

الصكوك المالية الإسلامية بين أهمية تفعيل أسواق رأس المال الإسلامية و مخاطر تداولها.

Instruments financiers islamiques(Sukuk (Islamic Bond)), entre l'importance d'activer les marchés des capitaux islamiques et les risques de la circulation.

الدكتورة : نصة مسعودة

الدكتور : قط سليم

جامعة محمد خيذر بسكرة

- جامعة عباس لغرور حنشلة -

sidra3m@yahoo.fr

prof09salim@gmail.com



ملخص:

تشهد أسواق رأس المال في مختلف دول العالم تداول أنواع عديدة من الصكوك الإسلامية ، كما دأبت عدد من الدول الإسلامية على إصدار هذه الأنواع من الصكوك المختلفة ، و ذلك بهدف تمويل مشروعات ضخمة من خلال إشراك مختلف الفاعلين الإقتصاديين من أفراد و مؤسسات و بنوك و غيرها في هذه المشروعات عن طريق الإكتتاب أو شراء هذه الصكوك.

الصكوك المالية الإسلامية كغيرها من أدوات الإستثمار و التمويل تنطوي على عوائد و مخاطر لذلك يجب إصدارها و تداولها بما يخدم المشاريع الممول بواسطتها ، و بما يحقق العوائد المتوقعة منها بالنسبة لتداوليها في أسواق رأس المال الإسلامية مما يعمل على تحقيق مؤشرات إيجابية في هذه الأسواق، و لا يكون ذلك إلا من خلال معرفة هذه المخاطر و طبيعتها و مصادرها و معرفة كيفية التحكم فيها و إدارتها.

الكلمات المفتاحية : أسواق رأس المال ، أسواق رأس المال الإسلامية ، الصكوك الإسلامية.

Résumé

Les marchés de capitaux sont connus aujourd'hui dans différents pays il y a beaucoup de

types d'instruments islamiques (Sukuk (Islamic Bond)), car elle a un certain nombre de pays islamiques à délivrer ces types d'instruments différents, et afin de financer de grands projets à travers l'implication des différentes économies des acteurs des individus et des institutions, des banques et autre dans ces projets par abonnement ou l'achat de ces instruments (Sukuk (Islamic Bond)).

Les instruments financiers islamiques (Sukuk (Islamic Bond)) , comme tous les autres outils d'investissement et de financement impliquant les revenus et les risques qui doivent être émis ci pour sa ils faut délivrer dans le but de financement des projets par ces instruments , et dans le but d'atteindre les revenus attendus pour Les investisseurs dans les marchés de capitaux islamiques, qui travaille à atteindre les indicateurs positifs de ces marchés, et ne pas ensuite seulement par la connaissance de ces risques et la nature et les sources et apprendre à contrôler et à gérer.

Les mots clés : Les marchés de capitaux ، marchés de capitaux islamiques، Sukuk (Islamic Bond)

المقدمة

تحتل سوق الأوراق المالية مكانة مهمة في المجال الاقتصادي اليوم نظرا لما يمكن أن توفره هذه الأسواق من فرص نجاح لتمويل التنمية الاقتصادية، وزاد أهميتها مع التطورات التكنولوجية خاصة في مجال تكنولوجيات الإعلام و الاتصال، هذه الأخيرة ساهمت بشكل كبير في زيادة نطاق العولمة بكل أشكالها، إضافة إلى ما سبق التطور الكبير في معظم المؤسسات المالية و الاقتصادية على حد سواء عمل على رفع المستوى المنافسة بين المؤسسات و محاولة كل منها الاستفادة أكثر من الفرص الإستثمارية و التمويلية التي قد توفرها أسواق الأوراق المالية على المستوى العالمي ، مما وضع أسواق الأوراق المالية العالمية أمام تحدي مواكبة التغيرات العالمية الاقتصادية و تحدي توفير فرص استثمار و تمويل لكل المتعاملين في الأسواق سواء المستثمرين الصغار أو الكبار.

هذا ما دفع بالمنتجين المالين في كل الأسواق إلى السعي لتطوير المنتجات المالية و تنوعها بما يتوافق مع متطلبات تطوير أسواق الأوراق المالية ، الأمر الذي أدى إلى زيادة مساهمة أسواق الأوراق المالية في عمليات التنمية الاقتصادية من خلال رفع معدلات التمويل و توفير السيولة.

ومنه فإن التطورات المالية التي مست المنتجات المالية كانت لها نتائج سلبية و ان كانت لها بعض الإيجابيات ، هذا ما ساهم في ظهور المعاملات الاقتصادية و المالية الإسلامية نظرا لطبيعة المعاملات المالية في الأسواق الوضعية و ما يكتنفها من مظاهر الغش و التلاعب و القمار و البيوع الصورية أو المظهرية و بيع الدين بالدين ، كلها من المعاملات المحرمة شرعا و سببا مباشرا أو غير مباشر في حدوث الأزمات المالية و الاقتصادية ، و الملاحظ أن كثير من إقتصاديات الدول الإسلامية و غير الإسلامية أدركت مدى صحت و متانة المعاملات المالية و الاقتصادية الإسلامية ، مما أدى بها إلى تبني بعض هذه المعاملات على غرار بريطانيا التي فتحت الباب أمام المعاملات المصرفية الإسلامية ، كما أصبحت ماليزيا النموذج المثالي و الرائد في الكثير من المعاملات المالية الإسلامية و أنشأت سوق الأوراق المالية الإسلامية ، بالإضافة إلى البحرين التي قطعت شوطا كبيرا في هذا المجال.

ويتداول في هذه الأسواق الإسلامية أوراق مالية إسلامية متوافقة مع احكام الشريعة الإسلامية ، إلا أن أسواق الأوراق المالية الإسلامية أمام تحدي تطوير منتجاتها المالية و هذا بواسطة الهندسة المالية الإسلامية التي يجب ان توفر أدوات استثمارية تضمن حلولاً تمويلية و استثمارية مع عدم مخالفتها للاحكام الشرعية من أجل تعبئة المدخرات و إستغلالها في إحداث التنمية الاقتصادية.

مما سبق فإننا في هذه الورقة البحثية نحاول الإجابة على الإشكالية التالية : ماهية الصكوك المالية الإسلامية ، وكيف تساهم في تفعيل سوق رأس المال الإسلامية و ماهي المخاطر التي تنطوي عليها ؟

و للإجابة على هذا التساؤل سوف نتطرق لهذا الموضوع من خلال ما يلي :

البدائل الشرعية للسندات الربوية وأنواعها و مخاطرها

دور التصكيك الإسلامي في تطوير سوق رأس المال الإسلامي وأثره على كفاءته

المبحث الأول: البدائل الشرعية للسندات الربوية وأنواعها.

كما هو معلوم فإن السندات كلها تجر نفعاً (فائدة) للمقرض، والإقراض والاقتراض بفائدة محرم شرعاً لأنه من الربا وهو أحد الموبقات، وهذا ما اتفق عليه علماء العصر وأفتوا به، كما اتفقت على تحريمها المجمعات الفقهية التابعة لرابطة العالم الإسلامي، ومنظمة المؤتمر الإسلامي، وهيئات الرقابة الشرعية في البنوك الإسلامية، بل يمكن القول بثقة أنه حكم مجمع عليه من قبل العلماء المسلمين¹

المطلب الأول: مفهوم الصكوك الاستثمارية الإسلامية وتطورها التاريخي.

في القاموس الاستثماري، أدرج لفظ الصكوك كبديل أساسي ومنافس للسندات في عملية الاقتراض المشترك، بل باتت الصكوك وسيلة نشطة في مجال الاستثمار وذلك للمزايا الجذابة التي تتمتع بها أبرزها وهي قابليتها للتداول.

أولاً: مفهوم الصكوك في اللغة.

جاء في الصحاح «صكه ضربه...ومنه قوله تعالى ﴿فصكت وجهها﴾،

والصك: كتاب وهو فارسي معرب، والجمع أصك، وصكاك وصكوك».

قال النووي: الصكوك والصكاك جمع صك وهو الورق المكتوب بدين ويجمع أيضاً على صكوك، والمراد هنا الورق التي تخرج من ولي الأمر بالرزق لمستحقه بأن يكتب فيها الإنسان كذا وكذا من طعام أو غيره²

1- سالم بن حمزة بن أمين مدني، الأحكام الفقهية المترتبة على تحريم سندات القرض بحث مقدم للمؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، أسواق الأوراق المالية والبورصات - آفاق وتحديات - جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، يومي: 15-17 ماي 2006، ص04.

2- يحيى بن شرف النووي، صحيح مسلم بشرح النووي ببيروت: دار إحياء التراث العربي، بيروت 1992، ص171.

ثانياً: مفهوم الصكوك في الاصطلاح.

الصكوك هي التسمية العربية للوثائق المالية البديل الإسلامي للسندات التقليدية في النظام التقليدي³، وهي تصدر مقابل أصول غالباً ما تكون عقارية أو أصول أو أوراق مالية ذات عائد، والصكوك تكون على مدى متوسط أو طويل الأجل (خمس سنوات أو أكثر).

ويتم الاكتتاب فيها من عدة جهات، وتحصل الشركة المصدرة لها على نقد فوري مقابل هذه الصكوك بفائدة أو ربح سنوي ثابت، ويمكن تداول هذه الصكوك من قبل الجهات المالية التي أصدرتها، ويمكن أيضاً تحويلها إلى أسهم إذا كانت صكوكاً قابلة للتحويل.

قد عرفت الصكوك الاستثمارية الإسلامية من قبل 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»⁴، و التصكيك (Securitization) من أبرز أنواع التمويل المهيكل Structured Finance، حيث يتم من خلال التمويل المهيكل توزيع مخاطر التمويل على عدة أطراف من خلال استحداث شركة أو عدة شركات ترتبط فيما بينها ومع غيرها بمجموعة من الاتفاقيات⁵.

3 - Hamed Rasool, **Sukuk (Islamic Bond)**, Training Workshop On Sukuk, Avari, Lahore, 27th August 2008, p02.

4- المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية لصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية. البحرين: 2007، ص 688.

5 - محمد بن إبراهيم السحيباني، عبد الله بن محمد العمراني، حامد بن حسن ميرد، التصكيك في الأسواق المالية: حالة صكوك الإجارة (نظرة فقهية واقتصادية): عرض مقدم لندوة الأسواق المالية الثانية، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض، 1 جمادى الثانية 1431هـ - 2008م، ص03.

وقد ظهر مفهوم التصكيك Securitization في العصر الحديث في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1880م، وقد قصد منه في البداية تصكيك الديون والرهنات كالديون العقارية وديون شراء السيارات عام 1985، ثم ديون بطاقات الإئتمان عام 1986، ثم أقساط التأمين عام 1990، ثم تحولت عملية التصكيك لتشمل كافة الأصول المالية، وأطلق البعض على هذه العمليات مسمى السنددة أو التوريق، وذلك بعد تحويل الديون أو الأصول الإنتاجية إلى صكوك يتم تداولها في سوق ثانوية⁶. وتتم عملية التصكيك من خلال قيام مؤسسة ما بتجميع أصولها غير السائلة، وتحويل ملكيتها إلى صندوق أو مؤسسة أخرى تقوم بإصدار صكوك تساندها تلك الأصول، ومن ثم تقوم بإتاحتها للتداول في الأسواق المالية، بعد أن يتم تصنيفها ائتمانياً⁷، وكذلك بعد خضوعها لعدد من الإجراءات الفنية.

ثالثاً: التصكيك في التاريخ الإسلامي.

تختلف عملية التصكيك الإسلامية عن التقليدية في ضروره وجود الأصول التي تم تصكيكها، فلا يجوز أن تكون ديوناً وكذلك لا بد أن تكون الصكوك الإسلامية مطابقة للمواصفات والمعايير والضوابط الإسلامية.

ويرجع كثير من الباحثين عملية التصكيك في التاريخ الإسلامي إلى تجربة صكوك الطعام التي أشار إليها النووي (676هـ) في شرحه على مسلم عندما قال أبو هريرة لمروان بن الحكم أحلت بيع الصكوك وقد نهى رسول الله عن بيع الطعام حتى يستوفى، فخطب مروان الناس فنهى عن بيعها

6- أحمد إسحاق الأمين حامد، الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، رسالة مقدمة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في تخصص الاقتصاد والمصارف الإسلامية، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية، جامعة اليرموك، إربد، الأردن، 1426هـ-2005م، ص3.

7- كمال توفيق خطاب، الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة، فبحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، 31 ماي إلى 3 جوان 2009م، ص8.

وليست هذه التجربة هي التجربة الوحيدة، فقد ازدهرت الصكوك في العصر العباسي بشكل كبير من خلال ما أطلق عليه السفنجة في ذلك الوقت، وكانت السفنجة تقوم بدور الحوالة أو الشيك في وقتنا الحاضر، فالسفنجة أن يعطي شخص لآخر مالا وللأخذ مال في بلد المعطي، فيوفيه ماله في المكان الذي يقصده، وقد انتشرت هذه السفنجات بشكل كبير في العصر العباسي وقد لجأ الولاء في البداية إلى هذا الأسلوب في إرسال ما زاد من دخول ولايتهم، ففي عام 313هـ أرسل ولي مصر والشام سفنجات بقيمة 47000 دينار إلى بغداد. كما استخدمت السفنجة من قبل التجار لتصفية حساباتهم بين الأقطار المختلفة بكتابة السفنجات إلى وكلائهم.

رابعا: أهمية عملية التصيك.

لقد شهدت عملية التصيك تطورا كبيرا وأهمية متزايدة في الآونة الأخيرة، ويرجع ذلك إلى المبررات التالية⁸

- ✓ تعتبر عملية التصيك هي المناخ الأكثر أماناً للكثير من المؤسسات وجمهور المتعاملين، وذلك بسبب إجراءات الاحتياط والرقابة المتشددة التي تمارسها المؤسسات المسؤولة عن عمليات التصيك.
- ✓ تصيك الأصول من أفضل الوسائل للحصول على رأس مال كاف وبكلفة مناسبة.
- ✓ إمكانية اشتراك أكبر عدد ممكن من الأفراد والمؤسسات في العملية الاستثمارية.
- ✓ مساعدة المؤسسات المالية في المواءمة بين آجال الموجودات والمطلوبات تحسیناً لإدارة السيولة.
- ✓ يستخدم التصيك أو التوريق كأداة لإدخال التوازن بين توزيع المخاطر قطاعياً وجغرافياً.

8- قتيبة عبد الرحمن العاني، صكوك المضاربة الإسلامية - التخريج الفقهي والتصوير الفني بحث مقدم للمؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، أسواق الأوراق المالية والبورصات - آفاق وتحديات - جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، يومي: 15-17 ماي 2006، ص28

✓ إنقاص حجم رأس المال الضروري للوفاء بمتطلبات كفاية رأس المال وفقاً لشروط لجنة بازل.

✓ إن سرعة عمليات التصكيك على المستوى الدولي تراجع إلى تزايد استغلال التكنولوجيا وتوليد المعلومات من خلال الشيكات الدولية الواسعة والحواشيب فائقة السرعة، حيث يمكن للمؤسسات المالية التعرف بشكل دقيق على فرص الاستثمار عن ملايين الأصول المالية المبعثرة حول العالم خلال فترة وجيزة وبأقل كلفة.

✓ التقارب المتزايد بين أسواق المال في كافة أقطار العالم خفض من كلفة التمويل وزاد من كفاءته.

المطلب الثاني: أنواع الصكوك الإسلامية.

شهدت الدول الغربية تطورات هائلة في مجال التصكيك، وكذلك شهدت المنطقة الإسلامية تطورات متسارعة في ميدان الصكوك الإسلامية، غير أن التجربة الغربية كانت في معظمها في مجال تصكيك الديون، بعكس التجربة الإسلامية التي تشترط وجود الأصول قبل تصكيكها، وهو الأمر الذي يحفظ لهذه الأصول قيمتها ويحول دون المقامرات والمضاربات التي رافقت توريق الديون، وما أدت إليه من أزمة مالية عالمية متسلسلة لا تكاد تتوقف أو تنتهي.

وبشكل عام فقد أشارت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية إلى وجود أكثر من أربعة عشر نوع من الصكوك الإسلامية، غير أن الصكوك الأكثر انتشاراً واشتهاراً يمكن حصرها وتقسيمها إلى الأقسام التالية⁹:

الأدوات التمويلية القائمة على المشاركة.

الأدوات التمويلية القائمة على البيع.

9- لعمارة جمال، ريس حدة، تحديات السوق المالي الإسلامي بحث مقدم للملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، دراسة حالة الجزائر والدول النامية، بسكرة، الجزائر، يومي 21 و22 نوفمبر 2006، ص12

الأدوات التمويلية القائمة على الإجارة.

أولاً: الأدوات التمويلية القائمة على المشاركة.

وهي الأدوات التمويلية القائمة التي تكون فيها العلاقة بين المصدر وحملة الصكوك هي علاقة مشاركة¹⁰.

1- صكوك المقارضة:

أ- تعريف صكوك المقارضة: هي من البدائل التي أقرها مجلس مجمع الفقه

الإسلامي في دورته مؤتمره الرابع بجدته في 1407هـ، وتعرف على أنها الوثائق موحدة القيمة، والصادر بأسماء من يكتبون فيها، مقابل دفع القيمة المحررة فيها، وذلك على أساس المشاركة في نتائج الأرباح أو الإيرادات المتحققة من المشروع المستثمر فيه، بحسب النسب المعلنة على الشيوخ، مع مراعاة التصفية التدريجية المنتظمة لرأس المال المكتتب فيه، عن طريق تخصيص الحصة المتبقية من الأرباح الصافية لإطفاء قيمة السندات حتى السداد التام¹¹

ومن الأمثلة على صكوك المضاربة تلك الصكوك التي أصدرها مصرف شامل البحريني بقيمة 360 مليون ريال سعودي ، وتعتبر هذه الصكوك والتي اشتهرت باسم سندات المقارضة من أقدم وأشهر الصكوك الإسلامية في العصر الحديث، وترجع فكرتها الأولى إلى الدكتور سامي حمود عند وضع قانون البنك الإسلامي الأردني، وقد كان المقصود منها في ذلك الوقت إيجاد البديل عن سندات القروض الربوية التي تصدرها البنوك الربوية.

وفي مرحلة تالية عرض سامي حمود فكرة سندات المقارضة على وزير الأوقاف الأردنية، وذلك من أجل إعمار الممتلكات الوقفية، فتشكلت لجنة لهذا الغرض وصدر قانون خاص مؤقت برقم (10) لعام 1981 ونشرت في الجريدة الرسمية

10- كمال توفيق حطاب، مرجع سابق، ص05

11- محمد فؤاد أحمد محسن، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتدوولها دراسة مقدمة لمنظمة المؤتمر الإسلامي، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة التاسعة عشرة، إمارة الشارقة، دولة الإمارات العربية المتحدة.

الصكوك المالية الإسلامية بين أهمية تفعيل أسواق رأس المال الإسلامية مخاطر تداولها.

وقد أصدرت حوالي 37 شركة ومصرفاً إسلامياً شهادات مضاربة تقترب في فكرتها من سندات المقارضة.

ب- أنواع صكوك المقارضة: يمكن أن تختلف هذه الصكوك باختلاف نوع المضاربة فيمكن أن تكون كالتالي¹²؛

صكوك المضاربة المطلقة: هي صكوك تصدرها الشركة التي ترغب في الحصول على الأموال لاستثمارها، وتعطى هذه الصكوك لحاملها الحق في الحصول على نسبة شائعة من الأرباح الناتجة عن الاستثمارات المختلفة للشركة طبقاً لقاعدُ الصندوق العام للتمويل والاستثمار، حيث أنها لا تكون مخصصة لمشروع معين، بل يخول للمضارب الحق في استثمارها في أي مشروع¹³.

صكوك المضاربة المقيدة: وتفيد هنا بمشروع معين كالاستثمار في العقارات أو الاستثمار في مصانع السيارات أو غيرها.

صكوك المضاربة المستمرة: وهي التي لا يستحق رأس مالها إلا بعد انتهاء المشروع وبالطبع مع الربح وبقاء رأس ماله

صكوك المضاربة المحدودة أو (المستردة بالترج): وتحدد هنا الجهة المصدرة تواريخاً بمثابة محطات يمكن لأصحابها أخذ أرباحهم إن وجدت واسترجاع قيمة صكوكهم.

وتتنطوي تحت هذا النوع كل أنواع الأوراق المالية القائمة على أساس المضاربة مهما اختلف اسمها من سندات أو صكوك أو شهادات وعلى سبيل الذكر لا الحصر:

12 وليد خالد الشايحي، عبد الله يوسف الحجوي، صكوك الاستثمار الشرعية، بحث مقدم للمؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، أسواق الأوراق المالية والبورصات - آفاق وتحديات - جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، يومي: 15-17 ماي 2006، ص 913.

13 محمد مبارك بصمان، صكوك الإجارة الإسلامية - دراسة قانونية مقارنة بالشريعة الإسلامية، الأردن: دار النفاثس للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2011، ص 28

شهادات الاستثمار الإسلامية: حيث قام البنك الإسلامي للتنمية بإصدار هذه الشهادات، وهي شهادات استثمار مخصصة لتمويل تجارة الدول الإسلامية، فيقوم البنك بدور المضارب وله من صافي الأرباح 5% و 5% من الأرباح تبقى لدعم المركز المالي و 90% لأصحاب الشهادات كل بنسبة مما يملك.

شهادات ودائع الاستثمار: التي تصدر عن بيت التمويل الكويتي حيث تعتبر بيت التمويل الكويتي هو المضارب وصاحب الشهادة هو رب المال وهي تقوم على أساس عقد مضاربة مطلق أو مقيد ويتفق على مدتها مع مشتريها بشرط أن لا تقل عن سنة واحدة ويجوز تجديد مدة الشهادة بناء على رغبة صاحبها فتكون بهذا محدوداً الأجل.

2- صكوك المشاركة:

أ- تعريف صكوك المشاركة : هي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام

حصيلتها في إنشاء مشروع أو تمويل نشاط على أساس المشاركة، ويصبح المشروع ملكاً لحامل الصكوك، وتدار صكوك المشاركة على أساس الشركة أو على أساس المضاربة.

والمشاركة عقد يتم بين اثنين على مساهمة كل منهم بمبلغ من المال -يسمى رأس المال- من أجل اشتراك في تمويل مشروع استثماري معين فيما بينهم، على أن يقسم الربح على ما يتفقون عليه والخسارة على قدر رأس مال كل منهم، وبعبارة أخرى المشاركة تعني الاشتراك في الربح والخسارة من مشروع استثماري.

ومن أمثلتها صفقة صكوك طيران الإمارات بمبلغ 550 مليون دولار أمريكي وذلك لتطوير وإنشاء مبنى جديد للشركة.

ب- أنواع صكوك المشاركة: تنقسم إلى قسمين:

أ- صكوك المشاركة الدائمة: وهي تشبه كثيراً نظام الأسهم الدائمة مع إمكانية دخول المصدر بنسبة معينة في رأس مال المشروع وطرح الباقي على شكل صكوك للاكتتاب سواء أكانت الإدارة للمصدر أو لحملة الصكوك أو لطرف ثالث محدد، وتقوم

الصكوك المالية الإسلامية بين أهمية تفعيل أسواق رأس المال الإسلامية مخاطر تداولها.

مقام طرح أسهم جديد حيث يقوم المصدر بالتوسع أو إنشاء مشروع موازي فيقوم باعتباره شخصية معنوية بالتكفل بقسط من المال والباقي يطرح للاكتتاب¹⁴.

ب- **صكوك المشاركة المحدودة:** وهي المؤقتة بفترة زمنية محدد ؤ، والتي تحدد بفترة زمنية متوسطة وتكون بانتهاء المشروع أو بانتهاء الموسم أو انتهاء الدورة الصناعية... الخ وتكون نهايتها وفقاً لإحدى الصورتين¹⁵

- **صكوك المشاركة المستردة بالترج:** حيث تسترد قيمة هذه الصكوك وفق أقساط دورية ويصرف لحاملها من الأرباح إن وجدت ما بقي له من رصيد لم يستحق بعد

- **صكوك المشاركة المستردة في نهاية المدة (المنتهية بالتمليك إلى المصدر):** وهنا في نهاية المشروع يقوم المصدر بإعادة شراء هذه الصكوك من أصحابها بالسعر الحقيقي ويكون ذلك في حالة التصفية الإجبارية مثلاً عند قيام مشروع حفر منجم ففي نهاية المشروع يقوم المصدر بإعادة تقييم الآلات والتجهيزات المستعملة وإعطاء قيمتها إلى أصحاب الصكوك، في حين يمتلك هو هذه الآلات والتجهيزات.

ومن أمثلتها صفقة صكوك طيران الإمارات بمبلغ 550 مليون دولار أمريكي وذلك لتطوير وإنشاء مبنى جديد للشركة¹⁶

¹⁴فتح الرحمن علي محمد صالح، دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية ورقة عمل مقدمة لمنتدى الصيرفة الإسلامية، بيروت، اتحاد المصارف العربية، جويلية، 2008، ص29.

¹⁵Ali Arsalan Tariq, **Managing Financial Risks Of Sukuk Structures**, A
issertation submitted in partial fulfillment of the requirements for the degree of
Masters of Science at Loughborough University, UK, September 2004

¹⁶القاضي محمود، دور المصارف الإسلامية في دعم وتطوير أسواق رأس المال لبنان: اتحاد المصارف العربية، 2005، ص ص140-144.

3- مكوك المزارعة:

هي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلة الاككتاب فيها في تمويل مشروع للمزارعة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في المحصول، حيث يقوم البنك بشراء أرض زراعية ثم يقسم ثمنها على حصص يصدر بها صكوكا تباع للجمهور، ثم يتعاقد البنك مع شخص آخر ليقوم بسقي الزرع والقيام به، وللبنك أن يختار أحد الخيارات الثلاث التالية: 17

- أ - أن يتولى هو القيام على الزرع بجزء مشاع معلوم من المحصول.
- ب - أن يشترك في رأس المال فيكون من الملاك.
- ج - أن يتولى فقط الإشراف على المشروع وإدارته مقابل أجر معلوم.

ثانيا: الأدوات التمويلية القائمة على البيع.

الأدوات التمويلية القائمة على البيع يكون فيها العقد قائم بين جهة الإصدار والطرف الآخر وهم حملة الصكوك على عقد البيع .

1-صكوك السلم:

تقوم فكره صكوك السلم أساسا على عقد السلم، والسلم هو بيع شيء موصوف في الذمة إلى أجل معلوم بثمن معجل، وهي صكوك تمثل ملكية شائعة في رأس مال السلم لتمويل شراء سلع يتم استلامها في المستقبل ثم تسوق على العملاء، ويكون العائد على الصكوك هو الربح الناتج عن البيع، ولا يتم تداول هذه الصكوك إلا

17 زاهره علي محمد بني عامر، التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية رسالة مقدمة استكمالا لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في تخصص الاقتصاد والمصارف الإسلامية، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية، جامعة اليرموك، إربد، الأردن، 1429هـ- 2008م، ص ص 189-188

الصكوك المالية الإسلامية بين أهمية تفعيل أسواق رأس المال الإسلامية مخاطر تداولها.

بعد أن يتحول رأس المال إلى سلع، وذلك بعد استلامها وقبل بيعها، وتمثل الصكوك حينها ملكية شائعة في هذه السلع¹⁸.

ولعلّ المثال العملي على صكوك السلم هو ما قامت به حكومة البحرين من اختيار الألمنيوم ليكون الأصول الأساسية لعقد السلم، وذلك بتفويض بنك البحرين الإسلامي بإعطاء وعود لبيع الألمنيوم إلى المشتري بتاريخ مستقبلي محدد مقابل دفع كامل الثمن مقدماً¹⁹.

2- صكوك الاستئجار:

هي في حقيقتها كصكوك السلم فهي صكوك تمثل بيع سلعة مؤجلة التسليم بثمن مؤجل، والسلعة مؤجلة التسليم هي من قبيل الديون العينية، لأنها موصوفة تثبت في الذمة، إلا أنه يجوز تأجيل ثمنها، والمبيع في الحالتين لا يزال في ذمة الصانع أو البائع بالسلم، وتعرف على أنها وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة سلعة، ويصبح المصنوع مملوكاً لحامل الصكوك²⁰.
ومثال عليها صكوك الدرّة بالبحرين، حيث ستقوم بتمويل الاستصلاح والبنية التحتية الأساسية للمرحلة الأولى لإنشاء أكبر مدينة سكنية وترفيهية على الطراز العالمي بكلفة 1 بليون دولار أمريكي وقد اقترح عدد من الباحثين إصدار صكوك الاستئجار بحيث تتمكن شركات الملاحة والطيران وغيرها من استئجار

18 نافذ الهرش، المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، واقع إصدارات الأدوات الاستثمارية طويلة الأجل (الصكوك الإسلامية) للفترة من 2009/11/19 وحتى 2010/11/19 من حيث أحجام وأعداد الإصدارات والجهات المصدرة ودول الإصدار والبنوك المصدرة في آسيا ودول الخليج العربي - دراسة إحصائية - تاريخ الاطلاع 01-07-2013،

<http://www.cibafi.org/newscenter/Details.aspx?Id=15739&Cat=0>

19 أحمد محي الدين أحمد، الأدوات الاستثمارية الإسلامية ودورها في تنشيط التداول بالبورصات العربية. لبنان: اتحاد المصارف العربية، ص14

20 زاهرة علي محمد بني عامر، مرجع سابق، ص 192

حاجاتها اللازمة من طائرات وسفن وفق احتياجات معينة، وذلك بإصدار صكوك استئصال مخصصة لتمويل البناء ضمن المواصفات المحددة²¹.

3- صكوك المرابحة:

هي وثائق متساوية القيمة تصدر لتمويل شراء سلعة مرابحة، وتصبح سلعة المرابحة مملوكة لحامل الصكوك، وقد اقترحها الدكتور سامي حمود في ندوة البركة الثانية في تونس سنة 1984 م، وذلك بطلب إنشاء شركة مساهمة إسلامية تمارس أعمال الإصدار المختلفة في صناديق المرابحة والإيجار والسلم، على أن يكون الإصدار الأول لصندوق المرابحة التي تعرف بأنها صكوكا متساوية القيمة منبثقة من عملية قائمة على عقد المرابحة (المرابحة بأمر الشراء) حيث تمثل هذه الصكوك ملكية جزئية من رأس مال السلعة المباعة بالمرابحة، إذ يقسم رأس مال المرابحة إلى أجزاء متساوية كل جزء يمثل حصة معبرا عنها بصك يتم إصدارها وفق الآلية التالية²²؛ تتقدم بالوعد بالشراء للبنك بمواصفات الشيء المراد شراؤه، فيقوم البنك بالبحث عن هذا الشيء وتحديد قيمته (قيمة شرائه) فيطرح بذلك صكوك المرابحة مجموعها بقيمة هذا الشيء المراد شراؤه فتُملك هذه السلعة لأصحاب الصكوك وبعد ذلك تقوم ببيعها (حملة الصكوك ممثلين فيمن يوكلهم) عن طريق أقساط للواعد بالشراء وفق ربح معلوم ومحدد، والقائم على العملية يكون هو البنك الذي يأخذ مقابل ذلك اجرا من طرف حملة الصكوك لكونه وكيلا عنهم.

ومثال على صكوك المرابحة ما قام به بنك أركابيتا البحريني من تنظيم إصدار صكوك مدعومة بالمرابحة متعددة العملات بقيمة 200 مليون دولار.

21 قط سليم ، مفاضلة الإستثمار بين سوق الاوراق المالية المعاصرة و سوق الاوراق المالية الإسلامية

دراسة مقارنة، رسالة دكتوراه ، جامعة محمد خيضر بسكرة ، 2015-2016، ص 227

22 محمد مبارك بصمان، مرجع سابق، ص 32

ثالثاً: الأدوات التمويلية القائمة على الإجارة.

1- تعريف صكوك الإجارة: تمثل صكوك الإجارة حصة شائعة في ملكية أصول متاحة للاستثمار، سواء كانت أصول حقيقية أو منافع، أو خدمات أو مزيج من ذلك كله، وهي أشهر أنواع الصكوك على الإطلاق تقريباً ثلث الصكوك المصدره وهي كما يلي:

صكوك ملكية الأصول: وهي أكثر أنواع الصكوك الإسلامية انتشاراً، وهي مالك موعود باستئجار أصل ما، يعرض بيعها واستيفاء ثمنها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح مملوكة لحملة الصكوك.

صكوك ملكية المنافع: وهي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين، موجوده بغرض إجاره منافعها واستيفاء أجرتها من حصيلة الاكتتاب، وتصبح منفعة مملوكة لحملة الصكوك.

صكوك ملكية منافع الأعيان الموجوده (أو الموصوفة في الذمة): هي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك منفعة موجود (مستأجر)، يعرض إعادة إجارتها واستيفاء أجرتها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة مملوكة لحملة الصكوك.

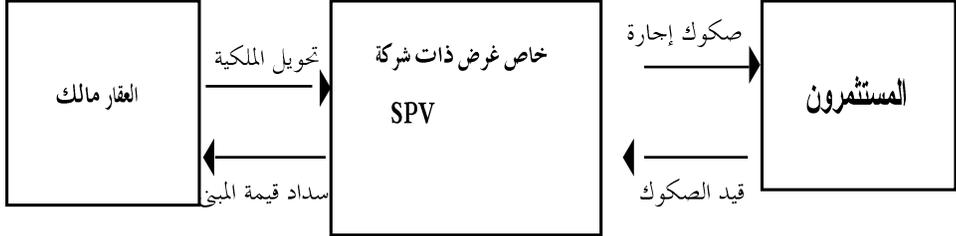
صكوك ملكية الخدمات من طرف معين أو (من طرف موصوف الذمة): هي وثائق متساوية القيمة تصدر بغرض تقديم الخدمة من طرف معين واستيفاء الأجره من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح تلك الخدمة مملوكة لحملة الصكوك.

2- آلية إصدار صكوك الإجارة.

على سبيل المثال، قد ترغب شركة في تمويل شراء عقار من خلال إصدار صكوك إسلامية (يطلق عليها بالشركة الممولة)، بعد البحث إذا وجدت الشركة العقار وتفاوضت على السعر النهائي للشراء تنشئ الشركة الممولة شركة ذات غرض خاص SPV، تصدر الشركة ذات الغرض الخاص صكوك إجاره للمستثمرين بقيمة

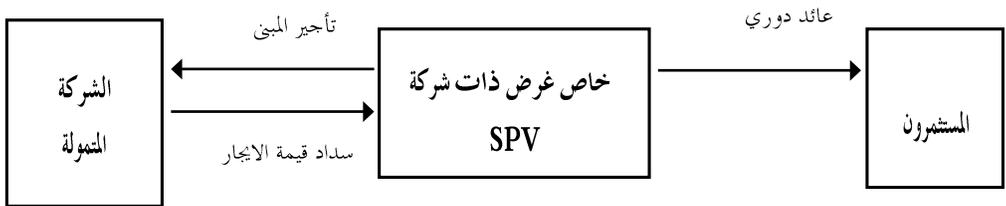
مبلغ الشراء وتحصيل القيمة، تستخدم حصيلة هذه الأموال في سداد قيمة المبنى، ونقل ملكيته إلى الشركة ذات الغرض الخاص، كما هو مبين في الشكل التالي:

شكل رقم (1): المرحلة الأولى لآلية إصدار صكوك الإجارة.



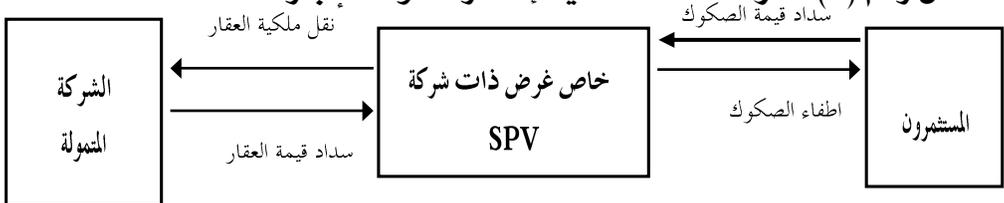
توجد الشركة ذات الغرض الخاص للعقار للشركة الممولة (بوعدها منها بإعادة شراء المبنى من الشركة ذات الغرض الخاص بسعر متفق عليه عند الشراء)، وتحصل منها إيجاراً دورياً تحولته إلى حملة الصكوك كعائد دوري كما هو موضح بالشكل التالي:

شكل رقم (2): المرحلة الثانية لآلية إصدار صكوك الإجارة.



تقوم الشركة الممولة بتنفيذ الوعد بإعادة شراء العقار من الشركة ذات الغرض الخاص بالسعر المتفق عليه، تسدد الشركة ذات الغرض الخاص المبلغ لحملة الصكوك وتنقل ملكية العقار للشركة الممولة كما هو موضح في الشكل التالي:

شكل رقم (3): المرحلة الثالثة لآلية إصدار صكوك الإجارة.



وقد ازداد عدد الدول التي أصدرت صكوك إجازة إسلامية ليشمل البحرين، حيث السوق المالية الإسلامية العالمية، وقطر ولبنان وماليزيا، كما طرحت حكومة إمارة دبي ممثلة في دائرة الطيران المدني للاكتتاب العام صكوك الإجازة الإسلامية لجمع 750 مليون دولار بهدف تمويل أعمال المرحلة الثانية من مشروع توسعه وتطوير مطار دبي الدولي التي تقدر تكلفتها الإجمالية بنحو 4.1 مليار دولار²³.

ومن أكبر الإصدارات الإسلامية بعد مشروع مطار دبي الإصدار القطري (700 مليون دولار)، والإصدار الماليزي (600 مليون دولار) وإصدار البحرين (250 مليون دولار) وإصدار البنك الإسلامي للتنمية (400 مليون دولار) وكلها اعتمدت صكوك الإجازة.

ويتم استثمار النسبة الكبرى من الأموال الإسلامية في مجالات العقار وتمويل تأجير الطائرات والسفن وبعض مشاريع الطاقة والبنى التحتية.

3- خصائص صكوك الإجازة:

تنطوي صكوك الإجازة على الخصائص التالية²⁴ :

- تتميز صكوك الإجازة بخاصية صلاحيتها للوسائط المالية لتمويل العديد من المشاريع، بحيث يمكن استخدامها لتمويل مشروعات ذات نفع عام أو استخدامها في المشاريع الخاصة.
- العائد على صكوك الإجازة قد يكون ثابتاً أو متغيراً.
- ملك العقار قد يكون التمول لنفسه أو جهة مرتبطة به.
- صكوك الإجازة قد تكون قابلة للتداول لأنها تمثل ملكية في أصل حقيقي (العقار).

23 محمد بن إبراهيم السحيباني، عبد الله بن محمد العمراني، حامد بن حسن ميرة، مرجع سابق، ص5.

24 نفس المرجع السابق، ص 10.

- صكوك الإجارة ذات مخاطر منخفضة نسبياً لأن عائدها (الإيجار) معروف مقدماً.

المطلب الثالث: مخاطر الصكوك الاستثمارية الإسلامية.

تتميز الصكوك الإسلامية عن السندات التقليدية ببعض المخاطر التي يجب على كل مصدر ISSUER ومستثمر INVESTOR أخذها في الحسبان والنظر إليها بجدية كاملة، لا كما ينظر البعض إلى الصكوك على أنها أداة دين لا فرق بينها وبين السندات، وأن الأصول المكونة والهياكل التعاقدية إنما هي جسر لنقل الأموال من المستثمرين إلى مصدري الصكوك.

والحقيقة أن هذه النظرية تؤدي إلى العجز عن تقدير مخاطر الصكوك وبالتالي عدم تغطية هذه المخاطر بالوسائل المناسبة، وتتباين المخاطر التي تتعرض لها الصكوك وفقاً لهياكل الصك، فمخاطر صكوك المرابحة تختلف عن صكوك المشاركة وصكوك الاستصناع عن الإجارة والصكوك المركبة من عقود عن البسيطة القائمة على عقد واحد.

كما تختلف هذه المخاطر باختلاف الأصول المكونة لهذه الصكوك بين الأصول الثابتة والمنقولة والمنافع والخدمات، إلا أنه يمكن إجمال هذه المخاطر في ما يلي:

أولاً: مخالفة أحكام الشريعة الإسلامية.

حيث أن الصكوك أداة مالية بنيت على أحكام الشريعة الإسلامية فإن مخالفتها لأحكام الشريعة الإسلامية في أي فترة من عمر الصك، تؤدي إلى أضرار تختلف باختلاف المخالفة ودرجة خطورتها، فمن بطلان للصك بالكلية إلى فساد بعض الشروط.

فمثلاً عندما تكون مكونات الصك ديون مرابحات وأصولاً مؤجره فيجب ألا تزيد بنسبة الديون على 33% من مكونات الصك طوال عمر الصك حتى يجوز تداوله، وفي حال زياده الديون على هذه النسبة فإن الصك لا يجوز تداوله، وبالتالي يصبح الصك ضعيف السيولة، أو أن يكون تملك أصول صكوك الإجارة تملكاً سورياً.

ولا شك أن هذه الصورية تبطل عقد التملك، وبالتالي فما بني على باطل فهو باطل، فيبطل الصك، فعلى سبيل المثال نجد أن الكثير من المؤسسات الإسلامية تنقل ملكية بعض أصول عملائها على سبيل الرهن وليس على سبيل البيع الحقيقي. فلو قامت هذه المؤسسات بتصكيك هذه الأصول على صيغة صكوك إجازه أو مشاركة أو غيرها من صور التصكيك الممكنة، فإن هذه الصكوك باطلة لأن المؤسسة باعت على حملة الصكوك ما لا تملك، وهو من البيوع المنهي عنها في الشريعة الإسلامية.

والصور المخالفة للشريعة الإسلامية كثيرة، ولا يمكن حصرها في هذا المقال، فكل هيكل من هياكل الصكوك ضوابطه الشرعية التي تعتبر مخالفتها من المخاطر التي يجب دراسة إمكانية وقوعها وكيفية الحد منها وطرق معالجتها.

ثانياً: المخاطر التشغيلية.

حيث أن هياكل الصكوك الإسلامية التي يجوز تداولها يجب أن تكون قائمة من أصول، وأن العائد على هذه الصكوك ناتج عن هذه الأصول، فإن المخاطر التشغيلية لهذه الأصول يجب أن تدرس بعناية، فمثلاً نعلم أن العائد الإيجاري في صكوك الإجارة هو عائد الصك، فلو تعطلت منافع العين المؤجرة المكونة لصك الإجارة فلا يجب على المستأجر دفع الأجرة، وبالتالي لن يدر للصك عائد.

ومن هنا يتبين لنا أن صكوك الإجارة القائمة على العقار أقل تعرضاً لمخاطر فقدان العائد بسبب تعطل المنفعة من الصكوك القائمة على المركبات أو المصانع أو الطائرات أو البواخر.

كما أن المخاطر المحتملة الناتجة عن تملك هذه الأصول يتحملها جملة الصكوك مثل الأضرار البيئية الناتجة عن المصانع أو البواخر وغيرها من المخاطر التي تتعلق بكل أصل على حدة.

ثالثاً: المخاطر القانونية.

نظراً لأن الكثير من النظم والتشريعات في كثير من الدول هي أنظمة وضعية (أي من صنع البشر)، مما يجعلها في الكثير من موادها تخالف أحكام الشريعة الإسلامية، فقد يحدث تعارض بين هذه الأنظمة وأحكام الشريعة الإسلامية، كما أنه يتم إهمال تطبيق أحكام الشريعة الإسلامية عن التحاكم.

من هنا يتبين لنا أهمية الأخذ بعين الاعتبار اختلاف الصكوك عن سندات الدين التقليدية ، وأن هذا الاختلاف ينتج عنه مخاطر يجب دراستها وقياسها بطريقة علمية دقيقة، ومن ثم السعي لتغطية هذه المخاطر بالوسائل المناسبة التي تتوافق مع الشريعة الإسلامية.

بالإضافة إلى ذلك قد تختلف المخاطر التي تتعرض لها الصكوك الإسلامية تبعاً لنوعها كما يتضح ممّا يلي:

رابعاً: مخاطر صكوك توريق الذمم المقبولة شرعاً.

فيما يتعلق بصكوك توريق الذمم المدينة المقبولة شرعاً، يواجه المستثمرون في هذه الصكوك خطرين أساسيين هما:

1. خطر التأخر في الوفاء Slow Pay Risk : فإذا توقع المستثمرون (حملة

الصكوك) أن عوائد الصكوك التي توزع عليهم ستتأخر عدّة أشهر بسبب رغبة المدين في تأخير الوفاء، فإنّهم سيصابون بخيبة أمل لن تؤثر فقط في التنبؤ بقدره الأصول على الوفاء، وإنّما سينعكس ذلك سلباً على الثقة في نفاقات التوريق برمتها.

2. خطر العجز عن الوفاء No Pay Risk : هذا الخطر يعتمد وقوعه على

الجدارة الائتمانية للمدين، حيث يعجز المدين عن الوفاء بسبب التعثر المالي أو الإفلاس، ممّا يبرز أهمية ودور وكالات التصنيف العالمية في درء هذا الخطر، من خلال درجة التصنيف الائتماني التي تحصل عليه المؤسسة البائدة للتوريق (المصدر)، والتي تساعد المستثمرين على توقع هذا الخطر قبل اتخاذ قرار الاستثمار

الصكوك المالية الإسلامية بين أهمية تفعيل أسواق رأس المال الإسلامية مخاطر تداولها.

في الأوراق المالية المصدر، بالإضافة إلى وجود ضمانات كافية مقابل تلك الأوراق لتعزيز ثقة المستثمرين بها في أسواق رأس المال.

خامساً: مخاطر صكوك توريق الموجودات العينية.

أماً بالنسبة لصكوك توريق الموجودات العينية فإن الخطر يكون في حال توقع المستثمرين عدم قدره هذه الأصول على تحقيق تدفقات نقدية كافية لتوزيع العوائد المالية المتوقعة على حملة الصكوك، ويمكن درء هذا الخطر عن طريق إجراء دراسات وافية على الأصول القابلة للتوريق، وتقدير تدفقاتها النقدية بدقة مع إجراء تحليل للمحاسبة Sensitivity Analysis عليها بهدف اكتشاف مكامن الخطر ووضع التدابير اللازمة لدرء المخاطر، بما في ذلك التأمين على تلك الأصول.

المبحث الثاني : دور التصكيك الإسلامي في تطوير سوق رأس المال الإسلامي وأثره على كفاءته.

يعنى هذا المطلب بدراسة و معرفة دور التصكيك الإسلامي في تطوير سوق رأس المال الإسلامي وأثره على كفاءته.

المطلب الأول: دور التصكيك الإسلامي في تطوير سوق رأس المال الإسلامي وأثره على كفاءته.

أولاً: دور التصكيك الإسلامي في تطوير سوق رأس المال الإسلامي

1 - دور التصكيك الإسلامي في إضافة أدوات مالية إسلامية: تشكل الأدوات

المالية الإسلامية إضافة لسوق رأس المال الإسلامي وذلك من خلال:

أ - إدراج أسهم البنوك الإسلامية ودخولها وعمالها كمتعاملين في السوق

الثانوية 25

25 نصبه مسعود، نحو نموذج إسلامي لسوق رأس المال - تجربة ماليزيا أنموذج - رسالة دكتوراه، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2012-2013، ص 110-113.

من أهم التحديات التي تواجهها البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية هو عدم وجود أسواق مالية إسلامية ثانوية تستوعب سيولتها الفائضة، وتمدها بالسيولة عند الحاجة وتمول مشاريعها، هذه البنوك سوف تجد ضالتها في الأسواق المالية الإسلامية - إن وجدت - أو في الأسواق المالية العربية في حال تم تطويرها شرعياً وفنياً وإجرائياً فتحصل عملية تغذية متبادلة بين البنوك الإسلامية والأسواق الثانوية في حركة متبادلة تمثل درجة عالية من درجات التنشيط والتحرك.

ثم أن التنامي المتسارع للبنوك الإسلامية والمؤسسات المالية الإسلامية يتيح إضافة أسهم هذه المؤسسات وإدراجها في الأسواق الثانوية، مما سيحقق إضافة كمية تعمل على تفعيل أنشطة سوق رأس المال الإسلامي.

حيث يمكن أن تشكل أسهم البنوك الإسلامية إضافة كمية لسوق رأس المال الإسلامي وذلك للحجم الكبير الذي يشكله رأس مال هذه البنوك وهو حجم أخذ بالتزايد يوماً بعد يوم، ولكن هناك من يرى بأن أسهم البنوك الإسلامية غير قابلة للتداول لاشتمالها في الغالب على النقود والديون والتي تشكل (65%) من استثمارات هذه البنوك.

لكن يمكن تجاوز هذه المشكلة من خلال تنويع استثماراتها بين الأنشطة الإنتاجية المختلفة، وهذا أمر تتيحه الصكوك الإسلامية، وهذا يتطلب من البنوك الإسلامية الانفكاك من فلك الخدمات المصرفية البحتة وتوجهها إلى البنوك الشاملة، بحيث تجمع بين الوظائف التقليدية للبنوك والأنشطة الاستثمارية التي تلائم بشكل كبير طبيعة عمل هذه البنوك القائمة على المشاركة في الربح والخسارة ومن الأنشطة التي يمكن للبنوك الإسلامية تقديمها:

المساهمة المباشرة في الشركات الجديدة بمختلف أنواعها، والإسهام في إدارتها وتوجيه نشاطها ثم إعادة طرح هذه الأسهم للتداول.

التوسع في نشاط أمناء الاستثمار بدءاً من مرحلة إعداد دراسات الجدوى، وإنشاء الشركات والترويج لها إلى مرحلة التأسيس وإصدار الأسهم، هذا مع إمكانية القيام

بوضع النظم المحاسبية المناسبة لطبيعة نشاط كل شركة، وتولي الأعمال المالية لحين اكتمال هيكلها المالي والإداري، وتقديم كافة الخدمات اللازمة لإيجاد المستثمر الفعال والقادر على استمراره في مختلف الأسواق بفعالية.

القيام بضمان الاكتتاب وتغطيته وإدارته والترويج للأوراق المالية بحيث تتولى البنوك وظيفة صانع الأسواق.

إيجاد ودعم الشركات التي تعمل في مجال الأوراق المالية أو تساند أسواقها لإعطائها قوة الدفع المطلوبة نظرا لحدوث هذا النشاط في سوق رأس المال.

فإذا ما حصل هذا التنوع في طبيعة الأنشطة التي تقدمها هذه البنوك فإنه من المتوقع أن تشكل هذه الأنشطة نسبة عالية من الاستثمارات، وبالتالي ستكون المربحات جزءا من مجموع أصول يمتلكها البنك وبالتالي تكون أسهم هذه البنوك التي تقدر بالملايين قابلة للتداول في الأسواق الثانوية مما يعمل على تنشيط هذه الأسواق.

ب إدراج الأدوات المالية الإسلامية: استطاعت الهندسة المالية الإسلامية - من خلال التصكيك الإسلامي - أن تقدم أدوات مالية إسلامية مبتكرة قائمة على أساس التمويل الإسلامي مما شكل إضافة نوعية مختلفة عما هو مطروح في الأسواق المالية التقليدية.

أما في مجال الإضافة الكمية الناتجة عن إدراج الصكوك المالية الإسلامية في دراسة حديثة أعدتها مؤخرا كبريات مراكز الاستشارات ودور البحث لواقع إصدار الأدوات الاستثمارية طويلة الأجل - التي تزيد عن سنة واحدة - في كل من آسيا ودول الخليج العربي وشملت أحجام الإصدار والجهات المصدره ودول الإصدار والبنوك المصدره ومعلومات أخرى هامة ، سيتم توضيح أهم ما جاء فيها علما بأنها غطت فترة سنة واحدة من نوفمبر 2009 وحتى نوفمبر 2010 كالتالي:

من حيث حجم دول الإصدار؛ بلغت حجم الإصدارات للفترة من 2009/11/19 وحتى 2010/11/19 ما قيمته 13.791 مليار دولار أمريكي وبإصدارات بلغ عددها 83 إصدارا حيث تصدرت ماليزيا المرتبة الأولى بقيمة 8.788 مليار دولار وبإصدارات بلغ عددها 67 إصدارا ونسبة بلغت 63.7% من إجمالي حجم الإصدارات الصكوك الإسلامية في دول آسيا والخليج العربي، تبعثها ثانيا المملكة العربية السعودية بحجم 3.005 مليار دولار وبإصدارات عددها 4 ونسبة 21.8% وجاءت في المرتبة الثالثة الإمارات العربية المتحدة بحجم إصدار 903 مليون دولار وبإصدارين ونسبة مساهمة بلغت 6.6%، فيما جاءت قطر رابعا (771 مليون دولار) وبإصدارين ونسبة مساهمة 5.6% ثم اندونيسيا خامسا بحجم إصدار بلغ 122 مليون دولار و ذلك ب 4 إصدارات ونسبة مساهمة 0.9% من إجمالي حجم الإصدارات، وجاءت الكويت وسنغافورة وهونغ كونغ بعد ذلك تباعا.

إصدارات الصكوك من حيث مدير الإصدار / المجموعة : احتلت مجموعة CIMB المرتبة الأولى بقيمة 3.364 مليار دولار (43 إصدار) ونسبة مساهمة بلغت 24.4%، وجاء بنك HSBC ثانيا بقيمة 2.448 مليار دولار (14 إصدار) ونسبة 17.8%، واحتل بنك Maybank investment bank المرتبة الثالثة بحجم إصدار 1.154 مليار دولار (16 إصدار) ونسبة 8.4%، وجاء رابعا Am Investment bank بحجم إصدار 1.026 (12 إصدار) ونسبة 7.4%، وأخيرا مجموعة سامبا السعودية بحجم 933 مليون دولار وبإصدار واحد ونسبة مساهمة 6.8% من إجمالي حجم إصدارات الصكوك الإسلامية في الخليج العربي وآسيا.

إصدارات الصكوك من حيث الجهة المصدر؛ على مستوى جهات الإصدار في دول آسيا والخليج العربي، فقد تصدرت الكهرباء السعودية الوضع بحجم إصدار 1.866 مليار دولار، ثم Danga Capital الماليزية 1.700 مليار دولار بصيغة صكوك المشاركة، ثم Celcom Transmission الماليزية بحجم إصدار 1.329 مليار دولار، و Cagamas الماليزية بمبلغ 1.3 مليار دولار وأخيرا 1 Malaysia Sukuk Global بصيغة صكوك إجاره وبمبلغ 1.250 مليار دولار، ويلاحظ سيطرة شبه مطلقة للشركات الماليزية على الإصدارات حيث تملك الشركات الماليزية التاسعة إصدارات

من أصل 15 الأولى، فيما تملكت الشركات السعودية 4 من أصل 15 هي صكوك الكهرباء السعودية والبنك الإسلامي للتنمية وصكوك دار الأركان الدولية وصكوك البنك السعودي الهولندي بالترتيب، واحتلت قطر المرتبة 6 بإصدار واحد لبنك قطر الإسلامي بصيغة المشاركة والمرابحة وبحجم إصدار (750 مليون دولار)، كما احتلت الإمارات العربية المتحدة المرتبة السابعة لصكوك بنك أبوظبي الإسلامي وبصيغة المشاركة (750 مليون دولار) .

2- دور التصييك الإسلامي في إضافة مؤسسات مالية جديدة:

إن من المعوقات التي تقف أمام أسواق رأس المال دون تحقيق الأهداف المرجوة منها، هو تزايد الاهتمام بالأسواق الثانوية على حساب الأسواق المالية الأولية، وما يستتبع ذلك من عدم الاهتمام باستكشاف الفرص الاستثمارية الجديدة وبلورتها في شكل مشروعات محددة مدروسة الجدوى، وضعف الاهتمام بإيجاد المؤسسات متعهدة الإصدارات الجديدة، والاحتكام إلى معيار حجم التداول لبيان مدى نجاح سوق رأس المال، لذلك يتعين الاهتمام بالأسواق المالية الأولية نتيجة الحاجة الماسة خاصة في الدول العربية لإنشاء العديد من الشركات المنتجة، وإدارة عمليات الاكتتاب فيها، والتعهد بتغطية إصداراتها، وجذب مدخرات الأفراد والمؤسسات وتوجيهها نحو المشروعات الجديدة، ويعتبر ذلك المعيار الأساسي للحكم على نجاح السوق المالية لأن فيه زيادته للقاعدة الإنتاجية وإيجاد فرص عمل، ومن ثم إثراء للسوق الثانوية²⁶. وحتى تتمكن من تطوير السوق الأولية فلا بد من وجود مؤسسات مالية تتخصص الواحدة منها بأدوار تعد ضرورية لتطوير السوق الأولية ومن هذه المؤسسات²⁷:

أ - **مُوجِدُ العملية:** حيث يتركز دور المؤسسة أو الجهاز الذي يتناط به هذا الدور في البحث عن الفرص الاستثمارية المتاحة، وإعداد دراسات الجدوى ومن ثم

26 أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، ص 509

27 نصبه مسعود، مرجع سابق، ص 110-113.

عرضها على الممولين في شكل إصدار أو صندوق وذلك مقابل عمولة مُوجِدِ العملية.

ب - المنشأة ذات الغرض الخاص: وهي الجهة التي تتولى مرحلة ما قبل إصدار الصكوك ومرحلة الإصدار والإدارة لهذا المشروع طوال فترة حياة المشروع، وقد تأخذ هذه المؤسسة صفة المضارب أو المدير بالوكالة.

ت - متعهد إعادة الاكتتاب: وهي المؤسسة التي تتعهد بتغطية الإصدارات التي لم تغط (أي التي لم يتم الاكتتاب بها)، وذلك لطرحها لاحقاً للتداول.

ث - متعهد إعادة الشراء: وهو عبارة عن البنك أو المؤسسة التي تتعهد بإعادة شراء الورقة المالية من حائزها بموجب الأسعار المعلنة.

ج - وكيل الدفع: وهو الجهة التي تقوم بالوفاء بالالتزامات التي حان أجلها، والتي تتمثل في تصفية الإصدار، أو توزيع أرباح دورية وذلك مقابل عمولة متفق عليها.

ح - الأمين: وهو يمثل حملة الصكوك باعتبارهم أصحاب رأس المال في مواجهة المضارب (SPV)، وذلك للنيابة عنهم، وإدارة شؤونهم، والحفاظة على حقوقهم المتعلقة بالصكوك التي ساهموا بها.

إلى جانب ذلك لا بد من وجود هيكل تشريعي وتنظيمي مناسب بحيث يسمح

بإصدار مثل هذه الأدوات وإيجاد مؤسسات مالية متعددة ذات وظائف متخصصة، بما يدعم الثقة في هذه الأسواق ويمكنها من المساهمة في التنمية الاقتصادية.

ثانياً: أثر التصكيك الإسلامي على كفاءة سوق رأس المال الإسلامي:

حتى يتمكن سوق رأس المال من أداء وظائفه المنوطت إليه ، لا بد من أن يكون على درجة عالية من الكفاءة، ويشار إلى السوق بأنها كفاءة إذا كانت قادره على تخصيص الموارد المالية بشكل كفاء، ويشمل مفهوم كفاءة السوق المالية كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل²⁸.

ويقصد بكفاءة التسعير Pricing Efficiency، أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة، بحيث تعكس أسعار الأسهم كافة المعلومات المتاحة، كما يجب أن تكون هذه المعلومات بنفس الوقت وبتكلفة متدنية.

أما كفاءة التشغيل Operational Efficiency، فيقصد بها قدره السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب على الأدوات المالية دون أن يتكبد المتعاملون فيها تكلفة عالية للمسرؤ.

فيما يتعلق بكفاءة التسعير فيمكن أن تضمنها التشريعات المتعلقة بالإفصاح، كما يضمنها استخدام وسائل اتصال حديثة تضمن الحصول على المعلومات بشكل مستمر وسريع، وتضمن اتصال العملاء بوكلائهم وبالسوق وأجهزته المختلفة، أما كفاءة التشغيل فتقتضي توافر كفاءة تسعيرية للأصول المالية المختلفة مما يعمل على تحقيق توازن بين العرض والطلب عليها بالمقابل تعتمد الكفاءة التسعيرية على الكفاءة التشغيلية فلا تتحقق الأولى في ظل أسعار مرتفعة للوساطة المالية مما يؤدي بالنهاية إلى تخصيص غير كفؤ للمواد المالية.

إن التركيز ينصب على الأسواق الثانوية التي تضطلع بدور كبير في تسييل الأصول المختلفة وإضفاء صفة النشاط على تعاملات الأسواق المالية، إلا أن حقيقة وظيفة السوق الثانوية لا تعدو عن كونها وسيلة لتغيير طبيعة الاستثمارات من شكل إلى آخر، في حين ينبغي الاهتمام بالسوق الأولية التي تربط الأسواق المالية باحتياجات الاقتصاد الوطني وإمداد المشروعات المختلفة بالموارد المالية.

لذلك يجب الالتفاف إلى الأسواق الأولية ومدى مساهمتها في تحقيق التنمية الاقتصادية ويمكن معرفة ذلك من خلال عدة مؤشرات من أهمها:

- الأهمية النسبية للإصدارات الأولية في أسواق رأس المال إلى الناتج القومي، فزيادته هذه النسبة تشير إلى أن الأسواق المالية تساهم في تحريك الموارد المالية وتفعيلها.

➤ الأهمية النسبية للإصدارات الأولية في التكوين الرأسمالي الإجمالي،

فإذا ما تم تمويل جزء من التكوين الرأسمالي عن طريق الإصدارات المختلفة من الأدوات المالية فإن ذلك يدل على الدور الفعال الذي تلعبه الأسواق المالية في تحقيق التنمية الاقتصادية.

➤ ويمكن للأدوات المالية الإسلامية أن تشكل قنوات جيدة لتعبئة الموارد

المالية وتوجيهها نحو مشاريع استثمارية إنتاجية تساهم في تحقيق تنمية اقتصادية شاملة، خصوصا إذا ما علمنا أن إصدارات الصكوك الإسلامية لا بد وأن ترتبط بمشاريع وأصول حقيقية.

وعلى مستوى الأسواق الثانوية فمن المتوقع أن تقوم بدورها بشكل أفضل في سوق

رأس المال الإسلامي، وذلك لانتفاء الغش والغرر والغبن والمضاربات الهدامة التي

تعصف بأسواق رأس المال التقليدية التي تؤثر سلبا على تخصيص الموارد، ذلك أن

المضارب يعني بالقيمة السوقية للأسهم والسندات في الأجل القصير والتي يدخل في

تقديرها عوامل ليس لها علاقة بالمدد المتوقع، مما يؤدي إلى توجيه الموارد

باتجاه أنشطة يتوقع لها الربح السريع، وذلك يؤثر على عملية تحديد الأسعار

العادلة، ويخل بالتوازن الحقيقي لمستويات الأسعار وزعزعة استقرار النشاط

الاقتصادي، مما سيكون لها الأثر السيئ على كفاءة أسواق رأس المال التقليدية،

وحجبها على أداء دورها التنموي.

كما أن معيار حجم التداول الذي يتخذ كمعيار أساسي لتقدير مدى كفاءة أسواق

رأس المال التقليدية لن يعبر عن أفضلية لهذا المعيار في ظل سوق رأس المال الإسلامي

حيث يكون المعيار الأساسي هو اتجاهات التعامل ومدى مناسبتها للأولويات والأنشطة

التنموية.

لذلك فإن كفاءة سوق رأس المال الإسلامي ترتبط بمدى قدرتها على تحريك

الموارد المالية وتوجيهها إلى أنشطة استثمارية حقيقية، من هنا يمكن القول أن سوق

رأس المال الإسلامي سوق تقل فيها المضاربات، وتهتم بالسوقين الأولية والثانوية

بشكل متكافئ، ومعيار كفاءتها هو انضباطها لأحكام المعاملات المالية الإسلامية وقدرتها على تمويل المشاريع التنموية.

المصادر والمراجع:

أ - الكتب

- 1 - يحيى بن شرف النووي، صحيح مسلم بشرح النووي. بيروت: دار إحياء التراث العربي، بيروت 1992.
- 2 - محمد مبارك بصمان، صكوك الإجارة الإسلامية - دراسة قانونية مقارنة بالشرعية الإسلامية-، الأردن: دار النفائس للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2011.
- 3 - القاضي محمود، دور المصارف الإسلامية في دعم وتطوير أسواق رأس المال. لبنان: إتحاد المصارف العربية، 2005.

ب - المقالات والدراسات العلمية

- 1 - سالم بن حمزة بن أمين مدني ، الأحكام الفقهية المترتبة على تحريم سندات القرض ، بحث مقدم للمؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، أسواق الأوراق المالية والبورصات - آفاق وتحديات - جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، يومي: 15-17 ماي 2006.
- 2 - المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية. البحرين: 2007.
- 3 - محمد بن إبراهيم السحيباني، عبد الله بن محمد العمراني، حامد بن حسن ميرة، التصكيك في الأسواق المالية: حالة صكوك الإجارة (نظرة فقهية واقتصادية): عرض مقدم لندوة الأسواق المالية الثانية، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض، 1 جمادى الثانية 1431هـ - 2008م.
- 4 - قط سليم ، مفاضلة الإستثمار بين سوق الاوراق المالية المعاصرة و سوق الاوراق المالية الإسلامية ، دراسة مقارنة ، رسالة دكتوراه ، جامعة محمد خيضر بسكرة ، 2015 - 2016.

- 5 - أحمد إسحاق الأمين حامد، الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، رسالة مقدمة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في تخصص الاقتصاد والمصارف الإسلامية، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية، جامعة اليرموك، إربد، الأردن، 1426هـ-2005.
- 6 - كمال توفيق خطاب، الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، 31 ماي إلى 3 جوان 2009م.
- 7 - قتيبة عبد الرحمن العاني، صكوك المضاربة الإسلامية - الترخيج الفقهي والتصوير الفني، بحث مقدم للمؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، أسواق الأوراق المالية والبورصات - آفاق وتحديات - جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، يومي: 15-17 ماي 2006.
- 8 - نصبه مسعود، نحو نموذج إسلامي لسوق رأس المال - تجربة ماليزيا أنموذج - رسالة دكتوراه، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2012-2013.
- 9 - لعمار جمال، رايس حد، تحديات السوق المالي الإسلامي، بحث مقدم للملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، دراسة حالة الجزائر والدول النامية، بسكرة، الجزائر، يومي 21 و22 نوفمبر 2006.
- 10 - محمد فؤاد أحمد محسن، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، دراسة مقدمة لمنظمة المؤتمر الإسلامي، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة التاسعة عشر، إمارة الشارقة، دولة الإمارات العربية المتحدة.
- 11 - وليد خالد الشايحي، عبد الله يوسف الحجوي، صكوك الاستثمار الشرعية، بحث مقدم للمؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، أسواق الأوراق المالية والبورصات - آفاق وتحديات - جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، يومي: 15-17 ماي 2006.
- 12 - فتح الرحمن علي محمد صالح، دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية، ورقة عمل مقدمة لمنتدى الصيرفة الإسلامية، بيروت، اتحاد المصارف العربية، جويلية، 2008.
- 13 - زاهره علي محمد بني عامر، التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية، رسالة مقدمة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في تخصص الاقتصاد والمصارف الإسلامية، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية، جامعة اليرموك، إربد، الأردن، 1429هـ-2008م.

نافذ الهرش، المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، واقع إصدارات الأدوات الاستثمارية طويلة الأجل (الصكوك الإسلامية) للفترة من 2009/11/19 وحتى 11/19/2010 من حيث أحجام وأعداد الإصدارات والجهات المصدرة ودول الإصدار والبنوك المصدرة في آسيا ودول الخليج العربي-دراسة إحصائية -تاريخ الاطلاع 01-07-2013،
<http://www.cibafi.org/newscenter/Details.aspx?Id=15739&Cat=0>

14 - أحمد محي الدين أحمد، الأدوات الاستثمارية الإسلامية ودورها في تنشيط التداول بالبورصات العربية. لبنان: اتحاد المصارف العربية.

ج- المراجع الأجنبية

- 1- Hamed Rasool, **Sukuk (Islamic Bond)**, Training Workshop On Sukuk, Avari, Lahore, 27th August 2008.
- 2- Ali Arsalan Tariq, **Managing Financial Risks Of Sukuk Structures**, A dissertation submitted in partial fulfillment of the requirements for the degree of Masters of Science at Loughborough University, UK, September 2004.