة بالبيع والهبة، ويورث عنه، ويملك التصرف في منفعه بالإعارة والإجارة والانتفاع وغير ذلك. (مجموع الفتاوى، 1992).

-**الملك الناقص:** هو ملك الرقبة فقط، أو المنفعة فقط، أو الانتفاع فقط، ولذلك جاء ملك الرقبة دون المنفعة ناقصاً، كأن يوصي بمنفعة عين لشخص، أو أن يوصي بالرقبة لشخص ومنفعتها لآخر، (البحر الرائق شرح كنز الدقائق)، فالملك الناقص ينقسم لقسمين:

**الأول: ملك الانتفاع:** هو سلطة الشخص باستعمال العين بنفسه فقط، فالانتفاع: هو الوصول إلى المنفعة، يستعمل هذا اللفظ غالباً مع كلمة (حق) فيقال: حق الانتفاع، ويراد به الحق الخاص بشخص المنتفع غير القابل للانتقال للغير.

ومن أسباب الانتفاع العقد: عقود تقع على المنفعة مباشرة، كالإجارة والإعارة، وعقود يأتي الانتفاع فيها تبعاً كالرهن والوديعة، وإذا كان سبب الانتفاع الإجارة أو العارية، فإنه يقبل التوريث، ونفقات العين المنتفع بها: تكون على صاحب العين، إذا كان الانتفاع بمقابل، وهو يضمن الانتفاع فإذا تلف المأجور دون تعد أو تقصير فلا ضمان على المنتفع (الفروق، 1996).

**الثاني: ملك المنفعة (تمليك المنفعة):** وتعرف المنفعة اصطلاحاً: هي الفائدة التي تحصل باستعمال العين فكما أن المنفعة تحصل من الدار بسكناها وتحصل من الدابة بركوبها، (درر الحكام شرح مجلة الأحكام، 2003)، وهو أعم وأشمل من ملك الانتفاع، فيباشر مالك المنفعة الانتفاع بنفسه ويمكن غيره من الانتفاع به بعوض كالإجارة، أو بغير عوض كالعارية، فمالك المنفعة كمن استأجر داراً، أو استعارها، فله أن يؤاجرها لغير بعوض أو بغير عوض، ويتصرف في هذه المنفعة تصرف المالك في أملاكهم (الموسوعة الفقهية الكويتية، 2006).

ويجوز رهن المنفعة، والمنافع تضمن بالإتلاف والغصب إذا كان ذلك بتعدٍ أو تقصير من المنتفع، وتورث.

فمن ملك منفعة شيء يملك أن يتصرف فيه بنفسه، أو أن ينقلها إلى غيره، ومن ملك الانتفاع بالشيء لا يملك أن ينقله إلى غيره، فالمنفعة أعم أثراً من الانتفاع.

الملكية في الفقه الإنجليزي: تقسم إلى الملكية القانونية والملكية النفعية، فالمالك القانوني: هو الشخص الذي يحمل المستند القانوني للممتلكات، لصالح شخص آخر، فالمالك القانوني هو من سجل الأصل الممتلك باسمه. أما المالك النفعي: هو المالك الحقيقي أو الفعلي الذي يحق له الاستعمال والانتفاع بالشيء، إلا إن ملكية الشيء القانونية غير مسجل باسمه، فالمالك الفعلي الذي تعود جميع منافع الأصل إليه هو المالك النفعي، والمالك

القانوني بمثابة أمين حائز للأصل قانوناً لصالح المستفيدين منه فقط، وعند بيع الأصل فمستحق الثمن هو المالك النفعي، كونه الضامن للأصل لكن المالك النفعي لا يستطيع التصرف بالملكية بدون موافقة المالك القانوني، وفي حال رغبة المالك النفعي بنقل الملكية لاسمه، فيحق له ذلك طوعاً أو جبراً بواسطة القضاء، فالمالك القانوني تحت تصرف وتحكم المالك النفعي لأنه المالك الحقيقي.

- **تعرف الصكوك بأهما:** "شهادات، ويمثل كل صك حق ملكية لنسبة مئوية شائعة في موجودات عينية أو مجموعة مختلطة من الموجودات أكثرها الأعيان، أو مشروع تجاري مشترك (مثل المضاربة). وقد تكون هذه الموجودات في مشروع محدد أو نشاط استثماري معين وفقاً لأحكام الشريعة ومبادئها" (المعيار رقم 7 متطلبات كفاية رأس المال للصكوك، والتصكيك، 2008). "هي وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص"، (المعيار الشرعي رقم 17 صكوك الاستثمار، 2017).

تم تعريف الصكوك (بأنها تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو... أي أنها لا تمثل ديناً في ذمة مصدرها لحاملها، والعلاقة بين طرفي عقد الإصدار هي:

- **في صكوك ملكية الموجودات المؤجرة:** المصدر لتلك الصكوك بائع لعين مؤجرة أو موعود باستئجارها، بحيث تصبح العين مملوكة لحملة الصكوك على الشيوع بغنمها وغرمها.

- **في صكوك ملكية المنافع:** المصدر لتلك الصكوك بائع لمنفعة العين، بحيث تصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك على الشيوع بغنمها وغرمها.

- صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة بالذمة: المصدر لتلك الصكوك بائع لمنفعة العين الموصوفة بالذمة، بحيث تصبح منفعة العين الموصوفة بالذمة مملوكة لحملة الصكوك على الشيوع بغنمها وغرمها، إذاً يجب ألا تشمل نشرة الإصدار على أي نص يضمن به مصدر الصك لحملة الصكوك قيمة الصك الأسمية، في غير حالات التعدي أو التقصير، ولا يجوز أن يكون التعهد من المصدر بشراء الصكوك بالقيمة الأسمية (المعيار الشرعي رقم 17 صكوك الاستثمار، 2017).

ويمكن تقسيم الأصول العينية التي تبنى عليها الصكوك إلى قسمين:

**1. أصول قابلة للتملك:** تجري في ملكية أشخاص القانون الخاص أو في أملاك الدولة الخاصة، وقابلة للتملك والانتقال لأسمائهم في صحيفة العقار.

**2. أصول غير قابلة للتملك:** وتقسم إلى قسمين:

أ- أصول عينية ذات ملكية عامة: مسجلة باسم الدولة، فالدول عندما تصدر صكوك سيادية، تكون قائمة على أصول عامة، وهذه الأصول في حقيقتها غير قابلة للتملك.

ب- أصول عينية ذات ملكية خاصة: وهذه الأصول العينية قابلة للتملك من قبل المواطن، وغير قابلة للتملك من قبل الأجنبي بسبب قوانين تمنع تملك الأجانب، إلا إن الدول تنص على تخصيص مناطق معينة، يمكن للأجانب التملك فيها داخل إقليم الدولة، ولا يحق لهم التملك في غيرها، وغالباً أن الأصول المصككة تكون واقعة ضمن المناطق التي لا يسمح فيها التملك للأجانب، رغم ذلك تطرح هذه الصكوك للبيع للعامة المواطنين والأجانب، إلا إن تملك الأجانب في هذه الحالة يعد مخالفاً للنظام العام في هذا البلد.

في ضوء ما تم تناوله آنفاً من أنواع الملكية، وتقسيمات للأصول العينية من حيث قابلية التملك، وتعريف الصكوك (الإسلامية)، يتبادر لنا السؤال التالي، هل حقيقة هذه الصكوك تمثل دين في ذمة المنشئ(المصدر) لحاملها، أم تمثل ملكية حقيقة لحملة الصكوك للموجودات؟

ينبغي تمحيص زعم مصدر الصكوك أنها قائمة على الملكية النفعية (الإنجليزية)؛ تمثل الملكية النفعية بمعناها الحقيقي، وفق أحكام الشريعة الإسلامية ووفق القانون البريطاني، تملك حملة الصكوك للأصول، فلهم غنمها وعليهم غرمها، ولو لم يتم تسجيل الملكية على اسم حملة الصكوك في السجل العقاري (صحيفة العقار)، لأن التسجيل ليس ركناً من أركان العقد أو شرطاً من شروط صحته؛ لكن بدراسة العديد من نشرات إصدار الصكوك، نجد أنه يتم تضمينها شروط تنافي مقتضى العقد، رغم أنه ينبغي أن "لا يجوز تضمين نشرة الإصدار أي نص يخالف مقتضى عقد الإصدار، والأحكام التي يرتبها الشرع عليه"، من الناحية الشرعية والقانونية خاصة: شرط عدم أحقية حملة الصكوك بالرجوع على الأصول، أو شروط وأحكام تعفي بشكل أو بآخر حملة الصكوك من تحمل غرم الأصول، رغم أنه ينبغي "النص على مشاركة مالك الصك في الربح والخسارة، بحسب نوع وطبيعة الصك (وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية) وذلك بنسبة ما يملكه من صكوك"، (معايير سوق دبي المالي المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية 2007)، فالملكية الحقيقية تمثل حق عيني ينصب على الأصل من شأنها التملك والبيع شرعاً وقانوناً، وليس حق شخصي في ذمة مالك الأصل (المنشئ)، ويتبين من خلال دراسة هذا النوع من الصكوك القائمة على الأصول، أن الصك لا يمثل حصة شائعة في ملكية عين، تحول حملة الصكوك حقاً عينياً على هذه الأصول، وتمنحهم سلطة التصرف والاستعمال والاستغلال (وهي السلطات الثلاث للملكية الحقيقية)؛ إنما تمنحهم حق شخصياً في ذمة المنشئ، تجعلهم

دائنين وليس مالكين، أي أن الصكوك هي قرض بفائدة، ففي صكوك الإجارة مثلاً : تبقى العين على اسم البائع ومدرجة ضمن ميزانيته، رغم بيعها لحملة الصكوك، كما إن شرط حق المنشئ باستبدال الأصول هو شرط منافي لمقصود عقد البيع، كما أن هذا الشرط ينافي لمقصود عقد البيع، لأنه بموجب هذا الشرط يحق للمنشئ وبارادة منفردة فسخ عقود البيع السابقة وهي عقود ملزمة لجانبيين، كما أنه غالباً ما يكون هذا الاستبدال لمصلحة المنشئ، لأنه يتحصل على الفرق بين القيمة السوقية والقيمة الاستبدالية للأصول.

إن في الصكوك القائمة على الموجودات، ينقل المنشئ ملكية الانتفاع فقط إلى الكيانات ذات الأغراض الخاصة، ويحتفظ لنفسه بالملكية القانونية في سجلات الملكية الرسمية، والأثر المترتب على ذلك أنه لا يكون لحملة الصكوك في الصكوك القائمة على الموجودات حق الرجوع مباشرة على الموجودات، بل إلى الذمة المالية للمنشئ المتترم، لوجود تعهد بالشراء وضمائم أخرى في هيكله الصكوك، حيث "لا يجوز أن ينص في نشرة إصدار الصكوك أو عقودها، على أنه ليس لحملة الصكوك حق الرجوع، ولو مجتمعين على موجودات الصكوك أو التصرف فيها تصرف المالك شرعاً وقانوناً، بل يجب النص على أن هذا الحق ثابت لهم" (معايير سوق دبي المالي المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية 2007). يتبين من ذلك إن ملكية حملة الصكوك للأصول، هي ملكية ناقصة تقتصر فقط على الانتفاع، ولا تمتد لسلطة التصرف بهذه الأصول، حيث هذا القيد يُخرج مفهوم الملكية النفعية عن مفهوم الملكية التامة، كما إنه في الصكوك السيادية حيث أن الأصول غير قابلة للتملك، وكذلك غالباً ما تكون قيمة الأصول أقل من القيمة الاسمية للصكوك، كل هذه قرائن، أن هذا البيع غير حقيقي ويؤثر على صحة التصرف، حيث أنها بالحقيقة لا تهدف البيع بل الربح وجني المنفعة فقط، مما يخرجها عن دائرة البيع الحقيقي إلى الصوري وبالتالي إلى الربا، فهذا كله يعتبر مخالفة لمقصود العقد، لأنها تنافي طبيعة

التملك الحقيقي وفق مبادئ الشريعة الإسلامية، لذا نجد أن حملة الصكوك على الموجودات لا يتمتعون بسلطات المالك الحقيقي على الأصول، من استعمال واستغلال وتصرف، مما يدل على أن العلاقة بين المنشئ وحملة الصكوك هي علاقة مُقرض. مُقترض، هذا يدل على أن استخدام الملكية النفعية في هذه الصورة في هيكلية الصكوك (غير صحيح)، لأن الملكية النفعية في القانون الإنجليزي هي ملكية حقيقية، ولكن بقيود حيث أن صاحب الملكية النفعية يملك الاستعمال والاستغلال والتصرف، لكن بموافقة صاحب الملكية القانونية، الذي في حال عدم الموافقة يجبر قضاءً على الموافقة، إذاً من حيث المآل يملك حقيقة التصرف، وكذلك إذا هلكت الموجودات فالمسؤول والضامن هو صاحب الملكية النفعية، وكذلك في حال ارتفاع أو تدني قيمة الأصول تكون في ذمة ولحساب صاحب الملكية النفعية، فالمشكلة ليست باسم من مسجلة هذه الأصول، بل من هو المالك الحقيقي لهذه الأصول، والمخول السلطات الثلاث الاستعمال والاستغلال والتصرف، حيث لا نجد هذه الصلاحيات لصحاب الملكية النفعية (حملة الصكوك)، لذلك تعتبر ملكية حملة الصكوك للأصول هي ملكية ناقصة وليست ملكية تامة (كاملة).

عند تعثر إطفاء هذه النوع من الصكوك من قبل منشئ الصكوك، سوف يلجأ حملة الصكوك بالطلب من القضاء لنقل ملكية أصول هذه الصكوك لاسمهم، وبما أن قسم من حملة الصكوك يمكن أن يكونوا أجنب، تعترضنا إشكالية منع تملك الأجنب لهذه الأصول العينية العقارية، حيث يعتبر منع تملك الأجنب للعقارات من النظام العام الذي لا يجوز مخالفته، مما سوف يمتنع على القضاء في هذه الحالة من الحكم بنقل ملكية الأصول العينية لاسم حملة الصكوك الأجنب، وبالتالي يؤدي ذلك للتفريط بحقوق حملة الصكوك الأجنب، والباحث يقترح حلاً لهذه الإشكالية وهو: بيع هذه الأصول في المزاد العلني للمواطنين، وإيداع ثمنها صندوق المحكمة التي بدورها توزعه على حملة الصكوك.

يضاف لذلك أن هذا النوع من الملكية (النفعية) غير منصوص عليه في غالبية القوانين (ما عدا الإنجليزي والبلدان التي تأخذ به، لأنه أوجدها حلاً لمشكلة خاصة ارتبطت بمجتمعهم)، لذلك غير معترف فيها خاصة في البلاد العربية، لذلك في حال قيام النزاع فإذا تم نظره من قبل القضاء، سوف ينظر فيه القاضي وفق قوانين بلاده التي لا تعرف هذا النوع من الملكية، وإذا نظر النزاع بواسطة التحكيم، ولو اتفق الأطراف على تطبيق القانون الإنجليزي، فإننا سنواجه مشكلة تنازع القوانين، حيث غالبية القوانين تسند لقانون محل العقار التطبيق على النزاع، فإذا كان محل العقار في الدول التي لا تعترف بهذا النوع من الملكية، فإننا سنصل لذات النتيجة، لذلك خلص الباحث للنتيجة التالية:

أ- إن حقيقة الملكية المطبقة في الصكوك ليست الملكية النفعية الإنجليزية، لأن حملة الصكوك لا يملكون حق التصرف بالأصول العينية في حال تعثر المنشئ، ففي نشرة الإصدار يعمل مهندسو الصكوك (القانونيين والفنيين) بمباركة من الهيئة الشرعية (عن معرفة أو عدم معرفة)، على التلاعب بالألفاظ كي يمنعوا حملة الصكوك من حق التصرف بهذه الأصول.

ب- حتى في حال اعتماد هذه الملكية، فإنها لن تحقق الغرض خاصة عند قيام النزاع، لعدم السماح بتملك الأجانب من جهة، ولأن القانون الواجب التطبيق عندما يتعلق النزاع بعقار، هو لقانون الدولة التي يقع فيها العقار المتنازع عليه.

ج- حتى في حال عرض النزاع على القضاء الإنجليزي، فإنه لن يحكم لحملة الصكوك بحق النفاذ للأصول، مجرد أنه تم تسمية ملكيتهم للأصول بالملكية النفعية في نشرة الإصدار، في ظل تضمنها شروط تقييد هذه الملكية، فالعبرة للمعاني وليس للألفاظ والمباني.

رغم أن معايير سوق دبي المالي قد نصت على أنه يجب "النص في نشرة إصدار الصكوك وعقودها الناقلة للملك، على أن هذا الملك قد انتقل شرعاً وقانوناً إلى حملة الصكوك أو من يمثلهم" وأنه "لا يجوز أن يكون نقل الملكية في صكوك الأعيان ومنافع الأعيان من بائعي الأعيان والمنافع صورياً، فالأصل ينتقل الملك إلى حملة الصكوك واقعاً وقانوناً"، (معايير سوق دبي المالي المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، 2007)، يتبين من خلال قراءة غالبية نشرات إصدار الصكوك إن الجهات المنشئة للصكوك، سواء كانت من أشخاص القانون العام أو الخاص، تُضمّن هذه النشرات نصوص تمنع نقل ملكية الأصول لحملة الصكوك، مخالفةً بذلك أحكام الشريعة الإسلامية، لذلك فالصكوك التي تصدر وفقاً لذلك، هي في حقيقتها صكوك غير متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.

#### سادساً- الشركة ذات الغرض الخاص (SPV) (المنعقد/ مدير العهدة):

حقيقتها أنه يؤسسها (المنشئ) حيث تنقل لها ملكية الأصول للاحتفاظ بها لصالحه، كي تعاد له عند إطفاء الصكوك، فدور الأمانة والوصاية الذي تقوم به، في الحقيقة هو لصالح المنشئ، وليس لصالح حملة الصكوك، وذلك فيما يتعلق بملكية الأصول التي تم نقلها لاسمها، حيث أن جوهر العمل الذي تقوم فيه هذه الشركة فيما يتعلق بملكية الأصول، لا تنطبق عليه أحكام الوكالة أو النيابة عن حملة الصكوك، والتي تقتضي أنه إذا أبرم النائب في حدود نيابته عقداً باسم الأصيل؛ فإن ما ينشأ عن هذا العقد من حقوق والتزامات يضاف إلى الأصيل، (القانون المدني السوري، 1952)، فمن خلال التحليل للعمل التي تقوم به هذه الشركة، لا نجد أنها تعمل وفق ضوابط وأحكام الوكالة عن حملة الصكوك لجهة احتفاظها بملكية الأصول، أو أنها تحمي حملة الصكوك في حال إفلاس المنشئ، وأن كثير من الصكوك لا يقوم المنشئ بنقل الملكية في السجلات الرسمية إلى

الشركة ذات الغرض الخاص، لذا فإن هذه الشركة إن كان تأسيسها في هيكلية الصكوك من أجل هذه المهمة، فإن إصدارات الصكوك غير إسلامية.

### الخلاصة وأهم النتائج:

الحمد لله الذي يسر لي إتمام هذا البحث، الذي تم من خلاله استعرض العديد من المسائل الجوهرية التي تتضمنها نشرات إصدارات الصكوك، والتي تكون قد حازت على الإجازة الشرعية، لكن باستجلاء حقيقية هذه المسائل يتبين أنها لا تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، مما يؤدي للطعن بشرعية هذه الصكوك، فتضعف الثقة بها كصكوك متوافقة مع أحكام الشريعة فيؤدي ذلك للعزوف عنها، لأنها لا تخرج عندئذ عن كونها سندات قرض بفائدة مضمونة رأسمال (القيمة الإسمية) والربح، وتوصل البحث للعديد من النتائج يمكن أن نحمل أهمها بما يلي:

أولاً- الطرف الثالث الذي طرحته قرارات المجمع الفقهي أو هيئة المحاسبة والمراجعة للمعايير الشرعية، غير موجود على أرض الواقع، كما أن التكافل الإسلامي كصورة من صور الحماية، ما هو إلا صورة من صور الضمان.

ثانياً- أن الملكية النفعية التي هندست عليها ملكية حملة الصكوك للأصول، لا تتوافق مع الملكية وفق مبادئ الشريعة الإسلامية، لأنها تقيّد حق حملة الصكوك بالتصرف بالأصول سوى لصاحب الملكية القانونية التي ما تزال الأصول مسجلة باسمه، وبقيمنتها الأسمية وليس السوقية، فهذه ملكية صورية، فالعبرة في أي شكل من أشكال الملكية، هو تحقيقها لمفهوم الملك وفق الشريعة الإسلامية.

ثالثاً- من الاعتبارات كي تكون الصكوك إسلامية هو نقل الملكية لاسم المالك الحقيقي (حملة الصكوك)، مما يتيح لهم صلاحيات وسلطات المالك على ملكه، من حيث التصرف ومن حيث تحمل المصروفات وتبعات الهلاك.

ويوصي الباحث في حال لم يتم إيجاد حلول متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية للمسائل المثارة في هذه الدراسة؛ بعدم الإجازة الشرعية سوى للصكوك المدعومة بأصول (Asset backed)، بشرط نفاذ حملة الصكوك للأصول بقيمتها السوقية.

## REFERENCES

- The Dana Gas Sukuk (2013), <https://cutt.us/9f6V9>
- International Islamic Fiqh Academy Resolutions. (n.d) NO: 188.  
<https://www.iifa-aifi.org/en/resolutions-en>
- International Islamic Fiqh Academy Resolutions. (n.d) NO:311.  
<https://www.iifa-aifi.org/en/resolutions-en>
- International Islamic Fiqh Academy Resolutions. (n.d). NO:130.  
<https://www.iifa-aifi.org/en/resolutions-en>
- International Islamic Fiqh Academy Resolutions. (n.d) NO:30,.  
<https://www.iifa-aifi.org/en/resolutions-en>
- International Islamic Fiqh Academy Resolutions. (n.d). NO: 123.  
<https://www.iifa-aifi.org/en/resolutions-en>

Dubai Financial Market Standards on Shari'a-Compliance. (n.d) No:2  
<https://www.dfm.ae/sharia/sharia-standards>

<http://www.bailii.org/ew/cases/EWHC/Comm/2017/2928.html>

DANA GAS SUKUK LIMITED JUDGMENT, (2017). Hearing dates: 25  
September&13November.

<http://www.bailii.org/ew/cases/EWHC/Comm/2017/2928.html>

Ganam, Shareef Mohamad, Mada Masoleat Asharka Al-am an deun  
Sharekatha Al-waleda Al-masrea, majlat Al-hquq Jameat Al-kwet,  
No:1 -2003.

Albrahem, Mrwan Badre,Tabeat Al-alaqa Al-qanonea beana kul men  
Alsheka Al-kabta and Al-shreka Al-moat Al-janseat, Majalt  
Almanara, NO:9-2007.

Abo Youssef, Yaqoob ben Abraham Al-ansare, Al-Ahtar, part1, Beirut,  
House of Scientific Books, (no date).

Al-krafe, Shab Al-dean, Al-foroq, part3 Cairo, the world of books, (no  
date).

Abn Taamea, Take Al-dean, Majmo Al-ftaw, part 29, Medina, King Fahd  
Complex for the Printing of the Noble Qur'an, 1992.

Abn Nageem, Zean Al-dean ben Abraheem, Al-Bahr Al-raeq sarh kanz al  
dkaik, Beirut: Islamic Book House, C 7, (no date).

Haeder, Ali Khoaj Ameen, Drr Al-hakam Shrh Majalet Al-Ahkam,part1,  
Beirut: House of Generation, (no date).

Al-mosoa Al-fiqhea Alkwetea, Ministry of Awqaf and Islamic Affairs - Kuwait. (From 1404-1427 AH). Kuwait: Dar Al Salasil.

The Islamic Financial Services Board (IFSB), Standard CPIFR 7: Risk management process.

[https://www.ifsb.org/preess\\_full.php?id=564&submit](https://www.ifsb.org/preess_full.php?id=564&submit)

Accounting and auditing organisation for Islamic financial institutions, Shari'ah Standard No. (17) Investment Sukuk. <http://aaofifi.com/ss-17-investment-sukuk/?lang=en>

The Syrian Civil Law promulgated by Legislative Decree No. 84 / 1949.

Abu zead, Abd Al-Azeem, Nhoa Sukuk Islamic, Majalt Eslameat Almarefa, No:62/2010.

Habeebullah Zakariyah, & Saheed Abdullahi Busari. (2019). Analysis of Sukuk Cross-Default Clause: A Fiqh Perspective. *Journal of Islamic Finance*, 8(2), 50–57. Retrieved from <https://journals.iium.edu.my/iibf-journal/index.php/jif/article/view/367>

Zakariyah, H., & Syllah, L. (2020). Risk Of Guarantee, Addication And Restitution In Sovereign Sukuk: A Case Study Of Sukuk Of State Of Cote D'ivoire Sukuk. *al-Qanatir: International Journal of Islamic Studies*, 17(1), 59-84.

Ghezal, M. (2021). Using Sukuk to Manage Islamic Banks' Liquidity: An Analytical Study of the Malaysian and Bahraini Experience. *International Journal of Al-Turath In Islamic Wealth and Finance*, 2(1), 1–36. Retrieved from <https://journals.iium.edu.my/iibf-journal/index.php/ijaiwf/article/view/512>

Alnagar A.M.H., Othman A.H.A., Noor A.M., Zakariyah H. (2021) The Challenges of Developing the Saudi Sukuk Market in Line with Objectives of Vision 2030.

Alareeni B., Hamdan A., Elgedawy I. (eds) The Importance of New Technologies and Entrepreneurship in Business Development: In The Context of Economic Diversity in Developing Countries. ICBT 2020. Lecture Notes in Networks and Systems, vol 194. Springer, Cham. [https://doi.org/10.1007/978-3-030-69221-6\\_76](https://doi.org/10.1007/978-3-030-69221-6_76)