

تاريخ الـرسال (2018-11-06). تاريخ قبول النشر (2018-12-03)

* 1 عبد الرحمن توفيق محمد يوسف اسم الباحث الأول:

2 د. رائد نصري جميل أبو مؤنس اسم الباحث الثاني:

الفقه و أصوله- الشريعة-ا الجامعة الأردنية
الأردن

¹ اسم الجامعة والبلد (للأول)

الفقه و أصوله- الشريعة-ا الجامعة الأردنية
الأردن

² اسم الجامعة والبلد (للتاني)

* البريد الإلكتروني للباحث المرسل:

E-mail address:

raedmounes@hotmail.com

الصكوك العقارية الاستثمارية الإسلامية

المخلص:

(يُعتبر القطاع العقاري من أهم القطاعات الاستثمارية في اقتصاديات معظم دول العالم، وهو يحتاج إلى رؤوس أموال كبيرة قد لا يمكن جمعها حتى من كبرى الشركات العقارية. وتعد الصكوك العقارية الاستثمارية من أكثر الأدوات المالية الإسلامية جذاباً للمدخرات؛ لتمويل تطلعات القطاع، وفرد مشاريعه، وأنشطته، وذلك من خلال: إنشاء مشاريع عقارية جديدة، أو إنجازها، أو تطويرها، مع فتح باب المشاركة، أو المتاجرة بالعقارات بصورة تُلبي رغبات المستثمرين، ودون تحميل مانحي التمويل أعباء الاستثمار. وعُمِلت الدراسة على بيان مفهوم الصكوك العقارية الاستثمارية الإسلامية، وخصائصها، وفوائدها بالنسبة لمُنشئها، ومُصدرها، وحملتها، وأسواق رأس المال، وإجراءات إصدارها وضوابطها، وهيكلتها بناءً على عقدي المضاربة، والمشاركة، مع بيان نبذة عن كل هيكل، وآلية تنفيذه، وشكله، ومقوماته، وتكييف علاقاته، وأهدافه التي يرمي إلى تحقيقها. وتوصّلت الدراسة إلى إمكانية إصدار الصكوك العقارية الاستثمارية بموجب أكثر من عقد شرعي استثماري؛ لتصكيك معظم الاستثمارات في القطاع العقاري؛ كالوحدات السكنية، والمباني الصناعية، والحكومية، والمباني الجاهزة، وغيرها، وتمثل حصصاً شائعة في ملكية المشروع العقاري المطلوب تنفيذه، واستغلاله، وتحقيق العائد. وهي تُوفر الموارد المالية دون الحاجة إلى زيادة رأس المال، أو الاقتراض بفائدة. ولقد كان من أهداف هيكل المضاربة بالعقارات: تحقيق الربحية السريعة والمعقولة للمستثمرين، في حين يفتح هيكل المشاركات العقارية باب المشاركة أمام مُلاك السيولة؛ لاستثمار حصتهم في المشاريع العقارية. وتوصي الدراسة بالاستمرار في تأصيل موضوع الصكوك العقارية الاستثمارية الإسلامية، وملاحظة تطبيقاتها في أدبيات الصكوك، وأثرها في القطاع العقاري، وتأهيل كوادر بشرية قادرة على بناء هياكل صكوك عقارية استثمارية تجمع بين الكفاءة الاقتصادية، والمصادقية الشرعية.

كلمات مفتاحية: صكوك، عقار، استثمار، هيكل، مضاربة، مشاركة

Islamic Investable Real Estate Sukuk

Abstract:

The Real Estate sector is one of the most investable sectors in most world countries economies. It needs many monetary capitals that cannot be raised even from the Real Estate companies. It's one of the Islamic financial tools that attracts savings for funding the sector aspirations, its projects and activities through setting up new Real Estate Projects or developing them. In addition, they open the door for sharing and Real Estate trading in a way to satisfy the needs of investors in the sector without charging donors with funding investment burdens.

The study has shown the concept of the investable Real Estate sukuk, its traits and benefits for its origin and monetary capitals as well as its issues and structures according to the contracts of the speculation and sharing. There must be a brief about each structure, its mechanism and components and adapting its relationships with the aims, they want to achieve.

The study has been able to issue the investable Real Estate sukuk basing on many investable legal contract for most of the investments in the Real Estate sectors such as residential blocks, governmental industrial buildings as well as readymade buildings. They represent popular proportions in property of The Real Estate projects demanding achievements as well as exploiting it and gaining its interests. This secures the financial resources to set it up without the need to increase the monetary capital or borrowing money with interests. One of the aims of the speculation structure in the real Estate is achieving fast reasonable profits for investors. The Real Estate structure opens the door for owners of money to invest their proportions in the Real Estate projects.

The study recommends continuing in rooting the investable Real Estate sukuk and observing its applications and effects in Real Estate sector as well as qualifying its staffs to build Real Estate sukuk structures that combine the economic efficiency with legal credibility.

Keywords: Sukuk, Real Estate, investment, structures, speculation, Sharing.

المقدمة:

الحمد لله، نحمده ونستعينه ونستغفره، ونعوذ بالله من شرور أنفسنا وسيئات أعمالنا، من يهده الله فلا مضل له، ومن يضلل فلا هادي له. وأشهد أن لا إله إلا الله وحده لا شريك له، وأشهد أن محمداً عبده ورسوله ﷺ وعلى آله، وصحبه، وسلّم تسليماً كثيراً.

وبعد:

تُشكّل العقارات جهة مهمة لاستقطاب رؤوس الأموال في معظم دول العالم كافةً، وهي - بطبيعتها - تحتاج إلى رؤوس أموال كبيرة؛ سواءً لأجل المشاريع السكنية، أو التجارية، أو البنى التحتية. والواقع، أنّ القطاع العقاري يُعاني من أزمات في السيولة؛ فرضت على المستثمرين فيه البحث عن حلول مالية يُمكن بواسطتها تمويل مشاريع هذا القطاع، ورفد أنشطته المتعددة. وربما قد يكون أمام الاستثمارات العقارية حزمة من الخيارات المتاحة التي تُسهم في معالجة مشكلة ندرة رأس المال؛ لكن ما يمكن تأكيده أنّ الافتراض بفائدة ليس حلاً مقبولاً منها للاستثمار في القطاع العقاري؛ لأن الله تعالى، ورسوله ﷺ، أعلنوا الحرب على الربا، فهو مُحَرَّم. وليس زيادة رأس المال بهدف تعزيز الثقة من قِبل مؤسسات الرقابة حلاً معقولاً أيضاً؛ لأنه حد - ولا يزال يحد - من إمكانيات المؤسسات المالية في توسيع أنشطتها العقارية.

إنّ الحل الأمثل للحصول على السيولة المطلوبة لتمويل تطلعات القطاع العقاري دون اللجوء إلى زيادة رأس المال، أو الافتراض بفائدة، إنما قد يتمثل في إصدار الصكوك العقارية الاستثمارية؛ باعتبارها فائقة القدرة على استقطاب الموارد المالية المطلوبة بتكاليف منخفضة؛ لتحقيق طموحات القطاع.

ذلك أنّ إصدار صكوك عقارية استثمارية يُسهم في إنشاء مشاريع عقارية جديدة، أو إنجاز المتعثّر منها، أو تطوير العقارات القديمة - كذلك - بما يتيح عمليات المتاجرة بالعقارات، ويفتح باب المشاركة على مصراعيه أمام ملاك السيولة الفائضة؛ للحصول على حصة من العوائد، بما يُلبّي ذلك كله أهداف منشئ الصكوك، ومُصدرها، وحملتها، وأسواق رأس المال. وحتى تحقق الصكوك العقارية الاستثمارية كفاءتها، وتحافظ على صدقيتها الشرعية، وحتى تكون وجهة استثمارية إسلامية جاذبة للمكنتيين؛ فإنه لا بد أن تُبنى هياكلها بما يتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، وأدبيات الصكوك، ومعاييرها، وتشريعاتها الناظمة؛ حينئذٍ يمكن أن تؤدي هذه الصكوك وظيفتها المنشودة في القطاع العقاري.

مشكلة الدراسة:

تكمّن مشكلة الدراسة في الوقوف على حقيقة الصكوك العقارية الاستثمارية الإسلامية، وخصائصها التي تميزها عن غيرها من الأدوات المالية التقليدية، وفوائدها بالنسبة لأطرافها، وإجراءات إصدارها وضوابطه، ومتطلبات بناء هياكلها، وتنفّر عن هذه المشكلة الأسئلة التالية:

1. ما الصكوك العقارية الاستثمارية، وخصائصها؟
2. ما فوائد الصكوك العقارية الاستثمارية بالنسبة لمُنشئها، ومُصدرها، وحملتها، والسوق المالي؟
3. ما إجراءات إصدار الصكوك العقارية الاستثمارية، وضوابطه الشرعية، والنظامية؟
4. ما متطلبات بناء هياكل صكوك عقارية استثمارية تجمع بين الكفاءة الاقتصادية، والمصادقية الشرعية؟

أهمية الدراسة:

تظهر أهمية الدراسة بأمر منها:

1. ندرة الدراسات التي بحثت موضوع الصكوك العقارية الاستثمارية الإسلامية بما يتلاءم وأدبيات الصكوك، ومعاييرها، وتشريعاتها الناظمة - حسب اطلاع الباحث -.

2. تُعد الصكوك العقارية الاستثمارية من أكثر الأدوات المالية الإسلامية استقطاباً للسهولة لمنشئها؛ لتمويل المشاريع العقارية الكبيرة التي لا تطيقها جهة واحدة.
3. تُمثل الصكوك العقارية الاستثمارية الإسلامية قناة جيدة للمكتسبين الذين يرغبون في استثمار أموالهم في المشاريع العقارية، ويريدون - في الوقت ذاته - التصرف فيها، واستردادها، بسهولة عند الحاجة.
- أهداف الدراسة:

تهدف الدراسة إلى الإجابة عن أسئلتها كما يأتي:

1. بيان مفهوم الصكوك العقارية الاستثمارية، وخصائصها التي تميزها عن غيرها من الأدوات المالية التقليدية؛ كالسندات.
2. إظهار فوائد الصكوك العقارية الاستثمارية بالنسبة لأطرافها.
3. الكشف عن إجراءات إصدار الصكوك العقارية الاستثمارية، وضوابطه الشرعية، والنظامية.
4. دراسة متطلبات بناء هياكل صكوك عقارية استثمارية تجمع بين الكفاءة الاقتصادية، والمصادقية الشرعية.
- الدراسات السابقة:

تتمثل الدراسات السابقة ذات العلاقة بموضوع الدراسة بما يلي:

1. كليب، أحمد محمد أحمد. (2015م). الضوابط الشرعية لصكوك المضاربة إصداراً وتداولاً. ط1. عمان: دار النفائس. وقد قُسمت هذه الدراسة إلى خمسة فصول؛ عرض الباحث في أولها للإطار العام للدراسة، وأفرد ثانيها لتعريف صكوك المضاربة، ومميزاتها، وخصائصها، وأهميتها الاقتصادية، ومقاصدها، ومخاطرها، في حين خصص ثالثها للدراسات السابقة، وأودع في رابعها الضوابط الشرعية لإصدار صكوك المضاربة، وتداولها، وتكييفها الفقهي، والضمانات المتعلقة بها، وضوابط توزيع أرباحها، ثم أنهى الباحث دراسته بفصل خامس ضمته أبرز النتائج، والتوصيات التي خلص إليها من خلال دراسته. وواضح من هذه الدراسة أنها تتحدث عن الضوابط الشرعية لصكوك المضاربة إصداراً، وتداولاً، ولم تُشر إلى موضوع الصكوك العقارية الاستثمارية، وذلك من حيث: مفهومها، وخصائصها، وفوائدها بالنسبة لأطرافها، وإجراءات إصدارها وضوابطه، ومتطلبات هيكلتها بناءً على عقدي المضاربة، والمشاركة، كما سيعمد الباحث إلى بيان ذلك في الدراسة المقدمة.
2. المرشدي، فهد بادي. (2014م). الصكوك أحكامها وضوابطها وإشكالاتها دراسة شرعية نقدية. ط1. الرياض: دار كنوز إشبيليا للنشر والتوزيع. وجاءت هذه الدراسة في تمهيد، وأربعة فصول، وخاتمة؛ عرض الباحث في التمهيد لمفهوم الصكوك، والمصطلحات ذات الصلة، وفوائد التصكيك، ومراحلها، وأطرافها، وبيّن في الفصل الأول خصائص الصكوك، وأهم أحكامها الشرعية، في حين أبرز في الفصل الثاني الإشكالات الشرعية الواردة على الصكوك، وذلك من مثل: حقيقة ملكية حملة الصكوك، والتوزيع الدوري عليهم، واجتماع القرض مع المعاوضة، ومجموعة الإشكالات الشرعية المتعلقة بصكوك الإجارة على وجه الخصوص، ثم أودع في الفصل الثالث المعايير الشرعية الخاصة بالصكوك، ثم خصص الفصل الرابع للدراسة التقييمية لبعض أنواع الصكوك المصدرة في الوقت الحاضر.
- ويرى الناظر إلى موضوع هذه الدراسة وفصولها أنها تتحدث عن الصكوك، وأحكامها، وضوابطها، وإشكالاتها بشكل عام، ولم تُشر إلى موضوع الصكوك العقارية الاستثمارية، بما في ذلك إجراءات إصدارها، وآلية بناء هياكلها بموجب العقود الشرعية التي تصدر بناءً عليها.

3. النوباني، خولة فريز عوض. (2017م). هيكل الصكوك بين الفقه والممارسة. ط1. عمان: دار النفائس. وتضمنت هذه الدراسة ستة فصول؛ عرضت الباحثة في أولها للإطار العام للدراسة، وأفردت ثانيها لتعريف الصكوك، والسندات، والأسهم، والفرق بين تلك الأدوات المالية، وتعريف المشتقات المالية، وأهمية الصكوك في السوق المالي، في حين خصصت

ثالثها لهيكل الصكوك، وممارستها، والخلاف الفقهي في بعض مسألتها المتعلقة بها، وأودعت في رابعها الدراسة القانونية للصكوك، وحالات تعثرها، وسبل معالجته، وأبرزت في خامسها نماذج لبعض أنواع الصكوك المصدرة في جمهورية السودان، ثم ختمت الباحثة دراستها بفصلٍ سادسٍ ضمنته أبرز النتائج، والتوصيات، التي خلصت إليها من خلال دراستها. والظاهر من هذه الدراسة أنها تتحدث عن موضوع هيكل الصكوك بشكلٍ عام، غير أنها لم تتطرق إلى موضوع الصكوك العقارية الاستثمارية من حيث: مفهومها، وخصائصها، وفوائدها، وإجراءات إصدارها، وآلية هيكلتها بناءً على عقدي المضاربة، والمشاركة، كما سيورد الباحث إلى بيان ذلك من خلال الدراسة المقدمة.

مميزات الدراسة:

تتميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة بأنها: ستفرد لموضوع الصكوك العقارية الاستثمارية الإسلامية دراسةً مستقلةً تبيّن فيها مفهوم هذه الصكوك، وخصائصها، وفوائدها بالنسبة لأطرافها، وإجراءات إصدارها وضوابطها، ومتطلبات بناء هيكلتها بما يتواءم ذلك وأدبيات الصكوك، ومعاييرها، وتشريعاتها الناظمة، وهذا ما لم تفعله كافة الدراسات السابقة، وغيرها - حسب اطلاع الباحث -، وهو وجه جده هذه الدراسة وموضوعها الذي يُمكن بواسطته تمويل معظم المشاريع العقارية بقصد الاستثمار.

منهجية الدراسة:

جمعت الدراسة بين المنهجين التاليين:

- 1. المنهج الوصفي:** ويتمثل بوصف الحقائق العلمية اللازمة ذات الصلة بموضوع الصكوك العقارية الاستثمارية، وهيكلتها، بما ينسجم ومعايير الصكوك المعتمدة، من مثل: معيار صكوك الاستثمار الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، ومعيار سوق دبي المالي لإصدار وتملك وتداول الصكوك، ثم دمجها تحت المباحث المناسبة.
- 2. المنهج التحليلي:** ويتجسد بتفسير عناصر مشكلة الدراسة، وتحليل مفرداتها - بعد جمع مادتها العلمية، وتصنيفها -؛ وذلك لإتمام صياغتها.

خطة الدراسة:

وانتظمت خطة الدراسة كما يلي:

المبحث الأول: مفهوم الصكوك العقارية الاستثمارية، وخصائصها:

المطلب الأول: مفهوم الصكوك العقارية الاستثمارية:

المطلب الثاني: خصائص الصكوك العقارية الاستثمارية:

المبحث الثاني: فوائد الصكوك العقارية الاستثمارية:

المطلب الأول: فوائد الصكوك العقارية الاستثمارية بالنسبة لمُنشئها، ومُصدرها:

المطلب الثاني: فوائد الصكوك العقارية الاستثمارية بالنسبة للمكتسبين فيها، والسوق المالي:

المبحث الثالث: إجراءات إصدار الصكوك العقارية الاستثمارية، وضوابطها:

المطلب الأول: إجراءات إصدار الصكوك العقارية الاستثمارية:

المطلب الثاني: ضوابط إصدار الصكوك العقارية الاستثمارية:

المبحث الرابع: هيكل الصكوك العقارية الاستثمارية:

المطلب الأول: هيكل المضاربة بالعقارات:

المطلب الثاني: هيكل المشاركات العقارية:

المطلب الثالث: مقارنة بين صكوك المضاربة بالعقارات، وصكوك المشاركات العقارية:

الخاتمة: وفيها أبرز النتائج، والتوصيات:

المبحث الأول: مفهوم الصكوك العقارية الاستثمارية، وخصائصها:

بادئ ذي بدء، لابد من توطئة تتضمن إطلاقة على مفهوم الصكوك العقارية الاستثمارية قبل بيان خصائصها التي تميزها عن غيرها من الأوراق المالية التقليدية؛ كالسندات، وذلك كما يأتي:

المطلب الأول: مفهوم الصكوك العقارية الاستثمارية:

إنَّ تحديد مفهوم دقيق للصكوك العقارية لابد أن يمر عبر تحديد دقيق لمفردتي ذلك المركب الوصفي؛ ثم يُصار بعد ذلك إلى تحديد دقيق لهذا المفهوم، وذلك من خلال الفروع التالية:

الفرع الأول: مفهوم الصكوك لغةً، واصطلاحاً:

أولاً: الصكوك لغةً:

تدور مادة (ص ك ك) في معاجم اللغة حول المعنيين التاليين:

1. **الضرب:** إذ الصَّادُ وَالْكَافُ أَصْلٌ يَدُلُّ عَلَى تَلَاقِي شَيْئَيْنِ بِقُوَّةٍ، وَشِدَّةٍ؛ حَتَّى كَأَنَّ أَحَدَهُمَا يَضْرِبُ الْآخَرَ. وَمِنْ ذَلِكَ قَوْلُهُمْ: صَكَتُ الشَّيْءَ صَكًا؛ وَصَكَ الْبَابُ: أَعْلَقَهُ بَعْنَفٍ، وَشِدَّةٍ⁽¹⁾. وَيَطْلُقُ لَفْظُ الصَّكَ عَلَى الضَّرْبِ عَامَّةً بِأَيِّ شَيْءٍ كَانَ⁽²⁾. وَمِنْهُ قَوْلُهُ □: «فَصَكَتْ وَجْهَهَا وَقَالَتْ عَجُوزٌ عَقِيمٌ»⁽³⁾، قَالَ الْقُرْطُبِيُّ: أَي ضَرَبَتْ يَدَهَا عَلَى وَجْهِهَا⁽⁴⁾.

2. **الكتاب:** والصك لَفْظٌ مَأْخُودٌ مِنَ الْكِتَابِ - أَيْضًا -، أَوْ مَا يُكْتَبُ فِيهِ الْأَقَارِيرُ بِالْحَقُوقِ الْمَالِيَةِ، أَوْ الَّذِي يُكْتَبُ فِيهِ لِلْعَهْدَةِ. وَقِيلَ: أَصْلُهُ فَارِسِيٌّ مُعَرَّبٌ، مَعْنَاهُ جُكٌ، وَجَمْعُهُ أَصْكَ، وَصُكُوكٌ، وَصِكَاتٌ⁽⁵⁾.

ثانياً: الصكوك اصطلاحاً:

وَحَدَّتِ الصكوك بمفاهيم عديدة منها ما يأتي:

1. عرّفها هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بأنها: وثائق متساوية القيمة، تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان، أو منافع، أو خدمات، أو في موجودات مشروع معين، أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك، وقفل باب الاكتتاب، وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله⁽⁶⁾.

2. وعرّفها مجمع الفقه الإسلامي بأنها: وثائق أو شهادات مالية، متساوية القيمة، تمثل حصصاً شائعة في ملكية موجودات أعيان أو منافع، أو حقوق، أو خليط من الأعيان والمنافع والنقود والديون، قائمة فعلاً، أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب، وتصدر وفق عقد شرعي، وتأخذ أحكامه⁽⁷⁾.

3. ووردَ في قانون صكوك التمويل الإسلامي الأردني بأن الصكوك هي: وثائق متساوية القيمة، تمثل حصصاً شائعة في ملكية المشروع، تُصدر بأسماء مالكيها مقابل ما يقدمون من أموال؛ لتنفيذ المشروع، واستغلاله، وتحقيق العائد، لمدة تحدد في نشرة الإصدار، وفق مبادئ الشريعة الإسلامية وأحكامها⁽⁸⁾.

وبعد استعراض أبرز مفاهيم الصكوك؛ فإنه لا يسع الباحث إلا تسجيل الملاحظات التالية:

(1) ابن فارس، مقاييس اللغة (ج3/276).

(2) ابن منظور، لسان العرب (ج10/456).

(3) [الذاريات: 29].

(4) القرطبي، الجامع لأحكام القرآن (ج17/47).

(5) ابن منظور، لسان العرب (ج10/456).

(6) هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية (ص467).

(7) مجمع الفقه الإسلامي، قرار 178 (4/19) بشأن الصكوك الإسلامية.

(8) قانون صكوك التمويل الإسلامي الأردني رقم 30 لعام 2012م، (مادة2).

- الأصل تساوي قيمة الصكوك حين إصدارها؛ تمييزاً لها عن سندات القرض بفائدة، وهو قيد مهم في المفهوم؛ لإمكانية تفاوت قيمتها حين تداولها⁽¹⁾، أو استردادها.
- خلا المفهوم الذي صارت إليه هيئة المحاسبة عن القيد الشرعي، بالتالي هو غير مانع؛ لإمكانية دخول الصكوك المخالفة لمبادئ الشريعة الإسلامية وأحكامها فيه.
- وثمة دور في المفهومين الأوليين للصكوك؛ إذ لا تخرج الموجودات عن كونها أعياناً، أو منافع، أو خدمات⁽²⁾، أو نقود، أو خليط منها، على حين عبّر قانون صكوك التمويل الإسلامي الأردني عن ذلك بالمشروع؛ لأن تملك المشروع أوسع مفهوماً من تملك الموجودات، والمنافع⁽³⁾، والخدمات، والحقوق؛ إذ هي أجزاء داخلة في المشروع الذي تمثل الصكوك حصصاً شائعة في ملكيته.
- تصدر الصكوك بموجب عقد شرعي وتأخذ أحكامه، جاء ذلك صراحةً في المفهوم الذي صار إليه مجمع الفقه الإسلامي؛ وليس ثمة ما يمنع من إصدار الصكوك بناءً على مجموعة من العقود الشرعية⁽⁴⁾؛ فتصبح حينئذ صكوك هجينة⁽⁵⁾، مختلطة، ومدمجة في بعضها البعض⁽⁶⁾.
- ويمكن تعريف الصكوك بأنها: وثائق تُصدّر بفئات متساوية القيمة، بأسماء مالكيها، تمثل حصصاً شائعة في ملكية المشروع المراد تنفيذه، واستغلاله، وتحقيق الأرباح، لمدة تحددها نشرة الإصدار، وفق مبادئ الشريعة الإسلامية وأحكامها.

الفرع الثاني: مفهوم العقار لغةً، واصطلاحاً:

أولاً: العقار لغةً:

العقار: مفرد عقارات، وهو: المنزل، والأرض المغلّقة، والنخل، وقيل هو: ضيعة الرجل⁽⁷⁾؛ بيد أن ابن فارس يناقش هذا المعنى - ضيعة الرجل -؛ إذ قال: بأنّ تسميتهم العقار ضيعة ما أحسبها من اللغة الأصيلية، وأظنه من محدث الكلام⁽⁸⁾. قال ابن الأعرابي: العقار: المتاع المصنوع⁽⁹⁾؛ فيقال: في البيت عقار حسن، أي: متاع، وأداة. ويقال: ليس له دار ولا عقار⁽¹⁰⁾. والعقار: المال الذي لا يُنقل؛ كالأرض، والمنزل، والفندق، ونحوه⁽¹¹⁾. والعقار هو: الشيء الثابت⁽¹²⁾ الذي بيّنت حدوده وأطرافه⁽¹³⁾. والعقار الحر: ما كان خالص الملكية يأتي بدخل سنوي دائم يُسمى ريعاً⁽¹⁴⁾. والتحقيق في ذلك⁽¹⁾: إن كل ملك له أصل ثابت لا يمكن نقله وتحويله هو عقار؛ كالأرض، والفندق، ونحوهما.

(1) الرشود، العقود المبتكرة للتمويل والاستثمار بالصكوك الإسلامية (ص57)، بتصرف.

(2) المرجع السابق، (ص57)، بتصرف.

(3) الشاعر، التشريعات الناطمة للصكوك الإسلامية في القانون الأردني رقم 30 لسنة 2012م (ص3)، بتصرف.

(4) هيئة المحاسبة والمراجعة، معيار الجمع بين العقود (ص660).

(5) مأخوذة من: هجن؛ والهجنة: الكلام. وتأتي بمعنى المزوجة من: تزوج الغلام الصغير البنت، فيقال: أهجنهم أهلهم. ابن منظور، لسان العرب (ج13/431).

(6) وهي من تطبيقات الصكوك العملية في الواقع.

(7) ابن منظور، لسان العرب (ج4/569)، (ج8/230). الفيروزآبادي، القاموس المحيط (ص743).

(8) ابن فارس، مقاييس اللغة (ج3/380).

(9) المرجع السابق، (ج4/95).

(10) الرازي، مختار الصحاح، (ص214).

(11) النكري، دستور العلماء (ج2/239).

(12) قلعجي وقنيبي، معجم لغة الفقهاء (ص316).

(13) المرجع السابق، (ص410).

(14) مصطفى وآخرون، المعجم الوسيط (ج2/615).

ثانياً: العقار اصطلاحاً:

العقار عند فقهاء الحنفية هو: "غَيْرُ الْمَنْقُولِ الَّذِي لَا يُمَكِّنُ نَقْلَهُ مِنْ مَحَلٍّ إِلَى آخَرَ؛ كَالدُّورِ، وَالْأَرْضِ" (2)، وهو عند الشافعية (3): "الأرض، والنخل، والضياع - كما قاله الجوهري - وأراد بالضياع: الأبيية"، والعقار عند السادة المالكية (4): "الأرض وما اتصل بها من بناء، وشجر"، وهو عند الحنابلة (5): "الضيعة، والأرض، والبناء، والغراس". ويمكن تعريف العقار اصطلاحاً بأنه: المال الثابت الذي لا يمكن نقله وتحويله من مكان إلى آخر؛ كالأرض.

ولقد أعطى معيار متطلبات كفاية رأس المال للصكوك والتصكيك والاستثمارات العقارية تفسيراً لمشمولات العقار؛ فهو - على سبيل المثال - يشمل: الوحدات السكنية، والمباني الصناعية، والحكومية، والمباني الجاهزة، وكذا المكاتب، والأماكن التجارية؛ كالفنادق، والمطاعم، ومتاجر التجزئة (6).

وإلى جانب تلك المشمولات التي أوردتها المعيار أنف الذكر والتي يمكن تصكيكها بواسطة الصكوك العقارية الاستثمارية؛ فإنه يمكن تصكيك أعيان الأراضي السكنية، والتجارية، مع ملاحظة إمكانية تصكيك منافعها بواسطة هذه الصكوك. وفي جميع الأحوال؛ تتمثل الأصول العقارية التي تعتبر أصلاً في إصدار الصكوك العقارية الاستثمارية بما يأتي (7):

- أصول عقارية موجودة - فعلاً -، أو سيتم إيجادها من حصيلة الصكوك.
- منافع أصول عقارية موجودة - فعلاً -، أو موصوفة في الذمة.
- أصول عقارية هجينة من أعيان، ومنافع.

وبناءً على ذلك كله؛ يمكن تعريف الصكوك العقارية الاستثمارية بأنها: وثائق تُصدر بفئات متساوية القيمة، بأسماء مالكيها، تمثل حصصاً شائعة في ملكية مشاريع عقارية مطلوب تنفيذها، واستغلالها، وتحقيق الأرباح، لمدة محددة في نشرة الإصدار، وفق مبادئ الشريعة الإسلامية وأحكامها.

الفرع الثالث: أنواع الصكوك العقارية الاستثمارية:

تستمد الصكوك العقارية الاستثمارية أنواعها من مجموعة العقود الاستثمارية الشرعية التي تُصدر بموجبها؛ وهو ما يوضح مرونة هذه الصكوك، وتناسبها وأغلب أوجه المشاريع العقارية.

وبيان ذلك:

يمكن إصدار هذه الصكوك بناءً على أكثر من عقد شرعي استثماري، وذلك من مثل: عقد المضاربة (8)، وعقد المشاركة (9)؛ وبالتالي تأخذ أحكام العقد الذي تصدر بناءً عليه؛ حسب طبيعة المشروع العقاري المراد تنفيذه، واستغلاله، وتحقيق العائد. وفيما يلي أبرز أنواع الصكوك العقارية الاستثمارية:

(1) استنتاج من الباحث.

(2) لجنة علمية، مجلة الأحكام العدلية، (مادة: 129/ص31).

(3) الشربيني، مغني المحتاج (ج2/466)، (ج3/373).

(4) الدسوقي، حاشية الدسوقي (ج3/145).

(5) البهوتي، كشف القناع (ج3/247).

(6) مجلس الخدمات المالية الإسلامية، معيار متطلبات كفاية رأس المال للصكوك والتصكيك والاستثمارات العقارية (ص24)، بتصرف.

(7) إدريس، المال واستخداماته بوصفه أصلاً في إصدار الصكوك في سوق الأوراق المالية (ص291). هيئة المحاسبة والمراجعة، معيار صكوك الاستثمار (ص467)، بتصرف.

(8) المضاربة هي: عقد شركة في الربح بمال من جانب (رب المال)، وعمل من جانب (المضارب). ابن عابدين، حاشية ابن عابدين (ج5/645).

(9) الشركة في الصكوك العقارية الاستثمارية إنما هي شركة عقد؛ لأن المقصود من الصكوك الاستثمار، والاسترباح. العثماني، بحث في قضايا فقهية معاصرة (ج2/274). وشركة العقد هي: أن يتعاقد شخصان فأكثر على استثمار المال أو العمل واقتسام الربح. الخفيف، الشركات في الفقه الإسلامي (ص26).

1. **صكوك عقارية استثمارية مبنية على عقد المضاربة:** وهي وثائق تُصدر بفئات متساوية القيمة على أساس عقد المضاربة؛ لدفع حصيلاتها للمضارب؛ ليقوم باستثمارها في نشاط عقاري بحصة معلومة من ربحه، وتُمثّل حصة شائعة في ملكية النشاط العقاري، ويستحق حملة الصكوك حصة شائعة من عائد استثماره⁽¹⁾.
 2. **صكوك عقارية استثمارية مبنية على عقد المشاركة:** وهي وثائق تُصدر بفئات متساوية القيمة على أساس عقد المشاركة؛ لإنشاء أو تطوير مشروع عقاري مُعيّن، وتُمثّل حصة شائعة في ملكية المشروع، ويستحق حملة الصكوك حصة معلومة من عائد استثماره⁽²⁾.
- المطلب الثاني: خصائص الصكوك العقارية الاستثمارية:**
- تتفق الصكوك العقارية الاستثمارية مع غيرها من الأوراق المالية التقليدية في بعض الإجراءات الإدارية من حيث التنظيم والإصدار⁽³⁾؛ غير أنها تتميز عنها في كونها أوراقاً مالية تلتزم أحكام الشريعة الإسلامية في كافة مراحلها⁽⁴⁾. وقد حدّدت معايير الصكوك⁽⁵⁾، وأدبياتها⁽⁶⁾، الخصائص التي تمتاز بها الصكوك العقارية الاستثمارية؛ ويمكن صياغتها كما يأتي:
1. إنها ذات قيمة إسمية يحددها القانون، أو نشرة الإصدار⁽⁷⁾.
 2. إنها تُصدر بفئات متساوية؛ لأنها تمثل حصصاً متساوية في ملكية المشروع العقاري؛ لإثبات حق مالكيها فيه⁽⁸⁾.
 3. إنها تصدر بأسماء مالكيها⁽⁹⁾.
 4. إنّ مالك الصك العقاري شريك على الشيوخ - مع بقية حملة الصكوك - في المشروع العقاري الذي تمثل الصكوك حصصاً شائعة فيه⁽¹⁰⁾.
 5. إنها ليست مالاً متقومًا في ذاتها؛ ولكنها وثائق بالحق، ودليل عليه، تقوم مقامه في الحيازة، والقبض، والتداول⁽¹¹⁾.
 6. يُمكن التصرف في الصكوك العقارية بالبيع، أو الرهن، أو الوقف، أو غيرها من التصرفات الشرعية للمالك في ملكه؛ باعتبارها تمثل حصصاً شائعة في مال - وهو المشروع العقاري -؛ فيكون حكمها حكم المال الذي تمثل حصة شائعة فيه⁽¹²⁾.
 7. إنها لا تمثل ديناً لمالكيها في ذمة منشئها، أو مُصدرها؛ وإنما حصصاً شائعة في ملكية المشروع العقاري⁽¹³⁾.
 8. تتعلق ملكية حملة الصكوك بحصة في موجودات المشروع العقاري المُصنك، وفي ناتج تصفيته، وليس في أرباحه فقط⁽¹⁴⁾.
 9. إنها تعتمد مبدأ المشاركة في الربح والخسارة⁽¹⁾ والمتمثل في قاعدة: الغنم بالغرم⁽²⁾.

(1) سوق دبي المالي، معيار سوق دبي المالي لإصدار وتملك وتداول الصكوك (ص21)، بتصرف.

(2) المرجع السابق، (ص6). هيئة المحاسبة والمراجعة، معيار صكوك الاستثمار (ص470)، بتصرف.

(3) خير الدين ورفيق، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية (ص7)، بتصرف.

(4) أبو قنونة، الهندسة المالية الإسلامية ضوابطها الشرعية وأسساها الاقتصادية (ص440).

(5) من مثل: سوق دبي المالي، معيار سوق دبي (ص21).

(6) من مثل: الشمري، صكوك المضاربة دراسة فقهية تأصيلية تطبيقية (ص77).

(7) ميرة، صكوك الإجارة دراسة فقهية تأصيلية تطبيقية (ص307).

(8) الشريف، الضوابط الشرعية للتوريق والتداول للأسهم والحصص والصكوك (ص4)، بتصرف.

(9) قانون صكوك التمويل الإسلامي الأردني رقم 30 لعام 2012م، (مادة 2).

(10) الشريف، الضوابط الشرعية للتوريق (ص4)، بتصرف.

(11) المرجع السابق، (ص4).

(12) المرجع نفسه، نفس الصفحة، بتصرف.

(13) سوق دبي المالي، معيار سوق دبي (ص21)، بتصرف.

(14) المرجع السابق، ص21. الشريف، الضوابط الشرعية للتوريق (ص4)، بتصرف.

ويترتب على ذلك:

انتفاء الضمان عن الوكيل⁽³⁾؛ إذ إنَّ مبدأ الضمان يتنافى والوكالة بالاستثمار⁽⁴⁾، فلا يتحمل الوكيل - مصدر الصكوك العقارية - الخسارة، ولا يضمن حملة الصكوك رأس المال؛ لأنَّ ذلك يُحوّل عملية التصكيك إلى ربا؛ وذلك لحصول حامل الصك العقاري على ربح ما لم يضمن⁽⁵⁾.

روى عبدالله بن عمرو بن العاص رضي الله عنه عن النبي صلى الله عليه وسلم أنه قال: "لا يَحِلُّ سَلْفٌ وَبَيْعٌ، وَلَا شَرْطَانِ فِي بَيْعٍ، وَلَا رِبْحٌ مَالَمُ يُضْمَنُ"⁽⁶⁾.

غير أنَّ ذلك في غير حالات التعدي، أو التقصير، أو ارتكاب الخطأ الجسيم الذي لا يتوقع صدوره من خبير استثمار عقاري، أو حين مخالفة معايير الصكوك، وشروطها المتفق عليها في نشرة الإصدار⁽⁷⁾؛ ففي حالات الإخلال يضمن المتسبب قدر الخسارة التي تسبب بها⁽⁸⁾؛ ولأريب.

10. إنَّها لا تقبل التجزئة في مواجهة مُصدرها إذا آل الصك العقاري لشخصين، أو أكثر؛ بسبب الإرث، أو الوصية، أو الهبة، ونحوه؛ فينق - في هذه الحالات - على شخصٍ واحدٍ يمثل الجميع أمام الجهة المُصدرة للصكوك⁽⁹⁾.

11. إنَّها تتمتع بمرونة؛ إذ يُمكن إصدارها بناءً على أكثر من عقد شرعي استثماري؛ كالمضاربة، والمشاركة، ونحوهما من العقود الشرعية، وتأخذ - حينئذٍ - أحكام العقد الذي تصدر بناءً عليه، وأركانها، وشروطها، ويترتب عليها آثاره الشرعية⁽¹⁰⁾. مع ملاحظة إمكانية إصدارها من جهات حكومية، أو خاصة، وهو مكن مرونة هذه الصكوك، وسعتها - كما تقدّم -⁽¹¹⁾.

12. إنَّها تصدر بأجال متفاوتة؛ حسب طبيعة المشاريع العقارية المطلوب تنفيذها، وذلك من حيث: الإنشاء، أو الإنجاز، أو التطوير، وما شاكل ذلك⁽¹²⁾.

13. إنَّها قد تتضمن مشاركة متناقصة⁽¹³⁾؛ وذلك حسب طبيعة الصكوك العقارية وهيكلتها، وما تفصح عنه نشرة إصدارها.

(1) أبو غدة، الصكوك الإسلامية التوريق وتطبيقاتها المعاصرة (ص3)، بتصرف.

(2) ومعناها: أن من ينال نفع شيء يتحمل ضرره. اللبناني، شرح مجلة الأحكام العدلية، مادة: 215، (ص83).

(3) الوكيل في الصكوك العقارية الاستثمارية هو: وسيط مالي بنوب عن منشئ الصكوك العقارية وحملتها في تنفيذ عملية الإصدار، وإدارة الصكوك إلى نهايتها بالإطفاء، ويتمثل بشركة ذات غرض خاص Special Purpose vehicle، ويرمز لها اختصاراً: spv.

(4) وهي الصيغة التي تدار بها الصكوك غالباً. دقق جواز عقد الوكالة بأجر في: الرؤياني، بحر المذهب في فروع المذهب الشافعي (ج6/52).

(5) أبو غدة، الصكوك الإسلامية التوريق وتطبيقاتها المعاصرة (ص3)، بتصرف.

(6) السجستاني: سنن أبي داود، أبواب الإجارة/باب في الرجل يبيع ما ليس عنده، 283/3، رقم الحديث: 3504. الترمذي: سنن الترمذي، أبواب البيوع/باب ما جاء في كراهية بيع ما ليس عندك، 526/2، رقم الحديث: 1234، وحكا الترمذي: حديث حسن صحيح.

(7) سوق دبي المالي، معيار سوق دبي (ص11)، بتصرف.

(8) فيض الله، نظرية الضمان في الفقه الإسلامي العام (ص62)، (ص55)، (ص56)، (ص112)، (ص113).

(9) القره داغي، بحوث في فقه البنوك الإسلامية، (ص311)، بتصرف.

(10) مجمع الفقه الإسلامي، قرار رقم: 178 (4/19) بشأن الصكوك الإسلامية. معيار سوق دبي (ص9). هيئة المحاسبة والمراجعة، معيار صكوك الاستثمار رقم 17 (ص471)، بتصرف.

(11) حماد، في فقه المعاملات المالية والمصرفية المعاصرة قراءة جديدة (ص320)، بتصرف.

(12) هيئة المحاسبة والمراجعة، معيار صكوك الاستثمار رقم 17 (ص479)، بتصرف.

(13) المشاركة المتناقصة هي: شركة يتعهد فيها أحد الشركاء بشراء حصة الآخر تدريجياً إلى أن يمتلك المشتري المشروع بكامله. الكواملة، المشاركة المتناقصة وتطبيقاتها المعاصرة في الفقه الإسلامي (ص36).

14. إنها تخضع لعوامل السوق؛ باعتبارها تمثل حصصاً شائعة في ملكية أصول عقارية، ومعلوم أن الأصول خاضعة - بطبيعتها - لعوامل السوق من حيث: العرض، والطلب؛ وهو ما يجعل تقويم أثمانها يختلف من حين لآخر، ولهذا؛ قد تزيد قيمة الصكوك العقارية بارتفاع ثمن ما تمثله من أصول، وقد تنخفض بانخفاضها⁽¹⁾، حسب عوامل العرض، والطلب.

15. إنها تتمتع بالاستقرار، وربما الثبات في العائد؛ بيد أن هذا لا يعدم مخاطرها. وتفسير ذلك:

تتمتع معظم أنواع الصكوك العقارية الاستثمارية بدرجة عالية من الاستقرار في السعر، والثبات في العائد، وبدرجة عالية - أيضاً - من العلم المسبق بمقدار ذلك العائد وقت الاكتتاب فيها؛ لأن الاستثمار في هذه الصكوك مبني على دراسة جدوى اقتصادية، وهي مرتبطة ارتباطاً وثيقاً بالأصول⁽²⁾. ولا يعني ذلك - بحال - أن الصكوك العقارية مضمونة؛ بل تحتمل بها مجموعة من المخاطر - كما سبق بيانه -.

16. إنها تُشكّل أساساً صحيحاً للتحقق من التزام مدير الصكوك بالمعايير المحاسبية، من مثل: الشفافية، والإفصاح، وهو ما يعطي حملة الصكوك الحق في مراقبة المشروع العقاري في جميع مراحلها؛ للتحقق من دقة القوائم المالية، وعادلة نصيبهم في الأرباح وفقاً للنتائج المعلنة؛ باعتبار أن صكوكهم تمثل حصصاً شائعة في ملكية المشروع؛ والإدارة فرع الملك⁽³⁾.

17. يمكن استرداد الصكوك العقارية بشروط معينة⁽⁴⁾ ليس هنا مجال ذكرها. **المبحث الثاني: فوائد الصكوك العقارية الاستثمارية:**

يُحقق الاستثمار بالصكوك العقارية العديد من الفوائد بالنسبة لأطرافها - مُنشئها، ومُصدرها، وحاملتها، وأسواق رأس المال -؛ ويتأكد ذلك بالمطلبين التاليين:

المطلب الأول: فوائد الصكوك العقارية الاستثمارية بالنسبة لمُنشئها، ومُصدرها: وفيه فرعان:

الفرع الأول: بالنسبة لمُنشئها:

أولاً: توفر الصكوك العقارية الاستثمارية السيولة النقدية لمُنشئها:

وبيان ذلك:

إنّ مَلابسات بروز التصكيك كأداة مالية ولدت من رحم البحث عن حلول ناجعة؛ لمواجهة خطر الديون الضخمة والمتراكمة بسبب القروض طويلة الأجل التي تهدد مؤسسات الإقراض العاملة في مجال التمويل العقاري بالإفلاس. ويبدو أنّ الدافع الرئيسي للتصكيك العقاري هو: توفير السيولة المطلوبة لمنشئ الصكوك⁽⁵⁾ دون زيادة رأس المال، أو الاقتراض بفائدة⁽⁶⁾. حيث أدى فرض نسبة كفاية رأس المال بهدف تعزيز الثقة من قبل مؤسسات الرقابة إلى رفع كفاية رأس المال، وقد حدّت هذه النسبة من إمكانيات المؤسسات المالية في توسيع أنشطتها العقارية، ولذا؛ فإنّ تصكيك جزء من أصولها سيحرر جزءاً كبيراً من رأس المال، بحيث تتمكن الجهات الراغبة في إنشاء الصكوك العقارية من تحرير موارد مالية إضافية بما يساعدها على تحسين نسبة كفاية رأس المال⁽⁷⁾.

(1) حماد، في فقه المعاملات المالية والمصرفية المعاصرة قراءة جديدة (ص319)، بتصرف.

(2) المرجع السابق، ص320 وما بعدها، بتصرف.

(3) كليب، الضوابط الشرعية لصكوك المضاربة إصداراً وتداولاً (ص43)، بتصرف.

(4) هيئة المحاسبة والمراجعة، معيار صكوك الاستثمار رقم 17 (ص479)، بتصرف.

(5) المرشدي، الصكوك أحكامها وضوابطها وإشكالاتها دراسة شرعية نقدية (ص27)، بتصرف.

(6) المرجع السابق، نفس الصفحة، بتصرف.

(7) أبو قعنونة، الهندسة المالية الإسلامية (ص442).

فالصكوك العقارية الاستثمارية تُوفّر التمويل المطلوب - رأس المال - للمؤسسات المالية الراغبة في إنشائها بتكاليف منخفضة، في ظل ارتفاع تكلفة الحصول على التمويل من أسواق التمويل الدولية⁽¹⁾.

ذلك أنّ الحاجة ماسّة إلى تمويل إضافي للتوسع في المشاريع العقارية، أو لمواجهة أي عجز مالي محقق، أو محتمل، مع اقتران تلك الحاجة بعدم الرغبة في الاقتراض؛ ولذا قد تكون الصكوك العقارية من أفضل الحلول المتاحة للحصول على التمويل المطلوب؛ لاستثماره في إنشاء مشاريع عقارية جديدة، أو إنجازها، أو تطويرها، وهو بدوره⁽²⁾:

1. يُسهم في معالجة مشكلة ندرة رأس المال العامل في الدورة الاقتصادية؛ نتيجة انخفاض التمويل المطلوب⁽³⁾.

2. ويُمكّن المؤسسات المالية الراغبة في إنشاء الصكوك العقارية من تسهيل حزمة من أصولها واستخدام سيولتها في الاستثمارات المتنوعة، مما يعني زيادة حجم أنشطتها دون الحاجة إلى زيادة رأس المال⁽⁴⁾، بما يؤدي ذلك إلى رفع كفاءة الدورة المالية، ومعدّل دورانها بتحويل الأصول غير السائلة إلى أصول سائلة يعاد توظيفها مرةً أخرى⁽⁵⁾.

ومن هنا قد تُسهّم الصكوك العقارية في عملية إعادة تدوير الأموال المستثمرة دون الحاجة للانتظار؛ لتحصيل الحقوق المالية على آجالها المختلفة، حيث يؤدي التصكيك إلى سيولة يعاد تدويرها في استثمارات عقارية جديدة⁽⁶⁾.

ثانياً: تُساعد الصكوك العقارية الاستثمارية المؤسسات ذات العجز المالي أو المُعرّضة له في تحسين هيكلها التمويلي:

وتفسير ذلك:

تُحسّن الصكوك العقارية الاستثمارية الهيكل التمويلي للمؤسسات المالية الراغبة في إنشائها؛ وذلك من خلال تحويل التزاماتها قصيرة الأجل إلى التزامات متوسطة، أو طويلة الأجل⁽⁷⁾. فهي تُحسّن من القدرة الائتمانية، والهيكل التمويلي للجهة المنشئة لها في ظل عدم اعتماد التمويل على التصنيف الائتماني؛ لأنّ التصكيك العقاري - بطبيعته - يعتمد على تصنيف ائتماني مستقل عن مؤسسة المنشئ، وبذا يكون تصنيف الصكوك العقارية مرتفعاً نسبياً⁽⁸⁾.

ثالثاً: تُسهّم الصكوك العقارية في تحسين قوائم مُنشئها:

وتُحسّن الصكوك العقارية قوائم مُنشئها من خلال: التحرر من قيود ميزانيته العمومية، حيث تجعله يستغني عن تكوين مخصصات للديون المشكوك في تحصيلها؛ وهذان الأمران يساعدان في تحسين ربح المؤسسات المنشئة للصكوك العقارية، ومراكزها المالية⁽⁹⁾، بما يتيح التصكيك من استبعاد الاستثمارات من بنود الميزانية خلال فترة قصيرة، وبذا يتخلّص المنشئ

(1) المرجع السابق، نفس الصفحة. إدريس، المال واستخداماته بوصفه أصلاً في إصدار الصكوك (ص174)، بتصرف.

(2) القرة داغي، بحث في فقه البنوك الإسلامية (ص332وما بعدها). المرشدي، الصكوك أحكامها وضوابطها وإشكالاتها (ص27). القرة داغي، الصكوك الإسلامية التوريق وتطبيقاتها المعاصرة دراسة فقهية اقتصادية تطبيقية (ص5)، بتصرف.

(3) القرة داغي، بحث في فقه البنوك الإسلامية (ص332وما بعدها). المرشدي، الصكوك أحكامها وضوابطها وإشكالاتها (ص27)، بتصرف.

(4) المرجع السابق، نفس الصفحات. إدريس، المال واستخداماته بوصفه أصلاً في إصدار الصكوك (ص175)، بتصرف.

(5) القرة داغي، بحث في فقه البنوك الإسلامية (ص332وما بعدها). المرشدي، الصكوك أحكامها وضوابطها وإشكالاتها (ص27). إدريس، المال واستخداماته بوصفه أصلاً في إصدار الصكوك (ص175)، بتصرف.

(6) صحيفة مصر العربية، ما جدوى الصكوك لإنقاذ الاقتصاد؟، تاريخ السحب: 2018م، الموقع: <http://www.masralarabia.com/768053> - ما جدوى الصكوك الإسلامية - لإنقاذ الاقتصاد؟/amp، بتصرف.

(7) القرة داغي، بحث في فقه البنوك الإسلامية (ص332وما بعدها). المرشدي، الصكوك أحكامها وضوابطها وإشكالاتها (ص27). القرة داغي، الصكوك الإسلامية التوريق وتطبيقاتها المعاصرة (ص5)، بتصرف.

(8) صحيفة مصر العربية، ما جدوى الصكوك لإنقاذ الاقتصاد؟، تاريخ السحب: 2018م، الموقع: <http://www.masralarabia.com/768053> - ما جدوى الصكوك الإسلامية - لإنقاذ الاقتصاد؟/amp، بتصرف.

(9) عمري، الصكوك دراسة فقهية مقارنة (ص16). القرة داغي، الصكوك الإسلامية التوريق وتطبيقاتها المعاصرة (ص5). المرشدي، الصكوك أحكامها وضوابطها وإشكالاتها (ص27)، بتصرف.

من الحاجة إلى تكوين مخصصات لمواجهة الخسائر المحتملة؛ لأنَّ الصكوك العقارية من أشكال الاستثمار خارج الميزانية، والذي لا يحتاج إلى رأس مال؛ كالتزامات العرضية. فهي تتيح للمؤسسات المالية إمكانية منح التمويل، والتسهيلات، ثم تحريكها واستبعادها خارج الميزانية العمومية خلال فترة قصيرة⁽¹⁾.

رابعاً: تعمل الصكوك العقارية الاستثمارية على توزيع المخاطر الائتمانية:

ومن فوائد الصكوك العقارية الاستثمارية بالنسبة لمُنشئها أنها تعمل على توزيع المخاطر الائتمانية على قاعدة عريضة؛ وذلك من خلال اكتتاب عدد كبير من المستثمرين⁽²⁾.

ويترتب على ذلك:

تقليل مخاطر الائتمان بالنسبة للأصول⁽³⁾. وبذا يُعتبر التصكيك العقاري طريقة جيدة لإدارة مخاطر الائتمان؛ لأنَّ الأصل - محل التصكيك - مخاطره محدودة، بينما مخاطر نفس الأصل أكبر إذا كان موجوداً ضمن مكونات أصول المُنشئ⁽⁴⁾.

الفرع الثاني: بالنسبة لمُصدرها:

وتتمثل فوائد الصكوك العقارية الاستثمارية بالنسبة لمُصدرها - الشركة ذات الغرض الخاص *spv* - في الاستفادة من الإعفاء الضريبي، ورسوم الإصدار، والتحصيل، والأمانة، وفي الأجر الذي تتقاضاه؛ لإدارة الصكوك العقارية من إصدارها إلى إطفائها بموجب عقد وكالة بأجر تحدده نشرة الإصدار⁽⁵⁾.

المطلب الثاني: فوائد الصكوك العقارية الاستثمارية بالنسبة للمكتتبين فيها، والسوق المالي:

وفيه فرعان:

الفرع الأول: بالنسبة للمكتتبين فيها:

أولاً: تُعد الصكوك العقارية الاستثمارية قناة جيدة للمكتتبين الذين يرغبون في استثمار أموالهم في الأنشطة العقارية، ويريدون - في الوقت ذاته - التصرف فيها، واستردادها، بسهولة عند الحاجة⁽⁶⁾:

وتوضيح ذلك:

تُوفّر الصكوك العقارية فرصاً استثمارية عقارية متنوعة تتنامى بواسطتها حصة المستثمرين، تستمد - هذه الفرص - أنواعها من مجموعة الأنشطة العقارية التي يُمكن إصدار صكوك عقارية بموجبها، واستثمار حصيلة الصكوك فيها بصورة مربحة تناسب تطورات المستثمرين. فهي وجهة استثمارية طارحة للعديد من الأفراد، والمؤسسات الحكومية منها، والمالية

(1) صحيفة مصر العربية، ما جدوى الصكوك لإنقاذ الاقتصاد؟، تاريخ السحب: 5 نوفمبر 2018م، الموقع:

<http://www.masralarabia.com/768053> - ما جدوى الصكوك الإسلامية - لإنقاذ الاقتصاد؟/amp، بتصرف.

(2) عمري، الصكوك دراسة فقهية مقارنة (ص16). القرة داغي، الصكوك الإسلامية التوريق وتطبيقاتها المعاصرة (ص5). المرشدي، الصكوك أحكامها وضوابطها وإشكالاتها (ص27)، بتصرف.

(3) عمري، الصكوك دراسة فقهية مقارنة (ص16). القرة داغي، الصكوك الإسلامية التوريق وتطبيقاتها المعاصرة (ص5). المرشدي، الصكوك أحكامها وضوابطها وإشكالاتها (ص27)، بتصرف.

(4) صحيفة مصر العربية، ما جدوى الصكوك لإنقاذ الاقتصاد؟، تاريخ السحب: 5 نوفمبر 2018م، الموقع:

<http://www.masralarabia.com/768053> - ما جدوى الصكوك الإسلامية - لإنقاذ الاقتصاد؟/amp، بتصرف.

(5) عمري، الصكوك دراسة فقهية مقارنة (ص16). القرة داغي، الصكوك الإسلامية التوريق وتطبيقاتها المعاصرة (ص5). المرشدي، الصكوك أحكامها وضوابطها وإشكالاتها (ص27)، بتصرف.

(6) عطوي، الصكوك الاستثمارية حقيقتها ومشروعيتها وبعض تطبيقاتها (ص709). إدريس، المال واستخداماته بوصفه أصلاً في إصدار الصكوك (ص175)، بتصرف.

الإسلامية، وغيرهما، وهي تناسب كافة الأجل، والمشاريع العقارية؛ وهو ما يُسهم في إدارة السيولة بصورة مربحة طول مدة الصكوك⁽¹⁾.

ثانياً: تحوّل الصكوك العقارية الاستثمارية حامل الصك من مشارك فقط في المشروع العقاري، إلى مشارك ومالك له في آنٍ واحدٍ؛ ومرد ذلك: طبيعة هذه الصكوك التي تُتمثل حصصاً شائعة في ملكية المشروع⁽²⁾.
ثالثاً: الصكوك العقارية ذات عائد ثابت - في الأغلب -؛ نظراً لطبيعة الأصول التي تُتمثل الصكوك حصصاً شائعة في ملكيتها⁽³⁾، ويستقطب هذا العائد الثابت العديد من المستثمرين؛ لأنّ الصكوك العقارية تدر عوائد أكبر مقارنةً بغيرها من أدوات الاستثمار العقاري⁽⁴⁾.

رابعاً: تتمتع الصكوك العقارية الاستثمارية بدرجة أمان عالية، ومخاطر متدنية؛ وذلك لأسباب منها:

1. عدم ارتباط الصكوك العقارية بالتصنيف الائتماني لمؤسسة المنشئ لها - كما تقدّم بيانه -؛ حيث إنّها تتمتع بصفة عامة بتصنيف ائتماني مرتفع؛ نتيجة دعمها بتدفقات نقدية مالية عبر هياكل داخلية دقيقة، بالإضافة إلى عوامل المساندة الخارجية بفعل خدمات التحسين الائتماني، وهذا قد لا يتوفر في الأوراق المالية الأخرى، وهو ما يُسهم - بطبيعة الحال - في استقطاب المستثمرين⁽⁵⁾.

2. وجود الشركة ذات الغرض الخاص *SPV* في هيكل العملية، والتي تمتلك المشروع العقاري ملكية مؤقتة لغايات التصكيك فقط⁽⁶⁾، وهذا يعني أنّ منشئ الصكوك العقارية ليس له الحق - قانوناً - في الرجوع لاستخدام التدفقات النقدية المتوقعة للأصل العقاري محل التصكيك؛ وهو من مواطن أمان هذه الصكوك ما يجعلها وجهة جاذبة للمستثمرين⁽⁷⁾.

الفرع الثاني: بالنسبة للسوق المالي:

وتلعب الصكوك العقارية دوراً كبيراً في تدعيم أسواق رأس المال وتطويرها، وتنشيطها، وتحسينها؛ لأنها تُسهم في توسيع قاعدة الأوراق المالية في الأسواق من جهة، واجتذاب المزيد من المتعاملين ورؤوس الأموال إلى تلك الأسواق من جهةٍ أخرى؛ لما يتوفر فيها من ميزات أعطتها هذه الأهمية⁽⁸⁾.

وهي تُسهم - أيضاً - في خلق المنافسة الجادة في السوق المالي المحلي، والدولي؛ لأنها توفر الاستثمارات العقارية المناسبة لكافة شرائح المستثمرين في القطاع العقاري⁽⁹⁾.

(1) صحيفة مصر العربية، ما جدوى الصكوك لإنقاذ الاقتصاد؟، تاريخ السحب: 5 نوفمبر 2018م، الموقع: <http://www.masralarabia.com/768053> - ما جدوى الصكوك الإسلامية - لإنقاذ الاقتصاد؟/amp، بتصرف.

(2) المرشدي، الصكوك أحكامها وضوابطها وإشكالاتها (ص28)، بتصرف.

(3) المرجع السابق، نفس الصفحة، بتصرف.

(4) إدريس، المال واستخداماته بوصفه أصلاً في إصدار الصكوك (ص175)، بتصرف.

(5) المرجع السابق، نفس الصفحة.

(6) الشاعر، التشريعات الناظمة للصكوك الإسلامية (ص3)، بتصرف.

(7) صحيفة مصر العربية، ما جدوى الصكوك لإنقاذ الاقتصاد؟، تاريخ السحب: 5 نوفمبر 2018م، الموقع: <http://www.masralarabia.com/768053> - ما جدوى الصكوك الإسلامية - لإنقاذ الاقتصاد؟/amp. إدريس، المال واستخداماته بوصفه أصلاً في إصدار الصكوك (ص176)، بتصرف.

(8) كليب، الضوابط الشرعية لصكوك المضاربة إصداراً وتداولاً (ص50)، عمري، الصكوك دراسة فقهية مقارنة (ص19)، القرّة داغي، الصكوك الإسلامية التوريق وتطبيقاتها المعاصرة (ص6)، المرشدي، الصكوك أحكامها وضوابطها وإشكالاتها (ص29)، بتصرف.

(9) أبو قعونة، الهندسة المالية الإسلامية (ص443)، إدريس، المال واستخداماته بوصفه أصلاً في إصدار الصكوك (ص178)، بتصرف.

المبحث الثالث: إجراءات إصدار الصكوك العقارية الاستثمارية، وضوابطه:

تمر عملية إصدار الصكوك العقارية بإجراءات عديدة قد لا تحصل بتسلسل مُوحَّد؛ فقد يتقدم إجراء على آخر دون أن ينشأ عن ذلك خلل⁽¹⁾، وهذه الإجراءات منضبطة بجملة من الضوابط الشرعية، والنظامية، وبيان ذلك في المطلبين التاليين:

المطلب الأول: إجراءات إصدار الصكوك العقارية الاستثمارية:

تتمثل خطوات إصدار الصكوك العقارية بما يأتي:

1. تحديد نوعية المشروع العقاري المطلوب تصكيكه؛ لمعرفة الأوراق المالية المراد طرحها، وإصدارها⁽²⁾؛ هل صكوك متاجرة بالعقارات، أم صكوك مشاركات عقارية - مثلاً -؟
2. المقارنة بين الصكوك العقارية وبقية الأدوات المالية من حيث: التكلفة، والاستشارات القانونية، والفنية، والشرعية، بما يستتبع ذلك من تكلفة التراخيص، والموافقات، ووكالة التصنيف الائتماني، ونحوه⁽³⁾.
3. أخذ موافقة مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية المشكَّل بمقتضى أحكام قانون الصكوك⁽⁴⁾. ووردَ في القواعد الاسترشادية لإصدار الصكوك في الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي: " لا يجوز طرح الصكوك إلا بعد موافقة الجهات الرقابية"⁽⁵⁾.
4. إعداد دراسة جدوى اقتصادية للمشروع العقاري المراد تصكيكه؛ لتحديد رأسماله المطلوب، ومعرفة كفاءته، واحتساب تدفقاته المتوقعة، ومعرفة العوامل المؤثرة فيه؛ إذ لا يُعد الإصدار مبنياً على أسس علمية، واقتصادية، وفنية، إلا بدراسة الجدوى⁽⁶⁾.
5. تأسيس الشركة ذات الغرض الخاص *spv*، ومن ثم تسجيلها لدى مراقب عام الشركات (سجل الشركات ذات الغرض الخاص)، ويجب أن تتمتع بشخصية اعتبارية، وذمة مالية مستقلة عن ذمة مُنشئها أو مالكها، وأن يُعد لها ميزانية سنوية مدققة، وتقريراً يتضمن أعمالها ونشاطها، وتشارك في حماية حقوق حملة الصكوك العقارية مع المراقبين القانونيين؛ لأنها أمانة في الاحتفاظ بملكيَّة المشروع العقاري، ووكيلة عن حملة الصكوك في إدارته واستثماره، وتحصيل عوائده، ومتابعة توزيع أرباحه إلى حين تصفية الصكوك في نهاية مدتها المحددة، وذلك لقاء أجر تُحدده نشرة الإصدار⁽⁷⁾. ونظراً لأنَّ هذه الشركة الخاصة تمتلك المشروع العقاري ملكيَّة مؤقتة لغايات التصكيك فقط؛ فإنَّ حالات انتهاء هذه المِلكيَّة تُحددها نشرة الإصدار. ولا يجوز بحالٍ من الأحوال أن يكون مُنشئ الصكوك مالِكاً لهذه الشركة، ولا مديراً لها، إذا ترتب على ذلك محذور شرعي؛ كالبيع للنفس، أو الاستئجار منها قبل مضي مدة تحصل فيها حوالة الأسواق (تغير الأسعار)⁽⁸⁾.
6. طرح الصكوك العقارية للاكتتاب؛ لجمع السيولة من المستثمرين، لاستكمال متطلبات إصدارها⁽⁹⁾.

(1) أبو غدة، صناديق الاستثمار دراسة فقهية تأصيلية موسعة (ص694)، بتصرف.

(2) رساميل للهيكله المالية، (2008 م، 7 يونيو). خمسة عناصر لمرحلة تقييم إصدار الصكوك الإسلامية. 5 نوفمبر 2018م، جريدة القيس الكويتية، العام (37)، العدد: (12580)، بتصرف.

(3) رساميل للهيكله المالية، (2008 م، 7 يونيو). خمسة عناصر لمرحلة تقييم إصدار الصكوك الإسلامية. 5 نوفمبر 2018م، جريدة القيس الكويتية، العام (37)، العدد: (12580)، بتصرف.

(4) قانون صكوك التمويل الإسلامي الأردني رقم 30 لعام 2012م (مادة 2)، بتصرف.

(5) القواعد الموحدة الاسترشادية لإصدار وطرح السندات والصكوك في الأسواق المالية بدول مجلس التعاون الخليجي العربية، مادة 2 (ص7).

(6) الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية (ص89)، بتصرف.

(7) الشاعر، التشريعات النازمة للصكوك الإسلامية (ص3)، (ص5). أبو غدة، صناديق الاستثمار الإسلامية دراسة فقهية تأصيلية موسعة (ص694).

معيار سوق دبي (ص10). قانون صكوك التمويل الإسلامي الأردني رقم 30 لعام 2012م (مادة10)، بتصرف.

(8) المرجع السابق، نفس الصفحات.

(9) أبو غدة، صناديق الاستثمار الإسلامية دراسة فقهية تأصيلية موسعة (ص694)، بتصرف.

7. تسويق الصكوك العقارية؛ لتوسيع إطار تداولها بما يؤدي إلى بروزها في شكل وثائق مالية يُمكن التصرف فيها عند الحاجة. وعادةً ما يتم تسويقها مباشرةً من قِبَل الجهة الراغبة في إصدارها، أو من خلال وسيط مالي⁽¹⁾.
8. التعهد بتغطية الاكتتاب بواسطة جهة تتعهد بالاكتتاب فيما لم يكتتب فيه من الصكوك العقارية بالقيمة التي يُحددها التعهد، ومن ثمّ تبيعها تدريجياً، أو تحتفظ بها كلياً أو جزئياً. وهذا التعهد يلزم المتعهد وحده دون مُنشئ الصكوك⁽²⁾.
- المطلب الثاني: ضوابط إصدار الصكوك العقارية الاستثمارية:**
- ولا بد أن يُراعى حين إصدار الصكوك العقارية الأمور التالية:
- وجود هيئة رقابة شرعية تُخطر هيئة الأوراق المالية بما يتّضح لها أثناء أداء دورها الرقابي⁽³⁾.
 - استثمار حصيلة الصكوك العقارية في مقتضاها، ولا يجوز استثمار حصيلتها فيما تحرّمه الشريعة الإسلامية⁽⁴⁾.
 - ويشترط في مشروع الصكوك العقارية ما يأتي⁽⁵⁾:
 - أن يكون متوافقاً مع أحكام الشريعة الإسلامية.
 - أن يُدار مالياً باعتباره وحدة مستقلة، بحيث يتضح في نهاية الفترة الاستثمارية مركزه المالي، ونتائج أعماله.
 - أن يكون مستقلاً في حساباته عن المشروعات العقارية الأخرى التي تدخل في الذمة المالية لمُنشئ الصكوك المستفيد من حصيلة إصدارها.
 - أن يُدر عائداً وفقاً لدراسة جدوى اقتصادية.
 - أن تُعدّ قوائمه المالية بما ينسجم ومعايير الصكوك المعتمدة⁽⁶⁾.
 - أن يخضع لرقابة الهيئة الشرعية، والمراقبين القانونيين.
 - يجب على مُنشئ الصكوك العقارية إعلام هيئة الأوراق المالية بعد الاكتتاب بعدد الصكوك التي تمّ تغطيتها، وفئاتها، وقيمتها، ويجب على مدير الإصدار القيام - بعد الانتهاء من الاكتتاب - بتخصيص الصكوك، وتوزيعها، وفي حال عدم تغطية الصكوك؛ تُعاد الأموال المكتتب بها إلى أصحابها⁽⁷⁾.
 - يجوز لحملة الصكوك العقارية تكوين جمعية غرضها حماية المصالح المشتركة لأعضائها، ويكون لها ممثل قانوني يتم اختياره وعزله وفقاً لنشرة الإصدار⁽⁸⁾.
 - ضرورة تقديم نشرة إصدار صكوك عقارية مُستوفية لكافة الشروط، والأحكام، من قِبَل مدير إصدار مُرخص من هيئة الأوراق المالية⁽⁹⁾.
 - تتحمّل الجهة المُنشئة مسئولية صحة المعلومات الواردة في نشرة الإصدار⁽¹⁰⁾.

(1) العنزي، الصكوك الإسلامية، ضوابطها وتطبيقاتها المعاصرة (ص3)، بتصرف.

(2) قانون الصكوك المصري رقم 10 لسنة 2013م، مادة 1 (ص7)، بتصرف.

(3) سوق دبي المالي، معيار سوق دبي (ص9)، بتصرف.

(4) المرجع السابق، نفس الصفحة.

(5) المصدر نفسه، نفس الصفحة.

(6) من مثل: معيار سوق دبي، ومعيار صكوك الاستثمار الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة.

(7) الشاعر، التشريعات الناظمة للصكوك الإسلامية (ص6)، بتصرف.

(8) قانون صكوك التمويل الإسلامي الأردني رقم 30 لعام 2012م، (مادة 16). سوق دبي المالي، معيار سوق دبي (ص9)، بتصرف.

(9) الشاعر، التشريعات الناظمة للصكوك الإسلامية (ص6)، بتصرف.

(10) المرجع السابق، نفس الصفحة.

المبحث الرابع: هيكل الصكوك العقارية الاستثمارية:

يخضع الاستثمار بالصكوك العقارية إلى نظامٍ مُهيكلٍ استحدثته القوانين الوضعية؛ لضبط عملية التصكيك. ويُقصد بهيكل الصكوك العقارية: إعداد المخطط التنظيمي الذي يمثل آلية الاستثمار بواسطة الصكوك⁽¹⁾. وبشكل عام، يشير هذا المخطط إلى غرض الإصدار، وأطراف التعاقد، وحصيلة الاكتتاب ووجه استخدامها، ومدة الاستثمار، وطبيعة الملكية التي تمثلها الصكوك في المشروع العقاري، واستحقاقات حملة الصكوك، وفترة السماح، والضمان في الصكوك، ووجه التصرف فيها، ومخاطرها، واستردادها، وآلية تنفيذ الهيكل، ووصفه البياني، ومقوماته، وتكييف علاقاته، وفائدته التي يرمي إلى تحقيقها.

إنّ عملية هيكل الصكوك العقارية مبنية على هندسة مالية إسلامية تقوم على توظيف العقود التي تصدر الصكوك بموجبها في إجراءات متناغمة مع أحكام الشريعة⁽²⁾.

وسيعمد الباحث إلى بيان المخططات التنظيمية التي تُمثّل آلية الاستثمار بالصكوك العقارية، وجدول المقارنة فيما بين صكوك المضاربة بالعقارات، وصكوك المشاركات العقارية، من خلال المطالب التالية:

المطلب الأول: هيكل المضاربة بالعقارات:

يقدّم المستثمرون رأس المال المطلوب استخدامه في حزمة مشاريع عقارية تفصح عنها نشرة الإصدار، ويقوم المضارب باستثماره فيها⁽³⁾؛ لتحقيق الأرباح. وإذا كان المقصود من الصكوك استثمار حصيلتها في إنشاء مشاريع عقارية مُعيّنة، أو تطوير أنشطة عقارية قائمة؛ فتعتبر - حينئذٍ - صكوك مضاربة مقيدة⁽⁴⁾؛ وبالتالي لا يحق للمضارب الخروج عن تلك المشاريع المُعيّنة، أو الأنشطة الخاصة؛ وإلا كان متعدياً⁽⁵⁾.

والعكس بالعكس؛ وفي كلتا الحالتين يجب أن يكون المشروع أو النشاط العقاري داراً للدخل، ومشروعاً - كما تقدم -⁽⁶⁾. ويمكن إبراز هيكل المضاربة بالعقارات كما يأتي:

أولاً: نبذة عن الهيكل:

1. غرض الإصدار: الاستثمار في حزمة مشاريع عقارية مُعيّنة.
2. قيمة الإصدار: 120,000,000 مليون دينار بحريني - مثلاً -.
3. منشئ الصكوك: منشئ صكوك المضاربة بالعقارات هو المضارب المستفيد من حصيلة الإصدار⁽⁷⁾. وقد يكون هذا المنشئ فرداً، أو هيئة حكومية، أو شركة، أو مؤسسة مالية إسلامية.
4. حملة الصكوك: هم المشتثمرون - أرباب المال -⁽⁸⁾، الذين يكتتبون في الصكوك المعروضة، ويشترونها، ويحوزون على وثائق مالية متساوية القيمة تمثل حصة شائعة في ملكية المشروع العقاري، ولهم غنمه، وعليهم غرمه؛ بنسبة حصة كل منهم في المشروع⁽⁹⁾، وتثبت لهم هذه الملكية شرعاً، وقانوناً⁽¹⁾. وقد يكون حامل الصك العقاري فرداً، أو هيئة حكومية، أو بنكاً،

(1) أبو غدة، صناديق الاستثمار دراسة فقهية تأصيلية موسعة (ص 694).

(2) النوباني، هيكل الصكوك بين الفقه والممارسة (ص 35)، بتصرف.

(3) سوق دبي المالي، معيار سوق دبي (ص 18)، بتصرف.

(4) الشمري، صكوك المضاربة دراسة فقهية تأصيلية تطبيقية (ص 257)، بتصرف.

(5) المرجع السابق، نفس الصفحة.

(6) الكيلاني، الصكوك آليات وتحديات وترشيد (ص 19).

(7) هيئة المحاسبة والمراجعة، معيار صكوك الاستثمار، (ص 475)، بتصرف.

(8) المرجع السابق، نفس الصفحة.

(9) هيئة المحاسبة والمراجعة، معيار صكوك الاستثمار (ص 473)، بتصرف.

أو مؤسسة مالية محلية، أو عالمية؛ إذ إنَّ مثل هذه المؤسسات قد تتمتع بمعدلات سيولة مرتفعة، وغير مستغلة، مما يشجعها على شراء الصكوك العقارية بهدف استغلال السيولة الفائضة؛ للحصول على عوائد مرتفعة نسبياً⁽²⁾.

5. الأطراف المساعدة: يُعد وجود الأطراف المساعدة في هيكل صكوك المضاربة بالعقارات من التطوير الذي يحقق المصلحة للاستثمار، ويحفظ حقوق مُنشئ الصكوك، وحملتها. وعلى الأرجح، سيُنْفَق مع هذه الأطراف؛ لتأدية خدمات خاصة بالصكوك⁽³⁾، ولا بد أن تتضمنهم نشرة الإصدار، وأبرزهم ما يأتي:

- **مصدر الصكوك / وكيل الإصدار:** مؤسسة مالية وسيطة تنوب عن مُنشئ الصكوك، وحملتها، في أخذ الموافقات، والإجازات المطلوبة؛ لتنفيذ إصدار الصكوك العقارية وتسجيلها، وتولي إدارتها بما في ذلك: توزيع أرباحها، وإدراجها للتداول، وإيداعها، وتقاصها، وتسويتها لدى أي من بيوت النقص العالمية إلى نهايتها بالإطفاء، وذلك لقاء أجر تُحدِّده نشرة الإصدار⁽⁴⁾.
- **أمين الإصدار:** مؤسسة مالية تحتفظ بالوثائق، والضمانات، وتتولى حفظ حقوق حملة الصكوك، وحماية مصالحهم، على أساس عقد وكالة بأجر تُحدِّده نشرة الإصدار⁽⁵⁾.

- **مدير الاستثمار:** هو مَنْ يقوم بأعمال الاستثمار، أو جزء منها، بتعيين من المُنشئ وفق ما تُحدِّده نشرة الإصدار⁽⁶⁾.
- **المتعهد بالتغطية:** جهة تتعهد بالاكتمال في ما لم يكتتب فيه من الصكوك العقارية بالقيمة التي يُحددها التعهد، وهذا التعهد يلزم المتعهد وحده دون مُنشئ الصكوك⁽⁷⁾.

- **وكالة التصنيف الائتماني:** وكالة متخصصة تقوم بإجراء تقييم؛ لبيان مدى الجدارة الائتمانية والمالية للصكوك العقارية المزمع إصدارها، وما تتمتع به من ضمانات، وما يكتنفها من مخاطر، وتقوم بتحديد سعرها العادل كذلك؛ حيث تُشترط بعض القوانين ضرورة حصول محل التصكيك على شهادة بالتصنيف الائتماني، ومن أبرز هذه الوكالات: **Standard & Poor's** و **Moody's, and Fitch**، والوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف **IIRA** ومقرها البحرين، والوكالة الماليزية للتصنيف **RAM** ومقرها ماليزيا⁽⁸⁾.

- **هيئة الرقابة الشرعية:** هيئة تتولى جميع الجوانب الشرعية في الإصدار، والتعامل في الصكوك العقارية، والتدقيق الشرعي عليها⁽⁹⁾.
وتفسير ذلك:

تقوم هيئة الرقابة الشرعية بوضع المعايير الضابطة للتصكيك، ودراسة نشرة إصدار الصكوك العقارية المزمع إصدارها، واعتمادها، ومستنداتها، وعقودها المبرمة بين أطرافها، والتحقق من انسجام إصدارها، وتداولها، واستردادها مع أحكام

(1) الشاعر، التشريعات الناطمة للصكوك الإسلامية (ص1).

(2) المرشدي، الصكوك أحكامها وضوابطها وإشكالاتها (ص33)، بتصرف.

(3) المرجع السابق، (ص34).

(4) الشركة الأردنية للصكوك الإسلامية لتمويل المشاريع الحكومية ذات الغرض الخاص، نشرة إصدار صكوك تمويل إسلامي وفقاً لقانون صكوك التمويل الإسلامي الأردني رقم 30 لسنة 2012م والأنظمة والتعليمات الصادرة بمقتضاه (ص489)، بتصرف.

(5) هيئة المحاسبة والمراجعة، معيار صكوك الاستثمار (ص490)، بتصرف.

(6) المرجع السابق، نفس الصفحة، بتصرف.

(7) قانون الصكوك المصري رقم 10 لسنة 2013م، مادة 1 (ص7)، بتصرف.

(8) النشمي، التوريق والتصكيك وتطبيقاتهما (ص5). الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية (ص85)، بتصرف.

(9) تعليمات إصدار صكوك التمويل الإسلامي وتسجيلها لسنة 2013م، مادة 2 (ص2)، بتصرف.

- الشريعة الإسلامية، وأنَّ عوائدها قد وُزَّعت من بدايتها إلى نهايتها، وتراقب، وتدقق، على الجهات ذات الصلة بالتصكيك بما في ذلك الشركة ذات الغرض الخاص *SPV*، وتكون قراراتها مُلزِمة لجميع أطراف الصكوك⁽¹⁾.
6. **حصيلة الإصدار:** هي رأس مال المضاربة⁽²⁾.
7. **وجه استخدام حصيلة الإصدار:** تستخدم حصيلة الإصدار لدفع رأسمال المضاربة للمضارب؛ ليقوم باستثماره في حزمة مشاريع عقارية مُعيَّنة بحصة معلومة من ربحه⁽³⁾.
8. **مدة الصكوك:** 4 سنوات - مثلاً -.
9. **ما تمثله الصكوك:** تمثل الصكوك المعروضة حصة شائعة في ملكية رأسمال المضاربة عند إصدارها، ثم حصة شائعة في ملكية حزمة مشاريع المضاربة بما في ذلك أعيانها، ومنافعها، وديونها، ونقودها، وحقوقها المالية الأخرى، ثم في ثمنها بعد بيعها⁽⁴⁾.
10. **العائد على الصكوك:** هو عائد استثمار حزمة المشاريع العقارية المُعيَّنة. ويستحق حامل كل صك غنم صكه بنسبة حصة ملكيته في المشروع العقاري، وتقسّم الأرباح بين حملة الصكوك، والمضارب؛ وفقاً لنسب متفق عليها سلفاً تتضمنها نشرة الإصدار⁽⁵⁾.
11. **ضمان العائد:** العائد على الصكوك العقارية قد يزيد، أو ينقص؛ وبالتالي فهو غير مضمون⁽⁶⁾.
12. **فترة السماح:** تحددها نشرة الإصدار من تاريخ تسجيل الصكوك العقارية بأسماء مالكيها⁽⁷⁾.
13. **إفصاحات عامة تخص رأسمال الصكوك، والأرباح، والنفقات، والمصروفات:** في جميع الأحوال، المضارب ملتزم برد رأسمال المضاربة، والربح المتحقق؛ إلا إذا أثبت هلاك أو تلف موجودات المضاربة، أو خسارتها بسبب لا يد له فيه، ولا قدرة له على توقعه، أو تلافي آثاره؛ وعلى المضاربة جميع النفقات، والمصروفات المباشرة المتعلقة بأعمالها⁽⁸⁾.
14. **الضمان في الصكوك:** يُعد المضارب أميناً على موجودات المضاربة؛ ولا يضمن هلاكها، أو تلفها، أو خسارتها إلا بالتعدي، أو التقصير، أو التفريط في الحفظ، أو مخالفة الشروط المتفق عليها في نشرة الإصدار، ويكون الضمان بالمثل، أو القيمة؛ بشرط ألا تقل عن رأسمال المضاربة. وعند الاختلاف بين حملة الصكوك، والمضارب، في التعدي؛ يقع على المضارب عبء إثبات وقوع الهلاك، أو التلف، أو الخسارة، وأنه كان بسبب لا يد له فيه، ولا قدرة له على توقعه، أو دفعه، أو تلافي آثاره؛ وإلا كان ضامناً لرأسمال المضاربة، والربح المتحقق قبل الهلاك، أو التلف، أو الخسارة⁽⁹⁾.

(1) سوق دبي المالي، معيار سوق دبي (ص7)، الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية (ص86). قانون الصكوك الإسلامية التونسي، الفصل 29، بتصرف.

(2) هيئة المحاسبة والمراجعة، معيار صكوك الاستثمار (ص475).

(3) سوق دبي المالي، معيار سوق دبي (ص6)، بتصرف.

(4) سوق دبي المالي، معيار سوق دبي (ص6)، (ص18). الشمري، صكوك المضاربة (ص43 وما بعدها)، بتصرف.

(5) سوق دبي المالي، معيار سوق دبي (ص18). كليب، الضوابط الشرعية لصكوك المضاربة إصداراً وتداولاً (ص41)، بتصرف.

(6) الكيلاني، الصكوك آليات وتحديات وترشيد (ص19)، بتصرف.

(7) الشركة الأردنية للصكوك الإسلامية، نشرة إصدار صكوك تمويل إسلامي (ص21)، بتصرف.

(8) سوق دبي المالي، معيار سوق دبي (ص18). كليب، الضوابط الشرعية لصكوك المضاربة (ص84)، بتصرف.

(9) سوق دبي المالي، معيار سوق دبي (ص18). كليب، الضوابط الشرعية لصكوك المضاربة (ص114)، بتصرف.

15. التصرف في الصكوك: الصكوك المعروضة قابلة للتصرفات الشرعية بما في ذلك تداولها بعد قفل باب الاكتتاب، وتخصيص الصكوك، وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله حتى انتهاء أجلها، وتصفية المشروع العقاري؛ طالما اشتملت موجوداتها على الأعيان، والمنافع⁽¹⁾.

مخاطر الصكوك: ثمة جملة مخاطر تحتمل بالصكوك المعروضة ربما قد تؤدي إلى حدوث الخسارة. وعلى هذا؛ يتحمل حامل كل صك حصته في الخسارة بنسبة حصة ملكيته في المشروع العقاري⁽²⁾.

16. إطفاء الصكوك: يلتزم المضارب بتنضيق المضاربة في نهايتها؛ وذلك ببيع موجودات المشروع العقاري في السوق، ورد رأس المال دون القيمة الإسمية إن بقي سالماً⁽³⁾، والربح المتحقق - كذلك -، ولحملة الصكوك حق التصرف فيها؛ لأن موجودات المشروع مملوكة لهم على الحقيقة، وعليهم للمضارب حصته من الربح المتحقق⁽⁴⁾، ويلتزم مصدر الصكوك *SPV* بإطفاء الصكوك وفقاً للتاريخ المحدد في نشرة الإصدار⁽⁵⁾.

ثانياً: آلية تنفيذ الهيكل⁽⁶⁾:

1. تُصدر *SPV* صكوك مضاربة بالعقارات؛ حسب الشروط المتفق عليها في نشرة الإصدار.
 2. يكتب المستثمرون في الصكوك المعروضة، ويصبحون حملة صكوك عقارية، ويدفعون حصة الإصدار، ويوكلون *SPV*؛ لإتمام تنفيذه بالنيابة عنهم.
 3. تُبرم *SPV* عقد مضاربة مع منشئ الصكوك - المضارب / طالب السيولة -.
 4. تقوم *SPV* بدفع رأسمال المضاربة - حصة الإصدار - إلى منشئ الصكوك؛ ليقوم باستثماره في حزمة مشاريع عقارية معينة متفق عليها في نشرة الإصدار.
 5. يدفع منشئ الصكوك إلى *SPV* حصة الصكوك من ربح المضاربة، ويُمكن استبقاء ما يزيد عن نسبة محددة في صندوق احتياطي⁽⁷⁾؛ لمواجهة مخاطر الاستثمار؛ لأنه يوفر المورد اللازم لتلبية التوزيعات الدورية إذا لم يكن ما تم تحقيقه من ربح وما هو متوفر في الصندوق الاحتياطي كافياً. ويجوز اعتبار ما بقي من الاحتياطي في نهاية مدة الصكوك حافزاً لمنشئها⁽⁸⁾ - المضارب -؛ باعتباره من باب الجعالة⁽⁹⁾.
 6. تدفع *SPV* التوزيعات الدورية للمستثمرين، وهكذا إلى إطفاء الصكوك.
- ثالثاً: شكل الهيكل:

وفيما يلي وصف بياني لهذا الهيكل⁽¹⁰⁾:

(1) الشاعر والزيدانيين، الأحكام والضوابط الشرعية لتداول الصكوك الاستثمارية الإسلامية، (ص1245)، بتصرف.

(2) كليب، الضوابط الشرعية لصكوك المضاربة (ص41)، بتصرف.

(3) إذ لا ربح للمضاربة حتى يستوفي رأس المال. ابن قدامة، المغني (ج41/5).

(4) سوق دبي المالي، معيار سوق دبي (ص18)، بتصرف.

(5) الشركة الأردنية للصكوك الإسلامية، نشرة إصدار صكوك تمويل إسلامي (ص9)، بتصرف.

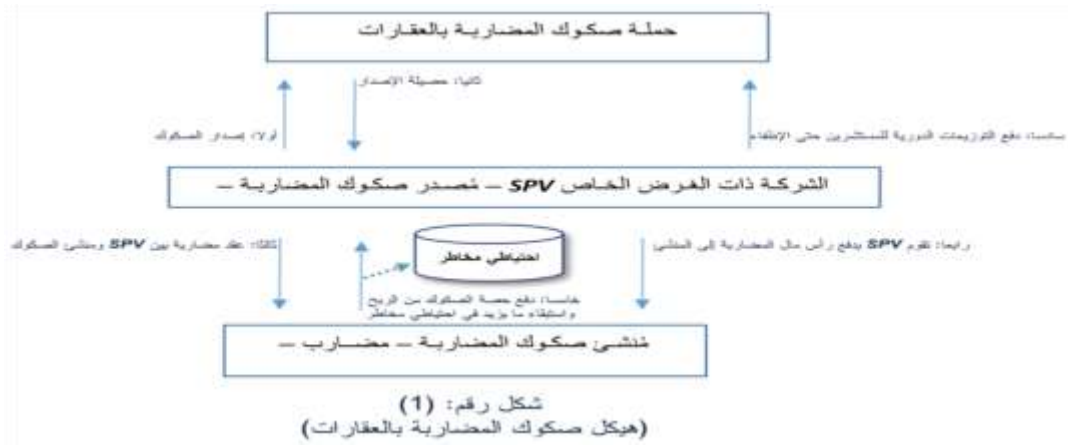
(6) الكيلاني، الصكوك آليات وتحديات وترشيد (ص18)، بتصرف.

(7) قانون صكوك التمويل الإسلامي الأردني (مادة22)، بتصرف.

(8) الشمري، صكوك المضاربة دراسة فقهية تأصيلية تطبيقية (ص297).

(9) دقق التكليف الفقهي للحافز، وجواز اشتراطه في هيكل العملية: الرشود، العقود المبتكرة للتمويل والاستثمار بالصكوك الإسلامية (ص55 وما بعدها).

(10) الشكل الوارد من إعداد الباحث.



رابعاً: مقومات الهيكل:

لا تخرج مقومات هذا الهيكل عن مقومات العقدین التاليين:

1. عقد الوكالة⁽¹⁾؛ وذلك للأسباب التالية:

- حيث إنَّ الموكل هو: كل من منشئ الصكوك، وحملتها؛ لأنهما وكلا *SPV* في تنفيذ الإصدار، وإدارة الصكوك إلى إطفائها، وذلك لقاء أجر تحدده نشرة الإصدار.

- والوكيل هو: الشركة ذات الغرض الخاص *SPV*.

- والموكل فيه هو: حق *SPV* في تنفيذ الإصدار، وإدارة الصكوك من بدايتها إلى نهايتها.

- والصيغة هي: نشرة الإصدار؛ لأنَّ العقد في الصكوك العقارية إنما يقوم على أساس أنَّ شروط التعاقد تُحددها نشرة الإصدار، وأنَّ الإيجاب يُعبر عنه الاكتتاب، وأنَّ تخصيص الصكوك يُعبر عن القبول، إلا إذا نصَّ في النشرة على أنَّها إيجاب؛ فيكون الاكتتاب في الصكوك - حينئذٍ - هو القبول⁽²⁾.

2. عقد المضاربة⁽³⁾؛ وذلك لما يأتي:

- حيث إنَّ العاقدين هما: المضارب (منشئ الصكوك)، ورب المال (حملة الصكوك).

- والمعقود عليه هو: رأسمال المضاربة، والعمل الاستثماري - كذلك -.

- والصيغة هي: نشرة الاكتتاب؛ لأنها تفصح عن شروط التعاقد - كما تقدّم بيانه -.

خامساً: التكييف الفقهي لحملة الصكوك:

التكييف الفقهي لحملة الصكوك فيما بينهم أنهم شركاء في ملكية رأسمال المضاربة عند إصدارها، وشركاء في ملكية حزمة مشاريع المضاربة بما في ذلك أعيانها، ومنافعها، وديونها، ونقودها، وحقوقها المالية الأخرى، وشركاء في ثمنها بعد بيعها؛ وفقاً لقاعدة: الغنم بالغرم⁽⁴⁾.

(1) لاحظ مقومات عقد الوكالة: الخن وآخرون، الفقه المنهجي على مذهب الإمام الشافعي (ج7/168)، بتصرف.

(2) هيئة المحاسبة والمراجعة، معيار صكوك الاستثمار (ص477)، بتصرف.

(3) راجع أركان المضاربة: القرافي، الذخيرة في فروع المالكية (ج6/25). المجّاجي، المُهذّب من الفقه المالكي وأدلته (ج2/391).

(4) سوق دبي المالي، معيار سوق دبي (ص6)، (ص18). الشمري، صكوك المضاربة (ص43 وما بعدها). كليب، الضوابط الشرعية لصكوك المضاربة (ص41)، بتصرف.

سادساً: فائدة الهيكل:

يُلبى هذا الهيكل أهداف مُنشئ الصكوك، وحملتها، كما يأتي:

1. بالنسبة لمُنشئ الصكوك: فهو يوفر له السيولة المطلوبة ليقوم باستثمارها في حزمة مشاريع عقارية مُعيّنة بصيغة المضاربة؛ لتحقيق الأرباح. إذ إنّ بعض الشركات الاستثمارية في القطاع العقاري هدفها شراء العقارات حال الركود، وبيعها وقت الراج، أو تأجيرها، وهي بحاجة إلى رأس المال للقيام بعملياتها؛ فبدلاً من أنْ تتموّل بواسطة القرض بفائدة لتحقيق تطلعاتها في التوسع، فإنها تقوم بإصدار صكوك مضاربة بالعقارات؛ لاستقطاب السيولة؛ لاستخدامها في استثمارات عقارية متنوعة بما يتيح لها عملية المتاجرة في الأوقات المناسبة، أو تطوير تلك الاستثمارات في المستقبل⁽¹⁾.
2. وبالنسبة لحملة الصكوك: فيعمل هذا الهيكل على تحقيق الربحية السريعة، والمعقولة، بالنسبة لهم؛ وذلك لعدم ارتباط الصكوك بعقارٍ بعينه، وإنما بمجموعة من الاستثمارات في القطاع العقاري⁽²⁾.

المطلب الثاني: هيكل المشاركات العقارية:

يُمكن إنشاء أو تطوير مشاريع عقارية مُعيّنة بواسطة صكوك المشاركات العقارية بما يُحقق تطلعات أطراف العملية، وذلك من خلال الهيكل التالي:

أولاً: نبذة عن الهيكل:

1. **غرض الإصدار:** إنشاء مشاريع عقارية استثمارية مُعيّنة.
2. **قيمة الإصدار:** 250,000,000 مليون دينار أردني - مثلاً -.
3. **مُنشئ الصكوك:** طالب المشاركة⁽³⁾ الراغب في الحصول على حصة مشاركة نقدية؛ لاستثمارها مع حصته النقدية في المشاريع العقارية⁽⁴⁾.
4. **حملة الصكوك:** المكتتبون في الصكوك - الشركاء في عقد المشاركة -⁽⁵⁾.
5. **الأطراف المساعدة:** جميع ما ورد في المطلب السابق.
6. **حصيلة الإصدار:** هي رأس مال المشاركة⁽⁶⁾ ويتضمن: حصة مُنشئ الصكوك وحملتها في رأس مال المشاركة.
7. **وجه استخدام حصيلة الإصدار:** تستخدم حصيلة الإصدار في إنشاء مشاريع عقارية استثمارية مُعيّنة تحددتها نشرة الإصدار.
8. **مدة الصكوك:** 15 سنة - مثلاً -.
9. **ما تمثله الصكوك:** تُمثّل الصكوك المعروضة حصة شائعة في ملكية رأس مال المشاركة عند إصدارها، ثم حصة شائعة في ملكية مشاريع المشاركة بما في ذلك أعيانها، ومنافعها، وديونها، ونقودها، وحقوقها المالية الأخرى، ثم في ثمنها بعد بيعها⁽⁷⁾.

(1): حوار أجراه الباحث مع الدكتور: رائد نصري أبو مؤنس.

(2): حوار أجراه الباحث مع الدكتور: رائد نصري أبو مؤنس.

(3) هيئة المحاسبة والمراجعة، معيار صكوك الاستثمار (ص474).

(4) سوق دبي المالي، معيار سوق دبي (ص19)، بتصرف.

(5) هيئة المحاسبة والمراجعة، معيار صكوك الاستثمار (ص474).

(6) المرجع السابق، نفس الصفحة، بتصرف.

(7) سوق دبي المالي، معيار سوق دبي (ص19)، بتصرف.

10. **العائد على الصكوك:** هو عائد استثمار مشاريع المشاركة المفصح عنها في نشرة الإصدار. ويستحق مُنشئ الصكوك، وحملتها، حصتهم في الأرباح بنسبة حصة ملكيتهم في مشروع المشاركة، وتوزع الأرباح بينهما حسب الاتفاق الوارد في نشرة الإصدار⁽¹⁾.
11. **ضمان العائد:** العائد على صكوك المشاركات العقارية قد يزيد، وقد ينقص؛ وبالتالي فهو غير مضمون⁽²⁾.
12. **فترة السماح:** تُحددها نشرة الإصدار من تاريخ تسجيل الصكوك بأسماء مالكيها⁽³⁾.
13. **الضمان في الصكوك:** يُعد مدير مشروع المشاركة أميناً على موجوداتها؛ بالتالي لا يضمن هلاكها، أو تلفها، أو حتى خسارتها، إلا بالتعدي، أو التقصير، أو التفريط في الحفظ، أو مخالفة الشروط المتفق عليها في نشرة الإصدار. فإن ادعى هلاك الموجودات، أو تلفها، أو خسارتها؛ طُلب بالإثبات، ومحلّه: وقوع الهلاك، أو التلف، أو الخسارة، وأن ذلك كان بسبب لا يد له فيه، ولا قدرة له على توقعه، أو تلافي آثاره⁽⁴⁾.
14. **التصرف في الصكوك:** الصكوك المعروضة قابلة للتصرفات الشرعية بما في ذلك تداولها بعد قفل باب الاكتتاب، وتخصيص الصكوك، وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله حتى انتهاء أجلها، وتصفية المشروع؛ طالما اشتملت موجوداتها على الأعيان، والمنافع⁽⁵⁾.
15. **مخاطر الصكوك:** يتحمل مُنشئ الصكوك، وحملتها، حصتهم في الخسارة بنسبة حصة ملكيتهم في مشروع المشاركة⁽⁶⁾.
16. **التعهد بالشراء:** يجوز للشريك أن يتعهد - بمسند مستقل - بشراء موجودات المشاركة⁽⁷⁾ بضوابط معينة ليس هنا مجال ذكرها.
17. **إطفاء الصكوك:** يلتزم مُصدر الصكوك *SPV* بإطفاء الصكوك وفقاً للتاريخ المحدد في نشرة الإصدار⁽⁸⁾.
- ثانياً: آلية تنفيذ الهيكل⁽⁹⁾:**
1. تُصدر *SPV* صكوك مشاركات عقارية؛ حسب الشروط المتفق عليها في نشرة الإصدار.
2. يكتب المستثمرون في الصكوك المعروضة، ويصبحون حملة صكوك مشاركات عقارية، ويدفعون حصيلة الإصدار، ويوكلون *SPV* لإتمام تنفيذ الإصدار.
3. تُبرم *SPV* عقد مشاركة مع مُنشئ الصكوك - طالب المشاركة -، ثم تقوم بدفع حصة الصكوك النقدية في رأسمال المشاركة من حصيلة الإصدار إلى المُنشئ، والذي بدوره يدفع حصيلته النقدية كذلك.
4. تُبرم *SPV* عقد إدارة مع مُنشئ الصكوك (المدير)؛ لإدارة المشاركة، واستثمار رأسمالها.
5. يدفع مُنشئ الصكوك (المدير) حصة الصكوك من ربح المشاركة إلى *spv*، والتي بدورها تقوم بتسليم الربح، مع إمكانية استبقاء ما يزيد عن نسبة محددة منه في صندوق احتياطي؛ لمواجهة مخاطر الصكوك؛ لأنه يُوفر المورد اللازم لتلبية

(1) المرجع السابق، (ص6)، (ص20)، بتصرف.

(2) الكيلاني، الصكوك آليات وتحديات وترشيد (ص15).

(3) الشركة الأردنية للصكوك الإسلامية، نشرة إصدار صكوك تمويل إسلامي (ص21)، بتصرف.

(4) سوق دبي المالي، معيار سوق دبي (ص19 وما بعدها)، بتصرف.

(5) الشاعر والزيدانيين، الأحكام والضوابط الشرعية لتداول الصكوك الاستثمارية (ص1245)، بتصرف.

(6) سوق دبي المالي، معيار سوق دبي (ص20)، بتصرف.

(7) المرجع السابق، (ص19)، بتصرف.

(8) الشركة الأردنية للصكوك الإسلامية، نشرة إصدار صكوك تمويل إسلامي (ص9)، بتصرف.

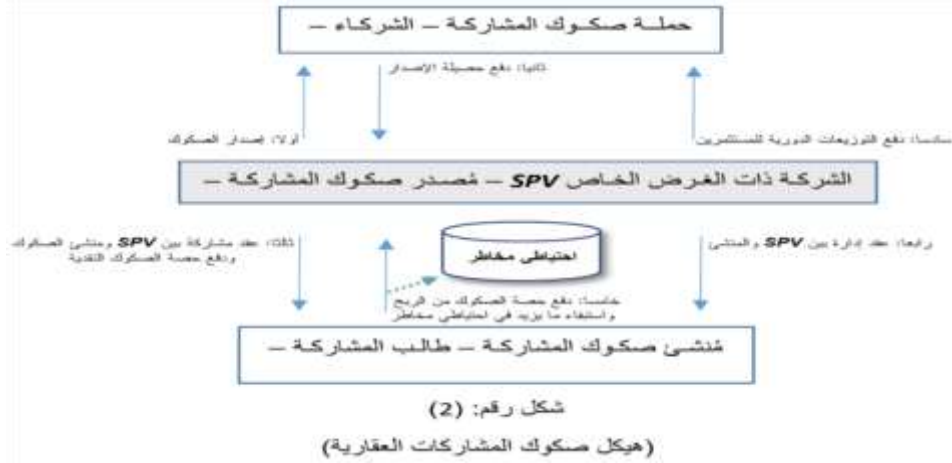
(9) الكيلاني، الصكوك آليات وتحديات وترشيد (ص14)، بتصرف.

التوزيعات الدورية إذا لم يكن ما تم تحقيقه من ربح وما هو متوفر في الصندوق كافيًا، ويجوز اعتبار ما بقي من الاحتياطي في نهاية الصكوك حافزاً لمنشئها - كما تقدّم -؛ باعتباره من باب الجعالة⁽¹⁾.

6. تقوم **SPV** بدفع التوزيعات الدورية للمستثمرين، وهكذا إلى حين إطفاء الصكوك (تصفية المشروع، وبيعه في نهاية مدته الواردة في نشرة الإصدار).

ثالثاً: شكل الهيكل:

وفيما يلي رسم بياني لهذا الهيكل⁽²⁾:



رابعاً: تكييف علاقات الهيكل:

تُكيف العلاقة التي بين مُصدر الصكوك، وبقية أطرافها، على أنها وكالة؛ للأسباب آنفة الذكر⁽³⁾. وتُكيف العلاقة التي بين مُنشئ الصكوك، ومُصدرها - أثناء المشروع - على أنها: وكالة بالإدارة.

أما العلاقة التي بين مُنشئ الصكوك، وحملتها، فتُكَيّف على أنها مشاركة وتتضمن: المشاركة في ملكية رأس مال الصكوك عند إصدارها، ثم المشاركة في ملكية المشاريع العقارية بما في ذلك أعيانها، ومنافعها، وديونها، ونقودها، وحقوقها المالية الأخرى، ثم المشاركة في ثمنها بعد بيعها في نهاية مدة الإصدار⁽⁴⁾.

خامساً: فائدة الهيكل:

يعمل هذا الهيكل على توفير السيولة النقدية المطلوبة لمُنشئ الصكوك؛ لاستخدامها في المشاريع العقارية بقصد الاستثمار⁽⁵⁾. وهو يفتح باب المشاركة على مصراعيه أمام المستثمرين الذين يرغبون في استثمار أموالهم في المشاريع العقارية. فضلاً عن أنه يُحوّل حملة الصكوك من مشاركين فقط في المشروع العقاري، إلى مشاركين ومالكين له في آنٍ واحدٍ؛ وذلك لقاء عائد استثماري يتحدد على أساس ما تمثله صكوكهم من حصة مالية شائعة في مشروع المشاركة⁽⁶⁾.

(1) الرشود، العقود المبتكرة للتمويل والاستثمار بالصكوك الإسلامية (ص55 وما بعدها)، بتصرف.

(2) الشكل الوارد من إعداد الباحث.

(3) لاحظ مقومات الهيكل السابق.

(4) سوق دبي المالي، معيار سوق دبي (ص19)، بتصرف.

(5) الكيلاني، الصكوك آليات وتحديات وترشيد (ص15)، بتصرف.

(6) سوق دبي المالي، معيار سوق دبي (ص19)، بتصرف.

المطلب الثالث: مقارنة بين صكوك المضاربة بالعقارات، وصكوك المشاركات العقارية:

فيما يلي مقارنة بين الصكوك العقارية الاستثمارية التي تصدر بناءً على عقد المضاربة، والصكوك العقارية الاستثمارية التي تصدر بموجب عقد المشاركة، وهي مبنية على الدراسة الواردة في المطلبين السابقين⁽¹⁾:

صكوك المشاركات العقارية		صكوك المضاربة بالعقارات	
طالب المشاركة	مُشَوِّها	المضارب	مُشَوِّها
المشاركون في عقد المشاركة	حملتها	أرباب المال	حملتها
رأس مال المشاركة	حصيلتها	رأس مال المضاربة	حصيلتها
طويلة	مدتها	قصيرة	مدتها
حصة شائعة في ملكية مشروع المشاركة	ما تمثله	حصة شائعة في ملكية مشروع المضاربة	ما تمثله
هو عائد استثمار مشروع المشاركة، وهو غير مضمون	العائد عليها	هو عائد استثمار مشروع المضاربة، وهو غير مضمون	العائد عليها
تحددها نشرة الإصدار	فترة السماح فيها	تحددها نشرة الإصدار	فترة السماح فيها
يُعد مدير الصكوك أميناً على المشروع، ولا يضمن إلا بأسباب الضمان المعلومة	ضمانها	يُعد مدير الصكوك أميناً على المشروع، ولا يضمن إلا بأسباب الضمان المعلومة	ضمانها
قابلة للتصرفات الشرعية للمالك في ملكه	التصرف فيها	قابلة للتصرفات الشرعية للمالك في ملكه	التصرف فيها
تَحْتَفُّ بها جملة من المخاطر	مخاطرها	تَحْتَفُّ بها جملة من المخاطر	مخاطرها
قابلة للاسترداد أثناء المشروع، أو	استردادها	قابلة للاسترداد أثناء المشروع، أو	استردادها

(1) وهذه المقارنة من إعداد الباحث، غير أنَّ ذلك لا يمنع من مراجعة موضوعها في: هيئة المحاسبة والمراجعة، معيار صكوك الاستثمار (ص474 وما بعدها). سوق دبي المالي، معيار سوق دبي (ص6)، بتصرف.

أبرز فوائدها	في نهاية مدته	أبرز فوائدها	في نهاية مدته
توفير سيولة نقدية لمُنشئها، وتحقيق الربحية السريعة والمعقولة لحملتها	توفير السيولة النقدية لمُنشئها، واستثمار طويلة الأجل لحملتها		

الخاتمة:

خلصت هذه الدراسة إلى النتائج، والتوصيات، التالية:

أولاً: النتائج:

1. يُمكن إصدار الصكوك العقارية الاستثمارية بناءً على أكثر من عقد شرعي، وهي تُمثل حصصاً شائعة في ملكية المشروع العقاري، ويُمكن بواسطتها تصكيك الوحدات السكنية، والمباني الصناعية، والحكومية، والمباني الجاهزة، وغيرها، ومن أنواعها: صكوك المضاربة بالعقارات، وصكوك المشاركات العقارية.
2. تقبل الصكوك العقارية الاستثمارية جميع التصرفات الشرعية للمالك في ملكه من بيع، ووقف، وهبة، وغيرها من التصرفات الشرعية.
3. الدافع الرئيسي للتصكيك العقاري هو: توفير السيولة المطلوبة لمُنشئ الصكوك، وإيجاد قناة استثمارية للمدخرين؛ لاستثمار أموالهم في المشاريع العقارية.
4. تمر عملية إصدار الصكوك العقارية بإجراءات عديدة قد لا تحصل بتسلسل مُوحَّد؛ فقد يتقدم إجراء على آخر دون أن ينشأ عن ذلك خلل.
5. يخضع الاستثمار بالصكوك العقارية إلى نظام مُهيكل استحدثته القوانين الوضعية؛ لضبط عملية التصكيك، وهياكل هذه الصكوك هي مخططاتها التنظيمية التي تمثل آلية الاستثمار بواسطتها.
6. إنّ هيكلة الصكوك العقارية الاستثمارية مبنية على هندسة مالية إسلامية تقوم على توظيف العقود التي تصدر الصكوك بموجبها في إجراءات متوافقة مع موجّهات الشرع الحنيف.
7. تُلبّي هياكل الصكوك العقارية أهداف أطراف العملية؛ فمثلاً: يعمل هيكل صكوك المضاربة بالعقارات على تحقيق الربحية السريعة، والمعقولة، بالنسبة للمستثمرين؛ لعدم ارتباط الصكوك بعقار بعينه، وإنما بحزمة استثمارات عقارية. على حين يفتح هيكل المشاركات العقارية باب المشاركة على مصراعيه أمام ملاك السيولة الذين يرغبون في استثمار حصتهم في المشاريع العقارية.

ثانياً: التوصيات:

توصي الدراسة بما يأتي:

1. الاستمرار في تأصيل موضوع الصكوك العقارية الاستثمارية الإسلامية، وملاحظة تطبيقاتها في أدبيات الصكوك، وأثرها في القطاع العقاري.
2. تأهيل كوادر بشرية قادرة على بناء هياكل صكوك عقارية استثمارية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، ومعايير الصكوك، وتشريعاتها الناظمة.

المصادر والمراجع

أولاً: المراجع العربية:

1. إدريس، عمر محمد. (2013م). المال واستخداماته بوصفه أصلاً في إصدار الصكوك في سوق الأوراق المالية. ط1. دبي: جمعية دار البر.
2. اللبناني، سليم رستم. (2010م). شرح مجلة الأحكام العدلية. ط1. بيروت: دار الكتب العلمية.
3. البهوتي، منصور بن يونس. د.ت. كشاف القناع على متن الإقناع. د.ط. بيروت: دار الكتب العلمية.
4. الترمذي، أبو عيسى محمد بن عيسى. (1998م). سنن الترمذي. تحقيق: بشار عواد معروف. د.ط. بيروت: دار الغرب الإسلامي.
5. تعليمات إصدار صكوك التمويل الإسلامي وتسجيلها لسنة 2013م الصادرة استناداً لأحكام المادتين (14/ أ) و (19/ أ) من قانون صكوك التمويل الإسلامي الأردني رقم 30 لسنة 2012م والمادة (12/ف) من قانون الأوراق المالية رقم (76) لسنة 2002م.
6. حماد، نزيه. (2007م). في فقه المعاملات المالية والمصرفية المعاصرة قراءة جديدة. ط1. دمشق: دار القلم.
7. الخفيف، علي. (2009م). الشركات في الفقه الإسلامي - بحوث مقارنة - د.ط. القاهرة: دار الفكر العربي.
8. الخن، مصطفى، والبغا، مصطفى، والشرجي، علي. (1992م). الفقه المنهجي على مذهب الإمام الشافعي. ط4. دمشق: دار القلم.
9. خير الدين، معطي الله، ورفيق، شرياق. (2012م 3-4 ديسمبر). الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية، الملتقى الدولي حول مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي. الجزائر: جامعة قالة يومي.
10. الدسوقي، محمد بن أحمد بن عرفة. د.ت. حاشية الدسوقي على الشرح الكبير. د.ط. دمشق: دار الفكر.
11. الدماغ، زياد جلال. (2012م). الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية. ط1. عمان: دار الثقافة للنشر والتوزيع.
12. رساميل للهيكلية المالية. (2008). خمسة عناصر لمرحلة تقييم إصدار الصكوك الإسلامية. جريدة القبس الكويتية. العام 37. العدد 12580.
13. الرشود، خالد سعود. (2013م). العقود المبتكرة للتمويل والاستثمار بالصكوك الإسلامية، ط1، الرياض: دار كنوز إشبيلية للنشر والتوزيع.
14. الرازي، محمد بن أبي بكر. (1999م). مختار الصحاح. تحقيق: يوسف الشيخ محمد. ط5. بيروت، المكتبة العصرية.
15. الزوياني، أبو المحاسن عبدالواحد بن اسماعيل. (2009م). بحر المذهب في فروع المذهب الشافعي. تحقيق: طارق فتحي. ط1. بيروت: دار الكتب العلمية.
16. السجستاني، أبو داود سليمان بن الأشعث. د.ت. سنن أبي داود. تحقيق: محمد محي الدين عبدالحميد. د.ط. صيدا: المكتبة العصرية.
17. سوق دبي المالي DFM. د.ت. معيار سوق دبي المالي لإصدار وتملك وتداول الصكوك. د.ت. دبي. الموقع: www.dfm.ae

18. الشاعر، باسل يوسف. (2013م). التشريعات النازمة للصكوك الإسلامية في القانون الأردني رقم 30 لسنة 2012م، مجلة الدراسات المالية والمصرفية. عمّان. المجلد 21. العدد 1. 7-13.
19. الشاعر، باسل يوسف، والزيدانيين، هيام محمد. (2016م). الأحكام والضوابط الشرعية لتداول الصكوك الاستثمارية الإسلامية. بحث منشور في مجلة دراسات علوم الشريعة والقانون. مجلد 43 ملحق. الجامعة الأردنية: الأردن. 1239-1252.
20. الشربيني، محمد بن أحمد. (1994م). مغني المحتاج إلى معرفة معاني ألفاظ المنهاج. ط1. بيروت: دار الكتب العلمية.
21. الشركة الأردنية للصكوك الإسلامية لتمويل المشاريع الحكومية ذات الغرض الخاص مساهمة خاصة محدودة. (2015م). نشرة إصدار صكوك تمويل إسلامي وفقا لقانون صكوك التمويل الإسلامي الأردني رقم 30 لسنة 2012م والأنظمة والتعليمات الصادرة بمقتضاه. العبدلي: الأردن.
22. الشريف، محمد عبدالغفار. (2009م 26-30 إبريل). الضوابط الشرعية للتوريق والتداول للأسهم والحصص والصكوك، بحث مقدم إلى مجمع الفقه الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي. الدورة 19، الشارقة.
23. الشمري، فيصل صالح. (1435هـ). صكوك المضاربة دراسة فقهية تأصيلية تطبيقية. ط1. الرياض: دار الميمان للنشر والتوزيع.
24. صحيفة مصر العربية، ما جدوى الصكوك لإنقاذ الاقتصاد؟، الموقع: <http://www.masralarabia.com/768053> - ما جدوى الصكوك الإسلامية - لإنقاذ الاقتصاد؟.amp
25. ابن عابدين، محمد أمين. (1992م). حاشية ابن عابدين = رد المحتار على الدر المختار. ط2. بيروت: دار الفكر.
26. العثماني، محمد تقي. (2011م). بحوث في قضايا فقهية معاصرة. ط2. دمشق: دار القلم.
27. عطوي، فارس فضيل. (2015). الصكوك الاستثمارية حقيقتها ومشروعيتها وبعض تطبيقاتها، مجلة الكلية الإسلامية الجامعة، مجلد 9. عدد 34. العراق. 705-722.
28. عمري، أمال عبدالوهاب. (2017م). الصكوك دراسة فقهية مقارنة. ط1. منشورات مطبعة تونس قرطاج.
29. العنزي، سعود ملوح. (2010م). الصكوك الإسلامية ضوابطها وتطبيقاتها المعاصرة. (أطروحة دكتوراه غير منشورة). الجامعة الأردنية، الأردن.
30. أبو غدة، عبدالستار. (2005م 15-17 ماي). صناديق الاستثمار دراسة فقهية تأصيلية موسّعة، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر حول المؤسسات المالية الإسلامية معالم الواقع وآفاق المستقبل. دبي. كلية الشريعة والقانون. جامعة الإمارات العربية المتحدة.
31. أبو غدة، عبدالستار. (2009م 26-30 إبريل). الصكوك الإسلامية التوريق وتطبيقاتها المعاصرة. بحث مقدم إلى مجمع الفقه الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي. الدورة 19. الشارقة.
32. ابن فارس، أحمد بن فارس. (1979م). مقاييس اللغة. تحقيق: عبدالسلام هارون. د.ط. دمشق: دار الفكر.
33. فيض الله، محمد فوزي. (1983م). نظرية الضمان في الفقه الإسلامي العام. ط1. الكويت: مكتبة التراث الإسلامي.
34. قانون الصكوك الإسلامية التونسي عدد 30 لسنة 2013م. مؤرخ في 30 جولية. جريدة الرائد الرسمي للجمهورية التونسية. الجمعة 24 رمضان 1434هـ. السنة 156. العدد 62.
35. قانون الصكوك المصري رقم 10 لسنة 2013م. الجريدة الرسمية، القاهرة، العدد (18) مكرر (ب). صادر في 7 مايو 2013م، السنة (56).
36. قانون صكوك التمويل الإسلامي الأردني رقم 30 لعام 2012م.

37. ابن قدامة، أبو محمد عبدالله بن أحمد. (1968). المغني. د.ط. القاهرة: مكتبة القاهرة.
38. القرافي، أبو العباس أحمد بن إدريس. (1994م). الذخيرة في فروع المالكية. ط1. بيروت: دار الغرب الإسلامي.
39. القرة داغي، علي محي الدين. (2009م 26-30 إبريل). الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة دراسة فقهية اقتصادية تطبيقية، بحث مقدم إلى مجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي. الدورة (19). الشارقة.
40. القرة داغي، علي محي الدين. (2009م). بحوث في فقه البنوك الإسلامية. ط2. بيروت: دار البشائر الإسلامية.
41. القرطبي، أبو عبدالله محمد بن أحمد. (1964م). الجامع لأحكام القرآن. تحقيق: أحمد البردوني، وآخرون. ط2. القاهرة: دار الكتب المصرية.
42. أبو قنونة، شيرين محمد. (2016م). الهندسة المالية الإسلامية ضوابطها الشرعية وأسسها الاقتصادية. ط1، عمّان: دار النفائس.
43. قلعي، محمد رواس، وقنيبي، حامد صادق. (1988م). معجم لغة الفقهاء. ط2. عمّان: دار النفائس.
44. كليب، أحمد محمد. (2015م). الضوابط الشرعية لصكوك المضاربة إصدارا وتداولاً. ط1. عمّان: دار النفائس.
45. الكواملة، نور الدين عبدالكريم. (2008م). المشاركة المتناقصة وتطبيقاتها المعاصرة في الفقه الإسلامي. ط1. عمّان: دار النفائس.
46. الكيلاني، أسيد. (1435هـ 5-6 صفر). الصكوك آليات وتحديات وترشيد، الملتقى الثاني للصناعة المالية الإسلامية (آليات وترشيد الصناعة المالية الإسلامية، تنظيم المدرسة العليا للتجارة بالتعاون مع معهد البحوث والتدريب بالبنك الإسلامي للتنمية).
47. لجنة مكونة من عدة علماء وفقهاء في الخلافة العثمانية. د.ت. مجلة الأحكام العدلية. تحقيق: نجيب هوايني. د.ط. كراتشي: دار نور محمد.
48. الأمانة العامة لمجلس التعاون لدول الخليج العربية. (2014م). القواعد الموحدة الاسترشادية لإصدار وطرح السندات والصكوك في الأسواق المالية بدول مجلس التعاون لدول الخليج العربية. الرياض.
49. المجاجي، محمد سكمال. (2012م). المَهْدَب من الفقه المالكي وأدلته. ط1. دمشق: دار القلم.
50. المجلس الخدمات المالية الإسلامية ISFB. (2009م). معيار متطلبات كفاية رأس المال للصكوك والتصكيك والاستثمارات العقارية، د.ط.
51. المجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي. (2009م 26-30 إبريل). قرار رقم: 178 (4/19) بشأن الصكوك الإسلامية. الدورة (19)، الشارقة.
52. المرشدي، فهد بادي. (2014م). الصكوك أحكامها وضوابطها وإشكالاتها - دراسة شرعية نقدية - . ط1. الرياض: دار كنوز إشبيلية.
53. مصطفى، إبراهيم، والزيات، أحمد، وعبدالقادر، حامد، والنجار، محمد. د.ت. المعجم الوسيط، د.ط. الاسكندرية: دار الدعوة.
54. ابن منظور، أبو الفضل محمد بن مكرم. (1964م). لسان العرب. ط3. بيروت: دار صادر.
55. ميرة، حامد حسن. (2008م). صكوك الإجارة دراسة فقهية تأصيلية تطبيقية. ط1. الرياض: دار الميمان للنشر والتوزيع.
56. النشمي، عجبل جاسم. (2009م 26-30 إبريل). التوريق والتصكيك وتطبيقاتهما. بحث مقدم إلى مجمع الفقه الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي. الدورة 19. الشارقة.

57. النَّكْرِي، عبد النبي بن عبد الرسول، (2000م). دستور العلماء. عرّب عبارته الفارسية: حسن هاني فحص. ط1. بيروت: دار الكتب العلمية.
58. النوباني، خولة فريز عوض. (2017م). هيكلية الصكوك بين الفقه والممارسة. ط1. عمّان. دار النفائس.
59. النيسابوري، أبو الحسين مسلم بن الحجاج. د.ت. صحيح مسلم، تحقيق: محمد فؤاد عبدالباقي. د.ط، بيروت: دار إحياء التراث العربي.
60. هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية. (2017م). المعايير الشرعية / النص الكامل للمعايير الشرعية التي تم اعتمادها حتى صفر 1439هـ - نوفمبر 2017م. المنامة.