وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة حسيبة بن بوعلي–الشلف–

كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية

أطروحة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة دكتوراه علوم

تخصص: علوم اقتصادية

دور الصكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية
- دراسة تجارب دولية -

الطالبة: **تحت إشراف:**

بدروني هدى الدكتورة: قوريش نصيرة

لجنة المناقشة:

أ.د. بلعزوز بن علي.....أستاذ.....جامعة الشلف.....رئيسا

د. قوريش نصيرة .....أستاذة محاضرة "أ".....جامعة الشلف.....مشرفة و مقررة

أ.د. سليمان ناصر.....أستاذ.....جامعة ورقلة.....ممتحنا

أ.د. رزيق كمال .....أستاذ.....جامعة البليدة.....ممتحنا

أ.د. بوصافي كمال.....أستاذ.....المدرسة العليا للتجارة.....ممتحنا

د. طيبة عبد العزيز.....أستاذ محاضر "أ".....جامعة الشلف.....ممتحنا

السنة الجامعية: 2017/2016

والحمد لله رب العالمين

والصلاة والسلام على أشرف المرسلين

﴿ قَالُوا۟ سُبْحَـٰنَكَ لَا عِلْمَ لَنَآ إِلَّا مَا عَلَّمْتَنَآ ۖ إِنَّكَ أَنتَ ٱلْعَلِيمُ ٱلْحَكِيمُ ﴿٣٢﴾ ﴾

سورة البقرة

الإهداء

إلى من أعطى فلم يكَّلَ العطاء و بذل فكان أسمى من السخاء،

إلى من منحني الثقة بنفسي و رافقني بدعواته و دعمه في جميع مراحل دراستي

إلى البحر الفائض الحنان الذي أفديه بالغالي و النفيس

" أبي الغالي"

حمداً لربي أنَّ مثلكَ والدي فلنا بشأنِك رفعة و محامد

إلى من قاسمتني السهر و العناء فكانت لأسقامي خير دواء،

إلى شمعتي التي أنارت لي طريقي و علمتني أن أعطي بلا حدود،

الحنونة دائماً، التي بدعائها أنال كل التوفيق و النجاح

"أمي العزيزة"

(أعلم يقيناً أني لا أستطيع أن أوفيكما حقكما، و لكني أسأل العلي القدير أن يمنحكما الرضى و الكرامة، و أن يبلغكما منازل الأنبياء و الصديقين و الشهداء الصالحين.....و أن يرزقني بركما و رضاكما دائماً و أبداً).

إلى من يشاركني كل حياتي في السراء و الضراء،

إلى من سار معي نحو الحلم خطوة بخطوة،

بذرناه معاً... و حصدناه معاً... زوجي الكريم **"محمد"** عربون وفاء

إلى من هم مهجة فؤادي و لحياتي خير أنس و براء **أبنائي: "عبد المالك و نسرين"**

إلى من هم بحق أهل الوفاء و منبع الإخاء **"إخوتي: سارة، عبد الغفور، محمد الأمين، يونس"**

إلى البراءة ابن أختي **" محمد إسلام "**

إلى من كانوا لي القدوة و لدربي النبراس المضيء **"أساتذتي الكرام"**

إلى الذين بذلوا الغالي و النفيس لأجل اقتصاد إسلامي قويم لا عوج فيه

يقربنا إلى الله زلفى... و يقلل فجوة البعد بين الشريعة الإسلامية و الواقع

أهدي هذا العمل وفاءاً و تقديراً لهم

الطالبة

شكر و تقدير

الحمد و الشكر – أولاً و أخيراً– لله عز وجل، إذ أعانني و يسر أمري و وفقني على إنجاز هذا العمل، فهو نعم المولى و نعم النصير.

لا يسعني في هذا المقام إلا أن أتقدم بجزيل الشكر و خالص التقدير و العرفان إلى سعادة الأستاذة الفاضلة **الدكتورة:" قوريش نصيرة"** التي تقبلت بالصدر الرحب الإشراف على هذه الأطروحة و لم تبخل عليَّ بمختلف التوجيهات و الارشادات و النصائح السديدة، و كذا صبرها و حرصها على إكتمال هذا العمل في أحسن الظروف، كما أحيي فيها روح التواضع و المعاملة الجيدة، فجزاها الله عني كل الخير.

و لا يفوتني أن أتقدم بجزيل الشكر و العرفان إلى الأساتذة أعضاء لجنة المناقشة لتكرمهم بتخصيص جزء من وقتهم لقراءة و مناقشة هذا العمل.

كما أتقدم بخالص الشكر و الامتنان إلى الطاقم الإداري لجامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف و على رأسهم السيد مدير الجامعة، و عميد كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير و العلوم التجارية، و نائبة مدير الجامعة للتكوين في ما بعد التدرج على كل المساعدات و التسهيلات المقدمة لنا بهدف اتمام هذا العمل.

و أشكر أيضا كل من أمدني بيد المساعدة من قريب أو بعيد في إنجاز هذا العمل و لم يتسن لي ذكر اسمه.

و في الأخير، أسأل الله تعالى أن يوفق الجميع لما فيه الخير و الصلاح، و أن يجعل هذا العمل خالصاً لوجهه الكريم، و الحمد لله رب العالمين.

فهرس المحتويات	الصفحة
الإهداء	
الشكر	
فهرس المحتويات	
قائمة الجداول	
قائمة الأشكال	
مقدمة عامة.....	أ-ط
الفصل الأول: الإطار النظري لسوق الأوراق المالية.....	01
تمهيد.....	02
المبحث الأول: مفاهيم عامة عن الأسواق المالية.....	03
المطلب الأول: تعريف الأسواق المالية.....	03
المطلب الثاني: الشروط الملائمة لتكوين الأسواق المالية.....	04
المطلب الثالث: مكونات الأسواق المالية.....	05
المطلب الرابع: عوامل نجاح الأسواق المالية.....	11
المبحث الثاني: ماهية سوق الأوراق المالية.....	12
المطلب الأول: تعريف سوق الأوراق المالية.....	12
المطلب الثاني: خصائص سوق الأوراق المالية و شروط قيامها.....	16
المطلب الثالث: الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية.....	18
المطلب الرابع: أهمية سوق الأوراق المالية و وظائفها.....	27
المبحث الثالث: فرضية كفاءة سوق الأوراق المالية و مستوياتها.....	29
المطلب الأول: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية و خصائصها.....	29
المطلب الثاني: متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية.....	32
المطلب الثالث: الصيغ المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية.....	33
المطلب الرابع: أساليب قياس فرضية سوق الأوراق المالية الكفء.....	35
المبحث الرابع: مؤشرات سوق الأوراق المالية.....	38
المطلب الأول: ماهية مؤشرات أسواق الأوراق المالية.....	38
المطلب الثاني: أنواع مؤشرات أسواق الأوراق المالية.....	40

المطلب الثالث: كيفية بناء مؤشر أسواق الأوراق المالية.....	44
المطلب الرابع: استخدامات المؤشر في سوق الأوراق المالية.....	45
خلاصة الفصل الأول.....	47
الفصل الثاني: التأصيل النظري للصكوك الإسلامية.....	48
تمهيد.....	49
المبحث الأول: ماهية الصكوك الإسلامية.....	50
المطلب الأول: الجوانب النظرية لعملية التصكيك الإسلامي.....	50
المطلب الثاني: مفهوم الصكوك الإسلامية.....	55
المطلب الثالث: أنواع الصكوك الإسلامية.....	61
المطلب الرابع: مقارنة الصكوك الإسلامية بأدوات الاستثمار التقليدي.....	78
المبحث الثاني: آلية إصدار و تداول الصكوك الإسلامية و ضوابطها.....	81
المطلب الأول: آلية إصدار الصكوك الإسلامية.....	81
المطلب الثاني: أهمية الإيطار التشريعي في تفعيل التعامل بالصكوك الإسلامية.....	83
المطلب الثالث: الضوابط الشرعية لإصدار الصكوك الإسلامية.....	84
المطلب الرابع: الضوابط الشرعية لتداول الصكوك الإسلامية.....	87
المبحث الثالث: مخاطر الصكوك الإسلامية و آليات إدارتها.....	89
المطلب الأول: المخاطر و الصكوك الإسلامية.....	89
المطلب الثاني: منهج إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية.	93
المطلب الثالث: مسؤولية القيام بعملية إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية.....	95
المطلب الرابع: آليات إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية.....	99
خلاصة الفصل الثاني.....	105
الفصل الثالث: آليات الصكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية.....	106
تمهيد.....	107
المبحث الأول: نظرة عامة على إصدارات الصكوك الاسلامية في العالم.....	108
المطلب الأول: العوامل المساعدة على إصدار الصكوك الإسلامية في العالم.....	108
المطلب الثاني: تطور إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية عالمياً خلال الفترة 2001-2015.....	110
المطلب الثالث: تطور إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية من حيث جهة الإصدار.....	113

المطلب الرابع: تطور إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية حسب صيغ التمويل، بلد إصدارها و العملات.....	116
المبحث الثاني: آليات الصكوك الإسلامية في تطوير و تفعيل الأسواق المالية.....	121
المطلب الأول: دواعي الحاجة إلى الصكوك الإسلامية كأداة مالية في الأسواق المالية.....	121
المطلب الثاني: أهمية إدراج الصكوك الإسلامية في تفعيل وظيفة الأسواق المالية.....	123
المطلب الثالث: آليات الصكوك الإسلامية في تطوير جانب العرض في الأسواق المالية.....	126
المطلب الرابع: آليات الصكوك الإسلامية في إدراج مؤسسات مالية جديدة.....	130
المبحث الثالث: دور الصكوك الإسلامية في دعم نشاط الأسواق المالية.....	131
المطلب الأول: دور الصكوك الإسلامية في زيادة معدل رسملة الأسواق المالية.....	131
المطلب الثاني: دور الصكوك الإسلامية في رفع كفاءة الأسواق المالية.....	134
المطلب الثالث: دور الصكوك الإسلامية في توسيع قاعدة المؤسسات المشتركة في الأسواق المالية و المتعاملة بالصكوك الإسلامية.....	136
المطلب الرابع: دور الصكوك الإسلامية في توفير الشفافية و المصداقية الشرعية.....	140
المبحث الرابع: التحديات المعاصرة لسوق الصكوك الإسلامية و سبل نجاحها.....	142
المطلب الأول: التحديات المعاصرة لسوق الصكوك الإسلامية.....	142
المطلب الثاني: مرتكزات تطوير الصكوك الإسلامية.....	149
المطلب الثالث: سبل نجاح تجربة إصدار الصكوك الإسلامية و تنشيطها للأسواق المالية.....	150
خلاصة الفصل الثالث.....	153
الفصل الرابع: دراسة تجارب دولية للصكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية.....	154
تمهيد.....	155
المبحث الأول: دراسة و تحليل تجربة ماليزيا.....	156
المطلب الأول: لمحة عامة عن سوق الأوراق المالية الماليزية.....	156
المطلب الثاني: صناعة الصكوك الإسلامية في ماليزيا.....	163
المطلب الثالث: الصكوك الإسلامية المتداولة في سوق الأوراق المالية الماليزية.....	168
المطلب الرابع: تحليل دور الصكوك الإسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية.....	175
المبحث الثاني: دراسة و تحليل تجربة الإمارات العربية.....	178
المطلب الأول: لمحة عامة عن سوق الإمارات العربية للأوراق المالية.....	178

المطلب الثاني: صناعة الصكوك الإسلامية في الإمارات العربية.....	180
المطلب الثالث: الصكوك الإسلامية المتداولة في سوق الإمارات العربية للأوراق المالية	188
المطلب الرابع: تحليل دور الصكوك الإسلامية في تنشيط سوق الإمارات العربية للأوراق المالية.....	191
المبحث الثالث: دراسة و تحليل تجربة السودان.....	194
المطلب الأول: لمحة عامة عن سوق الخرطوم للأوراق المالية.....	194
المطلب الثاني: صناعة الصكوك الإسلامية بالسودان.....	196
المطلب الثالث: الصكوك الإسلامية المتداولة في سوق الخرطوم للأوراق المالية.....	200
المطلب الرابع: تحليل دور الصكوك الإسلامية في تنشيط سوق الخرطوم للأوراق المالية.....	204
المبحث الرابع: دراسة و تحليل تجربة بريطانيا.....	206
المطلب الأول: الصيرفة الإسلامية في الدول الغربية.....	206
المطلب الثاني: واقع الصيرفة الإسلامية في بريطانيا.....	208
المطلب الثالث: صناعة الصكوك الإسلامية في بريطانيا.....	211
المطلب الرابع: سوق الأوراق المالية في بريطانيا و الصكوك الإسلامية المدرجة به.....	212
المطلب الخامس: تحديات صناعة الصكوك الإسلامية في الدول الغربية.....	215
خلاصة الفصل الرابع.....	216
خاتمة عامة.....	217
قائمة المراجع.....	225
قائمة الملاحق.....	240

قائمة الجداول:

الجدول:	الصفحة
جدول رقم (1-1): الدرجات الائتمانية للسندات وفقا لوكالتي: " Moody's" و" Standard & poors"	42
الجدول رقم(3-1): تطور إجمالي الصكوك الإسلامية المصدرة في العالم خلال الفترة 2001- 2015*	110
الجدول رقم(4-1): تطور نسب عدد الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية رسملة السوق الإسلامية في ماليزيا خلال الفترة (2005-2013)	159
الجدول رقم (4-2): عدد إصدارات الصكوك الإسلامية في الإمارات العربية خلال الفترة 2001- جانفي 2013	183
الجدول رقم(4-3): حجم إصدارات الصكوك الإسلامية السيادية في الإمارات العربية خلال الفترة2013-جويلية 2014	185
الجدول رقم(4-4): حجم إصدارات الصكوك الإسلامية للشركات في الإمارات العربية خلال الفترة2013-جويلية 2014	186
الجدول رقم(4-5): حجم إصدارات الصكوك الإسلامية شبه السيادية في الإمارات العربية خلال الفترة2013-جويلية 2014	187
الجدول رقم (4-6): الصكوك الإسلامية المدرجة و المتداولة بسوق دبي للأوراق المالية	189
الجدول رقم (4-7): عدد و قيمة الصكوك الحكومية السودانية و الأسهم المتداولة بسوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة(2005-2010)	201
جدول رقم (4- 8): لائحة البنوك الإسلامية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في بريطانيا	210

قائمة الأشكال:

الشكل	الصفحة
الشكل رقم (1-1): مكونات السوق المالية	10
الشكل رقم (1-2): مؤشرات أسواق الأوراق المالية و الحالة الاقتصادية	40
الشكل رقم(2-1): هيكلة إصدار صكوك المضاربة	64
الشكل رقم(2-2): هيكلة إصدار صكوك المشاركة	66
الشكل رقم(2-3): هيكلة إصدار صكوك السلم	69
الشكل رقم(2-4): هيكلة إصدار صكوك المرابحة	72
الشكل رقم(2-5): هيكلة إصدار صكوك الاستصناع	74
الشكل رقم(2-6): هيكلة إصدار صكوك الإجارة	77
الشكل رقم (3-1):تطور إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية في العالم خلال الفترة 2001-2015*	111
الشكل رقم (3-2): إصدارات الصكوك الإسلامية حسب جهات الإصدار خلال الفترة: 2001- 2008	113
الشكل رقم (3-3): إصدارات الصكوك الإسلامية حسب جهات الإصدار خلال الفترة: 2009- 2013	114
الشكل رقم (3-4): إصدارات الصكوك الإسلامية حسب جهات الإصدار خلال الفترة: 2014- مارس 2015	115
الشكل رقم(3-5): إصدارات الصكوك الإسلامية الدولية حسب أنواعها خلال الفترة: 2001-مارس 2015	116
الشكل رقم(3-6): إصدارات الصكوك الإسلامية المحلية حسب أنواعها خلال الفترة: 2001-مارس 2015	117
الشكل رقم(3-7): إصدارات الصكوك الإسلامية حسب بلد الإصدار خلال الفترة (2001 - 2012)	118
الشكل رقم (3-8): إصدارات الصكوك عالمياً حسب العملة خلال الفترة (2001-جويلية 2014)	120
الشكل رقم(3-9): توزيع الصكوك المدرجة حسب عددها في الأسواق المالية سنة 2012.	125
الشكل رقم(3-10): توزيع الصكوك المدرجة حسب قيمتها في الأسواق المالية سنة 2012.	125

الشكل رقم(3-11):إجمالي الصكوك المصدرة حسب أجل إستحقاقها خلال الفترة:2001-مارس 2015	148
الشكل رقم(4-1): تطور إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا	164
الشكل رقم (4-2): تطور إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية مقارنة بالسندات التقليدية في ماليزيا خلال الفترة:2005-2014	165
الشكل رقم(4-3):إجمالي إصدارات ماليزيا من الصكوك الإسلامية حسب النوع خلال سنة 2014	167
الشكل رقم(4-4): خطوات إصدار صكوك البيع بالثمن الآجل و صكوك المرابحة في ماليزيا	169
الشكل رقم(4-5): خطوات إصدار صكوك الإستصناع في ماليزيا	171
الشكل رقم(4-6): خطوات إصدار صكوك الإجارة في ماليزيا	172
الشكل رقم(4-7): خطوات إصدار صكوك المضاربة في ماليزيا	173
الشكل رقم (4-8): خطوات إصدار صكوك المشاركة في ماليزيا	174
الشكل رقم(4-9): تطور إصدار الصكوك الإسلامية بالإمارات العربية خلال الفترة 2004-2012	181
الشكل (4-10): عدد إصدارات الصكوك الإسلامية حسب جهة الإصدار في الإمارات العربية خلال الفترة 2001-جانفي 2013	184
الشكل رقم(4-11): مقارنة قيمة التداول بين الصكوك الحكومية السودانية و الأسهم المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة 2005-2010	203
الشكل رقم(4-12): خريطة توزيعية لأهم الدول التي تعرض خدمات و منتجات إسلامية	208
الشكل رقم(4-13): حجم الصكوك الإسلامية المدرجة في بورصة لندن خلال الفترة 2006-أوت 2015	214

مقدمة عامة

تحتل أسواق الأوراق المالية درجة عالية من المكانة و الأهمية في اقتصاديات الدول المتقدمة و النامية، و بالرغم من تشابهها مع الأسواق الأخرى في عملية البيع و الشراء من خلال صفقات تبادلية، إلا أنها تختلف في نوع السلعة التي تتعامل بها و السرعة في اتمام الصفقات، و الوظائف التي تقوم بها و أثرها على الاقتصاد المحلي و العالمي و التنوع في مجال الاستثمار.

و مع التطور الحاصل في أسواق الأوراق المالية و الدور الهام الذي ما فتئت تقوم به في الربط بين أصحاب الفوائض المالية و أصحاب العجز المالي، حيث أصبحت المآل الذي يقصده مختلف المتعاملين الاقتصاديين من أفراد و شركات و مصارف و غيرها من مؤسسات الاستثمار و التأمين قصد توفير الأموال أو كطالبين لها، و لأن نجاح أسواق الأوراق المالية و تطورها يعتمد اعتماداً وثيقاً على مدى تنوع و تطور الأدوات المالية المتداولة فيه، و سعياً منها لتوسيع عملية جذب و استيعاب المزيد من الأموال المعروضة للاستثمار دفع بالاقتصاديين إلى إعادة النظر في السندات الربوية المتداولة فيها، و محاولة ايجاد بدائل مناسبة تحقق الاستقرار في الأسواق المالية من خلال تكثيف الجهود الدولية من قبل المؤسسات المالية الإسلامية من مصارف و مراكز تعليم و تدريب بغرض توحيد المعايير و الأسس المنظمة لإيجاد و ابتكار أدوات مالية استثمارية جديدة في أسواق الأوراق المالية تتوافق و أحكام الشريعة الإسلامية إصداراً و تداولاً، و التي من شأنها توسيع و تفعيل نشاط سوق الأوراق المالية التي تعمل و تسهم في تطوير العمل المصرفي الإسلامي من جهة و كذا تدعيم النمو الاقتصادي في الدول من جهة أخرى.

و في ظل الاهتمام العالمي بالتمويل الإسلامي و التطور السريع الذي يشهده خاصةً بعد الأزمة المالية العالمية 2008، و على غرار السندات الربوية التي تصدرها البنوك التقليدية انتشرت صناعة الصكوك الإسلامية و عمليات تداولها لتصبح بذلك صيحة تمويلية جديدة مبعثها فقه المعاملات في الشريعة الإسلامية، حيث اعتبرت الصكوك الإسلامية من أهم منتجات الهندسة المالية الإسلامية التي استطاعت أن تسهم في تزويد الأسواق المالية بمنتجات جديدة مبتكرة تتفق مع مبادئ الشريعة الإسلامية من خلال رواجها في سوق الأوراق المالية و الصدى الكبير الذي لاقته، حيث تمكنت من استقطاب عدد كبير من المستثمرين من مختلف أنحاء العالم.

الإشكالية:

لما كانت أسواق الأوراق المالية عصب الحياة بالنسبة لاقتصاديات الدول المختلفة، و نظراً لما أسفرت عليه نتائج الأزمة المالية العالمية 2008 نتيجة التعامل بالأدوات المالية التقليدية، كان لزاماً إيجاد أدوات مالية إسلامية تختص بها أسواق الأوراق المالية و أهمها الصكوك الإسلامية، و بالتالي تطلب الأمر الاهتمام بالصكوك الإسلامية و تطويرها و تكييفها مع أحكام الشريعة الإسلامية بما يمكن أن يضمن للمستثمرين استثمار أموالهم بأكثر مرونة و أقل مخاطرة من جهة، و تنشيط حركية المصرفية الإسلامية و أسواق الأوراق المالية من جهة ثانية، و تكون بديلاً مناسباً للسندات التقليدية من جهة ثالثة،

و عليه، فإن السؤال الرئيسي الذي تحاول هذه الدراسة الإجابة عليه يمكن صياغته على النحو التالي:

ما هو دور الصكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية، و ما هو واقع تطبيقها في الأسواق المالية لمختلف الدول؟

بناءً على السؤال الرئيسي، يمكن طرح جملة من الأسئلة الفرعية نوردها فيما يلي:

- ما هي الشروط الواجب توافرها لقيام سوق أوراق مالية تتميز بالكفاءة؟
- ماذا نقصد بالصكوك الإسلامية، و ما هي الضوابط الشرعية لإصدارها و تداولها في سوق الأوراق المالية؟
- كيف يمكن للصكوك الإسلامية تنشيط سوق الأوراق المالية؟
- ما هي أهم التحديات التي تواجهها الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية؟
- ما هو واقع صناعة الصكوك الإسلامية في الدول الإسلامية و العربية و الغربية، و كيف تسهم هذه الصناعة في تنشيط أسواقها المالية؟

فرضيات الدراسة:

للإجابة على السؤال الرئيسي و ما يتضمنه من تساؤلات فرعية، ارتأينا طرح الفرضيات التالية و التي تكون منطلقاً لدراستنا:

- يمكن للإجراءات التنظيمية المحكمة و تنوع الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية أن تضفي صفة الكفاءة على سوق الأوراق المالية.
- تمثل الصكوك الإسلامية إحدى ابتكارات الصناعة المالية الإسلامية، و تخضع في إصدارها و تداولها في سوق الأوراق المالية لجملة من المعايير و الضوابط تُقرها لجان مختصة بذلك.
- تساهم الصكوك الإسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية من خلال تنويع إصداراتها.
- يمكن لإختلاف الضوابط الشرعية و غياب الأسواق الثانوية أن تشكل أبرز التحديات التي تواجهها الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية.

- تقوم الحكومات في الدول المختلفة على انشاء شركات و مؤسسات رقابية حكومية تعمل على مراقبة مختلف عمليات تداول الصكوك الإسلامية داخل الأسواق المالية حتى تشكل هذه الصكوك الإسلامية أداة فعالة لتنشيط الأسواق المالية.

أهمية الدراسة:

تكمن أهمية الدراسة في إبراز دور الصكوك الإسلامية باعتبارها بديلاً شرعياً للسندات التقليدية في الأسواق المالية، حيث اعتبرت من أبرز منتجات الصناعة المصرفية الإسلامية و التي استطاعت الدخول إلى أسواق المال

العالمية في ظل تزايد الاهتمام العالمي بالتمويل الإسلامي، خاصةً بعد الأزمة المالية العالمية سنة 2008 كونها مبنية على أساس مبادئ و قواعد الشريعة الإسلامية الغراء.

و تزداد هذه الدراسة أهميةً في محاولةٍ منا لتحديد مختلف الآليات و الأدوار التي يمكن للصكوك الإسلامية تقديمها في سبيل تنشيط الأسواق المالية و ذلك من خلال الاستفادة من تجارب عدد من الدول العربية و الإسلامية و حتى الغربية التي تبنت صناعة الصكوك الإسلامية و استخدمتها كآلية أو سياسة لتنشيط أسواقها المالية و تطويرها.

أهداف الدراسة:

نسعى من خلال هذه الدراسة إلى الوصول إلى الأهداف التالية:

- تحديد مدى إمكانية وصول أسواق الأوراق المالية لتحقيق الكفاءة و الفعالية، مع تبيان المكانة المتنامية لهذه الأسواق و الدور الذي تلعبه في إيجاد الأدوات التمويلية الحديثة لمختلف المؤسسات.
- التعرف على حقيقة الصكوك الإسلامية باعتبارها بديلاً شرعياً، و التطرق إلى مختلف أنواعها وفق صيغ تمويلية مختلفة مع الوقوف على أهم الفروقات بينها و بين أدوات التمويل الاستثمار التقليدي، مع بيان آلية إصدار و تداول هذه الصكوك الإسلامية و مختلف الضوابط الشرعية التي تحكم العمليتين، و كذا المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها و الآليات المختلفة لإدارتها.
- تبيان الدور الذي يمكن للصكوك الإسلامية أن تلعبه في تطوير و دعم نشاط الأسواق المالية من خلال جملة من الآليات المتعلقة بتطوير جانب العرض في الأسواق المالية و توسيع قاعدة المؤسسات المشتركة بها و بطريقة ترفع من كفاءة الأسواق المالية و تزيد من معدلات رسملتها.
- إلقاء الضوء على النجاح الذي حققته صناعة الصكوك الإسلامية و دورها المتميز في الأسواق المالية من خلال التعرف على تجارب عدد من الدول.
- الوصول إلى نتائج و اقتراحات تثمن تجربة الصكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية و مدى نجاحها في عدد من الدول التي تبنت هذه التجربة لإمكانية تعميمها على سائر الأسواق المالية في كل الدول، حتى يعم النفع و الرفاه.

حدود الدراسة:

بغرض معالجة إشكالية الموضوع، قمنا بإنجاز هذه الدراسة ضمن الحدود الزمانية و المكانية التالية:

- **الحدود الزمنية:** غطت الدراسة فترات زمنية متباينة من سنة 2001 إلى غاية سنة 2015، و هذا حسب الإصدارات من الصكوك الإسلامية التي قامت بها كل دولة في مجال دعم و تطوير و تنشيط أسواقها المالية.
- **الحدود المكانية:** تقتضي الإجابة على الإشكالية المقدمة التقيد بالبعد المكاني الذي ورد في عنوان البحث، حيث قمنا بدراسة تجارب عدد من الدول منوعين في ذلك من حيث تموقعها الجغرافي و هي : الإمارات العربية، ماليزيا، السودان و نموذج من الدول الغربية و هي بريطانيا، و ذلك للأسباب التالية:
  - اختيار دولة إسلامية تعرف الريادة في إصدار و تداول الصكوك الإسلامية مقارنة بباقي الدول في العالم و هي ماليزيا، للتعرف أكثر على سر نجاح تجربتها مع الصكوك الإسلامية و كيف مكنتها من تطوير و تنشيط أسواقها المالية.
  - اختيار دولة عربية إسلامية بها صناعة الصكوك الإسلامية تعرف التطور و الازدهار، ذلك أن مزاياها و إمكانياتها و مبادراتها تشكل القاعدة الأساسية لصياغة مستقبل الاقتصاد الإسلامي العالمي و هي الإمارات العربية، و ذلك بغرض الوقوف على الجهود التي تبنتها الدولة في سبيل تنمية و تطوير هذه الصناعة لغرض تنشيط أسواقها المالية.
  - اختيار دولة عربية إسلامية قامت في الفترة الأخيرة بأسلمة نظامها المالي المصرفي بأكمله و هي السودان، لإظهار مدى نجاحها في اعتمادها على أدوات مالية إسلامية في مختلف تعاملاتها لاسيما على مستوى أسواقها المالية.
  - اختيار نموذج من الدول الغربية للوقوف على تجربة صناعة الصكوك الإسلامية على مستواها و لنبين أنها ليس حكراً فقط على الدول العربية و الإسلامية، خاصة في ظل سعي بريطانيا لأن تصبح مركزاً عالمياً للصناعة المالية الإسلامية.

مبررات اختيار الموضوع:

تعود مبررات اختيار هذا الموضوع أساساً إلى أهميته التي تنبع من اعتبارات موضوعية، كون هذه المحاولة البحثية ستكون جهداً يُضاف للمكتبة الجزائرية و للإنتاج و البحث العلمي، كما قد تكون هذه الدراسة مرجعاً لبعض البحوث المستقبلية في ذات الموضوع.

أما الاعتبارات الذاتية لهذه الدراسة، تنبع من كونها تعالج موضوعاً حيوياً زاد الإقبال عليه في الآونة الأخيرة بشكل ملفتٍ للانتباه من قبل الدول الإسلامية و العربية و الغربية على حدٍ سواء، و محاولةً منا من خلال هذه الدراسة تقديم رؤية معمقة حول الدور الذي يمكن أن تلعبه الصكوك الإسلامية و مدى قدرتها على تحريك و تفعيل و تنشيط الأسواق المالية.

كما أن هذا الموضوع، جاء لتكملة الدراسة التي قمنا بها في إطار التحضير لشهادة الماجستير:" **آليات تنشيط أسواق الأوراق المالية في ظل الأزمات المالية العالمية–دراسة تجارب عربية–**" حيث تزامنت فترة إعداد هذه المذكرة مع تفجر الأزمة المالية العالمية في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 2008، الأمر الذي دفعنا للبحث في هذا الموضوع، حيث عالجت إشكالية البحث مختلف الآليات الكفيلة و التي من شأنها تنشيط أسواق الأوراق المالية و خاصةً العربية منها بعد تضرر عدد منها بتداعيات هذه الأزمة، حيث خلصت الدراسة إلى أن البديل الإسلامي هو الأنجع لمعالجة الأزمة المالية العالمية و ضرورة التوجه إلى المنتجات المالية الإسلامية لتنشيط الأسواق المالية العربية المتعثرة بفعل هذه الأزمة.

و جاء هذا البحث، ليركز على أحد أهم المنتجات المالية الإسلامية و التي نمت بشكل سريع و عرفت إقبالاً واسعاً و هي الصكوك الإسلامية لتوضيح و تحليل مدى الدور الذي يمكن أن تلعبه في تنشيط الأسواق المالية ليس العربية فقط و إنما الإسلامية و حتى الغربية منها.

المنهج المتبع:

بناءاً على التساؤلات المطروحة و الفرضيات التي صغناها قمنا بمعالجة موضوع الدراسة من خلال الجمع بين الجانب النظري و الجانب التطبيقي، معتمدين في ذلك على المنهج الاستنباطي من خلال أداتي الوصف و التحليل لعرض مختلف المفاهيم الأساسية حول الأسواق المالية و الصكوك الإسلامية، و كذا مختلف الآليات و الأدوار التي تعتمدها الصكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية، كما تم الاستعانة بالمنهج الاستقرائي من خلال أداته المتمثلة في الإحصاء لتحليل الأرقام و البيانات المتعلقة بحجم إصدارات الصكوك الإسلامية بمختلف أنواعها و كذا باختلاف عملاتها و البلدان و الجهات المصدرة لها في محاولة للتعرف على واقع هذه الإصدارات المختلفة و دورها في تنشيط الأسواق المالية.

الدراسات السابقة:

بعد الاطلاع على الأبحاث و الدراسات المتعلقة بهذا الموضوع، تبين أن معظم الدراسات السابقة تناولت هذا الموضوع بشكل غير معمق فيه، حيث تطرقت إلى أهمية الصكوك الإسلامية في الأسواق المالية دون الوقوف على دور الصكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية، فموضوع الصكوك الإسلامية و دورها في الأسواق المالية من المواضيع الحديثة بغض النظر عن حداثة كلا المفهومين، فالصكوك الإسلامية تطورت في العقدين الماضيين في الوقت الذي تعرف فيه الأسواق المالية وجوداً منذ مئات السنين، و لكن الموضوع كما هو في أغلب المصادر و المراجع المتوفرة حول هذا الموضوع و التي تمكنا من الحصول عليها لم نجد له ذلك التحليل المتعمق و الشامل.

و من الدراسات التي تناولت جوانب من هذا الموضوع نذكر:

–كتاف شافية " **دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط و تطوير السوق المالية الإسلامية – دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية و الإسلامية–** "، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف 1، منشورة، 2014، تطرقت الباحثة من خلال دراستها لهذا الموضوع إلى إعطاء نظرة عامة على المعالم الاساسية للسوق المالية الإسلامية ثم تطرقت إلى تنظيم و إدارة السوق المالية الإسلامية مع الإشارة إلى تجارب ماليزيا و البحرين و دبي في إنشاء السوق المالية الإسلامية، لتسلط الضوء فيما بعد على دور الأسهم في تنشيط و تطوير السوق المالية الإسلامية حالة سوق الكويت للأوراق المالية، متعرضة فيما بعد إلى دور الصكوك الإسلامية في تنشيط و تطوير السوق المالية الإسلامية حالة بعض الأسواق المالية العربية، لتتطرق بعدها إلى دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تنشيط و تطوير السوق المالية الإسلامية حالة السوق المالية السعودية، لتختم دراستها بالتطرق إلى دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير السوق المالية الإسلامية، و خلصت هذه الدراسة بعدد من النتائج قدمت الباحثة على ضوئها عدد من المقترحات تعلقت بمجملها بالشروط و المتطلبات الواجب توافرها لإنشاء سوق مالية إسلامية.

– سعود بن ملوح العنزي " **الصكوك الإسلامية: ضوابطها و تطبيقاتها المعاصرة**"، أطروحة دكتوراه في الفقه و أصوله، كلية الدراسات العليا، الجامعة الأردنية، غير منشورة، سنة 2010، حيث تطرقت هذه الدراسة إلى مفهوم الصكوك الإسلامية و تكييفها الفقهي، أنواع الصكوك الإسلامية و ضوابطها، الأحكام الشرعية المتعلقة بالصكوك، التطبيقات المعاصرة للصكوك الإسلامية و تقييمها، و خلصت الدراسة إلى جملة من النتائج قدم الباحث على ضوئها جملة من التوصيات تعلقت بضرورة إجراء المزيد من الدراسات و الأبحاث حول الصكوك الإسلامية و ضرورة تفعيل الجهات الرقابية الشرعية بالشكل الذي يضمن ميلاد لسوق مالية إسلامية تطور و تفعل دور الصكوك الإسلامية على مستواها و تزيد من مستويات شفافيتها.

- سليمان ناصر و ربيعة بن زيد، **"إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية–دراسة تطبيقية على الصكوك الإسلامية السودانية–"** و هي عبارة عن ورقة بحث مقدمة إلى المؤتمر الدولي الخامس حول الصيرفة الإسلامية و التمويل الإسلامي تحت عنوان:" إدارة المخاطر، التنظيم و الإشراف" المنعقدة أيام 06-07-08 أكتوبر 2012 بمعهد الدراسات المصرفية عمان–الأردن، حيث تمت معالجة هذا الموضوع من خلال جزأين نظري و تطبيقي من خلال أربعة محاور أساسية، تطرق في المحور الأول إلى مفهوم الصكوك الإسلامية و دورها في تمويل عجز الموازنة و مشاريع الدولة، ليدرس في المحور لثاني مخاطر الصكوك الإسلامية و كيفية ظهورها في الصكوك الحكومية، في حين تطرق في المحور الثالث إلى إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية عامةً و الصكوك الحكومية خاصةً، ليختم دراسته في المحور الرابع بالجانب التطبيقي من خلال دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية للفترة 2005-2012، و خلصت الدراسة إلى أن حداثة صناعة الصكوك الإسلامية و عدم نضجها بالشكل الكافي جعلها تواجه مجموعة من التحديات القانونية و الشرعية و التنظيمية، كما توصلت الدراسة إلى أنه يمكن تطبيق بعض أدوات التحليل المالي و الإحصائي في قياس عوائد و مخاطر الصكوك الإسلامية بما فيها الصكوك الحكومية، و توصلت الدراسة التطبيقية إلى أن للسودان تجربة رائدة و متميزة في إصدار الصكوك الحكومية، و على الرغم من تمكنها من تجاوز بعض المخاطر و التحديات التي واجهتها الصكوك الإسلامية في دول أخرى كالمخاطر القانونية و الشرعية و مخاطر السيولة إلا أنه تم تسجيل ضعف واضح و عدم إهتمام بالقدر الكافي بإدارة مخاطر هذه الصكوك على مستوى الجهات الرقابية و الإشرافية للدولة أو على مستوى جهات الإصدار و سوق التداول.

- نوال بن عمارة " **الصكوك الإسلامية و دورها في تطوير السوق المالية الإسلامية – تجربة السوق المالية الإسلامية بالبحرين–"** مقالة منشورة بمجلة الباحث، العدد 09، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، سنة 2011، حيث تناولت الباحثة من خلال هذه الدراسة الوقوف على الإطار المفاهيمي للصكوك الإسلامية لتبرز فيما بعد تحديات و الرؤية المستقبلية لتطوير الصكوك الإسلامية، لتسلط الضوء في الأخير على تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية في تطوير و إرساء قواعد إنشاء سوق مالية إسلامية، و خلصت هذه الدراسة إلى ضرورة إنشاء سوق مالية إسلامية تضمن تسويق المصارف الإسلامية منتجاتها من خلالها، كما دعت إلى ضرورة الاستفادة من الاعتراف الدولي للصكوك الإسلامية كحل لتمويل المؤسسات المتضررة من الأزمة.

- أحمد محي الدين " **الأدوات الاستثمارية الإسلامية و دورها في تنشيط التداول بالبورصات العربية**"، مقالة منشورة بمجلة المصارف العربية، العدد 163، المجلد 14،سنة 1994، حيث قام الباحث من خلال هذه الدراسة توضيح مفهوم الأدوات المالية الإسلامية و كيف يمكن لهذه الأدوات أن تقوم بتنشيط التداول في الأسواق المالية، و خلصت هذه الدراسة على أنه على الجهات المعنية ضرورة تهيئة البورصات العربية حتى يمكنها تقبُّل التعامل بالأدوات المالية الإسلامية.

مميزات الدراسة الحالية:

استكمالاً لهذه الدراسات، و انطلاقاً من أهمية الصكوك الإسلامية و الدور الذي تساهم به في تنشيط الأسواق المالية، فإننا سنقوم من خلال دراستنا تقديم عدد من السياسات و الآليات التي تساهم في تحقيق هذا الدور و توسيعه، و لذلك فإن ما يميز هذه الدراسة عن باقي الدراسات الأخرى ما يلي:

- تقتصر دراستنا لهذا الموضوع على الجوانب الاقتصادية و المالية في إطار القواعد المالية الإسلامية، و عليه فهي لا تُعنى بتفاصيل المسائل و الخلافات الفقهية إلا بقدر ما يخدم الهدف الأساسي من البحث.
- تسعى هذه الدراسة لعرض أهم التحديات المعاصرة التي تواجه صناعة الصكوك الإسلامية في سبيل تفعيل دورها في تنشيط الأسواق المالية.
- تعتبر هذه الدراسة خطوة للتعريف بصناعة الصكوك الإسلامية و التحسيس بأهميتها باعتبارها إحدى الأدوات المالية الإسلامية المهمة و الضرورية لتنشيط الأسواق المالية بغرض تنمية هذه الصناعة و دعم توسيع استعمال سياساتها في العديد من الأسواق المالية حول العالم.

خطة و هيكل الدراسة:

للإجابة على الإشكالية المطروحة و من ثم اختبار صحة الفرضيات، تم تقسيم هذه الدراسة إلى أربعة فصول تسبقهم مقدمة عامة و تعقبهم خاتمة عامة تتضمن النتائج المتوصل إليها مدعومة باقتراحات، لتختم الدراسة بالآفاق المستقبلية للموضوع، و فيما يلي عرض لما تم تناوله في فصول البحث:

يتناول الفصل الأول: **الإطار النظري لسوق الأوراق المالية**، نحاول من خلاله دراسة الجوانب المفاهيمية لسوق الأوراق المالية من خلال أربعة مباحث، نطرق في المبحث الأول إلى مفاهيم عامة عن الأسواق المالية، بينما نتناول في المبحث الثاني ماهية سوق الأوراق المالية، أما المبحث الثالث فنتطرق فيه إلى فرضية كفاءة سوق الأوراق المالية مع تحديد مختلف مستوياتها، في حين نتناول في المبحث الرابع مؤشرات سوق الأوراق المالية، أنواعها و كيفية بناءها.

أما الفصل الثاني يتناول **التأصيل النظري للصكوك الإسلامية** من خلال ثلاثة مباحث أساسية، حيث يتعلق المبحث الأول بماهية الصكوك الإسلامية مع الإشارة إلى مختلف الجوانب النظرية لعملية التصكيك الإسلامي، لنتناول في المبحث الثاني آلية إصدار و تداول الصكوك الإسلامية و ضوابطها، لنتعرض في المبحث الثالث إلى مخاطر الصكوك الإسلامية و آلية إدارتها.

في حين نعالج في الفصل الثالث: **آليات الصكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية**، و ذلك من خلال أربعة مباحث نتطرق في المبحث الأول إلى نظرة عامة على إصدارات الصكوك الاسلامية في العالم، أما في المبحث الثاني نتطرق إلى آليات الصكوك الإسلامية في تطوير و تفعيل الأسواق المالية، في حين نتطرق في المبحث الثالث إلى دور الصكوك الإسلامية في دعم نشاط الأسواق المالية، أما المبحث الرابع فنتطرق من خلاله إلى التحديات المعاصرة لسوق الصكوك الإسلامية و سبل نجاحها.

أما الفصل الرابع نستعرض من خلاله **دراسة تجارب دولية للصكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية** ، حيث نتطرق من خلال هذا الفصل إلى أربعة تجارب من دول مختلفة إسلامية و عربية و غربية و ذلك من خلال أربعة مباحث، حيث نستعرض في المبحث الأول تجربة ماليزيا باعتبارها بلداً إسلامياً اعتمد على أداة تمويل إسلامية و هي الصكوك الإسلامية ليشكل من خلالها الريادة في إصدارها على باقي دول العالم، و نحلل دور هذه الأداة في تنشيط سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية، لندرس في المبحث الثاني تجربة الإمارات العربية بالتركيز على واقع صناعة الصكوك الإسلامية بها و مدى مساهمة هذه الأخيرة في تنشيط سوق الإمارات للأوراق المالية ، و في المبحث الثالث نستعرض تجربة السودان في صناعة الصكوك الإسلامية و تحليل دورها في تنشيط سوق الخرطوم للأوراق المالية، أما المبحث الرابع فنستعرض من خلاله تجربة الدول الغربية في الصناعة المالية الإسلامية بالتركيز على تجربة بريطانيا في إرساء الصيرفة الإسلامية و التعامل بالصكوك الإسلامية و إدراجها ببورصة لندن.

الفصل الأول:

الإطار النظري لسوق

الأوراق المالية

تعتبر الأسواق المالية بمثابة مقياس لدرجة حرارة الاقتصاد، فقد أثبتت التجارة أن حالة سوق الأوراق المالية "البورصة" تشير بشكل عام إلى التطور و حالة قطاع الانتاج في الاقتصاد، و قد برزت في العصر الحديث أهمية أسواق الأوراق المالية كواحدة من أهم الأدوات المالية، إذ يرى التطور الحاصل في الحياة الاقتصادية وفق متطلبات العولمة و النظام الاقتصادي العالمي الجديد في التمويل عن طريق البنوك طريقة تقليدية، كما أن الاتجاه المتزايد نحو إلغاء دور الدولة في النشاط الاقتصادي من خلال خوصصة منشآت القطاع العام أدى إلى بروز أداة لذلك و هي سوق الأوراق المالية كأسلوب للخوصصة و كطريقة جديدة لتمويل المنشآت الجديدة أو تلك التي ترغب في تطوير نشاطها و تمويل خططها التوسعية.

كما يرى الاقتصاديون أن سوق الأوراق المالية هي مرآة حقيقية للأوضاع الاقتصادية للدولة، كما تعكس حقيقة أوضاع الشركات المقيدة بها، و كما كانت هذه الأسواق مصدر ثراء العديد من المستثمرين والمغامرين فإنها كانت كذلك مصدر شقاء و إفلاس الآلاف منهم نظراً لأنها تتميز بالحساسية المفرطة و التقلبات الشديدة.

و نتيجة للأهمية التي تحتلها أسواق الأوراق المالية و الدور الذي تلعبه في توفير الموارد التمويلية للمشروعات الاستثمارية التي هي في حالة عجز مالي مع إيجاد فرص متاحة للتوظيف الفعال للموارد المالية لأطراف أخرى، الشيء الذي يؤدي إلى استمرارية تطور الاقتصاد و تعاظم قدراته الإنتاجية لتعزيز فعالية أدوات تعبئة المدخرات و رفع كفاءة استخدام الموارد المتاحة و بالتالي دفع عجلة التنمية الاقتصادية، يتوجب علينا في هذا الفصل دراسة العموميات الأساسية لأسواق الأوراق المالية و مختلف المفاهيم المرتبطة بها و ذلك من خلال أربعة مباحث على النحو التالي:

المبحث الأول: مفاهيم عامة عن الأسواق المالية

المبحث الثاني: ماهية سوق الأوراق المالية

المبحث الثالث: فرضية كفاءة سوق الأوراق المالية و مستوياتها

المبحث الرابع: مؤشرات سوق الأوراق المالية

المبحث الأول:
مفاهيم عامة عن الأسواق المالية

الأسواق المالية شأنها شأن الأسواق الأخرى التي توفر نظاماً لتبادل الخدمات أو المنتجات أو كليهما معاً عن طريق الجمع بين طرفين أحدهما محتاج للخدمة و الآخر منتج لهذه الخدمة.
فالأسواق المالية بوجه عام هي الوسيط الذي يعرض المدخرون الراغبون في الاستثمار من خلاله مدخراتهم إما مباشرة أو من خلال وسطاء على مؤسسات الأعمال و أصحاب المشروعات و الأشخاص الذين يحتاجون إلى إقتراض هذه الأموال، و لأجل الإلمام بهذا المفهوم قمنا من خلال هذا المبحث بالتطرق إلى تعريف الأسواق المالية و أهم الشروط الملائمة لتكوينها لنتعرض فيما بعد إلى أهم مكوناتها و عوامل نجاحها على النحو التالي:

المطلب الأول: تعريف الأسواق المالية

تعرف الأسواق المالية على أنها:" الإطار الذي يجمع بين الوحدات المدخرة و التي ترغب بالاستثمار و وحدات العجز التي هي بحاجة إلى الأموال لغرض الاستثمار، عبر فئات متخصصة عاملة في السوق بشرط توافر قنوات إتصال فعالة"[1].
كما تعرف على أنها:" الإطار أو النظام الذي تتجمع فيها طلبات الشراء و البيع للأدوات المالية و التي يؤدي تنفيذها إلى تحريك عمليات التداول في الأسواق المالية، و يعتبر وجود الأسواق المالية من الشروط الضرورية لإتمام المبادلات المالية بسرعة و سعر عادل"[2].
و هناك تعريف للسوق المالي على أنه:" الميكانيكية التي نشأت لتسهيل عمليات تبادل الأصول المالية"[3].
من خلال ما سبق من تعريفات يمكن استخلاص عدة حقائق حول الأسواق المالية:

- أن السوق المالي يستمد مفهومه من مفهوم السوق بشكل عام.
- أن السوق المالي هو الوسيلة التي يلتقي من خلالها البائع و المشتري بغض النظر عن المكان المادي للسوق.

[1]- التميمي أرشيد و سلام أسامة عزمي، **الاستثمار بالأوراق المالية**، دار المسيرة للنشر، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2004، ص 110.
[2]- الميداني محمد أيمن عزت، **تطوير أسواق رأس المال في سوريا**، دمشق، نسخة الكترونية، 2002، ص 17.
[3]- الحناوي محمد صالح و العبد جلال ابراهيم، **الادارة المالية**، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2002، ص08.

- بورصة الأوراق المالية أحد أهم أجهزة السوق المالية، فيها يتم إلتقاء العرض بالطلب من خلال وسيلة من وسائل الاتصال المألوفة و إجراء التعامل بالأوراق المالية في إطار توفر شروط محددة، و وفقاً لقواعد و نظم معينة.
- من الأركان الرئيسية في السوق المالي الوسطاء و صناع السوق و قنوات الاتصال التي تقوم على تسهيل عمليات إتصال البائعين بالمشترين.

المطلب الثاني: الشروط الملائمة لتكوين الأسواق المالية

يتطلب إنشاء سوق مالي توفر عدد من الشروط يمكننا إجمالها فيما يلي[1]:

1- **زيادة عدد المؤسسات المالية في الدولة:** حيث تعتبر المؤسسات المالية بمثابة أوعية ادخارية لعامة الأفراد و تقوم هذه المؤسسات بعمليات إقراض المستثمرين من أجل قيام مشاريعهم، لذا تشجيع السوق المالي يقتضي تشجيع الادخار في القطاع الخاص و الذي بدوره يتحول إلى عمليات استثمارية منتجة و التي لا يمكن أن تتم بدون توفر المؤسسات المالية.

2- **تحويل المدخرات إلى استثمارات:** تعتبر السوق المالية من أهم الأدوات التي يتم بواسطتها تحويل المدخرات المجمعة إلى استثمارات، و ذلك لكون هذا السوق مجالاً لاستثمار أموال الأفراد في شراء الأوراق المالية التي تمثل حصصاً من رأس مال مؤسسات صناعية أو تجارية أو عقارية.

3- **إنشاء البورصات للأوراق المالية:** حيث تعتبر بورصات الأوراق المالية من أجهزة الادخار و الاستثمار الهامة في الدول ذات الحرية الاقتصادية أو ذات الاقتصاد المختلط حيث يلعب كلاً من القطاع العام و القطاع الخاص دوره في هذا الشأن.

4- **الاهتمام بوسائل الإعلام و مراقبتها:** تكوين الشركات أو طرح الأسهم و السندات لابد أن يكون مصحوب بإعلان مناسب حتى يعلم كل مستثمر و كل مدخر الفرصة التي قد تحتاج لتوظيف أمواله، و لابد من مراقبة هذه البيانات الواردة في الاعلانات حتى نحافظ على مصلحة صغار المدخرين و حتى تكون هذه الاعلانات ذات صبغة جدية.

5- **وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي داخل الدولة:** تعتبر هذه النقطة من أهم العوامل لجذب رؤوس الأموال و تحويلها من الادخارات الخاصة إلى استثمارات طويلة الأجل.

[1]- الجمل جمال جويدان، **دراسات في الأسواق النقدية و المالية**، دار الصفاء للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، عمان الأردن، 2002، ص 21.

المطلب الثالث: مكونات الأسواق المالية

يتكون السوق المالي من نوعين أساسيين من الأسواق هما:

- أسواق النقد (Money Markets).
- أسواق رأس المال (Capital Markets).

و الاختلاف الأساسي بين هاذين النوعين من الأسواق هو الاختلاف في آجال استحقاق الأدوات المالية التي يجري تداولها في كلا السوقين[1]، حيث يجري تداول الأدوات المالية القصيرة الأجل في أسواق النقد، في حين يجري تداول الأدوات المالية طويلة الأجل في أسواق رأس المال.

أولا: أسواق النقد

هي الشق الأول للسوق المالية، يتم فيها تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل و ذلك من خلال السماسرة و البنوك التجارية و بعض الجهات الحكومية التي تتعامل في تلك الأوراق، و تعرف أسواق النقد أيضا على أنها سوق مفتوحة تنافسية تتعامل بالأدوات المالية قصيرة الأجل و التي لا تتجاوز فترات استثمارها غالبا سنة واحدة[2]، كما تعرف على أنها تلك السوق التي يتم فيها تداول الأصول المالية قصيرة الأجل و ليس لها مكان محدد بذاته بل يتم التعامل من خلال السماسرة و البنوك التجارية و لا تتعدى السنة الواحدة، و تنقسم السوق النقدية إلى السوق ما بين البنوك و السوق المفتوحة:

أ/ السوق ما بين البنوك: البنوك التجارية هي تلك البنوك التي رخص لها بتعاطي الأعمال المصرفية و التي تشمل تقديم الخدمات المصرفية لاسيما قبول الودائع بأنواعها المختلفة(تحت الطلب، الادخار...) و استعمالها مع الموارد الأخرى للبنك في الاستثمار كلياً أو جزئياً أو بأية طريقة أخرى يسمح بها القانون[3].

إن البنوك التجارية و يطلق عليها أحيانا بنوك الودائع هي تلك التي تتعامل بالائتمان (المباشر و الغير مباشر) و أهم ما يميزها قبولها للودائع تحت الطلب و الحسابات الجارية، و ينتج عن ذلك ما يسمى بخلق النقود.

ب/ السوق المفتوحة: و هي عبارة عن سوق نقدية فرعية مفتوحة لكل الأعوان الاقتصاديين الذين لديهم سيولة لكي يقدمونها لأعوان آخرين هم بحاجة إليها، و عادة ما يتم التفاوض في هذه السوق على أذونات الخزينة و سندات الخزينة العمومية المتداولة و كذا سندات المؤسسات و الهيئات المالية.

---

[1]- Cooper.S.Kerry, Fraser.R.Donald, The Financial marketplace, Third edition, Libracy of Cougress, 1990, p 19.

[2]- هوشيار معروف، **الاستثمار و الأسواق المالية**، دار الصفاء للنشر، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2003، ص 69.

[3]- خالد أمين عبد الله، اسماعيل ابراهيم الطرد، **ادارة العمليات المصرفية المحلية و الدولية**، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، الأردن 2006، ص 39.

ثانيا: أسواق رأس المال

تعرف أسواق رأس المال على أنها الأسواق التي يتم التعامل بها في أوراق مالية متوسطة و طويلة الأجل بالاكتتاب بالأسهم و السندات، و تتميز بكبر حجم الصفقات و المخاطرة و المرونة لنسبية و سرعة تداول الأوراق المالية و التنظيم، كما تعرف على أنها سوق لتمويل الاستثمارات لآجال متوسطة و طويلة، حيث أن طبيعة استخدام هذا التمويل يتطلب أن يكون لفترة طويلة الأجل و هي فترة إنشاء المشروع حتى يبدأ الإنتاج و تتدفق الموارد النقدية اللازمة لسد القرض، و تعرف أيضا على أنها تمثل المكان الذي يلتقي فيه قوى العرض و الطلب للمتاجرة برؤوس الأموال كالأوراق المالية، القروض بأنواعها...إلخ، فهو بالتالي فضاء يلتقي فيه الأعوان الاقتصاديون ذوي العجز المالي و الذين هم في حاجة للأموال، و من ثم يتم التعامل على أساس الثروة التي يتفقون عليها و التي تخص عائد كل من الطرفين[1] ، وتنقسم أسواق رأس المال بدورها إلى أسواق حاضرة أو فورية و أسواق آجلة:

أ/ الأسواق الحاضرة أو الفورية: هي تلك الأسواق التي تتعامل في أوراق مالية طويلة الأجل يتم تسليمها فور إتمام الصفقة[2]، و التي بدورها تنقسم إلى:

1- الأسواق المنظمة " البورصات": The Organized Exchanges

هي السوق التي توجد لها قوانين و سياسات و هيئات تنظيمية تنظم التعامل فيها، و يتم تداول الأوراق المالية فيها بعد إصدارها، و تتميز الاسواق المنظمة بأن لها مكاناً محدداً يلتقي فيه المتعاملين بالبيع أو الشراء لورقة مالية مسجلة بتلك السوق، و تدار هذه السوق من خلال مجلس ادارة منتخب أعضاء السوق[3]، و تنقسم السوق المنظمة هي الأخرى إلى قسمين رئيسيين هما:

- الأسواق المنظمة الأولية أو سوق الإصدار (Primary Market): و هي السوق التي تدخل فيها منشأة الأعمال المصدرة للأوراق المالية بائعة لها، و بمعنى آخر أن بائع الورقة المالية هو المنشأة المصدرة[4]، و في هذا السوق تكون العلاقة مباشرة بين المنشأة المصدرة للورقة المالية و بين المشتري الأول لها "المكتتب".
- الأسواق المنظمة الثانوية أو سوق التداول(Secondary Market): و هي السوق التي يتم تداول الأوراق المالية بين حامليها و بين الراغبين في شرائها من غير المصدرين[5].

---

[1] - F.LEROUX, **Marchés Internationaux Des Capitaux**, Montréal, 2eme édition, 1995, p03.

[2]- خريوش حسني علي و عبد المعطي أرشيد، **الأسواق المالية: مفاهيم و تطبيقات**، دار زهران، الأردن، 1998، ص 28.

[3] - Badger.E.Ralph, Torgerson.W.Harold, Guthman.G.Harry, Investwent Principls and Practices, 6th Edition, Prentichall, 1969, P 52.

[4]- الزبيدي حمزة محمود، **الاستثمار في الأوراق المالية**، مؤسسة الوراق، الطبعة الأولى، عمان ، الأردن، 2001، ص 114.

[5]- ابراهيم ابراهيم و الحمداني شيرين، **مؤسسات مالية متخصصة**، دار الصفاء للنشر التوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 1999، ص 17.

2- الأسواق غير المنظمة:The Unorganized Exchanges

هي السوق التي لا تتعامل وفق قوانين و سياسات الأسواق المنظمة و تعليمات هيئاتها، و ليس لها مكان محدد يتم تداول الأوراق المالية فيه، و تتعامل الأسواق غير المنظمة أساساً في الأوراق المالية غير المسجلة في الأسواق المنظمة و على الأخص السندات و تعاملها في الأسهم على نطاق ضيق[1]، و تشمل السوق غير المنظمة أسواق فرعية أخرى هي:

- السوق الثاني: و يتمثل في السماسرة العاملين في الأسواق غير المنظمة و المنتشرين في المناطق المختلفة وكذلك المصارف التجارية، و سميت بالسوق الثاني على إعتبار أن السوق الأول هو البورصة المنظمة.
- السوق الثالث: و يتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة و لهم الحق في التعامل في الأوراق المسجلة بتلك الأسواق.
- السوق الرابع: و هي التي يتم التعامل فيها مباشرة بين الشركات الكبرى و التي يكون الهدف منها استبعاد السماسرة لتخفيض نفقات الصفقات الكبرى.

3- الأسواق الاحتكارية:

و تتمثل هذه الأسواق في وزارة الخزانة أو البنك المركزي في الدول المعنية، حيث يحتكران التعامل في أنواع معينة من الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة مثل السندات الإدخارية التي تحتكرها وزارة الخزانة[2].

ب/ الأسواق الآجلة: هي أسواق تتعامل في الأسهم و السندات و لكن من خلال عقود يتم تنفيذها في تاريخ لاحق، و تقسم إلى ثلاثة أقسام هي:

1-العقود المستقبلية: تعرف على أنها إلتزام نمطي إما لبيع أو شراء أصل معين بسعر محدد و بتاريخ مستقبلي محدد، أي أن يتم التنفيذ في المستقبل، و العنصر الأساسي في هذا العهد هو أن السعر و الأصل و الكمية يتم الإتفاق عليهم عند توقيع العقد بينما يتم دفع الثمن و تسليم الأصل المتفق عليه في المستقبل، كما يمكن أن تعرف كذلك على أنها إتفاق قانوني ملزم بين طرفين هما البائع و المشتري، يتعهد فيه البائع بتسليم موضوع التعاقد عند السعر المحدد و في التاريخ المتفق عليه[3].

و تتميز العقود المستقبلية بجملة من الخصائص أهمها:

- للعقود المستقبلية شروط نمطية تختلف من عقد لآخر تحددها سوق الأوراق المالية.
- يتم تداول العقود المستقبلية في أسواق منظمة.

---

[1]- منير ابراهيم هندي، **أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية**، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، 1999، ص 76.

[2]- خريوش حسني علي و عبد المعطي أرشيد، **الأسواق المالية**، مرجع سبق ذكره، ص 28.

[3]- محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال العيد، **الاستثمار في الأسهم و السندات**، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2003، ص 97.

- إن التعامل في العقود المستقبلية يتطلب إيداع كلا الطرفين مبلغ يعرف بهامش الضمان و ذلك من أجل ضمان العقد.
- توفر أسواق العقود المستقبلية المعلومات عن الأسعار الحاضرة و المستقبلية باستخدام الوسائل و الميكانيزمات التي من خلالها يمكن التوصل إلى الأسعار الحالية و المستقبلية.
- تعرف جميع أطراف السوق على هذه المعلومات التي من شأنها رفع كفاءة السوق المالي.

2- العقود الاختيارية:

يعرف عقد الاختيار بأنه اتفاق يعطي لطرف ما الحق في بيع أو شراء عدد من الأوراق المالية من طرف ثاني بسعر محدد متفق عليه مقدما، كما تعرف كذلك على أنها اعطاء مشتري العقد الحق و ليس الإلتزام في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه، و ذلك نظير مبلغ غير قابل للرد يدفع للطرف الثاني(محرر العقد) على سبيل التعويض أو المكافئة[1].

و من أهم ما يميز العقود الإختيارية ما يلي:

- أن مبلغ التعويض أو المكافئة أو ثمن الخيار يدفع لمحرر العقد الذي يلتزم بتنفيذه عندما يحين تاريخ التنفيذ.
- أن حقوق الإختيار قابلة للتداول كأي عقود أخرى و على أساس عاملي العرض و الطلب اللذان يتوقفان بدورهما على قيمة الأصل محل العقد[2].
- لا يتطلب الاستثمار في الخيارات مبالغ ضخمة مثل ما هو مطلوب للتعامل في الأسواق الحاضرة.
- يتم تداول العقود الاختيارية في أسواق منظمة، و تتميز بشروط نمطية تختلف عن العقود الأخرى.

3- عقود المبادلات:

يمكن تعريف عملية المبادلة على أنها إتفاق يتم بين طرفين لتبادل تسديدات في مدة يتفق عليها مسبقا و وفقا لشروط تكون برضى الطرفين[3]، كما يمكن تعريف عقود المبادلة بأنها سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية (شهرية، ربع سنوية، نصف سنوية...) و عقد المبادلة ملزم لطرفي العقد على عكس ما هو معروف في عقود الإختيار، كما أن المتحصلات أو المدفوعات(الأرباح أو الخسائر) لا يتم تسويتها يومياً كما هو الحال في العقود المستقبلية، كما يضاف أن عقد المبادلة لا يتم تسويته مرة واحدة كما هو الحال في العقود لاحقة التنفيذ و لذلك يعرف عقد المبادلة بأنه سلسلة من عقود لاحقة التنفيذ [4].

---

[1]- ابراهيم سلطان، محمد الحناوي، جلال العيد، **تحليل و تقييم الأوراق المالية**، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2002، ص 347.

[2]- منير ابراهيم هندي، **أساسيات الاستثمار و تحليل الأوراق المالية**، دار المعارف، الاسكندرية، 2006، ص65.

[3]- فرانسوا لروا، **الأسواق الدولية للرساميل**، المؤسسة الجامعية، القاهرة، 1991، ص 269.

[4]- ابراهيم سلطان، محمد الحناوي، جلال العيد، **تحليل و تقييم الأوراق المالية**، مرجع سبق ذكره، ص 401.

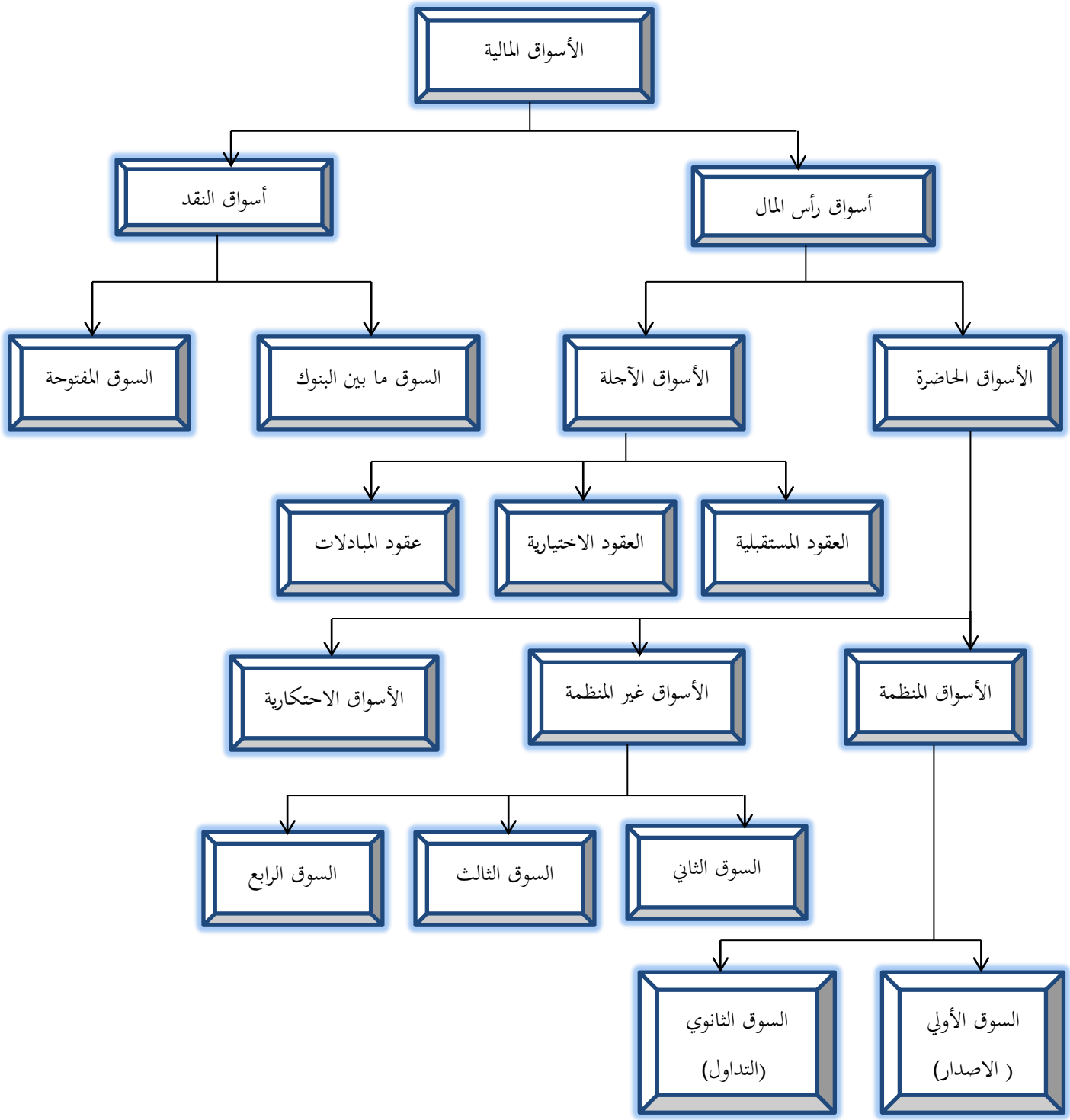
و تتمثل أهم مميزات عقود المبادلات فيما يلي[1]:

- التقليل من حجم المخاطر التي لا تمس عادة الأصول المعتمدة للعوائد العينية لأنها افتراضية.
- العوائد المالية المتوقعة قد تعود الى جميع الأطراف المعنية بعقود المبادلات و ذلك عند توفر ميزة نسبية و بشكل مستقل.
- تعديل المخاطر المتعلقة بتدفقات العملة الأجنبية من الدخل الذي تتوقعه المؤسسة من الاستثمار في الخارج أو المخاطر الناجمة عن تحرك أسعار الفائدة الأجنبية في البلد المعني بالاستثمار بشكل مختلف لتحرك أسعار الفائدة المحلية.
- عقود المبادلات هي عقود تربط الأسعار المقومة بالأسعار الثابتة مما يزيد من حالات التأكد بالنسبة للالتزامات المستقبلية خاصة و أنها تسمح في تعديل المحفظة الاستثمارية حسب الظروف الجارية و المستقبلية للأسواق المالية.

و الشكل الموالي يوضح مكونات السوق المالي:

[1]- بن أعمر بن حاسين، **فعالية الأسواق المالية في الدول النامية– دراسة قياسية–**، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة تلمسان، 2013، ص 34-35.

الشكل رقم (1-1): مكونات السوق المالية



المصدر: من إعداد الطالبة.

المطلب الرابع: عوامل نجاح الأسواق المالية

لا يكفي أن تكون هناك شروط ملائمة لقيام السوق المالي، و لكن لنجاح هذا السوق هناك عدة عوامل بعضها أساسي و البعض الآخر مكمل [1]:

أولاً: العوامل الأساسية

تتلخص في النقاط التالية:

- وجود الأنظمة و اللوائح لتنظيم الأسواق المالية من قبل الحكومات من خلال القوانين و التشريعات الرقابية التي تضفي صفة المنافسة الكاملة و تمنع الاحتكار و النصب و الاحتيال.
- إنشاء أسواق للأوراق المالية داخل الدولة و تنوع أدوات الاستثمار في تلك الأسواق، يعني تعدد الخيارات أمام المدخرين، و يوفر السيولة الكافية بالنسبة لكل من المدخر و المستثمر[2].
- توفر نظم للمعلومات المالية التي تعكس المركز المالي و الموقف المالي لتقدير القيمة الحقيقية لأسهم الشركات، الأمر الذي يمثل مصدر إعلامي لفائدة المدخرين عن حياة المؤسسات، مما يولد الثقة بين المتعاملين[3].
- الحرية الكاملة في التعامل مع السوق، فالمدخر يتعامل بإختياره حيث السوق هي وعاء لاستقطاب المدخرات.
- وجود الحوافز التي تمكن المستثمر من الحصول على عائد معقول من استثماراته.

ثانياً: العوامل المكملة

و يمكن حصرها في النقاط التالية:

- الموقع الجغرافي للسوق المالي و قربه من الأسواق الدولية.
- وجود عدد كبير من البنوك الوطنية و الأجنبية و شركات الاستثمار و الشركات المساهمة العامة.
- إرتفاع نسبة الادخار عند الأفراد.
- وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي و الاجتماعي داخل الدولة.

[1]- خريوش حسني علي و آخرون، **الاستثمار و التمويل بين النظرية و التطبيق**، الشركة الدولية للتجهيزات و الخدمات الهندسية و المكتبية، عمان، الأردن، 1996، ص 17.

[2]- التميمي أرشيد و سلام أسامة عزمي، **الاستثمار بالأوراق المالية**، مرجع سبق ذكره، ص 112.

[3]- الحناوي محمد صالح و العبد جلال ابراهيم، **الادارة المالية**، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2002، ص133.

المبحث الثاني:
ماهية سوق الأوراق المالية

أصبحت سوق الأوراق المالية في وقتنا الحاضر ركيزة هامة من ركائز النشاط الاقتصادي و دعامة قوية من دعائمه، لأنها تمثل إحدى الآليات الهامة في تجميع المدخرات و توجيهها إلى مسارها الصحيح، إذ تلعب دور الوسيط بين أصحاب الفوائض المالية و التي تبحث عن مجال لاستثمار فوائضها و بين أصحاب العجز المالي التي تبحث عن التمويل و بشروط جيدة.

المطلب الأول: تعريف سوق الأوراق المالية

عادة ما يطلق على سوق المال إذا أطلق بدون تحديد الى سوق الأوراق المالية، أي سوق الأسهم و السندات، و هو المفهوم الضيق لسوق المال، و هناك من يطلق على سوق الأوراق المالية بمصطلح البورصة.

أولا: تاريخ نشأة سوق الأوراق المالية" البورصة"

إن تاريخ ظهور البورصة تاريخ قديم، إلا أن شكلها الحالي لم يكن يشبه الشكل القديم لها، فالبورصة مرت بمراحل حيث نجد أنه وجدت في أثينا السوق العظمى المسمات" **Emponuim** "، كما أنشئت في القرن الخامس قبل الميلادي روما سوق عرفت باسم " **La collegia mercatorun** " ، وقد كانت شبيهة ببورصات التجارة في وقتنا الحالي وقد أنشئت بورصات تعد الأقدم في تاريخها: بورصة آنفر بأمستردام، فرانكفورت، برشلونة، ليون و تولوز و ذلك في القرن السادس عشر، وفي سنة 1893 أنشئت بورصة عقود نيويورك، و في سنة 1873 ليفربول، و في سنة 1883 بورصة الإسكندرية، و في سنة 1890 بورصة القاهرة.

وكلمة بورصة تعود إلى القرن الخامس عشر حيث كان التجار القادمين من فلورنس يجتمعون في فندق تملكه عائلة تسمى " **Van des bourse**" في مدينة "بريج" البلجيكية، و كان يقصده التجار من كل المناطق لكن طرأ تغير في تعاملات التجار فيه من إصطحاب بضائعهم إلى الفندق إلى إرتباطات في شكل عقود وتعهدات واستبدال البضائع الحاضرة بإلتزامات مستقبلية قائمة على ثقة متبادلة بين طرفي عملية المبادلة، و أتت كلمة " **Bourse** " لتعبر عن المكان الذي يجمع التجار والمتعاملين معهم وذلك بشكل منتظم ودوري وإبرام الصفقات والعقود والاتفاق الحاضر أو الأجل.

و لم يكن ذلك المكان الأول الذي كان يجتمع فيه التجار بل كانت هناك أماكن أخرى قبل هذا التاريخ، مثلاً في مصر كان الفراعنة يقومون بعرض بضائعهم وتحديد أسعارها عند "عزيز مصر" وإتمام الصفقات أمامه كما أن العرب أيضا عرفوا نظام بورصات السلع من خلال شيخ بندر التجار [1].

و حتى القرن السابع عشر، كانت عمليات التبادل و الاتفاقيات التجارية و عمليات البنوك و البورصات تختلط فيما بينها من الناحية العلمية في نشاط واحد، هذا وقد عرفت هذه الفترة نوعين من البورصات: أحدهما بورصة الأوراق المالية و تتعلق بالتعامل على الأسهم و السندات، و الأخرى بورصة التجارة و يقتصر التعامل فيها على المنتجات الزراعية و الصناعية.

و القرن العشرين، شهد تطوراً ملحوظاً لسوق الأوراق المالية، و بمرور الزمن إزداد التعامل بالأوراق المالية داخل السوق، و سرعان ما تظهر الحيل و يتم التعامل من أجل الحصول على المال و الثراء السريع بشتى الطرق، و بالفعل، أمكن للكثيرين من تحقيق أموال طائلة، و بدأت المشاكل و التعقيدات تتفاقم الأمر الذي اقتضى تدخل الحكومات في اقتصادياتها الحرة لتنظيم هذه الأسواق لحمايتها من الانهيار و تأمين مصالح صغار المساهمين، و ذلك بسن القوانين و التشريعات و الارشادات اللازمة[2].

و الملاحظ في العقود الأخيرة، و ما أعقبه من ثورة في تكنولوجيا المعلومات و وسائل الاتصال المختلفة، و ظهور للأسواق المتخصصة آنية و آجلة في بيع و شراء الأوراق المالية طويلة الأجل من الأسهم و السندات، و اندماج الأسواق النقدية مع الأسواق المالية، و اندماج الأسواق المحلية و أسواق المال الدولية، و ما خلفه من شبه ارتباط بين هذه الأسواق فيما بينها[3].

---

[1]- محمد شكري الجميل العدوي، **بورصة الأوراق المالية في ميزان الشريعة الاسلامية–دراسة فقهية مقارنة–**، مكتبة الوفاء القانونية، الطبعة الأولى، الاسكندرية، 2014، ص34-35-36 ، بتصرف.

[2]- مصطفى يوسف كافي، **بورصة الأوراق المالية**، الطبعة الاولى، دار رسلان، دمشق، 2009، ص 12.

[3]- مبارك بن سليمان آل فواز، **الأسواق المالية من منظور اسلامي**، مركز أبحاث الاقتصاد الاسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، الطبعة الأولى، المملكة العربية السعودية، 2010، ص 56.

و عليه يمكن حصر أهم العوامل التي أدت إلى نشأة و تطور أسواق الأوراق المالية فيما يلي[1] :

1- **الانقلاب الصناعي**: حدوث الانقلاب الصناعي في أوروبا، و تحول الانتاج من الانتاج الصغير إلى الانتاج الكبير ظهرت الحاجة الماسة إلى الكميات الضخمة من المواد الخام التي تحتاج إليها الصناعات.

2- **زيادة عدد السكان**: انتشار المدن إثرى الثورة الصناعية و ازدحامها بالسكان إحتاج إلى تموينها بالمواد الغذائية، فإقتضى ذلك إلى وجود سوق عالمي للإتجار في الحاصلات الزراعية، فنشأ فريق من التجار يسمون بالمضاربين، و فريق آخر من تجار الجملة، فنشأت البورصات لتكون الملتقى و المنظم لتلك المعاملات بين الفريقين.

3- **اقتراض الحكومات**: لجوء الحكومات إلى الاقتراض من المواطنين للصرف على الحروب التي أنشأتها من أجل الحصول على المواد الصناعية، و البحث عن أسواق لصرف منتجاتهم، فكانت الحكومات تقدم المستندات لهؤلاء المقرضين.

4- **اقتراض الشركات**: لجوء الشركات إلى الاقتراض و تقديم المستندات لهؤلاء الدائنين على أساس أنها رهائن يمكن أن تباع في أي وقت، رغبة من هذه الشركات في ازدياد رأسمالها.

5- **ضخامة المشروعات**: صاحب التقدم الصناعي كبر حجم المشروعات، و ضخامة رأسمالها مما استلزم الحاجة لتمويل رأس المال، و لهذا نشأت الشركات المساهمة و جزأت رأسمالها إلى أسهم لمن يريد التمويل و المشاركة في هذه الشركات.

ثانيا: مفهوم سوق الأوراق المالية

تعتبر سوق الأوراق المالية بمثابة العمود الفقري لسوق رأس المال التي تشكل جانباً هاماً من جوانب النشاط في السوق المالي[2]، و تعرف على أنها:" عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين و المشترين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين، حيث يتمكن بذلك المستثمرين من بيع و شراء عدد من الأسهم و السندات داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال، و لكن مع نمو شبكات و وسائل الاتصال أدى ذلك إلى التقليل من أهمية التواجد في مقر سوق الأوراق المالية المركزي، و بالتالي سمحت بالتعامل من خارج السوق من خلال شركات السمسرة المنتشرة في مختلف الدول"[3].

---

[1]- البرواري شعبان محمد اسلام، **بورصة الأوراق المالية من منظور اسلامي: دراسة تحليلية نقدية**، دار الفكر، الطبعة الأولى، دمشق، سوريا، 2002، ص 34.

[2]- جيهان جمال، عالم البورصة: رؤية تحليلية تعليمية بسيطة، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2009، ص 19.

[3]- محسن أحمد الخضيري، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، الإشتراك للنشر و التوزيع، 1996، ص 21(بتصرف).

كما تعرف كذلك على أنها:" عبارة عن السوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية بيعاً و شراءً على نحو تشكل إحدى القنوات الرئيسية التي ينساب المال فيها بين الأفراد و المؤسسات و القطاعات المختلفة في المجتمع مما يساعد في تعبئة المدخرات و تنميتها و تهيئتها للمجالات الاستثمارية التي يحتاجها الاقتصاد القومي"[1].

و من خلال هذه التعاريف نستنتج أن سوق الأوراق المالية هي سوق منظمة تنعقد في مكان معين و في أوقات دورية للتعامل في البيع و الشراء للأوراق المالية و تتوفر فيها شروط محددة وفقا لقواعد و نظم معينة تهدف إلى وضع هذا التعامل على أسس سليمة، و تتجسد أهمية سوق الأوراق المالية في الحفاظ على حيوية و دافعية الاستثمار، بالإضافة إلى أنها تعمل على سهولة تحريك رؤوس الأموال بوجه عام و تحقيق النمو الاقتصادي .

ثالثا: المقومات الأساسية لسوق الأوراق المالية

إن سوق الأوراق المالية لا تنشأ لمجرد الرغبة ولا لصدور قرار من السلطات المختصة وإنما تنشأ نتيجة لتوافر عدة مقومات أساسية منها[2]:

1. الحد الأدنى من الاستقرار النقدي والسياسي والأمني الضروري لتشجيع الاستثمار وتدفق رؤوس الأموال الأجنبية.
2. وجود الإطار التشريعي والتنظيمي المرن القادر على التطور باستمرار للتكيف مع المتغيرات والذي يطمأن المستثمرين والمدخرين ويوفر الحماية اللازمة لحقوق المتعاملين مما يؤدي إلى خلق جو من الثقة في الأسواق.
3. وضوح الخطة الاقتصادية المتبعة في الدولة والتي تحدد لرأس المال الخاص دوره.
4. إتباع السياسات التي تشجع الادخار و الاستثمار.
5. توفر مشاريع ذات الجدوى الاقتصادية و الربحية المجزية و التي تسمح باستيعاب رأس المال المعروض.
6. وجود مؤسسات مالية ومصرفية ومن كافة التخصصات مما يشكل بيئة متكاملة من المؤسسات المالية تسمح بتعبئة المدخرات وتولد قروض الاستثمار.
7. توفير شبكة جيدة من المتعاملين والوسطاء في السوق.
8. إضفاء الشفافية على الشركات المصدرة للأوراق المالية وإخراجها من الإطار العائلي.

[1]– عصام حسين، **أسواق الأوراق المالية (البورصة)**، دار أسامة للنشر و التوزيع، الأردن، 2010، ص 18.

[2] - Elton E.J. Gruber M.J., Brown S.J., Goetzmann W.N, **Modern portfolio Theory and Investment Analysis**, 2nd John Wiley & Sons, New york, 2006, p 260.

المطلب الثاني: خصائص سوق الأوراق المالية و شروط قيامها

أولا: خصائص سوق الأوراق المالية

لسوق الأوراق المالية بعض الخصائص تميزها عن باقي الأسواق الأخرى منها:

1. سوق الأوراق المالية تتصف بكونها أكثر تنظيما من باقي الأسواق المالية الأخرى، و هذا لأن المتعاملين فيه من الوكلاء المختصين، و هناك شروط و قيود قانونية و اجراءات محكمة لتداول الأوراق المالية في هذه السوق، ففي معظم البلدان التي تحتوي على أسواق مالية هناك إدارات مستقلة ذات صلاحيات واسعة لإدارة العمليات في أسواق الأوراق المالية و توفر للمتعاملين المعلومات الضرورية و المناسبة.
2. يتطلب وجود سوق الأوراق المالية أن يتم تداول فيها الأدوات التي تم إصدارها في السوق المالي بما يكفل توفير السيولة، و هذا بتوفير المناخ الملائم في ظل وجود المنافسة التامة حتى يتم تحديد الأسعار العادلة بناءً على العرض و الطلب.
3. التداول في سوق الأوراق المالية يتم من خلال الوسطاء و السماسرة ذوي الخبرة و الكفاءة الكافية في الشؤون المالية.
4. سوق الأوراق المالية تتميز بالمرونة و امكانية الاستفادة من تكنولوجيات الحديثة للاتصالات، فإن ذلك يعطي خاصية للأسواق المالية كونها تختلف عن غيرها من أسواق السلع بأنها أسواق واسعة و عميقة، تتم فيها صفقات كبيرة و بصفة مستمرة قد يتسع نطاق تداولاتها من الطالبين ليشمل أجزاء عدة من العالم في نفس الوقت.
5. سوق الأوراق المالية ترتبط بالأوراق المالية طويلة الأجل، و تكتسب أهمية خاصة في تمويل المشروعات الانتاجية التي تحتاج إلى أموال تسدد على الأمد الطويل، فالاستثمار في سوق الأوراق المالية يعتبر ذا عائد مرتفع نسبيا و بالتالي فإن اهتمام المستثمرين في سوق الأوراق المالية يكون نحو العائد المرتقب أكثر منه نحو السيولة و المخاطرة.
6. الاستثمار في سوق الأوراق المالية قد يكون أكثر مخاطرة و أقل سيولة من الاستثمار في السوق النقدي، نظراً لكون أدوات الاستثمار فيه مثل السندات طويلة الأجل يحتمل مخاطر سوقية و تنظيمية مختلفة، و كذلك أسهم الشركات و ما تعرفه أسعارها من تقلبات على الرغم من أنها ذات عائد أكبر نسبيا و مخاطرها كبيرة أيضا، فالاستثمارات المعقولة في سوق الأوراق المالية يتطلب توفر المعلومات السوقية الأكيدة و اتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة و بالتالي تحقيق العائد المناسب.

ثانيا: شروط قيام سوق للأوراق المالية

لا تستطيع أي دولة أو أي نظام اقتصادي إصدار القرار بإقامة سوق الأوراق المالية نظراً لكون هذه السوق تتمتع بحساسية عالية و تؤثر بشكل مباشر على الإنتاج و الاستثمار و على كافة الفعاليات الاقتصادية إضافة إلى كونها تستطيع إعادة هيكلة قطاع الادخار و المدخرين، و بالتالي يمكن لسوق المال أن تعيد ترتيب القطاعات الاقتصادية أو إحداث موجة من التكتلات الاقتصادية بين الشركات مما يؤثر على الشركات الصغيرة و المتوسطة ، و لكي تقوم سوق الأوراق المالية لا بد من توافر الشروط التالية:

1- وجود إطار تشريعي و تنظيمي مرن قادر على التطور و التكيف بشكل مستمر مع الظروف و المستجدات يستطيع حماية حقوق المتعاملين و معاقبة الشركات التي تخل بشروط الاستثمار و التداول في السوق، و يمتد التشريع ليشمل تنظيم السوق و إدارته و الإشراف عليه و السماح أو عدم السماح للمستثمرين الأجانب بالدخول و الاستثمار و غيرها من التشريعات التي تضمن للسوق آلية العمل المتميزة.

2- وجود مؤسسات (شركات مساهمة) إنتاجية و خدمية و مؤسسات مالية و نقدية متطورة بحيث تعمل هذه الشركات حسب مبدأ فصل الإدارة عن الملكية، لأن مثل هذه المؤسسات تشكل الأساس الذي يقوم عليه السوق فإذا لم تتوفر شركات مساهمة مالية و إنتاجية فما هو الشيء الذي يمكن تداوله في هذه السوق.

3- وجود مؤسسات مالية و مصرفية متطورة قادرة على تعبئة المدخرات الوطنية و إقراضها للشركات الصناعية و الخدمية، بحيث تتمتع هذه المصارف بحرية العمل و الاستثمار و استقبال الأموال و تحويلها للخارج دون رقابة حكومية وفق قوانين تضمن الهوية المستقلة لهذه المصارف.

4- حرية تحويل النقد الوطني أو الأجنبي من و إلى الدولة دون رقابة قانونية، أو استناداً إلى قوانين واضحة و صريحة بحيث لا يقع المتعامل معها ضحية سوء الفهم .

5- وجود مدخرات مالية لدى القطاع الخاص أو الأفراد أو المؤسسات المالية بحيث تشكل المدخرات المادة الأساسية في التعامل.

6- وضوح إجراءات و قوانين الاستثمار بحيث تتمتع هذه الإجراءات بالمرونة و البساطة و الدقة و الوضوح مما يشجع الأفراد و الشركات على إنشاء شركات مساهمة وطنية أو مشتركة مع القطاعات الأجنبية في مجال الإنتاج و الخدمات و القطاع المصرفي و المالي، وبالتالي يؤدي إلى زيادة عدد المؤسسات المالية الموجودة في الدولة .

7- الاهتمام بوسائل الإعلام و مراقبتها، ذلك أن تكوين الشركات أو طرح السندات لا بد أن يصحبه إعلان مناسب حتى يعلم كل مستثمر و كل مدخر بالفرصة التي قد تحتاج لتوظيف أمواله، و حتى نحافظ على مصلحة صغار المدخرين فإنه لا بد من مراقبة هذه البيانات الواردة في الإعلانات حتى تكون لها صبغة جدية ويتطلب ذلك التدخل لحذف البيانات غير الصحيحة.

8- وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي داخل الدولة و عدم وجود رقابة على النقد و ذلك من أجل جذب الاستثمارات و رؤوس الأموال و تحويلها من ادخارات إلى مشروعات اقتصادية.

المطلب الثالث: الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية

تعتبر الأوراق المالية خاصة الأسهم و السندات التي تصدرها منشآت الأعمال السلعة الرئيسية المتداولة في أسواق الأوراق المالية، فهي تعتبر صكاً لإثبات حق في أصل معين و في التوقعات النقدية الناتجة عن هذا الأصل، أي أنها مستند ملكية أو دين يبين حقوق و مطالب المستثمر[1].

كما تعرف على أنها صكوك أو مستندات تثبت حق صاحبها في ملكية جزء من صافي أصول أو موجودات الشركة، و ما ينتج عن استثمارها من ربح مثل الأسهم أو الحق في دين على الشركة مصدرة الورقة مثل السندات أو الحق العائد مثل حصص التأسيس أو تكون قابلة للتداول بالبيع و الشراء في سوق رأس المال مثل الأسهم و السندات[2].

و تتشكل الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية من الأسهم و السندات و المشتقات المالية:

أولا: الأسهم

أ/ تعريف الأسهم:

تعرف الأسهم على أنها:" صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في بورصة الأوراق المالية بطرق تجارية، حيث تمثل مشاركة في رأس مال إحدى شركات الأموال عموماً، و يمثل السهم حصة الشريك في الشركة التي يساهم في رأسمالها و الذي يتكون من مجموع الحصص سواء كانت الحصة نقدية أو عينية"[3].

كما تعرف كذلك على أنها:" تشكل الرأس المال المكتتب و المضاف من قبل المستثمرين، و الذي يضم مساهماتهم المالية و يحدد ملكيتهم للشركة، و بالتالي فإن كلاً من رأس المال المعلن و رأس المال الفعلي و رأس المال المساهم فيه مصطلحات تعبر عن القيمة الكلية للأسهم التي إقتناها المستثمرون"[4].

---

[1]- حنفي عبد الغفار، **الاستثمار في بورصة الاوراق المالية**، الطبعة الأولى، الدار الجامعية للنشر و التوزيع، الاسكندرية، 2003، ص24.

[2]- البرواري شعبان محمد اسلام، **بورصة الأوراق المالية من منظور اسلامي: دراسة تحليلية نقدية**، مرجع سبق ذكره، ص 29.

[3]- مصطفى رشدي شيحة و زينب حسن عوض الله، **الاقتصاد و البنوك و بورصات الأوراق المالية**، المطبعة الحديثة بالقاهرة، مصر، الطبعة الاولى، 1993، ص 169.

[4]- هوشيمار معروف كاكامولا، **الاستثمار و الأسواق المالية**، دار الصفاء للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2003، ص 92.

من المفاهيم السابقة نستنتج أن الأسهم هي عبارة عن صكوك متساوية القيمة، سواء كانت نقدية أو عينية، و تمثل حق ملكية للمكتتب بها و قابلة للتداول وفق القانون التجاري، حيث تمثل المشاركة في رأس مال شركة الأموال، و يتمتع حملة الأسهم بصفتهم مشتركين في ملكية الشركة بحقوق مالية و أخرى سياسية[1]، فمن الحقوق السياسية نذكر: حق التحكم في أعمال الشركة، حق التصويت في الجمعية العمومية للمساهمين، حق الحصول على المعلومات من طرف الشركة في أي وقت، الحق في تقديم الحلول و البرامج المستقبلية و حق البقاء في الشركة[2]، أما الحقوق المالية فنذكر: حق الحصول على الأرباح السنوية و الأرباح المحتجزة عند توزيعها، الحق في الحصول على نصيبه من قيمة موجودات الشركة عند تصفيتها، الحق في نقل ملكية السهم عن طريق البيع أو الإهداء و حق الأولوية في الإكتتابات الجديدة في أسهم الشركة و ذلك بشراء حصص إضافية تبيعها الشركة[3].

ب/ خصائص و مميزات الأسهم:

تمتاز الأسهم بعدة خصائص يمكن حصرها في النقاط التالية [4]:

1. **تساوي قيمة الأسهم:** إن رأس مال الشركة مقسم إلى أسهم متساوية، ويترتب على تساوي قيمة الأسهم المساواة في الحقوق التي يمنحها السهم، فهو يقتضي المساواة في الحصول على أرباح الشركة، والمساواة في حق التصويت في الهيئة العامة وكذلك يقضي بالمساواة في الإلتزامات المترتبة على ملكية السهم، إلا أن هذه المساواة ليست من النظام العام إذ أن المشرع أجاز في الحالات التي لا يتضمن فيها نظام الشركة منعاً صريحاً، كإصدار أسهم امتياز بقرار من الهيئة العامة غير العادية تمنح بموجبها حقوقاً أكثر من الحقوق التي تمنحها الأسهم العادية .

2. **عدم قابلية السهم للتجزئة:** إن عدم قابلية السهم للتجزئة لا تمنع أن يمتلك عدة أشخاص سهماً واحداً لكنه يتعين في هذه الحالة أن يمثلهم تجاه الشركة شخص واحد منهم، فإذا ما توفي مساهم وآلت ملكية السهم الذي كان يملكه إلى عدة ورثة، فإن السهم لا يتجزأ عليهم ولا يكون لكل منهم صوت في الهيئة العامة للمساهمين، بل يتوجب عليهم أن يتفقوا على اختيار من يباشر عنهم الحقوق التي يخولها إياهم السهم .

3. **عدم جواز إصدار السهم بقيمة تقل عن قيمته الاسمية:** إذ لا يجوز أن تكون قيمة السهم المعلنة في الاكتتاب مئة ليرة سورية وتستوفي الشركة عنه ثمانين ليرة سورية مثلاً .

4. **تحديد المسؤولية بقيمة السهم:** لا يتحمل المساهم من الديون والالتزامات المترتبة على الشركة إلا بقدر ما يملكه من الأسهم في رأس المال .

---

[1]- Erwan LESAOUT**, Introduction aux Marchés Financiers**, Economica, 2eme édition, Paris, 2008, p 50,52.

[2]– أوجين بريجهام و ميشيل ايرهاردت، **الادارة المالية: النظرية و التطبيق العملي**، ترجمة سرور، الجزء الاول، دار المريخ للنشر، المملكة العربية السعودية، 2009، ص 391.

[3]- البرواري شعبان محمد اسلام، **بورصة الأوراق المالية من منظور اسلامي: دراسة تحليلية نقدية**، مرجع سبق ذكره، ص89.

[4] - Pibeam Keith, **Finance and Financial Markets**, Plgrave, 2010 , p111.

5. **قابلية السهم للتداول:** إن حرية تداول السهم تعد من أهم الخصائص التي تميزه من حصة الشريك في شركات الأشخاص، إذ إن هذه الحصة لا يمكن نقلها إلى شخص آخر إلا بعد أخذ موافقة بقية الشركاء بسبب المكانة التي تحتلها شخصية الشريك في شركات الأشخاص، أما في الشركة المساهمة فالأصل أن لكل شريك مساهم حق نقل ملكية أسهمه إلى أي شخص آخر إن أراد، ولا يمكن أن يؤثر ذلك في مركز الشركة المالي ما دامت قيمة السهم المتداول باقية في رأس مال الشركة وإن تغيرت أشخاص المساهمين .

ج/ أنواع الأسهم:

تقسم الأسهم إلى أنواع مختلفة على أساس مجموعة من المعايير[1]:

1. الأسهم من حيث طبيعة الحصة التي يقدمها المساهم:

تقسم الأسهم من حيث طبيعة الحصة التي يقدمها المساهم إلى قسمين أسهم نقدية و أسهم عينية.

- **الأسهم النقدية:** هي الأسهم التي تعطى لمن دفع قيمتها نقداً دفعة واحدة أو على أقساط.
- **الأسهم العينية:** هي الأسهم التي يحصل عليها لقاء تقديم حصص عينية سواء كانت عقاراً أم مالاً منقولاً، وتنفرد الأسهم العينية بأن قانون التجارة يوجب الوفاء بقيمتها كاملة عند تأسيس الشركة، كما يوجب تقديرها وفق إجراءات محددة كي لا يساء استخدامها .

2. الأسهم وفقاً للشكل الذي تفرغ فيه:

تقسم الأسهم وفقاً للشكل الذي تفرغ فيه إلى ثلاثة أقسام: أسهم اسمية وأسهم للأمر وأسهم للحامل .

- **الأسهم الاسمية:** هي الأسهم التي تحمل اسم المساهم وتقيد بدفاتر الشركة حتى تثبت ملكية المساهم، ويجري تداولها بطريق تغيير القيود في دفاتر الشركة.
- **الأسهم للأمر:** هي التي تصدر لأمر شخص معين وتُتداول بطريق التظهير .
- **الأسهم للحامل:** هي التي لا يذكر فيها اسم صاحبها، وإنما يذكر فيها كلمة لحاملها، ويعد حامل هذه الأسهم هو المالك في نظر الشركة، و تحقق الأسهم للحامل ميزة التداول السريع المحرر من كل إجراء، إذ تنتقل ملكيتها عن طريق المناولة باليد، لكنها تتعرض بالمقابل لخطر الضياع أو السرقة .

[1]- Merton R.C, **Continuous-Time Finance**, 4th ed., Blackwell Publishers, 2007, p 83.

3 . الأسهم من حيث طريقة توزيع أرباحها:

تقسم الأسهم من حيث طريقة توزيع أرباحها إلى ثلاثة أقسام: أسهم عادية وأسهم امتياز وأسهم تمتع .

- **الأسهم العادية:** هي التي لم تخصص بامتيازات معينة سواء فيما يتعلق بتوزيع الأرباح أو التصويت أو فيما يتعلق بموجودات الشركة عند تصفيتها.
- **أسهم الامتياز:** هي التي تعطي لحاملها حق التقدم والأفضلية على حملة الأسهم العادية في الحصول على جزء من الأرباح أو من موجودات الشركة عند تصفيتها، كأن تعطيه الحق في الحصول على 5% مثلاً من صافي الأرباح قبل توزيعها على المساهمين، ومن المألوف أن تصدر الشركة أسهم امتياز حين تكون في حاجة إلى زيادة رأس مالها وتكون أعمالها على غير ما يرام ويصعب عليها أن تجد من يكتتب في الأسهم الجديدة الصادرة بزيادة رأس المال فتضطر ترغيباً للجمهور في الاكتتاب فيها وتشجيعاً له على الإقدام عليها إلى أن تقرر للأسهم الجديدة امتيازاً على الأسهم القديمة .
- **أسهم التمتع:** هي الأسهم التي تمنحها الشركة للمساهم تعويضاً له عن استهلاك أسهمه الأصلية، واستهلاك الأسهم معناه دفع قيمتها لأصحابها في أثناء قيام الشركة، و يحدث الاستهلاك في صور خاصة كحالة الشركة الحاصلة على امتياز حكومي لاستغلال مشروع معين لمدة من الزمن تؤول بانتهاء هذه المدة جميع منشآتها إلى الدولة، ففي هذه الحالة مثلاً يسمح الاستهلاك للمساهمين بالحصول على قيمة أسهمهم و هو قد لا يتأتى لهم بعد انتهاء مدة الامتياز، و لا يفقد صاحب أسهم التمتع صفة الشريك المساهم فيكون له حق حضور الهيئات العامة و حق التصويت، و لكن يلاحظ أن حقه في أرباح الشركة و في موجوداتها عند تصفيتها أقل من حقوق المساهمين الذين لم تستهلك أسهمهم .

ثانيا: السندات

أ/ تعريف السندات:

تعتبر السندات أداة تمويل تلجأ إليها الدولة و هيئاتها و المؤسسات الاقتصادية لجمع الأموال لتمويل مشاريعها، و يعرف السند على أنه:" وعد مكتوب من قبل المقترض (المصدر) بدفع مبلغ معين من المال (القيمة الاسمية) إلى حامله بتاريخ معين، مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الاسمية بتاريخ معين"[1].

كما يعرف على أنه:" عبارة عن عقد أو أداة دين طويلة الأجل، تصدره الشركات أو الحكومة و طبقاً لهذا العقد يقبل المقترض (مصدر السند) أن يدفع قيمة السند مع الفوائد المستحقة في تواريخ محددة لحامل السند، و يحمل السند قيمته الاسمية و تاريخ استحقاق معين و معدل فائدة محدد"[2].

[1] - B-laget**, Les Nouveaux outils Financiers**, Top édition, Paris, 1990, p 18.

[2] – عبد النافع عبد الله الزرري و غازي فرج توفيق، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2001، ص 160-161.

كما يعرف كذلك على أنه:" ورقة مالية تمثل قرضاً طويل الأجل أو متوسط الأجل و لحامله الحق في الحصول على فائدة سنوية طوال مدة القرض، و عادة ما تكون نسبة الفائدة ثابتة"[1].

من خلال التعاريف السابقة، نستنتج أن السندات تمثل ديناً على الجهة المصدرة سواء كانت شركة أو حكومة، و عندما يشتري مستثمر ما سنداً فهو بذلك يكون قد وافق على اقتراض مبلغ معين من المال لإحدى الشركات أو الحكومة، و في مقابل ذلك يوافق المصدر على رد هذا المبلغ عند حلول موعد محدد يسمى تاريخ الاستحقاق، مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الاسمية بتاريخ الاستحقاق، و من حقوق صاحب السند: الحق في الحصول على فائدة ثابتة تدفع في مواعيدها، وكذلك استرداد قيمة السند في الأجل المحدد له. ولا يجوز للشركة تقديم ميعاد الوفاء أو تأخيره، و لما كان الوفاء بقيمة السندات دفعة واحدة قد يؤدي إلى إرهاق الشركة، جرت العادة على أن تعلن الشركة عند الاكتتاب على أن عدداً معيناً من السندات سوف يستهلك كل عام ويتم هذا الاستهلاك عن طريق القرعة في أغلب الأحيان، كما قد يشترط عند إصدار سندات القرض النص على إمكانية تحويل هذه السندات إلى أسهم كي تتخلص الشركة من عبء دفع فوائد القرض أو ردّ قيمته وهي مازالت في حاجة ماسة إليه، و في هذه الحالة تحدث مقاصة بين حق الشركة في قيمة السهم والتزامها أداء قيمة السند، ويتحول حملة السندات من دائنين للشركة إلى شركاء مساهمين فيها [2].

ب/ خصائص و مميزات السندات:

تتمتع السندات بجملة من الخصائص أهمها [3]:

1 . يمثل السند حق الدائن اتجاه الشركة، و لا يمثل حصة شريك فيها، و يبنى على ذلك أن لحامل السند الحق في تقاضي فائدة ثابتة سنوياً على قرضه سواء حققت الشركة أرباحاً أو لم تحقق، و له الحق في استرداد قيمة السند في الموعد المتفق عليه، و يتمتع أيضاً بضمان عام على أموال الشركة يتقدم بموجبه على الشركاء في استيفاء قيمة سنده و الفوائد المستحقة له من موجودات الشركة عند تصفيتها .

2 . تمثل سندات القرض قرضاً جماعياً طويل الأجل الأمر الذي يميزها من الديون العادية التي تكون فردية و لأجل قصير، فالشركة لا تتعاقد مع كل مقرض على إنفراد، بل تقوم بإصدار عدد من السندات متساوية القيمة تعرضها على الجمهور للاكتتاب بها .

[1] - J. Peyrard**, La Bourse**, Imprimerie hérissey a ayreux, 3ème édition, 1993, p 27.
[2] - **The Business Finance Market**: A Survey, Industrial Systems Research Publications, Manchester (UK), new edition, 2008, p68.
[3] - Merton R.C**., Continuous-Time Finance**, op cit, p 121.

3 . تقبل سندات القرض التداول، فإن كانت اسمية تنتقل ملكيتها بطريق القيد في سجلات الشركة، وإن كانت للحامل فانتقال ملكيتها يكون بالتسليم باليد، و إن كانت للأمر فانتقال ملكيتها يكون بطريق التظهير.

و يتوقف إصدار سندات القرض على توافر الشروط التالية[1] :

- أن يكون قد دُفِعَ رأس مال الشركة بكامله، إذ ليس للشركة أن تستدين أموالاً جديدة و هي لم تستوفِ من مساهميها قيمة الأسهم التي تعهدوا بتقديمها.
- ألاّ يجاوز القرض رأس مال الشركة، ذلك أن رأس مال الشركة يعدُ الضمان العام للدائنين حملة السندات، و من ثم فإنه يجب ألا يزيد مقدار الدين على هذا الضمان و إلاّ تعرض الدائنون لخطر ضياع حقوقهم فيما لو أخفقت الشركة في أعمالها.
- أن تحصل الشركة على موافقة الهيئة العامة للمساهمين بقرار يخضع لمصادقة الوزارة المختصة.
- يجب على أعضاء مجلس الإدارة قبل الدعوة للاكتتاب بسندات القرض و نشر أي إعلان لهذه الغاية في الصحف اليومية أن ينشروا في الجريدة الرسمية بياناً يتضمن تاريخ قرار الهيئة العامة بالموافقة على الإصدار و مصادقة الوزارة و عدد السندات المرغوب إصدارها وقيمتها ومعدل فائدتها و موعد إيفائها و شروطه و ضماناته و مقدار رأس مال الشركة و عدد سندات القرض التي أصدرت سابقاً، و نتائج الميزانية الأخيرة المصادقة.

ج/ أنواع السندات:

تختلف السندات باختلاف وجهة نظر مستخدميها، لذا يمكن التمييز بين السندات وفقا للمعايير التالية:

1. السندات حسب الجهة المصدرة: حسب هذا المعيار يمكن أن نصنف السندات الى نوعين رئيسيين هما:

- **سندات عامة:** و هي سندات صادرة عن الخزينة العامة على أنها قروض تمثل الدولة فيها الطرف المدين، أما دائنوها فهم البنوك و شركات القطاع العام أو القطاع الخاص و الخواص.
- **سندات خاصة:** هي السندات التي تصدرها شركات المساهمة بغرض الحصول على الأموال اللازمة لتمويل مشاريعها، بدلا من اللجوء الى اصدار أسهم جديدة و التي من شأنها أن تؤدي الى انضمام مساهمين جدد، و بالتالي ينخفض مقدار الربح المنتظر توزيعه، و من أهم مميزاتها أنها تصدر بمعدل فائدة أكبر من السندات الحكومية، و بالمقابل فان حاملها أكثر تعرضا من حامل السندات الحكومية لما يعرف بالمخاطرة على عجز الجهة المصدرة عن الوفاء بخدمة الدين.

[1] - Valdez Steven, **An Introduction To Global Financial Markets**, 2nd ed., Macmillan Press Ltd, 2008, p 35-36.

2.السندات حسب طريقة السداد: يمكن أن نميز نوعان من السندات حسب طريقة السداد:

- **سندات تسدد عند تاريخ استحقاقها:** حيث تقوم الجهة المصدرة بتسديد حقوق حامليها عندما يصل تاريخ الاستحقاق.
- **سندات تسدد قبل تاريخ استحقاقها:** و ذلك بهدف التقليل من ديون الشركة و اعادة الحقوق لأصحاب السندات.

3. السندات حسب الحقوق و الامتيازات المقدمة لمالكيها: و يمكن التمييز بين:

- **سندات قابلة للتحويل الى أسهم:** و تتميز بميزة إضافية عن غيرها، و هي إمكانية تحويلها إلى أسهم عادية إذا رغب المستثمر في ذلك، و هذه السندات يفضلها المستثمرون كثيراً، خاصة إذا كانت الشركة حققت معدلات نمو عالية.
- **سندات ذات علاوة:** لمالكها الحق في التعويض بمبلغ يفوق سعر إصدارها، و المقصود بالعلاوة مبلغ من المال يدفع من طرف المصدر لحامل السند عند ميعاد الاستحقاق، إضافة إلى مبلغ إصدار السند.

4. السندات حسب معدل العائد: نميز نوعان هما:

- **سندات ذات المعدل الثابت:** يقدم هذا النوع من السندات عائداً مماثلاً لكل السنوات إلى غاية نهاية مدة القرض، و هذا النوع من السندات يزداد الطلب عليه في حالة انخفاض معدلات الفائدة في البنوك، و هذا يمكن المستثمر من الحصول على عائد أكثر مما هو عليه في السوق.
- **سندات ذات المعدل المتغير:** في هذا النوع من السندات يتغير معدل فائدته حسب معدل الفائدة السائدة في السوق، أو حسب معدل التضخم و في غالب الأحيان يكون بمعدلات فائدة تصاعدية.

5. السندات حسب ما تحققه الشركة: تتفرع إلى:

- **سندات عادية:** لا تتأثر بما تحققه الشركة من النتائج عن أداء نشاطها.
- **سندات الدخل:** هذا النوع من السندات يتأثر بحجم النشاط، و ما تحققه الشركة من نتائج حسنة، و بالتالي فإن المستثمر لا يحق له المطالبة بالفوائد في السنة التي لم تحقق فيها الشركة أرباحاً.

6.السندات حسب الضمانات المقدمة: هناك نوعان من السندات حسب معيار الضمانات المقدمة و هما:

- **سندات مضمونة:** من أجل إجتذاب رؤوس الأموال، قد تلجأ الشركات إلى تقديم ضمانات عينية للوفاء بالقروض، كأن ترهن عقاراتها أو بعضها و هذا ما يعطي لأصحاب السندات حق التصرف في هذه الأصول لإستيفاء حقوقهم في حالة تصفية الشركة و عدم وفائها بالإلتزامات إتجاههم.
- **سندات غير مضمونة:** الضمان الوحيد الذي يتوفر لحملة هذا النوع من السندات يتمثل في حق الأولوية الذي يمتاز به على الدائنين الآخرين للشركة المصدرة، و هي أكثر مخاطرة من السندات المضمونة.

ثالثا: الأدوات المالية الحديثة (المشتقات المالية)

تعتبر المشتقات المالية من أهم أدوات الهندسة المالية، التي يجري عليها التعامل بشكل كبير في الأسواق المالية المحلية والدولية، ويعود الإقبال الواسع على تداولها كونها من أدوات التحوط التي تمكن صاحبها من تحويل المخاطر إلى الطرف الآخر.

أ/ تعريف المشتقات المالية:

هناك الكثير من الدراسات والكتابات التي تناولت موضوع المشتقات المالية وعرضت لها تعاريف متعددة من بينها: عرفت المشتقات المالية على أنها:" عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد، ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثمار المال في هذه الأصول، وكعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد فإن أي انتقال لملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمراً غير ضروري".

كما عرفت على أنها:" أدوات مالية ترتبط بأداة مالية معينة أو مؤشر أو سلعة، و التي من خلالها يمكن شراء أو بيع المخاطرة المالية في الأسواق المالية، أما قيمة الأداة المشتقة فإنها تتوقف على سعر الأصول، أو المؤشرات محل التعاقد وعلى خلاف أدوات الدين فليس هناك ما يتم دفعه مقدماً ليتم استرداده، وليس هناك عائد مستحق على الاستثمار، و تستخدم المشتقات المالية لعدة أغراض تشمل إدارة المخاطر، التحوط ضد المخاطر، المراجحة بين الأسواق و المضاربة"[1].

مما سبق يمكن القول أن المشتقات المالية ما هي إلا عقود مالية تشتق قيمتها من قيمة الأصل محل العقد، سواء كان أصل مالي أو مؤشر أو سعر صرف أو سلعة، لهذا سميت بالمشتقات، وهي لا تعكس قيمة الأصل الحقيقي، ولا تشترط إنتقال ملكية الأصل محل العقد من البائع إلى المشتري. ويتم التعامل بالمشتقات بغية التحوط ضد مخاطر التقلبات السعرية بنقلها للطرف المقابل.

[1] – سمير عبد الحميد رضوان، **المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها–دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية–**، دار النشر للجامعات، القاهرة، 2005، ص ص60.59.

ب/ أنواع المشتقات المالية:

يمكن التمييز بين أربعة أنواع رئيسية لعقود المشتقات وهي:

1-العقد الآجل: يعرفه صندوق النقد الدولي كما يلي: "بمقتضى العقد الآجل يتفق الطرفان على تسليم الأصل محل التعاقد سواء كان حقيقياً أم مالياً، بكميات معينة و في تاريخ معين، و بسعر تعاقد متفق عليه، و العقود الآجلة ليست عقوداً مالية شرطية لأنها تنطوي على إلتزام بتسوية العقد في تاريخ معين"[1].

وعليه فالعقد الآجل ما هو إلا إتفاق تعاقدي بين طرفين على بيع أو شراء أصل ما، في تاريخ مستقبلي حيث يتم وقت إبرام العقد تحديد كل من الأصل محل العقد، الكمية، سعر التنفيذ(سعر الصفقة) و تاريخ إتمام الصفقة أي تاريخ الاستلام و التسليم، و هو غير قابل للتداول في سوق الأوراق المالية أو سوق الأدوات المشتقة.

2-العقود المستقبلية: تعرف العقود المستقبلية بأنها: "عقود متشابهة لشراء أو بيع سلع أو أصول مالية، يتم استلامها أو تسليمها في وقت محدد في المستقبل، و يحدد سعرها وقت إنشاء العقد، في سوق مالي منظم لهذه الغاية"[2].

كما عرفت على أنها: "إلتزام نمطي إما لبيع و إما لشراء أصل معين بسعر محدد و بتاريخ مستقبلي محدد، أي أن يتم التنفيذ في المستقبل و العنصر الأساسي في هذا العقد هو أن السعر و الأصل و الكمية يتم الإتفاق عليها عند توقيع العقد، بينما يتم دفع الثمن و تسليم الأصل المتفق عليه في المستقبل و من هنا جاء تعبير "المستقبلي" لوصف العقد"[3].

الواضح من التعريفين السابقين أن العقد المستقبلي عبارة عن اتفاق حالي بين طرفين على بيع أو شراء أصل ما (مادي أو مالي) في تاريخ مستقبلي، يجري من خلاله تحديد الأصل و كميته و سعره، و تتم هذه العملية من خلال سوق العقود المستقبلية.

3-الخيارات: تعرف على أنها: "إتفاق بين طرفين أحدهما مشتري حق الخيار والآخر بائع ويسمى محرر الخيار، وبموجب هذا الإتفاق يكون للمشتري الحق في أن يشتري (إذا ما رغب دون التزام عليه) من الطرف الآخر (المحرر)، أو أن يبيع (إذا ما رغب دون التزام عليه) للطرف الآخر (المحرر)، أصلاً معيناً أو أداة مالية معينة بسعر معين و محدد في تاريخ معين أو خلال فترة زمنية معينة حسب الإتفاق، و ذلك مقابل أن يقوم مشتري حق الخيار

---

[1] – سمير عبد الحميد رضوان، **المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها–دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية–**، مرجع سبق ذكره، ص207.

[2] – مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، **أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة**، كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية 2005، ص922.

[3] – زياد رمضان، **مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي**، الطبعة الرابعة، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2007، ص97.

بدفع علاوة أو مكافأة للطرف الآخر البائع (المحرر) لقاء إلتزامه بالتنفيذ في حالة ما إذا رأى المشتري ممارسة حق الخيار"[1].

4-المبادلات: تعرف على أنها:" إلتزام تعاقدي يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي أو موجود معين مقابل تدفق نقدي أو موجود آخر، بموجب شروط تنفيذ معينة يتفق عليها عند التعاقد"[2].

و تعرف كذلك بأنها: "إتفاق تعاقدي بين طرفين على تبادل تدفقات نقدية معينة في تاريخ لاحق"[3]، وتشتمل المبادلات على عدة أنواع أهمها مبادلات العملات ومبادلات أسعار الفائدة، إضافة إلى مبادلات السلع، مبادلات الضرائب، المبادلات الخيارية، والمبادلات المستقبلية.

المطلب الرابع: أهمية سوق الأوراق المالية و وظائفها

تتمثل الوظيفة الأساسية لسوق الأوراق المالية في نقل الأموال من الأطراف التي يتوفر لديها فائض من الأموال (المدخرات) إلى الأطراف التي تعاني من عجز في الأموال، و قد وجدت أسواق الأوراق المالية في الأساس لتشبع حاجات المتعاملين، و من ثم أضحت ضرورة حتمية استلزمتها المعاملات الاقتصادية بين البشر و المؤسسات و الشركات، هذا و تعمل الأسواق على تحقيق موازنة فعالة ما بين قوى العرض و الطلب، و تتيح الحرية الكاملة لإجراء كافة المعاملات و المبادلات، و تزداد أهمية أسواق الأوراق المالية و تتبلور ضرورتها في خدمة النشاط الاقتصادي من خلال:

1. تنمية المدخرات الوطنية عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية و توجيهها نحو القطاعات الاقتصادية المختلفة على أسس تنافسية كفؤة.
2. جذب الاستثمارات الأجنبية لتسهم في تسريع عملية التنمية الاقتصادية و تقليص الإعتماد على الاقتراض الخارجي.
3. الإسهام في تحقيق التوزيع الأمثل للموارد المالية المتاحة و بالتالي التقليل من تكاليف و مخاطر التمويل.
4. المساهمة في رفع مستوى الوعي الادخاري و الاستثماري للأفراد و المؤسسات و زيادة شفافية و موثوقية المعلومات ذات الصلة بأداء الشركات المدرجة و الاقتصاد الكلي على حدٍ سواء.
5. تسريع و تسهيل عملية التخصيص و توسيع قاعدة الملكية في الاقتصاد.

---

[1] – عبد الحميد محمود البعلي، **المشتقات المالية في الممارسة العلمية وفي الرؤية الشرعية**، بحث مقدم للجنة العليا لتطبيق الشريعة الإسلامية، الكويت ديسمبر1999م، ص14.

[2] – العبادي هاشم فوزي دباس، **الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية**، الوراق للنشر والتوزيع عمان، الأردن، 2008، ص86.

[3] – سمير عبد الحميد رضوان، **المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها–دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية–**، مرجع سبق ذكره، ص238.

6. تمويل خطط التنمية الاقتصادية و ذلك بمساعدة حكومات الدول على الاقتراض من الجمهور لتمويل مشروعات التنمية، و الإسراع بمعدلات النمو الاقتصادي لديها.

7. توفير الحافز و الدافع الحيوي لدى جماهير المستثمرين من خلال تحقيق السعر العادل للأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية و حماية الأطراف المتبادلة.

8. القدرة على توفير و إعادة تدوير كم مناسب من الأموال لتحقيق السيولة اللازمة للمجتمع، و دعم الاستثمارات ذات الآجال المختلفة.

9. المساعدة في زيادة مستويات الإنتاج في الاقتصاد من خلال تمويل الفرص الاستثمارية التي تؤدي إلى رفع مستويات الإنتاج و بالتالي رفع مستويات التشغيل أو التوظيف و الذي يؤدي بدوره إلى تحقيق مستويات أفضل للدخول سواء على المستوى الفردي أو المستوى القومي[1].

مما سبق يمكن القول أن سوق الأوراق المالية تستمد أهميتها من الدور المتعدد الأوجه و الجوانب الذي تقوم به، فهي أداة فعالة غير محدودة في الاقتصاد القومي، تؤثر في مختلف جوانب النشاط الاقتصادي و مجالاته، و في الوقت عينه تتأثر به، مما يحدث بالتالي آثاراً جديدةً، كما تلعب أسواق الأوراق المالية دوراً بالغ الأهمية في جذب الفائض في رأس المال غير الموظف و غير المعبأ في الاقتصاد القومي، و تحوله من مالٍ عاطلٍ خاملٍ إلى رأس مال موظف و فعال في الدورة الاقتصادية، و ذلك من خلال عمليات الاستثمار التي يقوم بها الأفراد أو الشركات في الأسهم و السندات و الصكوك التي يتم طرحها في أسواق الأوراق المالية.

[1] – البتال أحمد حسين، **محاضرات في الأسواق المالية**، كلية المعرف الجامعية، نسخة الكترونية، 2004، ص 04.

المبحث الثالث:

فرضية كفاءة سوق الأوراق المالية و مستوياتها

تقوم سوق الأوراق المالية بمهام حيوية في تخصيص و حشد و توزيع المدخرات و الفوائض النقدية نحو الاستثمارات المنتجة و الأنشطة الاقتصادية، و هي تمثل بهذا قناة تضمن من خلالها تمويل الاستثمارات و آلية لتسويق و تسعير الأوراق المالية، و تحقيق نمو متوازن بين كافة القطاعات الاقتصادية النشطة، و بالتالي الإستحواذ على رضا المدخر و المستثمر في وقتٍ واحدٍ، و الوصول في النهاية إلى الأسعار التوازنية، و لكي تقوم السوق المالية بوظائفها على أكمل وجه يجب أن تتصف بالكفاءة و تعكس بصورة كاملة و صحيحة لجميع المعلومات المتوفرة و ذات الصلة بتحديد قيمة الورقة المالية.

المطلب الأول: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية و خصائصها

أولا: تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية

وفقا لمفهوم الكفاءة، يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية و على وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه يكون من شأنها تغيير نظرتهم في المنشأة المصدرة للسهم، حيث تتجه أسعار الأسهم صعوداً أو هبوطاً و ذلك تبعا لطبيعة الأنباء إذا كانت سارة أو غير سارة، و في السوق الكفء يعكس سعر سهم المنشأة المعلومات المتاحة عنها سواءً كانت تلك المعلومات على شكل: قوائم مالية، معلومات تبثها وسائل الإعلام، السجل التاريخي لسعر السهم، أو تحليلات و تقارير حول الحالة الاقتصادية العامة على أداء المنشأة[1] .

في ظل السوق الكفء تكون القيمة السوقية للورقة المالية هي قيمة عادلة تعكس تماماً قيمتها الحقيقية، التي يتولد عنها عائد يكفي لتعويض المستثمر عن ما ينطوي عليه الاستثمار لتلك الورقة من مخاطر[2]، و بمعنى آخر تكون القيمة الحالية للمكاسب المستقبلية المتوقعة من الاستثمار في ورقة مالية معينة –مخصومة بمعدل عائد على الاستثمار يكفي لتعويض المستثمر عن المخاطر– تعادل تماماً القيمة السوقية للورقة المالية في يوم شرائها[3]، غير أن قرارات بعض المستثمرين قليلي الخبرة في التعامل مع الأوراق المالية، قد تدفع بالأسعار إلى مستويات بعيدة عن قيمتها الحقيقية، فكفاءة السوق عندما يكون كل مستثمر مقتنع بسلامة توقعاته، أي ليس مغالٍ فيها أو أقل مما ينبغي[4].

---

[1]– عصام حسين، **أسواق الأوراق المالية(البورصة)**، مرجع سبق ذكره، ص31.

[2]– منير ابراهيم هندي، **الأوراق المالية و أسواق رأس المال**، منشأة المعارف، الاسكندرية، 1999، ص 490.

[3]– مفتاح صالح و معارفي فريدة، **متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية**، مجلة الباحث، العدد السابع، ورقلة، 2010، ص 182.

[4]– منير ابراهيم هندي، **الأوراق المالية و أسواق رأس المال**، مرجع سبق ذكره، ص 491.

بصيغة أخرى، يمكن القول أن في السوق الكفء جميع الفرص الغير مستغلة في تحقيق الأرباح قد تم إقصاؤها[1]، فلا تتحقق أرباح غير عادية في هذه الظروف لأي مستثمر كان، فالسوق الكفء ليس بالضرورة أن يتصف جميع المستثمرين المتدخلين في سوق الأوراق المالية بالدراية الكافية حول كيفية تغير أسعار الأوراق المالية، أو يتميزون بتوقعات رشيدة فيما يخص تطور الأسعار، حتى يمكن الحكم على إمكانية تطبيق السوق الكفء.

مما سبق يمكن القول بأن السوق الكفء هو ذلك السوق العادل الذي تعكس أسعار بيع الأصل فيه كافة المعلومات التاريخية أو الحالية أو المستقبلية المتاحة، حيث يشعر الجميع بأنهم أمام مباراة عادلة.

و يمكن أن نميز هنا بين الكفاءة الكاملة و الكفاءة الاقتصادية، و ذلك على النحو التالي[2]:

أ/ الكفاءة الكاملة:

لكي يسمى مفهوم كفاءة السوق بالكفاءة الكاملة يقتضي توفر الشروط التالية:

- أن تكون المعلومات عن السوق متاحة للجميع و في نفس الوقت و دون تكاليف.
- عدم وجود قيود على التعامل مثل تكاليف المعاملات أو ضرائب أو غيرها.
- للمستثمرين الحق في بيع أو شراء الكمية التي يريدونها من الأسهم و دون شروط و بسهولة و يسر.
- وجود عدد كبير من المستثمرين بما يؤدي إلى عدم تأثير تصرفات بعضهم على أسعار الأسهم.
- إتصاف المستثمرين بالرشد، أي أنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها وراء استغلال ثرواتهم.

ب/ الكفاءة الاقتصادية:

أما في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق فإنه يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق حتى تبدو آثارها على أسعار الأسهم، مما يعني أن القيمة السوقية للسهم قد تبقى أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لفترة من الوقت على الأقل، و لكن بسبب تكلفة المعلومات و الضرائب و غيرها من تكاليف الاستثمار لن يكون الفارق بين القيمتين كبير إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحا غير عادية على المدى الطويل.

[1] - Fridiric Mishkin, **Monnaie,Banques Et Marchés Financiers**, traduction : Christian Bordes , neuvième édition, édition PEARSON Education, Paris, 2010, p179.

[2] – عصام حسين، **أسواق الأوراق المالية(البورصة)**، مرجع سبق ذكره، ص32.

ثانيا: خصائص أسواق الأوراق المالية الكفؤة

وفقاً لمفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية يمكن إستخلاص مجموعة من الخصائص العامة و التنظيمية و الادارية التي يتميز بها السوق الكفء.

أ/ الخصائص العامة لسوق الأوراق المالية الكفؤة

يمكن إجمالها في النقاط التالية[1]:

- يتميز المتعاملون في تلك السوق بالرشادة في إتخاذ قراراتهم الاستثمارية المتنوعة، مما ينتج عنه قرارات تهدف بالدرجة الأولى إلى تعظيم ثرواتهم.
- توفر المعلومات للجميع من مقرضين، مستثمرين، الادارة، الجهات الحكومية، مراقبي الحسابات و هذا بدون تكلفة مما يؤدي إلى تطابق توقعاتهم المستقبلية بشأن أداء الشركات.
- حرية كاملة في تداول الأوراق المالية بدون رسوم ضريبية، كما أنه لا تفرض عليهم أي تكلفة تداول.
- وجود عدد كبير من المتعاملين من الطالبين و العارضين، مما يعني غياب عنصر الاحتكار و بالتالي عدم قدرة أي مستثمر التأثير بمفرده على الأسعار في تلك السوق.

ب/ الخصائص التنظيمية و الإدارية لأسواق الأوراق المالية الكفؤة

من أهم الخصائص التنظيمية و الإدارية الواجب توافرها في السوق المالي للوصول إلى مستوى الكفاءة المعقول ما يلي[2]:

- وجود هيئة لأعضاء السوق المالية تتألف من وسطاء و وكلاء يقومون بعمليات التداول.
- وجود لجنة إدارية تضع أنظمة الأسواق المالية و تشرف على تطبيقها و تعمل على تطويرها و تراقب عمليات التداول عن كثب.
- وجود شروط لإدراج الأوراق المالية للشركات على لائحة السوق المالية لاستمرارية أو إيقاف هذا الإدراج.
- وجود قائمة للتداول تتجمع فيها طلبات البيع و الشراء و أسعار الطلب و العرض التي تشمل جميع الأسهم المدرجة.
- وجود طريقة للتداول يتم من خلالها تنفيذ أوامر و تحديد أسعار الصفقات بسرعة.
- وجود صانعي الأسواق مثل المتخصصين و المتاجرين المعتمدين الذين يقومون بتحريك السوق و يؤمنون سوقاً مستمرة و نشيطة في الأسهم.
- أن تكون معدلات العمولة منخفضة قدر الإمكان كي لا تحد من نشاط التداول.

[1]- محمود محمد الداغر، **الأسواق المالية**، الطبعة الاولى، دار الشروق للنشر و التوزيع، عمان، 2005، ص 282.

[2]- فريد النجار، **البورصات و الهندسة المالية**، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، 1999، ص 93.

- سرعة إتمام عمليات تسوية تبادل الأسهم و تسجيلها و نقل ملكيتها و تسديد ثمنها بسرعة كي لا يتأثر نشاط السوق.
- أن يخضع التداول الذي يقوم به الأشخاص في السوق للأنظمة و القوانين، و أن يتم مراقبة الشركات للتأكد من عدم إستغلال المعلومات المتاحة لهم وفق وظائفهم و لتحقيق الأرباح السريعة.

المطلب الثاني: متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية

لكي يضمن سوق الأوراق المالية تحقيق هدفه في التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة ينبغي أن تتوفر فيه خاصيتين أساسيتين هما كفاءة التسعير و كفاءة التشغيل بالإضافة إلى كفاءة السيولة.

أولا: كفاءة التسعير

يطلق على كفاءة التسعير بالكفاءة الخارجية، و يقصد بها وصول معلومات جديدة للمستثمرين في السوق المالية بسرعة كبيرة مقابل تكلفة منخفضة، مما تصبح الفرصة مواتية للجميع للحصول على تلك المعلومات، و هذا ما يجعل أسعار الأوراق المالية تعكس جميع المعلومات المتاحة، و يصبح التعامل في هذه الأسواق بمثابة لعبة عادلة تتوفر لجميع المتعاملين فرصة تحقيق أرباح غير عادية[1]، في حين لا تحقق أرباح استثنائية في وجود سوق كفء، كما يمكن أن يتعرض المستثمرون قليلو الخبرة إلى خسائر كبيرة جراء عدم معرفتهم الكافية بآلية تحرك السوق، و عدم القدرة على تحليل المعلومات المتاحة في السوق بالشكل المناسب.

ثانيا: كفاءة التشغيل

يطلق على كفاءة التشغيل بالكفاءة الداخلية، و نقصد بها تخصيص الأموال و متابعة المعلومات و إعداد و تنفيذ الصفقات مقابل تحمل أقل التكاليف لعمليات البيع و الشراء و مصاريف الوساطة[2]، ما ينتج عنه تسهيل عملية الإنتقال السريع للأموال بين المدخرين و المستثمرين، و من ثم زيادة معدل دوران الأوراق المالية و ضمان لعائد مقبول لكل من البائع و المشتري.

و تعتمد كفاءة التسعير إلى حدٍ كبير على كفاءة التشغيل، و لكي تعكس الورقة المالية المعلومات الواردة إلى السوق، وجب تحديد التكاليف التي يتحملها المستثمرون لإتمام المعاملة عند حدها الأدنى، و هذا ما يشجع المستثمرين على العمل المستمر للوصول إلى المعلومة الجديدة و بسرعة مهما كان تأثير تلك المعلومات النهائية المتوصل إليها على أسعار الأوراق المالية[3].

---

[1]- عبد الغفار حنفي، **أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية**، مرجع سبق ذكره، ص195.

[2]- هوشيار معروف، **الاستثمار و الأسواق المالية**، مرجع سبق ذكره، ص 76.

[3]- منير ابراهيم هندي، **الأوراق المالية و أسواق رأس المال**، مرجع سبق ذكره، ص 502.

و هناك العديد من الأساليب التي من شأنها تحسين كفاءة التشغيل و من ثم خفض تكاليف المعاملات و منها[1]:

- السماح لأسهم الشركات أن تقيد في أكثر من سوق منظمة، و هذا يعزز المنافسة بين التجار و المتخصصين و من ثم انخفاض هامش الربح الذي يطلبونه.
- التفاوض حول عمولة الشراء بين العميل و السمسار بشكل يخفض من تكلفة المعاملات و ينشط التداول في السوق.
- يمكن لإدارة سوق الأوراق المالية أن تتخذ قرارات إيقاف التعامل على سهم أو عدة أسهم في حالة إختلال واضح بين العرض و الطلب.

ثالثا: كفاءة السيولة

تعبر عن إمكانية تحويل و إسترجاع الأموال و الأوراق من و إلى نقدية في أي وقت أراده المستثمر و بالعوائد المرجوة و بأقل الخسائر، و بالتالي تعبر الأسعار الحقيقية إلى حدٍ ما على المعلومات المتاحة في السوق[2].

المطلب الثالث: الصيغ المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية

في تعريفنا لمفهوم كفاءة السوق، ذكرنا بأنها تلك الأسعار التي تعكس كافة المعلومات المتاحة و بالسرعة التي من شأنها أن تؤثر على القيمة السوقية للورقة المالية، هذا يدفعنا لتحري طبيعة و ماهية المعلومات المتاحة بالتعرض لمختلف فروض صيغ السوق الكفء.

أولا: فرضية السوق الكفء في شكله الضعيف:

يقتضي هذا الفرض باستحالة التنبؤ بسعر الورقة المالية إعتماداً على المعلومات المتاحة في الماضي[3]، و هو يفسر أن أي محاولة لتوقع الأسعار في المستقبل ستكون غير صحيحة، حيث يرى هذا الفرض أن أسعار السوق تعكس فقط المعلومات التاريخية الخاصة بالأوراق المالية كالأسعار و حجم التعاملات، و يعتمد بالأساس على التحليل الفني كوسيلة على كفاءة و تطور السوق[4] .

و تعرف هذه الصيغة الضعيفة " بنظرية الحركة العشوائية للأسعار"، ذلك أنه في حالة استحالة التنبؤ بالأسعار إنطلاقاً من المعلومات المتوفرة عن حجم المعاملات المبرمة في الماضي، فإن الأسعار في المستقبل تأخذ إتجاه عشوائي و تكون مستقلة تماماً عن الأسعار التاريخية المسجلة في الماضي، أي أن التغيرات التي ستطرأ في المستقبل

[1]- عاطف وليم أندراوس، **أسواق الأوراق المالية**، مرجع سبق ذكره، ص 156.

[2]- فيصل محمود الشواورة، **الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: الأسس النظرية و العلمية**، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، عمان، 2008، ص 48.

[3]- عاطف وليم أندراوس، **أسواق الأوراق المالية**، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، الاسكندرية، 2006، ص 157.

[4]- أرشيد فؤاد التميمي، **الأسواق المالية**، دار اليازوري العلمية للنشر و التوزيع، عمان، 2008، ص 47.

على أسعار الأوراق المالية مستقلة تماماً و لا توجد أي علاقة ترابطية فيما بينها و هذا ما يعرف بالحركة العشوائية للأسعار[1].

و في توفر هذه الظروف، لن تنجح أي محاولة يقوم بها المستثمرون لتحقيق عوائد استثنائية من وراء تحليلهم للحركة التاريخية للأسعار.

ثانيا: فرضية السوق الكفء في شكله شبه القوي

و فقا لهذا الفرض، فإن أسعار الاوراق المالية لا تعكس فقط التغيرات الماضية، بل كذلك بالإضافة لكافة المعلومات المتاحة للجمهور أو التوقعات التي تبنى على تلك المعلومات[2]، و تتمثل هذه المعلومات فيما يلي:

- الأحداث السياسية و الأمنية التي تطرأ على المستوى الدولي.
- الحالة الاقتصادية على الصعيد الوطني و ما ينعكس على ظروف الصناعة و الوضعية الداخلية للشركة.
- مدى توفر القوائم المالية و التقارير السنوية مع تحليلها للجمهور.

و هذا الفرض من صيغ كفاءة سوق الأوراق المالية، يتوقع أن تستجيب أسعار الأوراق المالية لما يتوفر من معلومات، في بادئ الأمر تكون الاستجابة خاطئة، كون المعلومات تم تحليلها بشيء جزئي، و مع مرور الوقت سوف تتوافر معلومات مع تحليلها النهائي و تنعكس المعلومات على أسعار الورقة المالية، ففي هذه الظروف لا يمكن لأي مستثمر أن يحقق أرباحاً استثنائية ذلك أن الوقت اللازم لتحليل تلك المعلومات غير كاف، و ولوج لمعلومات جديدة تحدث تغييراً في الأسعار قبل أن يتوصل المستثمرون لنتيجة من وراء تحليلهم للمعلومات السابقة[3].

ثالثا: فرضية السوق الكفء في شكله القوي

يعني هذا الفرض أن أسعار الأوراق المالية تستجيب لكافة المعلومات التاريخية و الحالية و المستقبلية المتاحة للجمهور و الغير متاحة، التي بحوزة فئة معينة من أعضاء إدارة الشركة و كبار العاملين فيها، أو حتى تلك المعلومات المتوصل إليها من طرف تحليلات الفنيين الأساسيين[4]، ففي هذه الحال تحقيق أرباحا استثنائية من طرف مستثمرين على حساب مستثمرين آخرين يستحيل.

---

[1]- محمود محمد داغر، **الأسواق المالية**، مرجع سبق ذكره، ص284.

[2]- منير ابراهيم هندي، **الأوراق المالية و أسواق رأس المال**، مرجع سبق ذكره، ص 507.

[3]- عاطف وليم أندراوس، **أسواق الأوراق المالية**، مرجع سبق ذكره، ص 158.

[4]- منير ابراهيم هندي، **الأوراق المالية و أسواق رأس المال**، مرجع سبق ذكره، ص 510.

و تعتبر فرضية السوق الضعيفة تلقى تأييد قوي من طرف المستثمرين، فهذا يعني أن حركة أسعار الأوراق المالية في السوق هي حركة عشوائية، كون المعلومات تصل إلى السوق على شكل عشوائي و قد تكون سارة أو غير ذلك[1]. في مثل هذه السوق لا يستطيع أي مستثمر أن يحقق عائدا كبيرا يفوق ما حققه المستثمرون الآخرون، لأن العائد يكفي لتعويض كل مستثمر عن المخاطر التي تكتنف الاستثمار محل الصفقة.

المطلب الرابع: أساليب قياس فرضية سوق الأوراق المالية الكفء

اعتمدت الدراسات الأولية التي تناولت كفاءة سوق الأوراق المالية على التحليل التطبيقي دون الإستناد إلى جانب نظري، و هو ما جعل "FAMA" يقوم بصياغة فرضية السوق الكفء في إطار نموذج المباراة أو اللعبة العادلة و الذي ينص على أن سعر التداول في السوق يعكس كل المعلومات المتاحة عن الأوراق المالية التي تتماشى مع مستوى مخاطر الاستثمار فيها.

و يعتمد سعر الورقة المالية وفقاً لهذه الصيغة على كل المعلومات المتاحة عن النقطة الزمنية (+) و يتغير السعر عند وصول معلومة جديدة بين النقطتين (+)، (++1) ليصل السعر إلى (P_T +1) الذي يعكس تأثير المعلومات الجديدة، و يتصف وصول المعلومات بالحركة العشوائية مما جعل السعر الذي يتوقعه المستثمر عند النقطة الزمنية (T+1) لا يكون مساوياً في بعض الأحيان السعر الذي يتم عنده التداول في الفترة (T+1) و يؤدي إلى صياغة خطأ التنبؤ على أنه الفرق بين السعر الذي تم به تداول الورقة المالية في الفترة الزمنية (T+1) و السعر الذي توقع المستثمر أن يسود في تلك الفترة، كما توضحه المعادلة التالية:

$$\xi_T + 1 = P_T + 1 - E_T\,(P_T + 1)$$

حيث:

$\xi_T + 1$: حد الخطأ العشوائي.

P_T+1: سعر تداول الورقة المالية الفعلي عند النقطة الزمنية (T+1).

$E_T(P_T+1)$: السعر المتوقع من المستثمر لتداول الورقة المالية عند النقطة الزمنية (T+1) و الذي صاغه المستثمر عند النقطة(T).

[1]- عبد الغفار حنفي، **أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية**، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2001، ص 197.

و يعتمد المستثمر على نموذج اقتصادي لحساب العوائد المستقبلية بناءً على كل المعلومات، كما يتمتع المستثمرون بإتخاذ القرارات الجيدة الخاصة بالتوقعات عن العوائد المستقبلية.

و تعطى دالة إحتمال العوائد المتوقعة بالعلاقة التالية:

$$\$_P\ (R_T + \frac{\mathrm{n}}{\Omega_{TP}}) = \$\ (R_T + \frac{\mathrm{n}}{\Omega_T})$$

حيث أن:

Ω_T: كافة المعلومات التاريخية و الحالية.

Ω_{TP}: المعلومات المتاحة لجمهور المتعاملين عند نفس النقطة الزمنية.

و ترجع المعلومات وفقاً لنظرية الحركة العشوائية إلى السوق بصورة عشوائية مما يجعل هناك تبايناً في التنبؤ لتوقعات المستثمرين بين العائد و العائد الفعلي و بالتالي يحقق المستثمرون خسائر أو أرباحاً غير عادية يطلق عليها خطأ التنبؤ و تأخذ الصيغة التالية:

$$M_T + 1P = R_T + 1 - E^P(R_T + 1\Omega_{TP})$$

حيث أن:

$M_T + 1P$: خطأ التنبؤ عند النقطة الزمنية(T+1) و يمثل الخسائر أو الأرباح غير العادية.

$R_T + 1$: معدل العائد الفعلي على الاستثمار عند النقطة الزمنية (T+1).

$E^P(R_T + 1\Omega_{TP})$: معدل العائد المتوقع تحقيقه عند النقطة الزمنية (T+1).

و في الأخير يأخذ النموذج العام لقياس الكفاءة الصيغة الآتية:

$$P_T = a + b\,\vartheta + e_t$$

حيث أن:

P_T: سعر الأوراق المالية في النقطة الزمنية.

ϑ: المعلومات.

e_t:الخطأ العشوائي.

a: معدل العائد الفعلي على الاستثمار في الزمن "t".

b: معدل العائد المتوقع تحقيقه في الزمن "t".

كما يوجد نموذج EARCH لقياس الكفاءة و الذي قدمه Engle سنة 1982 و قام بتطويره Bollerslev سنة 1986، حيث يقدم النموذج إطار للعلاقة بين العائد المتوقع و التغيرات في المخاطر أو تذبذب عائد الأصول وفقاً لنظرية المحفظة، و يأخذ النموذج EARCH الصيغة التالية:

$$Y_t = U_t + \delta 1 h_t^{\frac{1}{2}} + \xi_t$$

حيث أن:

Y : عائد الورقة المالية.

U : تقديرات المعلومات الماضية.

ξ_t : الخطأ العشوائي للمعلومات السابقة.

h_t : تباين الخطأ

و يوضح هذا النموذج أهمية الإرتباط بين العائد و المخاطر، و انخفاض درجة التقلب للعائد في السوق إلى جانب ضرورة استجابة الأسعار للمعلومات لتكون السوق كفءً[1].

[1]- بن أعمر بن حاسين، **فعالية الأسواق المالية في الدول النامية–دراسة قياسية–**، مرجع سبق ذكره، ص 71-74.

المبحث الرابع:
مؤشرات سوق الأوراق المالية

تثار في سوق الأوراق المالية تساؤلات عديدة عن المقاييس و المعايير التي يمكن من خلالها معرفة مستوى أداء هذه الأسواق، جيدة كانت أو دون المستوى من حيث الربحية و الانتاجية و الاستقرار و المرونة، و إن كانت الأطراف الفاعلة في هذه الأسواق تعمل على أن تتصف هذه الأخيرة بالكفاءة، و تعمل كذلك السلطات العمومية على تحقيق كفاءة أسواقها المالية ضمن سلم أولوياتها، فتستحوذ على رضا المدخرين و المستثمرين على حد سواء.

و مؤشرات الأسواق المالية تعتبر من أدوات تحليل سوق الأوراق المالية من جهة و أداة للتنبؤ بحركة تطوره مستقبلاً، حيث تعطي فكرة سريعة عن أداء المحفظة المالية و الحكم على أداء المديرين، كما تعتبر أداة لتقدير مخاطر المحفظة المالية.

المطلب الأول: ماهية مؤشرات أسواق الأوراق المالية

سنتطرق من خلال هذا المطلب إلى التعريف بمؤشرات أسواق الأوراق المالية و الأهمية التي تحتلها هذه المؤشرات في الحياة الاقتصادية، و ذلك وفق التحليل الموالي:

أولا: تعريف مؤشر سوق الأوراق المالية

هناك العديد من التعاريف التي أعطيت لمؤشرات أسواق الأوراق المالية و منها نذكر:

مؤشر السوق:" هو قيمة رقمية مطلقة بصورة متوسطات أو أرقام قياسية تصلح لعمليات المقارنة و الملاحظة و التتبع و القياس للمتغيرات الزمنية أو التغيرات المقطعية بين المنشآت و الصناعات و الأسواق و الأقاليم و دول العالم، في مستوى زمني معين و الحاصلة في سوق رأس المال"[1].

كما عرفت مؤشرات أسواق الأوراق المالية على أنها:" تقنية تسمح بإعطاء نتيجة عددية بواسطة علاقة تبين تطور الكميات و الأسعار عبر الزمن، من أجل التعرف على أداء سوق الأوراق المالية أو قطاع اقتصادي معين أو محفظة مالية، مع إمكانية مقارنتها بمثيلاتها في نفس السوق أو الأسواق المالية الأخرى"[2].

[1] – محمود محمد الداغر، **الأسواق المالية**، مرجع سبق ذكره، ص 298.

[2] - P. TOPSCALIAN**, Les Indices boursières sur action**, Economica, Paris, 1996, p 09.

كما عرفت كذلك على أنها:" يقيس مؤشر سوق الأوراق المالية مستوى الأسعار في السوق بالإستناد على عينة من أسهم الشركات التي يتم تداولها في سوق رأس المال المنتظمة و غير المنتظمة أو كلاهما، و غالبا ما يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس حالة سوق رأس المال المستهدف قياسه[1]، و هناك نوعان من المؤشرات:

1- مؤشرات تقيس حالة السوق بصفة عامة مثل مؤشر داوجونز لمتوسط الصناعة، و مؤشر ستاندرد أند بورز 500 في الولايات المتحدة الأمريكية، و مؤشر FTSE100 في بريطانيا، و مؤشر CAC40 في فرنسا.

2- مؤشرات قطاعية: أي تقيس حالة السوق بالنسبة لقطاع معين أو صناعة معينة، و منها مؤشر داوجونز لصناعة النقل، و مؤشر ستاندرد أند بورز لصناعة الخدمات العامة.

من خلال ما سبق يمكن أن نعرف مؤشرات أسواق الأوراق المالية على أنها تقنية و أداة لقياس تطور الأسعار و كميات الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية المنظمة و غير المنظمة أو كلاهما، من أجل التعرف على أداء السوق بصفة عامة أو قطاع سوقي بصفة خاصة بطريقة مستمرة في فترات زمنية محددة.

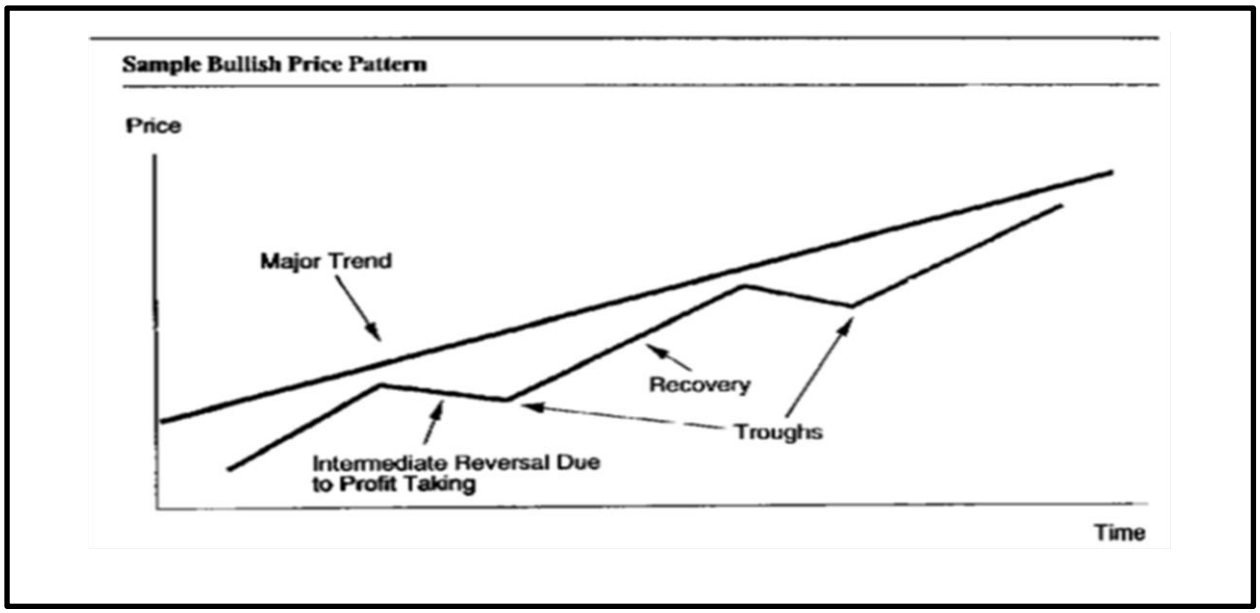
ثانيا: أهمية المؤشرات وعلاقتها بالحالة الاقتصادية

طالما أن نشاط المنشآت التي يتم تداول أوراقها المالية في سوق رأس المال يمثل الجانب الأكبر من النشاط الاقتصادي في الدولة، وفي حال إتسمت سوق رأس المال بقدر من الكفاءة فإن المؤشر المصمم بعناية لقياس حالة السوق ككل من شأنه أن يكون مرآةً للحالة الاقتصادية العامة للدولة كما يمكن لمؤشرات أسعار الأسهم أن تتنبأ بالحالة الاقتصادية المستقبلية وذلك قبل حدوث أي تغيير قبل فترة زمنية .

وهنالك سمات تطلق على أسواق الأوراق المالية، فعندما تكون حركة مؤشر أسعار الأسهم المتوقعة تتجه نحو الصعود، فإنه حينئذٍ يطلق على سوق الأوراق المالية "السوق الصعودي"(Bull Market))، أما حينما تكون حركة المؤشر المتوقعة تتجه نحو الهبوط أو التراجع، فإنه عند ذلك يطلق عليه "السوق النزولي" Bear) (Market، ويطلق على السوق بأنه صعودي عندما يزيد معدل العائد الذي يحققه- وفقاً للمؤشر- على العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر، أما السوق النزولي فهو حين يكون معدل العائد الذي يحققه السوق - وفقاً للمؤشر- أقل من العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر، وعادة ما يوصف المضاربون في السوق على هذا الأساس، أي عندما يعتقد المضارب بأن السوق سوف تأخذ منحنى الصعود فإنه يوصف بالمضارب على الصعود(Bullish) ، أما إذا اعتقد بأن الأسعار متجهة إلى الهبوط حينئذ يطلق عليه المضارب على الهبوط (Bearish)، و هذا ما يوضحه الشكل الموالي:

[1]- حسان خضر، **تحليل الأسواق المالية**، سلسلة جسر التنمية، العدد السابع و العشرون، مارس 2004، ص 07.

الشكل رقم (1-2): مؤشرات أسواق الاوراق المالية و الحالة الاقتصادية



المصدر: نشرية صندوق النقد الدولي حول مؤشرات أسواق الاوراق المالية، نسخة الكترونية، ص 03.

المطلب الثاني: أنواع مؤشرات أسواق الأوراق المالية

يرى بعض الاقتصاديين أن البلدان التي تتميز باقتصاد قوي يعد مطلباً أساسياً لأي شركة أو صناعة رابحة، و لذلك فإن مؤشرات الانتاج الصناعي و الناتج القومي الاجمالي و الدخل القومي و تقديرات الدخل المتاح، تعد من المؤشرات التي ينبغي على المستثمر أن يستعين بها للتعرف على اتجاهات السوق المستقبلية.

و من بين أهم المؤشرات الاقتصادية التي يستخدمها المستثمرون كمرشد أو دليل لتحديد الاتجاهات المستقبلية للاقتصاد ككل نجد[1]:

أولا: مؤشر اتساع السوق

و نعني بهذا المؤشر عدد أسهم الشركات التي تم التعامل عليها ارتفاعاً و انخفاضاً في نهاية التداولات و تلك التي ثبتت أسعارها، و يحسب المؤشر بطرح عدد أسهم الشركات التي ارتفعت (الصاعدة) من التي نزلت (الهابطة)، و يمكن أن نطرح الهابطة من الصاعدة لنتحصل على صافي الصعود أو صافي الهبوط، على أن نقسم هذا الصافي على عدد الشركات المتعامل عليها، و النتيجة الحصول على الرقم القياسي لإتساع السوق.

[1]- سمير عبد الحميد رضوان، **أسواق الأوراق المالية**، المعهد العالي للفكر الاسلامي، الطبعة الأولى، القاهرة، 1996، ص 88.

ثانيا: مؤشر حجم السوق

يعد هذا المؤشر على الاسهم في السوق النظامية كدليل على مدى قوة السوق أو ضعفها، و وفقا لمفهوم هذا المؤشر تعتبر حركية الأسعار صعودا أو هبوطا دليل حيوية هذه السوق اذا ما صاحبها حجم ضخم و كبير من التعاملات على هذه الأسهم، أما تغير الأسعار سواء في اتجاه الصعود أو الهبوط و لا يصاحبها حجم كبير من التداولات فتعد من وجهة نظر و مؤيدي هذا المؤشر دليل على ضعف السوق.

و حتى يمكن معرفة أداء سوق الأوراق المالية، يجب الإستعانة ببعض المؤشرات التي يستعان بها لقياس نتائج أعمال هذه الأسواق، و فيما يلي نتطرق إلى أهمها[1]:

- معدل تعبئة و توجيه المدخرات إلى استثمارات و معدل المخاطر في التعامل في الأوراق المالية.
- عدد أدوات التعامل (المنتجات المالية) و عدد الشركات المدرجة بالبورصات الوطنية منها و الأجنبية.
- مؤشر الربحية و الكفاءة التشغيلية و كفاءة المعلومات المقدمة لكل من البائع و المشتري في أسواق الأوراق المالية.
- درجة تقلبات أسعار الأوراق المالية و الإتجاه العام لأسعار البورصة و حجم التداول و معدل دوران التداول.

ثالثا: مؤشرات و رتبة السندات:

في تناولنا لمؤشرات السوق و التي تعكس سوق الأسهم بشكل رئيسي، تمثل السندات أدوات ائتمانية فهي صك دين، و بسبب انفصال النشاط الاقتصادي للشركة المصدرة لهذه السندات نسبيا عن أسعار السندات و عوائدها في السوق المالي، فإن مؤشرات السوق غير قادرة على عكس حالة تداول السندات و أسعارها و عوائدها بشكل جيد، لذلك يتم اللجوء إلى عملية ترتيب أو تقييم السندات، و يقصد به تقييم نوعية الائتمان للسندات بناءً على الحالة المالية للشركة المصدرة للسند و الظروف المحيطة بها[2]، و لكون أن سندات الشركات لا تخلو من مخاطر عدم السداد لأصل المبلغ و الفوائد، لذا نجد في أسواق المال ثلاث أكبر وكالات تصنيف ائتماني معروفة تعمل على ترتيب سندات الشركات المحلية كانت أم دولية، و هي:

"Moody's "، "Fitch" و" Standard &Poors"، كما هو موضح في الجدول التالي، تستخدم هذه الوكالات بعض النسب المالية لتحديد الدرجة الائتمانية للسندات و كذا شهرتها و نشاطها و حوادث عدم الدفع السابقة إن وجدت و غيرها من العوامل التي تحكم عملية التقييم الائتماني.

[1]- فريد راغب النجار، **تداول الأوراق المالية**، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2009، ص 251.

[2]- أرشيد فؤاد التميمي، **الأسواق المالية**، مرجع سبق ذكره، ص 260.

جدول رقم (1-1):

الدرجات الائتمانية للسندات وفقا لوكالتي: " Moody's" و" Standard & poors"

S & P	Moody	تعريف الدرجة الائتمانية
AAA	Aaa	تسمى سندات الحافة الذهبية لقدرتها العالية لدفع الفائدة و أصل المبلغ و ضمانات قوية.
AA	Aa	سندات النوعية العالية، قدرة قوية لدفع الفائدة و أصل المبلغ.
A	A	قدرة بدفع الفائدة و أصل المبلغ، عناصر الضمان تتأثر و تتغير بتغير الظروف الاقتصادية، توصف بسندات الدرجة الاستثمارية.
BBB	Baa	لها قدرة كافية لدفع الفائدة و أصل المبلغ، و مركزها قد يضعف بتغير الظروف الاقتصادية، لذلك توصف التزاماتها من الدرجة الاستثمارية الوسطى.
BB B	Ba B	ذات درجة منخفضة للفائدة و أصل المبلغ و طبقا لأجل السند على الرغم من توفر درجة النوعية و الحماية لعناصر الضمان.
CCC CC	Caa Ca	ذات درجة مضاربة لأصل المبلغ، و الفائدة مرتفعة على الرغم من امتلاكها لدرجة النوعية و الحماية.
C	C	تقترب من السندات الدخل في حالة عدم دفع الفائدة و تسمى سندات المضاربة الى حد ما.
D	D	سندات النكول و احتمالات الافلاس عالية للجهة المصدرة و تسمى سندات الخردة junk

المصدر: أرشيد فؤاد التميمي، **الأسواق المالية**، مرجع سبق ذكره، ص 261.

رابعا: معايير تصنيف السندات

و تؤسس هذا الوكالات على عدة معايير في تصنيفها للسندات، من أهمها[1]:

- معدلات مختلفة تتضمن معدل الدين، المعدل الزمني للفائدة، معدل العائد قبل الفائدة و الضرائب و إهتلاك الدين.
- شروط الرهن، فإذا كان السند قابل للضمان و الرهن كون قيمة الملكية إلى الدين مرتفعة، فإن السند يقوم بشكل جيد.
- الشروط التابعية، إذا كان السند مرتبط بديون أخرى فإن ترتيبه متدنيا مقارنة بالسند المنفصل عن دين آخر.
- شروط الضمان، إذا كان السند مؤمناً (مضموناً) من قبل مؤسسات إئتمانية كبيرة فإن الترتيب يكون عالياً.
- الاستحقاق: كلما كانت جهة الإصدار أو الجهة التي تبيع السندات مستقرة كان الترتيب أفضل.
- التكييف: كلما كانت منشأة الإصدار ذات إجراءات تكييف مناسبة كلما دعمت التقويم الائتماني لسنداتها.
- عدم الاحتكار: يجب أن لا تتعرض جهة الإصدار إلى إجراءات محاربة الاحتكار و التي تضر بموقعها الاقتصادي و بالتالي بسنداتها.
- العمليات الخارجية: و يقصد بها مبيعات الشركة و أصولها و أرباحها من العمليات الخارجية و ما هي الشروط الحكومية لدى الدول المضيفة لنشاط الشركة صاحبة السند.
- العوامل البيئية: طبيعة النفقات الموجهة لمكافحة التلوث و غيرها من المشاكل البيئية.
- الإلتزامات على المنتج: و نعني بها قدرة الشركة على تسويق منتجاتها بسلاسة.
- الإلتزامات التعاقدية: و هي قدرة الشركة على تحمل الضغوط العمالية من إضرابات و تقاعد مسبق و غيرها.

[1]- محمود محمد داغر، **الأسواق المالية**، مرجع سبق ذكره، ص 315.

المطلب الثالث: كيفية بناء مؤشر أسواق الأوراق المالية

على الرغم من التفاوت في كيفية إحتساب و بناء مؤشرات أسواق الأوراق المالية إلا أنها تقوم جميعاً على ثلاثة أسس هي: عينة ملائمة، تحديد الأوزان النسبية لكل سهم داخل العينة و طريقة حساب قيمة المؤشر.

أولا: ملائمة العينة

تعرف العينة فيما يتعلق ببناء المؤشر بأنها مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب ذلك المؤشر، وينبغي أن تكون ملائمة من ثلاثة جوانب وهي : الحجم و الاتساع و المصدر.

- **فيما يتعلق بالحجم**: فالقاعدة العامة في هذا الإطار تشير إلى أنه كلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر أكبر كلما كان المؤشر أكثر تمثيلاً وصدقاً لواقع السوق.
- **أما الاتساع** : فيعني قيام العينة المختارة بتغطية مختلف القطاعات المشاركة في السوق، و المؤشر الذي يستهدف قياس حالة السوق ككل ينبغي أن يتضمن أسهماً لمنشآت في كل قطاع من القطاعات المكونة للاقتصاد القومي دون تمييز.

أما إذا كان المؤشر خاص بصناعة معينة، حينئذٍ تقتصر العينة على أسهم عدد من المنشآت المكونة لتلك الصناعة.

- **فيما يخص المصدر**: فالمقصود به مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يبنى عليها المؤشر، حيث ينبغي أن يكون المصدر هو السوق الأساسي الذي تتداول فيه الأوراق المالية[1].

ثانيا: الأوزان النسبية

تعرف الأوزان النسبية في بناء المؤشرات بأنها القيمة النسبية للسهم الواحد داخل العينة، و هنالك ثلاثة مداخل شائعة لتحديد الوزن النسبي للسهم داخل مجموعة الأسهم التي يقوم عليها المؤشر، و هذه المداخل هي:

- **مدخل الوزن على أساس السعر**: أي نسبة سعر السهم الواحد للمنشأة إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية الأخرى التي يقوم عليها المؤشر، مما يؤخذ على هذا المدخل أن الوزن النسبي يقوم على سعر السهم وحده في حين أن سعر السهم قد لا يكون مؤشراً على أهمية المنشأة أو حجمها .
- **مدخل الأوزان المتساوية**: وذلك بإعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر .
- **مدخل الأوزان حسب القيمة**: أي إعطاء وزناً للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل منشأة ممثلة في المؤشر، وهذا يعني تجنب العيب الأساسي في مدخل السعر إذ لم يعد سعر السهم هو المحدد الوحيد للوزن النسبي، فالمنشآت التي تتساوى القيمة السوقية لأسهمها العادية يتساوى وزنها النسبي داخل المؤشر بصرف النظر عن سعر السهم أو عدد الأسهم المصدرة، هذا بدوره يعني أن اشتقاق الأسهم لن يحدث أي خلل في المؤشر.

[1]- عيسى محمد الغزالي، **تحليل الأسواق المالية**، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، 2004، ص 07.

ثالثا: إجراءات حساب قيمة المؤشر

تختلف المؤشرات من حيث الطريقة التي تحسب على أساسها قيمة المؤشر، فهناك مجموعة من المؤشرات تحسب قيمتها على أساس الأرقام القياسية (في معظم المؤشرات يحسب المتوسط على أساس المتوسط الحسابي)، و أخرى تحسب على أساس متوسط أسعار الأسهم التي يتكون منها المؤشر.

المطلب الرابع: إستخدامات المؤشر في أسواق الأوراق المالية

تعتبر مؤشرات أسواق الأوراق المالية بارومتر لقياس درجة تطور الاقتصاد عامة و السوق بصفة خاصة و القطاعات المكونة له بدرجة أخص، و يلخص المؤشر أداء السوق المالي الإجمالي، حيث يتكون المؤشر من الشركات في كل القطاعات المختلفة للاقتصاد، لذلك فهو يمثل أسلوباً سهلاً لتحويل الأداء الاقتصادي إلى صورة كمية، حيث تعكس المؤشرات الظروف الاقتصادية السائدة في سوق الأوراق المالية، و تشخيص المشاكل التي تؤدي إلى إنحراف الأسعار من أجل تصحيحها و تصويب إتجاه السوق ليعكس أسعار الأوراق المالية.

و نظراً لإختلاف المؤشرات من سوق إلى سوق و من قطاع إلى قطاع يؤدي ذلك إلى إختلافات إهتمامات الأطراف المستخدمة لهذه المؤشرات نظراً للدور الذي تؤديه، و من بين تلك الإستخدامات نذكر[1]:

أولا: متابعة أداء المحافظ الاستثمارية المالية

يعكس التغير الذي يطرأ على مؤشرات الأسعار كافة التحركات في أسعار الأسهم المتداولة، و بالتالي حتى تعكس أداة مؤشر أسهم أداء المحافظ الاستثمارية المالية المنوعة تنويعاً جيداً فقد يتسع ليشمل كافة الأسهم المتداولة بالبورصة، و يعبر أداء المؤشر عن العائد على الخطر المتوسط بالسوق، و بالتالي يمكن للمستثمر الفرد أن يقارن بين العائد على محفظة الاستثمارات التي يحتفظ بها و بين العائد السوقي، و إذا ما رغب المستثمر في الأداء بصورة تتفق مع أداء السوق يمكن أن يُكوِن محفظة استثمارات تكافئ محفظة الاستثمارات التي يتم على أساسها حساب المؤشر.

و يجب مراعاة أن هناك مؤشرات يتم حسابها على أساس قطاعات مثل مؤشر ستاندر أندر بورز لشركات المنافع العامة، و مؤشر داوجونز لشركات النقل، و في هذه الحالة لا يجب الاعتماد على هذه المؤشرات كمؤشرات لكل الأسهم المتداولة بالسوق، بل تعتبر هذه المؤشرات مقاييس جيدة لمحافظ الاستثمارات التي تشتمل أسهم شركات المنافع العامة و شركات النقل.

[1]- بوكساني رشيد، **معوقات أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها**، مرجع سبق ذكره، ص 114-115.

ثانيا: التنبؤ بحركة أسعار الأسهم بالبورصات

يمكن التوصل إلى نمط المتغيرات التي تطرأ على مؤشرات قياس حركة السوق من خلال التحليل التاريخي لتلك المتغيرات باستخدام تحليل السلاسل الزمنية و المتوسطات المتحركة، و بالتالي يمكن التنبؤ بالتطورات المتوقعة لحركة السوق في المستقبل، كذلك يمكن تحليل العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية و التغيرات في أسعار الأسهم باستخدام الأساليب الاحصائية مثل طريقة المربعات الصغرى و تحليل الإنحدار و الإرتباط، و التي تمَكِّن من التنبؤ بحركة السوق، و تفيد هذه التحليلات متخذ القرار الاستثماري في ترشيد عملية إتخاذ القرار.

ثالثا: الحكم على أداء المديرين

وفقاً لفكرة التنويع العشوائية، يمكن للمستثمر العادي أن يحقق معدل عائد على محفظة مكونة من أوراق مالية مختارة عشوائياً، يعادل تقريبا معدل عائد السوق الذي يعكسه المؤشر، هذا يعني أن المدير المحترف الذي يشرف على محفظة مؤسسة مالية و الذي يستخدم أساليب متقدمة في التنوع يكون لزاماً عليه أن يحقق عائداً جيداً الذي يعكس عائد السوق بصفة عامة، كذلك يجب على المديرين أن يأخذوا في الحسبان التباين بين مخاطر المحفظة و مخاطر السوق الذي تنشط فيه.

رابعا: التنبؤ بالحالة الاقتصادية

يشير بعض الاقتصاديين إلى أنه إذا أمكن للمحللين الوقوف على طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية و بعض المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات هو ما يشار عليه عادة بالتحليل الأساسي الذي يمكن من التنبؤ مقدماً بما سيكون عليه حال السوق في المستقبل و هذا من شأنه إتخاذ القرار السليم، كما يمكن للمستثمرين مقارنة أداء مؤشر أسواق الأوراق المالية المحلية بمؤشر أسواق الأوراق المالية الدولية و سوف يؤدي ذلك إلى تحديد إتجاهات السوق مقارنة بأسواق أخرى مما قد ينجم عنه زيادة الاستثمارات الأجنبية خاصةً في حالة ما إذا كان السوق من الأسواق الواعدة.

خلاصة الفصل:

من خلال تطرقنا في هذا الفصل للإطار النظري لسوق الأوراق المالية، سمح لنا بالخروج ببعض المفاهيم و هي:

- تحتل الأسواق المالية درجة عالية من المكانة و الأهمية في اقتصاديات الدول المختلفة، و بالرغم من تشابهها مع الأسواق الأخرى في عملية البيع و الشراء من خلال صفقات تبادلية إلا أنها تختلف في نوع السلعة التي تتعامل بها و السرعة في إتمام الصفقات، و الوظائف التي تقوم بها، و دورها و آثارها على الاقتصاد المحلي و العالمي و التنوع في مجالات الاستثمار، ذلك أنها تقوم في انشائها و تكوينها على جملة من الشروط، كما أن نجاحها مرتبط بعوامل أساسية لها علاقة إجمالاً بالنظام الداخلي للسوق المالية و أخرى عوامل مكملة متعلقة بالنظام المالي و المصرفي للدولة و كذا الموقع الجغرافي بالإضافة إلى الاستقرار السياسي و الاجتماعي داخل الدولة صاحبة السوق المالي.
- تعتبر سوق الأوراق المالية القناة التي تمر عبرها التدفقات النقدية من الجهات التي لها فوائض مالية إلى الجهات التي لها عجز مالي، و بالتالي فإن أسواق الأوراق المالية تسعى إلى تحقيق التوازن بين العرض و الطلب، و لقيام سوق الأوراق المالية يجب توفر مقومات و شروط أساسية حتى تحقق الهدف الذي أنشئت من أجله.
- تتوفر سوق الأوراق المالية على منتجات متنوعة من أسهم و سندات بمختلف أنواعها و المشتقات المالية، التي تسمح للمستثمرين بتنويع محافظهم المالية و تمكنهم من الحصول على السيولة في أي وقت، و ذلك من خلال بيعها على مستوى السوق الثانوي، الأمر الذي يساعدها في القيام بوظيفتها الأساسية المتمثلة في نقل الأموال من الأطراف التي يتوفر لديها فائض من الأموال إلى الأطراف التي تعاني من عجز في الأموال.
- تتمتع سوق الأوراق المالية بالكفاءة عندما تكون فيها المعلومات متوفرة للجميع و ذات جودة عالية بأقل التكاليف، مما يجعل الفاصل الزمني بين تحليلها و قراءة الاستثمار قليل جداً، باعتبار أن المعلومة هي المادة الأولية لقرار الاستثمار، و لكي تتحقق كفاءة سوق الأوراق المالية لابد من توفر متطلبين أساسيين هما: كفاءة التسعير و كفاءة التشغيل، لنحدد بذلك ثلاثة صيغ أساسية لفرضية كفاءة سوق الاوراق المالية و هي فرضية السوق الكفء في شكله الضعيف، فرضية السوق الكفء في شكله شبه القوي و فرضية السوق الكفء في شكله القوي، حيث يوجد عدة أساليب لقياس هذه الكفاءة في سوق الأوراق المالية.
- تقاس درجة تطور أسواق الأوراق المالية باستخدام مؤشرات تربط بين القيمة السوقية للورقة المالية و عوائدها المتوقعة و لهذا فهي تقدم تصوراً تحليلياً للمتعاملين في سوق الأوراق المالية و الأطراف المهتمة به، و يتم بناء مؤشر أسواق الأوراق المالية على ثلاثة أسس هي: عينة ملائمة، تحديد الأوزان النسبية لكل سهم داخل العينة و طريقة حساب قيمة المؤشر.

الفصل الثاني:

التأصيل النظري للصكوك الإسلامية

تعد الصكوك الإسلامية واحدة من أهم أدوات التمويل الإسلامي، و التي استطاعت أن تسد حاجة المجتمع الإسلامي لمصادر تمويلية مستمدة من الشريعة الإسلامية الغراء، و في نفس الوقت تعد بديلاً مناسباً للسندات التقليدية المقترنة بفوائد ثابتة، و على الرغم من أن هذه الأداة بدأت كإصدار لمؤسسات و دول إسلامية إلا أنها أصبحت أدوات مالية عالمية موازية للسندات التقليدية و ذلك لتعدد أنواعها و كذا الخصائص و الضوابط التي تتميز بها، و على الرغم من أن الصكوك الإسلامية تتميز بتوافقها بأحكام و مبادئ الشريعة الإسلامية إلا أنها لا تخلو من المخاطر، الأمر الذي استوجب توفير الآليات التي تساهم في إدارة مثل هذه المخاطر.

و من هذا المنطلق، استوجب علينا تحديد المفاهيم الأساسية لتحليل و فهم الإطار النظري للصكوك الإسلامية من خلال التطرق إلى المفاهيم المختلفة المرتبطة بالصكوك الإسلامية و كذا مختلف الضوابط الشرعية التي تحكم عمليتي الإصدار و التداول، حيث تم تقسيم هذا الفصل إلى أربعة مباحث كما يلي:

المبحث الأول: ماهية الصكوك الإسلامية.

المبحث الثاني: آلية إصدار و تداول الصكوك الإسلامية و ضوابطها.

المبحث الثالث: مخاطر الصكوك الإسلامية و آليات إدارتها.

المبحث الأول:
ماهية الصكوك الإسلامية

أصبح التطوير و الابتكار في المنتجات المصرفية و الأدوات المالية ضرورة حتمية للبنوك الاسلامية، و كان التحدي الأكبر لها هو استنباط أدوات مالية اسلامية تخدم أغراض ادارة السيولة و المخاطر و الربحية فيها، و كذا توفير تمويلات مستقرة في الأجلين المتوسط و الطويل لمشروعات كبرى.
و تزامنا مع هذه الظروف تطورت حركة التصكيك في الأسواق المالية الدولية، لذا كانت الفرصة ملائمة للمؤسسات المالية الاسلامية للاستفادة من هذه التقنية و التي ساعدت في عمليات تحرير الأصول و تسييلها في شكل أدوات تساعد المستثمرين في تنويع محافظهم الاستثمارية بصورة مثلى.

المطلب الأول: الجوانب النظرية لعملية التصكيك الإسلامي

أولا: تعريف التصكيك الإسلامي

تسمى عملية إصدار الصكوك الإسلامية بالتصكيك، و كان يطلق عليها في البداية أيضاً مصطلحي التوريق و التسنيد، و هو النهج الذي مشى عليه المعيار رقم (17) الصادر عن هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، حيث ورد فيه أن التوريق يطلق عليه التصكيك و التسنيد، غير أن البيان الختامي لندوة البركة الثانية و العشرون 1423هـ/2002م أوصى باختيار تسمية التصكيك بديلاً عن مصطلح التوريق، و قد اصطلح الفقهاء تسمية التوريق في الإطار الإسلامي بعملية التصكيك لسببين هما[1]:

- كلمة تصكيك مشتقة من كلمة صكوك، و هي تمثيل البديل الإسلامي لكلمة السندات و التي تعني ضمنياً التعامل بأداة مالية قائمة على الديون و الفائدة المحرمة.
- كلمة التوريق في الفكر المالي التقليدي قائمة بصفة أساسية على مكون الديون من خلال تمويل تلك الديون إلى أوراق مالية قابلة للتداول في الأسواق المالية، و هو ما ينهي عنه الشرع في التبادل.

[1] – سليمان ناصر، ربيعة بن زيد، **الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية و مدى الاستفادة منها في الجزائر**، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر الدولي حول منتجات و تطبيقات الابتكار و الهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية و الصناعة المالية الإسلامية، جامعة فرحات عباس سطيف، يومي 05-06 ماي 2014، ص 03.

و بالنسبة لتعريف عملية التصكيك الإسلامي فقد أعطيت العديد من التعاريف و من أهمها نذكر:

تعريف **مجمع الفقه الإسلامي**: "هو إصدار وثائق أو شهادات مالية متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية موجودات (أعيان أو منافع أو حقوق أو خليط من الأعيان و المنافع و النقود و الديون) قائمة فعلا أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب وفق عقد شرعي و تأخذ أحكامه"[1].

وعرَّفه الدكتور منذر قحف بأنه: "وضع موجودات دارة للدخل كضمان أو أساس مقابل إصدار صكوك تعتبر هي ذاتها أصولا مالية"[2].

كما عُرف التصكيك بأنه: عملية تجميع وتصنيف الأصول المضمونة منها وغير المضمونة وتحويلها إلى صكوك ثم بيعها إلى المستثمرين[3].

و عرف كذلك على أنه: تحويل للموجودات العينية أو المنافع إلى صكوك قابلة للتداول مع مراعاة بعض الضوابط الشرعية التي تقوم على أساس ملكية المستثمر أصولا تدر دخلا يمثل عائد الصك[4].

من خلال ما سبق يمكن تعريف عملية التصكيك على أنها تحويل للأصول المالية المقبولة شرعاً غير السائلة إلى أوراق مالية قابلة للتداول في أسواق الأوراق المالية، و هي أوراق تستند إلى ضمانات عينية أو مالية.

ثانيا: أهمية التصكيك الإسلامي

توفر عملية التصكيك عدة مزايا للمتعاملين و التي يمكن تقسيمها كما يلي[5] :

أ/ أهمية التصكيك بالنسبة للمصدر الأصلي :

1- تساعد عمليات التصكيك في المواءمة بين مصادر الأموال واستخداماتها بما يسهم في تقليل مخاطر عدم التماثل بين آجال الموارد واستخداماتها.

2- يضاعف التصكيك من قدرة المنشآت على إنشاء الأموال أي تحريرها لتأمين السيولة اللازمة لتمويل احتياجاتها المختلفة. بالإضافة لتنويع مصادر التمويل متعدد الآجال والمكملة للمصادر التقليدية و بالذات للمنشآت التي لا تستطيع الوصول مباشرة لسوق المال .

3- يساعد التصكيك في تحسين نسبة كفاية رأس المال لأنه عبارة عن عمليات خارج الميزانية.

4- يتيح التصكيك للمصارف وسائر المؤسسات المالية وغير المالية الأخرى إمكانية منح التمويل

---

[1]- مجمع الفقه الإسلامي، **صكوك الإجارة**، القرار رقم 137(15/3)، 14-19 محرم 1425 هـ الموافق ل: 06-11 مارس 2004.

[2]- منذر قحف، **سندات الإجارة والأعيان المؤجرة**، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 2000 م، ص 34.

[3] - Dualeh، Suleiman Abdi، **Islamic Securitization: Practical Aspects**، Unpublished paper presented in World Conference on Islamic Banling، Geneva، 1998, p52.

[4]- سامر مظهر قنطقجي، **صناعة التمويل في المصارف و المؤسسات المالية الإسلامية**، شعاع للنشر و العلوم، حلب2010، ص 357.

[5]- فتح الرحمان علي محمد صالح، **المفاهيم والفنيات الأساسية للتصكيك**، مجلة اتحاد المصارف العربية، العدد403، قسم دراسة: ملف المصارف السودانية، جوان 2014، ص76-77.

و التسهيلات ثم تحريكها واستبعادها من ميزانياتها العمومية خلال فترة قصيرة، وبالتالي فإنه يغنيها عن تكوين مخصصات للديون المشكوك في تحصيلها .

5-يعتبر التصكيك وسيلة جيدة لإدارة المخاطر الائتمانية في البنوك والمؤسسات المختلفة وذلك بسبب أن الأصل محل التصكيك مخاطره محددة، بينما تكون المخاطر اكبر بالنسبة لنفس الأصل إذا كان موجوداً ضمن خارطة أصول المنشأة كلها .

6- يزيد التصكيك من قدرة المنشأة على زيادة نشاطها دون الحاجة إلى زيادة رأسمالها .

7- يساعد التصكيك في تحسين ربحية المؤسسات المالية والشركات ومراكزها المالية، و ذلك لأن عمليات التصكيك تعتبر عمليات خارج الميزانية و لا تحتاج لتكلفة كبيرة في تمويلها و إدارتها، كما أنه يؤدي إلى تحسين النسب المالية للمصدر.

ب/أهمية التصكيك بالنسبة للمستثمرين:

تتمثل أهمية الصكوك بالنسبة للمستثمرين في الجوانب الآتية :

1- ينتج التصكيك أداة قليلة التكلفة مقارنة بالاقتراض المصرفي وذلك بسبب قلة الوسطاء والمخاطر المرتبطة بالورقة المالية المصدرة .

2- تتميز أداة التصكيك بأنها غير مرتبطة بالتصنيف الائتماني للمصدر، حيث تتمتع الأوراق المالية المصدرة بموجب عمليات التصكيك بصفة عامة بتصنيف ائتماني عالٍ نتيجة دعمها بتدفقات مالية محددة عبر هياكل داخلية معرفة بدقة، بالإضافة للمساندة الخارجية بفعل خدمات التحسين الائتماني، وهذا قد لا يتوفر للسندات المصدرة بواسطة مؤسسات الأعمال الأخرى. بالإضافة إلى أن مبدأ البيع الفعلي للأصل، من المنشأة إلى الشركة ذات الغرض الخاص في هيكل عملية التصكيك يتضمن أن المنشأة المصككة ليس لها الحق قانونياً في الرجوع لإستخدام التدفقات النقدية المتوقعة للأصل محل التصكيك .

3- تعطي الصكوك الإسلامية عوائد أعلى مقارنة ببقية الاستثمارات المالية الأخرى (الأوراق المالية الحكومية والسندات ذات الآجال المتقاربة).

4- للصكوك الإسلامية تدفقات مالية يمكن التنبؤ بها.

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

ج/ أهمية التصكيك بالنسبة للاقتصاد الكلي :

1- تزيد عمليات التصكيك من درجة تعميق السوق المالية في البلدان المختلفة بوجود عدة بدائل للمستثمرين من الأوراق المالية.

2- تساعد عمليات التصكيك في نمو الناتج المحلي الإجمالي دون الحاجة إلى استثمارات إضافية.

3- تساعد عمليات التصكيك في تقليل درجة سيطرة الجهاز المصرفي كمزود وحيد للتمويل.

4- إن انتشار صناعة التصكيك من شأنه أن يوفر مساحة لقيام مؤسسات ترفد هذه الصناعة بالمدخلات الأساسية لها وبالتالي تقوي بنيتها التحتية، و من هذه المؤسسات قيام الشركات ذات الغرض الخاص ، وكالات التصنيف، خدمات المحاسبة والمراجعة والرقابة الشرعية، بالإضافة إلى خدمات بنوك الاستثمار وغيرها من الجهات ذات الصلة بنشاط التصكيك .

5- مسايرة التغيرات الدولية الحاصلة في سوق التمويل بغرض إرضاء المستثمر المحلي بدلاً من انتقاله لاستهلاك هذه الخدمات في الخارج وتأثير ذلك على ميزان العمليات الرأسمالية .

6- إتاحة فرص هائلة لسداد العجز في موازنة الدولة بتوفيره موارد حقيقية غير مؤثرة سلبا على المستوى العام للأسعار، و بالتالي تمكينها من تمويل مشروعات التنمية الأساسية بصورة غير مكلفة .

7- من شأن عمليات التصكيك أن تبرر تبني الدول سياسات نقدية أقل تقييداً للائتمان بسبب حقيقية مصادر تمويلها، وبالتالي فإن السياسات التوسعية تعطي ثقة أكبر في مناخ الاستثمار بالبلاد .

8- من شأن الاستخدام المكثف لعمليات التصكيك وضع أسس البنية التحتية لجعل الاقتصاد المعين مركزاً مالياً مرموقاً وبأدوات أكثر جاذبية.

ثالثا: أنواع التصكيك الإسلامي

يمكن تقسيم أنواع التصكيك الإسلامي الذي تطبقه المؤسسات المالية الإسلامية إلى قسمين أساسيين هما:

أ/ تصكيك الأصول: و صورته أن يكون لدى المؤسسة أصل مدر للدخل(مثل أصول مؤجرة أو المضاربة أو المشاركة مع العميل)، فتقوم المؤسسة مباشرة أو بالاتفاق مع شركة التصكيك على تحويل قيمة هذه الأصول إلى صكوك و تطرحها على عملائها أو للاكتتاب العام لتجميع ثمن هذه الأصول مرة واحدة من خلال هذه العملية، و يصبح بذلك حملة الصكوك مالكين للأصول المورقة بدلا من المؤسسة، و يحصلون على العائد المحقق منها، و يكون دور المؤسسة هو إدارة هذه الصكوك مقابل عمولة يتفق عليها، و يمكن لحملة الصكوك تداولها في سوق الأوراق المالية بالبيع و الشراء[1].

ب/ تصكيك ثمن السلعة المطلوبة: و صورتها أن يطلب بعض العملاء من البنك الإسلامي شراء سلعة بطريق المرابحة و يكون ثمنها كبيرا لا يستطيع البنك أن يقوم به، و لكن يمكن أن يغطي هذه الرغبة في تمويل هذه العملية عن طريق تصكيكه[2]:

1. يلجأ البنك الإسلامي إلى تقسيم المبلغ المطلوب لهذه العملية إلى فئات صغيرة و يصدر بها صكوك مرابحة و يجمع بموجبها المبلغ المطلوب.
2. أصحاب هذه الصكوك، و هم الراغبون في الاشتراك في هذه العملية.
3. يشتري البنك نيابة عنهم بما جمعه من أموال هذه السلعة المطلوبة نقداً.
4. ثم يبيعها للعميل مرابحة بثمن مؤجل أعلى من ثمن الشراء، فالعميل أصبح مدينا بثمن معين مؤجل، احتوى هذا الثمن على ثمن السلعة الأصلي مع إضافة الربح في البيع مرابحة.
5. يحصل حملة الصكوك على جزء من الثمن الذي بيعت به مرابحة شيئا فشيئا حسب ما تم الاتفاق عليه في تقسيط الثمن حتى يتم استهلاكها دوريا من كل قسط يسدده العميل.
6. يحصل البنك على عمولة محددة مقابل إدارته لهذه العملية، كما أنه يمكنه شراء عدد من الصكوك.
7. هذه الصكوك غير قابلة للتداول في السوق الثانوية لأنها ديون، و بيع الدين لغير من عليه الدين في الشريعة الإسلامية له ضوابط تمنع من حصول حملة الصكوك على أرباح من عملية التداول.

[1]- محمد عبد الغفار الشريف، **التوريق و بقية أدوات السيولة للسوق الإسلامية**، ورقة عمل مقدمة إلى ندوة البركة للاقتصاد الإسلامي، البحرين2002، ص06.

[2]- حسن على الشاذلي، **التورق حقيقته و حكمه و الفرق بينه و بين العينة و التوريق**، ورقة عمل مقدمة إلى الدورة التاسع عشرة لمنظمة المؤتمر الإسلامي، دولة الإمارات العربية المتحدة،2009، ص 38.

المطلب الثاني: مفهوم الصكوك الإسلامية

تقوم المعاملات المالية الإسلامية على تحريم الفائدة باعتبارها ربا محرمة بالكتاب و السنة و الإجماع، لذلك سعى مهندسو الصناعة المالية الإسلامية إلى استنباط أدوات مالية إسلامية أبرزها الصكوك لخدمة أغراض إدارة السيولة و الربحية للمؤسسات المالية الإسلامية و تلبية احتياجات العملاء المتزايدة للمنتجات و الخدمات المالية الإسلامية من جهة و لتكون بديلاً شرعياً عن السندات القائمة على الفائدة من جهة أخرى.

أولا: نبذة تاريخية عن نشأة الصكوك الإسلامية

تعود فكرة طرح صكوك إسلامية بعد ذلك الاهتمام الذي لاقته من طرف علماء الشريعة كبديل مناسب للسندات الربوية عندما طرحت للبحث في المؤتمر العلمي الأول للاقتصاد الإسلامي سنة 1976، ثم تبع ذلك عدة محاولات كانت أبرزها تلك الدراسة التي بلورت الصورة الأولية للصكوك الإسلامية و التي قدمها الدكتور سامي حمود في بحثه: "سندات المقارضة"، الذي قدمه ضن مشروع إنشاء البنك الإسلامي بالأردن سنة 1987، و كان الهدف منها إيجاد البديل الإسلامي لسندات القرض التي تقوم على أساس الفائدة، و قد تطورت الفكرة حينما عرضت على وزارة الأوقاف في الأردن للاستفادة منها في اعمار أراضي الأوقاف، و حينما عرضت على مجمع الفقه الإسلامي في دورته الرابعة بجدة سنة 1988 الذي خرج بتصور متكامل و بضوابط شرعية أصدر بموجبها القرار رقم 30(4/5) بشأن سندات المقارضة و سندات الاستثمار، الأمر الذي فتح الباب أمام الشركات و المؤسسات المالية الإسلامية لإصدار صكوك تبنى على هذه الصيغ الحديثة[1].

و يعود إنشاء الصكوك أو شهادات الاستثمار التي تم إصدارها سنة 1983 إلى أول بنك إسلامي بماليزيا، حيث عزف هذا الأخير على تملك سندات حكومية بمعدلات الفائدة المصدرة عن البنك المركزي و بدأ بعمليات إصدار لشهادات استثمار خالية من الفائدة الربوية، لتكون بذلك أول خطوة نحو التعامل بالصكوك الإسلامية في أولى مراحلها.

[1] – وليد خالد الشايجي و عبد الله يوسف الحجي، **صكوك الاستثمار الشرعية**، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر العلمي الرابع عشر حول المؤسسات المالية الإسلامية معالم و آفاق المستقبل، كلية الشريعة و القانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة،15-17ماي 2005، ص908.

كما عملت هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية من خلال إصدار لكتاب المعايير الشرعية بتخصيص بند خاص بالصكوك الإسلامية (المعيار رقم 17)، حيث حددت فيه المبادئ الأولية لإصدار و تداول جميع أنواع الصكوك التي تم ابتكارها حتى تاريخ إصدار المعيار الخاص بالصكوك، و بذلك وفرت هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية ضوابط و أسس يتم اعتمادها كمرجع في عمليات إصدار و تداول الصكوك، كما قام مجلس الخدمات المالية الإسلامية بإصدار معيار متطلبات كفاية رأس المال للصكوك و التصكيك.

ثانيا: تعريف الصكوك الإسلامية و خصائصها

أ/ تعريف الصكوك الإسلامية

الصكوك لغةً: هي جمع صك وصكوك وأصك و صكاك، و صكه: ضربه، ومنه قوله تعالى : ﴿**فصكت وجهها**﴾[1]،

والصك : كتاب وهو فارسي معرب أصله جك، ومن معانيه: وثيقة اعتراف بالمال المقبوض، أو وثيقة حق في ملك ونحوه، وكانت الأرزاق تسمى صكاكا لأنها تخرج مكتوبة ، فالصك هو الورقة والمراد هنا الورقة التي تخرج من ولى الأمر بالرزق لمستحقه بأن يكتب فيها للإنسان كذا وكذا من طعام أو غيره[2] .

الصكوك إصطلاحاً: تعددت التعاريف التي أعطيت للصكوك الإسلامية و فيما يلي أهم هذه التعاريف:

1-تعريف **مجلس الخدمات المالية الإسلامية**: "هي شهادات يمثل كل صك حق ملكية لنسبة مئوية شائعة في الموجودات العينية، أو مجموعة مختلفة من الموجودات العينية و غيرها، و قد تكون الموجودات في مشروع محدد أو نشاط استثمار معين وفقا لأحكام الشريعة"[3].

---

[1]- سورة الذاريات، الآية 29.

[2]- للمزيد من التفاصيل أنظر:

*الرازي، **مختار الصحاح**، دار الكتاب العربي ، بيروت ، لبنان ، بدون تاريخ نشر، ص367.

* ابن منظور، **لسان العرب**، دار إحياء التراث العربي، بيروت، 1994، الجزء العاشر، ص 457.

* جبران مسعود ، **الرائد** ، دار العلم للملايين ، بيروت ، لبنان ، 2003م، ص 89.

*النووي، **شرح النووي على صحيح مسلم**، دار إحياء التراث العربي، بيروت، الطبعة الثانية، 1392هـ، الجزء العاشر، ص171.

[3]- مجلس الخدمات المالية الإسلامية، **متطلبات رأس المال للصكوك و التصكيك و الاستثمارات العقارية**، ماليزيا، جانفي 2009، ص03.

2-تعريف **هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية:**" هي وثائق متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص و ذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك و قفل باب الاكتتاب و بدأ استخدامها فيما أصدرت من أجله"[1].

3-كما عرفت الصكوك الإسلامية على أنها: "شهادات أو وثائق اسمية أو لحاملها متساوية القيمة تمثل حقوق ملكية شائعة في أصول أعيان أو منافع أو خدمات أو حقوق مالية أو خليط من بعضها أو كلها، حسب شروط معينة عند إصدارها أو بعد استخدام حصيلتها بالاكتتاب فيها، و يشترك حملتها في أرباح و خسائر الموجودات التي تمثلها، و هي قابلة للتداول ما لم تمثل نقدا أو دينا محصنا، و يعتمد إصدارها على عقد من العقود الشرعية و تفصل نشرة إصدارها حقوق و التزامات أطرافها"[2].

4-و عرفت كذلك على أنها:" تحويل مجموعة من الأصول المدرة للدخل غير السائلة إلى صكوك قابلة للتداول مضمونة بهذه الأصول و من ثم بيعها في الأسواق المالية مع مراعاة ضوابط التداول"[3].

من خلال التعاريف السابقة يمكن أن نعرف الصكوك الإسلامية على أنها أوراق مالية تمثل شهادات متساوية القيمة و حصة شائعة في ملكية الموجودات أو الأصول على اختلافها موجودة أو سيتم تجسيدها، تدر دخلا دوريا و تصدر وفق أحكام عقد شرعي استنادا إلى صيغ التمويل الإسلامية، و يراعى في ذلك عملية الاكتتاب و تحصيل الصكوك و بدأ تجسيد المشروع الاستثماري.

ب/ خصائص الصكوك الإسلامية:

تتميز الصكوك الإسلامية بجملة من الخصائص يمكن إجمالها فيما يلي:

- **الصكوك تمثل ملكية حصص شائعة في الموجودات:** إن الصكوك الاستثمارية تمثل ملكية لحصة شائعة في أصول الشركة تدر ربحا أو عائدا، و لا تمثل دينا في ذمة مصدرها كما هو الشأن بالنسبة للسندات، و هذه الأصول قد تكون أعيانا أو منافع أعيان أو خدمات، و تستثمر حصيلة الأموال في مشروع تجاري أو صناعي أوفي شركة استثمار و قد يكون مزيجا من كل ذلك[4]، كما لمالك الصك الحق في الرقابة و رفع الدعوى على المسؤولين الإداريين و الحق في الأرباح و الاحتياطات و التنازل

---

[1] - **المعيار رقم 17**، كتاب المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 2010، ص238.

[2] - معبد علي الجارحي و عبد العظيم جلال أبوزيد، **الصكوك قضايا فقهية و اقتصادية**، الدورة التاسعة عشر لمنظمة المؤتمر الإسلامي، دولة الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص05.

[3] - طارق الله خان و أحمد حبيب، **إدارة المخاطر-تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية**، الطبعة الأولى، المعهد الإسلامي للبحوث و التدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، 2003، ص55.

[4] - Muhammad Taqi Usmani, **Sukuk and their contemporary applications**,p03, available at:
www.kantakji.com/fiqh/files/markets/sukuk contemporary.pdf 16/01/2012.

عن الصكوك و التصرف فيها و اقتسام أصول المشروع عند التصفية إلا بما جاء بخلاف ذلك حسب نشرة الإصدار.

- **تمثل وثائق متساوية القيمة:** تصدر الصكوك بفئات متساوية القيمة محددة و مسجلة عليها[1]، لأنها تمثل حصصا شائعة في ملكية أيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص و ذلك لتيسير شراء و تداول هذه الصكوك.
- **صكوك الاستثمار لها قيمة اسمية محددة:** حيث يحددها القانون أو نشرة الإصدار أو مكتوبة في الصك عينه مع تحديد العائد بنسبة شائعة من الربح يتم اتفاق الأطراف عليها[2].
- **الصكوك تقوم على المشاركة في الغنم(الربح) و الغرم(الخسارة):** يتحصل حامل الصك الاستثماري على حصة من الربح حسب ملكيته أو حسب ما نصت عليه نشرة الإصدار، و ليس على قيمة محددة معلومة مسبقا و إلا كانت شبيهة بالسندات التقليدية[3]، و في نفس الوقت حسب مبدأ المشاركات لقواعد المالية الإسلامية فمالكو الصكوك يشاركون في غنمها حسب الاتفاق المبين في نشرة الإصدار و يتحملون غرمها بنسبة ما يملكه كل منهم وفقا لقاعدة الغنم بالغرم[4].
- **الصكوك تصدر وفق عقد شرعي:** تصدر الصكوك وفق عقد شرعي حسب صيغ التمويل الإسلامي، فكل صيغة يقابلها نوع من الصكوك و تختلف أنواع الصكوك باختلاق العقد أو الصيغة التمويلية، و تحكمها أحكام و ضوابط متعلقة بتلك الصيغة أو العقد كالمضاربة و المشاركة و السلم و الاستصناع و يقاس على ذلك ما سواهم من العقود[5].

---

[1]- عبد الله منصور، **العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي و الحاجة إلى تشريعات جديدة**، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع و المأمول، دائرة الشؤون الإسلامية و العمل الخيري، دبي، 31 ماي- 03 جوان 2009، ص10.

[2]- علي محي الدين القرة داغي، **صكوك الاستثمار: تأصيلها و ضوابطها الشرعية**، ورقة عمل مقدمة إلى منتدى "الاستثمار و التمويل الإسلامي الأول للشرق الأوسط"، الأردن، 01-02 مارس 2010، ص11.

[3]- محمد أشرف دوابة، **إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية**، كلية المجتمع، جامعة الشارقة، ص07.

[4]- سليمان ناصر، **دور الحوكمة في إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية**، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر الدولي الثامن حول "دور الحوكمة في تفعيل أداء المؤسسات الاقتصادية"، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، 19-20 نوفمبر 2013، ص04.

[5]- فؤاد محمد أحمد محسين، **الصكوك الاسلامية و تطبيقاتها المعاصرة**، ورقة عمل مقدمة الى ندوة "الصكوك الإسلامية"، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الشارقة،2009، ص 19.

- **اتفاق الصكوك الاستثمارية مع أحكام الشريعة الإسلامية:** و نعني بذلك خلو تعاملاتها من الربا بمعنى نشاطها حلال من الناحية الشرعية، أي لا تتعامل وفق عوائد مبنية على معدل الفائدة و إلزامية استثمار رؤوس الأموال المجمعة من حصيلة الاكتتاب في هذه الصكوك في إنشاء مشاريع استثمارية متوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية السمحاء، و إن لم يتحقق ذلك فلا يجوز إصدارها و لا تداولها و لا الأرباح المحققة منها[1].
- **تحمل الأعباء و التبعات المترتبة على ملكية الأصول الممثلة في الصك:** و يقصد بذلك مجموع التكاليف و المصاريف المترتبة على ملكية الأصول المصككة من أعيان و منافع و التبعات المترتبة عنها، فهي تقع على حامل الصك و ليس على المستفيد[2].
- **صكوك الاستثمار قابلة للتداول من حيث المبدأ:** ما لم يوجد ضابط يحد من ذلك أو يمنعها.
- **صكوك الاستثمار تصدر من جهة مالكة للأصول أو المنافع أو الحقوق:** و التي تكون ترغب في تسييلها أو تجميع حصيلتها للاستثمار و ليست للاقتراض.
- **صكوك الاستثمار بديلة للسندات:** حيث زاد اهتمام المتعاملين بالصكوك من شركات و حكومات، فهي بذلك تحل مكان السندات و تشكل البديل لها، فهي بالإضافة إلى مرونتها و صلاحيتها للوساطة المالية و تلبية الحاجات التمويلية المتزايدة أثبتت فعاليتها كأداة للتحكم في السياسة النقدية و أداة فاعلة لتعامل البنوك الإسلامية مع البنوك المركزية و لسد الحاجات التمويلية للحكومات و الشركات لبناء المشاريع بكافة أنواعها، و هي كذلك تشكل أداة استثمارية لاستيعاب فوائض الأموال[3] .

---

[1]- عبد الله منصور، **العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي و الحاجة إلى تشريعات جديدة**، مرجع سبق ذكره، ص 22.

[2]- قرارات و توصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنبثق من منظمة المؤتمر الإسلامي، قرار رقم:178(19/4) بشأن الصكوك الإسلامية(التوريق) و تطبيقاتها المعاصرة و تداولها 2009.

[3]- حامد بن حسن ميرة، **صكوك الحقوق المعنوية**، ورقة عمل مقدمة الى ندوة الصكوك الاسلامية: عرض و تقويم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 24-26 ماي 2010، ص5-6

ج/ أهمية الصكوك الإسلامية:

لقد ازدادت أهمية إصدار الصكوك الإسلامية نتيجة العديد من العوامل و من أبرزها ما يلي:

- إن الوصول بفكرة الصكوك الإسلامية إلى مستوى التداول العالمي يوضح مدى سعة و حكمة و تكامل النظام الإسلامي.
- إتاحة الفرصة أمام البنوك المركزية لاستخدام الصكوك الإسلامية ضمن أطر السياسة النقدية وفقاً للمنظور الإسلامي بما يساهم في امتصاص السيولة و من ثم خفض معدلات التضخم و إتاحة الفرصة أمام المؤسسات المالية الإسلامية لإدارة السيولة الفائضة لديها.
- تلبي احتياجات الدولة في تمويل مشاريع البنية التحتية و التنموية بدلا من الاعتماد على سندات الخزينة و الدين العام[1].
- تساعد في تحسين ربحية المؤسسات المالية و الشركات و مراكزها المالية، و ذلك لأن عمليات إصدار الصكوك الإسلامية تعتبر عمليات خارج الميزانية و لا تحتاج لتكلفة كبيرة في تمويلها و إدارتها.
- الصكوك أداة تساعد على الشفافية و تحسين بنية المعلومات في السوق، لأنه يتطلب العديد من الإجراءات و دخول العديد من المؤسسات في عملية الإقراض مما يوفر المزيد من المعلومات في السوق[2].
- المساعدة في تطوير سوق المال من خلال طرح أوراق مالية قابلة للتداول[3].

---

[1]- زياد الدماغ، **دور الصكوك الإسلامية في دعم قطاع الوقف الإسلامي**، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر العالمي حول قوانين الأوقاف و إدارتها-وقائع و تطلعات-، الجامعة الإسلامية العالمية، ماليزيا، 20-22 أكتوبر 2009، ص04.

[2]- علاء الدين زعتري، **الصكوك: تعريفها- أنواعها**، ورقة عمل مقدمة إلى الندوة العلمية حول "الصكوك الإسلامية: تحديات-تنمية-ممارسات دولية"، عمان، المملكة الأردنية الهاشمية،18-19 جويلية 2010، ص12.

[3]- عادل عيد، **الصكوك الإسلامية**، وثيقة رقم:2012/8608، جمعية النهوض بالأزهر و تطويره، مصر، 2012، ص 13.

المطلب الثالث: أنواع الصكوك الإسلامية

ساهمت عمليات التصكيك الإسلامي في بروز كم هائل من الصكوك الإسلامية على الساحة المالية، و تختلف هذه المنتجات باختلاف صور و أساليب التمويل و الاستثمار التي تمارسها مختلف المؤسسات المالية الإسلامية.

و حسب هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية فانه يوجد نحو أربعة عشر نوعا من إصدارات الصكوك الإسلامية تصنف إلى مجموعات على أساس طبيعة العقود التي قامت من أجلها [1] ، و التي يمكن توضيحها في الآتي:

أولا: الصكوك القائمة على أساس عقود الشراكة

و تقسم هذه الأخيرة إلى ثلاثة أنواع: صكوك المضاربة، صكوك المشاركة و صكوك المزارعة

أ/ صكوك المضاربة:

1- مفهومها: تعرف صكوك المضاربة على أنها أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس مال القراض "المضاربة" بإصدار صكوك ملكية برأس مال المضاربة على أساس وحدات متساوية القيمة و مسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصا شائعة في رأس مال المضاربة و ما يتحول إليه بنسبة ملكية كل منهم فيه[2].

كما عرفت على أنها أوراق مالية تعرض للاكتتاب على أساس قيام الشركة المصدرة بإدارة العمل على أساس المضاربة فتمثل عامل المضاربة المستثمر و يمثل مالكو الصكوك أصحاب رأس المال[3].

و عرفت أيضا بأنها الوثائق الموحدة القيمة و الصادرة بأسماء من يكتتبون فيها مقابل دفع القيمة المحررة بها، و ذلك على أساس المشاركة في نتائج الأرباح أو الإيرادات المتحققة من المشروع المستثمر فيه، بحسب النسب المعلنة على الشيوع[4].

---

[1] - Andreas A. Jobst, **The Economics of Islamic Finance and Securitization**, International monetary Fund,Washington United States, 2007,p19.

[2]- عبد الله علي عجبنا فضل، **محددات إصدار صكوك الاستثمار الإسلامية من قبل منظمات الأعمال-دراسة حالة التجربة السودانية 2011/1998**-، أطروحة دكتوراه، جامعة السودان للعلوم و التكنولوجيا-كلية الدراسات العليا-، السودان ،جوان2012، ص66.

[3]- حسين حسين شحاته، عطية فياض، **الضوابط الشرعية للتعامل في سوق الأوراق المالية**، الطبعة الأولى، دار الطباعة و النشر الإسلامية، القاهرة 2001، ص 72.

[4]- محمود عبد الكريم أحمد أرشيد، **الشامل في معاملات و عمليات المصارف الإسلامية**، دار النفائس للنشر و التوزيع، الأردن 2001، ص 51.

و تتمثل أهم خصائص صكوك المضاربة فيما يلي:

- تعتبر أداة تدر المال، و هي قائمة على تقسيم رأس مال المضاربة إلى حصص متساوية تسجل بأسماء مالكيها لتمويل مشروع استثماري معرف بوضوح في نشرة الإصدار.
- تمثل حصصا شائعة في رأس مال المضاربة تتيح لحاملها فرصة الحصول على أرباح المشروع إن تحققت، و بصورة غير محددة مسبقاً، و بحسب مساهمات حملة الصكوك.
- قابلة للتداول طالما أنها تمثل محلا لأصل معروف يعمل في نشاط معلوم غير مخالف للشرع و تطبق عند التداول الأحكام التالية:
  - ✓ إذا كان مال المضاربة المتجمع بعد الاكتتاب ما يزال نقودا، فان تداول صكوك المضاربة يعتبر مبادلة نقد بنقد، و تطبق عليه أحكام الصرف.
  - ✓ إذا أصبح مال المضاربة ديونا تطبق على تداول الصكوك أحكام التعامل بالديون.
  - ✓ إذا صار مال المضاربة موجودات مختلطة من النقود و المنافع فانه يجوز تداول صكوك المضاربة وفقاً للسعر المتراضى عليه.

2-أنواع صكوك المضاربة: لصكوك المضاربة أنواع يمكن أن نذكر أهمها[1]:

- **صكوك المضاربة دائمة المشاركة في الأرباح الرأسمالية:** و هي الأرباح المتحققة من المشروع سنويا على أن تقسم بين حملة الصكوك و المضارب بنسب متفاوتة، و تسترد أموال حاملي صكوك المضاربة بعد انتهاء المشروع و بيعه من طرف المضارب.
- **صكوك المضاربة ذات الأجل المتغير(صكوك المشاركة المتناقصة):** و هي الصكوك التي تصدر عن مشاريع عقارية أو صناعية كبيرة، ذات أجل طويل نسبيا يتم استرداد قيمة الصكوك من الأرباح المحققة سنويا إلى أن يتم تسديدها كلية إلى حملة الصكوك مع استحقاق الربح عن كل دورة و يصبح المشروع ملكا للمضارب.
- **صكوك المضاربة المتناقصة:** يتم إصدار هذه الصكوك من أجل تمويل إنشاء مشروع، تشارك في الأرباح الناتجة سنويا، و يتحصل حملة الصكوك على دفعات سنوية، تكون بمثابة إطفاء قيمة الصكوك بالكامل، على أن تتحول ملكية المشروع كلية للمضارب(الشركة).
- **صكوك المضاربة ذات الأجل الثابت المحدد:** يحدد عمر الصكوك بأجل ثابت أي تاريخ محدد و معلوم، عند بلوغه تقوم الشركة أو المضارب بتسديد القيمة الاسمية للصكوك كاملة لحملتها، على أن يكون لهذه الصكوك الحق في المشاركة في الأرباح المحققة سنويا بنسبة معينة أو كل فترة معينة.

[1] – محمد علي جمعة و آخرون، **موسوعة فتاوى المعاملات المالية للمصارف و المؤسسات المالية الإسلامية: المضاربة**، المجلد الثاني، الطبعة الأولى، دار السلام، مصر 2009، ص ص353-354.

3-هيكلة إصدار صكوك المضاربة:

تتمثل أهم مراحل إصدار صكوك المضاربة فيما يلي[1]:

1) يقوم المصدر (المضارب الأول) بإقامة مشروع معين.

2) ينشأ المصدر شركة ذات الغرض الخاص تتولى إدارة المشروع نيابة عنه.

3)تقوم شركة ذات الغرض الخاص بإصدار صكوك مضاربة متساوية القيمة و تطرحها للاكتتاب من طرف المستثمرين(أرباب المال) على أنهم مالكوا رأسمال المشروع.

4) تقوم إدارة هذا المشروع ممثلة في الشركة ذات الغرض الخاص بالمضاربة بهذا المال فتصبح بذلك هي رب المال الثاني، مع جهة ثانية (المضارب الثاني) عادة الشركة المصدرة من أجل تنفيذ المشروع.

5) بعد انتهاء المشروع تقوم الجهة المنجزة للمشروع (المضارب الثاني) بتقسيم أرباح المشروع بينها و بين إدارة المشروع على أن تتحصل الجهة المنجزة على أجرة ما قامت به من عمل.

6) تقوم إدارة المشروع (الشركة ذات الغرض الخاص) بتقسيم الأرباح بين حملة صكوك المضاربة.

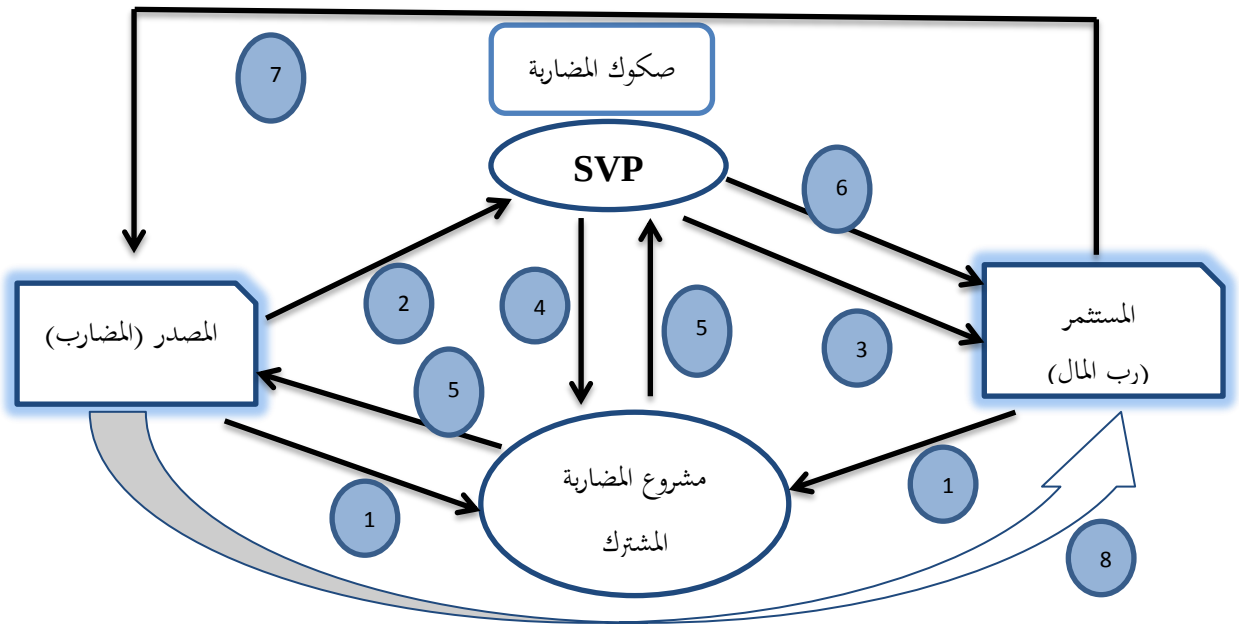
7) عند وصول أجل صكوك المضاربة و انتهاء المشروع يقوم المصدر (المضارب الأول) بإعادة شراء الصكوك بسعر السوق.

8) حصيلة صكوك المضاربة تدفع للمستثمرين لما قدموا من رأسمال.

و الشكل التالي يوضح هيكلة إصدار صكوك المضاربة:

[1] – محمد أكرم لال الدين و نور الدين غادمون، **الصكوك**، ورقة عمل مقدمة إلى ندوة الصكوك الإسلامية-التجربة الماليزية-، مركز الملك فهد للمؤتمرات، السعودية، 2008، ص30.

الشكل رقم (2-1): هيكلة إصدار صكوك المضاربة



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على:

-محمد أكرم لال الدين و نور الدين غادمون، **الصكوك**، مرجع سبق ذكره، ص30.

- kuwait financial house research**, sukuk back on truck**, p06.
- Adam Nathif Jama, **sukuk :A Panacea For Convergence and capital market development in the OIC countries**, paper presented at the international conferences on Islamic Economics and Finance, Jakarta, 2005, p 391.
- Dubai international financial Centre, **Sukuk guidebook**, Dubai UAE, November 2009, p 29.

ب/ صكوك المشاركة:

1- مفهومها:

تعرف صكوك المشاركة على أنها "وثائق تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الشركة بتعيين أحد الشركاء أو غيرهم لإدارتها"[1]، إذ تصدر صكوك المشاركة لحساب مشروع قائم يرغب في تطويره بحصيلة هذه الصكوك، أو لحساب مشروع جديد يرغب في تمويله بحصيلة الصكوك على أساس عقد المشاركة الشرعية، أو تصدرها مؤسسة مالية وسيطة بالنيابة عنها، و يكتتب الراغبون في المشاركة في هذا المشروع بشراء هذه الصكوك بصفتهم شركاء و تحدد نشرة الإصدار لهذه الصكوك: رأس مال المشاركة، نوع النشاط، طبيعة النشاط و المشروع، موضوع المشاركة، طريقة إدارة المشروع (على أساس الشركة أو على

[1]- المعايير الشرعية، مرجع سبق ذكره، ص 239.

أساس المضاربة أو على أساس الوكالة بالاستثمار)، الأرباح المتوقعة و طريقة توزيعها، أما إذا حققت المشاركة خسارة فهي بقدر حصة كل شريك فيها.

و من بين أهم خصائص صكوك المشاركة نذكر:

- المصدر لهذه الصكوك هو طالب المشاركة معه في مشروع معين أو نشاط محدد.
- المكتتبون هم الشركاء في عقد المشاركة و حصيلة الإكتتاب هي حصة المكتتبين في رأس مال المشاركة.
- يملك حملة الصكوك أصول الشركة بغنمها و غرمها، و يستحقون حصتهم في أرباح الشركة إن وجدت و تحققت.
- إمكانية تداول صكوك المشاركة بعد قفل باب الاكتتاب و تخصيص الصكوك و بدء النشاط في الأعيان و المنافع.

2- أنواع صكوك المشاركة:

تنقسم صكوك المشاركة إلى عدة أنواع بحسب الجهة المديرة و مدة عمل المشروع، أما من حيث الجهة المديرة للمشروع فنجد نوعان الأول صكوك المشاركة لمشروع معين بإدارة مصدرها، و الثانية صكوك المشاركة لمشروع معين بإدارة جهة أخرى، أما النوع الثاني من صكوك المشاركة من حيث مدة المشروع فنجد ثلاثة أصناف: صكوك المشاركة المستمرة، صكوك المشاركة المؤقتة و صكوك المشاركة المنتهية بالتمليك.

3- هيكلة إصدار صكوك المشاركة:

تتم هيكلة إصدار صكوك المشاركة في سوق الأوراق المالية وفق الخطوات التالية:

1) تنشأ الشركة (المصدر أو المشارك) شركة ذات الغرض الخاص تنوب عنها في إصدار الصكوك.

2) تقدم الشركة (المصدر أو المشارك أو المنجزة لمشروع المشاركة) حصتها العينية أو المالية لمشروع المشاركة.

3) تقدم الشركة ذات الغرض الخاص مساهمتها المالية نقداً لمشروع المشاركة، يعني حصيلة إصدار صكوك المشاركة المتحصل عليها من طرف المستثمرين.

4)تتحصل الشركة ذات الغرض الخاص على الأرباح المحققة من مشروع المشاركة دورياً، لتقوم بتوزيعها على المستثمرين، و يحسب هذا المبلغ على أساس معدل فائدة ثابت أو متغير مضافا إليها نقطة مئوية معينة.

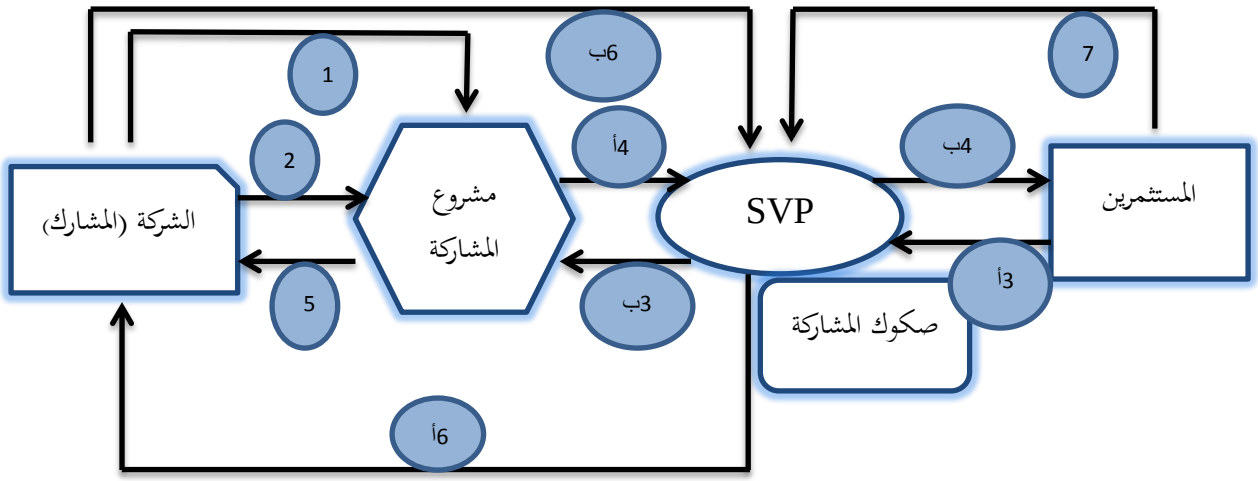
5) تتحصل شركة المشاركة على أرباح المشاركة بالإضافة إلى أتعاب تسييرها لمشروع المشاركة.

6) تبيع الشركة ذات الغرض الخاص حصة المشاركة في مشروع المشاركة للشركة المصدرة للصكوك، على أن تدفع هذه الأخيرة حصيلة شراء المشروع الجاهز بسعر السوق أو بحسب ما جاء نصه في نشرة الإصدار،

7) بعد إنتهاء أجل العقد المحدد في نشرة الإصدار، تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بإعادة شراء صكوك المشاركة (أصول المشاركة) بسعر السوق أو بحسب ما جاء نصه في نشرة الإصدار، و تبيعها للشركة المصدرة للصكوك و تنتهي عملية التصكيك و تحل الشركة ذات الغرض الخاص.

و الشكل التالي يوضح هيكلة إصدار صكوك المشاركة:

الشكل رقم(2-2): هيكلة إصدار صكوك المشاركة



المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على:

- Malaysia international financial centre, **sukuk structure**,available at : www.mifc.com/index.php?ch=menu_know_icm_sukuk&pg=menu_know_icm_sukuk&ac=16/01/2012
- Redney wilson**, innovation in the structuring of islamic sukuk securities**, 2nd banking and finance international conference, Lebanese American university, Beirut, 23rd– 24th February 2006,p 11.
- Dubai international financial Centre, **Sukuk guidebook**, Dubai UAE, November 2009, p 22.

ج/ صكوك المزارعة:

1- تعريفها:

تعرف على أنها وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تمويل مشروع للمزارعة، و يصبح لحملة الصكوك حصة في المحصول و ذلك وفق ما حدده العقد[1].

2- خصائصها:

من بين خصائص صكوك المزارعة مايلي[2]:

- المصدر لتلك الصكوك هو صاحب الأرض (مالكها أو مالك منافعها)، و المكتتبون فيها هم المزارعون في عقد المزارعة (أصحاب العمل أنفسهم أو غيرهم)، و حصيلة الاكتتاب هي تكاليف المزارعة.
- قد يكون المصدر هو المزارع (صاحب العمل)، و المكتتبون هم أصحاب الأرض (المستثمرون الذين تمَّ شراء الأرض بحصيلة إكتتابهم)، و يملك حملة الصكوك الحصة المتفق عليها مما تنتجه الأرض.

ثانيا: الصكوك القائمة على عقود البيع:

و نميز في هذا القسم ثلاثة أنواع للصكوك هي: صكوك السلم، صكوك المرابحة، صكوك الاستصناع.

أ/ صكوك السلم:

1- تعريفها:

تعرف على أنها صكوك تمثل ملكية حصة معلومة في رأس مال السلم، لتمويل شراء سلعة مؤجلة التسليم بثمن حالٍ ثم تسوق على العملاء، و يتمثل عائد حملة الصكوك في الربح من بيع سلعة السلم[3].

و عرفتها هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI) على أنها:" وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتحصيل رأس مال السلم و تصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك"، ففكرة صكوك السلم تقوم على أساس عقد السلم.

---

[1]- صفية أحمد أبوبكر، **الصكوك الاسلامية**، ورقة عمل مقدمة الى مؤتمر المصارف الاسلامية بين الواقع و المأمول، دائرة الشؤون الاسلامية و العمل الخيري، دبي، 31ماي-03جوان2009، ص 12.

[2]- هيئة المحاسبة، المعايير الشرعية، مرجع سبق ذكره، ص 312.

[3]- كمال توفيق حطاب، **الصكوك الاستثمارية و التحديات المعاصرة**، ورقة عمل مقدمة الى مؤتمر المصارف الاسلامية بين الواقع و المأمول، دائرة الشؤون الاسلامية و العمل الخيري، دبي، 31ماي-03جوان 2009، ص 15.

و من أهم خصائص صكوك السلم نذكر[1]:

- لا تتمتع هذه الصكوك بالتداول إلا بعد أن يتحول رأس المال إلى سلع عينية و هذا عند إستلامها و قبل بيعها، عندها تمثل الصكوك لحصة شائعة في السلعة.
- المصدر لتلك السلعة هو البائع لسلعة السلم، و المكتتبون فيها هم المشترون للسلعة، و حصيلة الاكتتاب هي ثمن شراء السلعة (رأس مال السلم)، و يملك حملة الصكوك لسلعة السلم و يستحقون ثمن بيعها.

2- أهداف صكوك السلم:

من بين الأهداف الخاصة التي تدفع للقيام بإصدار صكوك السلم الإسلامية مايلي[2]:

- تطوير أدوات مالية ذات جودة عالية منها صكوك السلم، لإستخدامها من طرف الشركات و المؤسسات المالية، قصد إمتصاص السيولة النقدية الفائضة، مما يؤدي إلى التحكم في التضخم على المدى القصير.
- تعتبر أداة حديثة و مبتكرة توظف في تنشيط سوق الأوراق المالية و النقدية الإسلامية العالمية.
- توفر الأموال اللازمة للجهات الحكومية بعرضها لهذه الأدوات، مما يفعل دور المؤسسات المالية الإسلامية على المدى القصير.

3- هيكلة إصدار صكوك السلم:

و تتم عملية هيكلة صكوك السلم وفق الخطوات التالية:

1) يقوم المصدر بتأسيس شركة ذات الغرض الخاص يمتلكها بالكامل على أن يقبل الأول ببيع السلعة محل التمويل سلماً للثاني و يقبل الثاني الشراء من الأول بثمن حالٍ و تسليم السلعة آجلاً في الزمن المحدد.

2) تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بتحديد كمية و نوعية السلعة التي ستكون محل التمويل، و ذلك عن طريق إصدار صكوك السلم ذات أجل ثابت و قيم متساوية و عائد ثابت أو متغير للمستثمرين.

3) يكتتب المستثمرون في الصكوك و يدفعون ثمن السلعة عاجلاً للشركة ذات الغرض الخاص.

4) تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بتسديد المتحصل عليه من المستثمرين (حملة الصكوك)، إلى المصدر مقابل تسليم السلعة في المستقبل.

---

[1]- كمال توفيق حطاب، **الصكوك الاستثمارية و التحديات المعاصرة**، مرجع سبق ذكره، ص 15.

[2]- سامر مظهر قنطقجي، **صناعة التمويل في المصارف و المؤسسات المالية الإسلامية**، شعاع للنشر و العلوم، سوريا،2010، ص 365.

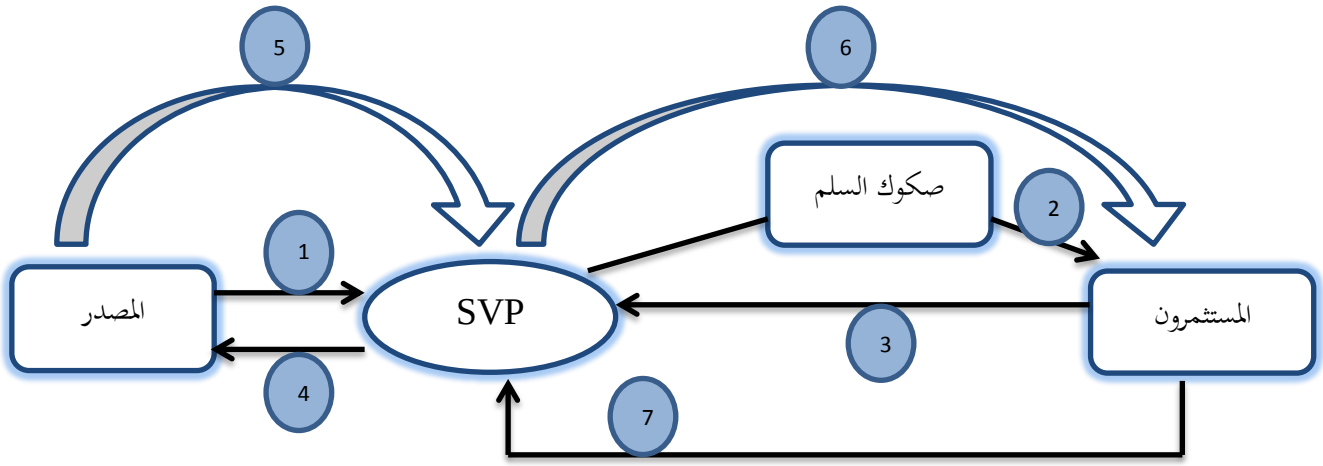
5) عند الأجل أو الآجال المحددة، يسلم المصدر السلعة المشتراة سلماً لشركة ذات الغرض الخاص و يدفع ثمنها، و يحسب هذا المبلغ على أساس معدل فائدة ثابت أو متغير مضافا إليه نقطة مئوية معينة.

6) تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بإعادة دفع مبلغ ثمن سلعة السلم المتحصل عليه عند الأجل، من طرف المصدر للمستثمرين.

7) عند الأجل تسترجع الشركة ذات الغرض الخاص لصكوك السلم من عند المستثمرين، و تنتهي عملية التصكيك و تحل الشركة ذات الغرض الخاص.

و الشكل التالي يوضح هذه العملية:

الشكل رقم (2-3): هيكلة إصدار صكوك السلم



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على:

- Redney wilson**, innovation in the structuring of islamic sukuk securities,** op cit, p174.
- Dubai international financial Centre, **Sukuk guidebook**, op cit, p35.

ب/ صكوك المرابحة:

1- تعريفها:

يقصد بها تمويل عقد مرابحة، فتقوم المؤسسة المالية بتوقيعه مع المشتري مرابحةً نيابةً عن حملة الصكوك و تستخدم حصيلة الصكوك في تملك البضاعة مرابحةً و قبضها قبل بيعها مرابحةً، و تصدر صكوك المرابحة عادة من أجل تمويل المشاريع الاستثمارية الضخمة أو شراء سلعة التي لا تستطيع موارد الشركة العادية تمويلها[1] ، و بذلك جني عائد من وراء ذلك لحملة الصكوك المتمثل في الفرق بين سعر الشراء و سعر البيع.

2- خصائص صكوك المرابحة:

من بين أهم خصائص صكوك المرابحة نذكر:

- من يقوم بإصدار صكوك المرابحة هو البائع لبضاعة المرابحة، و المكتتبون فيها هم المشترون لبضاعة المرابحة، و حصيلة الاكتتاب هي تكلفة شراء البضاعة، و يمتلك حملة الصكوك سلعة المرابحة و هذا بمجرد شراء الصكوك و يستحقون ثمن بيعها.
- تكون بضاعة المرابحة في ملكية و حيازة مدير الإصدار (المؤسسة المالية) بصفته وكيلاً عن حملة الصكوك، من تاريخ شرائها و قبضها من بائعها الأول و حتى تاريخ تسليمها لمشتريها مرابحةً، فيمثل الصك في هذه المرحلة حصة في هذه البضاعة، ثم يمثل حصة في ثمنها، و هو دين نقدي في ذمة المشتري للبضاعة و في تاريخ سداده للثمن و تصفية المعاملة و توزيع عائداتها على حملة الصكوك الممولة له، و يجوز توزيع حصة من الربح على مالكي الصكوك عند قبض كل قسط منها[2].
- يكون ربح حملة صكوك المرابحة هو الفرق بين شراء الصكوك و ثمن بيعها مطروحاً منها مصروفات متعلقة بالشراء.
- تراعى قواعد عقد الصرف قبل توظيف حصيلة بيع الصكوك، و ضوابط التصرف في الديون بعد التصفية، التي يترتب عنها ديون في ذمة الغير[3].
- تتميز صكوك المرابحة بأنها ذات مخاطر محدودة بالنسبة للمستثمرين، كما أنها ذات مرونة عالية في تحديد فترة السداد كما يمكن تحديد نسبة الربح عند التعاقد[4].

---

[1]- فؤاد محمد أحمد محسين، **الصكوك الإسلامية و تطبيقاتها المعاصرة**، مرجع سبق ذكره، ص28.

[2]- عبد الله المطلق، **الصكوك**، ورقة عمل مقدمة إلى ندوة "الصكوك الإسلامية: عرض و تقويم"، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، جدة، 24-26 ماي 2010، ص 18.

[3]- فؤاد محمد أحمد محسين، **الصكوك الإسلامية و تطبيقاتها المعاصرة**، مرجع سبق ذكره، ص28.

[4]- سوق فلسطين للأوراق المالية، **وجهة نظر إسلامية في الأوراق المالية المعاصرة**، فلسطين، 2007، ص 21.

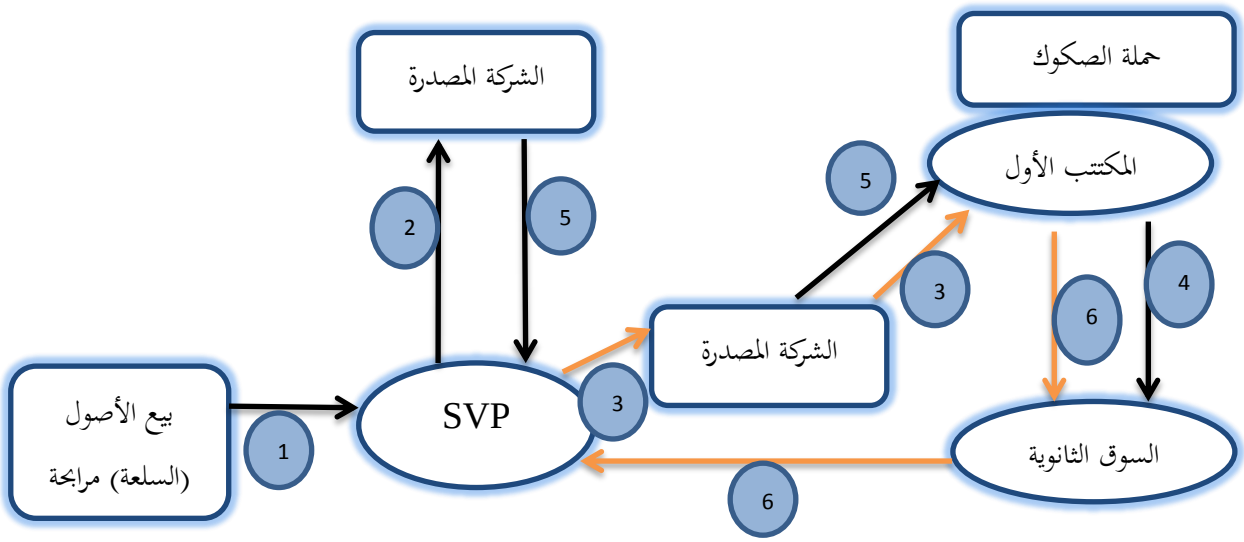
3-هيكلة إصدار صكوك المرابحة:

قصد معرفة المراحل التي من خلالها تمر عملية إصدار صكوك المرابحة، وجب تتبع الخطوات التالية:

1) تقوم جهة ثالثة ببيع أصول لجهة ثانية (تابعة للشركة المصدرة الشركة ذات الغرض الخاص) بسعر معين حالٍ و تسليم فوري.
2) تقوم الجهة المصدرة بإعادة شراء تلك الأصول بالسعر الأول زائد ربح، على أن تدفع المبلغ مرة واحدة أو على أقساط للشركة ذات الغرض الخاص وفق عقد المرابحة بتسليم آني.
3) تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بإصدار صكوك المرابحة باعتبارها إثبات دين لدى المستثمرين (حملة الصكوك)، و تكون بالقيمة المعجلة للأصول (ثمن الشراء) على أن تلتزم الشركة ذات الغرض الخاص بضمان تسديد الثمن المؤجل عند حلول الأجل لحملة الصكوك.
4) يبيع حملة الصكوك (المستثمرون) تلك الصكوك في السوق الثانوية و تتداول –بحسب ضوابط نشرة الإصدار–.
5) في الأجل المحدد تستوفي الشركة ذات الغرض الخاص لقسط أو أقساط السلع محل عقد تمويل بالمرابحة بالسعر المؤجل من عند الشركة المصدرة و توزعها على حملة الصكوك(ثمن الشراء مضافاً إليه الربح).
6) تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بإعادة شراء لصكوك المرابحة من حملة الصكوك بالمبلغ المتحصل عليه من الشركة المصدرة، و إطفائها حسب الإتفاق المعلن عنه في نشرة الإصدار.

و الشكل التالي يوضح كيف تتم عملة هيكلة إصدار صكوك المرابحة:

الشكل رقم(2-4): هيكلة إصدار صكوك المرابحة



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على:

- Dubai international financial Centre, **Sukuk guidebook**, op cit, p47.
- kuwait financial house research**, sukuk back on truck,** op cit, p06.
- Shamsher Mohameda, Taufiq Hassan and Adesina-Uthman Ganiyah, **Exigency for sukuk bonds financing: issues and discussion**, Electronic copy available at: http://ssrn.com/abstract=1666103, date see: 16/01/2012.

ج/ صكوك الاستصناع:

1 – تعريفها:

عرفتها هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية على أنها:" وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لإستخدام حصيلة الإكتتاب فيها في تصنيع سلعة، و يصبح المصنوع مملوكاً لحملة الصكوك"[1].

و تصدر صكوك الاستصناع خصيصاً لتمويل استصناع إحتياجات للشركة اللازمة حسب القطاع الذي ترغب الاستصناع فيه من مصانع أو طائرات أو سفن وفق إحتياجات معينة و ضمن مواصفات محددة، يتم تسليمها من طرف المستصنع و بيعها[2].

[1] – هيئة المحاسبة، المعايير الشرعية، مرجع سبق ذكره، ص 239.

[2] – محمود عبد الكريم أحمد أرشيد، **الشامل في معاملات و عمليات المصارف الإسلامية** مرجع سبق ذكره، 131.

2- خصائص صكوك الاستصناع:

من بين أهم الخصائص التي تتميز بها صكوك الاستصناع مايلي[1]:

- تستخدم صكوك الاستصناع بصفة خاصة لاستخدام حصيلتها من الأموال في تصنيع سلعة معينة موصوفة في الذمة.
- يتم إصدار صكوك الاستصناع على أساس عقد الاستصناع المعروف في صيغ التمويل الإسلامي و تخضع لجميع أحكامه، و يترتب على الصكوك جميع آثار عقد الاستصناع و ذلك بعد قفل باب الاكتتاب و تخصيص الصكوك.

3-هيكلة آلية إصدار صكوك الاستصناع:

تتم هيكلة إصدار صكوك الاستصناع وفق الخطوات التالية:

1) إبرام عقد استصناع بين الجهة المصدرة(المشتري الأخير) و المقاول(الصانع)، على أن يتسلم الأول المصنوع في تاريخ مستقبلي محدد- المستصنع-، و الثاني يقبل بصناعة أو بناء أصل معين و تسليمه في تاريخ معين على شيء موصوف مثلا بناء مشروع (المصنوع).
2) لإثبات إلتزام الجهة المصدرة بسداد ثمن شراء المصنوع، تؤسس الشركة ذات الغرض الخاص يمتلكها المصدر، يحدد المشروع الذي سوف يكون محل للتمويل، تحدد الاحتياجات التمويلية للمشروع و أجل التمويل، يباع المشروع محل التمويل استصناعاً (أي تمويل المصدر لصناعة أو بناء مشروع)، على أن يسدد قيمة التمويل و تكلفته في أجل أو حسب أقساط مستقبلية لشركة ذات الغرض الخاص بثمن يمثل القيمة الحالية للتمويل، فتمتلك الشركة ذات الغرض الخاص أقساط التمويل أي التدفقات النقدية المستقبلية.
3) تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بإصدار صكوك متساوية القيمة تمثل ملكية شائعة من المشروع، و تقوم ببيعها إلى الجمهور، على أن يحتفظ حملة الصكوك بملكية تلك الأصول كضمان للتمويل.
4) يكتتب المستثمرون في هذه الصكوك و يدفعون ثمن تكلفة المصنوع عاجلاً للشركة ذات الغرض الخاص، من جهة ثانية تدفع الشركة ذات الغرض الخاص للمقاول نقداً ليصنع المصنوع نيابةً عنها، و في الغالب قد يكون المقاول تابعاً للجهة المصدرة.
5) يقوم المصدر (المشتري النهائي) بدفع تدفقات نقدية شهرية أو في دفعة واحدة للشركة ذات الغرض الخاص، حتى تمكنه من تملك أصول المشروع (المصنوع) عند الأجل المتفق عليه بالثمن الأول مضافاً إليه ربح معلوم.

[1]- موسى بلا محمود، **صكوك الاستصناع من البدائل الشرعية لسندات القروض الربوية**، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر الدولي للمصارف و المالية الاسلامية: التقاضي عبر الحدود، الجامعة العالمية الإسلامية، ماليزيا، 15-16 جوان 2010، ص05.

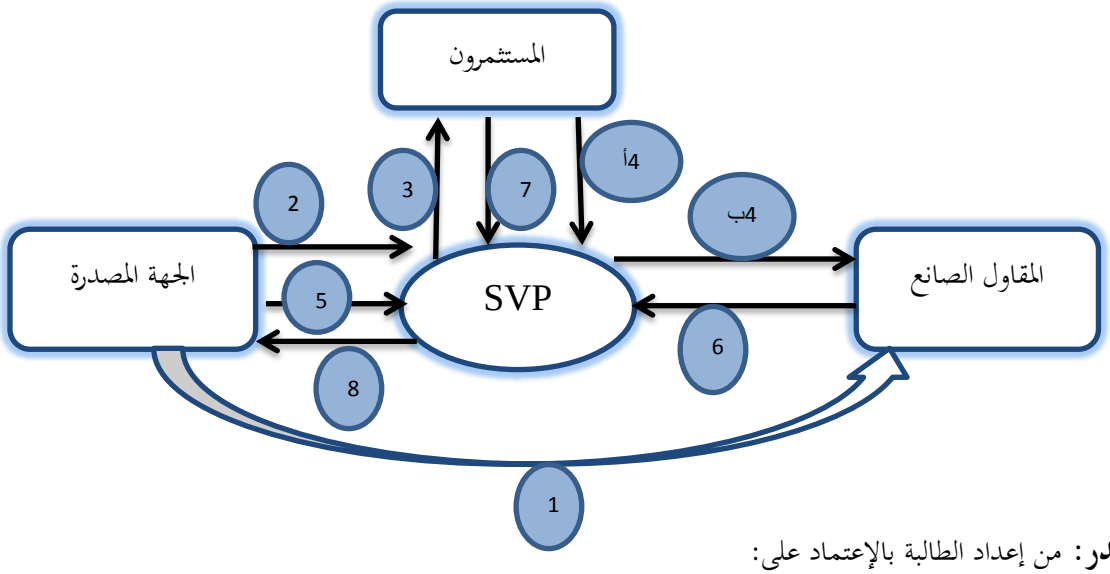
6) يبيع المقاول (الصانع) لأصول المشروع(المصنوع) لشركة ذات الغرض الخاص.

7) يقوم المستثمرون بإعادة بيع المصنوع (بيع الصكوك) لشركة ذات الغرض الخاص بالثمن الأول مع زيادة ربح معلوم، على دفعة واحدة أو أقساط بحسب مراحل تصنيع المشروع، وفقاً لبيانات يوفرها خبير بالصناعة بحسب مراحل سير الصناعة.

8) بعد دفع جميع الأقساط الشهرية، تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بتحويل ملكية أصول المشروع للمصدر، و تنتهي عملية التصكيك و تحل الشركة ذات الغرض الخاص.

و الشكل التالي يوضح هيكلة إصدار صكوك الاستصناع:

الشكل رقم(2-5): هيكلة إصدار صكوك الاستصناع



المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على:

- Kuwait financial house research**, sukuk back on truck,** op cit, p07.
- Dubai international financial Centre, **Sukuk guidebook**, op cit, p41.
- Ali Salman Syed, **Islamic Capital Market: Developments and challenges**, occasional paper, n 09, IDBG, IRTI, Jeddah, 2005, p 34.

ثالثا: الصكوك القائمة على عقود الإجارة

و سنتطرق من خلال هذا القسم إلى صكوك الإجارة

1-تعريفها:

تعرف على أنها:" تلك الصكوك المتساوية القيمة تمثل أجزاء متماثلة مشاعة في ملكية منافع أعيان معمرة مرتبطة بعقود الإجارة، أو تمثل عدداً متماثلاً من وحدات خدمة موصوفة، تقدم من ملتزِمها لحامل الصك في المستقبل"[1].

كما تعرف على أنها:" صكوك ذات قيمة متساوية تمثل ملكية أعيان مؤجرة أو منافع أو خدمات، و هي قائمة على أساس عقد الإجارة كما عرفته الشريعة الإسلامية"[2].

2- أنواع صكوك الإجارة:

تنقسم صكوك الإجارة إلى ثلاثة أقسام رئيسية كالتالي:

- **صكوك ملكية الموجودات المؤجرة:** هي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين مؤجرة أو عين موعود باستئجارها، أو يصدرها وسيط مالي ينوب عن المالك بغرض بيعها واستيفاء ثمنها من حصيلة الإكتتاب فيها، وتصبح العين مملوكة لحملة الصكوك.
- **صكوك ملكية المنافع:** وتنقسم إلى:

  - **صكوك ملكية منافع الأعيان الموجودة:** وهى نوعان الأولى تمثل الوثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين موجودة، أو عن طريق وسيط مالي ، بغرض إجارة منافعها واستيفاء أجرتها من حصيلة الاكتتاب فيها ، وتصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك، أما الثانية فهي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك منفعة عين موجودة (مستأجر) بنفسه أو عن طريق وسيط مالي، بغرض إعادة إجارتها واستيفاء أجرتها من حصيلة الاكتتاب فيها ، وتصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك.
  - **صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة:** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض إجارة أعيان موصوفة في الذمة واستيفاء الأجرة من حصيلة الإكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين الموصوفة في الذمة مملوكة لحملة الصكوك.

[1]- سامر مظهر قنطقجي، **صناعة التمويل في المصارف و المؤسسات المالية الإسلامية**، مرجع سبق ذكره، ص 360.

[2]- منذر قحف، **الإجارة و الأعيان المؤجرة**، الطبعة الثانية، المعهد الإسلامي للبحوث و التدريب، جدة، 2000، ص37.

➢ **صكوك ملكية الخدمات:** وهي نوعان:

- **صكوك ملكية الخدمات من طرف معين:** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض تقديم الخدمة من طرف معين (كمنفعة التعليم من جامعة مسماة) واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح الخدمات مملوكة لحملة الصكوك.
- **صكوك ملكية الخدمات من طرف موصوف في الذمة:** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض تقديم الخدمة من مصدر موصوف في الذمة (كمنفعة التعليم من جامعة يتم تحديد مواصفاتها دون تسميتها) واستيفاء الأجرة من حصيلة الإكتتاب فيها، وتصبح الخدمات مملوكة لحملة الصكوك.

3-هيكلة آلية إصدار صكوك الإجارة:

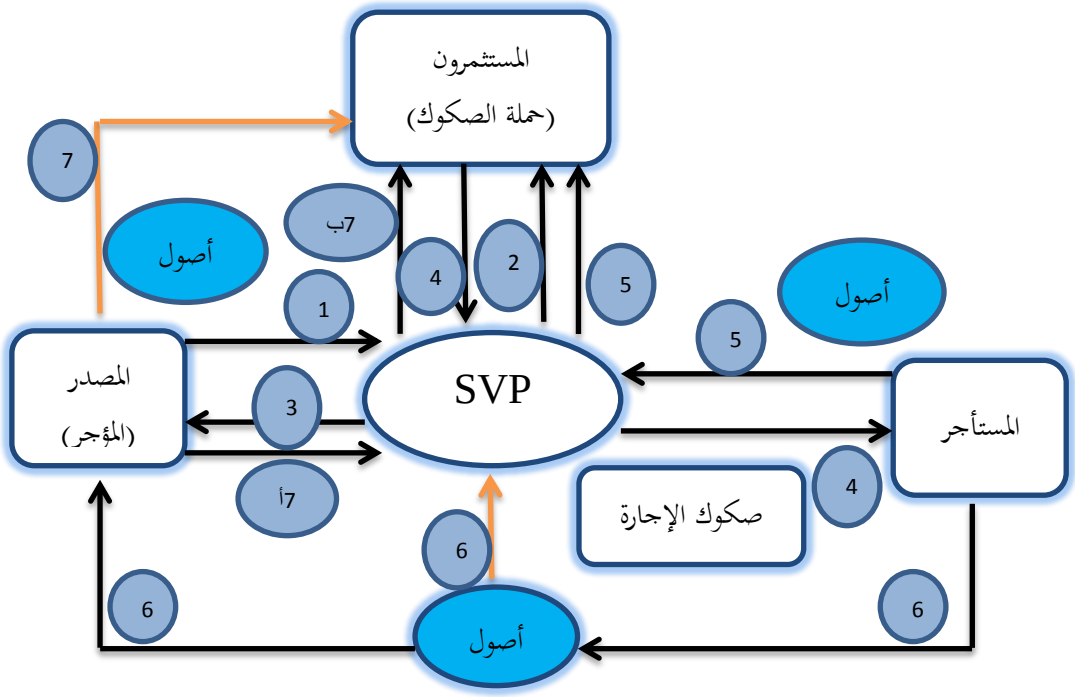
تتم آلية إصدار صكوك الإجارة وفق الخطوات التالية:

1) يحدد المصدر للأصول المراد استخدامها في عملية التصكيك (أو التي سيتم تملكها)، لتبيع بعدها الشركة المصدرة للأصول إلى الشركة ذات الغرض الخاص.
2) تصدر الشركة ذات الغرض الخاص صكوك الإجارة، و تمثل هذه الصكوك ملكية حصة متساوية شائعة في ملكية الأصول المراد تأجيرها، ليتم الإكتتاب فيها من طرف المستثمرين.
3) تجمع حصيلة إصدار صكوك الإجارة من طرف الشركة ذات الغرض الخاص و تدفعها نقداً للشركة المصدرة.
4) تقوم في الوقت نفسه الشركة ذات الغرض الخاص بإعادة تأجير الأصول إلى جهة ثالثة (أو إلى الشركة المصدرة بحسب طبيعة عقد الإجارة المراد تحقيقه) لمدة معينة مقابل دفع الإيجار.
5) يدفع المستأجر (أو المصدر بحسب طبيعة عقد الإيجار المراد تحقيقه) للأجرة المتفق عليها دورياً إلى الشركة ذات الغرض الخاص، و بحسب هذا الإيجار على أساس مرجعي ممثل في معدل فائدة ثابت أو متغير مضافاً إليها نقطة مئوية معينة، أو تم الاتفاق عليه بين الأطراف في بادئ الأمر، ليتم تحويلها من طرف الشركة ذات الغرض الخاص و توزيع أرباح الإيجار على أصحابها (المستثمرون) عند كل أجل.
6) عند تاريخ الإستحقاق، و بعد انتهاء مدة الإيجار، يقوم المستأجر بإعادة الأصول إلى الشركة ذات الغرض الخاص على أن تقوم هذه الأخيرة بإعادة بيع الأصول إلى المصدر الأصلي بقيمتها السوقية (أو بحسب الإتفاق الأولي للقيمة الإسمية للصكوك المصدرة أو بحسب القيمة المتبقية للأصول المؤجرة).

7) تحصل الشركة ذات الغرض الخاص على الأموال المعاد بيعها للشركة المصدرة، و في نفس الوقت تستخدم حصيلة بيع الأصول للوفاء بقيمة الصكوك إلى المستثمرين، و تنتهي عملية التصكيك و تحل الشركة ذات الغرض الخاص.

و الشكل التالي يوضح هذه المراحل:

الشكل رقم (2–6): هيكلة إصدار صكوك الإجارة



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على:

- Redney wilson**, innovation in the structuring of islamic sukuk securities**, 2nd banking and finance international conference, Lebanese American university, Beirut, 23rd– 24th February 2006,p 09.
- Dubai international financial Centre, **Sukuk guidebook**, Dubai UAE, November 2009, p 14.
- Shamsher Mohamed, Taufiq Hassan and Adesina-Uthman Ganiyah, **Exigency for sukuk bonds financing: issues and discussion**, Electronic copy available at: http://ssrn.com/abstract=1666103, date see: 16/01/2012.
- Ali Salman Syed, **Islamic Capital Market: Developments and challenges**, op cit, p32.

المطلب الرابع: مقارنة الصكوك الإسلامية بأدوات الاستثمار التقليدي

تتفق الصكوك الإسلامية مع غيرها من الأوراق المالية التقليدية في بعض الإجراءات الإدارية من حيث التنظيم و الإصدار، إلا أنها تتميز عن غيرها في كونها أوراق مالية تلتزم بأحكام الشريعة الإسلامية في كافة مراحلها منذ بداية الإصدار إلى إنتهاء أجلها، و يمكن توضيح أهم هذه الفروقات فيما يلي:

أولا: الفرق بين الصكوك الاسلامية و السندات

إن إطلاق مصطلح السندات الإسلامية و المقارنة مع السندات التقليدية راجع لما بينهما من أوجه التشابه كون أن كليهما يصدر بقيمة اسمية و كذا من ناحية تقليل المخاطر، مما يتطلب تثبيت مصطلح الصكوك عوضاً عن السندات و هذا بهدف تحديد أوجه التشابه و الإختلاف حتى يتسنى التمييز بينهما.

أ/ أوجه التشابه: تشترك الصكوك و السندات في النقاط التالية:

- تتفق الصكوك و السندات في أن كلاهما أوراق مالية يمكن تداولها، غرضها تمويل مختلف الجهات الحكومية أو شركات خاصة، كما تتحكمان في حجم السيولة النقدية المتداولة، فهما بهذا يلعبان دوراً في استقرار الوضع الاقتصادي[1]، كما أنها محددة المدة الزمنية.
- تصنف الصكوك و السندات ضمن الأوراق المالية المتدنية المخاطر و بإستقرار كبير كونهما مضمونتان و مدعومتان بأصول الأمر الذي يجعلها ذات جاذبية لأولئك الذين يريدون شراء أموالهم لأجل طويل.

ب/ أوجه الاختلاف: توجد عدة نقاط تفترق فيها الصكوك عن السندات و التي يمكن حصرها فيما يلي:

- الصك يمثل حصة معلومة في ملكية أصول مشروع استثماري، فحق صاحب الصك عيني مرتبط بأصول المشروع أو الشركة بينما السند يمثل دينا في ذمة مصدره (الشركة).
- إيراد الصكوك ليست فوائد على القيمة الاسمية و إنما هي متأتية من عوائد النشاطات الاستثمارية لأصول الصكوك أو الإيراد من الأصول التي يملكونها [2]، في حين للسندات حق دين نقدي و يحصل حاملها على فائدة مدفوعة مسبقا أو عند انتهاء أجله[3].

---

[1]- حمزة الفعر الشريف، **ضمانات الصكوك الاسلامية**، ورقة عمل مقدمة إلى "ندوة الصكوك الإسلامية: عرض و تقويم"، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 24-26 ماي 2010، ص04.

[2]- محمد علي القري، **الصكوك الاسلامية و تطبيقاتها المعاصرة و تداولها**، ورقة عمل مقدمة إلى ندوة "الصكوك الإسلامية"، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الشارقة،2009،ص04.

[3]- معبد الجارحي و عبد العظيم أبوزيد، **سوق الصكوك الاسلامية و كيفية الارتقاء بها**، ورقة عمل مقدمة إلى ندوة "الصكوك الإسلامية: عرض و تقويم"، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 24-26 ماي 2010، ص08.

- الصكوك ورقة مالية مباحة مهيكلة على أساس عقد شرعي وفق صيغة من صيغ التمويل الإسلامي و هذا ما يكسبها صفة الورقة الحلال للتعامل بها في الأسواق المالية، في حين أن السندات الربوية هي أوراق مالية محرمة[1].
- في موعد إستحقاق السند يستحق مالكه للقيمة الإسمية المدفوعة عليه مضافاً إليها الفوائد المحددة المعلن عنها مسبقاً، فهو لا يتأثر بالمركز المالي للمصدر و لا بنتائج أعمال الشركة بخلاف تأثر مالك الصك بنتائج أعمال المشروع فيتحمل الأخطار و الخسائر المحتملة كما يشارك في الأرباح المحققة، فعليه غرم المشروع و له غنمه[2].

و لكي نميز بين الصكوك التي هي أوراق مالية مبنية على أصول حقيقية و بين أنواع السندات التقليدية التي تمثل قرضا في ذمة المصدر موثقا برهن و ضمان هو أصول الشركة، ففي هذه الحالة الصكوك تصدر وفق أصول حقيقية في حين السندات المدعمة بالأصول حق مالكها متعلق بذمة المصدر، و الأصول عبارة عن ضمان و رهن لحامل السند[3]، و هنا يبرز الفرق واضحاً في إنشاء كل من الورقتين الماليتين.

ثانيا: الفرق بين الصكوك الإسلامية و الأسهم

المقارنة بين الصكوك الإسلامية و الأسهم يستوجب ذكر ما يتفقان فيه و ما يختلفان عليه، و الذي سنوضحه فيما يلي:

أ/ أوجه التشابه: تشترك الصكوك الإسلامية و الأسهم في النقاط التالية:

- كلا من الصكوك و الأسهم يمثلان ملكية لأصل حقيقي موجود مدر لعائد، يصدر من أجل المساهمة في مشروع مربح، حسب عدد الأسهم و الصكوك المستثمرة[4].
- يمثل كل منهما وثيقة إثبات تملك لحصة شائعة في أصول الشركة المصدرة للصكوك[5].
- يقوم كل من السهم و الصك مقام الحصة المملوكة في صافي أصول الشركة أو المشروع الاستثماري و ذلك في التسليم و القبض و الحيازة، البيع و الشراء و التداول أي حرية التصرف كاملة[6].

---

[1]- قرارات و توصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنبثق من منظمة المؤتمر الاسلامي، **قرارات مجمع الفقه الاسلامي الدولي:60(6/11) بشأن السندات.**

[2]- فؤاد محمد أحمد محسين، **الصكوك الاسلامية و تطبيقاتها المعاصرة**، مرجع سبق ذكره، ص18.

[3]- حامد بن علي ميرة، **صكوك الحقوق المعنوية**، مرجع سبق ذكره، ص03.

[4]- محمد علي القري، **الصكوك الاسلامية و تطبيقاتها و تداولها**، مرجع سبق ذكره، ص 03.

[5]- عبد الله بن منيع، **الصكوك الاسلامية: تجاوزاً و تصحيحاً**، ورقة عمل مقدمة إلى ندوة "الصكوك الاسلامية: عرض و تقويم"، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 24-26 ما 2010، ص 06.

[6]- فؤاد محمد أحمد محسين، **الصكوك الاسلامية و تطبيقاتها المعاصرة**، مرجع سبق ذكره، ص17.

ب/ أوجه الإختلاف: توجد عدد من الإختلافات أهمها:

- الصكوك ورقة مالية قليلة المخاطر لكونها تصدر مقابل أصل معين مقارنة بالأسهم ذات المخاطر العالية و ما تعرفه من تقلبات في اليوم الواحد في الأسواق المالية نتيجة لأداء الشركة ككل.
- تعتبر الصكوك أداة تمويل خارج الميزانية من جهة الشركة المصدرة لها، فحامل الصك ممول لهذه الشركة بحسب الأصل المصكك بينما تمثل الأسهم لحصة ملكية شريك معلومة من رأس مال الشركة[1].
- أسهم الشركات غير محددة بزمن معين حتى تبقى صالحة، فحامل الأسهم لا يستوفي نصيبه إلا بعد التصفية الكاملة للشركة، أما الصكوك فهي محددة بآجال معينة تسترجع في نهايتها بإطفائها و إسترداد رأس مالها بحسب الصيغة المستعملة[2].
- مالكو الأسهم يتمتعون بقدرة تصويتية لإنتخاب مجلس الإدارة الذي يرعى مصالحهم و يقوم بالمشاركة في إدارة الشركة، أما حملة الصكوك فتنعدم هذه الميزة فلا إنتخاب و لا مشاركة و إنما تلتزم الشركة المصدرة للصكوك بضمان حسن سير الإدارة وفق أحكام عقد المضاربة و شروطها الشرعية[3]، و إن كان لحملة الصكوك الحق في بيعها إلى الغير تماماً كما يحق لحامل السهم بيعه و تداوله في أسواق الأوراق المالية[4].

[1]- صفية أحمد أبوبكر، **الصكوك الإسلامية**، مرجع سبق ذكره، ص 15.

[2]- عبد الله بن منيع، **الصكوك الإسلامية : تجاوزاً و تصحيحاً**، مرجع سبق ذكره، ص 07.

[3]- فؤاد محمد أحمد محسين، **الصكوك الإسلامية و تطبيقاتها المعاصرة**، مرجع سبق ذكره، ص17.

[4]- معبد الجارحي و عبد العظيم أبوزيد، **سوق الصكوك الإسلامية و كيفية الإرتقاء بها**، مرجع سبق ذكره، ص08.

المبحث الثاني:

آلية إصدار و تداول الصكوك الإسلامية و ضوابطها

نظراً للإقبال المتزايد و الإنتشار السريع للصكوك الإسلامية و التي تعد من أهم الأدوات المالية الإسلامية التي استطاعت أن تجد لها مكانةً هامةً في أسواق المال العالمية، و أصبحت متاحة للجميع أفراد و شركات و حكومات في مختلف الدول، كان من اللازم أن تخضع للعديد من الأسس و القواعد و الضوابط التي تنظم إصدار و تداول الصكوك الإسلامية .

المطلب الأول: آلية إصدار الصكوك الإسلامية

تشكل عملية إصدار الصكوك الإسلامية النافذة التي يطل من خلالها المصدرون أو وكلاهم على المستثمرين، الأمر الذي يتطلب أن تكون تلك العملية على درجة من الإتقان و الدقة و حسن الإخراج، و تمر عملية إصدار الصكوك الإسلامية بخطوات أولية مختلفة يطلق عليها تنظيم الإصدار، و هذه الخطوات لا تحصل بنفس التسلسل بل تتقدم خطوة على الأخرى، كما قد تتم جميع الخطوات أو قد يقتصر على بعضها فقط، و أحيانا توجد عدة بدائل لإختيار أحدها، و لكن الوضع الطبيعي أن تقع كما يلي:

أولا: الهيكلة

و تعني إعداد التصور و الهيكل التنظيمي الذي يمثل آلية الاستثمار بواسطة الصكوك و دراسة الجدوى و دراسة المسائل القانونية و الإجرائية و التنظيمية و تضمين كل ذلك في نشرة الاكتتاب، و ربما يتزامن مع ذلك وضع النظام أو اللائحة و الاتفاقيات التي تحدد حقوق و صلاحيات و واجبات الجهات المختلفة ذات الصلة، و من الأهمية أن يتم إختيار تلك الجهات بطريقة جيدة لإيجاد عوامل الثقة و الطمأنينة لدى المكتتبين، و تتم هذه الخطوة من قبل الجهة القائمة بعملية إنشاء الصندوق، و هي إما من طرف الممولين (كالبنوك مثلا) أو من طرف المستفيد من التمويل، و غالباً ما تستعين الجهة الراغبة في إصدار الصكوك بمكتب خبرة أو دراسات ليتولى عملية التنظيم لقاء عمولة، كما تتم الاستعانة بهيئة شرعية لإستكمال المتطلبات الشرعية و إستيفاء الأحكام و الضوابط الشرعية[1].

بناءً على ما سبق يمكن أن نقسم هذه المرحلة (الخطوة) الرئيسية إلى خطوات فرعية و هي:

- تحديد الهدف من الإصدار.
- تحديد نوع الأصول المراد تصكيكها.

[1] – عبد الستار أبو غدة، **صناديق الاستثمار الإسلامية–دراسة فقهية تأصيلية موسعة–**، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر السنوي الرابع عشر حول "المؤسسات المالية الإسلامية معالم و آفاق المستقبل"، كلية الشريعة و القانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، دبي 15-17 ماي 2005، ص 693.

- إعداد دراسات الجدوى الأولية: و التي تتضمن الدراسة الشرعية، الدراسة القانونية، الدراسة التسويقية، الدراسة المالية و الدراسة الفنية.

ثانيا: تمثيل حملة الصكوك (المستثمرين)

و يكون ذلك من خلال تأسيس شركة ذات غرض خاص تسجل في مناطق ذات إعفاء ضريبي، و تكون ذات شخصية مستقلة بالرغم من أنها مملوكة بالكامل للمستثمرين، و ذلك لتمثيلهم في إيجاد العلاقات بالجهات المختلفة و تقوم هذه الشركة بشراء الموجودات التي ستغطي الوحدات المصدرة، ثم يقوم المصدر بإثبات نقل ملكية الأصول من دفاتره إلى دفاتر تلك الشركة ذات الغرض الخاص على أساس البيع بعد أن يجري تقويمها من جهة متخصصة مستقلة[1].

ثالثا: طرح الصكوك للاكتتاب

و ذلك بهدف جمع الأموال التي ستمول بها الموجودات الممثلة بالصكوك.

رابعا: تسويق الصكوك

و يتم إما بالطرح مباشرةً للجمهور، و إما أن يتم بيع الصكوك جملة إلى المستثمر الأول الذي قد يكون بنكاً أو مجموعة من البنوك ثم يقوم هو بتسويقها و بيعها إلى الجمهور.

خامسا: التعهد بتغطية الاكتتاب

يتقدم متعهد الإصدار بتعهد يلتزم بموجبه بتنظيم الاكتتاب فيما تبقى من الصكوك، حيث يلتزم بشراء الصكوك التي لم يكتتب فيها و يبيعها تدريجيا أو يحتفظ بها كلياً أو جزئياً.

سادسا: مرحلة ما بعد الإصدار

يتم في هذه المرحلة التصنيف الإئتماني للصكوك من قبل جهة متخصصة تمهيداً لتحديد الجدارة الإئتمانية لإدراجها في سوق التداول و إن كانت مما يقبل تداوله، ففي هذه المرحلة تكون محاولة لتوفير سوق تداول (ثانوية) للصكوك المصدرة من خلال توفير آلية إعادة شرائها من المستثمرين بأسعار يعلن عنها أسبوعياً، مما يضفي صفة السيولة على تلك الصكوك، فيوفر لها جاذبية أكبر بالنسبة للمستثمرين[2].

---

[1]- سعود بن ملوح العنزي، **الصكوك الإسلامية، ضوابطها، و تطبيقاتها المعاصرة**، رسالة دكتوراه تخصص الفقه و أصوله، كلية الدراسات العليا، الجامعة الأردنية 2010، ص25.

[2]- شرياق رفيق، **الصكوك الإسلامية كمقترح تمويلي لتوسيع المشاركة الشعبية في عملية التنمية الاقتصادية**، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر "الصكوك الإسلامية و أدوات التمويل الإسلامي"، قسم الاقتصاد و المصارف الإسلامية، جامعة اليرموك، الأردن 12-13 نوفمبر 2013، ص 09.

المطلب الثاني: أهمية الإطار التشريعي في تفعيل التعامل بالصكوك الإسلامية

يعتبر وجود الإطار التشريعي في غاية الأهمية لتفعيل التعامل بالصكوك الإسلامية، و ذلك نظراً للعوامل التالية:

- تعتبر الصكوك أداة مالية مستحدثة و لذلك فهي تحتاج إلى ضرورة صياغة و وضع الإطار التشريعي لها لضمان تنظيم التعامل بها و توحيد أسس المعاملات بهذه الأداة حتى لا تتعدد و تختلف وجهات النظر، و يكون الإطار التشريعي هو الذي يضمن توحيد نظم التعامل في الواقع القانوني و العملي.
- تجذب الصكوك الإسلامية الفوائض المالية لجمهور عريض من أفراد المجتمع و كذلك الشركات و المؤسسات، فهي تعد وعاء عام توظف فيه أموال المجتمع يتطلب توفير حماية له تتناسب مع طبيعته و عموم التعامل به بين الأفراد و المؤسسات، و قد جرى العرف القانوني و العملي على توفير الحماية القانونية لمثل هذا الوعاء حفاظاً على أموال المجتمع.
- تتنوع الصكوك الإسلامية إلى أنواع عديدة بحسب العقد الذي تأسس عليه كالمضاربة و الإجارة و الاستصناع....، كما أنه تتنوع من حيث مجال توظيفها و الجهة المصدرة لها....، لذلك من الأهمية بما كان وضع الإطار القانوني الأساسي لتنظيم المعاملات بالصكوك[1] .
- ضرورة توفير الحماية القانونية للمستثمرين في الصكوك الإسلامية، إذ لا يجوز لأي شركة أن تصدر صكوكاً قابلة للتداول لمواجهة إحتياجاتها التمويلية أو لتمويل نشاط معين أو عملية معينة أو لأي غرض آخر، إلا بموجب نظام "قانون" يحدد الأحكام و الشروط العامة لهذه الصكوك، و الإجراءات الواجب إتباعها لإصدار هذه الصكوك و كيفية تداولها و حقوق و إلتزامات الجهات المصدرة و المستثمرين.
- ينبغي تنظيم العلاقة بين الأطراف المختلفة للصكوك من خلال نصوص قانونية عامة، فلا يجب أن تترك قواعد تنظيم و إصدار الصكوك الإسلامية مهما كان نوعها و غرضها و طرحها للاكتتاب العام لاجتهادات الجهة المصدرة لها، فلابد أن تكون محكومة بنظام يصدر طبقاً للإجراءات القانونية المعتمدة.

[1] – عبد الملك منصور، **العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي و الحاجة إلى تشريعات جديدة**، مرجع سبق ذكره، ص44.

لا يكفي أن تكون الصكوك الإسلامية متوافقة و أحكام الشريعة الإسلامية، و ذلك لسببين:

***السبب الأول:** أن الشريعة الإسلامية جاءت بمبادئ و قواعد عامة فيما يخص معظم المعاملات المالية، و من الطبيعي أن تصدر إجتماعات عديدة للفقهاء و العلماء حول المسألة الواحدة، و تركت قواعد الشريعة الحق لولي الأمر في إختيار الرأي الفقهي الذي يراه مناسباً و محققاً للمصلحة العامة، و أن يضع التنظيمات التفصيلية في إطار مبادئ الشريعة و قواعدها العامة على النحو الذي يتلائم مع ظروف الزمان و المكان و مصالح الدولة و الأفراد.

***السبب الثاني:** يعد إصدار هذا النظام تطبيقاً للقواعد المقررة في الشريعة الإسلامية لأهميته و ضرورته، فهو الذي يحدد أنواع الصكوك و أغراضها و التأكد من توافق هذه الصكوك و أحكام الشريعة ، كما يحدد شروط و إجراءات إصدارها و تداولها، و يحدد أيضاً القواعد المنظمة لحملة الصكوك و الجهات المصدرة لها، و كل الأسواق المالية المنظمة في مختلف الدول لا تسمح بطرح و تداول أوراق مالية إلا إذا كانت منظمة و محكومة بقانون معين[1].

و تجدر الإشارة إلى أن الصكوك الإسلامية تختلف عن السندات التقليدية في أنها تصدر بناءً على رأي هيئة شرعية قد تكون مختلفة حتى ضمن الإصدار الواحد، لذلك لابد من تقنين هذه العملة حفاظاً على حقوق الأطراف المختلفة للصكوك[2].

المطلب الثالث: الضوابط الشرعية لإصدار الصكوك الإسلامية

من أجل أن تتم عملية إصدار الصكوك الإسلامية كان لابد من وجود جملة من الضوابط الشرعية يجب توفرها فيها، ليتسنى لها أن تؤدي الدور الذي أصدرت من أجله، و لأجل ذلك قدم مجمع الفقه الإسلامي الدولي جملة من الضوابط الأساسية التي تحكم عمليات إصدار الصكوك الاستثمارية الإسلامية حسب القرار رقم 30(3/4)، نذكر منها:

الضابط الأول: يمثل الصك ملكية معلومة و معروفة في المشروع الذي أصدرت الصكوك لإنجازه و تمويله، و ملكية حامل الصك ملكية شائعة محددة و تستمر هذه الملكية مدة تواجد المشروع، من بدايته إلى نهايته و يترتب عليها جميع الحقوق و الواجبات المقررة شرعاً للمالك من بيع و هبة و رهن و إرث و وقف و غيرها من الأمور المشروعة.

---

[1]- خالد أحمد عثمان، **الصكوك الاسلامية في حاجة الى تنظيم قانوني**، جريدة الاقتصادية، العدد 6046، 01 ماي 2010 متاحة على الرابط:http://www.aleqt.com/2010/02/01/article_386600.html

[2]- محمد سعيد الحمامي، **التحديات القانونية و التشريعية لإصدار صكوك اسلامية**، ورقة عمل مقدمة إلى ورشة "الصكوك الإسلامية ...تنمية و ممارسات دولية"، الأردن، 2010 ، ص09.

الضابط الثاني: أن يكون إصدار الصكوك الإسلامية على أساس صيغة من صيغ التمويل الإسلامي ما ينتج عنه تحمل الصكوك المصدرة كافة الآثار المترتبة عن الصيغة الاستثمارية التي صدرت على أساسها الصكوك، وهذا بعد قفل باب الاكتتاب و بداية العمل في المشروع[1].

الضابط الثالث: يقوم العقد في الصكوك على أساس أن شروط التعاقد تحددها نشرة الإصدار، و أن الإيجاب يعبر عنه بالاكتتاب في هذه الصكوك، و أن القبول يعبر عنه بموافقة الجهة المصدرة، إلا إذا صرح في نشرة الإصدار أنها إيجاب فتكون حينئذ إيجاب و يكون الإكتتاب قبولاً.

الضابط الرابع: يجوز للمؤسسة المالية ممثلة عادة بالبنوك الإسلامية و التقليدية –المتعهد بالاكتتاب– أن تتعهد بشراء ما بقي من الصكوك التي لم يكتتب فيها، و يكون الإلتزام من متعهد الاكتتاب مبنياً على أساس الوعد الملزم، و لا يجوز أن يتحصل المتعهد بالاكتتاب عمولات مقابل ذلك التعهد.

الضابط الخامس: يمكن إصدار الصكوك لآجال قصيرة، متوسطة أو طويلة بالضوابط الشرعية، أو بدون تحديد الآجال و ذلك بحسب طبيعة الصيغة التي تصدر الصكوك وفقها و طبيعة المشروع الممول بحصيلة الصكوك[2]، فلا مانع شرعاً على النص في نشرة الاكتتاب على إقتطاع نسبة معينة من العائد المحقق عند نهاية كل دورة، إما من حصة حملة الصكوك في الأرباح المحققة في حالة وجود تنضيض دوري، أو من حصصهم في الإيراد أو الغلة الموزعة و وضعها في حساب احتياطي خاص لمواجهة مخاطر خسارة رأس المال أو التقلبات في العوائد الموزعة مسبقاً، على إعتبار أن هذا الشرط يرضي الطرفين.

الضابط السادس: بالإضافة إلى الضوابط السالفة الذكر، لابد من مراعاة الضوابط التالية في نشرة الإصدار:

أ- أن يعلن في نشرة الإصدار تحديد مجال الاستثمار، و تحديد صيغ التمويل الإسلامي الذي تصدر الصكوك على أساسها كالإجارة أو المرابحة أو المضاربة أو المشاركة أو السلم أو الاستصناع.

ب- أن تجتمع جميع أركان الصيغة التي أصدر الصك على أساسها، و أن لا تحتوي على شروط تنافي مقتضاها أو تخالف أحكامها.

ج- أن ينص في النشرة صراحةً على الإلتزام بأحكام و مبادئ الشريعة الإسلامية، و على توفر هيئة رقابة شرعية تعتمد و توافق على آلية الإصدار و تراقب تنفيذه طوال الوقت من الإصدار إلى الإطفاء.

---

[1]- المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية، البحرين، 2010، ص240.

[2]- حسين حامد حسان، **صكوك الاستثمار الإسلامي**، ورقة عمل مقدمة إلى ندوة "الصكوك الإسلامية(التوريق)"، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الشارقة، 2009، متاح على الرابط: www.hussein-hamed.com/pages.aspx?type=reseach>2012/01/16

د- أن يصرح في نشرة الإصدار على مشاركة مالك كل صك في الغنم (الربح المحقق) و أن يتحمل من الغرم (الخسارة المحتملة) بنسبة ما يملكه من الصكوك.

هـ- أن تتضمن النشرة شروط التعاقد و البيانات الكافية عن المشاركين في عملة الإصدار و صفاتهم الشرعية و حقوقهم و واجباتهم، و ذلك مثل وكيل الإصدار و مدير الإصدار و وكيل الدفع و غيرهم، كما تتضمن شروط تعيينهم و عزلهم.

و- لا يجوز أن تتضمن نشرة الإصدار و لا الصكوك المصدرة على نص يؤدي إلى إحتمال دفع الشركة للأرباح، فإن وقع كان الشرط باطلاً و يصح العقد، و توزيع الأرباح بحسب نسبة التملك في رؤوس الأموال إن لم يكن قد تم الإتفاق على نسب التوزيع.

ز- لا يجوز أن تشمل نشرة الإصدار أي نص أو بند صراحةً أو ضمناً، يلتزم فيه المصدر على ضمان القيمة الاسمية إتجاه حملة الصكوك في غير حالات التعدي و التقصير من طرفه، غير أنه لا يوجد ما يمنع شرعاً من وجود نص على وعد من الغير (طرف ثالث) منفصل في شخصيته و ذمته المالية عن طرفي العقد بالتبرع بدون مقابل بدفع مبلغ مخصص غير محدد لمواجهة الخسائر المحتملة للمشروع، و على أن يكون إلتزاماً مستقلاً عن العقد، أي قيامه بالوفاء بإلتزامه ليس شرطاً في تحقق العقد و ترتب أحكامه عليه بين أطرافه، في حين لمصدر الصك إمكانية تقديم ضمانات عينية أو شخصية لضمان مسؤوليته في حالات تعديه أو تقصيره لحملة الصكوك[1] .

[1]- المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص 243.

المطلب الرابع: الضوابط الشرعية لتداول الصكوك الإسلامية

و يقصد بتداول الصكوك " بيعها في السوق الثانوية بعد شرائها من قبل المكتتبين"، إذا تمتع الصك بخاصية التداول في سوق الأوراق المالية و بالثمن الذي يتحدد في السوق الناتج عن تقييم أصل الصكوك المصدرة، أما إذا كان الصك لا يتداول في سوق الأوراق المالية فيمكن تداوله بسعر إصداره لجهة الإصدار عند بلوغ أجل استحقاقه إذا كان منصوصاً عليه في نشرة الإصدار[1].

و لأجل ذلك تم إصدار جملة من الضوابط التي تحكم تداول الصكوك الإسلامية من طرف عدد من المجالس الشرعية:

الضابط الأول: يجوز تداول الصكوك و استردادها إذا كانت تمثل حصة شائعة في ملكية الموجودات من أعيان أو منافع أو خدمات بعد قفل باب الاكتتاب، باعتبار ذلك مأذوناً فيه من الشركاء مع مراعاة الشروط التالية:

1- إذا كان رأس مال المشروع المتجمع بعد الاكتتاب و قبل مباشرة البيع ما يزال نقوداً، فإن تداول الصكوك يعتبر مبادلة نقد بنقد و تطبق عليه أحكام الصرف، و مع تقابض البديلين في مجلس الصرف قبل التفرق، إذا بيع أحد النقدين بجنسه أي أن القيمة الاسمية المدفوعة هي الأساس حيث يباع فيها الصك دون زيادة أو نقصان.

2- إذا صار رأس المال ديوناً تطبق على تداول الصكوك أحكام التعامل بالديون.

3- عندما يكون رأس المال أصول مختلطة من النقود و الديون و الأعيان و المنافع، فإنه يجوز تداول الصكوك وفقاً للسعر المتفق عليه مع مراعاة الشروط السابقة في التداول.

4- يمكن تداول الصكوك في أسواق الأوراق المالية إذا توفرت فيها الضوابط الشرعية بما تسمح به ظروف العرض و الطلب و يخضع لإرادة المتعاقدين، كما يجوز أن يتم التداول بقيام الجهة المصدرة في فترات دورية معينة بإعلان إيجاب يوجه إلى الجمهور تلتزم بمقتضاه خلال مدة محددة بشراء هذه الصكوك بسعر معين، و يستحسن أن تستعين في تحديد السعر بأهل الخبرة وفقاً لظروف السوق و المركز المالي للمشروع.

الضابط الثاني: بالنسبة للصكوك القابلة للتداول إمكانية تعهد مصدر الصك في نشرة إصدار الصكوك بعد إتمام عملية الإصدار بشراء ما يعرض عليه من هذه الصكوك بسعر السوق، و لا يجوز أن يكون وعد الشراء بالقيمة الاسمية للصك[2] .

---

[1]- عبد الله منصور، **العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي و الحاجة إلى تشريعات جديدة**، مرجع سبق ذكره، ص 19.

[2]- المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية، مرجع سبق ذكره، ص 244.

الضابط الثالث: تداول الصكوك بأي طريقة متعارف عليها يجوز فيما لا يخالف أحكام الشريعة الإسلامية مثل القيد في السجلات، الوسائل الإلكترونية أو المناولة إذا كانت لحاملها[1]، هذا و جاء في تقرير المجلس الشرعي لهيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بعض التوصيات للمؤسسات المالية الإسلامية و هيئات الرقابة الشرعية أن تلتزم عند إصدار الصكوك بمايلي[2]:

1- بالنسبة للصكوك القابلة للتداول وجب تملك حملة الصكوك بجميع حقوقها و التزاماتها في الأصول الحقيقية للشركة، و أنها تملك و تباع شرعاً و قانوناً سواءً كانت أعيان أو منافع أو خدمات، وفقا لما جاء في المعيار الشرعي رقم 17 بشأن صكوك الاستثمار، و يجب على مدير الصكوك اثبات نقل ملكية الموجودات في سجلاته و أن لا يبقيها في ميزانيته.

2- لا يجوز أن تتداول الصكوك إذا كان مجموعها يمثل الإيرادات أو الديون إلا إذا باعت جهة تجارية أو مالية جميع أصولها أو ما لها محفظة مالية قائمة لديها، و دخلت الديون التابعة للأعيان و المنافع غير مقصودة في الأصل وفق الضوابط المذكورة في المعيار الشرعي رقم 21 بشأن الأوراق المالية.

[1]- المعايير الشرعية، نفس المرجع السابق، ص 244.

[2]- تقرير المجلس الشرعي، هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية، البحرين، 2008/02/14.

المبحث الثالث:

مخاطر الصكوك الإسلامية و آليات إدارتها

يقوم الاستثمار في الإسلام على المخاطرة من خلال المشاركة في الغنم و الغرم، بخلاف المقامرة التي حرمها الإسلام و التي تقوم على تحقيق مغنم لطرف على حساب تحقيق مغرم للطرف الثاني، و يعكس ذلك ابن القيم الجوزية بقوله:" المخاطرة مخاطرتان: الخطر الأول مخاطرة التجارة: و هو أن يشتري السلعة بقصد أن يبيعها و يربح و يتوكل على الله سبحانه و تعالى في ذلك، و الخطر الثاني الميسر: الذي يضمن أكل المال بالباطل، فهذا الذي حرمه الله و رسوله"[1]، و الإسلام يحث على الأخذ بالأسباب في التعامل مع المخاطر، و من ثم يتعين على المنشآت المالية وضع الآليات الكفيلة و اتخاذ السبل الناجعة للتعامل مع ما يواجهها من مخاطر الصكوك الإسلامية .

المطلب الأول: المخاطر و الصكوك الإسلامية

إن الاستثمار في الصكوك الإسلامية محاط بكثير من أسباب المخاطر التي تكتنفها الغموض و سرعة التقلب، و الصكوك الإسلامية باعتبارها وثائق متساوية القيمة تصدر على أساس عقد شرعي لتمويل نشاط استثماري معين، فإنها تمثل أصولاً مالية ضمن المشروع الاستثماري، و هذه الأصول المالية قد تكون: أعيان أو منافع أو خدمات أو حقوق معنوية أو نقودا أو ديونا أو خليطا من ذلك كله أو بعضه، و لأن هذه الأصول المالية تكون على شكل موجودات المشروع الاستثماري فإنها معرضة لكافة أنواع المخاطر التي تتعرض لها الأصول و المشاريع الاستثمارية الإسلامية، و من خلال النظر إلى مصادر المخاطر بصفة عامة نجد أن الصكوك الإسلامية تتعرض إلى العديد من المخاطر الكلية و التي يتمثل مصدرها الأساسي فيما يلي[2]:

أولا: مخاطر متعلقة بمصدري الصكوك الإسلامية

و يمكن تقسيمها إلى ثلاثة أقسام وفق الآتي:

أ/ مخاطر مصدري الصكوك: تختلف مخاطر مصدري الصكوك من أفراد، شركات و حكومات، فهم أصحاب فكرة المشروع و هم الذين يتلقون حصيلة الاكتتاب، ثم يدفعون بها للاستثمار في أي مشروع مناسب، وبالتالي في جميع الأحوال، هم أصحاب القرار الأخير في الاستثمار، ولا يشارك فيه حملة الصكوك باعتبارهم أصحاب المال و لا يفيدهم إلا أحكام عقود التمويل، التي أصدرت بموجبها

[1] – ابن قيم الجوزية، **زاد المعاد في هدي خير العباد**، دار التقوى، القاهرة، بدون تاريخ نشر، الجزء الخامس، ص 418.

[2] -Ali Arsalan Tariq, **Managing Financial Risks of Sukuk Structures**, Adissertation submitted in partial fulfillement of the requirements for the degree of maters of science at LOUGHBOROUGH University, UK, September 2004, p43.

الصكوك، إضافة إلى شروط نشرة الإصدار ، لذلك هناك مخاطر تكمن في هذا الجانب، ولتجنب هذه المخاطر وجب على حملة الصكوك أن يحسنوا في اختيار مصدري الصكوك من ذوي الخبرة الاستثمارية[1].

ب/ مخاطر أصول الصكوك: تتميز الصكوك الاستثمارية الإسلامية بأنها متأتية من أصول غير نقدية، فقد تكون أعيان أو سلعا تباع و تشترى، و قد تكون عقارات أو وسائل نقل أو معدات، يتم استغلالها أو قد تكون أنشطة صناعية أو زراعية أو مشاريع خدمية، و إمكانية تعرض هذه الأصول إلى مخاطر التلف أو الهلاك أو مخاطر انخفاض قيمتها السوقية، فتنعكس بدورها على الصكوك الإسلامية التي تمثل هذه الأصول، مما يؤدي إلى تراجع قيمتها في التداول بفعل عوامل العرض و الطلب، أو السياسات الاقتصادية الحكومية و غيرها، و تعد مخاطر أصول الصكوك من أبرز أنواع المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها الصكوك، بضياع الأصل يؤدي إلى فقدان العائد أيضا[2].

ج/ مخاطر الذمة المالية لمصدري الصكوك: و يمكن لحملة الصكوك مواجهة خطرين هما[3]:

- **خطر التأخر على الوفاء:** و يحدث هذا الخطر إذا توقع حملة الصكوك أن العوائد المتفق تسديدها في ميعادها مسبقاً سيتم تأخير دفعها عدة أشهر، و هذا برغبة المدينين في تأخير ذلك لطارئ معين، فإنهم سيصابون بخيبة أمل كبيرة لن تؤثر فقط في التنبؤ بقدرة الأصول على الوفاء، بل أيضا على ثقة المستثمرين في صفقات التصكيك بكاملها.

- **خطر العجز عن الوفاء:** يعتمد هذا الخطر في وقوعه على الجدارة الائتمانية للمصدر، حيث يعجز المصدر عن الوفاء بسبب التعثر المالي أو الافلاس، مما يبرز أهمية دور شركات التصنيف الائتمانية في درء هذا الخطر من خلال درجة التصنيف الائتماني التي تعطى عند بدء التصكيك، و التي تساعد المستثمرين على توقع هذا الخطر قبل اتخاذ هذا الاستثمار في الصكوك المصدرة، إضافة إلى وجود ضمانات كافية مقابل تلك الصكوك لتعزيز ثقة المستثمرين بها، فهذه المخاطر ترجع إلى عدم كفاءة المصدر أو إلى سوء سمعته و عدم رغبته في السداد، أو إلى عدم قدرته على السداد و هذا كله يقع في الأساس على عاتق الجهة المصدرة للصكوك المانحة للائتمان و يؤثر ذلك سلباً على عوائدها.

---

[1]-Ali Arsalan Tariq, **Managing Financial Risks of Sukuk Structures**, op cit , p43.

[2]- عبد الستار أبو غدة، **المخاطر في الصكوك و موقف الشريعة من ضمانها**، ورقة عمل مقدم الى ندوة "الصكوك الاسلامية: عرض و تقويم"، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، جدة، 24-26 ماي 2010، ص 04.

[3]- زياد الدماغ، **مخاطر الصكوك الاسلامية و طرق معالجتها**، ورقة عمل مقدمة الى المؤتمر الدولي للمصارف المالية الاسلامية: التقاضي عبر الحدود، الجامعة العالمية الاسلامية، ماليزيا، 15-16 جوان 2010، ص 06.

ثانيا: مخاطر المخالفات الشرعية

الأصل أن الصكوك الإسلامية لا ينبغي أن تخالف الشروط و الضوابط الشرعية، لأن حامل الصك يتحمل الأعباء و التبعات المترتبة على ملكيته للأصول سواء كانت مصاريف استثمارية أو هبوط في القيمة، كما تخصص حصيلة الصكوك للاستثمار في مشاريع تنفق مع أحكام الشريعة الإسلامية، فضلاً عن كونها تقوم على أساس عقود شرعية وفقا لصيغ التمويل الإسلامي بضوابط تنظم إصدارها و تداولها، و لذلك فإن مخالفتها لأحكام الشريعة الإسلامية في أي فترة من عمر الصك تؤدي إلى إضرار بالمتعاملين بها و تتفاوت خطورة هذه الأضرار من فساد في بعض شروط و آليات إصدار و تفعيل الصك إلى بطلانه بالكلية.

و يمكن أن ينشأ هذا النوع من المخاطر نتيجة ضعف الإطار التشريعي و المنظم لعملية إصدار و إدارة الصكوك، و غموض النصوص القانونية المتعلقة بها، و أيضاً بسبب وجود اختلافات بين الفقهاء في تفسير المعايير الشرعية و هذه الاختلافات يتم توظيفها أحياناً من قبل وسائل الاعلام في غير مصلحة العمل المصرفي الإسلامي.

كما يمكن أن تنشأ هذه المخاطر نتيجة الاهتمام بالألفاظ و المباني لبناء هيكلية الصكوك دون المقاصد و المعاني، مما يؤدي إلى تحقيق الشروط الشرعية للأدوات المالية ظاهرياً و إهمال مقاصدها التي تتعارض مع مقاصد الشريعة الإسلامية، اعتماداً من البعض على المذهب الشافعي الذي يقول بصحة بيع العينة لتوافر شروط البيع ظاهرياً، بيد أن الإمام الشافعي لا يمكن أن يقول بحل ما كان الغرض منه غير شرعي كالوصول إلى الحرام، كالصكوك التي هدفها إعادة تغليف السندات الربوية، إضافة إلى ذلك الصيغ القانونية المعقدة للصكوك التي تؤكد أنها ليست صكوك ملكية و إنما صكوك مديونية[1].

[1] – عبد الرحيم الساعاتي، **الوظائف الاقتصادية للصكوك: نظرة مقاصدية**، ورقة عمل مقدمة إلى ندوة "الصكوك الإسلامية: عرض و تقويم"، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، يومي:24-26 ماي 2010، ص ص 20، 21.

ثالثا: المخاطر التشغيلية:

وتنشأ هذه المخاطر نتيجة أخطاء بشرية أو فنية أو حوادث، وتندرج هذه المخاطر تحت المخاطر العامة إذا كانت بفعل عوامل خارجية كالكوارث الطبيعية، مثل ما تسببه الكوارث أو الحوادث في هلاك الزرع في استثمارات صكوك المزارعة أو هلاك الأصل المؤجر في استثمارات صكوك الإجارة ونحو ذلك.

وتندرج هذه المخاطر تحت المخاطر الخاصة إذا كانت بفعل عوامل داخلية كعدم كفاية التجهيزات أو وسائل التقنية أو الموارد البشرية المؤهلة والمدربة، أو فساد الذمم، أو عدم توافر الأهلية الإدارية (أي الكفاءة الإدارية) القادرة على القيام بمهام الوكالة عن الملاك وتحقيق الأرباح مع نموها واستقرارها مستقبلاً ، والمحافظة على المركز التنافسي للصكوك ونحو ذلك، أو من خلال ضعف الرقابة الشرعية مما يؤثر سلباً في ثقة المتعاملين، وسمعة المنشأة لديهم، وهو الأمر الذي من شأنه أن يترك آثارا على القيمة السوقية للصكوك الإسلامية[1]، و من بين أهم هذه المخاطر التشغيلية نذكر:

أ/ خطر تسديد العائد الدوري: و يقصد به عدم قدرة المصدر على تسديد العائد الدوري للصكوك في ميعاده، فكل تأخير في تسديد العائد الدوري سيخضع إلى تسديد خاص، و يتم تجميعه من طرف الشركة ذات الغرض الخاص ليتم الوفاء به أمام حملة الصكوك.

ب/ خطر إعادة شراء الأصول: فمصدر الصكوك يمكن أن يقوم بإعادة شراء الأصول المتعلقة بالصكوك المصدرة من حملتها، و أصل المبلغ المدفوع لحملة الصكوك قد لا يساوي المبلغ الأصلي المدفوع عند الشراء، و هذا ينتج خطر أن الأصل محل التصكيك لا يفي بقيمته الأولية عند الإصدار.

ج/ الخطر الخاص بالشركة ذات الغرض الخاص: عادةً ما يتم تأسيس شركة ذات الغرض الخاص لتنوب عن الجهة المصدرة و المحولة للأصول لهذه الشركة، و حتى تكون في معزل من إفلاس الشركة المصدرة، غير أن احتمال التعرض لخطر التسوية للشركة المصدرة و الشركة ذات الغرض الخاص عندما تكون للجهة المصدرة قناة تسديد عن طريق بيت التصفية، و تسديد العوائد الدورية مستقبلاً من بيت التصفية*، و هذا ما يمكن أن يشكل خطراً على حملة الصكوك في انتظار الوقت الكافي حتى يتسنى لهم الحصول على عوائدهم.

[1] – أشرف محمد دوابه، **إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية**، جامعة الشارقة، ص 16.

* **بيت التصفية:** جهة مخولة قانونياً بتصفية موجودات الشركة في حالة الإفلاس.

د/ الخطر المتعلق بالصكوك: و يمكن تسميته بخطر السيولة، و ذلك كون حملة الصكوك يتعرضون إلى خطر كبير يتعلق بهيكل الصكوك، فبقدر ما يرحب بهيكلة الصكوك و ما قدمته من توفير السيولة وفق تمويل إسلامي، إلا أنها معرضة إلى خطر السيولة و ذلك لعدم وجود سوق ثانوية تتسم بالسيولة الكافية لتسييل الصكوك، و حتى و إن كانت هذه الصكوك مقيدة في سوق محلي فهذا لا يعني أنها سائلة، فالصكوك تختلف حسب آجال استحقاقها من متوسطة إلى طويلة الأجل، و نجاحها مرتبط بمدى قدرتها على الارتقاء إلى مستوى السيولة، فمعظم الصكوك يتم الاحتفاظ بها حتى تاريخ استحقاقها.

المطلب الثاني: منهج إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية

أولا: مفهوم إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية

ينظر لإدارة المخاطر على أنها منهج أو مدخل علمي للتعامل مع المخاطر البحتة عن طريق توقع الخسائر العارضة المحتملة ، وتصميم وتنفيذ إجراءات من شأنها أن تقلل إمكانية حدوث الخسارة أو الأثر المالي للخسائر التي تقع إلى الحد الأدنى[1]، حيث يتضمن مصطلح إدارة المخاطر كافة الأنشطة التي تحاول تغيير العلاقة بين العائد المتوقع و درجة المخاطرة المرتبطة بتحقيق هذا العائد المتوقع، و ذلك بهدف تعظيم قيمة الأصل الذي يتولد عنه هذا العائد[2].

و انطلاقاً من ذلك نحاول صياغة تعريف خاص بإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، حيث يمكن تعريفها بأنها تلك العمليات و الإجراءات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية و التي تحاول تغيير شكل العلاقة بين العائد و المخاطرة المرتبطين بالتدفقات النقدية المستقبلية عند الاستثمار في الصكوك الإسلامية، و ذلك بقصد تعظيم القيمة السوقية للصك.

ثانيا: خطوات إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية

لتنفيذ عملية إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية بالشكل الصحيح و الفعال لابد من تحديد الخطوات العلمية و العملية اللازمة لها، و التي تتمثل فيما يلي:

أ/ تحديد المخاطر:

أولى الخطوات في إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية هو تحديد نوعية المخاطر التي يتوقع أن تتعرض لها الصكوك الإسلامية سواء أكانت مخاطر عامة أم مخاطر خاصة، وكذلك تحديد مصدر تلك المخاطر سواء أكانت مخاطر ائتمان أو مخاطر سوق من مخاطر سلع وخدمات وسعر صرف وسعر فائدة و تضخم ،

[1] – طارق عبد العال حماد، **إدارة المخاطر (أفراد – إدارات – شركات – بنوك)**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص51.

[2] – محمد علي، **إدارة المخاطر المالية في الشركات المساهمة المصرفية**، أطروحة دكتوراه فلسفة في إدارة الأعمال، كلية التجارة، قسم إدارة الأعمال، جامعة القاهرة، 2005، ص 2-6.

أو مخاطر تشغيل ، أو مخاطر مخالفات شرعية، و الوقوف على أسباب تلك المخاطر، مع ملاحظة أهمية أن تكون عملية تحديد المخاطر عملية مستمرة ، مع تفهم المخاطر على مستوى كل عمل استثماري ، وعلى مستوى المنشأة ككل.

ب/ تقييم المخاطر:

يستخدم تقييم المخاطر كأداة تخطيط ويجب أن يعطي صورة شاملة عن المخاطر[1]، فبعد تحديد مخاطر الصكوك الإسلامية ينبغي القيام بقياسها وتقييمها للوقوف على احتمالات الخسارة، مع ترتيبها وفقاً لجسامتها، من حيث كونها مخاطر مرتفعة أو متوسطة أو ضعيفة لإتخاذ التدابير اللازمة للتعامل معها.

ج/ ضبط المخاطر:

وذلك من خلال دراسة البدائل اللازمة للتعامل مع كل نوع من أنواع مخاطر الصكوك الإسلامية، و اتخاذ القرار اللازم باختيار البديل المناسب سواء بتجنب تلك المخاطر ، أو توزيعها ، أو قبولها والتعامل معها خاصةً في حالة وجود إدارة جيدة لإدارة المخاطر، وعلى أية حال فإن المقارنة بين المنافع والتكاليف من جراء تلك المخاطر هو المعيار الملائم في إتباع الأسلوب المناسب في التعامل مع المخاطر، فينبغي أن تفوق المنافع التكاليف المترتبة على مخاطر الصكوك الإسلامية.

د/ تنفيذ القرار:

وذلك من خلال وضع الآليات اللازمة لتنفيذ البديل الملائم للتعامل مع المخاطر موضع التنفيذ.

[1] – إبراهيم الكراسنة، **أطر أساسية ومعاصرة في الرقابة على البنوك وإدارة المخاطر**، صندوق النقد العربي، معهد السياسات الاقتصادية، أبو ظبي، مارس 2006، ص57.

المطلب الثالث: مسؤولية القيام بعملية إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية

نحاول من خلال ما سيأتي تحديد أهم الجهات المسؤولة عن إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية من بداية إصدارها إلى غاية إطفائها، و ذلك باعتبار أن الشركة ذات الغرض الخاص مؤسسة مالية وسيطة ينشئها و يملكها في الغالب المالك الأصلي للموجودات المصككة (المنشئ)، و تتولى عملية إصدار الصكوك و إدارتها و إتخاذ جميع الإجراءات نيابةً عن المنشئ و في نفس الوقت تتولى حماية مصالح حملة الصكوك، إلى جانب ذلك قد تتولى وظائف أخرى كمدير و أمين استثمار و متعهد للتغطية و غير ذلك على النحو الذي تبينه نشرة إصدار الصكوك، انطلاقاً من كونها جهة مستقلة تماماً عن مستخدم حصيلة الصكوك (المنشئ) حتى يمكنها القيام بعملية إدارة المخاطر، و بناءً على استقلالية الشركة ذات الغرض الخاص إعتبرنا هذه الأخيرة أهم الجهات المسؤولة عن إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، و سنحاول من خلال ما يلي التطرق إلى الجهات الأخرى المسؤولة عن إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية.

أ/ المراقبون أو السلطات الإشرافية:

قد يتولى الرقابة على الصكوك الإسلامية هيئات سوق المال باعتبارها الجهة المخولة بالسماح بإصدار و تداول الصكوك، كما قد يتولى هذا الأمر البنك المركزي انطلاقاً من وظيفته في مراقبة الوضع المالي و النقدي و المصرفي في الدولة، و تبرز أهمية الرقابة المالية عند قيام المؤسسات المالية بتسييل الصكوك أو إمتناعها عن التعامل بهذه الصكوك في السوق، و كذلك فإن التوجه لإصدار صكوك مالية يدفع بجهات الرقابة لوضع ضوابط تتعلق بحجم الإصدارات و عددها و نوعية المعروض منها، و فترة الاستحقاق للإصدارات، و حصر نوعية المصدرين في السوق المالي فيما إذا كانت حكومات أو شركات أو أفراد أو مصارف أو منظمات عالمية أو غيرها[1].

كما تتلخص أهداف السلطات الرقابية و الإشرافية في الدولة فيما يتعلق بالرقابة على الصكوك فيمايلي[2]:

- الحرص على خاصية التوافق مع الشريعة الإسلامية، و بالتالي التأكد من أن الصكوك تتصف بخصائص لا تتنافى مع مبادئ الشريعة الإسلامية، و مصلحة السلطات الرقابية في ذلك أنه إذا لم تتوافر الشروط الشرعية في الصكوك فإنها تهدد الأدوات المالية و كذلك المؤسسات المالية التي كانت فاعلة في إصدارها بسوء السمعة و فقدان الثقة فيها، و قد يتجاوز سوء السمعة و فقدان الثقة إلى النظام النقدي و المالي

[1] – أشرف محمد دوابة، **الصكوك الاسلامية بين النظرية و التطبيق**، دار السلام للطباعة و النشر و التوزيع، الطبعة الأولى، القاهرة، 2009، ص145.

[2] – معبد الجارحي و عبد العظيم أبوزيد، **أسواق الصكوك الاسلامية و وسائل تحسينها شاملة الجوانب الهيكلية و الرقابية**، ورقة عمل مقدمة إلى حلقة عمل بعنوان: "الصكوك الإسلامية طبيعتها و تطبيقاتها"، مجلس دبي الاقتصادي، الإمارات العربية المتحدة، دبي، 10 مارس 2010، ص 12.

بأكمله مما يهز أركانه و يضر بالمصالح الاقتصادية لعدد كبير من الأفراد و المؤسسات على المستوى الوطني.

- الحرص على أن حملة الصكوك يمتلكون حصصاً على المشاع في موجودات حقيقية، لأن هذا شرط من شروط التوافق مع الشريعة الإسلامية و ينعكس عدم توفره سلباً على سمعة الصكوك و مصدريها، كما أنه ضمان لحقوق حملة الصكوك.
- الحرص في كل الأحوال على خلو استخدام حصيلة الصكوك من مخاطر النزوع السيئ، بمعنى أن بائع الصكوك سوف يستخدم الحصيلة فيما خصصت له، و هذا يضمن قدرة بائع الصكوك على خدمة موجودات الصكوك من حيث الصيانة و الحفاظ على منافعها، و كذلك دفع أقساط الإيجار و غيرها من مستحقات حملة الصكوك.
- الحرص على أن كافة الاحتياطات قد إتخذت لكي لا يكون لدى حملة الصكوك حاجة إلى التصرف في موجوداتها بتأجيرها إلى جهة أخرى أو بيعها، لأن حدوث ذلك سوف ينزع من الصكوك عنصر الاستقرار و يهدد السوق المالية كلها بالانهيار، هذا بغض النظر عن تحمل حملة الصكوك لخسائر أو حتى تحقيقهم مكاسب من جراء التصرف في موجودات الصكوك، لأنه حتى و لو تحقق الحفاظ الكامل لحقوق حملة الصكوك فإن مجرد تصرفهم في الموجودات يدخل عاملاً من الاضطراب في أسواق المال يمكن أن يضر بالاقتصاد ككل.

ب/ المساهمون:

يقع على مساهمي المؤسسة البادئة بالتصكيك (المنشئ) عبء اختيار أعضاء مجلس الإدارة و هم المسؤولون عن عمليات التحكيم، و بالتالي فإن اختيارهم يجب أن يكون اختياراً سليماً يؤدي لضمان وجود إدارة مثلى في المؤسسة البادئة بالتصكيك و من ثم في الشركة ذات الغرض الخاص.

ج/ مجلس الادارة:

تقع مسؤولية إدارة المؤسسة البادئة بالتصكيك على مجلس إدارتها، حيث أن هذا الأخير من يقوم بوضع الاستراتيجيات و السياسات المختلفة، منها المفاضلة بين طرق التمويل (تمويل مباشر من البنوك و مؤسسات التمويل أو التمويل عن طريق إصدار الصكوك) عند الحاجة لتمويل إضافي بهدف تمويل الاحتياجات الرأسمالية و التشغيلية الجديدة، بالإضافة إلى تعيين الموظفين خصوصاً عند إختيار المسؤولين عن إدارة الشركة ذات الغرض الخاص، و تحديد نوع الأصول القابلة للتصكيك التي توفر السيولة المطلوبة و بتكلفة أقل.

د/ الادارة التنفيذية:

و هي الإدارة المسؤولة عن تطبيق السياسات التي يضعها مجلس إدارة المؤسسة البادئة بالتصكيك، و يجب أن يكون لدى المديرين التنفيذيين الخبرة الكافية لتجميع الموجودات في حزمة واحدة بغرض تصكيكها، و الذي يتطلب عناية خاصة في إختيار الجهات ذات المصداقية لإعداد دراسة الجدوى الأولية و التي على أساسها يتخذ مجلس الإدارة القرار الصائب في تصكيك موجوداته من عدمها، كما يتطلب من الإدارة التنفيذية الدراية الكافية بعملية إدارة المخاطر خاصةً في حالة إصدار صكوك الإجارة، عند قيام المنشئ بتأجير أصوله من وكيل الإصدار في عملية بيع ثم إعادة التأجير و التي يتحمل فيها المالك الأصلي (المؤسسة البادئة بالتصكيك) جميع الحقوق و الإلتزامات إتجاه حملة الصكوك و المترتبة على جميع الموجودات موضوع التصكيك.

هـ/ لجنة التدقيق الداخلي:

تعد لجنة التدقيق الداخلي بمثابة إمتداد لوظيفة سياسة مجلس الإدارة في إدارة المخاطر، و التي يجب أن تقوم بالتأكد من إلتزام المنشئ و الشركة ذات الغرض الخاص بالأنظمة الرقابية الداخلية و نظم المعلومات، و قد تتضمن لجنة التدقيق الداخلي التدقيق الشرعي الداخلي الذي يلعب دوراً هاماً في المؤسسات المالية الإسلامية و هدفه مساعدة الإدارة في تحمل مسؤوليتها بشأن الإلتزام بأحكام الشريعة الإسلامية و التأكد من تطبيقها حسبما تحدده الفتاوى و السياسات و الإجراءات التي تقرها هيئة الرقابة الشرعية في تلك المؤسسات.

و يمكن أن يكون التدقيق الشرعي الداخلي وحدة إدارية مستقلة (قسماً أو إدارةً)، و قد يكون قسما في لجنة التدقيق الداخلي و قد يكون مدمجاً في إدارة التدقيق الداخلي و ذلك طبقاً لتطور نظام الرقابة الشرعية الداخلية للمؤسسة، و قد يكون مكتباً خارج الكيان القانوني للمؤسسة تتعاقد معه الإدارة لأداء هذه الوظيفة[1].

و/ المدققون الخارجيون:

و هم غالباً ما يلعبون دوراً تقييمياً في عمليات المعلومات الخاصة بإدارة المخاطر، فبالإضافة إلى إهتمامهم بالفحص التقليدي لعناصر الميزانية و قائمة الدخل فلابد لتدقيقهم أن يكون مركزاً على المخاطر، و في ظل تنوع الأشكال التخصصية التقنية للتدقيق الخارجي في المؤسسات المالية الإسلامية برزت أهمية التدقيق الشرعي الخارجي و الذي يتجلى في عدد من العناصر تمثل مزايا استراتيجية للمؤسسات المالية الإسلامية، و تنسجم مع أحدث مفاهيم و استراتيجية الرقابة الشاملة في المؤسسات المالية الإسلامية

[1] – مطلق الجاسر، **التدقيق الشرعي في المؤسسات المالية الاسلامية**، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر المدققين الشرعيين، شركة شورى للاستشارات الشرعية، الدمام، المملكة العربية السعودية، 2009/04/12، ص 20.

بإعتبارها تمثل أساساً لإدارة مخاطر الأدوات المالية الإسلامية و ضبط الجودة الشاملة في المؤسسات المالية الإسلامية، ذلك أن تعدد الجهات الرقابية لحفظ أعمال المؤسسة المالية من المخالفات الشرعية يعد مطلباً استراتيجياً مستمداً من مطلب تحقيق المقاصد الشرعية و المتمثلة على وجه الخصوص في المحافظة على الدين و المال.

كما أن تطبيق استراتيجية التدقيق الشرعي الخارجي يحقق التأثير الإيجابي و الفعال بإتجاه تقويم و تطوير الجوانب فيما يكون عليه عمل الجهاز الشرعي داخل المؤسسة المالية الإسلامية بقسميه الإفتائي و الرقابي، ذلك أن طبيعة عمليات التدقيق الشرعي الخارجي تتطلب من الجهاز الشرعي الداخلي توفير العديد من المتطلبات الفنية و الإجرائية ذات الصلة بتنظيم أعمال هيئات الفتوى و الرقابة الشرعية وضبط جودة أدائها الشرعي بغية الوصول بها لتحقيق الهدف الاستراتيجي من وجودها و المتمثل في حفظ أعمال المؤسسة المالية من المخالفات الشرعية، و من هنا يظهر دورها و الحاجة لها في التعامل مع مخاطر عدم إلتزام المؤسسات المالية الإسلامية المصدرة للصكوك بأحكام الشريعة الإسلامية و المخاطر الأخرى ذات الصلة بهذا النوع من المخاطر[1].

ز/ حملة الصكوك:

يقع على حملة الصكوك كذلك عبئ عملية إدارة المخاطر من خلال مطالبة الشركة ذات الغرض الخاص بصفتها تحمي مصالحهم بالإفصاح عن المعلومات المالية و التحليل المالي حتى يتمكنوا من تقييم أداء المشروع الاستثماري محل عملية التصكيك و المخاطر المحيطة بأنشطته و أعماله.

كما أنه من حق حملة الصكوك أن يكونوا على اطلاع دائم على تطورات العملية الاستثمارية، بغض النظر على نوعية الصكوك التي يحملونها، نظراً لأنهم أصحاب المال و المتضرر الأول في حال وقوع الخسارة، و لا يعد إعطاؤهم هذا الحق تدخلاً مباشراً في شؤون إدارة عملية الاستثمار التي يتولاها مدير الصكوك مضارباً كان أم وكيلاً بالاستثمار، بل من قبيل ممارسة الحق الجائز الذي أعطته الشريعة لرب المال.

و لضمان إطلاعهم على مسيرة العملية الاستثمارية، فمن الواجب أن يمثلوا بجهة مستقلة عن الجهة التي تتولى إدارة الصكوك تحقيقاً للمصداقية، و تزداد الحاجة إلى هذا التمثيل عندما تكون الهيئة ذات الغرض الخاص مملوكة للمنشئ القابض لحصيلة الإصدار، ليتحقق بهذا التمثيل التأكد من حقيقة تحقق الاستثمار و شرعيته، و أن عملية الإصدار ليست غطاء للحصول على تمويل بربا تحت غطاء الصكوك[2].

---

[1]- رياض منصور الخليفي، **استراتيجية التدقيق الخارجي مفاهيم و آلية العمل**، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر الرابع للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المنعقد يومي: 03-04 أكتوبر 2004، البحرين، (بتصرف).

[2]- معبد الجارحي و عبد العظيم أبوزيد، **أسواق الصكوك الإسلامية و وسائل تحسينها شاملة الجوانب الهيكلية و الرقابية**، مرجع سبق ذكره، ص 13.

ح/ الشركة ذات الغرض الخاص(SPV):

تعتبر من أكبر الجهات المسؤولة عن إدارة المخاطر في عملية إصدار الصكوك الإسلامية، باعتبارها وكيلاً و منظم إصدار تتولى إصدار الصكوك الإسلامية و إدارتها لصالح المؤسسة البادئة بالتصكيك، و في نفس الوقت وكيلاً عن حملة الصكوك ترعى مصالحهم و حقوقهم في مواجهة المنشئ (المؤسسة البادئة بالتصكيك)، إلى جانب وظائف أخرى مساعدة في عملية التصكيك قد توكل إليها.

و عليه و بشكل عام، يجب على الشركة ذات الغرض الخاص أن تقوم بتقييم المخاطر التي تواجه الصكوك الإسلامية المتوقع إصدارها و التي يمكن أن تؤثر على درجة إقبال المستثمرين على الصكوك المصدرة و إقتراح سبل معالجتها مع الأخذ في الإعتبار قدرة الموجودات محل التصكيك على الوفاء بالإلتزامات.

المطلب الرابع: آليات إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية

تتعدد وتتنوع آليات إدارة المخاطر للصكوك الإسلامية، لتشمل ما يلي :

أولا: دراسة الجدوى

تعتبر دراسة جدوى المشروعات التي تتوجه إليها أموال حصيلة الصكوك من الأهمية بمكان لتخفيض بل وتجنب المخاطر قدر الإمكان، حيث إن تقويم جدوى المشروع من منظور إسلامي يحكمه ما يمكن تسميته "**الربحية الإسلامية**" من خلال توجيه التمويل نحو المشروعات الملتزمة بالمشروعية الإسلامية من حيث النشاط الحلال ، فضلا عن الكفاءة الاقتصادية لتحقيق التخصيص الأمثل للموارد من خلال حفظ المال وتنميته، ومراعاة الأولويات الإسلامية في الاستثمار وفقاً للضروريات والحاجيات والتحسينات، وديمومة متابعة العملاء ، بالإضافة إلى الكفاءة الاجتماعية وما تتضمنه من مسئولية اجتماعية للتمويل وتحقيق صافي منافع اجتماعية تعود على المجتمع بالنفع والخير ، والإلتزام بالأخلاقيات الإسلامية[1]، وكل هذا من شأنه أن يسهم في تخفيض مخاطر الصكوك الإسلامية بصفة عامة.

ثانيا: كفاءة الإدارة والرقابة عليها

تعتبر كفاءة إدارة الصكوك الإسلامية سر ربحيتها ونموها ، وبقدر كفاءة الإدارة بقدر ما تجمع تلك الصكوك بين معضلات الربحية والسيولة والأمان فضلاً عن مراعاة الإعتبارات الأخلاقية والمسئوليات الاجتماعية، وقد حث الإسلام على أن يجمع المدير بين الجوانب الأخلاقية والفنية، قال تعالى : ﴿**اجْعَلْنِي عَلَى خَزَآئِنِ الأَرْضِ إِنِّي حَفِيظٌ عَلِيمٌ**﴾ [2]، كما حث على حسن إختيار الشركاء والمضاربين والعاملين من

[1] – إبراهيم الكراسنة، **نحو دراسة جدوى إسلامية للمشروع**، دار السلام ، القاهرة، 2008، ص103-124،(بتصرف).

[2] – سورة يوسف، الآية 55.

ذوي الكفاءة والمهارة والمشهود لهم بالأخلاق الطيبة يقول تعالى : ﴿ **إن خير من استأجرت القوى الأمين** ﴾[1].

كما أن من عوامل تخفيض المخاطر إعطاء الحق لحملة الصكوك في مراقبة الإدارة من خلال جمعية عامة تمثلهم مع مراعاة أنه في صكوك المضاربة لا يجوز لحملة الصكوك التدخل في الإدارة وإن كان من حقهم متابعة تصرفات المضارب للتأكد من إلتزامه بشروط المضاربة، ومن خلال هذا وذاك يمكن تجنب مخاطر المخالفات الشرعية وتخفيض المخاطر الإئتمانية والتشغيلية.

ثالثا: الضمانات

تتعدد أنواع الضمانات في الفكر الاقتصادي الإسلامي، والتي من خلالها يمكن التعامل مع مخاطر الصكوك الإسلامية، ومن أهم هذه الضمانات ما يلي:

أ/ الكفالة : وذلك من خلال إلتزام طرف بتحمل عب عن طرف آخر على سبيل التبرع، وكفالة الشخص المليء ذو الخلق الحسن وسيلة ناجعة في تخفيض مخاطر توظيف حصيلة الصكوك الإسلامية ، خاصة المخاطر الائتمانية ومخاطر المخالفات الشرعية ، ومخاطر الأصول وعوائدها.

ب/ الرهن: يعد الرهن آلية من آليات الحماية ضد المخاطر خاصة المخاطر الائتمانية، فللدائن أن يشترط على المدين تفويضه ببيع الرهن عند حلول أجل الدين للاستيفاء من ثمنه دون الرجوع إلى القضاء[2].

ويشترط في المرهون أن يكون مالاً متقوماً يجوز تملكه وبيعه، وأن يكون معيناً بالإشارة أو التسمية أو الوصف وأن يكون مقدور التسليم ، ويجوز رهن المشاع مع تحديد النسبة المرهونة منه[3]، مع مراعاة أن الضمان سواء أكان كفالة أم رهناً لا يمكن الرجوع عليه في عقود الأمانة كما في استثمارات صكوك الوكالة أو المضاربة أو المشاركة إلا إذا تم تعدى أو تقصير أو مخالفة للشروط من قبل الوكيل أو المضارب أو المشارك، و قد جاء بقرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي بذات الخصوص بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار : "لا يجوز أن تشتمل نشرة الإصدار أو صكوك المضاربة على نص بضمان عامل المضاربة رأس المال أو ضمان ربح مقطوع أو منسوب إلى رأس المال، فإذا وقع النص على ذلك صراحةً أو ضمناً بطل شرط الضمان واستحق المضارب ربح مضاربة المثل"[4].

---

[1] – سورة القصص، الآية 26.

[2] – المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سبق ذكره، المعيار رقم : 5، ص60.

[3] – المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سبق ذكره، المعيار رقم : 5، ص59.

[4] – مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة الرابعة، المجلد الثالث، ص2146.

ج/ ضمان الطرف الثالث:

إذا كان من المتفق عليه شرعاً أنه لا يجوز للجهة المصدرة لصكوك المضاربة أو المشاركة أو الوكالة أن تضمن القيمة الاسمية لحامليها لأن هذا من قبيل ضمان رأس المال لأن اليد يد أمانة فإنه لا مانع شرعاً من أن يضمن طرف ثالث مستقل عن الإدارة وحملة الصكوك القيمة الاسمية لصكوك المضاربة.

وهذا الضمان – وتسميته ضمانا مجاز لأنه ليس كفالة عن ديون – هو في الواقع تعهد ملزم بتقديم هبه تعادل قيمة الأصول الاسمية في حال تعرضها للهلاك مهما كان سببه، أي حتى لو كان ناشئاً عن التعدي والتقصير من المدير إذا لم يتمكن حملة الصكوك من إلزامه بالتعويض لأن هذا الإلزام له الأولوية فهو حكم شرعي، أما التعهد فهو إلتزام عقدي مشروع أيضا[1] و قد جاء بقرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي بذات الخصوص بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار : "ليس هناك ما يمنع شرعاً من النص في نشرة الإصدار أو صكوك المقارضة على وعد طرف ثالث منفصل في شخصيته وذمته المالية عن طرفي العقد بالتبرع بدون مقابل بمبلغ مخصص لجبر الخسران في مشروع معين وعلى أن يكون إلتزاماً مستقلاً عن عقد المضاربة ، بمعنى أن قيامه بالوفاء بإلتزامه ليس شرطاً في نفاذ العقد وترتب أحكامه عليه بين أطرافه، ومن ثم فليس لحملة الصكوك أو عامل المضاربة الدفع ببطلان المضاربة، أو الإمتناع عن الوفاء بإلتزاماتهم بها بسبب عدم قيام المتبرع بالوفاء بما تبرع به، بحجة أن هذا الإلتزام كان محل إعتبار في العقد"[2]، كما جاء بالمعايير الشرعية لهيئة المحاسبة والمراجعة : "يجوز تعهد طرف ثالث غير المضارب أو وكيل الاستثمار وغير أحد الشركاء بالتبرع للتعويض عن الخسارة دون ربط بين هذا التعهد وبين عقد التمويل بالمضاربة، أو عقد الوكالة بالاستثمار"[3].

فيجوز إيجاد متعهد باسترداد الصكوك فإذا كان المتعهد جهة مختلفة عن جهة الإدارة فإنه يجوز التعهد برد القيمة الاسمية للصك إما من خلال تعهد ملزم أو بالإتفاق، أما إذا كان المتعهد بالإسترداد هو الجهة المديرة فلا يجوز التعهد منها بالإسترداد إلا بالقيمة السوقية التي قد تزيد أو تنقص عن القيمة الاسمية، كما أنه يجوز أن يتعهد المستأجر في صكوك التأجير بشرائها بالقيمة الاسمية أو بما يتم الاتفاق عليه وذلك يحقق ضمان أصول الصكوك ما دامت الصكوك قائمة و ما يتعلق بضمان الطرف الثالث لأصول الصكوك يصلح لإيجاد الضمان لعائد ثابت للصك لأنه يستند إلى المبدأ نفسه[4] ، وهو ما يحقق الضمان للأصول وعوائدها.

---

[1] – عبد الستار أبو غدة، **مخاطر الصكوك الإسلامية**، ورقة عمل مقدمة الى الملتقى السنوي الإسلامي السابع، الأكاديمية العربية للعلوم المصرفية، خلال الأيام:25 -26- 27 سبتمبر 2004، ص15.

[2] – مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، مرجع سبق ذكره، ص2164.

[3] – أنظر، المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار رقم: 5، ص62.

[4] – عبد الستار أبو غدة، **مخاطر الصكوك الإسلامية**، مرجع سبق ذكره، ص ص 17،18، (بتصرف).

رابعا: التأمين التعاوني

في ظل تواجد مؤسسات التأمين التعاوني، فإن هذا التأمين يعد آلية من الآليات الإسلامية للحماية ضد مخاطر الصكوك الإسلامية خاصة المخاطر الائتمانية، ومخاطر الأصول حيث من خلاله يمكن التأمين على الأصول الاستثمارية ضد كافة مخاطر تلك الأصول.

خامسا: الاحتياطيات

تعتبر آلية تكوين الاحتياطيات من الآليات التي تصلح للتعامل مع كافة مخاطر الصكوك الإسلامية، فيمكن تكوين احتياطي معدل الأرباح من دخل أموال المضاربة قبل اقتطاع نصيب المضارب بغرض المحافظة على مستوى معين من عائد الصكوك، كما يمكن تكوين احتياطي مخاطر الاستثمار وذلك باقتطاع جزء من أرباح حملة الصكوك بعد اقتطاع نصيب المضارب لغرض الحماية من الخسارة المستقبلية التي قد تتعرض لها الصكوك[1]، وقد جاء بقرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي بذات الخصوص بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار : "ليس هناك ما يمنع شرعا من النص في نشرة الإصدار على اقتطاع نسبة معينة في نهاية كل دورة إما من حصة حملة الصكوك في الأرباح في حالة وجود تنضيض دوري ، وإما من حصصهم في الإيراد أو الغلة الموزعة تحت الحساب و وضعها في احتياطي خاص لمواجهة مخاطر خسارة رأس المال"[2].

سادسا: التحوط

تقوم تلك الآلية على حماية استثمارات الصكوك الإسلامية من التقلبات خاصة في أسواق الأصول والأسواق المالية و يمكن إعتماد تلك الآلية ضد المخاطر شريطة أن لا يؤخر البديلين الثمن والمثمن حتى لا يكون ذلك من بيع الكالئ بالكالئ المحرم شرعا، فيمكن التحوط من خلال عقد السلم بشروطه الشرعية التي تشترط أن يكون المبيع معيناً في مقداره و أوصافه على أن يدفع الثمن بحد أقصى ثلاثة أيام وفقاً لرأي المالكية[*]، كما يمكن التحوط من خلال البيع الآجل الذي يؤخر فيه الثمن و يعجل المثمون.

ولا ينبغي شرعنة المشتقات المالية من عقود آجلة ومستقبلية وخيارات وعقود مبادلة بصورتها المطبقة حالياً في أسواق المال الغربية بحجج ما أنزل الله بها من سلطان، فمنهج عملها يقوم على تسوية المراكز دون تسليم ولا قبض للسلع ولا دفع للثمن، وهدفها هو نقل المخاطر بصورة تحقق منافع لطرف و ضرر للطرف الآخر حتى أصبحت بحق مصدراً للمتاجرة في المخاطر ومرتعا للقمار بإعتراف العديد من الكتاب الغربيين أنفسهم وفي مقدمتهم رائد الإدارة الحديثة الكاتب النمساوي **"بيتر دراكر"**.

---

[1] – معايير المحاسبة والمراجعة والضوابط للمؤسسات المالية الإسلامية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 2008، المعيار رقم: 11، ص392 (بتصرف).

[2] – مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، مرجع سبق ذكره، ص2164.

[*] يرى الجمهور ضرورة تسليم ضرورة تعجيل الثمن في مجلس العقد قبل التفرق، ورأي المالكية أقرب لتطبيق التحوط في الصكوك الإسلامية، انظر، ابن رشد ، **بداية المجتهد ونهاية المقتصد**، دار الكتب الإسلامية، القاهرة، 1983،الجزء الثاني، ص323.

كما أنه يمكن استخدام الخيار الشرعي في التحوط ضد مخاطر عدم الوفاء بالوعد من قبل مشتري السلعة بالمرابحة من خلال الاتفاق مع البائع على مدة خيار معلومة للسلعة عند شرائها، وهو ما يعرف بخيار الشرط طالت تلك المدة أم قصرت ، وكذلك التحوط من سعر الفائدة من خلال اتخاذ معيار عائد الفرصة البديلة أو معدل العائد على الاستثمار للسلع المشابهة مؤشرا في تحديد عائد المرابحة[1].

كما يمكن التحوط ضد مخاطر سعر الصرف من خلال العمل على توحيد عملة التوظيف مع عملة إصدار الصكوك قدر الإمكان، واختيار العملات المستقرة للتعامل، وكذلك "إجراء قروض متبادلة بعملات مختلفة بدون أخذ فائدة أو إعطائها شريطة عدم الربط بين القرضين، وشراء بضائع أو إبرام عمليات مرابحة بنفس العملة، ويجوز الاتفاق مع العملاء عند الوفاء بأقساط العمليات المؤجلة كالمرابحة على سدادها بعملة أخرى بسعر يوم الوفاء"[2].

سابعا: التنويع

وتقوم تلك الآلية على تنويع استمارات الصكوك الإسلامية من أجل تخفيض درجة المخاطر دون أن يترتب على ذلك تأثير سلبيا على العائد وهو ما يعرف بالتنويع الكفء. وتوجد أسس مختلفة للتنويع من أهمها تنويع جهة الإصدار ، وتنويع تواريخ الاستحقاق، والتنويع القطاعي، والتنويع الدولي.

أ/ تنويع جهة الإصدار :

وذلك بتنويع جهات الإصدار ، ويوجد أسلوبان شائعان في هذا الصدد هما :

- **التنويع البسيط أو الساذج:** ويتلخص مفهومه في المثل القائل "لا تضع كل ما تملكه من بيض في سلة واحدة "Not Putting All Egges in one Basket "، أو عليك بنشر المخاطر.

  و يعتمد التنويع الساذج علي تنويع جهات الإصدار مع عدم المغالاة في ذلك لما له من العديد من العيوب التي يأتي في مقدمتها صعوبة إدارة الاستثمارات، و إرتفاع تكلفة البحث عن استثمارات جديدة و إحتمال إتخاذ قرارات استثمارية غير سليمة، و إرتفاع متوسط تكاليف الشراء.

- **تنويع ماركوتز:** يقوم تنويع ماركوتز (Markowitz) على فكرة أساسية مؤداها أن المخاطر لا تتوقف فقط على مخاطر الاستثمارات، بل تتوقف كذلك على العلاقة التي تربط عوائد تلك الاستثمارات[3]، وهذا يعني ضرورة الإختيار الدقيق للاستثمارات التي تتوجه إليها حصيلة الصكوك، وذلك بمراعاة طبيعة الإرتباط بين العوائد المتولدة عنها، فعندما تكون هناك علاقة طردية بين عوائد استثمارات الصكوك فإن المخاطر التي تتعرض لها تكون أكبر مما لو كانت تلك العوائد مستقلة لا إرتباط بينها، أو توجد

[1] – دراسات في التمويل الإسلامي، الفصل التاسع، **الرؤية الإسلامية للمشتقات المالية**، دار السلام، القاهرة، 2007، ص231-251.

[2] – المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سبق ذكره، معيار رقم 01، ص ص 4،5.

[3] – منير هندي، **الفكر الحديث في مجال الاستثمار**، منشأة المعارف، الإسكندرية،1999، ص ص 283،284.

بينها علاقة عكسية، وهذا الأسلوب في التنويع قد ينجح ليس فقط في التخلص من المخاطر الخاصة بل والتخلص من جزء من المخاطر العامة.

ب/ تنويع تواريخ الاستحقاق :

الصكوك الإسلامية قد تصدر لفترات قصيرة أو متوسطة أو طويلة الأجل، و يهدف هذا التنويع إلى مواجهة مخاطر التضخم بإعتبار أن الصكوك ذات الآجال الطويلة أكثر عرضة للتعرض للتضخم عن الصكوك ذات الآجال القصيرة، و إن كانت الصكوك الإسلامية أقل عرضة للتعرض لمخاطر التضخم قياساً بالصكوك التقليدية نظراً لطبيعة مكوناتها وقيامها على المشاركة في الغنم و الغرم.

ج/ التنويع القطاعي:

يهدف هذا التنويع إلى تخفيض المخاطر الخاصة بالصكوك الإسلامية بناءً على المبدأ الذي يشير إلى أن رد فعل القطاعات الاقتصادية يختلف تبعاً للدورات الاقتصادية، و التنويع الجيد يجب أن يترجم في صورة ارتباط بين الصكوك الإسلامية والسوق بصفة عامة، و من ثم فإن تنوع إصدار الصكوك الإسلامية ليمتد لكافة قطاعات النشاط الاقتصادي هو أمر ينوع من المخاطر و يقي من صدماتها.

د/ التنويع الدولي:

يهدف التنويع الدولي إلى تخفيض المخاطر العامة، ومع تطور أسواق المال العالمية أصبح التنويع أكثر سهولة، فيمكن للمنشآت المالية إصدار صكوك إسلامية في أكثر من دولة إسلامية وبنفس عملة كل دولة، وهو ما يسهم أيضا في التحوط ضد مخاطر أسعار الصرف.

خلاصة الفصل:

من خلال دراستنا لهذا الفصل توصلنا إلى جملة من النتائج يمكن إيجازها في الآتي:

– للصكوك الإسلامية خصائص أهمها التقيد بالضوابط الشرعية في إصدارها و تداولها و في كل مراحل التعامل بها، ما جعل منها أداة مغرية لجذب المستثمرين الذين وجدوا فيها البديل من الأداة الاستثمارية التقليدية.

– تتنوع الصكوك الإسلامية و تستند هياكل إصدارها إلى إرث شرعي متين و قابل للتطور.

– تعتبر الصكوك الإسلامية بديلاً للسندات التقليدية القائمة على الربا، و تصدر بصيغ و آليات مختلفة وفق اختلاف صيغ التمويل الإسلامي و بالتالي تستجيب للمتطلبات المختلفة للنشاط الاقتصادي، فمنها ما يقوم على أساس عقود الشراكة كصكوك المضاربة و صكوك المشاركة و صكوك المزاعة، و منها ما يقوم على أساس عقود البيع كصكوك السلم و صكوك المرابحة و صكوك الاستصناع، و منها ما يقوم على أساس عقود الإجارة كصكوك الإجارة.

– إن إصدار الصكوك الإسلامية متعددة و متشابهة في الهيكلة، و لكن تختلف في تفاصيلها حسب كل نوع من الصكوك الإسلامية و حسب مراحلها و خطواتها، فهيكلة إصدار صكوك المضاربة تختلف عن هيكلة إصدار صكوك الإجارة، و كذا هيكلة إصدار صكوك السلم تختلف عنها في صكوك المرابحة الأمر الذي يجعلها تتميز بمرونة عالية يمكن إستخدامها في جميع جوانب الحياة الاقتصادية، و على أنها بقدر من الأهمية بالنسبة للمصدرين و المستثمرين و ذلك للمزايا التي تقدمها للاقتصاد ككل.

– على الرغم من المميزات و الخصائص التي تتصف بها الصكوك الإسلامية و التي سمحت لها بأن تصبح أكثر الصيغ نمواً في سوق التمويل الإسلامي إلا أنه لا تزال تعيق عملية إصدارها و تداولها العديد من المخاطر الأمر الذي وضع الصناعة المالية الإسلامية في تحدٍ واسع و هو العمل على إيجاد آليات لإدارة هذه المخاطر في ظل بيئة مالية دولية تتزايد بها حدة المخاطر و تتسارع فيها عملية إنتقالها.

الفصل الثالث:

آليات الصكوك الإسلامية

في تنشيط الأسواق المالية

أصبحت أسواق الأوراق المالية تشكل عصب الحياة المالية في البلدان المختلفة التي أولت لها أهمية بالغةً، الشيء الذي جعلها أداة فعالة في خلق التوازن الاقتصادي بين العرض و الطلب و ركيزة أساسية للنهوض بالاقتصاد العالمي، و عليه استوجب على البلدان المختلفة إيجاد الأدوات المالية التي تُسهم في زيادة نشاطها و تطور حجم تداولاتها.

و في ظل تطور المصرفية الإسلامية و انتشار العمل بها على نطاقٍ واسع، ظهرت الصكوك الإسلامية كواحدةٍ من هذه الابتكارات التي شهدت انتشاراً و اقبالاً واسعاً في مختلف دول العالم، و تمكنت على مر السنوات الماضية من تحقيق نجاحات عديدة و قفزات نوعية من حيث العوائد، كما شهدت السوق العالمية للصكوك رواجاً كبيراً، حيث تنامت و اتسعت بصورة كبيرة و حققت أرقاماً قياسيةً خلال السنوات الأخيرة.

و عليه نحاول من خلال هذا الفصل إبراز الدور الذي يمكن للصكوك الإسلامية أن تلعبه في تنشيط و تفعيل أسواق الأوراق المالية، خاصةً مع الإقبال الواسع الذي عرفته و العمل بها في عدد كبير من أسواق الأوراق المالية في العديد من الدول، و ذلك من خلال المباحث التالية:

المبحث الأول: نظرة عامة على إصدارات الصكوك الإسلامية في العالم.

المبحث الثاني: آليات الصكوك الإسلامية في تطوير و تفعيل الأسواق المالية.

المبحث الثالث: دور الصكوك الإسلامية في دعم نشاط الأسواق المالية.

المبحث الرابع: التحديات المعاصرة لسوق الصكوك الإسلامية و الرؤية المستقبلية لها.

المبحث الأول:
نظرة عامة على إصدارات الصكوك الإسلامية في العالم

لقد برزت الصكوك الإسلامية باعتبارها واحدة من أهم المكونات الرئيسية للنظام المالي الإسلامي، و تنامى دورها و تطور ليصبح على نحوٍ متزايد أحد المنتجات المستخدمة على نطاق واسع، الأمر الذي أدى إلى نمو و تطور سوق الصكوك الإسلامية بشكل كبير و ملحوظٍ في السنوات الأخيرة، و على هذا الأساس سيتم التطرق في هذا المبحث إلى مختلف العوامل التي ساعدت على إصدار الصكوك الإسلامية في العالم و كذا إلقاء نظرة شاملة و عامة على سوق الصكوك الإسلامية للوقوف على مدى نموها و تطورها خاصةً في السنوات الأخيرة، و هذا وفق التحليل الموالي:

المطلب الأول: العوامل المساعدة على إصدار الصكوك الإسلامية في العالم

إزدادت أهمية إصدار الصكوك الإسلامية نتيجة العديد من العوامل نوجزها في الآتي[1]:

1. إتاحة الفرصة أمام البنوك المركزية لاستخدام الصكوك الإسلامية ضمن إطار السياسة النقدية وفقاً للمنظور الإسلامي بما يساهم في إمتصاص السيولة، و من ثم خفض معدلات التضخم و إتاحة الفرصة أمام المؤسسات المالية الإسلامية لإدارة السيولة الفائضة لديها.
2. تساعد في تحسين ربحية المؤسسات المالية و الشركات و مراكزها المالية، و ذلك لأن عمليات إصدار الصكوك الإسلامية تعتبر عمليات خارج الميزانية و لا تحتاج لتكلفة كبيرة في تمويلها و إدارتها.
3. تلبي الصكوك الإسلامية احتياجات الدولة في تمويل مشاريع البنية التحتية و التنموية بدلاً من الإعتماد على سندات الخزينة و الدين العام.
4. تحظى الصكوك الإسلامية بتصنيف ائتماني جيد، إذ أنها تخضع لضوابط هيئات شرعية تضم علماء دين يضمنون عدم مرورها بعمليات توريق للدين تعرضها لمخاطر كتلك التي أدت إليها أزمة القروض العقارية الرديئة في الولايات المتحدة الأمريكية، فتوريق الدين محظور في إطار قواعد التمويل الإسلامي عامةً.
5. تعمل الصكوك الإسلامية على تحسين القدرة الائتمانية و الهيكل التمويلي للمؤسسات المصدرة للصكوك من حيث أنها تتطلب التصنيف الائتماني للمحفظة بصورة مستقلة عن المؤسسة ذاتها و من ثم يكون تصنيفها الائتماني مرتفعاً.

[1] - قرومي حميد، **صناعة الصكوك الإسلامية واقع و آفاق**، ورقة عمل مقدمة إلى الملتقى الدولي الثالث حول: المالية الإسلامية بصفاقس تحت شعار" دور المالية الإسلامية في التنمية الاقتصادي و الاجتماعية: الصكوك الإسلامية و الصكوك الوقفية"، كلية العلوم الاقتصادية بصفاقس، تونس، يومي:16-17 جوان 2014، بتصرف، ص 9.

6. التمويل بالصكوك لا يؤثر في الحد الائتماني للشركة في البنوك، حيث أن كثيراً من الشركات العملاقة تكون قد إستوفت حدها الائتماني لدى كثيرٍ من البنوك المحلية و الإقليمية، مما يجعل مهمة الحصول على التمويل من الصعوبة بمكان و عليه فإن حصول الشركة على تمويل عبر الصكوك يفتح لها أبواباً ائتمانية جديدة.

7. القناعة المتولدة عند المدخرين بعدم التعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية لا سيما من حيث إصدار الصكوك الإسلامية و هيكلتها و كذلك من حيث تداولها و أدائها.

8. تداول الصكوك الإسلامية على مستوى الأسواق المالية و توسيع نطاقها بوضع مختلف التشريعات الكفيلة بتنظيمها و ذلك من خلال المبادرات التي اتخذتها مختلف الهيئات التشريعية في تطوير الأطر التشريعية و التنظيمية كجزء من الجهود الرامية إلى اجتذاب الاستثمارات الأجنبية، الأمر الذي يسمح باكتشاف سوق الصكوك لأول مرة.

9. قدرة الصكوك الإسلامية على تغطية العجز المالي نتيجة قدرتها على توفير التحويل المستقر طويل الأجل، بالإضافة إلى توفيرها للسيولة اللازمة لتمويل الحاجة المستمرة إلى التوسع في مشاريع البنية التحتية للدول.

10. تزايد الطلب و شعبية المنتجات و الهيكليات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في فترة ما بعد الأزمة المالية العالمية تشكل قاعدة قوية لزيادة الطلب على الصكوك و المضي قدماً للنمو.

11. استمرار الهيئات السيادية في توفير مصادر التمويل لدعم النمو الاقتصادي بالاعتماد على التوسع في إصدار الصكوك الإسلامية الأمر الذي يساهم في تطور سوق الصكوك الإسلامية التي ستكون مدفوعة بالنشاط في الاقتصاد العالمي و السياسات النقدية المكيفة، فضلاً عن العمل على نهضة و إنعاش مشاريع القطاع الخاص.

12. تحظى الصكوك الإسلامية و قضايا التمويل عموماً باهتمام متزايد بالوقت الراهن في الأوساط الغربية مع شدة أزمة الانكماش الائتماني العالمي و مخاوف الركود الاقتصادي في الولايات المتحدة الأمريكية و في العالم، مما قد يؤثر على زيادة الإقبال عليها، و قد أصدرت مؤسستا التصنيف الائتماني "**ستاندرد أند بور**" و "**موديز**" تقريران عن سوق الصكوك يشير إلى إحتمال تضاعف حجمه في غضون سنوات قليلة.

المطلب الثاني: تطور إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية في العالم خلال الفترة 2001-2015

شهدت الصكوك الإسلامية إقبالاً واسعاً من طرف العديد من المستثمرين الذين لا يرغبون في التعامل بالسندات التقليدية، الأمر الذي شجع الهيئات المالية في العديد من الدول الإسلامية و غير الإسلامية – على حد سواء– على الإقبال لإصدار هذا النوع من الأدوات المالية الإسلامية، و الجدول الموالي يوضح تطور إجمالي الصكوك الإسلامية المصدرة في العالم من سنة 2001 إلى غاية مارس 2015 مع إضافة توقعات حجم الإصدار لسنة 2015 كمايلي:

الجدول رقم(3-1): تطور إجمالي الصكوك الإسلامية المصدرة في العالم خلال الفترة 2001- 2015*

الوحدة: مليار دولار أمريكي

السنوات	حجم الصكوك المصدرة	السنوات	حجم الصكوك المصدرة
2001	1.172	2009	37.904
2002	1.371	2010	52.978
2003	7.057	2011	92.403
2004	9.465	2012	137.499
2005	13.698	2013	138.170
2006	33.837	2014	120.854
2007	50.041	مارس 2015	17.600
2008	24.264	*2015	60.000

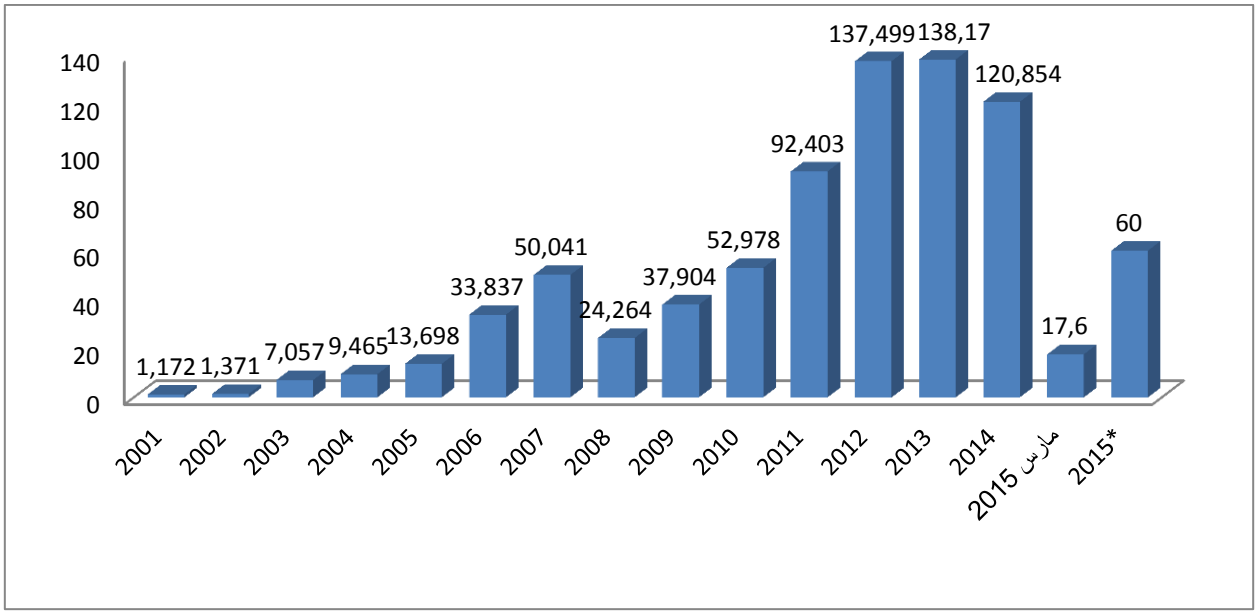
Source :
- Sukuk Report, International Islamic Financial Market.
- Global Sukuk Market Trend and Findings from IIFM Sukuk Report 4th Edition, June 2015,p 01.

*: هي تقديرات لحجم الإصدارات من الصكوك الإسلامية خلال سنة 2015.

حيث يمكن ترجمة معطيات الجدول أعلاه في الشكل الموالي كما يلي:

الشكل رقم (3-1): تطور إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية في العالم خلال الفترة 2001-2015*

الوحدة: مليار دولارأمريكي



المصدر: من إعداد الطالبة إعتماداً على معطيات الجدول(3-1)

من خلال ما يُبَيِّنُهُ الشكل أعلاه، نلاحظ أن إصدارات الصكوك الإسلامية في العالم شهدت إرتفاعاً مستمراً خلال فترة الدراسة من سنة 2001 إلى غاية سنة 2014، إلا أن سنة 2008 و بسبب الصدمة التي خلفتها الأزمة المالية العالمية، التي أدت إلى أزمة سيولة أثرت على حجم إصدارات هذه الصكوك، وبعد التعافي من الأزمة لاحظنا الارتفاع الكبير جداً في إصدار هذه الصكوك خاصة خلال عامي 2011 و2012 حيث ارتفعت النسبة على التوالي بـ 75٪، 49٪، و صنفت السنوات 2012، 2013 ضمن أفضل سنوات إصدار الصكوك الإسلامية، ويرجع ذلك إلى ارتفاع الإصدارات في كل من المملكة العربية السعودية، قطر، تركيا، اندونيسيا والإمارات العربية المتحدة، فهذه المنطقة تشهد تحولات كبيرة تتطلب المزيد من الإنفاق على البنى التحتية ومشاريع البناء والإعمار فكانت الصكوك الإسلامية الأنسب لذلك، ثم إرتفعت حجم الإصدارات سنة 2013 لتصل إلى 138.170 مليار دولار أمريكي، إلا أنها عاودت التراجع سنة 2014 لتصل إلى 120.854 مليار دولار أمريكي.

أما فيما يتعلق بسنة 2015 و كما هو موضح في معطيات الجدول و بالشكل أعلاه، فإن حجم إصدارات الصكوك الإسلامية خلال الثلاثة أشهر الاولى من هذه السنة قدرت ب 17.600 مليار دولار أمريكي، إلا أن وكالة "**ستاندرد آند بورز لخدمات التصنيف الائتماني**" توقعت أن يصل إجمالي الصكوك العالمية إلى ما بين 50 – 60 مليار دولار أمريكي في العام الجاري، بمعدل انخفاض ما بين 40 % إلى 50 % عن العام الماضي، مشيرة إلى أن سوق الصكوك العالمية تتجه نحو التصحيح في سنة 2015 ، والسبب الرئيسي وراء ذلك هو توقف مصرف ماليزيا المركزي (أكبر مصدر للصكوك في العالم) عن الإصدار.

و وصل حجم الصكوك الصادرة في النصف الأول من سنة 2015 إلى 38.6 مليار دولار أمريكي، مقارنةً مع 67.2 مليار دولار أمريكي لنفس الفترة من العام 2014.

حيث أوضحت الوكالة بأن توقف مصرف ماليزيا المركزي في النصف الأول من عام 2015 أدى إلى انخفاض إجمالي إصدار الصكوك الإسلامية بمعدل 42.5% مقارنة بنفس الفترة من العام السابق، وفي عام 2014 لوحده أصدر مصرف ماليزيا المركزي نحو 45 مليار دولار أمريكي من أصل إجمالي الإصدار البالغ 120.854 مليار دولار أمريكي، كما أوضحت كذلك بأن السبب الجزئي وراء اتخاذ مصرف ماليزيا المركزي هذه الخطوة هو أن مجموعة واسعة من المستثمرين كانت قد إكتتبت على الصكوك، وهذا منعها من الوصول إلى مستخدميها النهائيين المستهدفين "بشكل رئيسي البنوك الإسلامية الماليزية لأغراض إدارة السيولة" و بالنتيجة قرر مصرف ماليزيا المركزي التحول إلى أدوات أخرى محصورة بالبنوك.

كما كشفت وكالة "**موديز لخدمات التصنيف الإئتماني**" أن إجمالي حجم الصكوك الإسلامية تراجع في سنة 2015 و توقعت بأن يصل إلى 60 مليار دولار أمريكي فقط و السبب في ذلك هو الظروف الصعبة التي يمر بها السوق خاصة في الأسواق الناشئة و توقعت أن تشهد كافة الإصدارات بالعملة المحلية والأجنبية ارتفاعاً في سنة 2016، خاصة في ظل انخفاض أسعار النفط، والتي من شأنها رفع كميات الصكوك السيادية، والسيادية ذات الصلة خاصة في المملكة العربية السعودية.

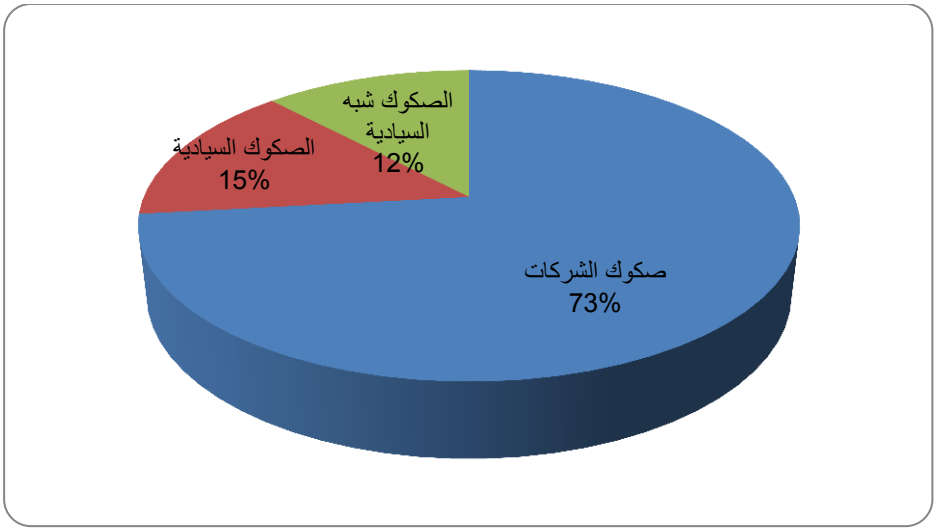
المطلب الثالث: تطور إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية حسب جهات الإصدار

عرفت إصدارات الصكوك الإسلامية تشكيلة متنوعة تبعاً لتعدد الجهات التي قامت بإصدارها، حيث تفاوتت أحجام إصدارات كل جهة صعوداً و نزولاً خلال الفترة من جانفي 2001 إلى غاية مارس 2015، و للتوضيح أكثر إرتأينا أن نقسم هذا المجال الزمني إلى ثلاثة فترات أساسية لنوضح من خلالها أي الجهات كانت لها الريادة في حجم الإصدارات من الصكوك الإسلامية، و هذا وفق التحليل التالي:

أولاً: إصدارات الصكوك الإسلامية حسب جهات الإصدار خلال الفترة: 2001– 2008

نوضح فيما يلي حجم إصدارات الصكوك الإسلامية حسب جهات الإصدار و بالاعتماد على المعطيات في الملحق رقم (01) من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (3–2):إصدارات الصكوك الإسلامية حسب جهات الإصدار خلال الفترة:2001–2008



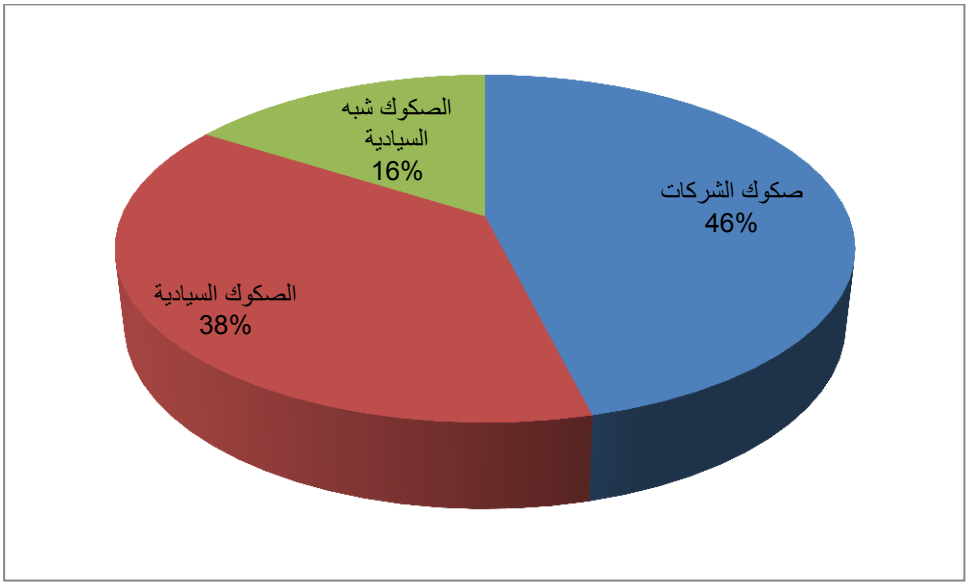
المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الملحق رقم (01).

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن صكوك الشركات كان لها النصيب الأكبر من إجمالي الإصدارات خلال الفترة محل الدراسة، حيث هيمنت على إجمالي الإصدارات بنسبة وصلت إلى 73% من إجمالي الإصدارات من الصكوك الإسلامية، في حين شكلت الصكوك السيادية نسبة 15% من إجمالي الإصدارات بقيمة قدرت ب5.459 مليار دولار أمريكي، في حين شكلت الصكوك السيادية نسبة 12% من إجمالي الإصدارات من الصكوك الإسلامية و بقيمة إصدار قدرت ب 4.500 مليار دولار أمريكي، و السبب في ذلك أن الشركات اعتمدت على الإصدارت من الصكوك الإسلامية لتمويل مختلف إحتياجاتها المالية.

ثانياً: إصدارات الصكوك الإسلامية حسب جهات الإصدار خلال الفترة: 2009– 2013

يوضح الشكل الموالي تطور إصدارات الصكوك الإسلامية حسب جهات الإصدار خلال الفترة من جانفي 2009 إلى غاية ديسمبر 2013 كما يلي:

الشكل رقم (3–3): إصدارات الصكوك الإسلامية حسب جهات الإصدار خلال الفترة: 2009 –2013



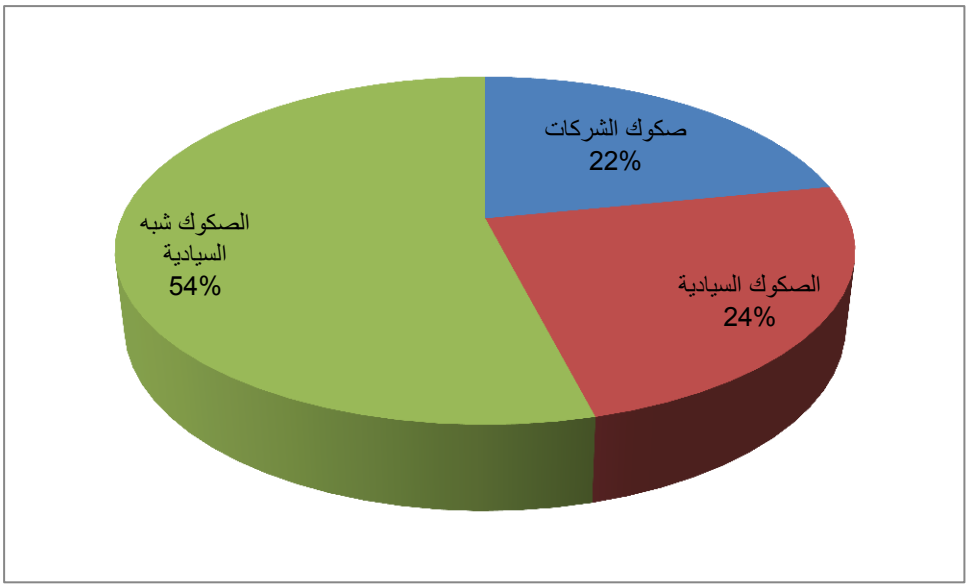
المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على معطيات الملحق رقم (01)

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن الحكومة بدأت تقوم بعمليات إصدار الصكوك الإسلامية حيث قدرت حجم إصداراتها ب 24.749 مليار دولار أمريكي أي بإرتفاع قدره 19.29 مليار دولار أمريكي عن الفترة السابقة، أي إرتفعت نسبة الإصدار إلى 38% مقارنة ب15% عن الفترة السابقة، إلا أن صكوك الشركات بقيت محافظة على ريادتها بقيمة إصدار وصلت إلى 30.122 مليار دولار أمريكي أي ما نسبته 46% من إجمالي الإصدارات من الصكوك الإسلامية، في حين سجلت الصكوك الشبه سيادية ما قيمته 10.446 مليار دولار أمريكي أي بنسبة 16% من إجمالي الإصدارات من الصكوك الإسلامية، و يعود سبب إهتمام الحكومة بإصدار الصكوك الإسلامية هي حالة اللاإستقرار التي أعقبت الازمة المالية العالمية 2008 حيث بدأت الحكومة في التوسيع من تشكيلة الأدوات المالية لتمويل مختلف مشاريعها الإستثمارية و تغطية إحتياجاتها المالية خاصةً و أن قطاع الخدمات المالية الإسلامية سجل نمواً و تطوراً بسبب الطلب المتزايد و الإقبال الواسع و تفضيل المنتجات المالية المتوافقة و أحكام الشريعة الإسلامية في الأسواق الإسلامية و التقليدية، و أهم هذه المنتجات الصكوك الإسلامية.

ثالثاً: إصدارات الصكوك الإسلامية حسب جهات الإصدار خلال الفترة: 2014– مارس 2015

يمكن توضيح حجم الإصدارات من الصكوك الإسلامية حسب جهات الإصدار خلال هذه الفترة من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (3–4): إصدارات الصكوك الإسلامية حسب جهات الإصدار خلال الفترة: 2014– مارس 2015



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الملحق رقم(01).

من خلال الشكل أعلاه، نلاحظ بأن الصكوك الشبه سيادية هي التي لها النصيب الأكبر من حجم الإصدارات خلال هذه الفترة حيث وصلت حجم إصدارها إلى 19.510 مليار دولار أمريكي أي بنسبة قدرت ب54% من إجمالي الإصدارات من الصكوك الإسلامية، في حين إحتلت الصكوك السيادية المرتبة الثانية بقيمة إصدار قدرت ب8.711 مليار دولار أمريكي بنسبة وصلت إلى 24% من إجمالي الإصدارات من الصكوك الإسلامية، في حين شكلت صكوك الشركات نسبة 22% أي ما قيمته 7.911 مليار دولار أمريكي.

المطلب الرابع: تطور إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية حسب: صيغ التمويل، بلد إصدارها، العملات

تشهد الفترة الراهنة إقبالاً واسعاً على الصكوك الإسلامية بإعتبارها منتجات مالية متوافقة و أحكام الشريعة الإسلامية، فتنوعت تشكيلة الإصدارات منها فشملت صكوك المشاركة، صكوك المضاربة، صكوك المرابحة و غيرها، بالإضافة إلى إقبال عدد من الدول على إصدارها و لم يقتصر الأمر على البلدان العربية أو الإسلامية فقط بل إمتد إلى الدول الغربية كذلك، و تبعاً لذلك صدرت الصكوك الإسلامية بعملات مختلفة، و هذا ما سنوضحه من خلال التحليل الموالي:

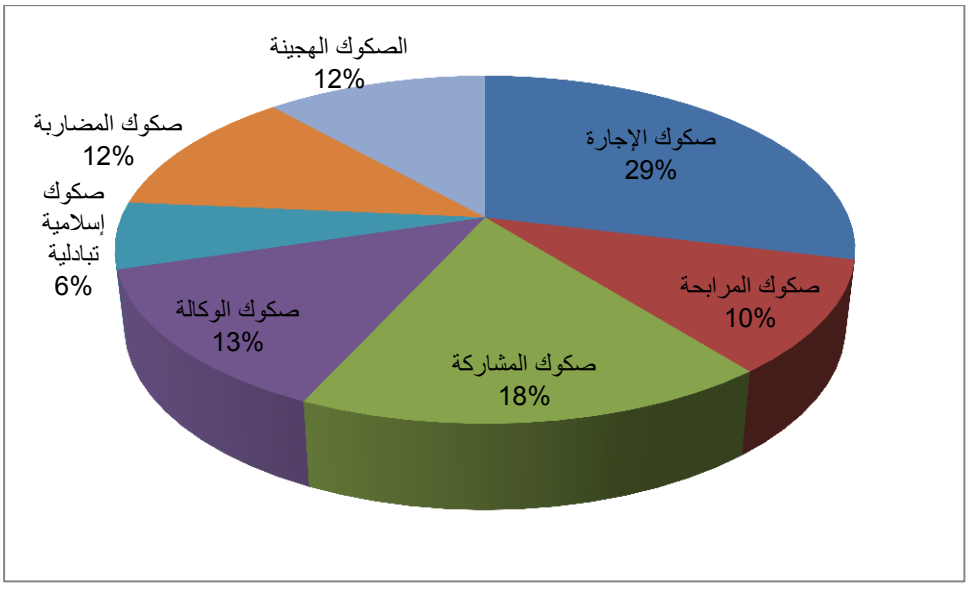
أولاً: إصدارات الصكوك الإسلامية حسب صيغ التمويل خلال الفترة: 2001– مارس 2015

تنوعت الإصدارات خلال هذه الفترة، فمنها ما كانت إصدارات في الأسواق المحلية و منها ما كانت إصدارات على مستوى الأسواق الدولية.

أ/ إصدارات الصكوك الإسلامية الدولية حسب صيغ التمويل خلال الفترة: 2001–مارس 2015

يمكن توضيح تطور حجم الإصدارات الدولية من الصكوك الإسلامية خلال الفترة محل الدراسة من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم(3–5): إصدارات الصكوك الإسلامية الدولية حسب صيغ التمويل خلال الفترة: 2001–مارس 2015



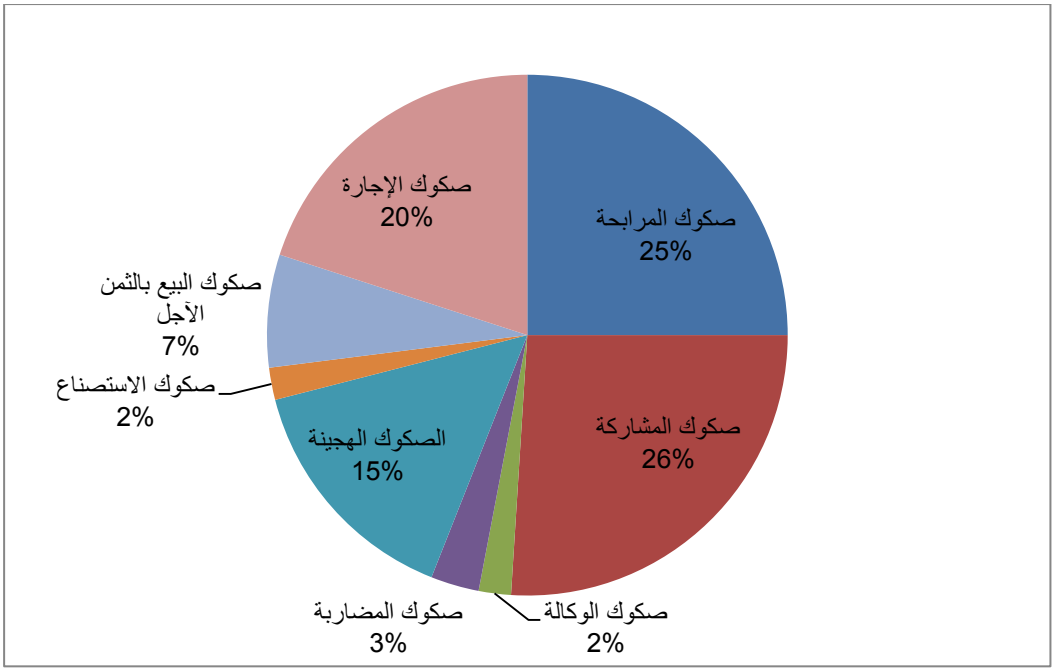
المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على المعلومات الواردة في الملحق رقم(2).

حسب البيانات و المعلومات المستقاة من مختلف تقارير السوق المالية الإسلامية الدولية و كذا تقارير جلوبل عن الصكوك لسنوات مختلفة و من خلال ما يوضحه الشكل أعلاه، نلاحظ أن صكوك الإجارة كانت تتصدر قائمة الإصدارات من الصكوك الإسلامية بنسبة 29% من إجمالي الإصدارات و ذلك بحجم إصدار وصل إلى 18.847 مليار دولار أمريكي خلال الفترة محل الدراسة، لتأتي في المرتبة الثانية صكوك المشاركة بنسبة 18% من إجمالي الإصدارات من الصكوك الإسلامية بقيمة إصدار قدرت ب11.411 مليار دولار أمريكي، لتليها صكوك الوكالة و الصكوك المضاربة على التوالي بنسب إصدار قدرت ب13% و 12% من إجمالي الإصدارات على التوالي، ثم الصكوك الهجينة بنسبة إصدار قدرت ب7.599% من إجمالي الإصدارات، ثم تلتها صكوك المرابحة بقيمة إصدار قدرت ب 6.835 مليار دولار أمريكي أي ما نسبته 10% من إجمالي الإصدارات، لتحتل الصكوك الإسلامية التبادلية "Islamic Exchangeable Sukuk" المرتبة الأخيرة بقسمة إصدار قدرت ب4.040 مليار دولار أمريكي، أي ما يعادل 06% من إجمالي الإصدارات من الصكوك الإسلامية.

ب/ إصدارات الصكوك الإسلامية المحلية حسب أنواعها خلال الفترة: 2001-مارس 2015

يمكن توضيح تطور حجم الإصدارات المحلية من الصكوك الإسلامية خلال الفترة محل الدراسة من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم(3-6): إصدارات الصكوك الإسلامية المحلية حسب صيغ التمويل خلال الفترة: 2001-مارس 2015



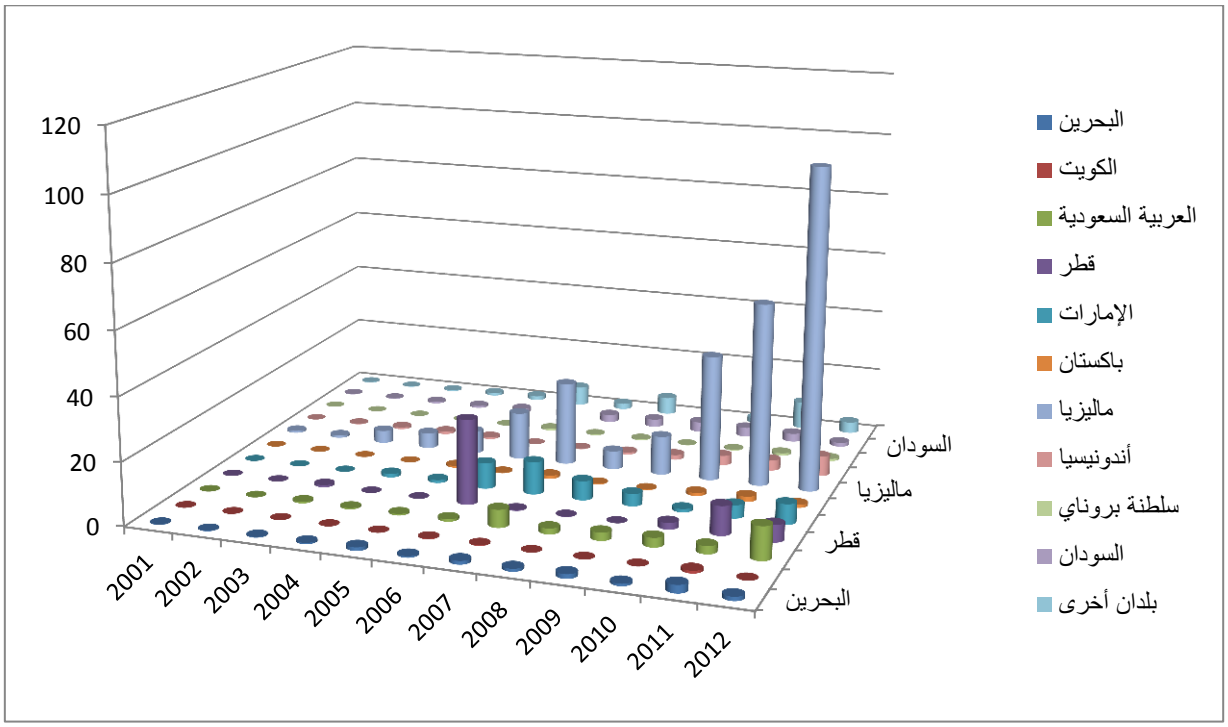
المصدر: من إعداد الطالبة بناء على معطيات الملحق رقم (02).

من خلال الشكل أعلاه، نلاحظ أن صكوك المشاركة كانت تحتل الريادة من إجمالي الإصدارات من الصكوك الإسلامية المحلية بحجم إصدار قدر ب47.835 مليار دولار أمريكي، لتليها صكوك المرابحة في المرتبة الثانية بنسبة إصدار قدرت ب 25% من إجمالي إصدارات الصكوك المحلية بقيمة إصدار قدرت ب 45.684 مليار دولار أمريكي، ثم تليها صكوك الإجارة بحجم إصدار قدر بحوالي 36.297 مليار دولار أمريكي بنسبة قدرت ب20% من إجمالي إصدارات الصكوك المحلية، لتأتي بعد ذلك الصكوك الهجينة بنسبة إصدار قدرت ب15% من إجمالي الإصدارات أي ما يعادل 26.657 مليار دولار أمريكي، لتسجل باقي الأنواع من الإصدارات نسب إصدار محتشمة تراوحت ما بين 07% و 02% كما يوضحه الشكل أعلاه، بحجم إصدار لم يتجاوز 25.197 مليار دولار أمريكي كلها مجتمعةً.

ثانياً: إصدارات الصكوك الإسلامية حسب بلد الإصدار خلال الفترة: 2001– 2012

عرفت الصكوك الإسلامية قبولاً من طرف المتعاملين في السوق المالية في العديد من الدول في العالم، و يظهر ذلك جلياً من خلال حجم الإصدارات التي تنمو بمعدلات مرتفعة من سنة لأخرى، و الشكل التالي يوضح حجم الإصدارات حسب بلد الإصدار و التي شهدتها الفترة من 2001 - 2012 بالاعتماد على معطيات الملحق رقم (03) كما يلي:

الشكل رقم(3–7): إصدارات الصكوك الإسلامية حسب بلد الإصدار خلال الفترة (2001 – 2012)



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الملحق رقم(03).

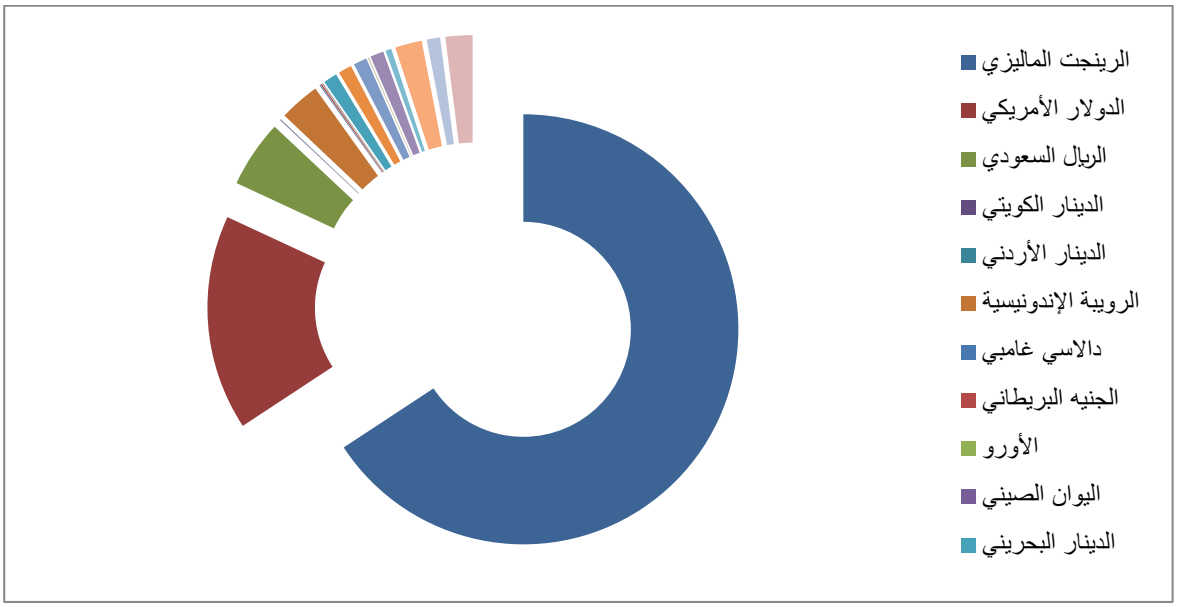
فيما يتعلق بإصدار الصكوك الإسلامية حسب بلد الإصدار فإن ماليزيا احتلت المرتبة الأولى من حيث حجم الإصدارات، حيث ساهمت خطة التنمية التي تبنتها ماليزيا و التي كان قوامها 444 مليار دولار في تصدر ماليزيا و ريادتها لصناعة الصكوك عالمياً، و استحواذها وحدها على حصة تصل إلى نصف إصدارات العالم من الصكوك، تليها دول مجلس التعاون الخليجي التي أصدرت صكوك بلغت مستويات قياسية تجاوزت قيمتها مجتمعةً 22 مليار دولار سنة 2012 و ذلك بسبب التطورات الإيجابية لاقتصاديات المنطقة و أسواق رأس المال.

و من خلال الشكل أعلاه، يتضح أن ماليزيا تتقدم و تتصدر دول العالم في إصدار الصكوك الإسلامية، حيث سيطرت خلال الفترة من سنة 2001 إلى سنة 2014 بعدد كبير من الإصدارات المتنوعة بلغت قيمتها أكثر من 260 مليار دولار تمثل أكثر من 75% من إجمالي قيم الإصدارات العالمية، كما أن إصدارات الصكوك في دول مجلس التعاون الخليجي بلغت ذروتها سنة 2012 لتصل إلى 22 مليار دولار، حيث فاقت الإصدارات في التسعة أشهر الأولى من سنة 2012 مجموع إصدارات سنة 2011 كاملةً، و بذلك احتلت الإمارات العربية المرتبة الثانية عالمياً بنسبة تفوق 10%، حيث شهدت سنة 2012 تحديداً حوالي 10 إصدارات لصكوك إسلامية تعدت قيمتها الإجمالية 6.477 مليار دولار، محققة بذلك زيادة في الإصدار بنسبة 49.3 مقارنة بسنة 2011، لتليها المملكة العربية السعودية في المركز الثالث عالمياً بنسبة 7.63% و ذلك من خلال القفزة الهائلة من الإصدارات التي عرفتها المملكة و التي قدرت ب10.517 مليار دولار سنة 2012، في حين احتلت قطر المرتبة الرابعة عالمياً بنسبة 3.95% و بحجم إصدار يقدر بنحو 5.45 مليار دولار، تليها في المركز الخامس إندونيسيا بنسبة 3.66%، حيث ساهمت بحوالي 6.425 مليار دولار من القيمة الإجمالية للصكوك، و يذكر أن الإصدارات الإندونيسية قد نمت بشكل ملحوظ في الفترة الأخيرة خصوصاً مع إصدار الدولة لبرنامجها المسمى" **مشروع الصكوك**"، تليها السودان و البحرين بنسبة 3% بما لا يتجاوز قيمة 1.3 مليار دولار، كما ساهمت عدد من الدول الأخرى مثل الأردن و اليمن و بروناي و سنغافورة و الصين و اليابان و ألمانيا و بريطانيا و تركيا و الولايات المتحدة الأمريكية و كازاخستان في إصدار الصكوك بنسب مختلفة تقل عن 1% من القيمة الإجمالية للصكوك.

ثالثا: إصدارات الصكوك الإسلامية حسب العملات خلال الفترة: 2001– مارس 2015

تمثل العملة التي أصدرت بها الصكوك الجهة أو بلد الإصدار بالأساس، حيث تتنوع العملات التي تصدر بها الصكوك الإسلامية و تختلف حسب الدول المصدرة لهذه الصكوك، و يمكن توضيح أهم هذه العملات من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (3–8):إصدارات الصكوك عالمياً حسب العملة خلال الفترة:2001–جويلية 2014



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الملحق رقم(04) و التقارير المجمعة من موقع السوق المالية الإسلامية الدولية، متوفر على الرابط: http://www.iifm.net

يتضح من خلال الشكل أعلاه أن الرينجيت الماليزي قد سيطر على غالبية الصكوك المصدرة عالمياً خلال الفترة الممتدة من جانفي 2001 إلى غاية جويلية 2014، و ذلك بما يقارب 65% من قيمة الإصدارات بقيمة وصلت إلى 435.124 مليار دولار، و هذا يبرز المكانة التي وصلت إليها ماليزيا في إصدار الصكوك بعملتها المحلية، و يرجع مواصلة ماليزيا بالأساس لوجود سوق مالية إسلامية فعالة عملت على تحويل مدخرات الأفراد و الشركات إلى استثمارات تطور بها الاقتصاد المحلي، تليها مباشرةً في المرتبة الثانية الدولار الامريكي بنسبة 16% من مجمل الإصدارات و هي بالخصوص مصدرة من طرف بلدان مجلس التعاون الخليجي، في حين شكل الريال السعودي و الروبية الإندونيسية المرتبة الثالثة و الرابعة على التوالي بنسب قدرت ب 5% و 3.01% على التوالي، بعيدة جداً عما أصدرته ماليزيا، في حين إحتل الريال القطري و الجنيه السوداني المرتبة الخامسة و السادسة بنسب 2.01% و 2% على التوالي من قيمة الإصدارات، كما تميزت الفترة الاخيرة بظهور عملات جديدة أخرى مثل الليرة التركية و اليوان الصيني، و عودة ظهور عملات أخرى مثل الدولار السنغافوري و الدولار بروناي و الدينار البحريني و لكن بنسب تتراوح ما بين 1 % و أقل من القيمة الإجمالية للصكوك.

المبحث الثاني:
آليات الصكوك الإسلامية في تطوير و تفعيل الأسواق المالية

تزايد الطلب و إستمر الإقبال على تفضيل المنتجات المالية الإسلامية المتوافقة و أحكام الشريعة الإسلامية الأمر الذي ساعد على نمو و تطور قطاع الخدمات المالية الإسلامية، و من أكثر المنتجات التي لاقت رواجاً و طلباً كانت الصكوك الإسلامية حيث تمكنت من استقطاب عدد كبير من المستثمرين من مختلف دول العالم الغربي و الإسلامي على حدٍ سواء، و أصبحت متاحة للجميع أفرادٍ و مؤسساتٍ و حكوماتٍ في مختلف أنحاء العالم و نتيجةً لذلك تنوعت آليات العمل بها لتصبح واحدة من أهم الأدوات المالية القادرة على تطوير و تفعيل الأسواق المالية.

المطلب الأول: دواعي الحاجة إلى الصكوك الإسلامية كأداة مالية في الأسواق المالية

تتشابه دوافع الطلب على الصكوك الإسلامية بأنواعها مع التوريق(Securitization) لكل من المستثمرين و طالبي التمويل و الأسواق المالية في الجوانب التالية[1]:

أولا: فئة المستثمرين(أصحاب الفائض المالي)

حيث تتنوع تفضيلات المستثمرين في الأسواق المالية حسب درجة العوائد المطلوبة و درجة المخاطرة المقبولة، و مقارنةً بالأسهم ذات المخاطر المرتفعة و العوائد المتغيرة و السندات التقليدية غير المقبولة شرعاً فإن الخصائص النوعية المرغوبة في الصكوك الإسلامية توفر:

1. معالجة مسألة السيولة في المؤسسات المالية الإسلامية، حيث أن الودائع قصيرة الأجل و معظم عمليات التمويل تتم لفترة متوسطة إلى طويلة الأجل و الذي يعرف بالمواءمة.
2. طلب المستثمرين لأصول سائلة قصيرة الأجل.
3. ذات عائد ثابت و مرتبط بالسوق.
4. مخاطر متدنية و سيولة معقولة.
5. و قبل ذلك كله متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.

[1] – محمد عمر جاسر، **تجارب إصدار الصكوك في الدول المختلفة**، مجلة الدراسات المالية و المصرفية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية و المصرفية، العدد الأول 2013، ص ص 42، 43.

ثانيا: طالبوا التمويل(أصحاب العجز المالي)

يمكن حصرها في النقاط التالية:

1. يعتبر التصكيك بديلاً لوسائل الحصول على التمويل الأخرى مثل الاقتراض من مؤسسات أخرى أو زيادة رأس المال بإصدار أسهم جديدة و ما ينطوي على النمطين كلاهما من مشاكل و قيود.
2. خفض تكلفة التمويل و المخاطر، لأن التصكيك يتيح القدرة على تعبئة مصادر التمويل بالحصول على مستثمرين جدد و من ثمَّ توفير تمويل طويل أو متوسط الأجل و بالتالي يتسم بانخفاض درجة المخاطر نظراً لكون الصكوك مضمونة بضمانات عينية و هي الأصول.
3. الاستفادة من وجود مصدر تمويل بالتجزئة منفصل عن سوق التعامل ما بين البنوك لتمويل أصول طويلة الأجل عبر التصكيك لأن ممولي التجزئة قد يتصرفون بطريقة مختلفة عن البنوك في الأوقات المختلفة (تنويع مصادر التمويل).
4. تحسين القدرة الائتمانية و الهيكل التمويلي للشركة منشئة الصكوك من حيث أن التوريق يتطلب التصنيف الائتماني للمحفظة بصورة مستقلة عن الشركة ذاتها و من ثمَّ يكون تصنيفها الائتماني مرتفعاً.
5. إعادة تدوير الأموال المستثمرة دون الحاجة للانتظار حتى يتم تحصيل الحقوق المالية على آجالها المختلفة، لأن التصكيك يساعد على تحويل الأصول غير السائلة الى أصول تتصف بالسيولة.
6. التحرر من قيود الميزانية العمومية، فمن المعروف محاسبياً أن الأصول محل التوريق و التي تكون في الغالب ديوناً تظهر كأحد بنود الميزانية العمومية و عند حساب كفاية رأس المال و قياس مخاطر الائتمان فإن هذه الديون ترجح قيمتها بمقدار الخطر المتوقع بعدم تحصيل بعضها، و عند توريق هذه الديون سوف يختفي من الميزانية لتحويله إلى الشركة المتخصصة في التوريق، و يحل محلها الثمن الذي تدفعه الشركة فترتفع قيمة الأصول و بالتالي يزيد رقم معدل كفاية رأس المال.
7. تلبية أهداف أخرى بما في ذلك الربحية.

و في المقابل فإن عملية التصكيك(التوريق) لا تخلو من بعض المعوقات التي تواجه طالبي التمويل باعتبار أن التوريق عملية معقدة و مركبة كونها تتطلب وقتاً و جهداً نوعياً بخبرات خاصة في الهيكلة و الاجراءات القانونية و التمويلية، بالإضافة الى اعتبار عملية التوريق تحتاج إلى محفظة كبيرة من الأصول حتى تحقق جدوى التكلفة المرتفع للإصدار.

ثالثا: بالنسبة للأسواق المالية:

يحقق التصكيك فوائد للأسواق المالية من حيث:

1. الحاجة إلى انشاء سوق ثانوية للصكوك القصيرة الأجل بواسطة صانعي أسواق مقبولين.
2. الدمج بين أسواق الائتمان و أسواق رأس المال مما يؤدي إلى تنشيط الأسواق المالية الأولية من حيث الإصدار و الثانوية من خلال تداول الأوراق المالية التي تصدر عن الأصول محل التصكيك.
3. جعل السوق أكثر عمقاً و اتساعاً من حيث عدد الأدوات المالية الإسلامية المقبولة و جذب شرائح متنوعة من المستثمرين.
4. تحقيق الشفافية و تحسين بنية المعلومات الخاصة بالشركات المنضمة الى سوق الصكوك.
5. توفير العملة الأجنبية في حال إصدار صكوك بالعملة الصعبة.

المطلب الثاني: أهمية إدراج الصكوك الإسلامية في تفعيل وظيفة الأسواق المالية

تتجلى أهمية الصكوك الإسلامية المدرجة و المتداولة في الأسواق المالية في الدور الذي يمكن أن تلعبه في تفعيل و تدعيم الأسواق المالية و ذلك بفضل وظائفها و خصائصها و المزايا العديدة التي تتمتع بها، و يمكن توضيح هذه الأهمية فيما يلي[1]:

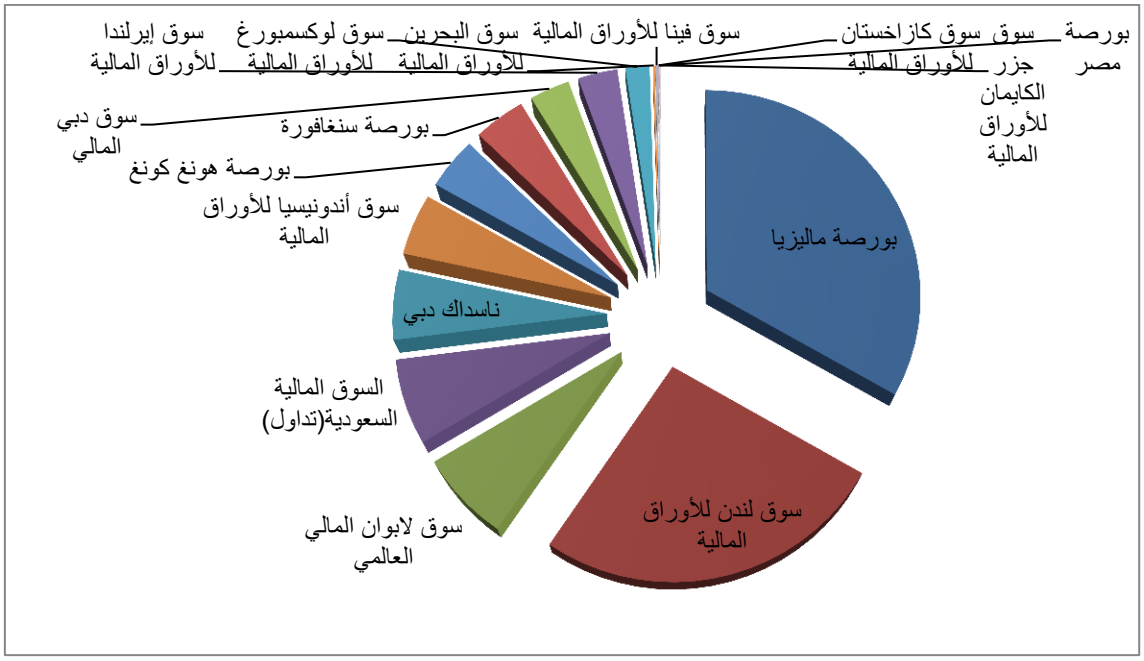
1. إن ابتكار أدوات مالية و استثمارية كالصكوك الإسلامية و تداولها في الأسواق المالية سيكون له دور كبير في خلق فرص الاستثمار و توجيه المدخرات إلى قنوات الاستثمار المختلفة، و هو ما يُعد أمراً حيوياً لدفع النمو الاقتصادي و تنشيط الاقتصاد، ذلك أن للصكوك أنواعٌ و آجالٌ مختلفة و عليه يمكن إصدار صكوك على حسب القطاع الذي يوجد فيه المشروع حيث يمكن استخدامها لتمويل المشاريع المختلفة في مختلف القطاعات: الزراعية، الصناعية، العقارية.....
2. تقدم الأدوات الاستثمارية المعتمدة على الصكوك و التي يمكن تداولها في الأسواق المالية بديلاً قريباً للمعاملات المصرفية، فبتنوع الأدوات الاستثمارية في السوق المالية و تُنظم قواعد المعاملات بها تصبح تلك الأدوات أكثر إغراءً للمدخرين من ودائع المصارف، و تصبح مصدراً أفضل لتمويل الاستثمار بالنسبة للمستثمرين.

[1] – كتاف شافية، **أهمية الصكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية**، مجلة العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، العدد 14 لسنة 2014، جامعة المسيلة، ص101.

3. تُعتبر أداة تساعد على الشفافية و تحسين بنية المعلومات في الأسواق المالية كونه يتطلب العديد من الإجراءات و دخول العديد من المؤسسات في عملية الإقراض مما يوفر المزيد من المعلومات في الأسواق المالية.
4. تُعتبر الصكوك الإسلامية إحدى الأدوات المهمة و الواعدة و البديل الشرعي للسندات التقليدية، و يمكن أن تساهم و بشكل كبير في تطوير عمل المصارف الإسلامية و اندماجها في النظام المالي العالمي من خلال تداول الصكوك و الأوراق المالية الإسلامية في الأسواق المحلية و الدولية.
5. المساهمة في جمع رأس المال لتمويل إنشاء مشروع استثماري في الأسواق المالية و ذلك من خلال تعبئة موارده من المستثمرين المتعاملين في الأسواق المالية الذين يقومون بطرح صكوك وفق مختلف صيغ التمويل الإسلامية في الأسواق المالية لتكون حصيلة الاكتتاب فيها رأس مال المشروع.
6. تساهم في رفع معدل رسملة الأسواق المالية بتوفير السيولة اللازمة لتمويل و توسيع قاعدة مختلف نشاطات و استثمارات الأسواق المالية و تطويرها، و هو الأمر الذي بموجبه يتم تحويل الأصول المالية للحكومات و الشركات المتعاملة في الأسواق المالية إلى وحدات تتمثل في الصكوك الإسلامية و عرضها في الأسواق المالية لتساهم في جذب المدخرات لتمويل مختلف المشاريع الاستثمارية الأمر الذي يساهم في زيادة حجم التداول في الأسواق المالية بالصكوك الإسلامية و بالتالي تطور و زيادة نشاط هذه الأسواق المالية.
7. إن تبني خطط التنمية الاقتصادية يستدعي ضرورة العمل على التوسُّع في إصدار الصكوك الإسلامية و خلق سوق ثانوي لتداول هذه الصكوك بما يساهم في تعظيم و توطين المدخرات و توسيع دائرة الاستثمار.

و للوقوف على واقع الصكوك الإسلامية المدرجة و المتداولة في الأسواق المالية العالمية و توضيح لما لعملية إدراج و تداول الصكوك الإسلامية من دورٍ كبيرٍ و أهميةٍ بالغةٍ في تفعيل و تطوير الأسواق المالية في العالم و التي تتنافس فيما بينها للاستحواذ على أكبر عدد ممكن منها، نُقدم إحصائيات متعلقة بإجمالي الصكوك الإسلامية المدرجة في الأسواق المالية العالمية خلال سنة 2012 حسب عددها و قيمتها في الأسواق المالية، و الذي يوضحه الشكلين المواليين:

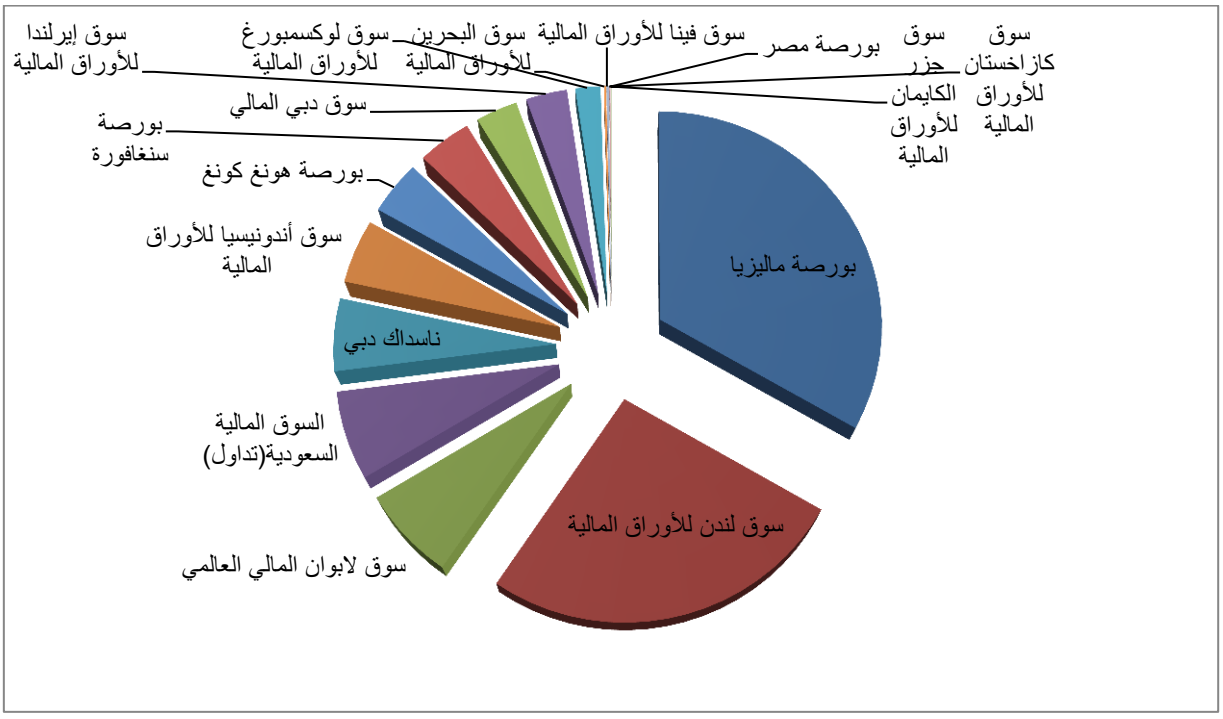
الشكل رقم(3-9): توزيع الصكوك المدرجة حسب عددها في الأسواق المالية سنة 2012.



المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على:

Bursa Malysia, The Marketplace, p02,available at the following link:
www.bursamalysia.com/etbs.

الشكل رقم(3-10): توزيع الصكوك المدرجة حسب قيمتها في الأسواق المالية سنة 2012.



المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على:

Bursa Malysia, The Marketplace, p02,available at the following link:
www.bursamalysia.com/etbs.

حيث يتضح من الشكلين أعلاه، أن سوق لندن للأوراق المالية و بورصة ماليزيا قد نجحتا في الاستحواذ على النصيب الأكبر من الصكوك التي تم إدراجها بهذين السوقين، حيث أن لندن و في إطار سعيها لتصبح مركزاً مالياً إسلامياً في أوربا أدرجت حوالي 39 صكاً إسلامياً تبلغ قيمتها حوالي 26.5 مليار دولار أمريكي في سوق لندن المالية، منها 12 مليار صكوك إماراتية و 5 مليار صكوك قطرية و 2مليار صكوك سعودية و 1.8 مليار صكوك بحرينية، أما ماليزيا التي قامت بإنشاء سوق ثانوية سائلة للصكوك رغم أنها لم تدرج كل الإصدارات بعد، و مع ذلك فقد إحتلت الصدارة في إدراج الصكوك الإسلامية عالمياً سنة 2012، إذ بلغت قيمة الصكوك المدرجة و المتداولة في بورصة ماليزيا حوالي 33.8 مليار دولار و نحو 7 مليار دولار مدرجة ببورصة لابوان.

و تجدر الإشارة هنا أنه و رغم حجم الصكوك المدرجة في الأسواق المالية إلا أن حجم التجارة يبقى محدوداً خاصةً في دول الخليج، ذلك أن عدداً من الصكوك لا يكون متاحاً الإتجار فيه من الناحية الفقهية مثل صكوك المرابحة و صكوك السلم.

المطلب الثالث: أهمية الصكوك الإسلامية في تطوير جانب العرض في الأسواق المالية

إن تطوير الأسواق المالية يعتمد بدرجة أساسية على الأدوات المالية التي تقوم عليها مختلف عمليات السوق المالية، و عليه يمكن للصكوك الإسلامية أن تطور الأسواق المالية و ذلك بتطوير جانب العرض فيها من خلال مختلف الإضافات الكمية و النوعية للأدوات المالية الإسلامية التي يمكن لها أن تشكل إضافة حقيقية للأسواق المالية، و من أهم هذه الإضافات الكمية هي إدراج أسهم المصارف الإسلامية و دخولها و عملائها كمتعاملين في البورصة، بالإضافة إلى الصكوك التي تصدرها الشركات (صكوك الشركات "corporate") و كذا الصكوك التي تصدرها الحكومات(الصكوك السيادية أو الحكومية) و التي تشكل في مجملها توسيع لتشكيلة الصكوك الإسلامية المتداولة في السوق المالي، أما بالنسبة للإضافات النوعية فهي تلك الصكوك الإسلامية التي تعتبر تنويع لتشكيلة الصكوك الإسلامية و القابلة للتداول في الأسواق المالية ومنها نذكر: صكوك المضاربة و صكوك الإجارة و صكوك المشاركة.

و للحديث عن أهم الإضافات الكمية التي تقدمها التشكيلة المتنوعة من الصكوك الإسلامية نتطرق إلى أهمها على أساس معيار جهات إصدارها، فبالنسبة للأسهم أو الصكوك التي تصدرها المصارف الإسلامية يمكن لها تطوير جانب العرض في الأسواق المالية ذلك أن التنامي المتسارع للمصارف الإسلامية و المؤسسات المالية الإسلامية يتيح لإضافة أسهم هذه المؤسسات و إدراجها في الأسواق المالية إضافة كمية تعمل على تفعيل أنشطة الأسواق المالية و تطويرها و ذلك للحجم الكبير الذي يشكله رأس مال هذه المصارف و هو حجم أخذ بالتزايد يوماً بعد يوم، و لكن هناك من يرى بأن أسهم المصارف

الإسلامية غير قابلة للتداول لاشتمالها في الغالب على النقود و الديون التي تشكل 65% من استثمارات هذه المصارف،

و يمكن للمصارف الإسلامية تجاوز هذه المشكلة من خلال تنويع استثماراتها بين الأنشطة الإنتاجية المختلفة و هذا أمر تتيحه الصكوك الإسلامية، و هذا يتطلب من المصارف الإسلامية الإنفكاك من فلك الخدمات المصرفية البحتة و توجيهها نحو المصارف الشاملة، بحيث تجمع بين الوظائف التقليدية للمصارف و الأنشطة الاستثمارية التي تلائم بشكل كبير طبيعة عمل هذه المصارف القائمة على المشاركة في الربح و الخسارة، و من الأنشطة التي يمكن للمصارف الإسلامية تقديمها في هذا الشأن:

1. التوسع في إنشاء أمناء الاستثمار بدءاً من مرحلة إعداد دراسات الجدوى و إنشاء الشركات و الترويج لها إلى مرحلة التأسيس و إصدار الصكوك الإسلامية، و هذا مع إمكانية القيام بوضع النظم المحاسبية المناسبة لطبيعة نشاط كل شركة، و تولي الأعمال المالية لحين إكتمال هيكلها المالي و الإداري، و تقديم كافة الخدمات اللازمة لإيجاد المستثمر الفعال و القادر على الاستمرار في مختلف الأسواق المالية بفاعلية.
2. القيام بضمان الاكتتاب و تغطيته و إدارته و الترويج للصكوك الإسلامية بحيث تتولى المصارف الإسلامية وظيفة صانعة الأسواق المالية.
3. المساهمة المباشرة في الشركات الجديدة بمختلف أنواعها و الإسهام في إدارتها و توجيه نشاطها ثم إعادة طرح هذه الصكوك الإسلامية للتداول.
4. إيجاد و دعم الشركات التي تعمل في مجال الصكوك الإسلامية أو تساند أسواقها لإعطائها قوة الدفع المطلوبة نظراً لحداثة هذا النشاط في الأسواق المالية.

فإذا ما حصل هذا التنوع في طبيعة الأنشطة التي تقدمها المصارف الإسلامية فإنه من المتوقع أن تشكل هذه الأنشطة نسبة عالية من الإستثمارات، و بالتالي ستكون المرابحات جزءاً من مجموع أصول يمتلكها المصرف و بالتالي تكون الصكوك الإسلامية لهذه المصارف التي تقدر بالملايين قابلة للتداول في الأسواق الثانوية مما يعمل على تنشيط الأسواق المالية و تطويرها.

و للتدليل عن الإضافات الكمية الناتجة عن إدراج الصكوك المالية الإسلامية يمكن تقديم بعض الأمثلة لبعض المصارف الإسلامية التي قامت بطرح عدة إصدارات كون أن الإحاطة بحجم كل الإصدارات من الصكوك الإسلامية يعتبر أمراً صعباً، و منها نذكر بنك فيصل الإسلامي بالبحرين الذي قام بتمويلات وفق أدوات مالية لمعاملات مشتركة مع جهات أخرى بلغت أكثر من 600 مليون دولار أمريكي، هذا بالإضافة إلى حجم الأدوات المالية التي صمَّمها و سوَّقها البنك الإسلامي للتنمية و دار المال الإسلامي، و غيرها الكثير من المؤسسات المالية الإسلامية الأخرى.

أما بالنسبة للصكوك التي تصدرها الحكومات(الصكوك السيادية) فهي تجربة حديثة، حيث كان الهدف من ورائها هو توفير الموارد المالية لتغطية الاحتياجات الرسمية للحكومة و ذلك من خلال تعبئة الموارد لتمويل عجز الموازنة العامة و تمويل الأصول و المشروعات الحكومية و في نفس الوقت أداة مستوفية للمتطلبات الشرعية تصلح لإدارة السيولة داخل الجهاز المصرفي، بمعنى يمكن استخدام الصكوك الإسلامية في تعبئة الموارد اللازمة لتمويل العديد من المشروعات الحكومية، ويتم ذلك بأن تختار المؤسسات الحكومية الأصول الثابتة اللازمة لها، من خلال برامجها التنموية وتحديد مواصفاتها بدقة، ويمكن أن تشمل هذه الأصول قطاعاً واسعاً جداً من الحاجات الرأسمالية الضرورية كالمباني الحكومية، والجامعات الحكومية، والمدارس، والطرق والجسور والمطارات، ومحطات الأقمار الصناعية، والطائرات والبواخر وأساطيل النقل البري، وغيرها، وذلك من خلال هيئة مستقلة (مصرف إسلامي, مؤسسة مالية, جهة حكومية...إلخ) تقوم بتلقي طلبات التمويل من المؤسسات الحكومية، وتمارس دور الوكيل عن أصحاب الصكوك في إدارة كل ما يتعلق بهذه الصكوك من حقوق والتزامات وإجراءات حسب شروط الإصدار[1]، و لها عدة أنواع تخدم غرض اصدارها، و أهم الدول التي تعتمد على هذا النوع من الصكوك هي السودان و التي يعمل بها البنك السوداني المركزي في إطار ما يعرف بعمليات السوق المفتوحة بغرض التحكم في عرض النقود، و بهذا تعتبر السودان أول دولة إسلامية تصدر أوراقاً مالية متوافقة مع الشريعة الإسلامية بهدف إدارة السيولة حيث اعتمدت تجربة الصكوك الحكومية السودانية على صيغتي المشاركة و المضاربة و التي مثلت من حيث نشاطها عماد سوق الخرطوم للأوراق المالية الأمر الذي جعل من هذه السوق أكثر تطوراً و نشاطاً و تداولاً بالصكوك الإسلامية مقارنة بالأسواق المالية بالعالم.

أما فيما يتعلق بالإضافات النوعية فإن الهندسة المالية الإسلامية و من خلال عمليات التصكيك الإسلامي استطاعت أن تقدم أدوات مالية إسلامية مبتكرة قائمة على أسس التمويل الإسلامي مختلفة عما هو مطروح في الأسواق المالية، فقدمت تشكيلة متنوعة من الصكوك الإسلامية منها صكوك المشاركة و صكوك المضاربة و صكوك الإجارة و هي صكوك قائمة على أساس قابلية تداولها في الأسواق المالية (و التي سبق التفصيل فيها في الفصل الثاني)، و كلها لها دور بارز و فعال في الأسواق المالية من شأنه تطوير و تفعيل حجم التداولات و التعاملات في الأسواق المالية، و لتوضيح هذه الفكرة نعطي مثالاً على صكوك الإجارة باعتبارها إحدى تشكيلات الصكوك الإسلامية و إبراز دورها الفعال في الأسواق المالية،

[1] – محيسن فؤاد، **الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها**، ورقة عمل مقدمة إلى الدورة التاسعة عشرة، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، 2009، ص 51.

فبالرجوع إلى تعريف صكوك الإجارة الوارد في الفصل الثاني نستنتج أنها تتميز بعدد من الخصائص تجعلها عنصراً مهمهاً في الأسواق المالية، و من أهم هذه الخصائص أن صكوك الإجارة مبنية على عقد من أهم العقود في الشريعة الإسلامية و هو عقد الإجارة و ذلك لتوفر النصوص الشرعية الواردة في كثير من جوانبه، و لما حظي به هذا العقد من اهتمام كبير من علماء الأمة و فقهائها، و لما ينطوي عليه كذلك هذا العقد من مرونة كبيرة، كما أن صكوك الإجارة أوراق مالية قابلة-إجمالاً- للتداول في الأسواق المالية بعد إدراجها بها وفق الأنظمة المتبعة، كما تعد صكوك الإجارة من أدوات التمويل بالدين و هو ما يتيح لها فرصة واعدة في الأسواق المالية و يقدمها كمنافس متوافق مع الشريعة الإسلامية لبعض الأوراق المالية الربوية المحرمة كالسندات و أذونات الخزينة، مع التأكيد في هذا المقام على أمرين:

- الأول: أنه يوجد فروق رئيسية بين صكوك الإجارة و السندات أهمها أن السندات تمثل ديناً في حين تمثل صكوك الإجارة ملكية موجودات، و بالتالي فإن مخاطرهما و آلية تسعيرهما ستكون مختلفة.
- الثاني: أنه على الرغم من أن صكوك الإجارة مصدرة وفق أطر معينة قد تلبي احتياجات طالب التمويل ليستغني عن السندات إلا أنه من الخطأ اعتبار الصكوك عموماً و صكوك الإجارة خصوصاً بديلاً للسندات، بل هي في الواقع نوع خاص من الأسهم و لها صيغ متنوعة بشكل كبير يقترب عدد منها من خصائص السندات.

علاوةً على ذلك تتمتع صكوك الإجارة بمرونة عالية تتجلى في إمكانية تنوع مصدرها و الوساطة المالية التي تتضمنها، إذ يحق للمؤجر إصدارها كما أنه حق للمستأجر، و يمكن لوسيط مالي أو شركات التمويل بالإجارة إصدارها بإذن من المؤجر أو المستأجر مقابل عائد يتفق عليه، و دور الوسيط المالي في هذه الحالة مرن يمكن أن يتعاظم أو يتقلص حسب المصلحة التي يقدرها الطرفان أو الجهة الحكومية المنظِّمة، إذ يمكن أن يقتصر دور الوسيط المالي على تسويق الصكوك و ترويجها، أو يوسع ليشمل أعمال الإصدار و الدراسة المسبقة، بل و توكيله بإدارة الصكوك و ما تمثله من أعيان أو منافع، مع ملاحظة أن إدارة الأصول في الغالب تحتاج إلى متخصص من خارج القطاع المالي، و تتضمن مخاطر قد لا يكون من المناسب للمؤسسات المالية الالتزام بها، و من غير المتوقع أن تقبل بها الهيئات المنظمة لخروجها عن الأنشطة المالية التي ترخص عادة بمزاولتها، كما تتميز صكوك الإجارة بتنوع هياكلها و تنوع الصور المندرجة تحت كل هيكل بسبب المرونة الكبيرة في إضافة الشروط و القيود التي تلبي حاجات و رغبات كلٍ من المتمولين و المستثمرين و يفتح أمامهم آفاقاً واسعةً من البدائل و الإمكانيات الأمر الذي يعزز نشاطهم الواسع في الأسواق المالية.

و عليه و بناءً على ما سبق، فإن الإضافات الكمية أو النوعية التي تقدمها الصكوك الإسلامية للأسواق المالية سوف تعمل على استقرار هذه الأسواق كونها تمثل استثمارات طويلة الأجل تستقطب فئات جادة من المستثمرين و ليس فقط المضاربين على الأسعار و المؤشرات[1].

المطلب الرابع: أهمية الصكوك الإسلامية في إدراج مؤسسات مالية جديدة

من بين أهم المعوقات التي تحول دون تحقيق الأسواق المالية للأهداف المرجوة منها هو تزايد الاهتمام بالأسواق الثانوية على حساب الأسواق الأولية و ما يستتبع ذلك من عدم الاهتمام باستكشاف الفرص الاستثمارية الجديدة و بلورتها في شكل مشروعات محددة مدروسة الجدوى، و ضعف الاهتمام بإيجاد المؤسسات متعهدة الإصدارات الجديدة، و الاحتكام إلى معيار حجم التداول لبيان مدى نجاح السوق المالية، لذلك يتعين الاهتمام بالأسواق المالية الأولية نتيجة الحاجة الماسة لإنشاء العديد من الشركات المنتجة، و إدارة عمليات الاكتتاب فيها و التعهد بتغطية إصداراتها، و جذب مدخرات الأفراد و المؤسسات و توجيهها نحو المشروعات الجديدة، و يعتبر ذلك المعيار الأساسي لنجاح السوق المالية لأن فيه زيادة للقاعدة الإنتاجية و إيجاد فرص عمل و من ثمَّ إثراء للسوق الثانوية.

و حتى نتمكن من تطوير السوق الأولية فلابد من وجود مؤسسات مالية تتخصص الواحدة منها بأدوار تعد ضرورية لتطوير السوق الأولية و من هذه المؤسسات نذكر:

أ/ موجد العملية: حيث يرتكز دور المؤسسة أو الجهاز الذي يناط به هذا الدور في البحث عن الفرص الاستثمارية المتاحة، و إعداد دراسات الجدوى و من ثمَّ عرضها على الممولين في كل إصدار أو صندوق و ذلك مقابل عمولة تسمى عمولة موجد العملية.

ب/ المنشأة ذات الغرض الخاص: و هي الجهة التي تتولى مرحلة ما قبل إصدار الصكوك و مرحلة الإصدار و الإدارة لهذا المشروع طوال فترة حياة المشروع، و قد تأخذ هذه المؤسسة صفة المضارب أو مدير الوكالة.

ج/ متعهد تغطية الاكتتاب: و هي المؤسسة التي تتعهد بتغطية الإصدارات التي لم يتم الاكتتاب بها و ذلك لطرحها لاحقاً للتداول.

د/ متعهد إعادة الشراء: و هو عبارة عن البنك أو المؤسسة التي تتعهد بإعادة شراء الورقة المالية من حائزها بموجب الأسعار المعلنة.

هـ/ وكيل الدفع: و هو الجهة التي تقوم بالوفاء بالالتزامات التي حان أجلها، و التي تتمثل في تصفية الإصدار، أو توزيع أرباح دورية و ذلك مقابل عمولة متفق عليها.

[1] - Wilson Rodney, **Financing Development In Islam**, ed. Mannan, M. A., Jeddah, Research and Training Institute, 1st ed., 1996, p 63-64.

و/ الأمين: و هو يمثل حملة الصكوك باعتبارهم هم أصحاب رأس المال في مواجهة المضارب (SPV)، و ذلك للنيابة عنهم و إدارة شؤونهم و المحافظة على حقوقهم المتعلقة بالصكوك التي ساهموا بها.

إلى جانب ذلك لابد من وجود هيكل تشريعي و تنظيمي مناسب بحيث يسمح بإصدار مثل هذه الأدوات و إيجاد مؤسسات مالية متعددة ذات وظائف متخصصة بما يدعم الثقة في الأسواق المالية و يمكنها من توسيع حجم تداولاتها بالصكوك الإسلامية الأمر الذي يزيد من معدلات نشاطها و بالتالي تطورها و تنشيطها.

المبحث الثالث:

دور الصكوك الإسلامية في دعم نشاط الأسواق المالية

على اعتبار تعدد مجالات تطبيق الصكوك الإسلامية كاستخدامها أداة فاعلة من أدوات السياسة النقدية و في تمويل موارد المصارف الإسلامية و استثمار فائض السيولة لديها، و في إعمار الممتلكات الوقفية، و تمويل المشروعات الحكومية، و امكانية استخدام هذه الصكوك الإسلامية في الخصخصة المؤقتة شريطة أن يكون عائد جميع هذه الصكوك ناشئاً عن أصول مدرةٍ للدخل،

و بناءً على ما سبق، أصبحت الصكوك الإسلامية أهم الأدوات المالية التي تعتمد عليها الأسواق المالية في زيادة نشاطها و تفعيل تداولاتها، كما هو موضح في التحليل التالي:

المطلب الأول: دور الصكوك الإسلامية في زيادة معدل رسملة الأسواق المالية

يقصد برسملة سوق الأوراق المالية إجمالي الأسهم المدرجة في السوق بمتوسط أسعارها في نهاية المدة، ويشير هذا المؤشر إلى إجمالي قيمة الأوراق المالية المدرجة في السوق، ويقاس معدل الرسملة في السوق من خلال القيمة السوقية للأسهم المدرجة في سوق الأوراق المالية على الناتج المحلي الإجمالي، ومن الناحية الاقتصادية فإن معدل الرسملة في السوق يرتبط ارتباطا وثيقا مع القدرة على تعبئة رؤوس الأموال وتنويع المخاطر[1]، فكلما ارتفعت قيمة هذا المؤشر دلَّ ذلك على كبر حجم السوق سواء من حيث زيادة عدد الأسهم وعدد الشركات المدرجة، أو ارتفاع الأسعار الذي يعكس اتساع حجم المعاملات المالية أو كليهما[2].

[1] – عاطف وليم إندراوس، **السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية**، دار شباب الجامعة، الاسكندرية، 2005، ص 95.

[2] – عباس كاظم الدعمي، **السياسة النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية**، دار صفاء، الطبعة الأولى، الأردن، 2010، ص 177.

تتمثل الوظيفة الأساسية الأسواق المالية في نقل الأموال من الأطراف التي يتوفر لديها فائض من الأموال "مدخرات مالية" إلى الأطراف التي تعاني من عجز في الأموال، و قد وُجدت الأسواق المالية في الأساس لتشبع حاجات و رغبات المتعاملين، و من ثم أضحت ضرورة حتمية استلزمتها المعاملات الاقتصادية بين الأفراد و المؤسسات و الشركات، هذا و تعمل الأسواق المالية على تحقيق موازنة فعالة بين قوى الطلب و قوى العرض، و تتيح الحرية الكاملة لإجراء كافة المعاملات و المبادلات.

و مما سبق يمكن القول أن الصكوك الإسلامية تستمد أهميتها من أهمية الأسواق المالية الكفؤة و الدور المتعدد الأوجه الذي تقوم به، إذ تسهم و بشكل فعال في جذب الفائض من رأس المال غير الموظف و غير المعبأ في الاقتصاد القومي و تحوله من مالٍ عاطلٍ خاملٍ إلى رأس مال موظف و فعال في الدورة الاقتصادية و ذلك من خلال عمليات الاستثمار التي يقوم بها الأفراد و المؤسسات في الصكوك الإسلامية التي يتم طرحها في الأسواق المالية.

و مع التطور الهائل الذي شهدته المؤسسات المالية الإسلامية و نجاحها عالمياً بشهادة المؤسسات النقدية الدولية التي فتحت نوافذ إسلامية لها في البلدان الإسلامية، تراكمت لهذه المؤسسات أصولاً ضخمة من الذِّمم و التمويل و الاستثمارات بجانب الموجودات الأخرى في ميزانياتها السنوية بصورة جعلت العائد على هذه الموجودات يتناقص باستمرار بسبب صعوبة تدوير هذه الأصول و تسييلها لإعادة استخدامها استجابة لحاجات المستثمرين في الأسواق المالية، و تزامن مع هذه الظروف تطور في الأسواق المالية حركة التوريق[1]، لذا كانت الفرصة ملائمة للمؤسسات المالية الإسلامية للاستفادة من هذه التِقنية المهمة و المساعدة في عمليات تحرير الأصول المالية و تسييلها في شكل أدوات مالية تمثل فرصاً استثمارية متنوعة للمستثمرين تساعدهم في تنويع محافظهم الاستثمارية بصورة مثلى في الأسواق المالية، و من هذا المنطلق بدأت حركة نشطة من البحوث و التطوير لتأصيل هذه التِقنية و إتاحتها في شكل إسلامي يلائم الأهداف الكلية و الجزئية[2].

و يمثل العمل بالصكوك الإسلامية و تطويرها في النظام المصرفي العربي و الإسلامي بل و العالمي حجر الزاوية في هذا السياق، لما يمثله ذلك من رفع كفاءة تعبئة المدخرات المالية و حشد لرؤوس الأموال و توجيهها للتداولات بالأسواق المالية، خاصة مع معدلات النمو المرتفع في مدخرات المصارف الإسلامية التي تصل في بعض التقديرات إلى ما يتراوح ما بين 15%-20% في العام.

[1]- كمال توفيق حطاب، **الصكوك الاستثمارية و التحديات المعاصرة**، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع و المأمول، دبي، 2009، ص 16.

[2]- لقمان محمد مرزوق، **دور البنوك الإسلامية في تطوير اقتصاديات الدول المغاربية**، الندوة 24، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، ص 137.

فمثلاً، تشمل الصكوك التي تصدرها المصارف الإسلامية طائفة عريضة متنوعة منها: صكوك المضاربة، المشاركة، الإجارة، السلم، الإستصناع....إلخ و كلها تتميز بقدرتها على تعبئة المدخرات المالية و حشدٍ لرؤوس الأموال من مختلف الفئات نظراً لتنوع الآجال (قصيرة، متوسطة، طويلة)، و من حيث طريقة الحصول على العائد(عائد رأس مالي أو عائد دوري)، و من حيث السيولة(صكوك متداولة في السوق الثانوي و صكوك غير متداولة، أو يتعهد البنك بشراء ما يعرضه للبيع من حملة الصكوك، أو مؤسسة أو جهة أخرى ملتزمة بالتسييل للصك)، و من حيث تدنية المخاطر(الصكوك العامة للتنويع في توظيفاتها، أو الصكوك المضمونة من طرف ثالث، أو المؤمَّن عليها تأميناً تكافلياً) حيث يدافع البعض على ضرورة توفير الضمان للصكوك الإسلامية للرغبة الشديدة في اتخاذ الوسائل لإنجاح المصارف الإسلامية خاصة مع حداثة تجربتها و مع كثرة مخاطر الصناعة المصرفية و انعكاس هذه المخاطر على الاقتصاد بكامله.

كما يمكن الإضافة بأن أهمية الصكوك الإسلامية تأتي كذلك من الواقع الحالي للبلاد الإسلامية و من الهدف المأمول من إنشاء المصارف الإسلامية، فالواقع الحالي للدول الإسلامية يشير إلى ضرورة الإسراع في تطوير و استحداث أوعية ادخارية تتناسب مع النمو المتسارع في حجم المدخرات من ناحية، و توفير فرص لاستثمار هذه المدخرات في النشاط الاقتصادي من ناحية أخرى، أما المأمول فهو إبراز و تعميق الدور الاستثماري و التنموي للمصارف الإسلامية، و يعتبر إصدار الصكوك الإسلامية خطوة في الإتجاه السليم، بالنظر إليها كأداة مالية حديثة تشبع تفضيلات المدخرين و تسهم في تيسير تنمية الأسواق المالية و تنشيطها، فضلاً عما تتصف به من التنوع في الآجال و الأغراض و مجال الإستخدام ....إلخ، يتيح حرية الإختيار للمدخرين و المستثمرين للأداة المالية التي تتلائم و احتياجاتهم، و يوسع من الأدوات المالية و ينشط الأسواق المالية، فتقل الحاجة إلى الاقتراض بالربا، فمع اتساع تداول الصكوك الإسلامية و تجاوبها مع احتياجات السوق يقل الاعتماد على آلية الديون بالفوائد[1].

ومما سبق يمكن القول أن دور الصكوك الإسلامية في زيادة معدل رسملة الأسواق المالية يتجسد من خلال قدرتها على توفير السيولة في الأسواق المالية، الأمر الذي يدل على أن هذه الصكوك الإسلامية قادرة على جذب المدخرات المالية و حشد رؤوس الأموال و تدفقها للاستثمار في الأسواق المالية بالشكل المناسب كونها حققت سيطرة على التمويل المالي في الأسواق المالية مما ينتج عنه دعم نشاط هذه الأسواق الأمر الذي يجعل من هذه الأخيرة سوقاً مالياً دولياً يتمتع بجذب رؤوس أموال أجنبية من جميع الدول، بالإضافة إلى تمتع هذه الصكوك الإسلامية بقدرة على تنويع المخاطر تبعاً لتنوع الإصدارات منها في الأسواق المالية.

[1]- سلمان زيدان، **إدارة التدريب و تكنولوجيا الأداء البشري**، النهاري للطباعة، صنعاء، 2008، ص 47.

المطلب الثاني: دور الصكوك الإسلامية في رفع كفاءة الأسواق المالية

حتى تتمكن الأسواق المالية من أداء وظائفها المناطة بها لابد من أن تكون على درجة عالية من الكفاءة، و يشار إلى السوق بأنها كفؤة إذا كانت قادرة على تخصيص الموارد المالية بشكل كفؤ، و يشمل مفهوم كفاءة الأسواق المالية كفاءة التسعير و كفاءة التشغيل.

و يقصد بكفاءة التسعير أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة، بحيث تعكس أسعار الأسهم كافة المعلومات المتاحة، كما يجب أن تكون هذه المعلومات بنفس الوقت و بتكلفة متدنية، أما كفاءة التشغيل فيقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض و الطلب على الأدوات المالية دون أن يتكبد المتعاملون فيها تكلفة عالية للسمسرة.

ففيما يتعلق بكفاءة التسعير فيمكن أن تضمنها التشريعات المتعلقة بالإفصاح كما تضمنها وسائل اتصال حديثة تضمن الحصول على المعلومات بشكل مستمر و سريع، و تضمن اتصال العملاء بوكلائهم و بالسوق و أجهزته المختلفة، أما كفاءة التشغيل فتقضي توافر كفاءة تسعيرية للأصول المالية المختلفة مما يعمل على تحقيق توازن بين العرض و الطلب عليها، و بالمقابل تعتمد الكفاءة التسعيرية على الكفاءة التشغيلية فلا تتحقق الأولى في ظل أسعار مرتفعة للوساطة المالية مما يؤدي في النهاية إلى تخصيص غير كفؤ للموارد المالية.

يمكننا من خلال الاستعراض السابق لمفهوم كفاءة الأسواق المالية ملاحظة أن التركيز ينصب على الأسواق الثانوية التي تضطلع بدور كبير في تسييل الاصول المختلفة و إضفاء صفة النشاط على تعاملات الأسواق المالية، إلا أن حقيقة وظيفة السوق الثانوية لا تعدو عن كونها وسيلة لتغيير طبيعة الاستثمارات من شكل لآخر، في حين ينبغي الإهتمام بالسوق الأولية التي تربط الأسواق المالية باحتياجات الاقتصاد الوطني و إمداد المشروعات المختلفة بالموارد المالية، لذلك يجب الإلتفاف إلى الأسواق الأولية و مدى مساهمتها في تحقيق التنمية الاقتصادية، و يمكن معرفة ذلك من خلال عدة مؤشرات من أهمها:

1- الأهمية النسبية للإصدارات الأولية في أسواق رأس المال إلى الناتج القومي، فزيادة هذه النسبة تشير إلى أن الأسواق المالية تساهم في تحريك الموارد المالية و تفعيلها.

2- الأهمية النسبية للإصدارات الاولية 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.

و يمكن للأدوات المالية الإسلامية و في مقدمتها الصكوك الإسلامية أن تشكل قنوات جيدة لتعبئة الموارد المالية و توجيهها نحو مشاريع استثمارية إنتاجية تساهم في تحقيق تنمية اقتصادية شاملة، خصوصاً إذا ما علمنا أن الصكوك الإسلامية لابد و أن ترتبط بمشاريع و أصول حقيقية.

و على مستوى الأسواق الثانوية فمن المتوقع أن تقوم بدورها بشكل أفضل في الأسواق المالية الإسلامية، و ذلك لانتفاء الغش و الغرر و الغبن و المضاربات الهدامة التي تعصف بالأسواق المالية التي تؤثر سلباً على تخصيص الموارد، ذلك أن المضارب يُعنى بالقيمة السوقية للأسهم و السندات في الأجل القصير و التي تدخل في تقديرها عوامل ليس لها علاقة بالمردود المتوقع، مما يؤدي إلى توجيه الموارد باتجاه أنشطة يتوقع لها الربح السريع، و ذلك يؤثر على عملية تحديد الأسعار العادلة، و يُخل بالتوازن الحقيقي لمستويات الأسعار و زعزعة استقرار النشاط الاقتصادي، مما سيكون لها الأثر السيئ على كفاءة الأسواق المالية، و حجبها على أداء دورها التنموي.

كما أن معيار حجم التداول الذي يتخذ كمعيار أساسي لتقدير مدى كفاءة الأسواق المالية التقليدية لن يعبِّر عن أفضلية لهذا المعيار في ظل الأسواق المالية الإسلامية حيث يكون المعيار الأساسي هو اتجاهات التعامل و مدى مناسبتها للأولويات و الأنشطة التنموية، لذلك فإن كفاءة الأسواق المالية ترتبط بمدى قدرتها على تحريك الموارد المالية و توجيهها إلى أنشطة استثمارية حقيقية.

وتأسيساً على ما سبق، نستطيع القول بأن الصكوك الإسلامية يمكنها رفع مستوى كفاءة الأسواق المالية، ذلك أنها تبتعد عن الغش والغرر والمجازفات الهدامة التي تلعب دوراً سلبياً في تحقيق التخصيص الأمثل للموارد، و بالتالي فهي تضعف كفاءة الأسواق، وتنخر بها كالسوس من الداخل، و تجعلها وسيلة لتمويل المشاريع الفاشلة غير المنتجة، مما يجعل سوق المال تنحرف عن رسالتها التنموية السامية.

وخلاصة القول: إن الصكوك الإسلامية تعمل على تحريك الموارد المالية وتوجيهها إلى الاستثمارات المنتجة الحقيقية، وتقليل حدة المضاربات وتلقي دائرة من الاهتمام المتوازنة والمتكافئة بين السوقين الأولية والثانوية، كما أن ازدياد كميتها ونوعيتها سيكون له بالغ الأثر في زيادة درجة تعمق السوق واتساعها، وهو ما يصب في بوتقة تغطية الاحتياجات التمويلية والاستثمارية وتغطية عجز السيولة ...الخ.

المطلب الثالث: دور الصكوك الإسلامية في توسيع قاعدة المؤسسات المشتركة في الأسواق المالية و المتعاملة وفق الصكوك الإسلامية

من بين أهم المؤسسات المشتركة في الأسواق المالية و التي لها دور في إصدار و تداول الصكوك الإسلامية نذكر: المصارف الإسلامية و صناديق الاستثمار الإسلامية و المؤسسات المالية الوسيطة المنوط بها القيام بعمليات التصكيك الإسلامي، و كل هذه المؤسسات تعتبر من بين المؤسسات الداعمة لدور الصكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية، و فيما يلي نوضح دور كل مؤسسة في تطوير و تنشيط الأسواق المالية إذا ما اعتمدت هذه المؤسسات على الصكوك الإسلامية:

أولا: المصارف الإسلامية

تقوم الصناعة المالية الإسلامية على أسس داعمة لتنمية الأسواق المالية من خلال استثماراتها المبنية على أساس المشاركة في الربح و الخسارة، و كذا تحريك السياسة النقدية الغير مرتكزة على الفائدة، كما تتفق الصناعة المالية الإسلامية مع غيرها بضرورة الإشراف و الرقابة على المؤسسات و عمليات الأسواق المالية باستبعاد عمليات الاستثمار المشوهة لاستقرار الأسواق المالية مثل عمليات الشراء و البيع الآجل على التغطية بدون أي نية للتقابض الفعلي، و العمليات المبنية على الحظ المرتبط بتقلبات بعض المؤشرات و كذا العمليات المسندة إلى خيارات شرائية أو بيعية تسمح بالتحوط بمبلغ صغير من مخاطر عمليات مضاربة متهورة وغيرها...

إن الدعم الذي يمكن أن تقدمه المصارف الإسلامية للأسواق المالية يتمثل أساسا في الحجم الكمي لما يمكن أن تضخه أو تستوعبه المصارف و المؤسسات المالية الإسلامية من أموال بواسطة مختلف أنشطتها الاستثمارية و التمويلية، حيث نجحت المصارف الإسلامية في ابتكار أدوات مصرفية كالصكوك الإسلامية التي تقوم على أسس شرعية و التي تضيف كمية لا بأس بها وتنويعا في محتوى و أشكال الأوعية الادخارية و القنوات الاستثمارية التي تستخدمها الأسواق المالية و التي تعتبر خروجا متميزا عن النمط المصرفي التقليدي السائد، بحيث يمكن الإشارة في هذا الجانب إلى أن المصارف الإسلامية استطاعت تنشيط و زيادة الطلب و العرض في الأسواق المالية و ذلك من خلال حشدها لمبالغ كبيرة، فلديها قاعدة ودائع تزيد عن 200 مليار دولار ، في حين تنمو سنويا بنسبة تقدر ب: 20 % إلى 25 % ، ومحفظة استثمارات مالية تفوق 400 مليار دولار، وقاعدة رأسمالية يبلغ مقدارها حوالي 14 مليار دولار أمريكي، كما يتوقع أن تكون المصارف الإسلامية مسؤولة عن إدارة ما بين 40 %إلى 50 % من إجمالي مدخرات العالم الإسلامي خلال السنوات العشر المقبلة، خاصة بعد اتجاه العديد من المصارف التقليدية العريقة لفتح فروع أو نوافذ إسلامية حتى لا تخسر بعض العملاء مع تزايد الطلب على خدمات المصارف الإسلامية، كما أثبتت الدراسات أن المؤسسات المالية الإسلامية أكثر قدرة على تجميع الأرصدة النقدية القابلة

للاستثمار، و أكثر قدرة على توزيع المتاح من الموارد النقدية على أفضل الاستخدامات لأغراض التنمية الاقتصادية و الاجتماعية كما أنها تساهم بشكل مباشر في عدالة توزيع الدخل القومي و ذلك على عكس المؤسسات المصرفية الأخرى .

هذا و إن المصارف و المؤسسات المالية الإسلامية سوف تضيف إلى الأسواق المالية أسهم و أوراقاً عائدة لأكثر من 267 مؤسسة تزيد موجوداتها الإجمالية عن 300مليار دولار أمريكي كحد أدنى، الأمر الذي يمثل بلا شك مساهمة كبيرة في زيادة عرض الأوراق المالية داخل الأسواق المالية المحلية و العالمية، هذا بالإضافة إلى دور وحجم صناديق الاستثمار و الإصدارات التي تديرها المؤسسات المالية الإسلامية وكذلك مجموع السندات و شهادات الاستثمار المختلفة، بالإضافة إلى عدد الصكوك الإسلامية بمختلف أنواعها و آجالها.

أما في جانب الطلب فإن محافظ البنوك الإسلامية تضم عدداً مهماً من أسهم كبرى الشركات العالمية هذا بالإضافة إلى إنشاء صناديق خاصة بالأسهم الدولية و العالمية و أسهم الأسواق الناشئة بالإضافة إلى الصكوك الإسلامية[1].

إن هذه المعطيات تؤكد الدور الذي يمكن أن تلعبه المصارف الإسلامية في دعمها و تطويرها للأسواق المالية خصوصا العربية منها في جانب عرض و طلب الأدوات المالية الإسلامية و بالخصوص الصكوك الإسلامية باعتبارها أهم هذه الأدوات و أوسعها انتشاراً و رواجاً.

ضف إلى ذلك أنه من بين الأنشطة التي يمكن أن تساهم من خلالها المصارف الإسلامية و التي لها علاقة مباشرة بالأسواق المالية هو مساندتها لعدد من الدول الإسلامية التي تريد التوجه نحو عمليات التخصيص – أي تحول مؤسسات القطاع العام إلى شركات ذات أسهم – من خلال دورها الاستشاري و إعدادها لدراسة الجدوى الخاصة بالمؤسسات المعنية، وتقييمها للموجودات وتحديدها عدد الأسهم التي يمكن إصدارها إلى جانب الدور التمويلي الكبير الذي يمكن أن تقدمه المصارف الإسلامية بشرائها لأسهم الشركات المراد تخصيصها و إدخالها ضمن حافظتها الاستثمارية أو محافظ عملائها و بيعها بعد ذلك بالتدريج لجمهور المكتتبين أو لصناديق الاستثمار أو القيام بتداولها في البورصات بعد إدراجها في الأسواق المحلية أو العالمية.

[1] – أحمد سفر، **المصارف و الأسواق المالية التقليدية و الإسلامية في البلدان العربية**، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2006، بتصرف، ص 157.

ثانيا: صناديق الاستثمار الإسلامية

تعتبر صناديق الاستثمار الإسلامية أحد أساليب الاستثمار الجماعي التي تتولى تجميع مدخرات المستثمرين في صورة وحدات أو وثائق أو صكوك استثمارية متساوية القيمة، يُعهد بها إلى جهة محترفة و متخصصة لتوظيفها و إدارتها وفق أحكام الشريعة الإسلامية، بما يعود بالنفع لمؤسسيها و المستثمرين فيها و الاقتصاد ككل، و يلتزم الصندوق الإسلامي و بالإضافة إلى التزامه بأحكام و مبادئ الشريعة الإسلامية بالقوانين و القرارات و التعليمات الصادرة عن الجهات الحكومية المشرفة على الصناديق، حيث يجوز تداول الوحدات الاستثمارية طالما أنها تمثل حصة شائعة في موجودات الصندوق الاستثماري و ذلك بالقيمة التي يُتفق عليها بالتراضي بين الطرفين، سواء كانت بالقيمة السوقية أو أكثر أو أقل منها، لكن ينبغي مراعاة موجودات الصندوق كما يلي[1]:

1. إذا كانت موجودات الصندوق نقوداً فلا يجوز تداول الوحدات الاستثمارية بالبيع أو الشراء إلا وفق أحكام الشريعة الإسلامية الخاصة بمبادلة نقد بنقد.
2. إذا كانت موجودات الصندوق ديوناً فإن الوحدات الاستثمارية في هذه الحالة تمثل ديوناً و يخضع تداولها لأحكام التعامل بالديون.
3. إذا كانت موجودات الصندوق أعياناً فقط أو منافع فقط أو كلاهما معاً فإن الوحدات الاستثمارية تمثل حصة في أعيان مالية و بالتالي يجوز تداولها دون قيد أو شرط.
4. أما إذا كانت موجودات الصندوق مختلطة من الأعيان و المنافع و النقود و الديون يمكن تداول الوحدات الاستثمارية بالبيع و الشراء بتراضي الطرفين و بالقيمة التي يتفق عليها، سواء كانت أكثر أو أقل من القيمة الإسمية المعلنة و ذلك تبعاً للنتائج التي يحققها الصندوق، شريطة أن تكون الأعيان و المنافع غالبة على النقود و الديون عند بعض الفقهاء، في حين اكتفى البعض الآخر بوجود الخلطة دون اشتراط الغلبة.

و تبرز أهمية الدور المتميز الذي يمكن أن تلعبه صناديق الاستثمار الإسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية من خلال ما تقدمه من أدوات استثمارية تناسب ظروف المستثمرين المحتملين في تلك البلدان، فخاصية التنويع في الأدوات المالية الإسلامية الاستثمارية و على رأسها الصكوك الإسلامية بمختلف أنواعها و التي تتسم بها هذه الصناديق و ما يترتب عليها من تخفيض مخاطر الاستثمار من شأنها أن تشجع المستثمرين القليلي الخبرة و المعرفة بالأسواق المالية الإسلامية و كذا المستثمرين محدودي الموارد على استثمار مدخراتهم في الأوراق المالية أو الصكوك الإسلامية التي تقوم بدورها باستخدام حصيلة البيع في بناء تشكيلات من

[1] – كتاف شافية، **دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط و تطوير السوق المالية الإسلامية–دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية و الإسلامية**، أطروحة دكتوراه، جامعة سطيف، 2014، ص445.

الصكوك الإسلامية المتداولة في السوق المالية، و يعتقد أن صناديق الاستثمار ذات النهاية المغلقة تلعب دورين منفصلين في هذا الصدد، إذ أنها تبني تشكيلات من الصكوك الإسلامية المتداولة مما يسهم في تنشيط حركة تلك الصكوك، كما أن أسهم تلك الصناديق على عكس أسهم الصناديق ذات النهاية المفتوحة تتداول في السوق مما يعني إضافة المزيد من الأوراق المقيدة[1].

و عموما يمكن القول بأن صناديق الاستثمار الإسلامية تساهم في تنشيط و تفعيل الأسواق المالية من خلال:

1. جذب المستثمرين الذين يرفضون التعامل الربوي خاصةً صغارهم للاستثمار في الأوراق المالية الإسلامية بأسلوب عملي لا يحتاج لمعرفة مالية واسعة، و بذلك فقد فتحت المجال أمامهم لدخول الأسواق المالية بعد أن كانت مقتصرة على كبار المستثمرين، مما يساهم في تنشيط الحركة الاقتصادية بشكل عام.
2. تمثل الإكتتابات في وثائق الاستثمار التي تصدرها صناديق الاستثمار قوة شرائية في السوق المالية بتوفيرها السيولة اللازمة للشركات، مما يساعد هذه الشركات للاتجاه للسوق المالية لتمويل أنشطتها بدل اللجوء للإقتراض من المصارف.
3. تتعامل صناديق الاستثمار الإسلامية في الأوراق المالية الإسلامية المتداولة في السوق الثانوية مما يساعد في تنشيط و كفاءة هذه السوق، كما أن حركة البيع و الشراء في حد ذاتها تساهم في تنشيطها.

ثالثا: المؤسسات المالية الوسيطة

و تكون عادة ممثلة في أمين الاستثمار الذي يمثل أحد أطراف عملية التصكيك الإسلامي، حيث تعمل هذه المؤسسات على حماية مصالح حملة الصكوك الإسلامية و الإشراف على مدير الإصدار و تحتفظ بالوثائق و الضمانات و ذلك على أساس عقد وكالة بأجر تحدده نشرة الإصدار، و بهذا فإن المستثمرين في الصكوك الإسلامية و حملتها يقبلون على زيادة حجم تعاملاتهم و تداولاتهم بهذه الأداة في الأسواق المالية لوجود عنصر الأمان الذي توفره هذه المؤسسات المالية الوسيطة، الأمر الذي يساهم في زيادة تفعيل و تنشيط الأسواق المالية بزيادة حجم الأوراق المالية (الصكوك الإسلامية) المتداولة فيها.

[1] – بوجلال محمد، زايدي مريم، **دور صناديق الاستثمار الاسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية الإسلامية–حالة سوق الأسهم السعودي–**، ورقة عمل مقدمة إلى الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية: آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر يومي 08-09 ديسمبر 2013، ص 14.

المطلب الرابع: دور الصكوك الإسلامية في توفير الشفافية و المصداقية الشرعية

من بين الأدوار التي يمكن إضافتها و التي يكون الغرض من ورائها دعم نشاط الأسواق المالية بالاعتماد على الصكوك الإسلامية كأداة مالية قائمة على أسس و مبادئ الشريعة الإسلامية، يمكن إدراج الآتي:

أولا: دور الصكوك الإسلامية في الجمع بين المصداقية الشرعية و الكفاءة الاقتصادية

إن صكوك الاستثمار الإسلامية تمتاز بتنوع وتجدد وتطور، وابتكار وانتشار متنام ومتسارع عالميا وبتطبيقات مختلفة، الأمر الذي يحتاج للبحث المستمر من أجل توضيح آلياتها للاستفادة من ذلك في مزيد من الابتكارات بصورة تجمع بين الكفاءة الاقتصادية والمصداقية الشرعية، فالمصداقية الشرعية هي أن تكون الصكوك الإسلامية متوافقة مع الشريعة، حيث أن هذه الصكوك هي ترجمة عملية للقيم والمثل التي جاء بها الإسلام، فبدون هذه المنتجات تظل المبادئ حبرا على ورق ولا رصيد لها من الواقع، ذلك أن الصكوك الإسلامية تتميز بقبولها من الناحية الشرعية كونها أداة مالية مبنية على أسس و قواعد الشريعة الإسلامية، و كذلك تداولها قائم على نفس الأساس الأمر الذي يجعل منها أداة مالية أكثر إغراءً للمستثمرين خاصة أولئك الغيورين على مبادئ الشريعة الإسلامية و الذين يفضلون توجيه أموالهم نحو استثمارات شرعية بشكل يعزز من حجم الاستثمار في الصكوك الإسلامية و بالتالي تنشيطها للأسواق المالية المتداولة بها، و من ناحية الكفاءة الاقتصادية فإن التطرق لمفهوم الكفاءة الاقتصادية يستدعي البحث في المفاهيم التالية الربح القياسي، الربح البديل و التكلفة، و تتميز الصكوك الإسلامية بالإضافة إلى المصداقية الشرعية بخاصية أخرى مناظرة لتلك التي تتميز بها السندات التقليدية و هي الكفاءة الاقتصادية، و يمكن للصكوك الإسلامية زيادة الكفاءة الاقتصادية عن طريق توسيع الفرص الاستثمارية في مشاركة المخاطر و تخفيض تكاليف المعاملات و تخفيض تكاليف الحصول على معلومات و عمولات الوساطة و السمسرة .

أما العلاقة التي تجمع بين المصداقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية في الصكوك الإسلامية، فالمصداقية الشرعية هي الأساس في كونها إسلامية، والكفاءة الاقتصادية هي الأساس في قدرتها على تلبية الاحتياجات الاقتصادية ومنافسة الأدوات التقليدية، و أن هاتين الخاصتين: المصداقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية ليستا منعزلتين بعضهما عن بعض بل في غالب الحالات نجد أن البحث عن الكفاءة يؤدي إلى حلول أكثر مصداقية و العكس صحيح.

ثانيا: دور الصكوك الإسلامية في توفير الشفافية و دعم بنية المعلومات في الأسواق المالية

ذلك أن الخصائص التي تتميز بها الصكوك الإسلامية تجعل منها أداة مالية تتطلب دخول عدد واسع من المؤسسات في السوق المالية بالإضافة إلى العديد من الإجراءات، الأمر الذي يوفر المزيد من المعلومات في الأسواق المالية بشكل يساعد على توسع هذه الأسواق في الاستثمار في الصكوك الإسلامية و زيادة حجم نشاطها و بالتالي تفعيلها و تنشيطها و الرفع من كفاءتها.

ثالثا: دور الصكوك الإسلامية في تمويل التنمية الاقتصادية

و ذلك بضرورة اعتماد الدول في تمويل مختلف مشاريعها المتعلقة بالتنمية الاقتصادية على الصكوك الإسلامية كمصدر تمويلي، الأمر الذي يجعل من عملية إصدار الصكوك الإسلامية عملية واسعة تؤدي إلى خلق سوق ثانوي لتداول الصكوك الإسلامية بالشكل الذي يسهم في توسيع مجالات الاستثمار لحشد و توطين المدخرات.

المبحث الرابع:
التحديات المعاصرة لسوق الصكوك الإسلامية و الرؤية المستقبلية لها

تعد الصكوك الإسلامية واحدة من أهم المنتجات المالية الإسلامية التي تواجه العديد من التحديات منها ما تعلق بالجوانب الشرعية و المحاسبية و منها ما تعلق الجوانب الفنية و التقنية و القانونية و حتى السياسية، الأمر الذي ألزم عدد من المهتمين بهذه الصناعة المالية الإسلامية على وضع عدد من المرتكزات الأساسية و تقديم جملة من المقترحات لتطويرها و تفعيل دورها في الأسواق المالية خاصة بعدما أثبتته نتائج الأزمة المالية العالمية في تعزيز الثقة بقوة في النموذج المالي الإسلامي و قدرته على الاستدامة.

المطلب الأول: التحديات المعاصرة لسوق الصكوك الإسلامية

تواجه صناعة الصكوك الإسلامية كسائر منتجات الصناعة المالية الإسلامية مجموعة من التحديات الاقتصادية و القانونية و التنظيمية، و التي تحد من نموها و تطورها محلياً و عالمياً خاصةً و أنها لم تعد قاصرة على الدول الإسلامية، و يمكن توضيح أهم هذه التحديات فيما يلي:

أولا: الإختلافات الشرعية

تعاني صناعة الصكوك الإسلامية من تضارب كثير من الفتاوى بخصوصها، و في كثير من الأحيان ما يفاجأ المستثمر باختلاف الفتاوى التي تتعلق بمدى مطابقة صك ما لأحكام الشريعة الإسلامية، مما اختلط الأمر على كثير من المستثمرين الراغبين في الاستثمار بأدوات متوافقة مع الشريعة، حيث تطرح كميات كبيرة من هذه الصكوك الإسلامية من قبل البنوك و مؤسسات مالية إسلامية و تقليدية و محلية و عالمية، و لا أحد يستطيع التمييز أو تحديد شرعيتها، و هل هي متوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية، أم أنها أداة تقليدية تحاكي السندات التي تصدرها البنوك و المؤسسات المالية التقليدية، و هو ما أدى إلى فقدان الثقة بهذه الصكوك و بالتالي تراجع الإقبال عليها و تحقيق خسائر و انخفاض في الأرباح مما يؤدي إلى انهيارها، و هو ما حدث عندما تم التصريح من قبل بعض العلماء بأن 85% من الصكوك الإسلامية غير مطابقة للشريعة الإسلامية، و بعد هذا التصريح بأشهر أصدرت هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية دليلاً للصكوك المطابقة للشريعة الإسلامية، و فيه تم نقل الميزانية في سوق الصكوك من صكوك المضاربة و المشاركة إلى صكوك إجارة، و قد تسبب هذا التغير مع تداعيات الأزمة المالية العالمية في ندرة إصدار الصكوك خاصة في الربع الأول من سنة 2009، و تعتبر الصكوك من الأدوات المالية الإسلامية الأكثر جذباً للمؤسسات المالية الخليجية و العربية و الإسلامية و الأجنبية، و ذلك في ضوء الطلب المتزايد عليها في الأسواق العالمية، خصوصاً أن الصكوك الإسلامية ظهرت كواحدة من الأدوات الإسلامية المبتكرة خلال السنوات القليلة الماضية لإصداراتها سواء كانت صكوك سيادية من حكومات أو صكوك عادية من

الشركات، حيث أصبحت القناعة بأهميتها كأداة تمويلية تتميز بكونها مدعومة بأصول حقيقية و ذات مخاطر منخفضة، و من ثم فهي أداة جذب للمستثمرين و مصدر مهم لضخ الأموال في المشروعات و التوسعات الكبيرة، و هو ما يتطلب الإسراع في السعي إلى تحديد ملامح هذه الصكوك بكثير من الدقة و حسم الخلافات الفقهية التي تشوبها.

كما أنه من الضروري أن تتعمق الجهات المصدرة للصكوك في معرفة خصائصها قبل البدء في التعامل بها حتى لا تقع في خلاف شرعي، و لعل هذا الأخير قد يؤدي إلى أن تحكم المحكمة ببطلان الصك، مما يضعف من الثقة بالهيئات الشرعية و قراراتها، حيث إن صلاح الصكوك من الناحية الشرعية مرتبط ارتباطاً وثيقاً بصلاح نظام الرقابة الشرعية الذي يجب أن يخرج عن نطاق الشكليات إلى التركيز على المضمون و لتكون الرقابة الشرعية على الصكوك رقابة فعالة متكاملة تمتد إلى فترة إصدار الصك و المشاركة في إعداد صياغته للتأكد من خضوع الإصدار و التداول للأحكام الشرعية و الإسلامية.

و إن القول بعدم شرعية الصكوك لكونها قائمة على فتاوى تخالف آراء علماء الفقه و الشريعة و الهيئات المشرعة سيؤدي إلى عدم تداولها و انتشارها بين كثير من المستثمرين، نظراً لبعض الشكوك التي تنال من شرعيتها، مما يتسبب في التراجع الكبير لإصدارها، و إن الخلاف الشرعي بين علماء الشريعة في العالم الإسلامي حول إصدار هذه الصكوك الإسلامية من الباحثين من يعتبره أمراً طبيعياً بسبب الاختلاف في الضوابط الشرعية و حتى على مستوى اللجان الشرعية، إلا أن هذا يؤدي إلى عدم وجود معايير متفق عليها دولياً، حيث أن هناك صكوكاً تعتبر متوافقة مع الضوابط الشرعي في بلد ما، لكنها لا تعتبر كذلك في بلدان أخرى، و يعتبر غياب التنسيق هذا عقبة أمام تطور هذه الفئة من الأصول الإسلامية على المستوى العالمي، و هو ما دعا الحاجة إلى محاولة إيجاد توافق شرعي يقترح خلاله الكثيرون إيجاد معيار موحد للقرارات الشرعية عبر تأسيس مجلس استشاري مركزي للصناعة، لكن علماء الشريعة يرون أن المعيار الموحد قد يخلق الكثير من الصلابة و يكتم مبادرات نمو تطوير المنتجات المالية الإسلامية.

و مع ذلك يمكن للعلماء و للمجالس الشرعية الالتزام الكامل بالضوابط الشرعية الصادرة عن المجالس و المجامع الفقهية لتوحيد آراء العلماء، فالمطلوب هو الاجتهاد الفقهي لما لا يخالف الأحكام و الأصول الشرعية المتفق عليها، و إصدار الفتور الخاصة بالمنتجات المالية الإسلامية خاصةً الصكوك الإسلامية و هيكلتها و تداولها و التغلب على التحديات في سوق الصكوك الإسلامية[1].

[1] – أحمد بن عبد الرحمان الجبير، **جدل فقهي حول تحديد ملامح الصكوك**، مجلة المصرفية الإسلامية– مجلة إلكترونية–، العدد الثامن الصادر بتاريخ2009/12/01، ص 28.

ثانيا: ضعف الوعي العام بثقافة الصكوك الإسلامية

بشكل عام إن ترويج منتجات الصناعة المالية الإسلامية يواجه مشكلة مزدوجة، شقها الأول تمثل في غياب الثقافة المالية الإسلامية في الكثير من دول الشرق الأوسط و شمال إفريقيا، حيث عدم الإلمام الكافي للمستثمر العربي المسلم بالصكوك الإسلامية نتيجة لحداثة سوقها و عدم نضجه، لذلك يفتقر المستثمر في المنطقة العربية للفهم الشامل للصكوك باعتبار أن هذه الصناعة خلقت أولاً لتستجيب لحاجيات المنطقة لاعتبارات دينية و لإبعادهم عن الفكر المالي التقليدي لترسخ لديهم، و شقها الثاني يتمثل في الترويج لها و إكسابها صفة العالمية، و بالتالي مخاطبة أفراد لا تعنيهم الاعتبارات الدينية و إنما يهتمون بالعوائد المالية لهذه المنتجات، و هو ما يتطلب رفع الوعي المحلي و العالمي و التبشير بثقافة أدوات الصناعة المالية الإسلامية و منها ثقافة الصكوك و أهميتها في التنمية من خلال حملات إعلامية محلياً و إقليمياً.

ثالثا: التحديات السياسية

تقوم العوامل السياسية على تحديد البيئة التنظيمية للصيرفة الإسلامية، ففي بعض الدول خاصة شمال إفريقيا، ثمة ربط بين وجود المؤسسات المالية الإسلامية بالأحزاب السياسية الإسلامية من الأساس مثل ليبيا و المغرب، بينما تتعامل بعض الحكومات بحذر شديد مع هذا الأمر على غرار مصر و الجزائر و تونس، إذا كان هذا هو الوضع السائد في دول عربية و إسلامية فماذا نتوقع أن تفعله الدول الغربية للمحافظة على نظامها المالي الخاص إذا ما إرتبط الأمر بالصورة السلبية للمسلمين[1].

رابعا: الإطار التشريعي و القانوني

تعاني الصناعة المالية الإسلامية من اختلاف قد يكون شاسعاً في بعض الحالات ما بين الهيئات الشرعية، هذه الاختلافات تمنع توحيد قوانين التمويل الإسلامي بالنسبة للجهات التنظيمية و الإشرافية في الدول المقرة لنظام التمويل الإسلامي من حيث المبدأ، حيث يستلزم الإشراف و الرقابة وضع قوانين و معايير واضحة لابد من مراعاتها عند تفعيل آليات الرقابة، و نظراً لاختلاف الفقهاء في مسائل تعد أحياناً جذرية تجعل مهمة تلك الجهات شبه مستحيلة، و يعتبر هذا التحدي داخلياً و يتعلق بالتمويل الإسلامي في حد ذاته بغض النظر عن المنطقة المتواجد فيها، إلا أن هناك استثناء يتمثل في قيام دولة الإمارات العربية المتحدة بمبادرة إنشاء هيئة شرعية عليا حيث تخدم الهيئة الموحدة ثمانية بنوك إسلامية بما يضمن عدم تضارب الفتاوى الخاصة بالمعاملات، فتعدد الفتاوى و اختلافها يخلق حالة من عدم اليقين و يسهم بطريقة مباشرة في تثبيط المالية الإسلامية و تصعيب تسويقها[2]، كما أنه و باستثناء قلة من البلدان لا نجد ذكراً لعقود

[1] – آسيا سعدان، صليحة عماري، **تنامي التمويل الإسلامي في ظل الأزمة المالية العالمية الراهنة–دراسة حالة دول الشرق الأوسط و شمال إفريقيا**، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر العلمي الدولي حول: الأزمة المالية و الاقتصادية العالمية من منظور اقتصادي إسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، الأردن يومي:01-02 ديسمبر 2010، (بتصرف).

[2] – نفس المرجع السابق، (بتصرف)، ص 22.

التمويل الإسلامي في القانون المدني، و القضاء لا يطبق قاعدة العقد شريعة المتعاقدين، فغالباً ما تلجأ المحاكم إلى تغيير العقد على نمط ما هو شائع في السوق، و تتعامل مع تلك العقود كعقود ربوية، و هذا يعني أنه في حالة النزاع بين مصدر الصكوك و حملتها لن تعترف المحكمة بالعقد الشرعي و لا بملكية حملة الصكوك للموجودات بصفتها سندات إسلامية، و سوف تغلب عليها صفة السندات و تعامل كأداة مالية تقليدية، و بذلك يفقد حملة الصكوك حقوق ملكيتهم للأصول، و تتعرض مصالحهم لتدهور شديد، الأمر الذي يمكن أن يفقد الصكوك مصداقيتها تماماً[1]، نظراً لغياب الإطار التشريعي الذي ينظم عملية التصكيك من بدايتها إلى نهايتها في معظم البلاد الإسلامية و العربية، حيث يترك التعامل بالصكوك من غير إطار تشريعي منظم، أما في بعض الدول الإسلامية التي صدر لها إطار تشريعي للصكوك يلاحظ أن هذا الإطار لم يستكمل بعد، و يحتاج إلى المزيد من الضبط و الصياغة القانونية السليمة.

و لهذا، فإن عملية تأسيس و استكمال الإطار التشريعي للصكوك الإسلامية لا يزال يشكل عائقاً رئيسياً، و يمثل أهم التحديات التي تواجه نمو و تطور نظام التعامل بالصكوك الإسلامية و هو ما كان له أثر سلبي في نمو سوق الصكوك الإسلامية و إضعاف الحماية القانونية لعملية التعامل بها.

خامسا: نقص الكوادر البشرية

يتطلب إصدار الصكوك توفر معرفة عميقة في مجالات القانون و المحاسبة و المالية و الفقه ذات الصلة بنشاط الصكوك، و تفتقر معظم الدول العربية و الإسلامية الحاضنة لهذه الصناعة في الوقت الحالي إلى وجود عدد كاف من الأشخاص المتمرسين في تلك المجالات مجتمعةً، بالإضافة إلى ذلك تفتقر معظم مؤسسات الوساطة إلى سماسرة متمرسين في أدوات الدخل الثابت الشرعية، لذا هناك حاجة ماسة لتعزيز قدرة شركات الوساطة حتى نستطيع التعامل مع سوق الصكوك الإسلامية.

سادسا: إشتداد المنافسة

تزداد درجة المنافسة الأجنبية في الأسواق المالية و المصرفية العربية خاصةً في ظل تنامي حركة التحرير المالي على نطاق العالم، و يحمل ذلك الكثير من التحديات المستقبلية التي من أهمها التحدي التكنولوجي الذي سمح للمؤسسات المالية و البنكية نقل خبرتها من أسواقها المحلية إلى الأسواق الدولية، فالمؤسسات المالية و البنوك التي تتصف بالتقدم التكنولوجي المتطور تدخل إلى الأسواق الجديدة بأقل عدد ممكن من الفروع تدعمها تكنولوجيا عالية جداً تجعلها تنافس المؤسسات المالية الإسلامية و منتجاتها الحديثة، و من ناحية أخرى نجد أن الأسواق المالية الأجنبية تتميز بالإتساع و العمق من حيث عدد الشركات المدرجة، إضافة إلى توفرها على أنظمة تداول آلية متطورة تحقق الكفاءة الكبيرة في سرعة التداول و انخفاض تكلفته، مما

[1] – معبد الجارحي، عبد العظيم أبوزيد، **أسواق الصكوك الإسلامية و وسائل تحسينها شاملة الجوانب الهيكلية و الرقابية**، ورقة عمل مقدمة إلى الملتقى الدولي حول "الحوكمة و أخلاقيات الأعمال في المؤسسات"، جامعة باجي مختار، عنابة يومي: 18-19 نوفمبر 2009، ص 41.

يعزز بدرجة كبيرة مستوى الشفافية و عملية اكتشاف السعر، و هذه العوامل تشجع المستثمرين على التوسع في عملية التداول، و هذا ما تفتقر إليه معظم أسواق المال العربية و الإسلامية و خاصةً سوق الصكوك الإسلامية، حيث يعتبر غياب أنظمة التداول الإلكترونية المتطورة و السوق الثانوية و التي تمثل الضمانة الأساسية لتوصيل المعلومة الصحيحة للمستثمر أحد أهم تحديات سوق الصكوك الإسلامية، و بالإضافة إلى التحدي التكنولوجي فإن ضعف الهياكل الإدارية و المالية لبعض المؤسسات المالية الإسلامية و إفتقارها إلى أدنى المقومات التي تمكنها من منافسة المشروعات الاستثمارية الضخمة يوقعها في تحدي الاندماج و التكتل، بعكس حركة الإندماج الواسعة التي تجري في المؤسسات المالية التقليدية الغربية تفادياً لآثار الأزمات.

سابعا: عدم وجود سوق ثانوية

يجعل غياب السوق الثانوية تداول الصكوك بين مجموعة محدودة من المؤسسات المالية و بعض الشركات و الأفراد و أحياناً يكون التداول عليها معدوماً، حيث يعتبر ضعف التداول أحد المخاطر الرئيسية المرتبطة بالاستثمار في سوق الصكوك الإسلامية، معلوم أن المستثمر لا يقدم على الاستثمار في الأدوات غير السائلة إلا إذا كانت هناك أرباحاً مجزية، و لكن العوائد التي تعرضها مجموعة من الصكوك المدرجة في سوق الأسهم لا تقدم أي إغراءات تعوض عن ضعف التداول، و هناك مجموعة من العوامل السلبية الاخرى ساهمت بشكل كبير في غياب سوق ثانوية لهذه الصكوك منها[1]:

1. بالرغم من تجاوز حجم السوق الأولية للصكوك الإسلامية مبلغ 206 مليار دولار إلاَّ أنها تبقى صغيرة مقارنة بسوق السندات التقليدية، فهذه الكمية المحدودة من حجم الصكوك المصدرة تساهم إلى حدٍ كبير في ضعف نسبة التداولات المسجلة على مستوى الأسواق الثانوية للصكوك، فنمو و تطور الأسواق الثانوية للصكوك يحتاج إلى إصدارات أولية ضخمة من الصكوك الإسلامية.

2. من بين أنواع الصكوك الإسلامية تلك المقبولة شرعاً للتداول في الأسواق المالية و غير المقبولة إلاَّ بتوفر شروطٍ معينة، و من أهمها صكوك المرابحة التي احتلت المركز الأول من بين أنواع الصكوك المصدرة خلال الفترة الممتدة من سنة 2001 إلى سنة 2012 بقيمة 138 مليار دولار أو ما يمثل 43% من إجمالي قيمة الاصدارات، و بالتالي و من ضمن 1426 صك إسلامي غير مدرج في الأسواق المالية يوجد منها حوالي 366 صك بصيغة المرابحة.

[1]- كتاف شافية، **أهمية الصكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية**، مرجع سبق ذكره، ص ص112 -114.

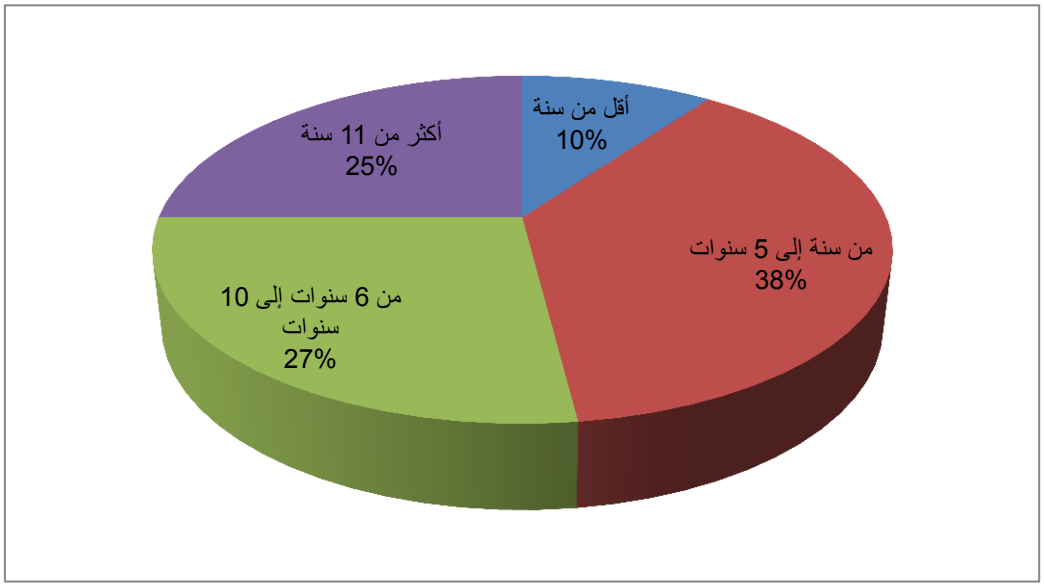
3. وجود شريحة واسعة من المستثمرين ينتهجون استراتيجية " الشراء و الاحتفاظ"، حيث يقومون بشراء الصكوك الإسلامية الواعدة و يحتفظون بها إلى غاية تاريخ استحقاقها، و هو ما يؤدي إلى انخفاض أحجام التداول على الصكوك عالمياً مما يؤثر سلباً على سيولة الأسواق الثانوية للصكوك، و هناك العديد من الأسباب لذلك أهمها أن جاذبية الصكوك تدفع المستثمرين للتمسك بها و عدم التفريط فيها باعتبارها أداة استثمارية شرعية ذات عائد مستقر و شبه ثابت مقارنة ببدائل التوظيف الأخرى المتاحة في الأسواق الثانوية، مما يدفع المستثمرين لتفضيل هذه الأداة كأحد البدائل الشرعية و الاحتفاظ بها.

4. نقص الشفافية في بعض الإصدارات الأمر الذي جعل العديد من المؤسسات المصدرة للصكوك الإسلامية تلجأ إلى مؤسسات التصنيف الائتماني الدولية للحصول على تصنيف ائتماني و ذلك لتقليل المخاطر و المخاوف من عدم الاكتتاب في بعض الإصدارات.

5. تحتاج سوق التداول إلى تنشيط من قبل الشركات و الصناديق و حتى الصناديق الحكومية ذات السيولة الضخمة لإحيائها و تنشيطها، و عادةً ما يفضل مدراء صناديق التقاعد و شركات التأمين الاستثمارات المستقرة و الطويلة الأجل التي تمثل العمود الفقري للأسواق الثانوية للسندات، و هذه الفئة لا تولِ أهمية كبيرة للأسواق الثانوية للصكوك بسبب قلة الصكوك الطويلة الأجل.

6. من بين أسباب ضعف نمو السوق الثانوية للصكوك تفضيل المؤسسات و المستثمرين الأدوات التمويلية قصيرة الأجل، مما جعل الإصدارات القصيرة و المتوسطة تهيمن على النسبة الكبرى من الإصدارات، كما يوضحه الشكل الموالي:

الشكل رقم(3-11):إجمالي الصكوك المصدرة حسب أجل إستحقاقها خلال الفترة:2001-مارس 2015



Source: Islamic Financial Service Board, Islamic Financial Service Industry, Stability Report, June 2015.

رغم أن الإصدارات القصيرة الأجل (أقل من سنة) و المتوسطة الأجل (من سنة إلى خمس سنوات) قد شكلت النسبة الأكبر بنحو 10% و 38% على التوالي من إجمالي الإصدارات خلال الفترة الممتدة من 2001 إلى غاية مارس 2015 على حساب الإصدارات الطويلة الأجل و التي شهدت نمواً ملحوظاً خلال نفس الفترة في بعض الدول مما انعكس ايجابياً على السوق الثانوية للإصدارات، لتبلغ حصة الإصدارات التي تتراوح ما بين ستة و عشر سنوات حوالي 27% من الإصدارات القائمة، كما ارتفعت حصة الصكوك التي تزيد فترة استحقاقها على إحدى عشرة سنة إلى 25%، و هو ما يساهم في تدعيم نمو و تطور الأسواق الثانوية للصكوك.

7. عدم وجود سماسرة و صناع سوق مختصين في تقديم عروض و طلبات مستمرة، بالإضافة إلى عدم توفر المناخ التشريعي الذي ينظم عمل هذه الإصدارات و يوحدها و خاصة بالنسبة للاختلافات الشرعية التي تظهر من وقت لآخر حول شرعية بعض الصكوك.

8. تفتقر الصكوك الإسلامية لمؤسسات البنية التحتية المساندة مثل أنظمة التداول و التسوية، و مؤسسات تقييم الإصدارات و مراقبة أدائها، و معايير محاسبة و مراجعة قياسية.

المطلب الثاني: مرتكزات تطوير الصكوك الإسلامية

ساهمت الأزمة المالية العالمية في تعزيز الثقة بقوة في النموذج المالي الإسلامي و قدرته على الاستدامة، حيث أظهرت تلك الأزمة قدرة هذا القطاع بعيداً عن أزمات الأسواق العالمية، حيث يتوقع أن يكون هناك إقبال كبير خلال المرحلة المقبلة على الصكوك الإسلامية ليس فقط في السوق المحلية أو في البلدان الإسلامية، بل حتى في الدول الغربية، مما يحتم ضرورة تطويرها و ابتكارها حتى تتوافق مع متطلبات المرحلة المقبلة، و ذلك من خلال توفر المرتكزات التالية[1]:

أولا: التوثيق و الإفصاح للمعلومات و الرقابة

و ذلك لضمان الإلتزام بالضوابط الشرعية في المعاملات التي تتأسس على علاقات صحيحة و معلومة، حفاظاً لأموال الناس من العبث و التصرفات الفاسدة و حماية المدخر و ترشيد المستثمر، إن السوق المالي الإسلامي الذي تتداول فيه الصكوك الإسلامية لا تنظم إلا إذا تحقق فيها الإفصاح الكامل و ذلك بتوفير و نشر المعلومات و البيانات المالية، فيتخذ المدخرون قراراتهم بناء على الأوضاع الحقيقية للمؤسسات، و بذلك تقوم عملية الرقابة من واقع البيانات و المعلومات مما يعزز الجدية و الأمان.

ثانيا: توفير سوق مالية إسلامية كفؤة

العمل على إنشاء سوق مالية إسلامية تضمن تسويق المؤسسات المالية الإسلامية منتجاتها من خلالها و تأمين السيولة اللازمة لها، حيث أن هذه المؤسسات تواجه العديد من التحديات و العوائق في تسويق منتجاتها و إيجاد التمويل المناسب لها من خلال الأسواق التقليدية، فيجب أن تتميز هذه السوق بالعمق و الإتساع حتى تجد الصكوك الإسلامية مجالاً للتسييل، و دور هذه السوق يتمثل في توسيع قاعدة المتعاملين و تشجيع المستثمرين، كما تساعد على التسعير الكفء للصكوك و التخصيص الأمثل للموارد المالية، و تتيح السوق المالية تعبئة الموارد المالية عن الإصدارات العامة بدلاً من اللجوء إلى المدخرين بصفة مباشرة.

ثالثا: توفير مراكز معلومات

من الضروري توفر النظام المالي الإسلامي على مراكز للمعلومات عن الفرص الاستثمارية و ربحيتها للمستثمرين و أوضاع الشركات و السوق و الأسعار، و المنافسة و تحليلها و تقديمها إلى متخذي القرار، حيث تصدر القرارات المالية على أساس معلومات صحيحة، و هي عملية ضرورية لترشيد القرار و رفع الكفاءة.

[1] – نوال بن عمارة، **الصكوك الإسلامية و دورها في تطوير السوق المالية الإسلامية– تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية البحرين–**، مجلة الباحث، العدد 09، جامعة ورقلة، 2011، ص ص 258، 259.

رابعا: التميز في خدمة المجتمع

على المصارف الإسلامية طرح صكوك تلبي الإحتياجات التمويلية للقطاعات النفعية و الخيرية من خلال الإستفادة من الأفكار المتعلقة بالزكاة و الوقف و الصدقات في المصادر الفقهية و تطبيقها في الواقع العملي، حتى تتميز في خدمة المجتمع و تلبية حاجاته الروحية.

المطلب الثالث: سبل نجاح تجربة إصدار الصكوك الإسلامية و تنشيطها للأسواق المالية

إضافة إلى المرتكزات التي تسهم في تطوير الصكوك الإسلامية – و التي سبق الإشارة إليها –، يمكن إدراج مجموعة من المقترحات من شأنها دعم و رفع حجم إصدارات الصكوك الإسلامية المتداولة في الاسواق المالية بشكل يسهم في تطوير هذه الأسواق و تنشيطها، و منها نذكر على سبيل المثال لا الحصر:

1. تفعيل دور هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية باعتبارها هيئة مالية تعنى بشؤون العمل المصرفي الإسلامي من كل الجوانب، فباعتبارها قامت بإصدار مجموعة من معايير محاسبية للأجهزة و الأدوات المالية الإسلامية و أوضحت في ذلك العمليات الإحتياطية و متطلبات العرض و الإفصاح في القوائم المالية، و بالإضافة إلى تلك المعايير المحاسبية أصدرت أيضاً معايير شرعية و التي وصل عددها إلى غاية اليوم 41 معياراً شرعياً، و جاء في معيارها الشرعي رقم سبعة عشر(17) المتعلق بصكوك الاستثمار الذي يبين عند طرحه للأحكام و الضوابط الشرعية المتعلقة بالصكوك الإسلامية جواز إعتماد طريقة مشروعة للتحوط من مخاطر هذه الأداة و إقتراح بعض الأدوات و الطرق لإدارة مخاطرها[1]، لابد لها أن ترفق مع هذا كله مراقبة و متابعة دقيقة حتى تضمن تجسيد ما ورد في المعايير التي قدمتها بكل جوانبها المحاسبية و الشرعية بالإضافة إلى بعض ضوابط أخلاقيات الصيرفة الإسلامية[2].

[1]– للمزيد من التفاصيل أنظر: **المعايير الشرعية**، هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية، المعيار رقم (17) صكوك الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص ص 235-251.

[2]– عادل أحمد بوقري، **مخاطر صيغ التمويل التجارية الإسلامية في البنوك السعودية**، أطروحة دكتوراه في الاقتصاد الإسلامي، غير منشورة، كلية الشريعة و الدراسات الإسلامية، جامعة أم القرى، السعودية، 2005، بتصرف، ص152.

2. التدقيق في المعايير الصادرة عن مجلس الخدمات المالية الإسلامية و خاصةً تلك المتعلقة بالصكوك الإسلامية، حيث أنه و في ظل التطورات التي شهدتها صناعة الصكوك الإسلامية في الآونة الأخيرة، تسلم مجلس الخدمات المالية الإسلامية تعليقات من أرباب صناعة الصكوك و ذلك فيما يتعلق بمسائل رأس المال غير المشمولة في المعيار الثاني لمجلس الخدمات المالية الإسلامية، و خاصةً تلك التي تتعلق بأنواع الصكوك غير المشمولة في المعيار الثاني و بمنشئها و مصدرها، و عليه فقد قرر مجلس الخدمات المالية الإسلامية في جانفي 2009 إصدار معيار يبين متطلبات كفاية رأس المال للصكوك و التصكيك و الاستثمارات العقارية، و يطبق هذا المعيار فقط على المؤسسات التي تقدم خدمات مالية إسلامية بما فيها مؤسسات الخدمات المالية الإسلامية التي تستثمر في الصكوك التي أنشأتها، بحيث لابد أن يصاغ هذا المعيار بدقة توضح من خلالها الشروط التي يجب إستيفاؤها لكي يتم إلغاء مخاطر التصكيك أو الحد منها إلى أدنى ما يمكن بالإضافة إلى المعايير المتعلقة بالشفافية و المصداقية للأدوات المالية الإسلامية.
3. إيجاد الإطار القانوني و الرقابي للصكوك الإسلامية و ذلك من خلال سن الأنظمة و إنشاء هيئات رقابية شرعية تعمل على حماية حقوق حملة الصكوك، حيث لابد من منح كافة الصلاحيات اللازمة لهيئات الفتوى و الرقابة الشرعية لزيادة فعاليتها و القيام بواجبها على أكمل وجه و بحياديةٍ تامةٍ، و في هذا السياق فإنه يتعين وضع معايير خاصة لاختيار و انتقاء أعضاء الهيئة و صياغة قوانين و ضوابط أساسية لتنظيم مهنة الفتوى و الرقابة الشرعية.
4. توفير مناخ تشريعي ينظم عمل إصدار الصكوك الإسلامية و يوحدها، خاصة بالنسبة للإخفاقات الشرعية التي تظهر من وقت لآخر حول شرعية بعض الصكوك حتى لا يكون هناك تعثر لهذه الصكوك الإسلامية أو تضليل أو تساهل من قبل الشركات المصدرة لها و بالتالي يؤثر على حجم تداول و تعامل المستثمرين بها و يحدُّه.
5. من الناحية التنظيمية و التقنية، لابد من استحداث و انشاء مؤسسات البنية التحتية المساندة لعمل سوق الصكوك الإسلامية مثل: أنظمة التداول و التسوية، مؤسسات تقييم الإصدارات و مراقبة أدائها، معايير المحاسبة و المراجعة القياسية الأمر الذي يجعل من عملية إصدار الصكوك الإسلامية و تداولها في الأسواق المالية أمر منظماً، واضحاً و دقيقاً لكل من يرغب الاستثمار بها سواءً كانوا مؤسسات مالية، شركات، حكومات، أو أفراد.

6. تتطلب طبيعة الصكوك الإسلامية عموماً نموذج تقييم و تصنيف مختلف ما يتطلب من شركات التقييم و التصنيف تطوير نماذج جديدة لتقييم حسن إدارة الأموال(الكفاءة الاقتصادية)، و ليس فقط الجدارة الائتمانية للشركة المتمولة، إضافة إلى إدخال معايير التوافق مع الشريعة الإسلامية ضمن معاييرها لتصنيف الصكوك الإسلامية.
7. لا يزال الدور الريادي في إصدار الصكوك الإسلامية للبنوك الأجنبية، مع قلة عدد البنوك الاستثمارية الإسلامية المشاركة فيها، بسبب عدم توافر الموارد البشرية المؤهلة ما يتطلب تأهيل متخصصين و مهنيين متميزين بالمعرفة و المهارات الأساسية و الرؤية الشرعية ما يستدعي ضرورة إنشاء معاهد تعليمية و مراكز تدريب و عقد مؤتمرات و حلقات نقاش لتقدم لهم برامج أكاديمية معتمدة تمكنهم من المنافسة في سوق إصدار الصكوك الإسلامية و تداولها.

خلاصة الفصل:

من خلال دراستنا لهذا الفصل تبين أن الصكوك الإسلامية تعد من أهم الأدوات المالية الإسلامية التي تعمل على تنشيط و تطوير الأسواق المالية، ذلك أن تطور حجم إصداراتها كماً و نوعاً و الذي شهدته الفترة الأخيرة من جانفي 2001 و إلى غاية مارس 2015 سواء من حيث عملاتها أو الدول المصدرة لها أو حسب أنواعها أو حسب السوق المصدرة فيه محليةً كانت أم دولية كل ذلك كان من شأنه أن يعزز جانب العرض في الأسواق المالية و يوسع قاعدة المؤسسات المشتركة في هذه الأسواق بالإضافة إلى إدراجه لمؤسسات مالية جديدة تعنى بعمليات إصدار الصكوك الإسلامية و المحافظة على حقوق مالكيها،

حيث أن للصكوك الإسلامية جملة من الأدوار و الآليات التي من شأنها العمل على تنشيط الأسواق المالية و ذلك من خلال الزيادة من معدلات رسملة الأسواق المالية و كذا الرفع من كفاءتها، بالإضافة إلى أدوار أخرى متعلقة عموماً بتوفير الشفافية و دعم بنية المعلومات في الأسواق المالية و كذا الجمع بين المصداقية الشرعية و الكفاءة الاقتصادية، و كذا دور الصكوك الإسلامية في تمويل التنمية الاقتصادية.

إلا أنه و رغم الانتشار الواسع الذي تشهده الصكوك الإسلامية إلا أنها في ذلك فهي تواجه جملة من التحديات التشريعية و القانونية و السياسية و التكنولوجية و غيرها، الأمر الذي تطلب على القائمين عليها البحث عن السبل الكفيلة التي تضمن عدم زعزعة استقرارها و تفعيل دورها أكثر في تنشيط الأسواق المالية من خلال العمل على ضرورة تبني هيئات و وزارات و مؤسسات حكومية عُليا في الدولة لإصدار هذه الصكوك و ذلك بتشكيل لجنة عُليا تكون من مهامها دراسة كل ما يتعلق بإصدار الصكوك و تسهيل مهمة هذه الإصدارات، و كذا توسيع الإدراج المزدوج للصكوك لتوسيع انتشارها في مختلف الأسواق الثانوية خاصةً فيما بين الدول الإسلامية، و قبل كل ذلك لابد من العمل على نشر الوعي و الدعاية اللازمة للصكوك الإسلامية حتى تلقى طلباً و قبولاً من طرف مختلف المستثمرين في الأسواق المالية الأمر الذي يضمن تطور نشاطها في هذه الأسواق بالشكل الذي يساهم في تنشيط و تفعيل الأسواق المالية.

الفصل الرابع:

دراسة تجارب دولية للصكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية

لقد كان من آثار الأزمة المالية العالمية سنة 2008 قيام مجموعة من المؤسسات المالية و الاقتصادية باعتماد الصيغ و الأساليب اللازمة للقيام بأعمالها وفقاً للشريعة الإسلامية، و لما كان لسوق الأوراق المالية من مكانة بالغة الأهمية في عالم المال و الاقتصاد، قامت عدد من الدول الإسلامية و العربية و حتى الغربية بإدراج صيغ و أساليب لأدوات مالية قائمة على ضوابط و قواعد الشريعة الإسلامية، و من أبرز هذه الأدوات المالية الإسلامية هي الصكوك الإسلامية و التي عرفت قفزة نوعية و كمية خلال النصف الثاني من القرن الماضي، حيث لوحظ إقبال عدد واسع من المستثمرين للتعامل بها في أسواق الأوراق المالية في مختلف دول العالم، و هذا التهافت و الإقبال الكبير عليها يرجع إلى الخصائص التي تتميز بها، ففضلاً عن كونها أداة مالية يتم إصدارها و تداولها وفقاً لأحكام و قواعد الشريعة الإسلامية، فهي تمثل سياسة و آلية فعالة لتفعيل أسواق الأوراق المالية و زيادة نشاطها و تداولاتها، فالصكوك الإسلامية و بأنواعها المختلفة تساهم في رسملة سوق الأوراق المالية و ترفع من كفاءتها، بالإضافة إلى أنها تساهم في تطوير جانب العرض في سوق الأوراق المالية و كذا إدراج مؤسسات مالية جديدة بها.

و نحاول من خلال هذا الفصل عرض تجارب لأهم الدول التي عرفت فيها صناعة الصكوك الإسلامية رواجا كبيراً و نجاحاً واضحاً، حيث ساهمت هذه الصكوك في زيادة معدلات التداول في أسواقها المالية و عملت على تنشيطها و تطويرها لتصبح تجارب ناجحة تستفيد منها كل الدول في العالم، و ذلك وفق التحليل الموالي:

المبحث الأول: دراسة و تحليل التجربة الماليزية

المبحث الثاني: دراسة و تحليل تجربة الإمارات العربية

المبحث الثالث: دراسة و تحليل تجربة السودان

المبحث الرابع: دراسة و تحليل تجربة الدول الغربية

المبحث الأول:
دراسة و تحليل التجربة الماليزية

تحتل ماليزيا المرتبة الأولى من حيث إصدار الصكوك الإسلامية، حيث أصدرت العديد من الصكوك الإسلامية كماً و نوعاً، كما تعتبر عضواً في الكثير من مؤسسات البنية التحتية للصناعة المالية الإسلامية بكوالالمبور، و هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بالبحرين، و سنحاول من خلال هذا المبحث تحليل دور الصكوك الإسلامية الموافق إصدارها من قبل هيئة الأوراق المالية الماليزية و كيف يمكن لها تنشيط سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية و تفعيل التداول به.

المطلب الأول: لمحة عامة عن سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا

تعد سوق الأوراق المالية الماليزية من أهم أقسام البورصة الماليزية، حيث عرفت تطوراً ملحوظاً في السنوات القليلة الماضية و ذلك بتشجيع من الحكومة الماليزية التي عملت على النهوض بهذا القسم حتى يؤدي الدور المنوط له و المتمثل في توفير الأدوات و المعاملات التي تتماشى مع مبادئ الشريعة الإسلامية، حتى تلبي طلبات الأفراد و المتعاملين في سوق رأس المال الماليزي، و فيما يلي لمحة عامة حول سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية.

أولا: ماهية سوق الأوراق المالية الاسلامية الماليزية

ساهم وجود القطاع المصرفي الإسلامي في ماليزيا لظهور و تعزيز إنشاء أدوات التمويل الإسلامي، مما ساعد في تعزيز و تطوير صناعة البنية التحتية للمؤسسات المالية الإسلامية الماليزية، فكان إنشاء لسوق الأوراق المالية الإسلامية حتمياً حتى يواكب هذا النمو للصناعة المالية الإسلامية، و فيما يلي سنتطرق إلى تعريف سوق الأوراق المالية الماليزية، نشأتها و أهميتها.

أ/ تعريف سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا:

عرفت هيئة الأوراق المالية الماليزية سوق رأس المال الإسلامي "بأنه السوق الذي تتوفر فيه فرص الاستثمار والتمويل متوسط وطويل الأجل المتوافقة تماما مع إحكام الشريعة الإسلامية والخالية من الأنشطة المحرمة شرعا كالتعامل بالربا، المقامرة وبيوع الغرر و غيرها، أي سوق مالي تتوفر فيه فرص تمويل الأنشطة الاقتصادية المختلفة، ولتجميع الموارد المالية والاستثمارية المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية[1]، و لضمان التزام أنشطة سوق رأس المال الإسلامي بمبادئ الشريعة الإسلامية، تخضع أنشطة السوق لرقابة وإشراف

[1]- هيئة الأوراق المالية الماليزية، التقرير السنوي 2004، ص 45.

المستشارين الشرعيين والخبراء المتخصصين في مجال المعاملات الشرعية، وخاصة ما يتعلق بالمعاملات المالية وهذا ما يعزز الثقة بين السوق والمستثمرين[1].

و تعد اليوم سوق الأوراق المالية الاسلامية الماليزية من أهم أقسام البورصة الماليزية، لما تمثله من قيمة بورصية، إذ تعد البورصة الأولى عالميا من حيث القيمة السوقية للصكوك المدرجة بها و تقدر بأكثر من 21 مليار دولار و هذا بتاريخ 2010/08/30 [2]، و هي تلعب دورا هاما في دعم النمو الاقتصادي لماليزيا، إذ تعتبر سوق الأوراق المالية الاسلامية جزءاً هاماً مكملاً لنظام الصيرفة الإسلامية و ما يزيد في عمق و إتساع للسوق المالية الماليزية، و ما تقدمه من منتجات إسلامية متاحة للاستثمار ذات جاذبية للمتعاملين المسلمين.

ب/ نشأة سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا:

كانت البداية الحقيقية لتطوير نظام العمل المصرفي الإسلامي في ماليزيا سنة 1983 مع إصدار قانون العمل المصرفي الإسلامي وتم بموجبه استحداث مجموعة من الخدمات والمنتجات المصرفية وفق المبادئ الشريعة الإسلامية[3]، تبعه إنشاء أول بنك إسلامي ماليزي وهو بنك ماليزيا برهارد الذي بدا عملياته في 01 جويلية 1983، بالإضافة إلى إطلاق مشروع نظام العمليات المصرفية دون فوائد الذي انطلق العمل به في 04 مارس1993[4].

أما التطور الحقيقي لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا فيعود إلى أوائل التسعينيات من القرن الماضي عندما قامت الشركة (Shall Mdn.Sdn.Bhd) بإصدار وطرح الصكوك الإسلامية للتداول لأول مرة في السوق المحلي في 1990، و قد تبع ذلك عدة اصدارات من الأدوات المالية الاسلامية الأخرى، مما أدى إلى تعميق وترسيخ العمل بالأدوات المالية الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا واتساعه.

---

[1]- سمور طه خليل نبيل، **سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق "دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا"**، جامعة غزة الإسلامية، 2007، ص98.

[2] - Malaysian Business Magazine, bursa's sukuk coup, Malaysia, 16/09/2010.

[3]- سحاسورياني صقر الدين، **سوق رأس المال في ماليزيا ودور الرقابة الشرعية في معاملاته**، مذكرة ماجستير، جامعة اليرموك، 2007.ص 38.

[4]- أسامة محمد أحمد الفزلي، **تقييم التجربة الماليزية في إقامة أول سوق نقدي إسلامي**، مجلة المال والصناعة، العدد السابع عشر، 1999، ص24.

و مع بداية تأسيس هذا السوق، ظهرت تساؤلات عن مدى التزام هذا الأخير بالأحكام الشرعية، مما دفع وزارة المالية الماليزية وهيئة الأوراق المالية إلى اتخاذ إجراءات معينة ومنها تشكيل قسم سوق رأس المال الإسلامي في عام 1994 (و الذي يعبر عن الجهة الإدارية لهيئة الأوراق المالية الماليزية فيما تتعلق بسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا)، بالإضافة للجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية في أواخر عام 1994، وبعد عام تحولت إلى اللجنة الاستشارية الشرعية.

وتعد هذه الإجراءات والتطورات خطوة جوهرية في بناء وتنظيم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، حيث تخضع لرقابة اللجنة الاستشارية بالتعاون مع الجهة الإدارية لهيئة الأوراق المالية الماليزية، و من بين العوامل التي زادت في نمو و تطور هذه السوق نذكر:

- نمو الصناديق المالية الاسلامية، و زيادة حجم سوق الأسهم المالية المتداولة، بالإضافة إلى استحداث لمنتجات مبتكرة مثل الأدوات التمويلية كالصكوك الاسلامية.
- ظهور لمؤسسات جديدة، مثل مؤسسات التصنيف و مؤسسات لوضع المؤشرات المتوافقة مع منتجات سوق الأوراق المالية الاسلامية، و توحيد المعايير الشرعية للمنتجات و آلية الرقابة عليها.
- تقديم سوق رأس المال الإسلامي على مستوى المحلي والدولي من خلال الندوات والدورات وغيرها من الأساليب التي تعطي صورة كاملة عن هذا السوق.

ج/ أهمية سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا:

تتعدد أهمية سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا والتي نوجزها في النقاط التالية:

1- توفير الفرص الاستثمارية والأدوات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية: تتيح سوق الأوراق المالية الإسلامية فرصة الاستثمارات الممتازة للمستثمرين المسلمين في القطاعات التي لا تتعامل بالمحرمات، وكما رأينا تشرف على رقابة هذه الأنشطة لجنة شرعية تسهر على ضمان مطابقة أنشطة هذا السوق للأحكام الشرعية الإسلامية وهذا ما يعزز ثقة المستثمرين بالسوق، بالإضافة أنه يتيح للجهات المصدرة إصدار الأدوات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية خاصة الأسهم والصكوك الإسلامية القابلة للتداول.

2- الرقابة على المعاملات في السوق: أصبحت هيئة الأوراق المالية الجهة الرقابية الرئيسية، وهي المسؤولة عن تطوير وتدعيم سوق رأس المال على المستوى المحلى والدولي، وبذلك طرحت الهيئة هدفا لجعل ماليزيا مركزا دوليا لسوق رأس المال الإسلامي، ولتحقيق هذا الهدف عملت على جذب المستثمرين الأجانب من خلال الترويج للأدوات المالية الإسلامية وذلك بمساعدة اللجنة الاستشارية.

3- تمويل الاقتصاد الماليزي وتطويره: نلاحظ من خلال الجدول أدناه (الجدول رقم (4-1)) سيطرة السوق المالي الإسلامي في تمويل القطاع العام والخاص في ماليزيا من خلال جميع الأدوات المالية خاصة الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية التي فاقت في جميع سنوات الدراسة 71٪، ويعزز هذا الطرح مساهمة سوق المال الإسلامي في أكثر من 50٪ من رسملة السوق ككل في فترة الدراسة، وهذا يدل على دعم هذا السوق للتنمية الاقتصادية الماليزية والناتج المحلي الإجمالي، وذلك من خلال تعبئة المدخرات وتوجيهها في استثمارات نافعة ومتوافقة مع الشريعة الإسلامية، أي أن هناك أهمية اقتصادية كبيرة لسوق المال الإسلامي في ماليزيا، كل هذا أدى إلى تدعيم النظام المالي الإسلامي في ماليزيا، وجعلها سوقا ماليا إسلاميا دوليا بجذب رؤوس الأموال الأجنبية خاصة في الدول الإسلامية.

الجدول رقم (4-1): تطور نسب عدد الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية رسملة السوق الإسلامية في ماليزيا خلال الفترة (2005-2013)

السنوات	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
عدد الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية من إجمالي الأسهم(٪)	85	86.1	86	87	88	88	89	89	71
رسملة السوق المالية الإسلامية من إجمالي السوق	63.28	64.56	63.7	64.2	63.8	59.3	63	64.28	60.49

Source: Securities commissions, annuel report (2008, 2010, 2012, 2013).

ثانيا: مكونات سوق الأوراق المالية الاسلامية الماليزية و أدواتها

أ/ مكونات سوق الأوراق المالية الاسلامية الماليزية : يمكن تقسيم سوق الأوراق المالية الاسلامية الماليزية إلى[1]:

1- **سوق السلع:** و يتداول فيها جميع السلع التي يتاجر فيها وفق الأحكام الشرعية، و هذا من أجل تسهيل المعاملات التجارية و المالية و كذلك عمليات الاستثمار.

2- **سوق الأسهم الاسلامية:** و يتم تداول فيه جميع الأسهم المتوافقة مع مبادئ الشريعة الاسلامية، و التي تم الموافقة عليها من طرف اللجنة الاستشارية الشرعية، و توفر فيها للمعايير و الخصائص المحدودة من قبلها، و هي ما تمثله من 88% من اجمالي الأسهم المدرجة في البورصة الماليزية، أو ما نسبته 64% من القيمة السوقية للبورصة، و هذا حتى 31 ديسمبر 2010.

3- **سوق الصكوك:** و هي من أهم أقسام السوق الاسلامية للأوراق المالية، و هذا لكونها تصدر بالعملة المحلية أو بالعملات الأجنبية، مصدرة من قبل هيئات محلية أو دولية، مقيدة أو غير مقيدة، و يتم طلب تسجيل الصكوك الجديدة لدى البورصة الماليزية.

ب/ أدوات سوق الأوراق المالية الاسلامية الماليزية

يتم تداول في سوق الأوراق المالية الاسلامية الماليزية جملة من الأدوات المالية، يمكن حصرها فيمايلي:

1- **أدوات الملكية الاسلامية:** تتمثل في ابتكار العديد من الأدوات و ذات تنافسية من الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الاسلامية، و ما يتعلق بشهادات حق الشراء من الأسهم الجديدة و وحدات صناديق الاستثمار و صناديق الاستثمار المالي العقاري و صناديق التبادل التجاري، و التي يتم اصدارها من طرف الشركات التي تم تصنيف أوراقها المالية على أنها متوافقة مع أحكام الشريعة الاسلامية من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية، ما يسمح للمستثمرين في تنويع محفظة استثماراتهم في مختلف القطاعات الاقتصادية.

[1] - Bursa Malaysia, Islamic Capital Market, on line avaible at : http://www.bursamalaysia.com/miss/islamic_markets_brochure.pdf 10/09/2013.

2- **الصكوك الاسلامية:** تعد التجربة الماليزية السباقة لإصدار الصكوك الاسلامية، و يتم اصدارها من طرف الشركات الخاصة و تخضع لرقابة اللجنة، أما الصكوك الاسلامية الحكومية فتخضع لرقابة البنك المركزي الماليزي.

3- **الأدوات المالية الاسلامية المركبة:** و هي تلك الأدوات الاسلامية المبتكرة و التي تتوافق و أحكام الشريعة الاسلامية، و هذا حتى يتمكن المتعاملين من حماية رؤوس أموالهم و أدوات استثمارية تعتمد على الأصول، أو في معاملات ذات علاقة بالسلع.

ثالثا: عمليات السوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا:

وهي ثلاث عمليات نوضحها فيما يلي[1]:

أ/العمليات العاجلة: وهي العمليات التي يتم فيها تسليم الأوراق المالية المباعة، وتسلم الثمن إثناء العقد أو بعده مباشرة، ومن أهم أنواعها:

1- **الشراء بكامل الثمن:** ويقصد به قيام البائع ببيع الأصل الذي يملكه للمشتري ويدفع له المشتري الثمن كاملا وفورا قبل إن يتفرقا من المجلس، وقد يتأخر التسليم ثلاثة أيام أو أكثر.

2- **البيع على المكشوف:** وتتمثل هذه العملية في اقتراض مستثمر أوراق مالية وبيعها قبل تملكها عن طريق السماسرة، ثم إعادة شراء نفس الأوراق أو أخرى تماثلها في الكم والنوع وإعادتها إلى المقرض، وقد بررت اللجنة الاستشارية الشرعية للهيئة جواز هذه العمليات بما يلي:

- تحقيق المصلحة العامة.
- توفير السيولة للسوق.
- إن إقراض الأسهم يتوافق مع مفهوم الإجارة.

وقد تم التعامل بالبيع على المكشوف وفق نظام إقراض واقتراض الأوراق المالية لأول مرة في نهاية سنة 1995، ولكن علقت في إعقاب أزمة 1997، وأجريت عليها بعد ذلك دراسات مكثفة وقررت اللجنة الاستشارية جوازها في عام 2006 شرط الخضوع لقواعد الإقراض و الإقتراض، و يلاحظ أن عملية البيع على المكشوف في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا لا تختلف كثيرا عن ما هو معمول به في سوق الأوراق المالية التقليدية أو الوضعية.

[1]- سعيدة حرفوش، **سوق الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق–دراسة حالة سوق ماليزيا**، رسالة ماجستير، جامعة المدية، الجزائر، 2009، ص 194.

ب/ المشتقات المالية: هناك نوعين من العقود المستعملة المتوافقة مع الأحكام الشرعية الإسلامية من أصل تسعة عقود في سوق المشتقات المالية الماليزية وهما المستقبليات لزيت النخيل الخام التي اقر بجوازها في سنة 1997، وأيضا عقود الأسهم الواحدة التي أقرت شرعيتها في أفريل 2006 من قبل الجنة الاستشارية الشرعية، وكانت أهم حججها ما يلي[1]:

1- عقود المستقبليات على السلع والأسهم لا تتضمن عنصر الربا المحرمة شرعا.

2- عقود المستقبليات على السلع ليست من بيع ما ليس عند المتعاملين لان السلعة في الحقيقة موجودة في المخازن كما حددتها البورصة في ماليزيا إلى غير ذلك من الحجج.

وتجدر الإشارة إلى إن عقود الخيار اعتبرتها اللجنة الاستشارية الشرعية غير جائزة ولا يتم التعامل بها في سوق المشتقات المالية الإسلامية.

ج/ المؤشرات الإسلامية: ويوجد نوعان من المؤشرات الإسلامية في سوق الأوراق المالية الاسلامية بماليزيا وهما:

1- **المؤشر الإسلامي لرشيد حسين المحدودة داو جونز:** "رشيد حسين المحدودة" هو أحد البنوك المشهورة في ماليزيا، وتم طرح هذا المؤشر في سنة 1996، وأصبح خاضعا لرقابة اللجنة الاستشارية الشرعية في 2005 ويقيس هذا المؤشر حركة الأسعار لجميع الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية المدرجة في اللوحة الرئيسية للبورصة، وتوجد في هذا المؤشر 25 شركة مدرجة فيه.

2- **المؤشر الشرعي كوالالمبور:** تم طرح هذا المؤشر في سنة 1999 لتلبية طلبات المستثمرين المحليين والأجانب الذين يريدون الاستثمار في الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، وقد قررت بجواز تداول هذه المؤشرات لان الأسهم المدرجة فيه ممثلة لشركات نشاطها جائز، وأيضا لاعتبار إن المؤشر يعبر عن كمية معلومة وسعر محدد، وبذلك ينفي عنصر الغرر والمقامرة، وترى اللجنة الشرعية بان تداول هذه المؤشرات فيه مصلحة عامة لماليزيا، وكذلك نفس الشيء بالنسبة لتداول عقود المستقبليات للمؤشرات.

[1]- نورليامت سعيد جعفر، **سوق المشتقات الماليزية –تقدير شرعي–**، رسالة ماجستير، جامعة اليرموك، الأردن، 2007، ص 194.

المطلب الثاني: صناعة الصكوك الإسلامية في ماليزيا

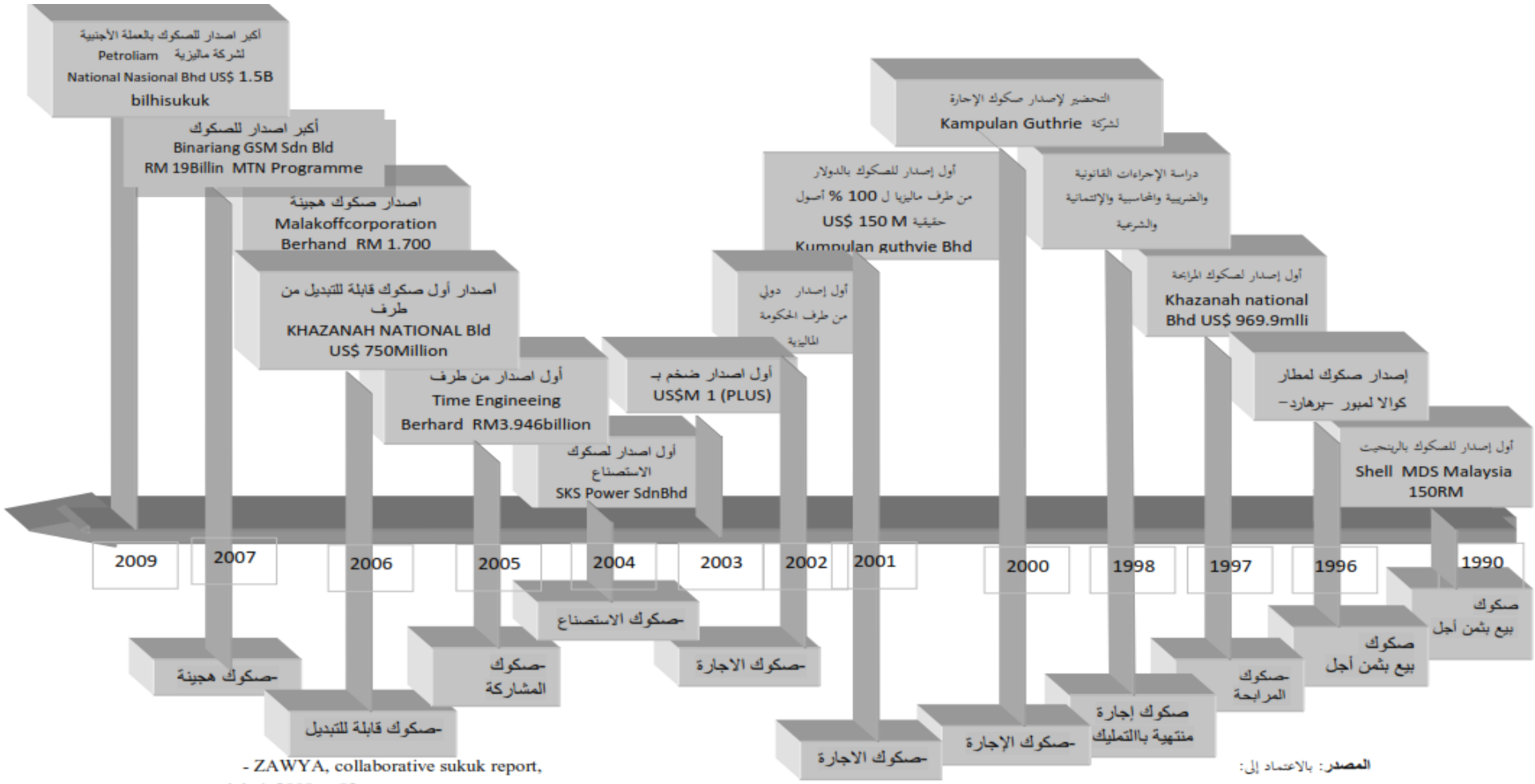
شهدت صناعة الصكوك الإسلامية في ماليزيا نمواً سريعاً و تطوراً كبيراً و ملحوظاً في السنوات الأخيرة، الأمر الذي جعل من ماليزيا دولة رائدة تربعت على المستوى العالمي على الصف الأول في إصدارات الصكوك الإسلامية، من حيث القيمة أو العدد أو العملة المحلية، مما جعلها قبلة للمستثمرين من مختلف أنحاء العالم، و زاد أهميتها كمركز للمالية الإسلامية.

أولا: تطور إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا

من خلال الاستراتيجية الموضوعة من طرف السلطات في ماليزيا، و في سبيل جعلها مركزاً دولياً للمالية الإسلامية و مركزاً لإصدار الصكوك في السوق المحلية، عرفت سوق الصكوك الماليزية عدة مراحل لتطوير سوق الأوراق المالية الماليزية، حيث كان لماليزيا السبق في عدة إصدارات للصكوك و من مختلف الأنواع و هذا بفضل ما تملكه من قدرات بشرية جعلها الرائدة في إصدار الصكوك الإسلامية، غير أنها كانت محتشمة في بداية الأمر حيث شهدت عدم إستقرار في إصدار الصكوك و هذا لحداثتها في السوق المالي الماليزي، إلا أنه سرعان ما شهدت نمواً مضطرداً من ناحية الحجم و القيمة و كذا من ناحية الأنواع المبتكرة من الصكوك خاصة بعد سنة 2001 عندما أصدرت شركة " KUMPULAN GUTHRIE Bhd " أول نوع من صكوك الإجارة بمبلغ 150 مليون دولار أمريكي[1]، و تمثل أولى الصكوك التي تم تصنيفها قبل إصدارها، و كانت مدرجة في مركز لبوان الدولي للتبادل(LFX)، و كانت هذه الصكوك من بين أولى صكوك الإجارة التي كونت إصدار ما قيمته 395 مليون دولار أمريكي، و الشكل الموالي يوضح مختلف مراحل تطور إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا:

[1]- International Islamic Financial Market, Sukuk Report : **a comprehensive study of the international Sukuk market,** first edition, Bahrain, 2010, p08.

الشكل رقم(4-1): تطور إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا



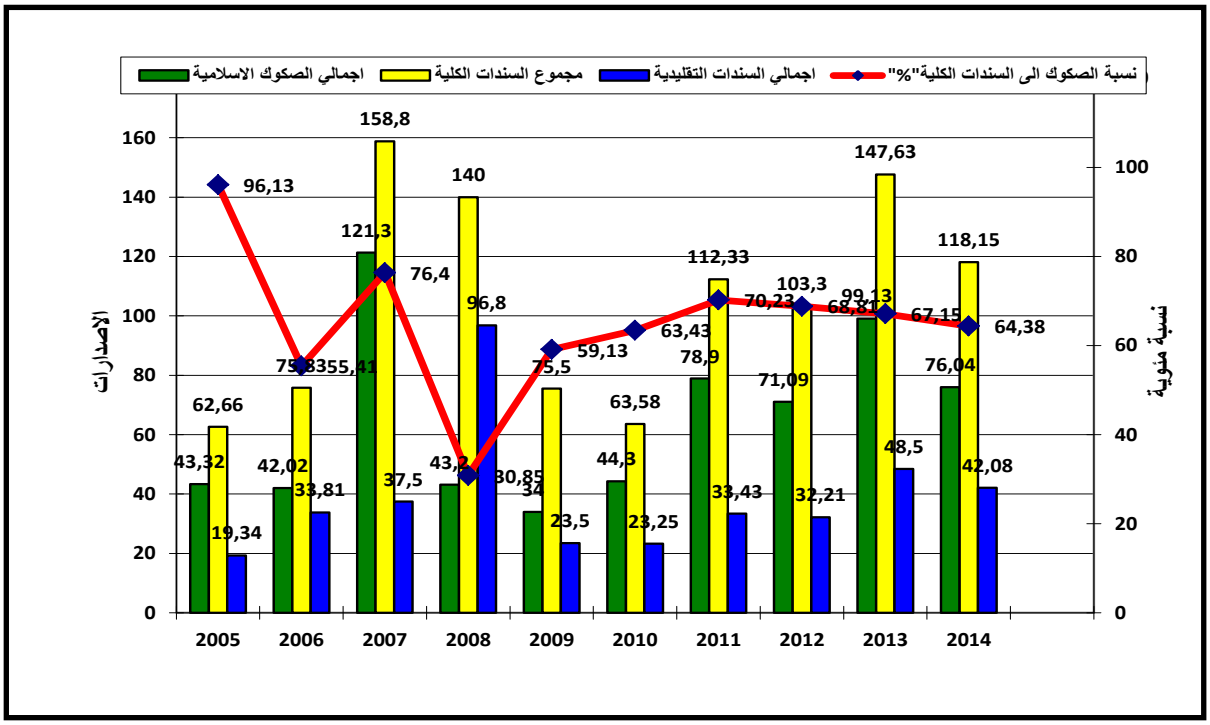
المصدر: بالاعتماد إلى:

- ZAWYA, collaborative sukuk report, dubai, 2009, p.82
-Bank nagara malaysia and securities commission, malaysian debt securities and sukuk market, Bank nagara malaysia and securities commission, malaysia, 2009, pp:136-137

ثانيا: تطور حجم إصدار الصكوك الإسلامية مقارنة بالسندات التقليدية في ماليزيا

إن هدف ماليزيا هو أن تصبح مركزاً للصناعة المالية الاسلامية في العالم، الأمر الذي جعل منها أكبر سوق إسلامي للصكوك في العالم، حيث أصدرت ثلثي مما تم إصداره من الصكوك في العالم خلال الفترة المدروسة سابقا (موضحة في الفصل الثالث)، و هذا كله تحت تشجيع السلطات الحكومية باتخاذ اجراءات تحفيزية كقرارها الإعفاء من الضريبة على الصكوك المصدرة من طرف الشركات مما زاد في إصدار الصكوك الاسلامية مقارنة بالسندات التقليدية خلال الفترة 2005-2014 ، و هذا حسب البيانات المستقاة من مختلف تقارير هيئة الأوراق المالية الماليزية، و الموقع الرسمي للبورصة المالية، كما هو مبين في الجدول في الملحق رقم(06)، و يمكن تمثيل معطيات الجدول بالرسم البياني التالي:

الشكل رقم (4-2): تطور إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية مقارنة بالسندات التقليدية في ماليزيا خلال الفترة:2005-2014



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على:

- Securities commissions, annuel report : (2005.2006.2008.2010.2012.2013.2014).

من خلال الجدول في الملحق رقم (06) و الرسم البياني، يتضح أن إصدار الصكوك الاسلامية بماليزيا في سنة 2005 كان يمثل ما نسبته 69.13% من اجمالي إصدارات السندات الكلية(السندات التقليدية و الصكوك الإسلامية)، أي ما قيمته 43.32 مليار رينجت ماليزي مقارنة بالسندات التقليدية التي بلغ حجم إصداراتها ما قيمته 19.34 مليار رينجت ماليزي، و هذا ما يوضح زيادة إهتمام ماليزيا بإصدار الصكوك الإسلامية مقارنة بالسندات التقليدية، و ذلك لتوجه عدد كبير من المستثمرين الماليزيين لتفضيلهم الصكوك الاسلامية في تمويل الاقتصاد الماليزي على حساب السندات التقليدية، و استمر حجم اصدارات الصكوك الاسلامية بماليزيا في الارتفاع ليصل ذروته سنة 2007 بما قيمته 121.3 مليار رينجت ماليزي أي ما نسبته 76.4% من إجمالي إصدارات السندات الكلية بماليزيا، و هذا راجع إلى ظهور أنواع جديدة من إصدارات الصكوك الإسلامية مثل صكوك المشاركة و صكوك الإجارة و صكوك المضاربة، مما خلف ديناميكية و حيوية في سوق الإصدار الأولي و وفر للمستثمرين أدوات جديدة للاستثمار فيها، في الوقت الذي بلغت فيه حجم إصدارات السندات التقليدية ما قيمته 37.5 مليار رينجت ماليزي فقط، و هذا راجع إلى تفضيل الحكومة و الشركات للصكوك الإسلامية على حساب السندات التقليدية و هذا لما لاقته من رواج داخل ماليزيا و خارجها، خاصة في دول الخليج العربي.

و في سنة 2008 انخفضت حجم إصدارات الصكوك الإسلامية إلى ما يعادل 43.2 مليار رينجت ماليزي، و هذا راجع إلى الآثار السلبية التي خلفتها الأزمة المالية العالمية و التي ألقت بظلالها على الاقتصاد الماليزي، مؤثرة سلبا على حجم إصدارات الصكوك الإسلامية، و لكن سرعان ما عاودت إصدارات الصكوك الإسلامية بماليزيا رواجها خلال السنوات من 2009 إلى غاية سنة 2014، حيث ارتفعت من 34 مليار رينجت ماليزي سنة 2009 إلى 76.07 مليار رينجت ماليزي سنة 2014، أي بارتفاع من نسبة 59.13% كنسبة لإصدار الصكوك الإسلامية إلى السندات الكلية إلى نسبة 64.38% على التوالي، و هذا راجع إلى أن هذه الفترة تميزت بسيطرة صكوك المشاركة، صكوك المرابحة، صكوك الاجارة و الصكوك المختلطة لأنها كانت تلقى القبول العام في داخل و خارج ماليزيا، بالإضافة الى وجود سوق أوراق مالية إسلامية يتم فيها تداول و تسييل الصكوك إذا إقتضى الأمر، مما ساهم في زيادة الطلب على الصكوك الإسلامية مقارنة بالسندات التقليدية.

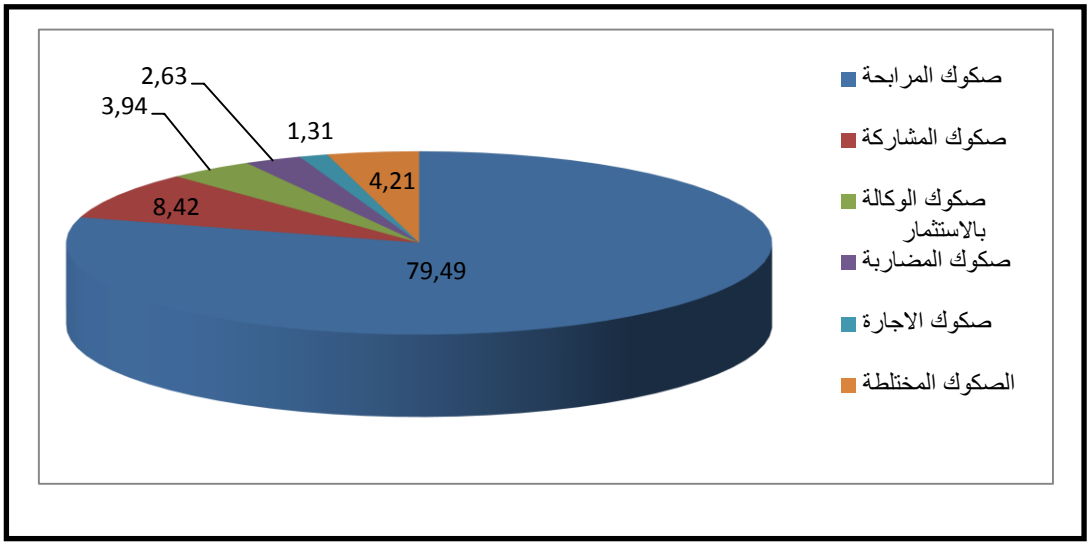
ثالثا: إجمالي إصدارات ماليزيا من الصكوك الإسلامية حسب النوع خلال سنة 2014

عرفت ماليزيا في السنوات الأخيرة نشاطا ملحوظا في إصدار أنواع مختلفة من الصكوك الإسلامية، و هذا في ظل وجود هيئة للأوراق المالية توكل لها مهمة الموافقة على الإصدارات الجديدة و مدى توافقها مع الضوابط الشرعية، الأمر الذي شجع ماليزيا على زيادة إصداراتها بأحجام كبيرة و من أنواع مختلفة.

و سنحاول التركيز على سنة 2014 لإظهار حجم إصدارات الصكوك الإسلامية حسب النوع، و ذلك بالاعتماد على تقرير هيئة الأوراق المالية الماليزية لسنة 2014، و هذا ما يوضحه الملحق رقم(07) و يجسده التمثيل البياني الموالي:

الشكل رقم(4-3): اجمالي إصدارات ماليزيا من الصكوك الإسلامية حسب النوع خلال سنة 2014

الوحدة: نسبة مئوية



المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على:

- Securities commissions of malaysia annuel report 2014, p144.

من الشكل أعلاه، نلاحظ أن ماليزيا تنوع في إصداراتها من الصكوك الإسلامية ما بين صكوك المرابحة، صكوك المشاركة، صكوك المضاربة، صكوك الاجارة، صكوك الوكالة بالاستثمار و الصكوك المختلطة، إلا أن الحصة الأكبر من إصداراتها هي صكوك المرابحة بنسبة 79.49% من إجمالي إصداراتها من الصكوك الإسلامية، و هذا راجع إلى ما يمثله هذا النوع من الصكوك الإسلامية من سهولة في الإصدار و كذا في هيكلتها، بالإضافة إلى أن إصدارات صكوك المرابحة الموجهة للاستثمار تكون عادة متوسطة أو قصيرة الأجل و تكون مدة إستحقاقها من سنة إلى خمسة سنوات.

المطلب الثالث: الصكوك الإسلامية المتداولة في سوق الأوراق المالية الماليزية

من بين أهم أنواع الصكوك الإسلامية الموافق إصدارها من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية نجد صكوك البيع بثمن آجل و صكوك المرابحة و صكوك الاستصناع و صكوك الإجارة، و هي تعتبر من قبيل عقود المداينة، و نجد أيضاً صكوك المضاربة و صكوك المشاركة و هي تبنى على عقود المشاركة، و فيما يلي استعراض لهذه الأنواع:

أولا: الصكوك الإسلامية القائمة على أساس عقد المداينة: و تقسم إلى عدة أنواع نوجزها فيمايلي:

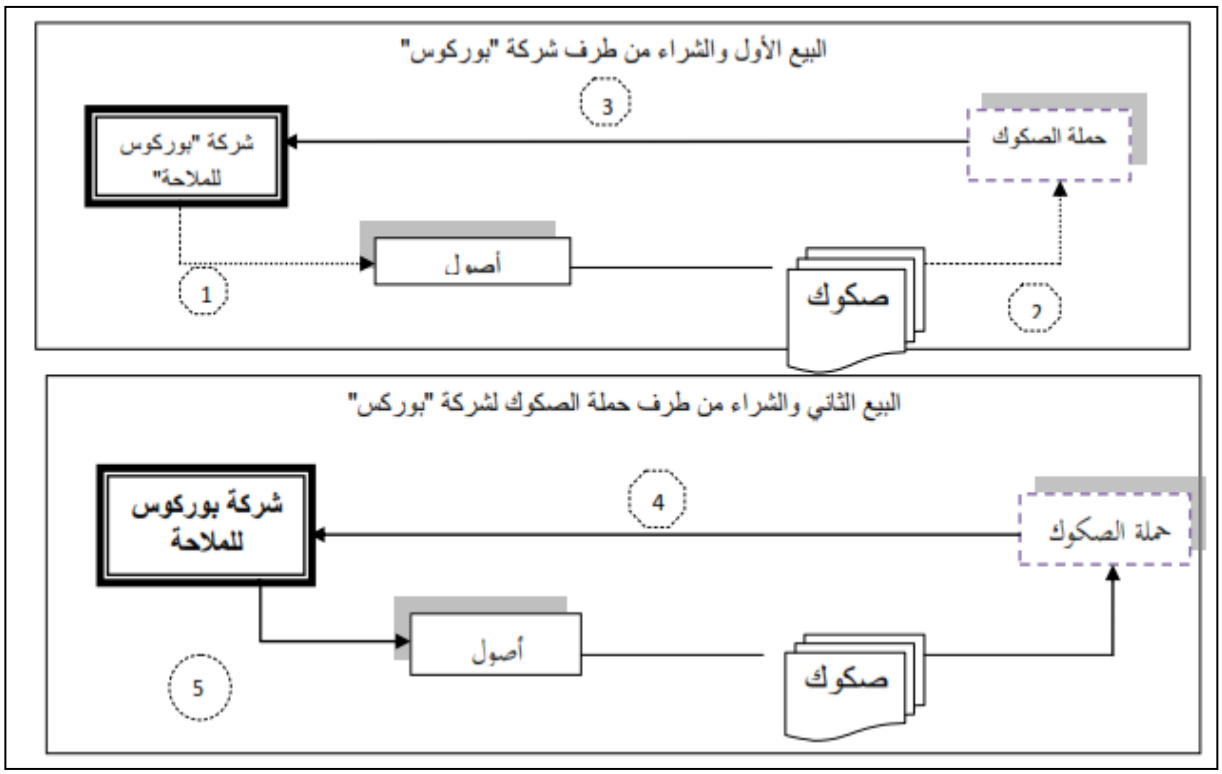
أ/ صكوك البيع بالثمن الآجل و صكوك المرابحة: معظم الصكوك الصادرة عن الشركات الخاصة في ماليزيا قائمة على عقود المداينات مثل صكوك البيع بالثمن الآجل و صكوك المرابحة، و من الناحية التطبيقية تعرف صكوك البيع بالثمن الآجل و المرابحة بأنها الوثائق أو الشهادات الممثلة لقيمة الأصول الصادرة عن جهة معينة لإثبات المديونية لجهات أخرى، و إصدارهما قائم على أساس البيع بالثمن الآجل و الذي يعرف بأنه العقد الذي يشير إلى بيع المبيع (و في هذه الحالة تشير إلى الموجودات) بثمن مؤجل و يزيد عن ثمنه نقداً و تسليمه حالاً، و وقت معلوم لدفع القيمة المتفق عليها مسبقاً بين المتعاقدين، و المرابحة تعريفها متقارب من البيع بالثمن الآجل حيث تمثل زيادة معلومة سواء أكانت منسوبة إلى رأس المال أو محددة بمبلغ معين، و يتم التسديد للشراء على دفعة واحدة أو تقسيط، و الذي سيكون محدد في الإتفاق بين المتعاقدين[1].

و الإختلاف الاساسي بين صكوك البيع بالثمن الآجل و صكوك المرابحة هي من حيث آجال الاستثمار و مدة الإستحقاق لتلك الصكوك، فصكوك البيع بالثمن الآجل هي للاستثمارات طويلة الأجل (خمس سنوات فأكثر)، أما صكوك المرابحة فهي للاستثمارات متوسطة الأجل (من سنة إلى خمس سنوات)، و قصيرة الأجل (من ثلاثة أشهر إلى السنة الواحدة).

و لتوضيح الخطوات اللازمة لإصدار صكوك البيع بالثمن الآجل و صكوك المرابحة في ماليزيا، نلخص هذه الخطوات في الشكل الموالي:

[1]- هيئة الأوراق المالية الماليزية، 2004، ص 11.

الشكل رقم(4–4): خطوات إصدار صكوك البيع بالثمن الآجل و صكوك المرابحة في ماليزيا



المصدر: بالإعتماد على:

- Kuwait Financial house research, Sukuk back on truk, Kuala lumpur, 2010,p31.

و تتم عملية إصدار صكوك البيع بالثمن الآجل و صكوك المرابحة وفق الخطوات التالية:

1) تقوم شركة بوركوس للملاحة بمعاينة الأصول التي ستحوزها من قبل حملة الصكوك (المكتتبون).
2) تقوم شركة بوركوس للملاحة بإصدار صكوك المرابحة أو البيع بالثمن الآجل و بيعها لحملة الصكوك، باعتبارها إثبات دين و تكون هذه الصكوك بالقيمة المؤجلة للصكوك.
3) يدفع حملة الصكوك ثمن الأصول نقداً لشركة بوركوس للملاحة.
4) يقوم حملة الأصول بالتعهد ببيع الأصول مرة ثانية إلى الجهة المصدرة (شركة بوركوس للملاحة) بثمن أعلى من الثمن الأول أقساطاً مؤجلة أو عبر دفعة واحدة، حسب الإتفاق المبرم مسبقاً.
5) تقوم شركة بوركوس للملاحة بإعادة شراء الصكوك المتداولة (الأصول) في السوق الثانوية بثمن البيع الأعلى.

و الملاحظ أن معظم الهياكل التي استعملت عقود البيع بثمن آجل تم إصدارها تحت صكوك المرابحة، و في الواقع يوجد نوعان من البيوع بالثمن الآجل تستعمل في ماليزيا، النوع الأول المقبول هي صكوك المرابحة المهيكلة بين ثلاثة أطراف تكون الأصول فيها تتداول من العرض إلى البائع ثم تنتقل إلى المشتري، مع زيادة نسبة من الربح معلومة بين الأطراف، أما النوع الآخر المقبول في جنوب شرق آسيا و ماليزيا بالخصوص هو البيع مع إعادة الشراء لنفس الشخص أو ما يعرف ببيع العينة، و يتم ذلك عندما يكون طرفان في العملية، تتم ببيع الأصول ثم إعادة شرائها دون دخول لطرف ثالث، و هذا لخلق دين مع وجود زيادة في ثمن الأصول المعاد شراؤها من الطرف الأول، و الفرق بين العمليتين هو الربح المحقق[1].

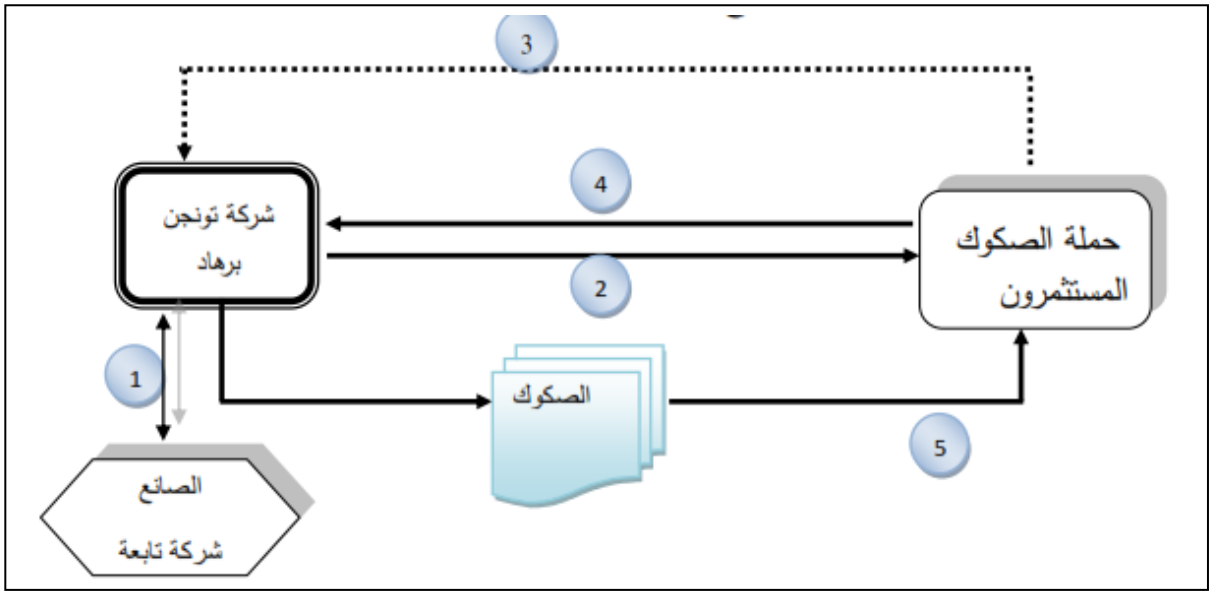
ب/ صكوك الاستصناع: تعتبر صكوك الاستصناع إحدى منتجات سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا، و تقوم على أساس التمويل بالبيوع على حق الدين، و تعرف صكوك الاستصناع حسب التجربة الماليزية بأنها الوثائق أو الشهادات التي تمثل قيمة الأصول و يتم إصدارها على أساس بيع الاستصناع لإثبات المديونية من قبل الجهة المصدرة(المستصنع) للجهة الممولة، و لا يوجد تعريف دقيق لهذه الصكوك لأن التعليمات المتعلقة بعرض الصكوك الإسلامية الصادرة من الهيئة قد ركزت على تعريف الاستصناع فقط، و عرفته بأنه عقد شراء العين حيث يطلب المشتري لشراء العين الذي سينجز في المستقبل وفقاً لمواصفات معينة تم الإتفاق بشأنها و بسعر تاريخ تسليم محددين، و في بيع الإستصناع لا يشترط الدفع المسبق عند العقد، بل يمكن تأخير الدفع أو الأقساط بحسب مراحل تصنيع المشروع الكامل، و لا يشترط في بيع الاستصناع أن يكون المستصنع هو الذي يقوم بنفسه فعلاً بتنفيذ العمل المطلوب، إذ بإمكانه أن يعهد بذلك العمل أو بجزء منه إلى جهات أخرى تنفذه تحت إشرافه و مسؤوليته[2].

[1] Adam Nathif Jama, Sukuk : **A Panacea for Convergence and Capital Market Development in OIC Countries**, paper presented at the International Conferences on Islamic Economics and Finance, Jakarta, 2005, p 32.

[2]- هيئة سوق الأوراق المالية الماليزية، 2004، ص 16.

و لتوضيح آلية إصدار صكوك الإستصناع في ماليزيا، نورد الشكل الموالي:

الشكل رقم(4-5): خطوات إصدار صكوك الإستصناع في ماليزيا



المصدر: بالإعتماد على:

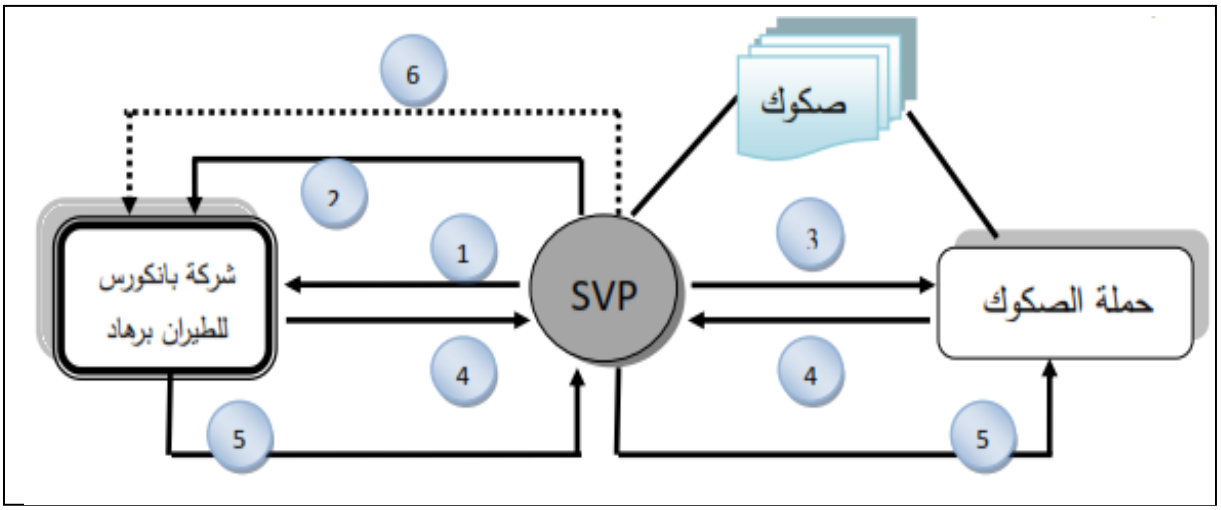
- Kuwait Financial house research, Sukuk back on truk, Kuala lumpur, 2010,p41.

و تتم إصدار هذا النوع من الصكوك كما يلي:

1) تقوم شركة تونجن برهاد الماليزية (المستصنع) بإبرام عقد الاستصناع بينها و بين المقاول (الصانع) على شيء موصوف، مثلا بناء مشروع معين(المصنوع)، و ذلك بعد الإتفاق بين شركة تونجن برهاد و حملة الصكوك، على تمويل إنجاز هذا المشروع وفق عقد الإستصناع.
2) تبيع شركة تونجن برهاد (المصنوع) إلى المستثمرين نقداً، بثمن التكلفة للحصول على تمويل لهذا المشروع.
3) يدفع المستثمرون المبلغ حالاً إلى شركة تونجن برهاد، و في هذه الحالة يدفع المستثمرون إلى المقاول نقداً ليصنع (المصنوع) نيابة عنها، و في الغالب المقاول شركة تابعة لتونجن برهاد.
4) يقوم المستثمرون بإعادة بيع الأصول (المصنوع) لشركة تونجن فوراً بالثمن الأول مع زيادة ربح معلوم يتم دفعه على دفعة واحدة أو على أقساط، بحسب مراحل تصنيع المشروع وفق بيانات يوفرها خبير بالصنعة بحسب مراحل سير الصناعة، و تكون في الغالب هذه العملية على أساس بيع المرابحة أو البيع بالثمن الآجل.
5) و لإثبات أن شركة تونجن برهاد سوف تلتزم بسداد ثمن شراء (المصنوع)، فإنها تصدر صكوك إستصناع و تسلمها إلى المستثمرين كإثبات مديونية لها على حملة الصكوك.

ج/ صكوك الإجارة: تعرف صكوك الإجارة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية بأنها صكوك ملكية الموجودات المؤجرة، و هي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك العين المؤجرة أو العين الموعود بإستئجارها، أو يصدرها وسيط مالي ينوب عن المالك، و تتيح لحاملها فرصة الحصول على دخل الإجارة و عائد رأس المال من العين المؤجرة، بالإضافة إلى تحمل مخاطر الخسارة و الضرر على العين المؤجرة، و إصدار هذه الصكوك بغرض بيعها و استفاء ثمنها من حصيلة الاكتتاب فيها، و تصبح العين مملوكة لحملة الصكوك، و قد قررت اللجنة الإستشارية الشرعية على أن صكوك الإجارة هي صكوك إسلامية مبنية على عقد الإجارة، و الشكل الموالي يوضح مراحل إصدار صكوك الإجارة.

الشكل رقم(4–6): خطوات إصدار صكوك الإجارة في ماليزيا



المصدر: بالإعتماد على:

- Kuwait Financial house research, Sukuk back on truk, Kuala lumpur, 2010,p26.

حيث يتم إصدار صكوك الإجارة وفق الخطوات التالية:

1) تبيع شركة بانكورس للطيران برهاد أصولها إلى شركة ذات الغرض الخاص التي أنشأتها خصيصاً لإصدار الصكوك.
2) تقوم شركة ذات الغرض الخاص بإعادة تأجير أصولها إلى شركة بانكورس للطيران برهاد لمدة معينة.
3) لتمويل شراء الأصول من طرف شركة ذات الغرض الخاص من شركة بانكورس للطيران برهاد تصدر صكوك إجارة لإستفاء ثمن شراء الأصول، و تمثل هذه الأصول حصة شائعة في ملكية الأصول المؤجرة.
4) يدفع المستثمرون (حملة الصكوك) لقيمة شراء الصكوك إلى شركة ذات الغرض الخاص بثمن حال للحصول على الصكوك، ليتم تسديد قيمة الأصول من طرف شركة ذات الغرض الخاص إلى شركة بانكورس للطيران برهاد.

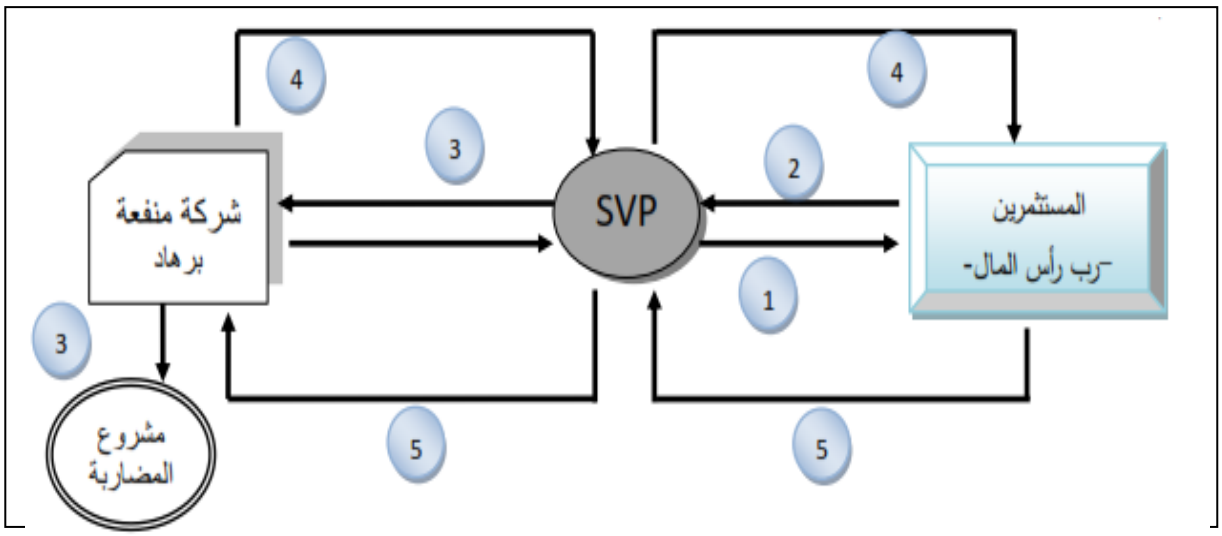
5) تدفع شركة بانكورس للطيران برهاد للإيجار دورياً لشركة الغرض الخاص بحسب عقد الإيجار، ليتم توزيع حصيلة الإيجار على حملة الصكوك دورياً.

6) في تاريخ الإستحقاق تقوم شركة ذات الغرض الخاص بإعادة بيع تلك الأصول إلى شركة بانكورس للطيران برهاد، حسب القيمة الأصلية (القيمة الإسمية لصكوك الإجارة المصدرة)، و من حصيلة بيع الأصول حيث يتم إستخدام الحصيلة لإستفاء القيمة الإسمية التي هي بحوزة المستثمرين(من حملة الصكوك).

ثانيا: الصكوك الإسلامية القائمة على أساس عقد المشاركة

أ/ صكوك المضاربة: تعرف صكوك المضاربة حسب هيئة الاوراق المالية الماليزية على أنها عبارة عن وثائق متساوية القيمة تثبت ملكية هذه الوثائق الغير مجزئة من طرف حاملها لنسبة معينة من أصول مشروع المضاربة، و اعتمدت في ذلك على تعريف عقد المضاربة المعروف في عقود الاستثمار، و يتم إصدار صكوك المضاربة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية وفق الشكل الموالي:

الشكل رقم(4-7): خطوات إصدار صكوك المضاربة في ماليزيا



المصدر: بالإعتماد على:

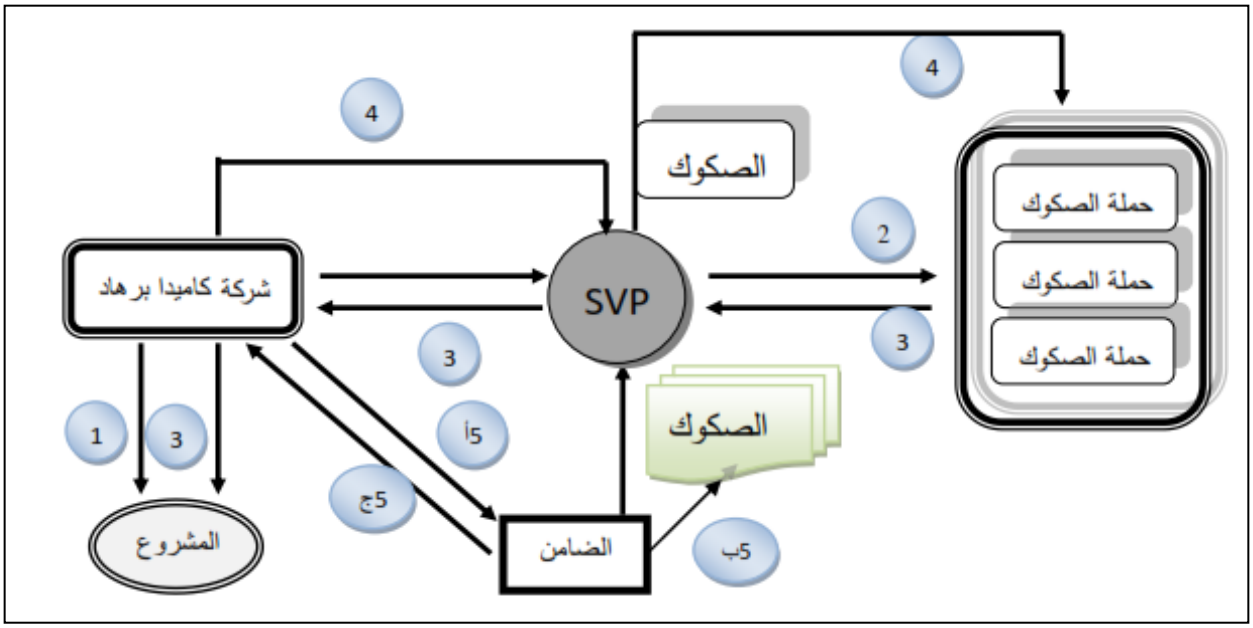
-Kuwait Financial house research, Sukuk back on truk, Kuala lumpur, 2010,p.38

حيث يتم إصدار صكوك المضاربة وفق الخطوات التالية:

1) تقوم شركة منفعة برهاد بإصدار صكوك المضاربة عن طريق شركة ذات الغرض الخاص.
2) يقوم المستثمرون بدفع مساهماتهم من رأسمال بصفتهم رب المال، في عملية المضاربة و الحصول بالمقابل على الصكوك كإثبات لهم.
3) تقوم شركة ذات الغرض الخاص كمدير للمشروع بالمضاربة بهذا المال، فتصبح بذلك رب المال الثاني مع شركة منفعة برهاد كمضارب ثاني من أجل تنفيذ المشروع.
4) بعد انتهاء المشروع تقوم شركة منفعة برهاد المنفذة للمشروع (المضارب الثاني) بتقسيم أرباح المشروع مع إدارة المشروع شركة ذات الغرض الخاص (المضارب الأول)، ثم تقوم هذه الاخيرة بتقسيم الأرباح بينها و بين حملة صكوك المضاربة بحسب النسب المتفق عليها.
5) تقوم إدارة المشروع باسترجاع صكوك المضاربة بعد دفع قيمتها لحملتها.

ب/ صكوك المشاركة: جاء تعريف صكوك المشاركة حسب هيئة الاوراق المالية الماليزية على أنها عبارة عن وثائق متساوية القيمة تثبت ملكية هذه الوثائق الغير مجزئة من طرف حاملها لنسبة من أصول مشروع المشاركة، و اعتمدت في ذلك على تعريف عقد المشاركة المعروف في عقود الاستثمار، و تمر عملية إصدار صكوك المشاركة على عدة مراحل كما هو مبين في الشكل الموالي:

الشكل رقم (4-8): خطوات إصدار صكوك المشاركة في ماليزيا



المصدر: بالإعتماد على:

-Kuwait Financial house research, Sukuk back on truk, Kuala lumpur, 2010,p36.

حيث يتم إصدار صكوك المشاركة حسب الخطوات التالية:

1) تقوم شركة كاميدا برهاد بإبرام عقد بينها و بين شركة ثانية (غالبة تابعة لها) من أجل إقامة مشروع معين.
2) تصدر شركة كاميدا برهاد صكوك عن طريق شركة ذات الغرض الخاص و يتم شراؤها من قبل المشاركون(حملة الصكوك).
3) يدفع المشاركون لحصتهم الممثلة في قيمة صكوك المشاركة شركة ذات الغرض الخاص و بدورها لشركة كاميدا برهاد للبدأ في انجاز المشروع.
4) في نهاية كل فترة دورية شهر أو سنة، تدفع شركة كاميدا برهاد لأرباح المشروع المحققة أو المحسوبة حسب النسبة المتفق عليها مسبقاً للمشاركين في المشروع.
5) في نهاية المدة و انجاز المشروع، يعمل الضامن على نقل ملكية الصكوك من المشاركين إلى شركة كاميدا برهاد و ذلك بتحصيل قيمة الصكوك من طرف هذه الأخيرة، ثم استرجاع صكوك المشاركة مقابل قيمتها السوقية، على أن يعيد الضامن بيعها إلى شركة كاميدا برهاد و هذا حتى تضمن هذه الأخيرة عدم بيعها إلى طرف آخر غيرها.

المطلب الرابع: تحليل دور الصكوك الإسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية

بتحليل نوع الصكوك الموافق إصدارها من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية، و الموافق تداولها في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية نلاحظ أن ماليزيا إعتمدت على صيغتين من العقود في ذلك، الصكوك الإسلامية القائمة على أساس عقد المداينة و الصكوك الإسلامية القائمة على أساس عقد الشراكة، حيث شهدت هذه الصكوك الإسلامية تطوراً في حجم الإصدار و كذا تنويع في صيغ تمويلها لغرض تنشيط سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية خاصة في سنة 2007 أين بلغ حجم الإصدار ذروته بقيمة 121.3 مليار رينجت ماليزي و بصيغ تمويلية مختلفة الأمر الذي كان له بالغ الأثر في خلق ديناميكية و حيوية في سوق الإصدار الأولي و وفر للمستثمرين شريحة واسعة و متنوعة من الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية ، كما عرفت كل من صكوك البيع بالثمن الآجل و صكوك المرابحة إزدهاراً كبيراً في السنوات الأولى من العشرية الماضية، باعتبارها كانت تشكل النوعين الرئيسيين للأدوات المالية الإسلامية الممكن إصدارها في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية، و كانت تقدر بنسبة 87% و 100% في سنتي 2001 و 2002 على التوالي، حيث كان الإعتماد عليها في تنشيط سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية و ذلك لسهولة عملية تصكيك الأصول و إصدار الصكوك، الأمر الذي انعكس بالإيجاب و القبول العام من طرف السكان الماليزيين لوجود أدوات

إسلامية يمكن التداول بها في سوق الأوراق المالية، إلا أن هذه النسبة تراجعت في السنوات اللاحقة و هذا بسبب إصدار ماليزيا لتشكيلة متنوعة من الصكوك الإسلامية مثل صكوك الإستصناع سنة 2003، إلا أن نسبة صكوك البيع بالثمن الآجل و صكوك المرابحة عاودت الإرتفاع سنة 2004 لتبلغ 95% من إجمالي الإصدارت لتمثل بذلك مصدر تمويلي أساسي في عدة نشاطات استثمارية جديدة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية و إعادة هيكلة و تمويل الديون القائمة، ثم عاودت هذه النسبة في الإصدار الإنخفاض في السنوات الأخيرة من 2005 إلى سنة 2011 بسبب إصدار صكوك جديدة قائمة على أساس عقد الشراكة كصكوك المشاركة و صكوك المضاربة، إلا أن سنة 2012 شهدت عودة قوية لصكوك المرابحة بنسبة 55% من اجمالي الصكوك الموافق إصدارها، أما بالنسبة لصكوك الاستصناع فقد اشترطت هيئة الأوراق المالية الماليزية لتداول صكوك الاستصناع في السوق الثانوية في البورصة الماليزية ضرورة أن يكون هناك الضمان في العقد بين الجهة المصدرة و الجهة الممولة لذمة الدين المستقر، من الجهات المصدرة في استفاء ثمن المصنوع المصدر بموجبه صكوك الاستصناع، و لذلك يعطي الضمان لحملة الصكوك بأن الجهات المصدرة مسؤولة مسؤولية كاملة عن ذمة الدين، و عليه فقد شهدت سنة 2003 أعلى نسبة في إصدار صكوك الاستصناع بنسبة قدرت ب46.5% من إجمالي الإصدارات، و لكن الملاحظ هو انخفاض إصدارت هذا النوع من الصكوك ابتداءاً من سنة 2004 إلى غاية 2012 بسبب دخول أنواع جديدة من الصكوك الإسلامية إلى سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية، حيث قامت الحكومة الماليزية بإصدار صكوك الإجارة عن طريق شركة (Malaysian Global Sukuk) بقيمة 600 مليون دولار لتكون بذلك أول دولة في العالم تصدر صكوك إجارة سيادية دولية سنة 2002 و بموعد استحقاق سنة 2007، و لاقت هذه الصكوك القبول من المستثمرين المسلمين على المستوى العالمي، الأمر الذي زاد في نمو و ازدهار و نشاط سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية بوجود أوراق مالية جديدة قابلة للتداول على المستوى العالمي و تتيح الفرصة للإكتتاب في المزيد من الأوراق المالية الإسلامية من قبل المستثمرين بهدف تنويع استثماراتهم، كما أنه هناك سهولة في تطبيق عقد الإجارة مقارنة بعقود المداينة الأخرى، و بالنسبة لصكوك المشاركة فقد تم إصدار أول مرة صكوك المشاركة بقيمة 2.5 مليار رينجت ماليزي سنة 2005 من قبل شركة Musyarakah One Capital ، لتسجل بذلك سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية تدشين لخطوة جديدة في إطار تطورها و تنشيطها بتوسيع نسبة إصداراتها بشكل كبير كماً و نوعاً، حيث شهدت نفس السنة أول إصدار لصكوك المضاربة من طرف PG Municipal Assests BHD بقيمة 80 مليون رينجت ماليزي، حيث تم هذا الإصدار تماشياً مع تعليمات و إرشادات هيئة الأوراق المالية الماليزية، و عليه فقد ساهم هذا التنويع في إصدارات الصكوك الإسلامية و تداولها في سوق الأوراق المالية الإسلامية المالية و مساهمة عدد من المؤسسات و المستثمرين في عملية الإصدار و التداول على تطور أحجام الصكوك الإسلامية في ماليزيا بالشكل الذي أثر على زياد تنشيط و تفعيل التداول بسوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية.

و عموماً فإن تجربة ماليزيا في إصدار الصكوك الإسلامية تميزت بأنها التجربة الوحيدة التي عبرت الحدود إلى أسواق مالية خارجية بنسبة تراوحت بين 12 % و 15% و هي أكبر سوق للصكوك الإسلامية حيث تم فيه إصدار ثلاثة أرباع الصكوك الإسلامية العالمية و منتجاتها مرنة و جذابة للمستثمرين و المصدرين العالميين، و عليه يمكن وصف التجربة الماليزية بأنها تجربة تم الإعداد و التخطيط العلمي لها مع توفير غطاء قانوني و دستوري مدعوم من قبل الحكومة و الشعب مع توفير جميع مستلزمات عملها من أدوات متعددة متوافقة مع الشريعة الإسلامية (صكوك إسلامية بصيغ تمويلية و جهات إصدار مختلفة)، سوق مالي إسلامي، كوادر ذات خبرة تم إعدادها بالجامعات التي أسست من أجل ذلك، مراكز بحث و تطوير و جميعها تعمل تحت مظلة شرعية واحدة تابعة للبنك المركزي الماليزي كان الهدف منها إشراك المسلمين الملاوى و الذين يشكلون 54% في خطة التنمية لتكون ماليزيا مركز التمويل الإسلامي العالمي.

بالرغم مما تميزت به التجربة الماليزية من خصائص فريدة و مميزة في مجال إصدار و تداول الصكوك الإسلامية إلا أنه تتخللها بعض السلبيات كان أهمها أن معظم المكتتبين في الصكوك الإسلامية لم يكونوا من السكان الماليزيين و إنما كانوا مكتتبين صينيين، بالإضافة إلى المشاكل المتعلقة بالجانب الشرعي، حيث أن التجربة خالفت في بعض أدواتها المالية ما استقر عليه رأي جمهور المسلمين ممثلاً فيما صدر عن المجامع الفقهية من قرارات، مثل بيع العينة و بيع الوفاء و غرامات التأخير مما جعلها بحاجة إلى استبعاد هذه العقود و من ثم تعزيز الجانب الشرعي في جميع مراحل الصكوك، و لأن ماليزيا تتبع المذهب الشافعي و هو المذهب الوحيد الذي يجيز بيع العينة أصبح يثار تساؤل حول إمكانية تعميم النموذج الماليزي في الصناعة المالية و المصرفية الإسلامية على غيره من الدول، خاصةً تلك التي يثور فيها إعتراض الفقه الغالب على الأسس و المبادئ الشرعية التي تقوم عليها العناصر الأساسية للمصرفية الإسلامية بماليزيا.

يمكن للجزائر الاستفادة من التجربة الماليزية التي عرفت النجاح الكبير لاسيما على مستوى تنشيط سوقها المالية، خاصةً إذا ما عملت على إدراج صكوك الإجارة السيادية للتداول على مستوى بورصة الجزائر، فإن هذا سيشجع المستثمرين الجزائريين على الاستثمار فيها، و لكن قبل هذا لابد على الجزائر انشاء الهيئة الشرعية التي ستكون مسؤولة عن الإصدارات من الصكوك الإسلامية و تداولها داخل البورصة.

المبحث الثاني:
دراسة و تحليل تجربة الإمارات العربية

بالرجوع إلى إصدارات الصكوك الإسلامية في منطقة دول مجلس التعاون الخليجي خلال السنوات الأخيرة يتبين أن دولة الإمارات العربية تتصدر دول المنطقة من حيث حجم الإصدارات، حيث وصل إجمالي ما تم إصداره حوالي 40 مليار دولار أمريكي في جويلية 2015، و جاءت المملكة العربية السعودية في المرتبة الثانية ثم مملكة البحرين بالمرتبة الثالثة، و على هذا الأساس عمدنا إلى دراسة و تحليل تجربة الإمارات العربية بإعتبارها تسعى إلى أن تصبح مركزاً للمالية الإسلامية خاصةً بعد إطلاق مبادرة **"دبي عاصمة الاقتصاد الإسلامي"** من طرف الشيخ "محمد بن راشد آل مكتوم" نائب رئيس الدولة، رئيس مجلس الوزراء، حاكم دبي، في شهر فبراير 2013، وذلك في إطار رؤيته لجعل دبي عاصمة للاقتصاد الإسلامي على المستوى العالمي، وفي ضوء التوجيهات المباشرة للشيخ حمدان بن محمد بن راشد آل مكتوم، ولي عهد دبي، رئيس المجلس التنفيذي .

المطلب الأول: لمحة عامة عن سوق الإمارات العربية للأوراق المالية

أولا: تعريف سوق الإمارات العربية للأوراق المالية

أنشئ سوق الإمارات للأوراق المالية سنة 1986، حيث أصدر البنك المركزي قراره بشأن نظام وسطاء بيع و شراء الأسهم و السندات بالدولة، و في 01-02-2000 تأسست هيئة الإمارات للأوراق المالية و السلع بموجب القانون الإتحادي رقم 2000/04 و ذلك للإشراف على نشاط سوقي للأوراق المالية و السلع مما يشجع الاستثمار فيهما، و قد تم إنشاء الهيئة من قبل الحكومة الإتحادية للفصل بين السلطة الإشرافية و السلطة التنفيذية للتداول على الأوراق المالية، بالإضافة إلى ذلك تعد هيئة الإمارات للأوراق المالية و السلع هيئة عامة تتمتع بالشخصية الاعتبارية و الاستقلال المالي و الإداري و بالصلاحيات الرقابية و التنفيذية اللازمة لممارسة مهامها، حيث تم بعد ذلك تأسيس سوق دبي المالي، وسوق أبوظبي للأوراق المالية خلال نفس السنة[1].

ونظراً لوجود سوقي أبوظبي للأوراق المالية وسوق دبي المالي عملت الهيئة على تحقيق ربط إلكتروني بين السوقين، وذلك من خلال تدشين شاشة سوق الإمارات للأوراق المالية وإصدار مؤشر يومي يعبر عن التداولات التي تجري على أسهم الشركات المدرجة بالسوقين معاً، أطلق عليه اسم مؤشر سوق الإمارات للأوراق المالية كما يعرف كذلك باسم مؤشر هيئة الأوراق المالية والسلع الذي يعد في الوقت الحاضر المؤشر الرسمي لدولة الإمارات العربية

[1]- الموقع الرسمي لسوق الإمارات العربية للأوراق المالية، متاح على الرابط:
www. esm.sca.ae/Arabic/Page/AboutESM.aspx

المتحدة، و يوجد حاليا عدد من الشاشات الإلكترونية الخاصة بسوق الإمارات في قاعات التداول بالأسواق المالية في أبوظبي ودبي والشارقة ورأس الخيمة والفجيرة فضلاً عن مدينة العين.

وتقوم الهيئة سنويا بإصدار تقرير مطبوع عن أداء سوق الإمارات للأوراق المالية يتضمن كافة البيانات الخاصة بالسوق مثل حركة تداولات أسهم الشركات المدرجة، ونبذة عن الأداء المالي للشركات، ونسب النمو حسب القطاع وتقييم الشركات وغيرها من البيانات والمعلومات التي تفيد الباحثين، المحللين و المتخصصين.

ثانيا: مكونات سوق الإمارات للأوراق المالية

يتكون سوق الإمارات للأوراق المالية من ثلاثة جهات رئيسية هي:

أ/ هيئة الأوراق المالية والسلع:

تقوم الهيئة بالدور التشريعي والرقابي في سوق الأوراق المالية والسلع في الدولة فتمارس الصلاحيات الرقابية والتنفيذية اللازمة لإنجاز مهامها وتعمل على إتاحة الفرصة لإستثمار المدخرات والأموال في الاوراق المالية والسلع بما يخدم مصلحة الاقتصاد الوطني وتضمن تفاعل قوى العرض والطلب بهدف تحديد الاسعار العادلة وحماية المستثمرين إضافة إلى نشر الوعي الاستثماري بما يحقق الاستقرار المالي والاقتصادي.

ب/ سوق دبي للأوراق المالية:

تم تأسيس سوق دبي المالي كمؤسسة عامة لديها الشخصية الاعتبارية المستقلة بموجب قرار وزارة الاقتصاد رقم 14 لعام 2000، و تعمل سوق دبي المالي كسوق ثانوي للتعامل بالأوراق المالية الصادرة عن الشركات المساهمة العامة والسندات الصادرة عن الحكومة الاتحادية أو أية حكومات محلية و المؤسسات العامة في الدولة و وحدات صناديق الاستثمار وأية أدوات مالية أخرى سواء كانت محلية أو أجنبية والتي تكون معتمدة لدى سوق دبي المالي، و بدأ سوق دبي المالي مزاولة نشاطه بتاريخ 26 مارس 2000.

وفي 27 ديسمبر 2005 قرر المجلس التنفيذي لإمارة دبي تحويل سوق دبي المالي كشركة مساهمة عامة في الإمارات العربية المتحدة برأسمال قدره ثمانية مليارات درهم (8 مليارات درهم)، و تم طرح نسبة 20% من رأس مال السوق أي ما يعادل 1.6 مليار درهم للاكتتاب العام، حيث شهد الاكتتاب العام إقبالاً كبيراً ومتميزاً فاق كل التوقعات حيث وصل المبلغ المكتتب به إلى ما يقارب 201 مليار درهم.

وتم إدراج شركة سوق دبي المالي في السوق بتاريخ 7 مارس 2007 برمز تداول (DFM).

ويعتبر سوق دبي المالي أول سوق مالي يتم طرح أسهمه للاكتتاب العام في الشرق الأوسط وبهذا تكون حكومة دبي رائدة في مجال تخصيص المؤسسات الحكومية في المنطقة. كما يعتبر سوق دبي المالي أول سوق مالي متوافق مع الشريعة الإسلامية وأحكامها في العالم.

ج/ سوق أبوظبي للأوراق المالية

تم تأسيس سوق أبو ظبي للأوراق المالية بموجب القانون المحلي رقم (3) لسنة 2000، وبموجب هذا القانون فإن السوق يتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري وبالصلاحيات الرقابية والتنفيذية اللازمة لممارسة مهامه، كما تم تدعيم سوق أبوظبي للأوراق المالية بإنشاء مراكز و فروع له خارج إمارة أبو ظبي، و تم افتتاح سوق أبو ظبي للأوراق المالية بتاريخ 2000/11/15 .

ويهدف السوق إلى إتاحة الفرصة لاستثمار المدخرات والأموال في الأوراق المالية بما يخدم مصلحة الاقتصاد الوطني ويكفل سلامة المعاملات ودقتها ويضمن تفاعل قوى العرض والطلب لتحديد الأسعار وحماية المستثمرين وترسيخ أسس التعامل السليم والعادل و إحكام الرقابة على عمليات التداول في الأوراق المالية بما يضمن سلامة التصرفات والإجراءات، وتنميه الوعي الاستثماري بما يكفل توجيه المدخرات إلى القطاعات المنتجة ، والمساهم في تحقيق الاستقرار المالي والاقتصادي .

وتتألف إدارة السوق من سبعة أعضاء يصدر بتعيينهم مرسوم أميري وتكون عضوية المجلس لمدة ثلاثة سنوات، وقد تمَّ تشكيل أول مجلس إدارة للسوق بموجب المرسوم الأميري رقم (8) لسنة 2000 .

المطلب الثاني: صناعة الصكوك الإسلامية بالإمارات العربية

شهدت صناعة التمويل الإسلامي في الإمارات العربية إزدهاراً كبيراً خاصةً بعد الأزمة المالية العالمية 2008، حيث أوضحت عدد من الدراسات أن الإمارات العربية تعد واحدة من أوائل الدول التي سارعت لإصدار الصكوك الإسلامية بأنواعها المختلفة، و إحتلت الصدارة في دول مجلس التعاون الخليجي فيما يتعلق بصناعة الصكوك الإسلامية.

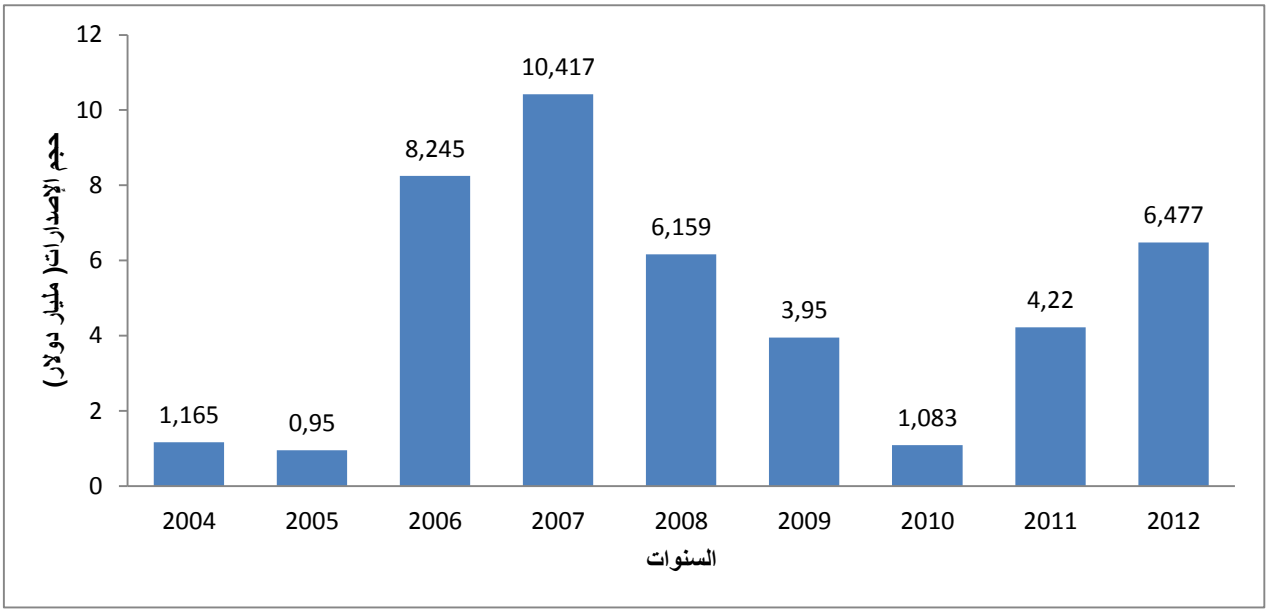
أولا: تطور إصدار الصكوك الإسلامية في الإمارات العربية خلال الفترة 2004– مارس 2015

بلغ حجم إصدارات الصكوك الإسلامية على المستوى الدولي بالإمارات العربية خلال الفترة 2004- جويلية 2014 حوالي 45.986 مليار دولار أمريكي بما يعادل 68 إصداراً، ممثلة بذلك ما نسبته 39.35% من إجمالي إصدارات دول مجلس التعاون الخليجي مجتمعة و المقدرة ب 73.09% من إجمالي الإصدارات بالعالم، حيث شهدت هذه الفترة إطلاق مبادرة الشيخ محمد بن راشد آل مكتوم " دبي عاصمة الإقتصاد الاسلامي" في فيفري 2013 و التي عرفت بعدها إصدارات الصكوك الإسلامية تطوراً كبيراً، و فيما يلي عرض لحجم و عدد إصدارت الصكوك الإسلامية في الإمارات العربية.

أ/ تطور إصدار الصكوك الإسلامية بالإمارات العربية خلال الفترة 2004-2012

عرفت صناعة الصكوك الإسلامية بالإمارات العربية نمواً و تطوراً كبيراً خلال الفترة 2004-2012، و يمكن توضيح إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية كمايلي:

الشكل رقم (4- 9): تطور إصدار الصكوك الإسلامية بالإمارات العربية خلال الفترة 2004-2012



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الملحق رقم (03).

من خلال الشكل أعلاه، و بالاعتماد على المعلومات المتعلقة بإصدارات الصكوك الإسلامية بالإمارات العربية خلال الفترة 2004-2012 في الملحق رقم (03)، يتضح بأن سوق الصكوك الإسلامية بالإمارات العربية تنمو بشكل كبير كما عرفت رواجاً واسعاً منذ إنطلاقه سنة 2004، حيث تطورت إصدارات الصكوك الإسلامية من 1.165 مليار دولار أمريكي سنة 2004 إلى 10.417 مليار دولار أمريكي سنة 2007، أي أن هناك حاجة كبيرة إلى الصكوك الإسلامية من جهة العرض و الطلب، و لكن سرعان ما بدأ حجم الإصدارات من الصكوك الإسلامية يشهد تراجعاً بداية من سنة 2008 لتسجل حجم الصكوك الإسلامية المصدرة خلال هذه السنة ما يعادل 6.159 مليار دولار أمريكي و استمرت في التراجع خلال السنتين التاليتين، حيث سجل حجم الصكوك الإسلامية المصدرة في الإمارات العربية أدنى مستوياته سنة 2010 بقيمة إصدار قدرت ب 1.083 مليار دولار أمريكي، و هذا الإنخفاض يعزى إلى تداعيات الأزمة المالية العالمية و التي دفعت بعدد كبير من المستثمرين إلى تجنب الاستثمار في أسواق الدخل الثابت و من ضمنها سوق الصكوك الإسلامية.

هذا، و قد تمكنت الصكوك الإسلامية من تجاوز أزمة الأزمة المالية العالمية و تداعياتها و استعادت نموها و ازدهارها، حيث عاودت سوق الصكوك الإسلامية بالإمارات العربية الإنتعاش من جديد، و ارتفعت بذلك إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية إلى 4.22 مليار دولار سنة 2011 محتلة بذلك الصدارة على باقي دول مجلس التعاون الخليجي، و استمر حجم الصكوك الإسلامية المصدرة في الإرتفاع و التطور، حيث بلغ سنة 2012 حوالي 6.477 مليار دولار أمريكي، و هذا الإرتفاع راجع إلى اعتماد الإمارات العربية على الصكوك الإسلامية كمصدر تمويلي لمختلف المشاريع الاستثمارية باعتبارها أداة تمويلية تتميز بكونها مدعومة بأصول حقيقية و ذات مخاطر منخفضة، و من ثم فهي أداة جذب للمستثمرين و مصدر مهم لضخ الأموال في المشروعات و التوسعات الكبيرة.

أما بالنسبة لعدد الإصدارات خلال الفترة 2004-2012 فقد قدرت ب50إصداراً أي ما يعادل حجم إصدار قدر ب34.536 مليار دولار أمريكي بالنسبة للصكوك الإسلامية المصدرة على المستوى الدولي، أما بالنسبة للصكوك الإسلامية المصدرة على المستوى المحلي فبلغ حجم الإصدارات 8.306 مليار دولار أي ما عادل 13 إصداراً[1].

ب/ تطور إصدار الصكوك الإسلامية بالإمارات العربية خلال الفترة 2013-مارس 2015

شهدت سنة 2013 إرتفاعاً سريعاً و تطوراً ملحوظاً لحجم الإصدارات من الصكوك الإسلامية بالإمارات العربية، حيث قدر حجم الإصدار خلال هذه السنة ب 7.120 مليار دولار أمريكي، و يأتي هذا الإنجاز ليحقق أحد أهداف مبادرة "دبي عاصمة الاقتصاد الإسلامي" التي تم إطلاقها في فيفري 2013، ليستمر الإرتفاع في حجم الإصدار من الصكوك الإسلامية خلال سنة 2014، حيث قدر بحوالي 11.45 مليار دولار أمريكي منذ إطلاق المبادرة و حتى جويلية 2014، و ذلك بعدد إصدارات قدر ب 19 إصداراً، و استمر إجمالي حجم إصدارات الصكوك الإسلامية بالإمارات العربية في الارتفاع خلال سنة 2015 حيث قدر حجم الإصدارات خلال الربع الأول فقط من سنة 2015 بحوالي 3.20 مليار دولار أمريكي، و بلغت نسبة إصدارات الإمارات العربية من الصكوك الإسلامية خلال نفس الفترة ما يعادل 18.2 % من إجمالي الإصدارات في العالم خلال نفس الفترة[2].

[1] - international islamic financial market, sukuk report, **a comprehensive study of the global sukuk market**, 3rd edition, bahrain,2013,p p 20,22.

[2] -IIFM, Global sukuk report, 1Q2015.

ثانيا: حجم إصدارات الصكوك الإسلامية حسب جهة الإصدار في الإمارات العربية خلال الفترة 2001 – جويلية 2014.

عرفت صناعة الصكوك الإسلامية في الإمارات العربية إهتماماً و إقبالاً من طرف عدة جهات حكومية و شبه حكومية و شركات، حيث يمكن دراسة تطور إصدارات الصكوك الإسلامية حسب جهة الإصدار إلى مرحلتين أساسيتين، مرحلة قبل إطلاق مبادرة دبي عاصمة للاقتصاد الإسلامي من 2001-جانفي 2013، و مرحلة ثانية بعد إطلاق مبادرة دبي عاصمة للاقتصاد الإسلامي، و ذلك وفق التحليل الموالي:

أ/ عدد إصدارات الصكوك الإسلامية حسب جهة الإصدار في الإمارات العربية خلال الفترة 2001 –جانفي 2013:

باستبعاد جميع الصكوك الإسلامية الأقل من سنة واحدة في الإمارات العربية تم تصنيف الإصدارات إلى إصدارات الشركات و الإصدارات السيادية التي تصدرها الحكومة و شبه السيادية و التي تتمتع بصفة السيادية، حيث كان عدد الإصدارات خلال الفترة 2001 إلى غاية جانفي2013 موضحة في الجدول التالي:

الجدول رقم (4-2): عدد إصدارات الصكوك الإسلامية في الإمارات العربية خلال الفترة: 2001-جانفي 2013

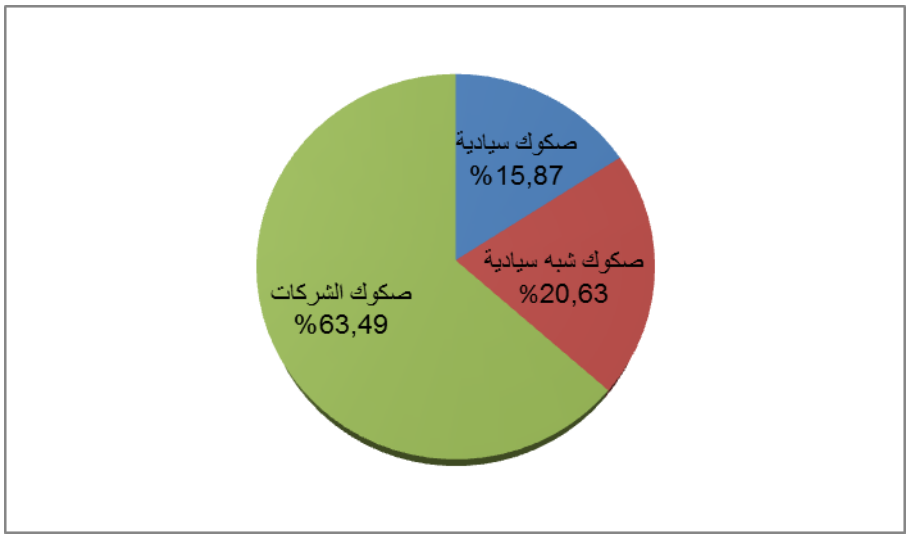
نوع الإصدار	الصكوك السيادية	الصكوك شبه السيادية	صكوك الشركات
عدد الإصدارات	10	13	40

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على:

-International islamic financial market, sukuk réport, a comprehensive study of the global sukuk market, 3rd edition, Bahrain, p 16.

و يمكن توضيح معطيات الجدول في الشكل الموالي:

الشكل (4-10): عدد إصدارات الصكوك الإسلامية حسب جهة الإصدار في الإمارات العربية خلال الفترة 2001-جانفي 2013



المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على معطيات الجدول رقم (4-7).

من خلال الشكل أعلاه، نلاحظ أن صكوك الشركات كان لها النسبة الأكبر من إجمالي عدد إصدارات الصكوك الإسلامية في الإمارات العربية بنسبة 63.49% أي ما عادل 40 إصداراً، ز هذا راجع إلى زيادة إهتمام الشركات و المؤسسات المختلفة بجانب التمويل الإسلامي في مختلف تعاملاتها و هذا واضح من خلال إرتفاع عدد إصداراتها من أوراق مالية (صكوك إسلامية) متوافقة مع مبادئ و قواعد الشريعة الإسلامية، لتأتي بعدها الصكوك شبه السيادية بنسبة 20.63% و ذلك بحوالي 13 إصداراً، أما الصكوك السيادية فكانت عدد إصداراتها 10 إصدارات بنسبة قدرت ب15.87% من إجمالي الإصدارات في الإمارات العربية خلال فترة الدراسة.

ب/ إصدارات الصكوك الإسلامية حسب جهة الإصدار في الإمارات العربية خلال الفترة 2013 – جويلية 2014:

في فيفري 2013 تم إطلاق مبادرة "**دبي عاصمة الاقتصاد الإسلامي**" لدعم صناعة الصكوك الإسلامية و جعل الإمارات العربية مركزاً عالمياً للصكوك الإسلامية، حيث عرفت إصدارات الصكوك الإسلامية زيادةً واضحةً بعد إطلاق المبادرة، و تنوعت صيغ التمويل المعتمدة لإصدار الصكوك الإسلامية ما بين صكوك إجارة و صكوك مضاربة و صكوك وكالة و غيرها، و ذلك من طرف جهات إصدار مختلفة سيادية و شبه سيادية و مؤسساتي(صكوك الشركات).

و في سنة 2014 قدر خبراء من وكالة التقييم الائتماني العالمية "ستاندرد أند بورز" حجم إصدارات الصكوك السيادية والمؤسساتية في الإمارات العربية خلال التسعة أشهر الأولى فقط بنحو 4،4 مليار دولار، أي ما يشكل نحو 22% من إجمالي الصكوك المصدرة في دول مجلس التعاون الخليجي والبالغة 20 مليار دولار، لتسجل بذلك الإمارات العربية المرتبة الثانية بعد ماليزيا في سوق إصدارات الصكوك السيادية الدولارية في العالم، باستحواذها على 26% بقيمة 26.8مليار دولار بحسب وكالة "موديز لخدمات المستثمرين"، كما اعتبرت الوكالة في تقرير لها أن النشاط القوي لدولة الإمارات في سوق الإصدارات السيادية بالدولار يرسخ موقعها كمحور مهم في سوق التمويل الإسلامي، ويدعم جهود دبي الرامية لأن تصبح عاصمة للاقتصاد الإسلامي، بالإضافة إلى أن تزايد الإصدارات السيادية من الصكوك في الإمارات من قبل حكومات أبوظبي ودبي والشارقة، التي تعد الأحدث في سوق الإصدارات السيادية، يعكس مدى الاهتمام الذي تحظى به الصكوك كأداة رئيسية للتمويل بالنسبة للحكومات أو للشركات شبه الحكومية، و فيما يلي يمكن عرض أهم إصدارات الصكوك الإسلامية حسب صيغ التمويل وفق جهات الإصدار بالإمارات العربية خلال الفترة 2013-جويلية 2014:

الجدول رقم(4-3): حجم إصدارات الصكوك الإسلامية السيادية في الإمارات العربية خلال الفترة: 2013-جويلية 2014

السنوات	جهة الإصدار	صيغة التمويل	حجم الإصدار (مليون دولار أمريكي)	مدة الإصدار (سنة)
2014	Government of Dubai	صكوك الإجارة	750	15
2014	Dubai investements park	صكوك الوكالة	300	05
2013	Ras al khaimah	صكوك الإجارة	500	05
2013	Dubai electricity and water authority	صكوك الإجارة	1.000	05
2013	Government of Dubai	صكوك الإجارة	750	10

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على:

-IIFM,sukuk report, a comprehensive study of the global sukuk market, 4th edition, November 2014, p11-14.

تمثل معطيات الجدول أعلاه بعض إصدارات الصكوك الإسلامية السيادية في الإمارات العربية خلال الفترة 2013-جويلية 2014، و التي كانت في معظمها تمثل صكوك الإجارة كصيغة تمويل حيث بلغت قيمتها 3000 مليون دولار أمريكي، فيما شكلت صكوك الوكالة ما قيمته 300 مليون دولار أمريكي كحجم إصدار، و حسب وكالة موديز لخدمات المستثمرين فإنها قدرت إجمالي الصكوك الإسلامية السيادية المصدرة من طرف حكومة الإمارات العربية ب 26.8 مليار دولار أمريكي بنهاية سنة 2014، ممثلةً بذلك نسبة 26% من إجمالي الإصدارات العالمية من الصكوك السيادية، و هذه النسبة المرتفعة تدل على الاهتمام الذي تحظى به الصكوك الإسلامية كأداة رئيسية للتمويل بالنسبة لحكومة الإمارات العربية.

و بالنسبة للصكوك الإسلامية المصدرة من طرف الشركات في الإمارات العربية خلال الفترة 2013-جويلية 2014 فكانت كما يلي:

الجدول رقم(4-4): حجم إصدارات الصكوك الإسلامية للشركات في الإمارات العربية خلال الفترة: 2013-جويلية 2014

السنوات	الإصدارات	صيغة التمويل	حجم الإصدار (مليون دولار أمريكي)	مدة الإصدار (سنة)
2014	Emaar Malls Group	صكوك الوكالة	750	10
2014	Damac Properties	صكوك الإجارة	650	05
2013	Aldar Properties	صكوك الإجارة	750	05
2013	Sharjah islamic Bank	صكوك الوكالة	500	05
2013	GEMS Education	صكوك المضاربة	200	Perpetual
2013	Dubai islamic Bank	صكوك المضاربة	1.000	Perpetual

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على:

-IIFM,sukuk report, a comprehensive study of the global sukuk market, 4th edition, November 2014, p11-14.

من خلال معطيات الجدول أعلاه، و التي توضح لنا عدد من إصدارات الصكوك الإسلامية للشركات في الإمارات العربية خلال الفترة 2013- جويلية 2014، حيث نلاحظ بأن الصكوك الإسلامية للشركات تنوعت إصداراتها وفق صيغ تمويلية مختلفة كالمضاربة و الإجارة و الوكالة، حيث مثلت صكوك المضاربة الحصة الأكبر من الإصدارات.

أما بالنسبة لإصدارات الصكوك الإسلامية شبه السيادية في الإمارات العربية فكانت على النحو التالي:

الجدول رقم(4-5): حجم إصدارات الصكوك الإسلامية شبه السيادية في الإمارات العربية خلال الفترة: 2013-جويلية 2014

السنوات	الإصدارات	صيغة التمويل	حجم الإصدار (مليون دولار أمريكي)	مدة الإصدار (سنة)
2014	Investement corporation of Dubai	صكوك الإجارة	700	06
2013	Emirates airlines	صكوك الوكالة	1.000	10

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على:

-IIFM,sukuk report, a comprehensive study of the global sukuk market, 4th edition, November 2014, p11-14.

من الجدول أعلاه، نلاحظ بأن صكوك الوكالة شكلت النسبة الأكبر من إصدارات الصكوك الإسلامية في الإمارات العربية خلال الفترة 2013-جويلية 2014 و المصدرة من طرف الجهات شبه السيادية، كما نلاحظ أن إجمالي إصدارات الصكوك شبه السيادية قدر بحوالي 1700 مليون دولار أمريكي خلال نفس الفترة محتلة بذلك المرتبة الثالثة من حيث إصدارات الصكوك الإسلامية حسب جهة الإصدار.

المطلب الثالث: الصكوك الإسلامية المتداولة في سوق الإمارات للأوراق المالية

يتكون سوق الإمارات للأوراق المالية من سوقين: سوق دبي المالي و سوق أبوظبي للأوراق المالية، و عليه نحاول من خلال هذا المطلب التطرق إلى أهم معايير إصدار و تملك و تداول الصكوك الإسلامية في كلا السوقين، و ذلك وفق التحليل الموالي:

أولا: معيار سوق دبي المالي لإصدار و تملك و تداول الصكوك:

في إطار رؤية الشيخ محمد بن راشد آل مكتوم في جعل دبي عاصمة للاقتصاد الإسلامي عالمياً و تعزيزاً للمبادرات التي تسعى لتحقيق هذا الهدف، أعدت هيئة الفتوى والرقابة الشرعية للسوق معياراً يوضح تفصيلاً الأحكام الشرعية لإصدار وتملك وتداول الصكوك، وفيما يلي أهم النقاط الرئيسية التي يتناولها هذا المعيار:

1. أنواع الصكوك.
2. إصدار الصكوك.
3. المبادئ العامة لإصدار الصكوك.
4. الضوابط الشرعية لإصدار الصكوك.
5. ضمان الصكوك.
6. تفصيل أحكام الصكوك.

حيث أشير إلى أن أهم أنواع الصكوك الإسلامية المتداولة في سوق دبي المالي هي: صكوك ملكية الأعيان، صكوك المنافع، صكوك إجارة الخدمات، صكوك المضاربة، صكوك المشاركة و صكوك السلم.

و من مجمل الصكوك التي تم إصدارها بإمارة دبي و منذ إطلاق مبادرة "**دبي مركز عالمي للصكوك**" وحتى جويلية 2015 شهدت دبي 40 إدراجاً للصكوك توزعت بين 39 إدراجاً في ناسداك دبي وإدراجاً واحداً في سوق دبي المالي، و في نهاية سنة 2013 بلغت القيمة الإسمية للصكوك المدرجة في سوق دبي للأوراق المالية 13.3 مليار دولار أميركي مع 10 إدراجات جديدة بعد إطلاق المبادرة، و بنهاية سنة 2014 شهدت دبي 18 إدراجاً جديداً و وصلت القيمة الإجمالية إلى 24.1 مليار دولار أميركي، أما خلال السبعة أشهر الأولى من سنة 2015 فقد شهدت دبي 12 إدراجاً جديداً لتبلغ القيمة الإجمالية للصكوك 36.7 مليار دولار أمريكي.

و الجدول الموالي يوضح مختلف الصكوك الإسلامية المدرجة و المتداولة بسوق دبي المالي:

الجدول رقم(4-6): الصكوك الإسلامية المدرجة و المتداولة بسوق دبي المالي

الصكوك	الرمز	تاريخ الإصدار	عدد الصكوك	القيمة الإسمية (مليون دولار)	تاريخ الاستحقاق
صكوك دبي العالمية	DGSI09	2004/11/14	100000	10	2009/11/14 (تم استحقاقها)
صكوك أملاك	AMLAKSK2010	2005/07/18	2000	100	2010/07/18 (تم استحقاقها)
صكوك دبي دي أو إف	DUBAIFRN1114	2009/11/03	500000	2500	2014/11/04 (تم استحقاقها)
دبي دوف صكوك	DUBAIFXN1114	2009/11/04	1250000	1000	2014/11/03 (تم استحقاقها)
صكوك دبي دي أو أف تستحق في 2017	DUBAIFXN0517	2012/05/02	3000	200	2017/05/02
صكوك دبي دي أو أف تستحق في 2022	DUBAIFXN0522	2012/05/02	3250	200	2022/05/02
صكوك دبي دي أو أف تستحق في 2023	DUBAIFXN0123	2013/01/30	3750	200	2023/01/30
صكوك alpha star HldgLTD 4.970%	DAMACR419USD	2014/12/07	650000	100	2019/05/09

المصدر: سوق دبي المالي، الأوراق المالية المدرجة، متاح على الرابط: www.dfm.ae/default.aspx

و تجدر الإشارة إلى أن إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية في إمارة دبي تشكل فقط نحو خمس قيمة إجمالي الإصدارات، فيما تستحوذ السندات على الأغلبية العظمى من الإصدارات و من مجمل الصكوك المصدرة فيها، هناك 22% من الإصدارات في دبي مدرجة في أسواق الإمارة بما في ذلك الإدراج المزدوج، بينما نحو نصف الإصدارات في دبي أو ما يمثل نسبة 47% غير مدرجة محلياً أو خارجياً، في حين تشكل الصكوك الإسلامية المدرجة خارجياً نحو 31% و بالتالي فإن 9.2 مليار دولار من الصكوك الصادرة في دبي مدرجة في أسواق الإمارة، بينما 7.5 مليار دولار من الصكوك الإسلامية الصادرة في دبي غير مدرجة في أسواق الإمارة، حيث هناك صكوك أخرى بقيمة 6 مليار دولار مدرجة في أسواق خارجية، في حين هناك صكوك بقيمة 1.5 مليار دولار غير مدرجة على الإطلاق.

ثانيا: معايير و شروط إدراج الصكوك الإسلامية بسوق أبوظبي للأوراق المالية:

حسب قرار مجلس إدارة هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع **رقم (93/ر)** لسنة **2005**[1] في شأن النظام الخاص بإدراج الصكوك الإسلامية، و في الباب الثاني و المتعلق بشروط الإدراج جاء في المادة (05) الشروط الخاصة بالصكوك الإسلامية، حيث جاء فيها مايلي: يُشترط في الصكوك الإسلامية المراد إدراجها في سوق أبوظبي للأوراق المالية ما يلي :

1. أن تكون الصكوك الإسلامية مجازة من قبل الهيئة الشرعية الخاصة بالجهة المصدرة إذا كانت الجهة المصدرة إحدى المؤسسات المالية أو المصارف الإسلامية المعترف بها من قبل الهيئة .
2. وإذا لم يكن لدى الجهة المصدرة هيئة شرعية خاصة بها وجب إجازة هذه الصكوك الإسلامية من قبل هيئة شرعية معتمدة من قبل الهيئة على أن لا تتعارض مع أحكام عقد التأسيس والنظام الأساسي والمستندات التأسيسية الخاصة بالجهة المصدرة .
3. ما لم يقرر المجلس خلاف ذلك، يجب ألا تقل القيمة الإجمالية لجميع الصكوك الإسلامية المراد إدراجها عن (50) خمسين مليون درهم أو ما يعادلها بعملة أجنبية مقبولة لدى الهيئة وقابله للتحويل إلى عملة الدولة .
4. ما لم يقرر المجلس خلاف ذلك، تلتزم الجهة المصدرة بأن تكون قد حصلت على تصنيف ائتماني لصكوكها الإسلامية من قبل جهة تصنيف معتمدة من قبل الهيئة وذلك قبل التقدم بطلب للحصول على موافقة الهيئة على إدراج تلك الصكوك، ويستثنى من ذلك الصكوك الإسلامية التي تصدرها أو تضمن إصدارها الحكومة*.

[1] – لمزيد من الإطلاع أنظر الملحق رقم (05).

* تم تعديل البند (4) من المادة (5) بموجب القرار رقم (8/ر) لسنة 2008.

5. إذا كانت الصكوك الإسلامية المراد إدراجها لدى السوق صكوك مضمونة بموجودات وجب على هيئة مالكي الصكوك الإسلامية للإصدار المعني تعيين أو المصادقة على تعيين ممثل مستقل لتمثيل مصالح مالكي الصكوك الإسلامية تلك، ويتمتع هذا الممثل بالحق في مراجعة أية معلومات أو بيانات خاصة بالموجودات.

و عليه، فقد أكد سوق أبوظبي للأوراق المالية جاهزيته لإدراج وتداول الصكوك الإسلامية، بما يتوافق مع النظام الخاص الذي أصدرته هيئة الأوراق المالية والسلع بشأن الصكوك، بحسب راشد البلوشي الرئيس التنفيذي للسوق، و ذلك لكونه يمتلك نظاماً متكاملاً لإدراج وتداول السندات والصكوك الإسلامية، وكذلك أنظمة خاصة تضمن التسوية و التقاص للسندات والصكوك المتداولة في السوق، كما يوفر نظام تداول إلكتروني يسمح بتداول جميع أنواع السندات والصكوك الإسلامية بكفاءة عالية، وضمن أفضل المعايير المعمول بها عالميا لتداول هذا النوع من الأوراق المالية، فضلا عن وجود أنظمة إلكترونية وإجراءات مُحكمة لدى السوق لضمان تسوية التداولات المنفذة على هذه السندات والصكوك من حيث تسليم الأوراق المالية المباعة وقبض ثمنها.

كما سمحت الهيئة وتشجيعا منها لإدراج هذا النوع من الأوراق المالية بتداول الصكوك الإسلامية المدرجة داخل السوق أو خارجه، و أوجبت على المتعاملين في حال تنفيذ التداول خارج السوق إخطار السوق بذلك خلال يومي عمل من تاريخ التداول بهدف تسجيل هذه التداولات في سجلات السوق، بالإضافة إلى أن الأنظمة تتضمن الالتزامات المستمرة للجهات المصدرة وأهمها الإفصاح عن جميع المعلومات المتعلقة بالجهة المصدرة والتي قد يكون لها تأثير على سعر السندات والصكوك المصدرة.

المطلب الرابع: تحليل دور الصكوك الإسلامية في تنشيط سوق الإمارات للأوراق المالية

عرفت صناعة الصكوك الإسلامية في الإمارات العربية تطوراً و انتشاراً واسعاً متصدرةً بذلك على باقي دول مجلس التعاون الخليجي، و تعتبر الإمارات العربية من الدول الأوائل التي سارعت لإصدار الصكوك الإسلامية و بصيغ تمويلية مختلفة، حيث بلغ إجمالي إصدارتها من الصكوك الإسلامية ما قيمته 45.986 مليار دولار أمريكي خلال الفترة 2004 إلى غاية جويلية 2014، و هذا راجع إلى الاهتمام الذي تحظى به الصكوك الإسلامية كأداة رئيسية للتمويل في الإمارات العربية، خاصة بعد إطلاق الشيخ محمد بن راشد آل مكتوم لمبادرة دبي عاصمة للاقتصاد الإسلامي في فيفري 2013، حيث سجلت إصدارات الصكوك الإسلامية ارتفاعاً واضحاً خلال هذه السنة (2013) قدر ب 7.120 مليار دولار أمريكي مقارنةً بسنة 2012 أين قدر حجم الإصدار ب 6.477 مليار دولار أمريكي، و عرفت هذه الإصدارات تنوعاً من حيث صيغ التمويل و كذا جهات الإصدار من حكومةٍ و مؤسساتٍ، و تواصل هذا الارتفاع في حجم الإصدار خلال سنتي 2014 و 2015 حيث قدر حجم الإصدار من الصكوك الإسلامية خلال الربع الأول فقط من سنة 2015 بما يعادل 3.20 مليار دولار أمريكي.

و لأجل تفعيل دور الصكوك الإسلامية و ضبط عملية تداولها في سوق الإمارات للأوراق المالية أعدت هيئة الفتوى و الرقابة الشرعية لسوق دبي المالي معياراً مفصلاً يوضح الأحكام الشرعية لإصدار و تملك و تداول الصكوك الإسلامية في سوق دبي المالي، كما أصدر مجلس إدارة هيئة و سوق الإمارات للأوراق المالية و السلع قراراً تعلق بشروط إدراج الصكوك الإسلامية في سوق أبوظبي للأوراق المالية سنة 2005 (المادة 05 من القرار رقم (93/ر) لسنة 2005).

و تعمل الإمارات العربية على تنويع إصداراتها من الصكوك الإسلامية خاصة تلك المدرجة على مستوى السوق المالية و ذلك بغرض زيادة رسملة سوق الإمارات للأوراق المالية، ذلك أن تنوع الصكوك الإسلامية من حيث نوع النشاط و الآجال يمّكن سوق الأوراق المالية من استيعاب فئات جديدة من أصحاب المدخرات الذين ظلوا مبتعدين عن السوق بسبب تقيدهم بالأحكام الشرعية، و بالتالي فالصكوك الإسلامية تعد صيغة بديلة للمعاملات و الأدوات المالية التي لا تراعي الضوابط الشرعية، و هذا بدوره يساهم في إيجاد سوق مالية إسلامية تتعامل بالصكوك الإسلامية و لها القدرة على جذب رؤوس الأموال المدخرة لدى المستثمرين المسلمين و غيرهم، و بهذا الشكل تساهم الصكوك الإسلامية في توسيع حجم سوق الإمارات للأوراق المالية و تنشيطه و انتعاشه، بالإضافة إلى ذلك تعمل الصكوك الإسلامية في الإمارات العربية على زيادة التدفقات من الاستثمارات الإسلامية، الأمر الذي ينتج عنه انفتاح سوق الإمارات للأوراق المالية عالمياً، كما يمكن للصكوك الإسلامية أن ترفع من كفاءة سوق الإمارات للأوراق المالية، ذلك أنها تبتعد عن الغش و الغرر و الغبن و المجازفات الهدامة التي تلعب دوراً سلبياً في تحقيق التخصيص الأمثل للموارد و بالتالي فهي تضعف كفاءة الأسواق و تجعلها وسيلة لتمويل المشاريع الفاشلة غير المنتجة، بالإضافة إلى أن الصكوك الإسلامية تشكل أداة تدعيم مناسبة لتنشيط سوق الإمارات للأوراق المالية باعتبارها أداة مقبولة شرعا في توظيف السيولة وتحقيق عائد وتخفيض المخاطر وتغطية العجز في السيولة.

بالإضافة إلى ذلك، تعمل الصكوك الإسلامية على تنشيط سوق الإمارات للأوراق المالية من خلال تقليصها لدور الوساطة التقليدية بالنسبة لطالبي التمويل، و ذلك بانتقال الأموال من مؤسسات مالية كبيرة إلى تلك التي تستثمر الأموال مباشرة لمصلحة الجمهور و لحسابه كصناديق الاستثمار المشتركة، إلى جانب توجيه طالبي التمويل بإصداراتهم (صكوكهم) مباشرة إلى سوق الأوراق المالية دون اللجوء إلى الوساطة المالية التقليدية، و بذلك يتحقق المزج بين السوق النقدي و سوق الأوراق المالية، مما يؤدي إلى تنشيط سوق الإمارات للأوراق المالية من خلال تداول الأصول المالية التي تصدر عن الأصول محل التصكيك.

تميزت تجربة الإمارات العربية بأنها تجربة فريدة و رائدة، حيث شهدت الصكوك السيادية تطوراً في حجم الإصدار بعد إطلاق مبادرة دبي عاصمة للاقتصاد الإسلامي محتلةً بذلك المرتبة الثانية بعد ماليزيا في سوق إصدارات الصكوك السيادية الدولارية في العالم حسب تقرير وكالة "موديز لخدمات المستثمرين" سنة 2014 حيث قدرت إجمالي الصكوك الإسلامية السيادية المصدرة من طرف حكومة الإمارات العربية ب 26.8 مليار دولار أمريكي بنهاية سنة 2014، ممثلةً بذلك نسبة 26% من إجمالي الإصدارات العالمية من الصكوك السيادية، و هذه النسبة المرتفعة تدل على الاهتمام الذي تحظى به الصكوك الإسلامية كأداة رئيسية للتمويل بالنسبة لحكومة الإمارات العربية، و استخدمت هذه الصكوك السيادية لتلبية احتياجات الدولة في تمويل مشاريع البنية التحتية و التنموية من مطارات و جسور و موانئ مثل ميناء خليفة و منطقة التجارة الحرة و غيرها بدلاً من الاعتماد على سندات الخزينة و الدين العام، كونها تساعد في تحسين ربحية المؤسسات المالية و الشركات و مراكزها المالية، و تنشط السوق المالية الإسلامية و تتجاوب مع احتياجات المدخرين و المستثمرين و الدولة بآليات تستبعد الفوائد المحرمة شرعاً.

كما أن اعتماد الإمارات العربية على توسعها في اصداراتها من صكوك الإجارة كصيغة تمويلية مكنها من توفير ضمانات للدولة و لحملة الصكوك، ذلك أن صكوك الإجارة تتمتع بدرجة عالية من الاستقرار و الثبات في العائد على خلاف الصيغ التمويلية الأخرى للصكوك الإسلامية، كما تتمتع بدرجة من العلم المسبق بمقدار العائد عند شراء الصك، و يعتبر استخدام صكوك الإجارة وسيلة لرفع العبء عن الدولة للاستغناء عن تخصيص موارد ضخمة لبناء و تمويل المشروعات الكبرى، حيث يمكن مثلاً أن يتم تمويل بناء مركب رياضي و تأجيره للدولة و هذا يمثل تأجيراً للأعيان الرأسمالية المعمرة، و يمكن وفقاً لترتيبات أخرى أن يتم تأجير المركب الرياضي و هو في حالة التشغيل، أي أن الدولة تستأجر المركب لتستغله الفرق و المنتخبات الوطنية في مختلف الاختصاصات و تدفع مقابل ذلك إيجاراً ثابتاً و هذا الإيراد يستخدم في تغطية مختلف المصاريف التشغيلية و الصيانة و يوزع الصافي على الملاك و هم حملة صكوك التأجير.

و عليه يمكن للجزائر الاستفادة من هذه الصيغة للصكوك الإسلامية القائمة على أساس الإجارة لتعبئة الموارد المالية لتمويل عجز الموازنة و مشاريع البنية التحتية و التنموية إذا ما وفرت لآلية التمويل بالاعتماد على الصكوك الإسلامية الإطار التشريعي و القانوني المتعلق بإصدارها و تداولها.

المبحث الثالث:
دراسة و تحليل التجربة السودانية

يعتبر السودان أول بلد إسلامي قام بتحويل نظامه المصرفي بأكمله للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، و في سبيل إيجاد أدوات و أساليب تمويلية إسلامية تكون بديلاً عن السندات التقليدية، فقد استحدثت الحكومة السودانية سنة 1995 قانوناً سمي: **"قانون صكوك التمويل"** تماشياً مع قرارات الدولة الرامية لإلغاء الصيغ الربوية من معاملات الدولة عموماً، و يعد إصدار هذا القانون بمثابة أول خطوة قامت بها دولة السودان في سبيل إيجاد بدائل استثمارية و تمويلية للسندات الربوية، و كل ذلك من أجل أسلمة نظامها الاقتصادي و المالي، حيث أصبحت تستخدم لإدارة السيولة و لسد العجز في موازنة الدولة، و أكثر من ذلك تنشيط سوق الخرطوم للأوراق المالية، و هو محل دراستنا في هذا المبحث.

المطلب الأول: لمحة عامة عن سوق الخرطوم للأوراق المالية

أولا: تقديم سوق الخرطوم للأوراق المالية

تم إنشاء سوق الخرطوم للأوراق المالية بعد إجازة قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية سنة 1994، و من ثم بدأ العمل في السوق الأولي في 10أكتوبر 1994، و في السوق الثانوية في جانفي 1995 حيث زاول السوق نشاطه في هذا التاريخ ب 34 شركة مدرجة لتصل سنة 1996 إلى 40 شركة مدرجة في السوق[1]، حيث شهدت مسيرة سوق الخرطوم للأوراق المالية تطورات و إنتقالات متعددة كان من شأنها دفع عجلة التقدم في السوق و زيادة أحجام التداول و كذا انظمام سوق الخرطوم للأوراق المالية لإتحاد البورصات الإفريقية سنة 2007 الأمر الذي فتح آفاقاً جديدة للتعاون الاقليمي بين أسواق المنطقة، و كان آخر هذه التطورات افتتاح وزير المالية والاقتصاد الوطني منظومة التداول الالكتروني سنة 2012 لترتفع بذلك معدلات التداول ارتفاعاً كبيراً قدر ب 3.1 مليارات جنيه مقارنة مع 2.6 مليار جنية في سنة 2011، وقفز عدد العقود المنفذة من 7870 عقداً في سنة 2011 إلى 12719 عقداً سنة 2012، كما تم سنة 2013 توقيع مذكرة تفاهم مع المجلس القومي للصحافة والمطبوعات، وبداية تشغيل المرحلة الثانية للتداول الإلكتروني، كما تم إدراج شركتين هذا العام وهما شركة البركة للخدمات المالية وشركة مستشفى السلام المحدودة[2].

[1]- سوق الخرطوم للأوراق المالية، التقرير السنوي الرابع عشر 2008، ص 11.

[2]- بالإعتماد على: - التقارير السنوية لسوق الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة 2000-2013.

- مجلة البورصة، سوق الخرطوم للأوراق المالية، السودان، 2014، ص60.

ثانيا: خصائص سوق الخرطوم للأوراق المالية

كان لإنشاء سوق الخرطوم للأوراق المالية دور متقدم في دعم وتطوير تجربة التمويل الإسلامي في السودان، و بالرغم من أن مسودة قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية صدرت في سنة 1982 إلا أن قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية أجيز في سنة 1994، و لقد تميز سوق الخرطوم للأوراق المالية عن باقي قوانين الدول المجاورة بالتالي:

1- إن التعاملات في سوق الخرطوم للأوراق المالية تتم وفق قواعد الشريعة الإسلامية، ولا تسمح بأي نوع من التبادل لا يتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية والصيغ الإسلامية المتاحة.

2- وجود قانون صكوك التمويل والذي يمثل بديلا لنظام السندات(Debentures) القائم على الاستثمار بالفائدة و الموجود في الأنظمة الربوية.

3- وجود هيئه رقابية شرعية تشرف على كل المعاملات في سوق الخرطوم للأوراق المالية.

4- إدراج عدد واسع من المصارف الإسلامية للنشاط على مستوى سوق الخرطوم للأوراق المالية.

5- قيام بنك السودان بإنشاء بنك الاستثمار المالي لتنشيط وتطوير العمل في سوق الخرطوم للأوراق المالية و الصكوك وغير ذلك من محافظ تمويلية.

ثالثا: أهداف سوق الخرطوم للأوراق المالية

نص قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية علي أن تكون للسوق الأهداف التالية [1]:

1- تنظيم و مراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بيعاً و شراءً.

2- تشجيع الادخار وتنمية الوعي الاستثماري بين المواطنين وتهيئة الظروف الملائمة لتوظيف المدخرات في الأسواق المالية مما يعود بالنفع على المواطن والاقتصاد السوداني .

3- العمل علي توسيع وتعزيز الملكية الخاصة للأصول الإنتاجية في الاقتصاد الوطني وعلى نقل الملكية العامة للأصول الرأسمالية للدولة إلى أوسع الفئات الوطنية .

4- العمل على زيادة مستويات الإنتاج في الاقتصاد من خلال تمويل الفرص الاستثمارية التي تؤدي إلى رفع مستويات الإنتاج و بالتالي رفع مستويات التشغيل بهدف تحقيق مستويات أفضل للدخل على المستوى الفردي و القومي.

5- تطوير وتنمية سوق الإصدارات وذلك بتنظيم ومراقبة إصدارات الأوراق المالية وتحديد الشروط والمتطلبات الواجب توافرها في نشرات الإصدار عند طرح الأوراق المالية للاكتتاب العام من قبل الجمهور.

[1]- سوق الخرطوم للأوراق المالية، التقرير السنوي الرابع عشر 2008، ص 11.

6- ترسيخ أسس التعامل السليم والعادل بين فئات المستثمرين وضمان تكافؤ الفرص للمتعاملين في الأوراق المالية حماية لصغار المستثمرين.

7- اقتراح كيفية تنسيق البيانات المالية والنقدية وحركة رؤوس الأموال و الإشراف على السياسة المتعلقة بتنمية مصادر التمويل المتوسط والطويل الآجل في السودان ومن ثم تحقيق أهداف التنمية الاقتصادية.

المطلب الثاني: صناعة الصكوك الإسلامية في السودان

تميزت السودان عن باقي دول العالم بتجربة مميزة في مجال صناعة الصكوك الحكومية (السيادية)، و فيما يلي عرض لأهم إصداراتها من هذه الصكوك:

أولا: شهادات مشاركة البنك المركزي (شمم)

تعرف شهادة شمم بأنها شهادة مشاركة تمكن حاملها من مشاركة بنك السودان في ملكيته لأسهمه التجارية، و هي عبارة عن صكوك تمثل حصصاً محددة في صندوق خاص يحتوي على أصول حقيقية مملوكة لبنك السودان المركزي و وزارة المالية في مؤسسات مصرفية ربحية (قاعدة الشهادات)، و هي بذلك نوع من تصكيك الأصول، و تصدر هذه الشهادات على أساس مبدأ المشاركة في الربح و الخسارة للأصول المكونة للشهادة، و تم إصدار هذه الشهادات في جوان 1998، و تتمثل خطوات إصدار هذه الشهادات فيما يلي:

1) يحصر بنك السودان عدداً معلوماً محدداً من الشهادات إستناداً إلى قيمة الصندوق، و تكون قيمة كل شهادة عند إصدارها جزءاً من قيمة الصندوق الكلية.
2) يعلن بنك السودان للجمهور عن إنشاء الصندوق و محتواه و عدد الشهادات المصدرة إليه.
3) يدعو بنك السودان الجمهور لمشاركته في الصندوق و أرباحه عن طريق بيع جزء من حصته في الصندوق مقدرة بعدد معلوم من الشهادات.
4) يصبح مشتري الشهادات مالكاً مشاركاً لبنك السودان في الصندوق بنسبة قيمة شهاداته للقيمة الكلية للصندوق، أو نسبة عدد الشهادات المملوكة للمشتري لعدد الشهادات الكلي.
5) يشارك مشتري الشهادات بنك السودان في إجمالي أرباح الصندوق المحولة من البنوك التجارية بنسبة حصته.
6) يحق لمشتري الشهادات أن يحتفظ بملكية هذه الشهادات أو أن يبيعها إلى بنك السودان أو لأي مستثمر آخر.

ثانيا: شهادات المشاركة الحكومية (شهامة)

قامت وزارة المالية و الاقتصاد الوطني في 1999/05/08 بطرح أول إصدار لشهادات المشاركة الحكومية شهامة عن طريق شركة السودان للخدمات المالية، و هي الشركة التي تعمل وكيلاً و مروجاً للأوراق المالية الحكومية، و تمثل هذه الصكوك حصصاً محدودة في صندوق خاص يحتوي على أصول حقيقية لعدد من المؤسسات بنسب مساهمة متفاوتة، فشركة أرياب تمثل 31% و شركة سوداتل تمثل 28%، و الشركة السودانية للمناطق و الأسواق الحرة تمثل 16%، في حين تمثل مساهمة الشركات الأخرى 25%، و تتسم هذه المؤسسات بربحيتها العالية الناتجة من الإدارة المتميزة، و يتم إصدار هذه الشهادات من قبل وزارة المالية و الاقتصاد الوطني مقابل حقوق ملكيتها في تلك الشركات و الهيئات و المؤسسات الرابحة نيابة عن جمهور السودان، و تتيح لحاملها المشاركة في الأرباح التي تتحقق من أعمال مجموع الشركات و المؤسسات التي تكون الصندوق و الذي أصدرت مقابله الشهادات، و في الغالب يتم تصفية هذه الصكوك بعد عام من شراء هذه الشهادات و حينها يحصل حامل الشهادة على قيمتها و نصيبه من الأرباح، كما تم إدراج هذه الشهادة في سوق الخرطوم للأوراق المالية، و كذا قابليتها للتداول بين الجمهور و البنوك و المؤسسات، و يمكن توضيح آلية عمل شهادات شهامة كما يلي: تنبني العلاقة في شهادات شهامة وفقاً للاتي :(المستثمرون ,الشركة , الوزارة وهي الجهة المالكة لمكون الشراكة).

1) تبني العلاقة بين المستثمرين والشركة علي قيام الشركة بتقديم المشورة المالية وتمليك المستثمرين المعلومات المرتبطة بالأداء للأصول المكونة للشراكة.
2) تنشئ الشركة الصندوق نيابة عن الوزارة ويوضح تحت إدارتها بغرض إصدار الصكوك مقابل عمولة قدرها 2% يتم تحصيلها من الوزارة.
3) يمثل الصك بعد استثماره موجودات قائمة وحقيقية لمكون الشراكة.
4) يتحدد العائد على الصكوك وفق الأداء المالي لمكون الشراكة.
5) لا يجوز للمستثمر سحب رأسماله أو أي جزء منه قبل تاريخ الاستحقاق ولكن له حق تداوله في السوق.

ثالثا: صكوك الاستثمار الحكومية (صرح)

هي عبارة عن وثيقة ذات قيمة اسمية محددة بالجنيه السوداني تتيح لحاملها المشاركة في أرباح تمويل المشروعات الحكومية، عن طريق عقود الإجارة و المرابحة و الاستصناع و السلم بغرض تحقيق الربح، تصدرها وزارة المالية و الاقتصاد الوطني نيابة عن حكومة السودان، و تتم إدارتها و تسويقها في السوق الأولية عبر شركة السودان للخدمات المالية، تم إصدارها لأول مرة في ماي 2003، و تتمثل آلية عمل صكوك صرح فيما يلي[1]:

1) تدعو الشركة المستثمرين للإكتتاب في الصندوق لآجال معينة و بقيم محددة للصكوك، و تصدر الشركة لكل مستثمر صكوكاً بقيمة استثماره.
2) يتم الاستثمار في الصندوق على أساس المضاربة المقيدة، و يخضع لجميع ضوابطها الشرعية، بحيث يكون التعامل مع الحكومة فقط.
3) تنشئ شركة السودان للخدمات المالية الصندوق و يوضع تحت إدارتها بصفتها المضارب (المدير).
4) لا يجوز لرب المال(حملة صكوك صرح) سحب رأسماله أو أي جزء منه قبل تاريخ الاستحقاق، و له حق تداوله في سوق الخرطوم للأوراق المالية.
5) تلتزم الشركة بأن تكون الغلبة في موجودات الصندوق للأعيان.
6) يتحدد صافي الأرباح بين المضارب و رب المال (حامل صك صرح) بنسبة 92% للحامل و 8% للمضارب.
7) عند انتهاء فترة الصكوك يتم استردادها بقيمتها بالجنيه حسب التنضيض الحقيقي لأصولها عند تاريخ الاستحقاق.

[1]- نشرة إصدار صكوك الاستثمار الحكومية، الإصدار الرابع عشر، جانفي 2009، ص 21.

رابعا: شهادات إجارة البنك المركزي (شهاب)

تم إصدار هذه الشهادة في 30 أوت 2005، و ظهرت كبديل عن شهادات مشاركة البنك المركزي (شمم)، و هي عبارة عن ورقة مالية تمثل حصصاً محددة في صندوق خاص يحتوي على الأصول المملوكة للبنك السودان المركزي، تستند على عقود الإجارة و اعتمدت هذه الشهادات على تصكيك أصول البنك المركزي الثابتة في العاصمة و الولايات من خلال عملية بيع في شكل صكوك للجهاز المصرفي ثم إعادة استئجارها بواسطة البنك المركزي، مقابل أجرة محددة 1%، و تمثل شهادات شهاب نوعاً من الصناديق المفتوحة، و هي قابلة للتداول بين البنوك و مع البنك المركزي فقط، و يلاحظ أنها غير مدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية، و يمكن توضيح آلية عمل شهادات شهاب من خلال الخطوات التالية:

تقوم العلاقات التعاقدية بين الأطراف الآتية: (المستثمرون، الشركة (الوكيل المؤجر)، البنك وهو البائع للأصل والمستأجر له)، حيث تكيف العلاقة بين المستثمرين والشركة على أساس عقد الوكالة، و بين الشركة (الوكيل) والبنك على أساس شراء الأصل وتأجيره له (إجارة العين لمن باعها المجازة من الهيئة العليا).

1) تدعو الشركة المستثمرين للاكتتاب في الصندوق بغرض شراء أصول البنك وفق الجدول المرفق وذلك بقيم محددة وتصدر الشركة لكل مستثمر صكوكاً بقيمة استثماره.
2) تكوّن الأموال المكتتب بها الصندوق ويوضع تحت إدارة الشركة بصفتها الوكيل.
3) تقوم الشركة باستثمار أموال الصندوق بصفتها وكيلاً عن المستثمرين لشراء أصول البنك وتأجيرها له.
4) يمثل الصك بعد استثماره موجودات قائمة وحقيقية هي الأصول المملوكة للصندوق.
5) يجوز لحملة الصكوك تداول صكوكهم في السوق أو بيعها في سوق ما بين البنوك.
6) تتمثل مستحقات حامل الصك في الأجرة الشهرية و قيمة الصك في السوق.

خامسا: شهادات صندوق الاستثمار الجماعي بالعملات الأجنبية (شموخ)

هي عبارة عن وثيقة ذات قيمة إسمية محددة، و تم إصدارها في أفريل 2009 بغرض تمكين بنك السودان المركزي من إدارة موارد البلاد بالنقد الأجنبي و إيجاد فرص استثمارية تحقق ربحاً لحملة هذه الشهادات، و يتحقق ذلك بإصدار شهادات استثمارية و عرضها للمستثمرين، و يلاحظ أنها لم تدرج في سوق الخرطوم للأوراق المالية.
بالإضافة إلى تلك الأنواع من الصكوك الاستثمارية الإسلامية الحكومية السودانية هناك نوع آخر يسمى شهادات إجارة مصفاة الخرطوم للبترول (شامة)، أصدرت في 27 أكتوبر 2010، و هي عبارة عن صندوق استثماري متوسط الأجل قائم على أساس عقد الإجارة الإسلامية بغرض تجميع الموارد المالية من المستثمرين عن طريق عقد الوكالة الشرعية، لتوظيفها في شراء أصول المصفاة و تأجيرها لوزارة المالية إجارة تشغيلية، لتحقيق عوائد مجزية للمستثمرين فيها تتراوح ما بين 12% و 14% سنوياً، و في ديسمبر 2010 أدرجت هذه الشهادات في سوق الخرطوم للأوراق المالية[1]، إلا أنه لا توجد معلومات كافية عنها كنشرة الإصدار مثلاً.

المطلب الثالث: الصكوك الإسلامية المتداولة في سوق الخرطوم للأوراق المالية

من خلال الاطلاع على نشرات التداول الشهرية لسوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة (2005-2010)، نجد ثلاثة أنواع من الصكوك الحكومية السودانية تم إدراجها و تداولها في السوق، تتمثل في كل من شهادات المشاركة الحكومية(شهامة)، صكوك الاستثمار الحكومية (صرح)، شهادات إجارة مصفاة الخرطوم للبترول (شامة)، أما بالنسبة لشهادات إجارة البنك المركزي (شهاب) نجد أن تداولها يتم في سوق ما بين البنوك فقط دون السوق الثانوية، و بناءً على ذلك سوف تقتصر دراستنا على الصكوك الحكومية السودانية المدرجة فقط (شهامة، شامة و صرح)، من خلال إعطاء نظرة حول عدد و قيمة تداولها و مقارنتها مع قطاع الأسهم المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية.

[1]- التقرير السنوي الخمسون، بنك السودان المركزي، 2010، ص 36.

أولا: عدد و قيمة تداول الصكوك الحكومية السودانية بسوق الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة 2005-2010

يمكن توضيح عدد و قيمة الصكوك الحكومية السودانية و الأسهم المتداولة بسوق الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة 2005-2014 من خلال الجدول الموالي:

الجدول رقم (4-7): عدد و قيمة الصكوك الحكومية السودانية و الأسهم المتداولة بسوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة(2005-2010)

التعيين	2005	2006	2007	2008	2009	2010
عدد إصدارات(شهامة+شامة) المدرجة	42	33	21	28	34	40
قيمة تداول الشهادات (جنيه سوداني)	194.407	799.90	1068.59	1283.23	1836.25	2157.93
عدد إصدارات صكوك الاستثمار الحكومية(صرح)	4	7	6	9	13	12
قيمة تداول صكوك الاستثمار(صرح) مليون جنيه سوداني	35.97	112.58	113.51	76.08	126.80	70.15
إجمالي إصدارات الصكوك الحكومية السودانية المدرجة	46	40	27	37	47	52
إجمالي قيمة تداول الصكوك الحكومية السودانية(مليون جنيه سوداني)	230.38	912.48	1182.11	1359.23	1963.06	2228.09
عدد الأسهم المدرجة (سهم)	274366808	188659120	89680785	12600742	3473469	3803710
قيمة تداول الأسهم (مليون جنيه سوداني)	975.30	1147.98	600.691	472.48	245.50	182.97

المصدر: نشرات التداول الشهرية لسوق الخرطوم للأوراق المالية و التقرير السنوي 2010.

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه، أن سنة 2010 شهدت أكبر عدد في إصدارات الصكوك الحكومية المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية، و يرجع ذلك لعدد كبير من إصدارات صكوك شهامة بالسوق خلال سنة 2010، و يلاحظ أن سنتي 2006 و 2007 شهدتا تراجعاً في عدد الإصدارات المدرجة بالسوق حيث سجلت سنة 2007 أعلى تراجعاً مقارنة بسنة 2005، إلا أن الإتجاه العام لعدد إصدارت الصكوك المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية ظهر في تزايد خلال السنوات من 2008 إلى غاية سنة 2010، كما نلاحظ أن عدد إصدارات شهامة تمثل 79% من إجمالي عدد الصكوك الحكومية في سوق الخرطوم للأوراق المالية فيما تمثل صكوك صرح المدرجة بالسوق ما نسبته 21% من إجمالي الإصدارات.

و بالنسبة لصكوك شامة فتم إصدارها في 2010/10/27 و إدراجها في سوق الخرطوم للأوراق المالية في ديسمبر 2010، حيث بلغ عدد صكوكها المتداولة 78 صكاً.

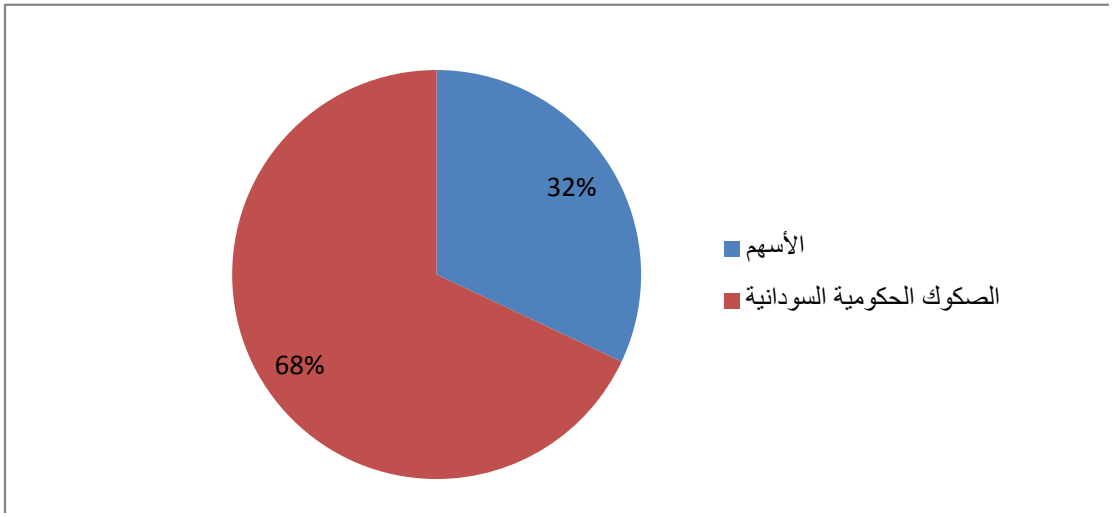
أما بالنسبة لقيمة تداول الصكوك الحكومية في سوق الخرطوم للأوراق المالية، فنلاحظ أن الإتجاه العام لقيمة التداول في تزايد مستمر خلال سنوات فترة الدراسة 2005-2010، حيث شكل معدل قيمة التداول السنوي لصكوك المشاركة الحكومية شهامة ما نسبته 91% من معدل قيمة التداول الإجمالية للصكوك المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية مقارنة مع 9% معدل قيمة التداول السنوي في صكوك الاستثمار صرح خلال فترة الدراسة، في حين قدرت قيمة تداول صكوك شامة المتداولة في سوق الخرطوم للأوراق المالية 39.390.000 جنيه سوداني في ديسمبر 2010 تاريخ إدراجها.

أما خلال سنة 2012 فقد شهد سوق الخرطوم للأوراق المالية إدراج عدد كبير من الصكوك الإسلامية، حيث بلغ عدد الصكوك المتداولة في سوق الخرطوم للأوراق المالية ما يعادل 10.91 مليون جنيه، لتنخفض عدد الصكوك المتداولة في السوق إلى 8.43 مليون جنيه سنة 2013.

ثانيا: مقارنة قيمة التداول بين الصكوك الحكومية السودانية و الأسهم المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية

بالإعتماد على المعلومات الواردة في الجدول رقم (4-2) و المتعلقة بعدد و قيمة الصكوك الحكومية السودانية و الأسهم المتداولة بسوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة(2005-2010)، نحاول تقديم مقارنة بين قيمة التداول بين الصكوك الحكومية السودانية و الأسهم المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية، و ذلك من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم(4-11): مقارنة قيمة التداول بين الصكوك الحكومية السودانية و الأسهم المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة 2005-2010



المصدر: بالاعتماد على المعطيات الواردة في الجدول رقم (4-7).

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن الاتجاه العام لقيمة التداول بالنسبة للصكوك الحكومية السودانية المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية هو في تزايد مستمر خلال فترة الدراسة (2005-2010)، بينما يلاحظ الانخفاض الكبير و المستمر في قيمة تداول الأسهم المدرجة بالسوق رغم الزيادة الواضحة في عددها خلال فترة الدراسة، و بذلك يشكل معدل قيمة التداول في الصكوك الحكومية ما نسبته 68% من متوسط قيمة التداول الإجمالية في سوق الخرطوم للأوراق المالية مقارنة مع 32% متوسط قيمة التداول في الأسهم خلال الفترة (2005-2010).

المطلب الرابع: تحليل دور الصكوك الإسلامية في تنشيط سوق الخرطوم للأوراق المالية

للسودان الأسبقية التاريخية في تبني العمل المالي الإسلامي كمشروع دولة، و تعد تجربة إصدار الصكوك الإسلامية فيها رائدة و مميزة خاصة في مجال إصدار الصكوك الحكومية (السيادية)، و التي كانت من بين أهم أهدافها تعبئة الموارد لتمويل عجز الموازنة العامة و تمويل الأصول و المشروعات الحكومية، و في نفس الوقت أدوات مستوفية للمتطلبات الشرعية تصلح لإدارة السيولة داخل الجهاز المصرفي، و الذي يعمل بها بنك السودان حالياً ما يعرف بعمليات السوق المفتوحة للتحكم في عرض النقود، و تعتبر بهذا أول دولة إسلامية تصدر أوراقاً مالية متوافقة مع الشريعة بهدف إدارة السيولة.

و عليه فإن التجربة السودانية في إصدار الصكوك الحكومية تجربة متميزة حيث تستخدم صكوكاً للمشاركة و المضاربة بالإضافة إلى الإجارة، و هذه هي طبيعة العقود التي تقوم عليها الصكوك الحكومية الإسلامية المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية كصكوك شهامة القائمة على أساس صكوك مشاركة، و صكوك صرح القائمة على أساس صكوك مضاربة، و بذلك يمكن القول أن الصكوك الحكومية في السودان تتميز بالتنوع و كذا اختلاف طبيعة العلاقة بين أطرافها، بالإضافة إلى إختلاف أسس تحديد العائد عليها، و كذا قابلتها للتداول في سوق الخرطوم للأوراق المالية مما يوفر لها ميزة التمتع بالسيولة، حيث سجلت السودان عدداً من إصدارات الصكوك الحكومية الإسلامية تم إدراجها بسوق الخرطوم للأوراق المالية مثل صكوك المشاركة الحكومية شهامة و صكوك شامة و التي قدر عددها ب40 إصداراً سنة 2010، في حين قدرت عدد إصدارات صكوك الاستثمار الحكومية صرح ب 12 إصداراً خلال نفس السنة، أما بالنسبة لقيمة التداول السنوي فقد سجلت صكوك المشاركة الحكومية شهامة ما نسبته 91 % من معدل قيمة التداول الإجمالية للصكوك المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة 2005-2010.

كما تعمل حكومة السودان على إدراج عدد واسع من المصارف الإسلامية للنشاط على مستوى سوق الخرطوم للأوراق المالية، حيث تعتبر الصكوك الإسلامية من أهم الأدوات المالية الإسلامية التي تتعامل بها المصارف الإسلامية الأمر الذي يساهم في زيادة عدد الصكوك الإسلامية المتداولة في سوق الخرطوم للأوراق المالية و بالتالي تعمل هذه الصكوك على تنشيط سوق الأوراق المالية من خلال تفعيل دورها في تطوير جانب العرض في الأسواق المالية، بالإضافة إلى الدور الذي يمكن للصكوك الحكومية الإسلامية أن تلعبه في سوق الخرطوم للأوراق المالية و الذي يكون الغرض من ورائه دعم نشاط هذه السوق هو توفير المصداقية الشرعية كون الصكوك الإسلامية مبنية على أسس الشريعة الإسلامية الأمر الذي يجعل منها أداة مالية مقبولة من الناحية الشرعية من طرف شريحة واسعة من المستثمرين الذين يرغبون في توجيه أموالهم إلى استثمارات شرعية، و بالتالي توسيع دائرة التعامل بالصكوك الإسلامية و حجم الاستثمار بها داخل سوق الخرطوم للأوراق المالية و هو ما من شأنه المساهمة في تنشيط سوق الخرطوم للأوراق المالية.

و بملاحظة نشاط الصكوك الحكومية السودانية و مقارنتها مع الأسهم المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية، نستنتج أن الصكوك الحكومية تشكل عماد سوق الخرطوم للأوراق المالية و الأكثر تداولاً فيه و في تزايد مستمر، الأمر الذي يدل على الدور الكبير و الواضح للصكوك الحكومية السودانية بأنواعها المختلفة في تنشيط سوق الخرطوم للأوراق المالية و تفعيل التداول به.

و عموماً فإن للسودان تجربة رائدة و مميزة في إصدار الصكوك الإسلامية الحكومية (السيادية) بهدف تعبئة الموارد لتمويل عجز الموازنة و المشروعات الحكومية، و يستعملها بنك السودان المركزي حالياً لإدارة السيولة داخل الجهاز المصرفي في إطار ما يعرف بعمليات السوق المفتوحة للتحكم في عرض النقود، كما اعتمدتها السودان كأداة لتنفيذ السياسة النقدية للبنك المركزي بأدوات إسلامية، كما استطاعت السودان تجاوز عدداً من المخاطر و التحديات التي واجهتها الصكوك الإسلامية في دول أخرى كالمخاطر القانونية و الشرعية و مخاطر السيولة من خلال وجود سوق ثانوية نشطة لتداول الصكوك الحكومية.

إلا أنه و من خلال تحليلنا للصكوك الإسلامية المدرجة على مستوى سوق الخرطوم للأوراق المالية لاحظنا ضعفاً واضحاً و عدم اهتمام بالقدر الكافي بموضوع إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية على مستوى الجهات الرقابية و الإشرافية للدولة، أو على مستوى جهات الإصدار و سوق التداول، و حتى و إن وُجدت آليات لذلك فإنها لا ترقى إلى مستوى حجم و أهمية هذه الصناعة في السودان.

فعلى مستوى الجهات الرقابية للدولة نجد أغلب إجراءات و آليات إدارة المخاطر دائماً ما تتم لاستيفاء متطلبات إدارة الرقابة الوقائية لبنك السودان المركزي، و في حالة الصكوك التركيز على الضبط الشرعي (التركيز على المخاطر الشرعية)، و نلمس التجاهل لمختلف المخاطر الأخرى مثل مخاطر السوق و مخاطر التشغيل و مخاطر السيولة (من جهة المصدر)، حيث يعتبر بنك السودان المركزي أن الصكوك الحكومية السودانية في حد ذاتها أداة من أدوات إدارة المخاطر للمصارف السودانية، دون النظر للمخاطر التي قد تتعرض لها و أدوات التحوط منها، كمخاطر الصرف على سبيل المثال لا الحصر، و في حالة أخذها بعين الاعتبار تصبح تلك الصكوك الحكومية بالفعل أداة من الدرجة الأولى لإدارة المخاطر.

أما على مستوى سوق التداول، فلا نجد هناك أصلاً قسم أو إدارة في البنية التنظيمية له تُعنى بإدارة مخاطر السوق و الأوراق المالية المتداولة فيه، كما لا توجد هيئة رقابية و إشرافية مسؤولة عنه تصدر منشورات في مجال إدارة المخاطر تلزم السوق بتطبيقها وفقاً لسلطتها عليه.

بالنظر إلى النجاح الذي حققته الصكوك السيادية و التجربة الفريدة من نوعها التي شهدتها السودان في هذا المجال، فإنه يمكن اسقاط هذه التجربة على الجزائر لتشكل بذلك هذه الصكوك السيادية الإسلامية الأداة التمويلية الفعالة لتغطية عجز الميزانية للدولة و تنشيط بورصة الجزائر خاصةً في مرحلة ما بعد النفط.

المبحث الرابع:
دراسة و تحليل تجربة بريطانيا

مع تزايد قوة و نفوذ الأدوات المالية الإسلامية في العمليات المصرفية و الاقتصادية المختلفة، برزت الصكوك الإسلامية كواحدة من الأدوات التي استطاعت أن تجد لها موطئ قدم في أسواق المال العالمية، و تمكنت من استقطاب أعداد كبيرة من المستثمرين من مختلف دول العالم و ليس العالم الإسلامي فقط، إذ أصبحت الصكوك الموازية للسندات في الاستثمار المصرفي التقليدي متاحة للجميع أفراداً و شركات و حكومات في دول أوربا و آسيا و أمريكا.

المطلب الأول: الصيرفة الإسلامية في الدول الغربية

تحولت المصرفية الإسلامية إلى ظاهرة تكاد تكون عالمية، حيث شهدت الساحة الأوروبية في السنوات الأخيرة تسابقاً نحو الصيرفة الإسلامية زادت في وتيرته حدة الأزمة المالية العالمية 2008، و التي أدت بالعديد من عمالقة البنوك الرأسمالية إلى الإنهيار و الإفلاس، في حين لم تطل هذه الأزمة المصارف الإسلامية مما عزز التنافس الغربي على هذه المصارف و منتجاتها المالية التي أثبتت نجاعتها و كفاءتها في جذب رؤوس الأموال و استقطاب المستثمرين[1].

و انتقل قطاع التمويل الإسلامي في أوربا من النطاق الضيق إلى النطاق الواسع، فيما تأخذ المؤسسات و المصارف الغربية الأدوات الإسلامية بصورة متزايدة كخيارات تمويلية، و أصبحت بريطانيا و سويسرا مراكزاً عالمية لتطوير التمويل الإسلامي، كما أن الإهتمام بالتمويل الإسلامي أوروبياً ليس محصوراً بالمسلمين فقط بل هناك وعي متنام من غير المسلمين بهذه الخيارات البديلة التي تقدمها الصناعة المالية الإسلامية، و لا سيما في قطاع الصكوك حيث بلغت نسبة إقبال الأوروبيين من غير المسلمين 80% من العدد الإجمالي اسوق الصكوك الإسلامية، بإعتبارها أداة استثمارية جديدة و جديرة بالإهتمام مع دخل المزيد من المؤسسات المالية الإسلامية لهذا المجال.

و يزداد عدد البنوك و المؤسسات المالية الغربية التي تقدم خدمات مصرفية تتوافق مع تعاليم الشريعة الإسلامية في أوربا و آسيا يوما بعد يوم، و لم يقتصر نمو الظاهرة على الدول الأوروبية و أمريكا بل وصل إلى دول أمريكا الجنوبية و الصين و اليابان، التي من المنتظر أن تكون أولى الدول الصناعية الكبرى التي تصدر صكوك إسلامية، بعدما وقع "**البنك الياباني للتعاون الدولي**" خطته التي أعلن عنها لاجتذاب أموال من الدول الإسلامية الغنية بالبترول.

[1]- **لندن: التفوق في المالية الإسلامية**، مجلة التجارة و الاستثمار، العدد الثاني، 2007، ص 28.

كما أعلنت كذلك كل من اسبانيا، مالطا، ألمانيا، هولندا، بلجيكا و ايطاليا عن إنظمامها إلى قافلة البلدان المهتمة بالتمويل الإسلامي، بالإضافة إلى بعض البلدان الأخرى التي تشهد تجارب مصرفية إسلامية و لو بشكل محدود مثل السويد و الدانمارك، و في اسبانيا وقعت مؤسسة "حلال" التابعة للجمعية الإسلامية في اسبانيا سنة 2008 اتفاقية مبدئية مع مؤسسات مالية إسبانية و أوروبية لإنشاء نظام بنكي إسلامي بعيداً عن الربا المحرم في الدين الإسلامي.

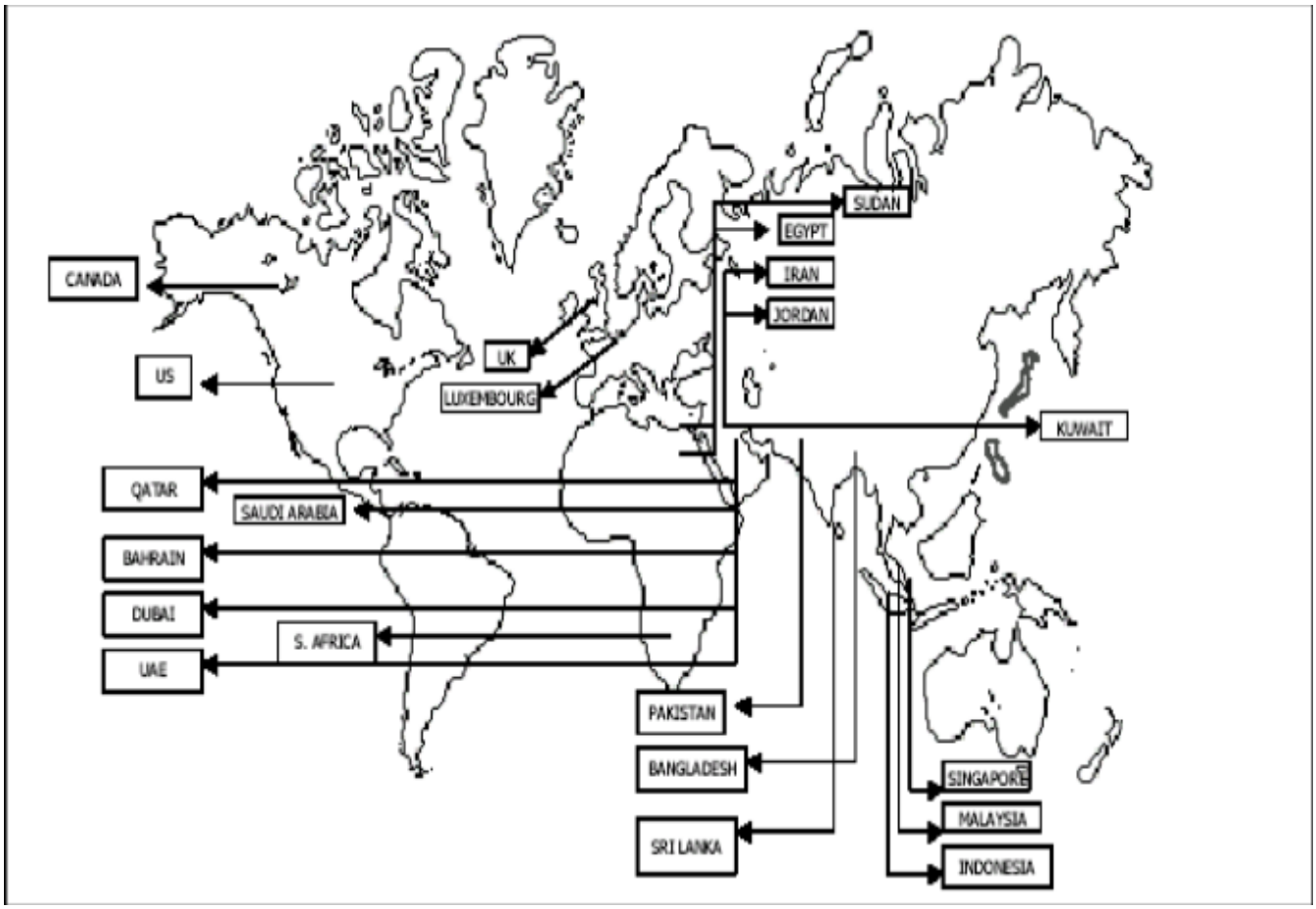
و في إيطاليا، أعلن في مؤتمر حواري "إيطالي-عربي" عن التمويل و الصيرفة عقد في البحرين سنة 2008 عن فكرة إدخال الصيرفة الإسلامية إلى السوق الإيطالية من خلال إنشاء مصرف إسلامي هناك بقيمة 100 مليون يورو.

و في فرنسا، قامت لجنة المالية في البرلمان الفرنسي بتنظيم دائرة مستديرة في ماي 2008 حول موضوع" التمويل الإسلامي" بحضور مختصين في المجال، تم من خلاله مناقشة تطور التمويل الإسلامي بفرنسا و التعديلات التنظيمية و القوانين المحتملة.

كما تم تأسيس المصرف الإسلامي الدولي في لوكسمبورغ سنة 1978، بهدف تأسيس أول بنك إسلامي في الغرب للعمل كمراسل للمصارف الإسلامية بالدرجة الأولى، و لخدمة الجاليات الإسلامية في الغرب بالدرجة الثانية، و قد حاولت الشركة القابضة الحصول على ترخيص بتأسيس هذا المصرف من عدة دول غربية إلا أن محاولاتها كانت دون جدوى بسبب حداثة العهد بنظام المصارف الإسلامية، و تعد لوكسمبورغ منطقة مناسبة فالصناديق الإسلامية عرفت نمواً معتبراً بها كصناديق الفنار الذي تم إطلاقه سنة 2003، و ما بين سنتي 1994 و 2001 تم إطلاق حوالي 120 صندوق إسلامي تم إنشاؤه، 60% منها تم الاستثمار بها على قاعدة دولية، في حين أن هذه الصناديق موجهة إلى مستثمرين مؤسساتيين، و في سنة 2004 مثل سوق الصناديق الإسلامية حوالي 3.3 مليار دولار، و ذلك بسبب دخول منتجات جديدة و التطور الاقتصادي بدول الخليج، فنجاح الملتقى الدولي حول التمويل الإسلامي الذي نظم في نوفمبر 2005 بمبادة من البنك المركزي للوكسمبورغ فتح المجال للفرص الحقيقية للمنتجات المالية الإسلامية.

و فيما يلي عرض لأهم الدول التي تعرض خدمات و منتجات إسلامية:

الشكل رقم(4-12): خريطة توزيعية لأهم الدول التي تعرض خدمات و منتجات إسلامية



المصدر: هند مهداوي، فاطمة صباح، رفيقة صباغ، **واقع و آفاق السوق المالية الإسلامية-دراسة تجارب لبعض البلدان الإسلامية و الغربية**، مجلة الواحات للبحوث و الدراسات، العدد 12، غرداية 2011، ص 561.

المطلب الثاني: واقع الصيرفة الإسلامية في بريطانيا

تعتبر بريطانيا البلد الأوربي الأكثر انفتاحاً على الثقافات العالمية، كان لها الفضل في احتضان وترخيص أول بنك إسلامي بمعايير تحترم الشريعة الإسلامية ومبادئ الصيرفة الإسلامية، وإعطاء تراخيص لبنوك تقليدية لفتح نوافذ للمنتجات الإسلامية (عقود المرابحة، المضاربة، المشاركة، الاستصناع، الإيجار..) حيث بلغ عدد البنوك التي تقدم منتجات تتوافق مع الشريعة الإسلامية إلى 22 بنكاً، منها 5 بنوك إسلامية و17 بنكاً تقليدياً له نوافذ يقدم من خلالها منتجات البنوك الإسلامية، و بهذا فهي تعتبر أكبر مركز للخدمات المصرفية الإسلامية في غرب أوربا.

ظهرت الصيرفة الإسلامية في بريطانيا بأواخر السبعينات وبداية الثمانينات (1978-1979) حيث سمحت الحكومة البريطانية لبعض الشركات الاستثمارية الإسلامية في العمل في لندن وكان أولها: شركة الاستثمار الإسلامية القابضة (Islamic Banking International Holding) عام 1978، وبعدها شركة بيت التمويل (Islamic Finance House)، وفي سنة 1987 دخلت مجموعة مصرف البركة العالمية التي استمرت في العمل إلى غاية 1993، حيث تطورت ودائعها من 28 مليون جنيه سنة 1983 إلى 154 جنيه سنة 1991، وفتحت فرعين في لندن وفرعاً آخر في بيرمنغهام، و لكن نتيجة للأزمة المالية التي عصفت بالسوق المالي بلندن أواخر الثمانينات وبداية التسعينات، اضطرت الحكومة البريطانية إلى تشديد المراقبة و الزيادة في الضرائب على المؤسسات المالية الأجنبية (قانون المصارف لسنة 1987)، و في سنة 1997 فتح المصرف المتحد الأهلي الكويتي فرعا له في لندن عرف بمشروع المنزل لتقديم تمويلات للجالية المسلمة عبر عقود المرابحة والإجارة.

وفي أكتوبر 2004 ولد أول بنك إسلامي بكل مواصفات الصيرفة الإسلامية، وهو البنك الإسلامي البريطاني (IBB) بعد مجهودات من الحكومة البريطانية لتعزيز دور الصيرفة الإسلامية في السوق المالي اللندني إيمانا منهم بمبدأ المنافسة. وبسبب تشديد دراسات الباحثين بشأن مستقبل الصيرفة الإسلامية في السوق اللندنية، ولعل أبرز هذه الوجوه (رودني ويلسون Rodney Wilson) الاقتصادي الذي يعتبر أحد أبرز الوجوه التي تنبأت وكتبت عن الصيرفة الإسلامية في بريطانيا، بعدها فتحت بنوك تقليدية نوافذ للمنتجات الإسلامية، كان أبرزها بنك:

- HSBC Amanah
- ABC International Bank
- Deutsh Bank, City Group

وحسب آخر إحصائيات وصل حجم الأصول المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في السوق المالية البريطانية إلى 27 مليار دولار سنة 2010 بنمو تراوح بين 7.3% إلى 7.23%، حيث تحتل لندن الرتبة الثامنة عالميا في استقطاب الأموال و الاستثمارات الإسلامية.

جدول رقم (4– 8): لائحة البنوك الإسلامية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في بريطانيا

بنوك تقليدية لها نوافذ في المنتجات الإسلامية	البنوك الإسلامية المتوافقة مع الشريعة في بريطانيا
- HSBC AMANAH - ABC International Bank - AHLI United Bank - Bank of Ireland - Barclays - BNP Paribas - Bristol & West - City Group - Deutsh Bank - Europe Arab Bank - IBJ International London - J Aron & Co - Lloyds Banking Group - Royal of Banking Scotland - Standard Chartered - UBS - United National Bank	- Islamic Bank of Britain - Bank of London and The Middle East - European Islamic Investment - Bank Gate House - QIB UK

Source :Report of the Institute The City UK in March 2012

المطلب الثالث: صناعة الصكوك الإسلامية في بريطانيا

بانطلاق بريطانيا من فكرة أن الصيرفة الإسلامية فرصة لإنعاش الاقتصاد الوطني و تشجيع الاستثمار الخارجي و الانفتاح على الأساليب الحديثة و أدوات التمويل البديلة التي تراعي الأبعاد القيمية، الأخلاقية و الإنسانية التي تفتقدها الصيغ الرأسمالية الحديثة قامت بصياغة تشريعات واضحة و نهائية بشأن التعامل مع نظام المصرفية الإسلامية و إسناد التراخيص لها، حيث عملت على مراجعة القوانين المصرفية و مساواة البنوك الإسلامية بالبنوك التقليدية فيما يتعلق بالضرائب و التسهيلات سنة 2004، لتصبح بذلك العاصمة الغربية الأولى للصيرفة الإسلامية، و حتى تبقى محافظة على مكانتها و تثبتها قامت سنة 2008 بإضافة قرارات جديدة تتعلق بمنح إعفاءات ضريبية على الصكوك الإسلامية، و هو الأمر الذي إعتبره الخبراء الماليون في لندن أهم إجراء تتخذه السلطات البريطانية لتشجيع نمو المصارف الإسلامية و تنشيط سوقها المالية، حيث تسمح هذه التشريعات للشركات المالية البريطانية بإعتبار الصكوك الإسلامية مثل السندات التقليدية التي تخصم فوائدها من أرباح الشركة قبل حساب الضريبة، أي أن الشركات البريطانية تستطيع خصم الفائدة من أرباح الشركة بحيث لا تدفع على هذه المبالغ ضريبة، في حين أن المبالغ التي تدفع على الصكوك لا تخصم من أرباح الشركة باعتبارها ليست فائدة(ربا).

في 21 أكتوبر 2009 تم إصدار صكوك إسلامية بقيمة 100 مليون دولار ببورصة البحرين ودبي من طرف المؤسسة المالية الدولية SFI وهي فرع للبنك الدولي، وتتميز هذه الصكوك أنها بدون مدفوعات مسبقة وبآجال إستحقاق خمس سنوات، هناك عشر صكوك متداولة في بورصة لندن بقيمة 5.1 بليون دولار سنة 2011، إضافة إلى اثنين في بداية سنة 2012، ليصل الحجم إلى قيمة 37 صك بالبورصة وبقيمة 20 بليون دولار، وست صكوك أخرى وصل تاريخ استحقاقها وتم شطبها، أي ما يعادل 42 صك وبقيمة إجمالية 24 بليون دولار، وكان بنك جيتهاوس Gatehouse Bank قد اصدر صكوك إسلامية بقيمة 1 مليار دولار بداية سنة 2011، في أول خطوة للتعامل بالصكوك الإسلامية ببريطانيا[1]، حيث تم وضع هيكل الصكوك على أساس عقد الإجارة، كما عملت الحكومة في المملكة المتحدة على إدخال مؤشر مالي إسلامي في بورصة لندن سنة 2013.

[1] -Anne-Sylvie Vassenaix-Paxton Avocat Associé Norton Rose LLP,L expérience britanique : **une source d'inspiration pour le développement de la finance islamique en France ?,**14 mai 2008

و في سنة 2014 قامت الحكومة البريطانية بإصدار أول صكوك سيادية متوافقة و أحكام الشريعة الإسلامية بقيمة 200 مليون جنيه استرليني أي ما يعادل 340 مليون دولار و التي يتم استحقاقها في سنة 2019 ، و كان الغرض من إصدارها هو تمويل مشاريع استثمارية في بريطانيا، لتكون بذلك أول صكوك إسلامية سيادية يتم طرحها من قبل حكومة غربية غير إسلامية، و تلقت الحكومة البريطانية طلبات اكتتاب في الصكوك التي طرحتها بأكثر من 11 ضعف الكمية المطروحة و التي قدرت ب2.3 مليار جنيه استرليني أي ما يعادل 3.9 مليار دولار أمريكي، و إكتتب فيها مجموعة واسعة من المستثمرين بما في ذلك صناديق الثروة السيادية و البنوك المركزية و المؤسسات المالية المحلية و الدولية، كما صرحت وزارة الخزانة البريطانية في بيان لها إن حاملي هذه الصكوك سوف يحصلون على عوائد تأجيرية، مبنية على أساس تأجير ثلاث عقارات مملوكة للحكومة البريطانية، حيث سيتم توزيع عوائد هذه العقارات على حاملي هذه الصكوك، بما يجعلها متوافقة مع أحكام الشريعة الاسلامية التي تحرم الربا، وتجيز العمل التجاري بما فيه تأجير العقارات[1].

المطلب الرابع: سوق الأوراق المالية في بريطانيا و الصكوك الإسلامية المدرجة بها

أولا: لمحة عامة حول سوق الأوراق المالية في بريطانيا

نشأت سوق الأوراق المالية في بريطانيا "بورصة لندن" في سنة 1802 و بقيت البورصة الأهم طيلة القرن 19، لكنها خسرت موقعها الطبيعي لصالح بورصة نيويورك، و لقد تجاوز عدد القيم المسعرة في بورصة لندن 9000 في النصف الثاني من عقد الثمانينيات، و هذا السوق يأتي حاليا في المرتبة الثالثة عالميا بعد كل من نيويورك و طوكيو، و إلى جانب بورصة لندن يوجد منذ سنة 1980 سوق موازية ثانية تعرف باسم Inlisted Securities Market.

و بورصة لندن مستقلة تماماً عن السلطات الرسمية، إذ أنه سوق خاص و على رأس البورصة يوجد مجلس البورصة منذ سنة 1948 الذي يضم 46 عضواً يجري تعيينهم من ضمن أعضاء البورصة، على أن يتم انتخاب سنويا ثلث الأعضاء لهذا المجلس من قبل أعضاءه السابقين.

و يقوم المجلس بالأدوار التالية:

- دور إداري يتمثل بإدارة مجلس البورصة، حيث يبث في القبول و الفصل أو إعادة القبول السنوي للأعضاء.
- دور تقني يتمثل في عملية تسجيل القيم بهدف تسعيرها و بتحديد آلية العمليات.

[1]- محمد عايش، **بريطانيا يسعى لتكون عاصمة الصيرفة الإسلامية في الغرب**، تاريخ النشر: 2014/06/28، تاريخ الإطلاع: 2016/02/16، متاح على الرابط : http://www.alarabiya.net/ar/aswaq/banks

- دور قضائي المتمثل في الفصل في كل نزاع لا يرفع أمام المحكمة العادية.

و أعضاء البورصة الذين يعينون من قبل المجلس يتوزعون بين**"Brokers"** و هم الوكلاء الذين يشترون و يبيعون لحساب الزبائن و يقومون بعمليات على مختلف القيم، و بين **"Jobbers"** الذين يقومون بالبيع و الشراء لحسابهم الخاص و يعتبرون مضاربين بالأوراق المالية.

و تعتبر بورصة لندن أهم مركز مالي على المستوى الأوروبي، حيث بدأت تسترجع مكانتها تدريجياً من خلال الإصلاحات التي قامت بها الدولة في هذا المجال، و قدمت مختلف التسهيلات للمتعاملين الماليين الدوليين، كما أن الخبرة الواسعة للوسطاء ساهمت بشكل كبير في إدارة المعاملات النقدية و المالية الدولية، و تطورت مكانتها في سوق اليورودولار، فبورصة لندن تمكنت من الحصول على عوائد كبيرة و مزايا من خلال تقديمها للتسهيلات المالية بواسطة قروض سندات دولية، و يصل عدد الأوراق المالية المسجلة في بورصة لندن ما يزيد عن 6000 سهم تقدر بنسبة 50% من إجمالي الأوراق المالية في بورصات أوربا منها 2000 سهم لشركات دولية و أوروبية، بحيث تؤثر على مؤشر أسعار البورصة بصفة أساسية، و يرجع إلى الأسباب التالية:

- خبرة طويلة في المعاملات.
- أهمية كبيرة للبورصات.
- سوق مستمرة للعملات الأجنبية.
- دور فعال لتنشيط الاستثمار للوسطاء الماليين.
- تخفيض الضرائب على الأرباح في الأوراق المالية.
- أدى تطبيق المعدلات النمطية للتداول في البورصة إلى زيادة الثقة مما جعل بورصة لندن من البورصات الرائدة في أوربا.

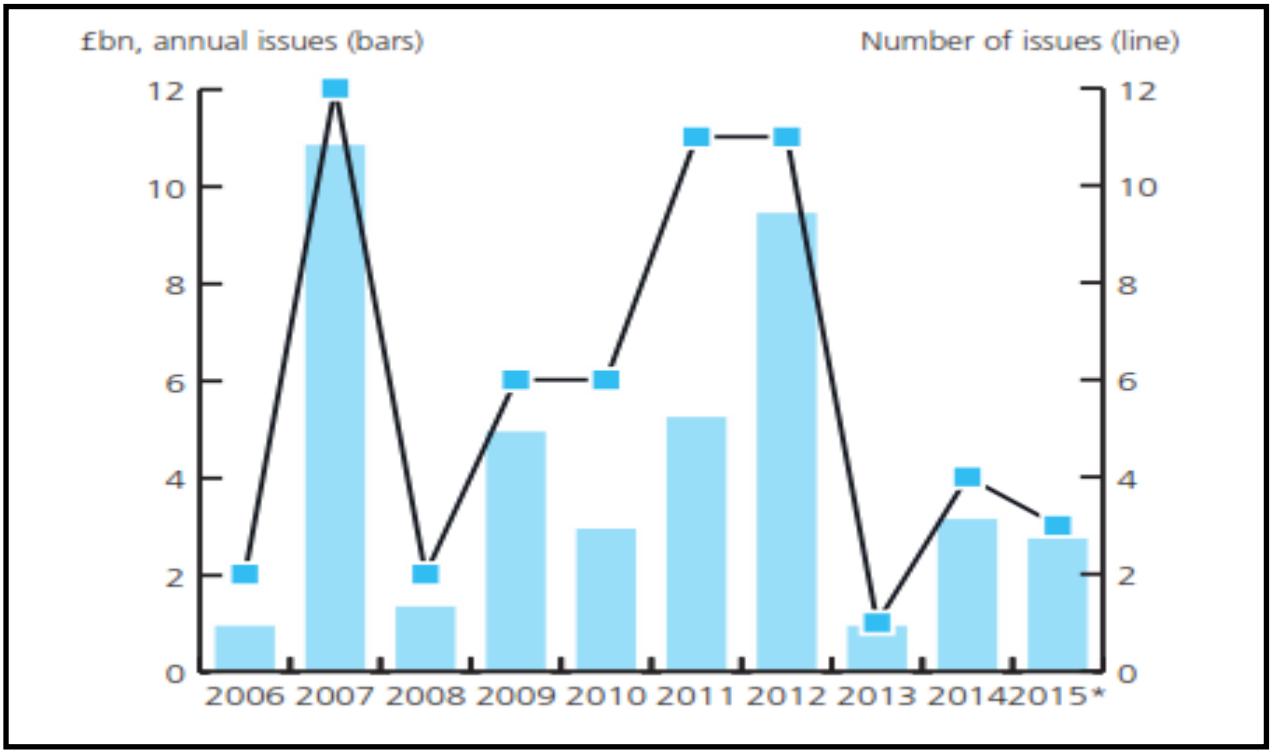
و بدأت البنوك الأمريكية و البريطانية في التعامل بالأوراق المالية من بورصة لندن بعد رفع حظر تعامل المؤسسات الدولية في البورصة سنة 1985[1].

[1]- وليد أحمد الصافي، **الأسواق المالية العربية: الواقع و الآفاق**، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2003، ص 83.

ثانيا: حجم الصكوك الإسلامية المدرجة في سوق الأوراق المالية ببريطانيا

عرفت حجم الصكوك الإسلامية المدرجة في بورصة لندن تفاوتاً من سنة إلى أخرى، و الشكل الموالي يوضح هذا التطور خلال الفترة من سنة 2006 إلى غاية شهر أوت 2015:

الشكل رقم(4-13): حجم الصكوك الإسلامية المدرجة في بورصة لندن خلال الفترة 2006-أوت 2015



Source: The UK: leading western centre for islamic finance, novembre 2015, p11.

*: إلى غاية شهر أوت 2015

نلاحظ من الشكل أعلاه أن حجم الصكوك الإسلامية المدرجة في بورصة لندن بلغ ذروته سنة 2007 حيث قدر ب6.8 مليون دولار أمريكي، و لكن سرعان ما تراجع حجم الصكوك المدرجة في بورصة لندن سنة 2008 ليصل إلى 1.1 مليون دولار أمريكي و ذلك بسبب الأزمة المالية العالمية 2008 و تداعياتها، و في سنة 2009 شهدت زيادة في حجم الصكوك المدرجة حيث كان من بين الصكوك المدرجة في بورصة لندن سنة 2009 صك EG capital ، و وصل إجمالي الصكوك المدرجة في بورصة لندن خلال هذه السنة 3.8 مليون دولار أمريكي، أما سنة 2010 فشهدت تراجع حيث قدرت حجم الصكوك الإسلامية المدرجة في بورصة لندن 2.5

مليون دولار أمريكي و ذلك بسبب أزمة الديون السيادية في القارة الأوروبية بدءاً من اليونان ووصولاً إلى إيرلندا الجارة لبريطانيا، لتسجل سنة 2011 و 2012 زيادة واضحة في حجم الصكوك الإسلامية المدرجة في بورصة لندن و التي قدرت ب5.1 مليون دولار أمريكي و 6.2 مليون دولار أمريكي على التوالي، و هذا راجع إلى اهتمام بريطانيا بالصناعة المالية الإسلامية و سعيها لأن تصبح مركزاً عالمياً للصيرفة الإسلامية.

المطلب الخامس: تحديات صناعة الصكوك الإسلامية في الدول الغربية

هناك جملة من التحديات تواجه المالية الإسلامية عموما و الصكوك الإسلامية على وجه الخصوص في الدول الغربية يمكن تلخيصها في الآتي:

1- التكَيُّف مع البيئة الغربية بتعقيداتها القانونية والثقافية واللغوية والعرقية، وحساسية بعض مكوناتها اتجاه اللافتة الإسلامية و الشعار الإسلامي، و خلطها بين التعامل بأدوات المصرفية الإسلامية والتحريض على الطائفية، و هذه البيئة المعقدة بحاجة إلى التحلي بكثير من الحكمة و الوضوح و الشفافية و المرونة .

2- الجهل بمبادئ عمل الصكوك الإسلامية عند الكثيرين من الدول الغربية، على الرغم من تواجد أقليات مسلمة بها، و يمكن إرجاع ذلك إلى تحدي آخر تواجهه الصكوك الإسلامية على مستوى منبعها الأصلي(الدول الإسلامية) و هو تحدي الخلافات الشرعية بين الفقهاء من شتى المذاهب، خصوصا بعد تصريح الشيخ محمد تقي عثماني بأن 85% من الصكوك المصدرة في العالم غير مطابقة للشريعة الإسلامية.

3- تحدي الرقابة الشرعية :من أبرز هذه التحديات التي تعترض تجربة الصكوك الإسلامية ندرة علماء الشريعة المؤهلين لتقييم المنتجات الإسلامية قياسا بحجم النشاط الذي يمارس، يضاف إلى ذلك ضعف التنسيق بين الهيئات الشرعية المتواجدة وغياب وحدة المرجعية الشرعية في كل بلد، و ما قد ينتج عن تضارب الفتاوى الفقهية التي تسند للمصارف من جهات مختلفة.

4- التنافسية الكبيرة مع السندات التقليدية بالنظر لعراقة هذه الأداة و تميزها بالإستقرار مقارنة بالمنتجات الأخرى للتمويل التقليدي، إضافة إلى حداثة تجربة الصكوك الإسلامية و ما لها من وقع التخوف لدى الكثير من المتعاملين سواء في دول إسلامية أو غير إسلامية.

5- نقص الكوادر البشرية المؤهلة :إن ازدياد أعداد المؤسسات المالية الإسلامية في اوروبا والنمو في حجمها يعني الحاجة إلى المزيد من العناصر البشرية المدربة التي تحتاجها هذه المؤسسات.

6- عدم وجود سوق ثانوية لتداول الصكوك الإسلامية، إذ يعتبر ضعف التداول أحد المخاطر و التحديات التي تواجه الصكوك الإسلامية.

خلاصة الفصل:

قمنا من خلال هذا الفصل عرض لتجارب عدد من الدول أدرجت الصكوك الإسلامية في أسواقها المالية، و إظهار الدور الهام الذي قامت به في تنشيط و تنمية هذه الأسواق المالية، حيث أن استخدام الصكوك الإسلامية و التوسع في التعامل بها من شأنه أن يؤدي إلى تدعيم و تفعيل دور الأسواق المالية من خلال توسيع تشكيلة الصكوك الإسلامية المتداولة بها و توسيع قاعدة المؤسسات المشتركة في السوق المالي و التي تتعامل في الصكوك الإسلامية إصداراً و تداولاً، مما يؤدي إلى تنشيطها، كما أن كفاءة السوق المالية تزداد بزيادة كمية و نوعية الصكوك الإسلامية نظراً لما يترتب عليها من تعميق للسوق و اتساعٍ له، و هذا ما عملت على تحقيقه هذه التجارب الدولية، حيث خلصت دراستنا إلى النتائج التالية:

- عرفت ماليزيا ريادة دولية و عالمية من حيث إصدارات الصكوك الإسلامية بمختلف أنواعها في ظل وجود سوق للصكوك يتم فيها إصدارها و تداولها، و لأجل تفعيل دور الصكوك الإسلامية بسوق الأوراق المالية الماليزية عملت هيئة الأوراق المالية على إصدار أنواع معينة فقط من الصكوك الإسلامية منها ما هو قائم على أساس عقود المداينات و منها ما قام على أساس عقد المشاركة، حيث ساهم كل نوع من هذه الصكوك في تنشيط و تفعيل التداولات بسوق الأوراق المالية الماليزية.
- تعتبر الإمارات العربية رائدة في مجال إصدار الصكوك الإسلامية و تداولها على مستوى سوق أوراقها المالية، حيث احتلت المرتبة الأولى في دول مجلس التعاون الخليجي من حيث حجم الصكوك المصدرة و المتداولة، خاصة بعد المبادرة التي أطلقها حاكم دبي و الذي كان الهدف من ورائها جعل دبي مركزاً عالمياً للصكوك الإسلامية، الأمر الذي ساهم في ارتفاع حجم إصدارات الصكوك الإسلامية في فترة قصيرة، كما اعتمدت عليها الإمارات العربية في تنشيط سوق أوراقها المالية بزيادة أحجام الإدراج و تداول الصكوك على مستوى سوقيها سوق دبي المالي و سوق أبوظبي للأوراق المالية، و كذا إصدار معايير متعلقة بإصدار و تداول و إدراج الصكوك الإسلامية في الأسواق المالية.
- تعتبر السودان أول دولة عربية إسلامية قامت بأسلمة نظامها المالي بأكمله و نجحت في تفعيل دور الصكوك الإسلامية في تنشيط سوق أوراقها المالية، و ذلك من خلال عدد الإدراجات الواسع بالإضافة إلى التنويع في هذه الإدراجات من الصكوك الإسلامية.
- لم تبقى الصناعة المصرفية الإسلامية حكراً على المسلمين فقط بل اعتمدتها حتى الدول الغربية، و تعتبر بريطانيا من أكثر الدول الغربية التي سعت إلى تطبيق النظام المالي الإسلامي و مختلف مبادئ الصيرفة الإسلامية في تعاملاتها، حيث توسعت في إدراج عدد كبير من الصكوك الإسلامية على مستوى بورصة لندن ليساهم ذلك في تنشيط هذه البورصة و تفعيلها.

خاتمة عامة

تربط سوق الأوراق المالية ما بين أصحاب الفوائض المالية و أصحاب العجز المالي و ذلك في ظل وجود قنوات اتصال فعالة تعمل على تحسين تداول الأوراق المالية، كما تمثل الإطار المنظم لمختلف التعاملات الحاصلة فيها، كما تعمل على توفير التمويل للاقتصاد ككل بإيجاد سوق مالي كفء تهدف لتحقيقه عدد من الدول.

و في ظل التطورات التي شهدتها أسواق الأوراق المالية الدولية و ظهور لأدوات مالية حديثة، برزت الصكوك الإسلامية كإحدى هذه الأدوات التي استطاعت أن تخلق لنفسها مكانة مهمة بين المستثمرين، و هذا لتميزها بخصائص و ضوابط مختلفة عن باقي الأوراق المالية، و وجود لأنواع عديدة منها الأمر الذي زاد من حجم إصدارها و تداولها نتيجة زيادة الطلب عليها.

و قد تمحورت إشكالية بحثنا حول:" **ما هو دور الصكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية، و ما هو واقع تطبيقها في الأسواق المالية لمختلف الدول؟**"، و ذلك في ظل وجود أنواع عديدة منها و تداولها في أكثر من سوق مالي، و من خلال دراستنا لهذا الموضوع يمكن اختبار الفرضيات على النحو التالي:

- سمح وجود سوق أوراق مالية بتيسير تدفق الأموال من الفئات ذات الفائض المالي إلى الفئات التي تعاني من عجز مالي، و ذلك وفق شروط و إجراءات تنظيمية محكمة، ساهت إلى حد كبير في سهولة تعاملاتها في مختلف أقسامها و في تعدد أدواتها المالية المصدرة و المتداولة فيها، و مما زاد من أهميتها توفير الأطر و اللوائح التي تعمل على جعل المعلومة متاحة مما يضفي على السوق صفة الكفاءة، حيث أن سوق الأوراق المالية لا يمكن لها أن تقوم بوظائفها في غياب قنوات اتصال فعالة مهيكلة و منظمة، و هذا ما يثبت صحة الفرضية الأولى.
- إصدار الصكوك الإسلامية و تداولها في سوق الأوراق المالية في جميع مراحلها يبنى على شروط و ضوابط شرعية جعلها من أهم الميزات التي تتميز بها الصكوك الإسلامية عن باقي الأدوات المالية الأخرى، و تقرها اللجان الشرعية المعينة من قبل الجهة المصدرة، بعكس الأوراق المالية التقليدية من الأسهم و السندات التي لا تتوافر على هذه الضوابط و لا اللجان الشرعية، و هو الأمر الذي يقودنا إلى قبول صحة الفرضية الثانية.
- تعتبر الصكوك الإسلامية إحدى الأدوات المالية الحديثة المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، تصدر وفق ضوابط و آلية خاصة بها و لها أنواع عديدة، الأمر الذي ساهم في نموها و ازدهارها عن طريق إصدارها من قبل الحكومات و الشركات و توفير الأموال اللازمة لإقامة المشاريع الاستثمارية، و بالتالي كان لدور الصكوك الإسلامية الأثر الإيجابي في تنشيط الأسواق المالية و تفعيل التداولات بها، من حيث حجم الإصدار أو الأنواع المختلفة للصكوك المصدرة، و هو ما يقودنا إلى إثبات صحة الفرضية الثالثة.

- تعتبر الصكوك الإسلامية من أهم الأدوات المالية الإسلامية التي اعتمدها عدد من الأسواق المالية خاصة بعد الأزمة المالية العالمية 2008 بغرض إعادة الاستقرار لأسواقها المالية، إلا أن هذه الأداة لا تزال تواجه عدداً من التحديات خاصة في مجال الضوابط الشرعية لإصدارها و تداولها حيث نجد اختلاف في ذلك من دولةٍ لأخرى، و هذا ما يقودنا إلى إثبات صحة الفرضية الرابعة.
- تميزت تجربة الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية بالنجاح الكبير في السنوات الأخيرة، و ذلك أضفى عليها –بلا ريب– بأن تكون من أهم الأدوات المالية الإسلامية التي لاقت قبول من طرف عدد واسع من المستثمرين في سوق الأوراق المالية ليس فقط دول الإسلامية أو العربية و لكن حتى في الدول الغربية، حيث عملت هذه الدول على تنويع صيغ التمويل التي تقوم عليها الصكوك الإسلامية و كذا الرفع من حجم إصدارها و إدراجها بأسواقها المالية لتشكل بذلك هذه الصكوك الإسلامية أداةً ماليةً تجمع بين توجهات الشريعة الإسلامية و إعتبارات الكفاءة الاقتصادية بشكلٍ يساهم في تنشيط الأسواق المالية المتداولة بها، و هذا يقودنا إلى نفي صحة الفرضية الخامسة.

النتائج:

من خلال دراستنا لموضوع:" **دور الصكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية–دراسة تجارب دولية–**"، توصلنا إلى جملة من النتائج يمكن عرضها كما يلي:

- تمثل سوق الأوراق المالية القناة التي تيسر تدفق الأموال من الفئات الاقتصادية ذات الفائض المالي إلى الفئات الاقتصادية ذات العجز المالي، في ظل وجود لوسطاء ماليين كحلقة وصل بين المستثمرين و المدخرين، و توفر لأنواع مختلفة من أسواق الأوراق المالية المنظمة منها و غير المنظمة، و مصنفة إلى عدة تصنيفات على أساس معايير معينة، مما ساعد على زيادة جذبها للمستثمرين و اقبال الشركات و الأفراد على ادخار أموالهم، و هذا اضافة إلى تميزها بخصائص لا تتوفر في غيرها من الأسواق، و قيامها بعدة وظائف أدت بالثقة فيها أكبر.
- هناك جملة من الشروط لابد من توافرها لإقامة سوق أوراق مالية تتسم بالفعالية، و ذلك من خلال توفر المناخ الاستثماري المستقر و الوعي الاقتصادي و المالي للمستثمرين، بالإضافة إلى سهولة الاتصال بين المتعاملين و حجم المعاملات الخاصة بالورقة المالية.
- الصكوك الإسلامية هي ورقة مالية تمثل شهادات متساوية القيمة و لحصة شائعة في ملكية الموجودات عينية كانت أم منافع أم خدمات، تحقق لصاحبها دخلا دوريا و تصدر وفق عقد شرعي لتكون بديلا للسندات التقليدية، يتم تداولها بصورة متوافقة مع أحكام الشريعة الاسلامية، الأمر الذي أدى لزيادة ثقة المستثمرين للاستثمار فيها.

- حسب هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية فانه يوجد نحو أربعة عشر نوعا من إصدارات الصكوك الإسلامية تصنف إلى مجموعات على أساس طبيعة العقود التي قامت من أجلها، فنجد الصكوك القائمة على اساس عقد المشاركة و الصكوك القائمة على أساس عقد الإجارة و الصكوك القائمة على أساس عقد البيع، حيث تتميز صكوك الإجارة بخصائص تميزها عن باقي صكوك الاستثمار مما يجعلها الأكثر جذبا للحكومات و المؤسسات المالية و الشركات.
- تعتمد آلية إصدار الصكوك المالية الإسلامية على وجود أطراف عديدة تدخل في عملية الإصدار، كما تتعدد و تتنوع هياكل إصدار الصكوك الإسلامية بحسب الأصول و النشاطات المراد إصدار صكوك لها، ما من شأنه أن يوفر حلولاً متنوعة للشركات و الحكومات الراغبة في الاستفادة من تقنية التصكيك الإسلامي في الأسواق المالية.
- تتعرض الصكوك الإسلامية إلى جملة من المخاطر، منها المخاطر الإئتمانية و المخاطر المتعلقة بمخالفة الشريعة الإسلامية، و المخاطر العامة للسوق و غيرها، الأمر الذي يستوجب البحث عن الآليات الكفيلة لمواجهة هذه المخاطر.
- تعتمد الصكوك الإسلامية على عدد من الآليات التي من خلالها يمكن أن تبرز دورها الفعال في تفعيل و تطوير الأسواق المالية، ذلك أن أهمية إدراج الصكوك الإسلامية و تداولها في الأسواق المالية تكمن في الدور الذي يمكن لها أن تلعبه في تدعيم و تفعيل الأسواق المالية بفضل وظائفها و خصائصها و المزايا العديدة التي تتمتع بها، حيث يمكن لها أن تكون آلية لتطوير جانب العرض في الأسواق المالية و كذا آلية لإدراج مؤسسات مالية جديدة بها.
- استطاعت الأسواق المالية أن ترفع من كفاءتها و تزيد من معدلات رسملتها و توسيع قاعدة المؤسسات المشتركة بها و ذلك من خلال الصكوك الإسلامية، حيث ساهمت هذه الأخيرة في دعم نشاط الأسواق المالية بالإضافة إلى أدوارٍ أخرى تعتمدها الصكوك الإسلامية متعلقة عموماً بتوفير الشفافية و دعم بنية المعلومات في الأسواق المالية و كذا الجمع بين المصداقية الشرعية و الكفاءة الاقتصادية، و كما تساهم الصكوك الإسلامية في تمويل التنمية الاقتصادية، و هذه الأدوار جميعها تعمل على تنشيط الأسواق المالية المدرجة بها الصكوك الإسلامية.

- أثبتت تجارب الصكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية في الدول محل الدراسة أن حجم إصدارات الصكوك الإسلامية عرفت تطوراً بها و اهتماماً متزايداً باعتبارها أداة مالية إسلامية تساهم في تنشيط الأسواق المالية، حيث بينت هذه التجارب الدور الذي يمكن أن تلعبه الصكوك الإسلامية بأنواعها المختلفة و بخصائصها المتعددة التي تميزها عن باقي الأدوات المالية التقليدية، و كذا انضباطها بمبادئ و قواعد الشريعة الإسلامية إصداراً و تداولاً في زيادة حجم تداولات و التعاملات في الأسواق المالية العربية و الإسلامية و الغربية.
- تميزت التجربة الماليزية بالريادة بإصدار الصكوك الإسلامية و تداولها على مستوى سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزي بالشكل الذي ساهم في تفعيله و تنشيطه، حيث أقرت هيئة الأوراق المالية الماليزية أنواع محددة ليتم تداولها في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزي و هي صكوك البيع بالثمن الآجل و صكوك المرابحة و ذلك لاعتبارها كانت تشكل النوعين الرئيسيين للأدوات المالية الإسلامية الممكن إصدارها في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية، حيث كان الاعتماد عليها في تنشيط سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية و ذلك لسهولة عملية تصكيك الأصول و إصدار الصكوك، الأمر الذي انعكس بالإيجاب و القبول العام من طرف السكان الماليزيين لوجود أدوات إسلامية يمكن التداول بها في سوق الأوراق المالية، ثم ظهرت أنواع جديدة تمثلت في صكوك الاستصناع و صكوك المشاركة و المضاربة و الإجارة، و هذا لوجود القبول العام لها مما زاد في إصدارها و تداولها بشكل كبير خاصة بعد الأزمة المالية العالمية 2008، و عموماً فقد كان لإجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية دوراً إيجابياً في تنشيط سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية و ذلك لما تمثله من قيمة كبيرة يتم إصدارها و تداولها بهذه السوق.
- تلعب الإمارات العربية دوراً قيادياً و إقليمياً في مجال صناعة الصيرفة الإسلامية متصدرةً سوق التمويل الإسلامية في المنطقة، و برزت في طليعة دول العالم و قادت دول مجلس التعاون الخليجي من حيث حجم إصداراتها للصكوك الإسلامية لتحتل بذلك المرتبة الأولى خليجياً و عربياً، خاصة بعد إطلاق حاكم إمارة دبي في فيفري 2013 لمبادرة " دبي عاصمة الاقتصاد الإسلامي" بهدف جعل دبي مركز عالمي للصكوك الإسلامية، حيث ساهمت هذه الأخيرة في تنشيط و تفعيل سوق الإمارات للأوراق المالية بسوقيه سوق دبي المالي و سوق أبوظبي للأوراق المالية و ذلك من خلال تطوير جانب العرض في هاذين السوقين اعتماداً على الصكوك الإسلامية، حيث سمحت السوق بتداول الصكوك الإسلامية المصدرة من جهات مختلفة سواء كانت شركات و مؤسسات حكومية و شبه حكومية و وفق صيغ تمويلية متنوعة مثل صكوك الإجارة و صكوك المضاربة و صكوك الوكالة، كما ساهمت الصكوك الإسلامية بتوفير الشفافية و المصداقية في المعلومات الخاصة بها في سوق الإمارات للأوراق المالية الأمر الذي أسهم في رفع كفاءة هذه السوق و في توسيع قاعدة المؤسسات المشتركة في السوق الأوراق المالية للإمارات العربية و المتعاملة بالصكوك الإسلامية.

- للسودان الأسبقية التاريخية في تبني العمل المالي الإسلامي، و تعتبر تجربة إصدار الصكوك الإسلامية فيها رائدة و مميزة خاصةً في مجال إصدار الصكوك الحكومية و بهذا فهي تعتبر أول دولة إسلامية تصدر أوراقاً مالية متوافقة مع الشريعة الإسلامية، حيث اعتمدت تجربة الصكوك الإسلامية الحكومية في السودان على صيغتي المشاركة (حالة صكوك شهامة) و المضاربة (حالة صكوك صرح) حيث نشاطها أعتبر عماد سوق الخرطوم للأوراق المالية و الأكثر تداولاً فيه، حيث أن الاتجاه العام لحجم تداولها في تزايد مستمر خلال فترة الدراسة، بينما يلاحظ الانخفاض في تداول الأسهم، مما جعل سوق الخرطوم للأوراق المالية أكثر نشاطاً و تداولاً للصكوك الإسلامية.
- استطاعت بريطانيا الدخول في تجربة فعلية لإرساء الصيرفة الإسلامية و تسجيل سبق حقيقي على بقية الأقطار الأوروبية، و تطمح في السنوات القليلة المقبلة إلى أن تصبح مركزاً عالمياً في المالية و الصيرفة الإسلامية، حيث قامت بإطلاق عدد من البرامج لإصدار الصكوك الإسلامية و تم إدراج و تداول عدد منها في بورصة لندن، كما قامت الحكومة البريطانية بمراجعة القوانين المصرفية و مساواة البنوك الإسلامية بالبنوك التقليدية فيما يتعلق بالضرائب و التسهيلات سنة 2004، لتصبح بذلك العاصمة الغربية الأولى للصيرفة الإسلامية، و حتى تبقى محافظة على مكانتها و تثبتها قامت سنة 2008 بإضافة قرارات جديدة تتعلق بمنح إعفاءات ضريبية على الصكوك الإسلامية، و هو الأمر الذي اعتبره الخبراء الماليون في لندن أهم إجراء تتخذه السلطات البريطانية لتشجيع نمو المصارف الإسلامية و تنشيط سوقها المالية.
- يوجد أنواع عملية عديدة من الصكوك الإسلامية يمكن استخدامها في تنشيط الأسواق المالية و تمويل مشاريع التنمية الاقتصادية و تغطية العجز الموازني يمكن للجزائر أن تستفيد منها خاصةً في مرحلة ما بعد الاعتماد على النفط إذا عملت على إزالة كل العوائق القانونية و التنظيمية و الجبائية التي تحول دون نشر صناعة الصكوك الإسلامية في الجزائر.

المقترحات:

في ضوء النتائج المتوصل إليها، و لإثراء البحث في هذا الميدان و التعمق فيه أكثر، عمدنا إلى تقديم مجموعة من المقترحات للقائمين على أسواق المال أو مراكز البحث أو الحكومات أو الهيئات و المنظمات، أهمها:

- يجب على الجهة المشرفة على الصناعة المالية الإسلامية تطوير القاعدة الأساسية اللازمة لهذه الصناعة، و منها:

أ. وضع ضوابط شرعية و أدلة إجرائية تضمن سلامة الإصدارات الجديدة من الوقوع في مخالفات شرعية، لتمكين الهيئة الشرعية التي تقترح الورقة تشكيلها من ضبط عمليات الإصدار بالضوابط الشرعية.

ب. أن تضع ضوابط للصكوك القابلة للتداول و تلك غير القابلة للتداول.

ت. أن تنظم سوق ثانوية نشطة و متطورة لتداول الأسهم القابلة للتداول.

ث. أن تضع ضوابط تمكن الصكوك من العمل كأداة استثمارية بدلاً من أن تكون أداة تمويلية، و تعديل آلية عمل الصكوك بما يتوافق و هذا التوجه.

ج. وضع ضوابط لتحديد العلاقة التعاقدية بين حملة الصكوك و المصدر لها، و كذلك حدود المسؤولية و الحقوق و الواجبات لكل منهما.

- إعطاء حملة الصكوك الحق في اختيار المحاسب القانوني و تحديد عقده، لتمكينه من تحقيق أفضل درجات الافصاح و الشفافية التي تمكن حملة الصكوك من الاطلاع عن قرب على استثماراتهم بأفضل درجة من الافصاح و الشفافية.
- تشكيل هيئة تحكيم مستقلة من ذوي الخبرة، مرتبطة بالجهة المشرفة على السوق يمكن الرجوع إليها في حالة وجود خلاف بين حملة الصكوك و مصدر الصكوك، لاسيما في الحالات التي تتطلب تحديد مدى الإهمال أو التعدي من قبل مصدر الصكوك.
- ضرورة إيجاد بيئة تشريعية منظمة لإصدار و تداول الصكوك الإسلامية في الأسواق المالية نظرا لما توفره من استقرار و ضبط للمعاملات و حماية لها، و ضرورة إنشاء سوق للأوراق المالية الإسلامية تكون منفصلة في هيكلها عن باقي الأسواق الأخرى.
- ضرورة القيام بجهد إعلامي كبير للترويج لنشر ثقافة الصكوك الإسلامية في داخل البلاد الإسلامية و خارجها من أجل استقطاب الأموال الإسلامية التي يتم استثمارها في الخارج، من خلال تقديم مؤشرات عن الصكوك الإسلامية بالأسواق المالية مما يساهم في تنشيط سوق التداول و ينعكس بالإيجاب على أسواق الإصدارات.
- إضافة صفة الإلزام و التطبيق للضوابط و المعايير الشرعية في المؤسسات المالية الإسلامية، و ذلك بإصدارها على شكل قوانين و قبل ذلك يجوز أن تطرح على المجامع و المجالس العلمية و الفقهية إلى أن تجد إتفاقاً أو إجماعاً عليها، و هذا حتى لا يحدث انحراف في تطبيق هذه المعايير و تعتبر خروجاً عن أسس الاقتصاد الإسلامي.
- إدراج العامل التكنولوجي فيما يتعلق بتداول الصكوك الإسلامية في الأسواق المالية، بمعنى اعتماد آلية التداول الإلكتروني بين البائع و المشتري و الابتعاد عن التعقيدات الورقية و المتطلبات التعجيزية، هذا من شأنه تنشيط تداول الصكوك الإسلامية في الأسواق المالية.
- وضع تشريعات نافذة لتداول الصكوك الإسلامية بالأسواق المالية، فكلما كانت هذه التشريعات تأخذ بعين الاعتبار اليُسر في عملية التداول و إتاحتها للمستثمرين بها ضمن الضوابط المعقولة شرعاً و قانوناً كان نشاط تداول الصكوك الإسلامية في الاسواق المالية أفضل.

- ضرورة وضع سياسات تعريفية بالأسواق المالية و آليات تداول الصكوك الإسلامية و مدى تلاؤمها مع الشريعة الإسلامية و أحكامها، خاصةً و أن الفئات المستهدفة في الصكوك الإسلامية هم من يحرصون على تطبيق الأحكام الشرعية و البحث عن الأدوات المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.
- ضرورة إنشاء مراكز متخصصة تتكفل بإدارة و تنظيم الصكوك الإسلامية و وضع معايير فنية موحدة بين كافة المؤسسات المالية الإسلامية في الدول المختلفة، مع ضرورة إعداد البحوث و الدراسات و عقد المؤتمرات و الندوات في القضايا المتعلقة بآليات تداول الصكوك الإسلامية في الأسواق المالية لتقييمها و إيجاد سياسات أكثر فعالية لتدعيم دورها في تنشيط الأسواق المالية و الرفع من كفاءتها.
- العمل على توسيع مجال و نطاق التعاون و التنسيق المشترك بين الأسواق المالية في الدول الإسلامية و التقارب فيما بينها، لتبادل الخبرات و الاستفادة من تجارب الدول العربية و الإسلامية التي اعتمدت على الصكوك الإسلامية كسياسة للرفع من رسملة الأسواق المالية و توسيع قاعدة المؤسسات المدرجة بها، بهدف تفعيل هذه الأسواق المالية و دعم نشاطها.
- العمل على تقديم دورات تدريبية و ورشات عمل خاصة للعاملين و المتعاملين في الأسواق المالية في الدول التي تعمل بالصكوك الإسلامية في أسواقها المالية، مع العمل على ضرورة الاهتمام بتأسيس معاهد خاصة للتدريب لغرض تطوير الكوادر البشرية في هذا المجال، لأن كفاءة سوق الأوراق المالية تعتمد على الكوادر البشرية التي تؤمن بكرة العمل المالي الإسلامي و في نفس الوقت تملك المؤهلات و الخبرات العلمية و الفنية و الشرعية الكافية و اللازمة.

آفاق البحث:

إن البحث في موضوع" **دور الصكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية–دراسة تجارب دولية–**"، أظهر لنا أن له جوانب هامة مكملة لازالت في حاجة إلى المزيد من الدراسة و التحليل، و التي يمكن أن تكون كمقترحات لأبحاث أخرى، و لعل أهمها:

- دور الصكوك الإسلامية في تحقيق كفاءة الأسواق المالية الإسلامية في الدول العربية.
- الصكوك الإسلامية كآلية لدعم و تطوير الصيرفة الإسلامية.
- استراتيجيات تفعيل التعامل بالصكوك الإسلامية على مستوى الأسواق المالية–دراسة تجارب دولية–.
- دراسة أثر الصكوك الإسلامية على مؤشرات أسواق الأوراق المالية–دراسة مقارنة–.

المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

I. المصادر(القرآن الكريم):

1. سورة الذاريات، الآية 29.
2. سورة القصص، الآية 26.
3. سورة يوسف، الآية 55.

II. القواميس و المعاجم:

1. ابن رشد ، **بداية المجتهد ونهاية المقتصد**، دار الكتب الإسلامية، القاهرة، الجزء الثاني، 1983.
2. ابن قيم الجوزية، **زاد المعاد في هدي خير العباد**، دار التقوى، القاهرة، بدون تاريخ نشر، الجزء الخامس.
3. ابن منظور، **لسان العرب**، دار إحياء التراث العربي، بيروت، 1994، الجزء العاشر.
4. جبران مسعود ، **الرائد** ، دار العلم للملايين ، بيروت ، لبنان ، 2003.
5. الرازي، مختار الصحاح، دار الكتاب العربي ، بيروت ، لبنان ، بدون تاريخ نشر.
6. النووي، **شرح النووي على صحيح مسلم**، دار إحياء التراث العربي، بيروت، الطبعة الثانية، 1392هـ، الجزء العاشر.

III. الكتب:

1. ابراهيم ابراهيم و الحمداني شيرين، **مؤسسات مالية متخصصة**، دار الصفاء للنشر التوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 1999.
2. إبراهيم الكراسنة، **نحو دراسة جدوى إسلامية للمشروع**، دار السلام ، القاهرة، 2008.
3. إبراهيم سلطان، محمد الحناوي، جلال العيد، **تحليل و تقييم الأوراق المالية**، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2002.
4. أحمد سفر، المصارف و الأسواق المالية التقليدية و الإسلامية في البلدان العربية، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2006.
5. أرشيد فؤاد التميمي، **الأسواق المالية**، دار اليازوري العلمية للنشر و التوزيع، عمان، 2008.

6. أشرف محمد دوابة، **الصكوك الاسلامية بين النظرية و التطبيق**، دار السلام للطباعة و النشر و التوزيع، الطبعة الأولى، القاهرة، 2009.

7. أوجين بريجهام و ميشيل إيرهاردت، **الإدارة المالية: النظرية و التطبيق العملي**، ترجمة سرور، الجزء الأول، دار المريخ للنشر، المملكة العربية السعودية، 2009.

8. البتول أحمد حسين، **محاضرات في الأسواق المالية**، كلية المعرف الجامعية، نسخة الكترونية، 2004.

9. البرواري شعبان محمد اسلام، **بورصة الأوراق المالية من منظور اسلامي: دراسة تحليلية نقدية**، دار الفكر، الطبعة الأولى، دمشق، سوريا، 2002.

10. التميمي أرشيد و سلام أسامة عزمي، **الاستثمار بالأوراق المالية**، دار المسيرة للنشر، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2004.

11. الجمل جمال جويدان، **دراسات في الأسواق النقدية و المالية**، دار الصفاء للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، عمان الأردن، 2002.

12. جيهان جمال، **عالم البورصة: رؤية تحليلية تعليمية بسيطة**، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2009.

13. حسين حسين شحاته، عطية فياض، **الضوابط الشرعية للتعامل في سوق الأوراق المالية**، الطبعة الأولى، دار الطباعة و النشر الإسلامية، القاهرة 2001.

14. الحناوي محمد صالح و العبد جلال ابراهيم، **الإدارة المالية**، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2002.

15. حنفي عبد الغفار، **الاستثمار في بورصة الأوراق المالية**، الطبعة الأولى، الدار الجامعية للنشر و التوزيع، الاسكندرية، 2003.

16. خالد أمين عبد الله، اسماعيل ابراهيم الطرد، **إدارة العمليات المصرفية المحلية و الدولية**، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، 2006.

17. خريوش حسني علي و آخرون، **الاستثمار و التمويل بين النظرية و التطبيق**، الشركة الدولية للتجهيزات و الخدمات الهندسية و المكتبية، عمان، الأردن، 1996.

18. خريوش حسني علي و عبد المعطي أرشيد، **الأسواق المالية: مفاهيم و تطبيقات**، دار زهران، الأردن، 1998.

19. الزبيدي حمزة محمود، **الاستثمار في الأوراق المالية**، مؤسسة الوراق، الطبعة الأولى، عمان ، الأردن، 2001.

20. زياد رمضان، **مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي**، الطبعة الرابعة، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2007.

21. سامر مظهر قنطقجي، **صناعة التمويل في المصارف و المؤسسات المالية الإسلامية**، شعاع للنشر و العلوم، سوريا،2010.

22. سلمان زيدان، **إدارة التدريب و تكنولوجيا الأداء البشري**، النهاري للطباعة، صنعاء، 2008.

23. سمير عبد الحميد رضوان، **أسواق الأوراق المالية**، المعهد العالي للفكر الاسلامي، الطبعة الأولى، القاهرة، 1996.

24. سمير عبد الحميد رضوان، **المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها–دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية–**، دار النشر للجامعات، القاهرة، 2005.

25. طارق عبد العال حماد، **إدارة المخاطر (أفراد – إدارات – شركات – بنوك)**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.

26. عاطف وليم أندراوس، **أسواق الأوراق المالية**، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، الاسكندرية، 2006.

27. عاطف وليم إندراوس، **السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية**، دار شباب الجامعة، الاسكندرية، 2005.

28. العبادي هاشم فوزي دباس، **الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية**، الوراق للنشر والتوزيع عمان، الأردن، 2008.

29. عباس كاظم الدعمي، **السياسة النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية**، دار صفاء، الطبعة الأولى، الأردن، 2010.

30. عبد الغفار حنفي، **أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية**، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2001.

31. عبد النافع عبد الله الزرري و غازي فرج توفيق، **الأسواق المالية**، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2001.

32. عصام حسين، **أسواق الأوراق المالية (البورصة)**، دار أسامة للنشر و التوزيع، الأردن، 2010.
33. فرانسوا لروا، **الأسواق الدولية للرساميل**، المؤسسة الجامعية، القاهرة، 1991.
34. فريد النجار، **البورصات و الهندسة المالية**، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، 1999.
35. فريد النجار، **تداول الأوراق المالية**، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2009.
36. فيصل محمود الشواورة، **الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: الأسس النظرية و العلمية**، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، عمان، 2008.
37. مبارك بن سليمان آل فواز، **الأسواق المالية من منظور إسلامي**، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، الطبعة الأولى، المملكة العربية السعودية، 2010.
38. مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، **أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة**، كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية 2005.
39. محمد أشرف دوابة، **إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية**، كلية المجتمع، جامعة الشارقة
40. محمد شكري الجميل العدوي، **بورصة الأوراق المالية في ميزان الشريعة الإسلامية–دراسة فقهية مقارنة–**، مكتبة الوفاء القانونية، الطبعة الأولى، الاسكندرية، 2014.
41. محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال العيد، **الاستثمار في الأسهم و السندات**، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2003.
42. محمد علي جمعة و آخرون، **موسوعة فتاوى المعاملات المالية للمصارف و المؤسسات المالية الإسلامية: المضاربة**، المجلد الثاني، الطبعة الأولى، دار السلام، مصر 2009.
43. محمود عبد الكريم أحمد أرشيد، **الشامل في معاملات و عمليات المصارف الإسلامية**، دار النفائس للنشر و التوزيع، الأردن 2001.
44. محمود محمد الداغر، **الأسواق المالية**، الطبعة الاولى، دار الشروق للنشر و التوزيع، عمان، 2005.
45. مصطفى رشدي شيحة و زينب حسن عوض الله، **الاقتصاد و البنوك و بورصات الأوراق المالية**، المطبعة الحديثة بالقاهرة، مصر، الطبعة الاولى، 1993.
46. مصطفى يوسف كافي، **بورصة الأوراق المالية**، الطبعة الأولى، دار رسلان، دمشق، 2009.
47. منذر قحف، **سندات الإجارة والأعيان المؤجرة**، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 2000.

48. منير ابراهيم هندي، **أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية**، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، 1999.

49. منير ابراهيم هندي، **أساسيات الاستثمار و تحليل الأوراق المالية**، دار المعارف، الاسكندرية، 2006.

50. منير ابراهيم هندي، **الأوراق المالية و أسواق رأس المال**، منشأة المعارف، الاسكندرية، 1999.

51. منير ابراهيم هندي، **الفكر الحديث في مجال الاستثمار**، منشأة المعارف، الإسكندرية،1999

52. الميداني محمد أيمن عزت، **تطوير أسواق رأس المال في سوريا**، دمشق، نسخة إلكترونية، 2002.

53. هوشيار معروف، **الاستثمار و الأسواق المالية**، دار الصفاء للنشر، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2003.

IV. البحوث و المقالات:

1. أحمد بن عبد الرحمان الجبير، **جدل فقهي حول تحديد ملامح الصكوك**، مجلة المصرفية الإسلامية– مجلة إلكترونية–، العدد الثامن الصادر بتاريخ2009/12/01.

2. أسامة محمد أحمد الفزلي، **تقييم التجربة الماليزية في إقامة أول سوق نقدي إسلامي**، مجلة المال والصناعة، العدد السابع عشر، 1999.

3. عبد الحميد محمود البعلي، **المشتقات المالية في الممارسة العلمية وفي الرؤية الشرعية**، بحث مقدم للجنة العليا لتطبيق الشريعة الإسلامية، الكويت ديسمبر1999.

4. فتح الرحمان علي محمد صالح، **المفاهيم والفنيات الأساسية للتصكيك**، مجلة اتحاد المصارف العربية، العدد403، قسم دراسة: ملف المصارف السودانية، جوان 2014.

5. كتاف شافية، **أهمية الصكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية**، مجلة العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، العدد 14 لسنة 2014، جامعة المسيلة.

6. لقمان محمد مرزوق، **دور البنوك الإسلامية في تطوير اقتصاديات الدول المغاربية**، الندوة 24، البنك الإسلامي للتنمية، جدة.

7. **لندن: التفوق في المالية الإسلامية**، مجلة التجارة و الاستثمار، العدد الثاني، 2007.

8. مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة الرابعة، المجلد الثالث.
9. محمد عمر جاسر، **تجارب إصدار الصكوك في الدول المختلفة**، مجلة الدراسات المالية و المصرفية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية و المصرفية، العدد الأول 2013.
10. مفتاح صالح و معارفي فريدة، **متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية**، مجلة الباحث، العدد السابع، ورقلة، 2010.
11. منذر قحف، **الإجارة و الأعيان المؤجرة**، الطبعة الثانية، المعهد الإسلامي للبحوث و التدريب، جدة،2000.
12. نوال بن عمارة، **الصكوك الإسلامية و دورها في تطوير السوق المالية الإسلامية– تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية البحرين**–، مجلة الباحث، العدد 09، جامعة ورقلة، 2011.
13. هند مهداوي، فاطمة صباح، رفيقة صباغ، **واقع و آفاق السوق المالية الإسلامية–دراسة تجارب لبعض البلدان الإسلامية و الغربية**، مجلة الواحات للبحوث و الدراسات، العدد 12، غرداية2011.

V. الأطروحات الجامعية:

1. بن أعمر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية– دراسة قياسية–، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة تلمسان، 2013.
2. سعود بن ملوح العنزي، **الصكوك الإسلامية، ضوابطها، و تطبيقاتها المعاصرة**، رسالة دكتوراه تخصص الفقه و أصوله، كلية الدراسات العليا، الجامعة الأردنية، 2010.
3. عادل أحمد بوقري، **مخاطر صيغ التمويل التجارية الإسلامية في البنوك السعودية**، أطروحة دكتوراه في الاقتصاد الإسلامي، غير منشورة، كلية الشريعة و الدراسات الإسلامية، جامعة أم القرى، السعودية،2005.
4. عبد الله علي عجبنا فضل، **محددات إصدار صكوك الاستثمار الإسلامية من قبل منظمات الأعمال–دراسة حالة التجربة السودانية 2011/1998**–، أطروحة دكتوراه، جامعة السودان للعلوم و التكنولوجيا–كلية الدراسات العليا–، السودان ،جوان2012.

5. كتاف شافية، **دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط و تطوير السوق المالية الإسلامية– دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية و الإسلامية**، أطروحة دكتوراه، جامعة سطيف، 2014.

6. محمد علي، **ادارة المخاطر المالية في الشركات المساهمة المصرفية**، أطروحة دكتوراه فلسفة في ادارة الأعمال، كلية التجارة، قسم ادارة الأعمال، جامعة القاهرة، 2005.

7. وليد أحمد الصافي، **الأسواق المالية العربية: الواقع و الآفاق**، أطروحة دكتواره في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2003.

VI. الملتقيات و المؤتمرات:

1. آسيا سعدان، صليحة عماري، **تنامي التمويل الإسلامي في ظل الأزمة المالية العالمية الراهنة– دراسة حالة دول الشرق الأوسط و شمال إفريقيا**، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر العلمي الدولي حول: الأزمة المالية و الاقتصادية العالمية من منظور اقتصادي إسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، الأردن يومي:01-02 ديسمبر 2010.

2. بدوي عبد المطلب، **التوريق كأداة من أدوات تطوير البورصة المصرية**، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر أسواق الأوراق المالية و البورصات–آفاق و تحديات–، المنعقد بدبي، 2007.

3. بوجلال محمد، زايدي مريم، **دور صناديق الاستثمار الاسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية الإسلامية–حالة سوق الأسهم السعودي–**، ورقة عمل مقدمة إلى الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية: آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر يومي 08-09 ديسمبر 2013.

4. حامد بن علي ميرة، **صكوك الحقوق المعنوية**، ورقة عمل مقدمة الى ندوة الصكوك الاسلامية: عرض و تقويم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 24-26 ماي 2010.

5. حسن على الشاذلي، **التورق حقيقته و حكمه و الفرق بينه و بين العينة و التوريق**، ورقة عمل مقدمة إلى الدورة التاسع عشرة لمنظمة المؤتمر الإسلامي، دولة الإمارات العربية المتحدة،2009.

6. حمزة القعر الشريف، **ضمانات الصكوك الإسلامية**، ورقة عمل مقدمة الى ندوة الصكوك الاسلامية: عرض و تقويم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 24-26 ماي 2010.

7. رياض منصور الخليفي، **استراتيجية التدقيق الخارجي مفاهيم و آلية العمل**، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر الرابع للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المنعقد يومي: 03-04 أكتوبر 2004.

8. زياد الدماغ، **مخاطر الصكوك الاسلامية و طرق معالجتها**، ورقة عمل مقدمة الى المؤتمر الدولي للمصارف المالية الاسلامية، التقاضي عبر الحدود، الجامعة العالمية الاسلامية، ماليزيا، 15-16 جوان 2010.

9. سليمان ناصر، **دور الحوكمة في إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية**، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر الدولي الثامن حول دور الحوكمة في تفعيل أداء المؤسسات الاقتصادية، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، 19-20 نوفمبر 2013.

10. سليمان ناصر، ربيعة بن زيد، **الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية و مدى الاستفادة منها في الجزائر**، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر الدولي حول " منتجات و تطبيقات الابتكار و الهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية و الصناعة المالية الإسلامية، جامعة فرحات عباس سطيف، يومي: 05-06 ماي 2014.

11. شرياق رفيق، **الصكوك الإسلامية كمقترح تمويلي لتوسيع المشاركة الشعبية في عملية التنمية الاقتصادية**، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر الصكوك الإسلامية و أدوات التمويل الإسلامي، قسم الاقتصاد و المصارف الإسلامية، جامعة اليرموك، الأردن 12-13 نوفمبر 2013.

12. صفية أحمد أبوبكر، **الصكوك الاسلامية**، ورقة عمل مقدمة الى مؤتمر المصارف الاسلامية بين الواقع و المأمول، دائرة الشؤون الاسلامية و العمل الخيري، دبي، 31ماي-03جوان2009.

13. عبد الرحيم الساعاتي، **الوظائف الاقتصادية للصكوك: نظرة مقاصدية**، ورقة عمل مقدمة إلى ندوة الصكوك الإسلامية: عرض و تقويم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، يومي:24-26 ماي 2010.

14. عبد الستار أبو غدة، **المخاطر في الصكوك و موقف الشريعة من ضمانها**، ورقة عمل مقدم الى ندوة الصكوك الاسلامية: عرض و تقويم، مجمع الفقه الاسلامي الدولي، جدة، 24-26 ماي 2010.

15. عبد الستار أبو غدة، **صناديق الاستثمار الإسلامية–دراسة فقهية تأصيلية موسعة–**، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر السنوي الرابع عشر حول المؤسسات المالية الإسلامية معالم و آفاق المستقبل، كلية الشريعة و القانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، دبي 15-17 ماي 2005.

16. عبد الستار أبو غدة، **مخاطر الصكوك الإسلامية**، ورقة عمل مقدمة الى الملتقى السنوي الإسلامي السابع، الأكاديمية العربية للعلوم المصرفية، خلال الأيام:25 -26- 27 سبتمبر 2004.

17. عبد الله المطلق، **الصكوك**، ورقة عمل مقدمة إلى ندوة الصكوك الإسلامية: عرض و تقويم، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، جدة، 24-26 ماي 2010.

18. عبد الله بن منيع، **الصكوك الاسلامية: تجاوزا و تصحيحا**، ورقة عمل مقدمة الى ندوة الصكوك الاسلامية: عرض و تقويم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 24-26 ما 2010.

19. عبد الله منصور، **العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي و الحاجة إلى تشريعات جديدة**، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع و المأمول، دائرة الشؤون الإسلامية و العمل الخيري، دبي، 31 ماي- 03 جوان 2009.

20. علاء الدين زعتري، **الصكوك: تعريفها– أنواعها**، ورقة عمل مقدمة إلى الندوة العلمية حول الصكوك الإسلامية: تحديات–تنمية–ممارسات دولية، عمان، المملكة الأردنية الهاشمية،18-19 جويلية 2010.

21. علي محي الدين القرة داغي، **صكوك الاستثمار: تأصيلها و ضوابطها الشرعية**، ورقة عمل مقدمة إلى منتدى الاستثمار و التمويل الإسلامي الأول للشرق الأوسط، الأردن، 01-02 مارس 2010.

22. فؤاد محمد أحمد محسين، **الصكوك الاسلامية و تطبيقاتها المعاصرة**، ورقة عمل مقدمة الى ندوة الصكوك الاسلامية، مجمع الفقه الاسلامي الدولي، الشارقة،2009.

23. قرومي حميد، **صناعة الصكوك الإسلامية واقع و آفاق**، ورقة عمل مقدمة إلى الملتقى الدولي الثالث حول: المالية الإسلامية بصفاقس تحت شعار" دور المالية الإسلامية في التنمية الاقتصادي و الاجتماعية: الصكوك الإسلامية و الصكوك الوقفية"، كلية العلوم الاقتصادية بصفاقس، تونس، يومي:16-17 جوان 2014.

24. كمال توفيق حطاب، **الصكوك الاستثمارية و التحديات المعاصرة**، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع و المأمول، دبي، 2009.

25. محمد أكرم لال الدين و نور الدين غادمون، **الصكوك**، ورقة عمل مقدمة إلى ندوة الصكوك الإسلامية–التجربة الماليزية–، مركز الملك فهد للمؤتمرات، السعودية، 2008.

26. محمد سعيد الحمامي، **التحديات القانونية و التشريعية لإصدار صكوك إسلامية**، ورقة عمل مقدمة إلى ورشة الصكوك الإسلامية ...تنمية و ممارسات دولية، الأردن،2010.

27. محمد عبد الغفار الشريف، **التوريق و بقية أدوات السيولة للسوق الإسلامية**، ورقة عمل مقدمة إلى ندوة البركة للاقتصاد الإسلامي، البحرين2002.

28. محمد علي القري، **الصكوك الاسلامية و تطبيقاتها المعاصرة و تداولها**، ورقة عمل مقدمة إلى ندوة الصكوك الإسلامية، مجمع الفقه الاسلامي الدولي، الشارقة،2009.

29. محيسن فؤاد، **الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها**، ورقة عمل مقدمة إلى الدورة التاسعة عشرة، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، 2009.

30. مطلق الجاسر، التدقيق الشرعي في المؤسسات المالية الاسلامية، ورقة عمل مقدمة الى مؤتمر المدققين الشرعيين، شركة شورى للاستشارات الشرعية، الدمام، المملكة العربية السعودية، 2009/04/12.

31. معبد الجارحي و عبد العظيم أبوزيد، **سوق الصكوك الإسلامية و كيفية الإرتقاء بها**، ورقة عمل مقدمة إلى ندوة الصكوك الإسلامية: عرض و تقويم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، يومي 24–26ماي 2010.

32. معبد الجارحي، عبد العظيم أبوزيد، **أسواق الصكوك الإسلامية و وسائل تحسينها شاملة الجوانب الهيكلية و الرقابية**، ورقة عمل مقدمة إلى الملتقى الدولي حول الحوكمة و أخلاقيات الأعمال في المؤسسات، جامعة باجي مختار، عنابة يومي: 18–19 نوفمبر 2009.

33. معبد علي الجارحي و عبد العظيم أبوزيد، **الصكوك قضايا فقهية و اقتصادية**، الدورة التاسعة عشر لمنظمة المؤتمر الإسلامي، دولة الإمارات العربية المتحدة، 2009.

34. موسى بلال محمود، **صكوك الاستصناع من البدائل الشرعية لسندات القروض الربوية**، ورقة عمل مقدمة الى المؤتمر الدولي للمصارف و المالية الاسلامية، التقاضي عبر الحدود، الجامعة العالمية الاسلامية، ماليزيا، 15–16 جوان 2010.

35. وليد خالد الشايجي و عبد الله يوسف الحجي، **صكوك الاستثمار الشرعية**، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر العلمي الرابع عشر حول المؤسسات المالية الإسلامية معالم و آفاق المستقبل، كلية الشريعة و القانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة،15–17ماي 2005.

VII. القوانين، القرارات و المنشورات:

1. إبراهيم الكراسنة، **أطر أساسية ومعاصرة في الرقابة على البنوك وإدارة المخاطر**، صندوق النقد العربي، معهد السياسات الاقتصادية، أبو ظبي، مارس 2006.
2. التقرير السنوي الخمسون، بنك السودان المركزي، 2010.
3. تقرير المجلس الشرعي، هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 2008/02/14.
4. حسان خضر، **تحليل الأسواق المالية**، سلسلة جسر التنمية، العدد السابع و العشرون، مارس 2004.
5. دراسات في التمويل الإسلامي، الفصل التاسع، **الرؤية الإسلامية للمشتقات المالية**، دار السلام، القاهرة، 2007.
6. سوق الخرطوم للأوراق المالية، التقرير السنوي الرابع عشر 2008.
7. سوق فلسطين للأوراق المالية، **وجهة نظر إسلامية في الأوراق المالية المعاصرة**، فلسطين، 2007.
8. طارق الله خان و أحمد حبيب، **إدارة المخاطر–تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية**، الطبعة الأولى، المعهد الإسلامي للبحوث و التدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، 2003
9. عادل عيد، **الصكوك الإسلامية**، وثيقة رقم:2012/8608، جمعية النهوض بالأزهر و تطويره، مصر، 2012.
10. عيسى محمد الغزالي، **تحليل الأسواق المالية**، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، 2004.
11. قرارات و توصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنبثق من منظمة المؤتمر الإسلامي، قرار رقم:178(19/4) بشأن الصكوك الإسلامية(التوريق) و تطبيقاتها المعاصرة و تداولها، 2009.
12. قرارات و توصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنبثق من منظمة المؤتمر الاسلامي، **قرارات مجمع الفقه الاسلامي الدولي:60(6/11) بشأن السندات.**
13. مجلس الخدمات المالية الإسلامية، **متطلبات رأس المال للصكوك و التصكيك و الاستثمارات العقارية**، ماليزيا، جانفي 2009.

14. مجمع الفقه الإسلامي، **صكوك الإجارة**، القرار رقم 137(15/3)، 14-19 محرم 1425 هـ الموافق ل: 06-11 مارس 2004.
15. المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 2010.
16. معايير المحاسبة والمراجعة والضوابط للمؤسسات المالية الإسلامية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 2008، المعيار رقم: 11.
17. نشرة إصدار صكوك الاستثمار الحكومية، الإصدار الرابع عشر، جانفي 2009.
18. هيئة الأوراق المالية الماليزية، التقرير السنوي 2004.
19. هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، **المعيار رقم 17**، كتاب المعايير الشرعية، البحرين، 2010.

ثانياً: المراجع باللغة الأجنبية:

I. باللغة الفرنسية:

1. B-laget**, Les Nouveaux outils Financiers**, Top édition, Paris, 1990.
2. Erwan LESAOUT**, Introduction aux Marchés Financiers**, Economica, 2eme édition, Paris, 2008.
3. F.LEROUX, **Marchés Internationaux Des Capitaux**, Montréal, 2eme édition, 1995.
4. Fridiric Mishkin, **Monnaie,Banques Et Marchés Financiers**, traduction : Christian Bordes , neuvième édition, édition PEARSON Education, Paris, 2010.
5. J. Peyrard**, La Bourse**, Imprimerie hérissey a ayreux, 3ème édition, 1993.
6. P. TOPSCALIAN**, Les Indices boursières sur action**, Economica, Paris, 1996.

II. باللغة الإنجليزية:

1. Andreas A. Jobst, **The Economics of Islamic Finance and Securitization**, International monetary Fund,Washington United States, 2007.

2. Badger.E.Ralph, Torgerson.W.Harold, Guthman.G.Harry, **Investwent Principls and Practices**, 6th Edition, Prentichall, 1969.
3. Cooper.S.Kerry, Fraser.R.Donald, **The Financial market place**, Third edition, Library of Cougress, 1990.
4. Elton E.J. Gruber M.J., Brown S.J., Goetzmann W.N, **Modern portfolio Theory and Investment Analysis**, 2nd John Wiley & Sons, New york, 2006.
5. Merton R.C, **Continuous-Time Finance**, 4th ed., Blackwell Publishers, 2007.
6. Pibeam Keith, **Finance and Financial Markets**, Plgrave, 2010.
7. **The Business Finance Market**: A Survey, Industrial Systems Research Publications, Manchester (UK), new edition, 2008.
8. Valdez Steven, **An Introduction To Global Financial Markets**, 2nd ed., Macmillan Press Ltd, 2008.
9. Adam Nathif Jama, Sukuk : **A Panacea for Convergence and Capital Market Development in OIC Countries**, paper presented at the International Conferences on Islamic Economics and Finance, Jakarta, 2005.
10. Ali Arsalan Tariq, **Managing Financial Risks of Sukuk Structures**, Adissertation submitted in partial fulfillement of the requirements for the degree of maters of science at LOUGHBOROUGH University, UK, September 2004.
11. Anne-Sylvie Vassenaix-Paxton Avocat Associé Norton Rose LLP,L expérience britanique : **une source d'inspiration pour le développement de la finance islamique en France ?,**14 mai 2008
12. Dualeh, Suleiman Abdi**, Islamic Securitization: Practical Aspects**, Unpublished paper presented in World Conference on Islamic Banling, Geneva, 1998.
13. Dubai international financial Centre**, Sukuk guidebook**, Dubai UAE, November 2009.
14. International Islamic Financial Market, Sukuk Report : **a comprehensive study of the international Sukuk market,** first edition, Bahrain, 2010.
15. Malaysian Business Magazine, **bursa's sukuk coup**, Malaysia, 16/09/2010.
16. Redney wilson, **innovation in the structuring of islamic sukuk securities**, 2nd banking and finance international conference, Lebanese American university, Beirut, 23rd_ 24th February 2006.
17. Wilson Rodney, **Financing Development In Islam**, ed. Mannan, M. A., Jeddah, Research and Training Institute, 1st ed., 1996.

ثالثاً: مواقع الإنترنيت

1. Muhammad Taqi Usmani, **Sukuk and their contemporary applications**, p03, available at: www.kantakji.com/fiqh/files/markets/sukuk contemporary.pdf 16/01/2012.
2. Malaysia international financial centre, **sukuk structure**,available at : www.mifc.com/index.php?ch=menu_know_icm_sukuk&pg=menu_know_icm_sukuk&ac=16/01/2012

3. خالد أحمد عثمان، **الصكوك الاسلامية في حاجة الى تنظيم قانوني**، جريدة الاقتصادية، العدد 6046، 01 ماي 2010 متاحة على الرابط:
http://www.aleqt.com/2010/02/01/article_386600.html

4. موقع سوق دبي المالي، متاح على الرابط: www.dfm.ae/default.aspx

5. محمد عايش، **بريطانيا يسعى لتكون عاصمة الصيرفة الإسلامية في الغرب**، تاريخ النشر: 2014/06/28، تاريخ الإطلاع: 2016/02/16، متاح على الرابط :
http://www.alarabiya.net/ar/aswaq/banks

6. Bursa Malaysia, Islamic Capital Market, on line avaible at : http://www.bursamalaysia.com/miss/islamic_markets_brochure.pdf 10/09/2013.

الملاحق

الملحق رقم (01): إصدارات الصكوك الإسلامية حسب جهات الإصدار خلال الفترة جانفي 2001 إلى غاية مارس 2015

الوحدة: مليار دولار أمريكي

الفترة / الإصدارات	جانفي 2001- ديسمبر 2008			جانفي 2009- ديسمبر 2013			جانفي 2014- مارس 2015		
	صكوك الشركات	الصكوك السيادية	الصكوك شبه السيادية	صكوك الشركات	الصكوك السيادية	الصكوك شبه السيادية	صكوك الشركات	الصكوك السيادية	الصكوك شبه السيادية
حجم الإصدار	27.273	5.459	4.500	30.122	24.749	10.446	7.911	8.711	19.510
النسبة من إجمالي الإصدارات (%)	73	15	12	46	38	16	22	24	54

Source : Ijlal Ahmed Alvid, Global Sukuk Market Trends & Findings from IIFM Sukuk Report 4th Edition, June 2015.

الملحق رقم(02):إصدارات الصكوك الإسلامية حسب صيغ التمويل خلال الفترة جانفي 2001–مارس 2015

الوحدة: مليار دولار أمريكي

الإصدارات و نسبها / أنواع الصكوك الإسلامية	الصكوك الإسلامية الدولية		الصكوك الإسلامية المحلية	
	حجم الإصدار	النسبة من إجمالي الإصدار (%)	حجم الإصدار	النسبة من إجمالي الإصدار (%)
صكوك الإجارة	18.847	29	36.297	20
صكوك المرابحة	6.835	10	45.684	25
صكوك المشاركة	11.411	18	47.835	26
صكوك الوكالة	8.787	13	2.962	02
صكوك إسلامية تبادلية	4.040	6	0.408	0.224
صكوك المضاربة	7.825	12	6.084	03
الصكوك الهجينة	7.559	12	26.657	15
صكوك السلم	--	--	1.000	0.001
صكوك الاستصناع	--	--	3.469	02
صكوك البيع بالثمن الآجل	--	--	12.682	07

Source - Ijlal Ahmed Alvid, Global Sukuk Market Trends & Findings from IIFM Sukuk Report , 4th Edition, Singapore, June 2015, p p 06,07.

الملحق رقم(03): إصدارات الصكوك الإسلامية حسب الدول خلال الفترة 2001-2012

الوحدة: مليار دولار أمريكي

البلد	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
البحرين	0.1	0.12	0.23	0.454	1.113	0.481	1.137	0.891	1.405	0.722	2.532	1.284
الكويت	0	0	0	0	0	0.2	0.2	0	0	0	0.844	0
العربية السعودية	0	0	0.5	0.415	0.5	0.8	5.683	1.874	2.576	2.991	2.532	10.517
قطر	0	0	0.7	0	0	0.27	0.3	0.137	0	2.114	9.284	5.45
الإمارات	0	0	0	1.165	0.95	8.245	10.417	6.159	3.95	1.083	4.22	6.477
باكستان	0	0	0	0	0.6	0.18	1.065	0.214	0.195	0.98	1.688	0.999
ماليزيا	**0.68**	**0.761**	**4.073**	**4.957**	**7.311**	**15.06**	**26.529**	**5.897**	**12.477**	**40.079**	**58.236**	**102.02**
أندونيسيا	0	0.19	0.64	0.84	0.6	0	0.193	0.681	1.555	3.074	3.376	6.425
سلطنة بروناي	0	0	0	0	0	0.58	0.222	0.31	0.107	0.257	0.844	0.718
السودان	0.184	0.19	0.543	0.7	1.283	1.872	2.427	2.509	3.221	3.012	2.654	1.286
بلدان أخرى	0.208	0.11	0.371	0.934	1.341	6.149	1.868	5.592	12.418	1.678	8.847	3.609
المجموع	1.172	1.371	7.057	9.465	13.698	33.837	50.041	24.264	37.904	52.978	92.403	137.499

المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على:

-International Islamic Financial Market, Sukuk report,1st edition,Bahrine, 2009 .

-Thomson Reteurs, Islamic Finance Gateway, Thomson Reteurs Zawya Sukuk, Perceptions and Forecast Study 2014.

- Ijlal Ahmed Alvid, Global Sukuk Market Trends & Findings from IIFM Sukuk Report , 4th Edition, Singapore, June 2015.

الملحق رقم (04): إصدارات الصكوك عالمياً حسب العملة خلال الفترة(جانفي 2001–جويلية 2014)

العملات	النسبة من إجمالي الإصدارات العالمية	قيمة الإصدار (مليار دولار)
الرينجت الماليزي	65	435.124
الدولار الأمريكي	16	110.190
الريال السعودي	5	32.468
الدينار الكويتي	0.05	332
الدينار الأردني	0.02	119
الروبية الإندونيسية	3.01	18.453
دالاسي غامبي	0.07	139
الجنيه البريطاني	0.10	664
الأورو	0.04	240
اليوان الصيني	0.04	236
الدينار البحريني	1.02	9.124
دولار بروناي	1	5.567
الدرهم الإماراتي	1	8.251
الفرنك الفرنسي	0.03	201
الريال اليمني	0.04	253
الليرة التركية	1	6.478
الدولار السنغافوري	0.44	2.973
الجنيه السوداني	2	16.180
الروبية الباكستانية	1	7.688
الريال القطري	2.01	13.115

Source : - Ijlal Ahmed Alvid, Global Sukuk Market Trends & Findings from IIFM Sukuk Report , 4th Edition, Singapore, June 2015.

الملحق رقم (05): **قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (93/ر) لسنة 2005 في شأن النظام الخاص بإدراج الصكوك الإسلامية**

رئيس مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع ،،،

*بعد الإطلاع على أحكام القانون الاتحادي رقم (4) لسنة 2000 في شأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع؛

*وعلى المرسوم الاتحادي رقم (51) لسنة 2004م الصادر بتاريخ 2004/1/1م بشأن تعديل تشكيل مجلس الوزراء؛

*وعلى قرار مجلس الوزراء رقم (16/216) لسنة 2003 بإعادة تشكيل مجلس إدارة الهيئة؛

*وعلى قرار مجلس الوزراء رقم (12) لسنة 2000 بشأن النظام الخاص بإدراج الأوراق المالية والسلع وتعديلاته؛

*وعلى قرار مجلس الوزراء رقم (13) لسنة 2000 بشأن نظام عمل هيئة الأوراق المالية والسلع وتعديلاته؛

*وعلى قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (3) لسنة 2001 بشأن النظام الخاص بعمل السوق؛

* وعلى قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (7) لسنة 2002 بشأن إدراج الشركات الأجنبية؛

*وبعد التشاور والتنسيق مع الجهات المعنية في الدولة؛

*وبناءً على قرار مجلس إدارة الهيئة في جلسته المنعقدة بتاريخ 2005/4/26م؛

قرر اعتماد ما يلي بشأن إدراج الصكوك الإسلامية.

الفصل الأول : التعريفات

المادة (1)

في تطبيق أحكام هذا القرار يقصد بالكلمات والعبارات الآتية المعاني المبينة أمام كل منها ما لم يدل سياق النص على خلاف ذلك :

الدولــة : دولة الإمارات العربية المتحدة.

الحكــومة: حكومة دولة الإمارات العربية المتحدة أو إحدى حكومات الإمارات الأعضاء في الاتحاد والهيئات الحكومية التابعة لها وأي شخص اعتباري عام.

الهيئــة: هيئة الأوراق المالية والسلع، المؤسسة بموجب القانون الإتحادي رقم (4) لسنة 2000 في شأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع.

المجــلس: مجلس إدارة الهيئة.

الرئــيس: رئيس مجلس إدارة الهيئة.

المدير التنفيذي: المدير التنفيذي للهيئة.

الســوق: سوق الأوراق المالية والسلع المرخص في الدولة من قبل الهيئة.

المصرف المركزي: مصرف الإمارات العربية المتحدة المركزي.

سنـدات الدين: وهي السندات التي تُثبت أو تُنشئ مديونية في ذمة الجهة المصدرة سواء كانت هذه السندات مضمونة أو غير مضمونة.

الاكتتاب العام: وهو الاكتتاب الذي يتم فيه طرح صكوك إسلامية إلى الجمهور وفقاً لدعوة عامة ولا يشمل هذا التعريف الصكوك أو السندات أو شهادات الإيداع أو الأدوات الأخرى التي

لا تُطرح للاكتتاب العام والتي تصدرها البنوك والمنشآت الاستثمارية والمالية المتخصصة نيابةً عن عملائها وتخضع هذه الأدوات لنظام خاص يُصدره المصرف المركزي.

صكوك قابلة للتحويل: الصكوك الإسلامية التي تُطرح للاكتتاب العام والتي تكون قابلة للتحويل إلى أسهم في رأسمال الجهة المصدرة بما لا يتعارض مع المستندات التأسيسية لتلك الجهة ونسبة الملكية في أسهمها.

صكوك مضمونة بموجودات: الصكوك الإسلامية التي تُطرح للاكتتاب العام والتي تكون مضمونة بموجودات تكفي لسداد الأرباح المتوقعة والقيمة الإسمية للصكوك الإسلامية بتاريخ استحقاقها.

الصكوك الإسلامية: وهي الصكوك الصادرة وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية والتي تُطرح للاكتتاب العام.

الهيئة الشرعية: وهي الهيئة الشرعية التي تتحقق من مدى مطابقة الصكوك الإسلامية لأحكام الشريعة الإسلامية وقواعدها.

الجهة المصدرة: أية شركة أو جهة أو أي شخص قانوني آخر سواء كان عاماً أو خاصاً، محلياً أو أجنبياً يقوم بإصدار صكوك إسلامية بما في ذلك الشركات المملوكة كلياً أو جزئياً من الحكومة.

هيئة مالكي الصكوك الاسلامية: الهيئة التي تمثل جميع مالكي الصكوك الإسلامية للإصدار المعني والذي قد يمثلها مصرف أو مجموعة من المصارف العاملة في الدولة.

الجهة المصدرة الأجنبية: أي جهة مصدرة تم تأسيسها خارج الدولة تكون صكوكها الإسلامية إما مدرجة لدى سوق أوراق مالية خارج الدولة معترف بها من قبل الهيئة أو أن يكون منظِّم أو مروج الإصدار (Arranger) الخاص بتلك الصكوك أحد المصارف أو الشركات المالية المرخص لها من قبل المصرف المركزي بالعمل في الدولة.

السوق المالية الأجنبية: السوق المالية في بلد الجهة المصدرة الأجنبية التي تمارس اختصاصات تنظيم ومراقبة والإشراف على عملية إدراج وتداول وتسوية الصكوك الإسلامية الخاصة بالجهات المصدرة الأجنبية والتأكد من تقيد الجهة المصدرة الأجنبية بالالتزامات المستمرة.

وكيل السداد: وكيل الجهة المصدرة المسؤول عن تنسيق عملية سداد القيمة الاسمية للصك الإسلامي والربح المستحق عليه.

منظم الإصدار (Arranger): المصرف أو الشركة المالية المرخص لها من قبل المصرف المركزي للعمل في الدولة والتي تتولى إدارة وتنظيم الإصدار نيابة عن الجهة المصدرة.

المستندات التأسيسية: وتشتمل على قانون أو نظام أو قرار تأسيس أي جهة وعقد التأسيس والنظام الأساسي والأنظمة الداخلية لتلك الجهة وغيرها من المستندات المشابهة التي تنظم أغراض تلك الجهة وتعاملاتها.

الفصل الثاني : الإدراج والتداول

إلزامية الإدراج وسريان القرار

المادة (2)

1. تلتزم أي جهة مصدرة لصكوك إسلامية تطرح للاكتتاب العام بالتقدم بطلب إلى الهيئة لإدراج تلك الصكوك في إحدى الأسواق المالية المرخص لها من قبل الهيئة .
2. يجوز لأي جهة مصدرة لصكوك إسلامية لا تطرح للاكتتاب العام وترغب بإدراج صكوكها في السوق أن تتقدم بطلب إلى الهيئة لإدراج جميع تلك الصكوك لدى السوق وتسري في هذه الحالة أحكام هذا القرار على تلك الجهة المصدرة والصكوك المراد إدراجها لدى السوق .
3. يجوز تداول أي صكوك إسلامية مدرجة لدى السوق من خلال السوق أو خارجه فإذا تم التداول خارج السوق وجب على المتعاملين المعنيين، وخلال يومي عمل من تاريخ التداول المعني، إخطار السوق بذلك التداول وتسجيله لدى السوق في سجل تخصصه السوق لهذا الغرض وسداد رسوم التسجيل المستحقة والتي تحددها الهيئة. ويعتبر أي تداول خارج السوق لصكوك إسلامية مدرجة لدى السوق باطلاً إذا لم يتم تسجيل التداول المعني وفقاً لأحكام هذه الفقرة .
4. تلتزم الجهة المصدرة/ منظم الإصدار للصكوك الإسلامية باعتماد كفاية وسيولة تلك الصكوك من قبل المصرف المركزي وذلك قبل التقدم بطلب لإدراجها .

المادة (3)

دون الإخلال بما ورد في الفقرة (2) من المادة (2) أعلاه، لا تسري أحكام هذا القرار على الصكوك أو شهادات الإيداع أو أدوات الدين الأخرى التي لا تُطرح للاكتتاب العام والتي تصدرها البنوك والمنشآت الاستثمارية والمالية المتخصصة نيابة عن عملائها وتخضع هذه الأدوات لنظام خاص يُصدره المصرف المركزي.

الباب الثاني: شروط الإدراج

الشروط الخاصة بالشركات

المادة (4)

تسري الأحكام التالية إذا كانت الجهة المصدرة شركة:

1. إذا كان مقدم طلب إدراج الصكوك الإسلامية شركة مؤسسة في الدولة وجب أن تكون الشركة مؤسسة وفقاً لقوانين الدولة وأن تكون حاصلة على ترخيص يمكنّها من ممارسة أعمالها في الدولة، وأن تسمح لها مستنداتها التأسيسية بإصدار الصكوك الإسلامية .
2. إذا كان مقدم الطلب شركة أجنبية وجب أن تكون تلك الشركة مؤسسة وفقاً لأحكام القوانين المرعية في الدولة التي تأسست فيها وأن تكون حاصلة على ترخيص يمكنّها من ممارسة أعمالها ونشاطاتها في تلك الدولة وأن تسمح لها مستنداتها التأسيسية والقانون الذي تم تأسيسها بموجبه بإصدار الصكوك الإسلامية.

الشروط الخاصة بالصكوك الإسلامية

المادة (5)

يُشترط في الصكوك الإسلامية المراد إدراجها ما يلي :

1. أن تكون الصكوك الإسلامية مجازة من قبل الهيئة الشرعية الخاصة بالجهة المصدرة إذا كانت الجهة المصدرة إحدى المؤسسات المالية أو المصارف الإسلامية المعترف بها من قبل الهيئة .
2. وإذا لم يكن لدى الجهة المصدرة هيئة شرعية خاصة بها وجب إجازة هذه الصكوك الإسلامية من قبل هيئة شرعية معتمدة من قبل الهيئة على أن لا تتعارض مع أحكام عقد التأسيس والنظام الأساسي والمستندات التأسيسية الخاصة بالجهة المصدرة .
3. ما لم يقرر المجلس خلاف ذلك، يجب ألا تقل القيمة الإجمالية لجميع الصكوك الإسلامية المراد إدراجها عن (50) خمسين مليون درهم أو ما يعادلها بعملة أجنبية مقبولة لدى الهيئة وقابله للتحويل إلى عملة الدولة .
4. ما لم يقرر المجلس خلاف ذلك، تلتزم الجهة المصدرة بأن تكون قد حصلت على تصنيف ائتماني لصكوكها الإسلامية من قبل جهة تصنيف معتمدة من قبل الهيئة وذلك قبل التقدم بطلب للحصول على موافقة الهيئة على إدراج تلك الصكوك، ويستثنى من ذلك الصكوك الإسلامية التي تصدرها أو تضمن إصدارها الحكومة* .
5. إذا كانت الصكوك الإسلامية المراد إدراجها لدى السوق صكوك مضمونة بموجودات وجب على هيئة مالكي الصكوك الإسلامية للإصدار المعني تعيين أو المصادقة على تعيين ممثل مستقل لتمثيل مصالح مالكي الصكوك الإسلامية تلك، ويتمتع هذا الممثل بالحق في مراجعة أية معلومات أو بيانات خاصة بالموجودات.

تعيين وكيل سداد

المادة (6)

تلتزم الجهة المصدرة بتعيين مصرف مرخص له بالعمل في الدولة كوكيل سداد لها في الدولة ويجوز لوكيل السداد أن يقوم بمهمة تمثيل مالكي الصكوك الإسلامية.

الباب الثالث: إجراءات تقديم طلب الإدراج

الفصل الأول: موافقة الهيئة

المستندات المطلوبة

المادة (7)

تقوم الجهة المصدرة التي ترغب بإدراج صكوكها الإسلامية في السوق بتقديم طلب الإدراج إلى الهيئة موقعاً من قبل شخصٍ مخول بالتوقيع نيابةً عن الجهة المصدرة بالشكل المبين في النموذج رقم (1) المرفق بهذا القرار مشفوعاً بما يلي:

1. إقرار الجهة المصدرة بالشكل المبين في النموذج رقم (2) المرفق بهذا القرار موقعاً من قبل شخص مخول بالتوقيع نيابةً عن الجهة المصدرة.

* تم تعديل البند (4) من المادة (5) بموجب القرار رقم (8/ر) لسنة 2008.

2. خمس (5) نسخ عن نشرة الإكتتاب.
3. نسخة عن قرار الجمعية العمومية للجهة المصدرة (إذا كانت الجهة المصدرة شركة) بالموافقة على إصدار الصكوك الإسلامية المراد إدراجها إذا تطلبت المستندات التأسيسية لهذه الجهة صدور مثل هذا القرار.
4. صورة عن قرار مجلس إدارة الشركة (إذا كانت الجهة المصدرة شركة) متضمناً الموافقة على إصدار الصكوك الإسلامية المراد إدراجها وتقديم طلب الإدراج وإصدار ونشر دعوة الاكتتاب وغيرها من المستندات الخاصة بإدراج الصكوك.
5. البيانات المالية للجهة المصدرة (إذا كانت شركة).
6. إذا كان الإصدار مضموناً من قبل شركة وجب توفير البيانات المالية لتلك الشركة الضامنة.
7. إذا كانت الحكومة هي الجهة المصدرة أو كان الإصدار مضموناً من قبلها وجب توفير نسخة عن المستند أو النظام أو القرار الخاص الذي يخولها القيام بذلك الإصدار أو تقديم الضمان المعني.
8. ما لم يقرر مجلس الإدارة خلاف ذلك، نسخة عن موافقة الهيئة على إصدار الصكوك الإسلامية*.
9. المعلومات أو التوضيحات قد تطلبها الهيئة من الجهة المصدرة لمساعدتها في اتخاذ قرار بشأن الموافقة على الإدراج.
10. رسوم تقديم الطلب كما تحددها الهيئة .
11. ما لم يقرر مجلس الإدارة خلاف ذلك، نسخة عن التصنيف الائتماني للصكوك الإسلامية المراد إدراجها صادر من قبل جهة تصنيف ائتماني معتمدة من قبل الهيئة، ويستثنى من ذلك الصكوك الإسلامية التي تصدرها أو تضمن إصدارها الحكومة*.

المسؤولية عن المعلومات

المادة (8)

يُسأل القائمون على إدارة الجهة المصدرة والتي تقدمت بطلب لإدراج صكوكها أو تم إدراج صكوكها الإسلامية لدى السوق عن اكتمال وصحة كافة المعلومات المقدمة لكل من الهيئة والسوق.

عدم مسؤولية الهيئة أو السوق

المادة (9)

لا تُسأل الهيئة أو السوق عن البيانات والمعلومات والتقارير والمستندات التي تقدمها الجهة المصدرة ، سواء كانت مقدمة لأهداف وغايات السوق أو للنشر، ولا يعتبر اطلاع السوق أو الهيئة عليها أو اعتمادها في نشراتهما بمثابة إقرار منهما بصحة ودقة محتويات تلك البيانات والمعلومات والتقارير والمستندات أو إقرار منهما بقانونية التصرفات التي يجريها أي شخص بناءً عليها.

* تم تعديل البند (8) من المادة (7) بموجب القرار رقم (8/ر) لسنة 2008.
* تم إضافة البند (11) من المادة (7) بموجب القرار رقم (8/ر) لسنة 2008.

الفصل الثاني: نشرة الاكتتاب

محتويات نشرة الاكتتاب

المادة (10)

ما لم يقرر المجلس خلاف ذلك، يجب أن تتضمن نشرة الاكتتاب المعدة من قبل الجهة المصدرة لصكوك إسلامية تم طرحها للاكتتاب العام على المعلومات والبيانات التالية:

1. معلومات عامة عن الجهة المصدرة بما في ذلك اسم الجهة المصدرة وغرضها ورأس مالها وإصدارات الصكوك الإسلامية والسندات السابقة وبيان بالمساهمين الرئيسيين فيها وعنوان مركزها الرئيسي وتاريخ تأسيسها واسم وعنوان مدققي حساباتها.
2. معلومات عامة عن الهيئة الشرعية التي أجازت الصكوك الإسلامية سواء كانت تلك الجهة خاصة بالجهة المصدرة أو هيئة شرعية معترف بها من قبل الهيئة وتشمل تفاصيل خاصة بعدد أعضاء الهيئة وأسماءهم وخبراتهم.
3. معلومات متعلقة بالصكوك الإسلامية وإصدارها وتوزيعها وتشمل تفاصيل شروط وأحكام الإصدار بما في ذلك القيمة الإجمالية للإصدار وقيمة الصكوك الاسمية وعددها وملخصاً بالحقوق التي تمنحها الصكوك لمالكيها وسعر الإصدار وبياناً بقيمة الربح المتوقع وتفاصيل خاصة بإجراءات الاستهلاك أو الاسترداد المبكر وبيان بإجراءات تداول وتسوية الصكوك الإسلامية واستردادها.
4. المعلومات القانونية وتشمل تفاصيل القوانين أو المراسيم أو القرارات أو التصاريح أو الموافقات التي بموجبها تم إصدار الصكوك الإسلامية وتفاصيل أي ديون أو صكوك إسلامية تكون لها أولوية الدفع قبل صكوك الإصدار المعني.
5. معلومات خاصة بإدارة الشركة وتشمل الاسم الكامل لكل مدير أو مدير مقترح للجهة المصدرة وعنوان عمله ومؤهلاته والخبرات التي يتمتع بها.
6. إذا كان الإصدار مضموناً من قبل شركة أو مصرف قامت الهيئة بتحديد المعلومات الواجب تقديمها والإفصاح عنها من قبل الشركة الضامنة أو المصرف الضامن. فإذا كانت الحكومة هي الجهة الضامنة للإصدار وجب عندها بيان الاسم الكامل للجهة الحكومية الضامنة والصلاحية أو القرار الذي تم بموجبه منح الضمان.
7. إذا كانت الصكوك الإسلامية قابلة للتحويل وجب أن تحتوي نشرة الاكتتاب التفاصيل الخاصة بتلك الصكوك والإجراءات الخاصة بعملية وشروط تحويل الصكوك.
8. إذا كانت الصكوك الإسلامية المراد إدراجها مضمونه بموجودات وجب أن تحتوي نشرة الاكتتاب على شرح للكيفية التي ستقوم بها التدفقات النقدية بالوفاء بالتزامات الجهة المصدرة تجاه مالكي الصكوك والتفاصيل بالإجراءات الخاصة بالبيع والتنازل عن الموجودات أو عن أية حقوق للجهة المصدرة في الموجودات وطبيعة الموجودات وملخص لشروط وأحكام أي عقود أو اتفاقيات أو ضمانات أو كفالات بنكية مرتبطة بالموجودات وتاريخ أو تواريخ استحقاق الموجودات وعملة وقيمة الموجودات الدفترية والفعلية وإذا كانت الموجودات مضمونة بموجودات أخرى تفاصيل تلك الموجودات الأخرى.

9. وبالإضافة إلى ما تقدم، يجب أن تشتمل نشرة الاكتتاب الصادرة عن الجهات المصدرة الأجنبية والتي تكون صكوكها الإسلامية مدرجة لدى سوق مالية خارج الدولة معترف بها من قبل الهيئة على ما يلي:

- اسم السوق المالية الأجنبية للجهة المصدرة الأجنبية وإقرار بأن تلك السوق ستتولى مهمة التنظيم الرئيسي للأوراق المالية الخاصة بالجهة المصدرة الأجنبية.
- تفاصيل جميع الأسواق المالية الأخرى التي سبق إدراج الأوراق المالية (بما في ذلك السندات والصكوك الإسلامية والأسهم) للجهة المصدرة الأجنبية أو التي سيتم أو المقترح إدراجها فيها.
- إقرار بأن الصكوك الإسلامية الخاصة بالجهة المصدرة الأجنبية المراد إدراجها في السوق يمكن تداولها في السوق المالية الأجنبية وفي أية سوق مالية أخرى مدرج لديها الصكوك الإسلامية للجهة المصدرة الأجنبية وفقاً لأنظمة تلك الأسواق المالية.
- بيان مفاده عدم إجراء أي تغيير بأي من الأمور الواردة في آخر نشرة اكتتاب تم إيداعها لدى السوق المالية الأجنبية للجهة المصدرة الأجنبية وعدم حدوث أي أمر جديد جوهري يُفترض الإفصاح عنه بعد إيداع آخر نشرة اكتتاب لدى تلك السوق.
- بيان صادر عن مديري الجهة المصدرة الأجنبية يبين الضرائب المفروضة على عوائد الصكوك في بلد الإصدار ومدى مسؤولية أي مستثمر أو مالك لأي من الصكوك الإسلامية لتلك الجهة المصدرة عن أية ضرائب أو رسوم مرتبطة بتملك تلك الصكوك.
- أية تعاميم أو إشعارات أخرى تم إرسالها إلى مالكي الصكوك المدرجة بعد تاريخ آخر نشرة اكتتاب تم إيداعها لدى السوق المالية الأجنبية للجهة المصدرة الأجنبية .

10. تفاصيل أي دعاوى قضائية مقامة ضد الجهة المصدرة تزيد قيمتها على ثلاثة ملايين درهم .

الموافقة على الإعلانات

المادة (11)

باستثناء إصدارات الحكومة، يجب الحصول على موافقة المدير التنفيذي بشأن أي مستند أو إعلان سيتم نشره في الدولة من قبل الجهة المصدرة أو نيابة عنها لغرض الإعلان عن إدراج الصكوك الإسلامية في السوق. ويجب أن يشتمل الإعلان المذكور على تصريح بأن الإعلان مجاز من قبل الهيئة.

اللغة العربية

المادة (12)

إذا لم تكن أي من المستندات المشار إليها في هذا الباب محررة باللغة العربية وجب ترجمتها إلى اللغة العربية وتقديم هذه الترجمة للهيئة والسوق. وفي جميع الأحوال يعتمد النص العربي.

الفصل الثالث : النظر في طلبات إدراج الصكوك الإسلامية

سجل طلبات إدراج الصكوك الإسلامية

المادة (13)

تُعد الهيئة سجلاً تدون فيه طلبات إدراج الصكوك الإسلامية بأرقام متتابعة وفقاً لتاريخ ورود كل منها، ويخصص لكل طلب ملف خاص تُودع فيه المستندات وكل ما يتعلق بها من إجراءات. وتزود الهيئة مقدم الطلب بإيصال يفيد تقديم طلب الإدراج وتاريخه ورقم تدوينه في السجل المشار إليه.

لجنة النظر في طلبات إدراج الصكوك الإسلامية والقرار المبدئي

المادة (14)

تُشكل بقرارٍ من الرئيس لجنة تضم عناصر فنية ومالية وقانونية للنظر في طلبات إدراج الصكوك الإسلامية. فإذا كان طلب الإدراج مكتملاً اتخذت اللجنة قرارها بشأنه خلال مدة لا تجاوز ثلاثين (30) يوماً من تاريخ تقديمه، وإن لم يكن مكتملاً تم إخطار ذوي الشأن بضرورة استكماله خلال مدة لا تتجاوز واحداً وعشرين (21) يوماً من تاريخ الإخطار، وإلا اعتبر مقدم الطلب متنازلاً عن طلبه. ولا يحول ذلك دون قيام المدير التنفيذي بإصدار موافقة مبدئية على الإدراج تكون سارية خلال مدة الواحد والعشرين (21) يوماً المذكورة. ويجوز للمدير التنفيذي تمديد هذه المدة لفترة أو فترات مماثلة حسب ما يراه مناسباً.

القرار النهائي

المادة (15)

تُعرض قرارات اللجنة الصادرة وفقاً لأحكام المادة (14) من هذا القرار على الرئيس الذي يتخذ قراراً نهائياً بشأن طلب الإدراج خلال مدة لا تجاوز ثلاثين (30) يوماً من تاريخ عرض قرارات اللجنة على الرئيس بشأن طلبات الإدراج المستوفاة، على أن يتم إحاطة المجلس علماً بالقرارات الصادرة عن الرئيس في هذا الشأن.

الإخطار بقرار الإدراج

المادة (16)

يخطر ذوو الشأن بقرار الرئيس الصادر وفقاً لأحكام المادة (15) من هذا القرار خلال مدة لا تجاوز سبعة (7) أيام من تاريخ صدوره.

التظلمات

المادة (17)

للجهة المصدرة التظلم إلى المجلس خلال ثلاثين(30) يوماً من تاريخ صدور قرار الرئيس بشأن عدم الموافقة على إدراج الجهة المصدرة لصكوكها الإسلامية ويكون قرار المجلس بهذا الخصوص نهائياً وملزماً لجميع الأطراف .

القيد لدى الأسواق

المادة (18)

يُخول قرار الرئيس بالموافقة على إدراج الصكوك الإسلامية للجهة المصدرة والصادر وفقاً لأحكام المادة (15) من هذا القرار حق قيد تلك الصكوك في أحد أسواق الدولة، وتلتزم تلك السوق بموافاة الهيئة بواقعة القيد خلال مدة لا تجاوز أسبوعاً من تاريخ القيد.

رمز واسم الجهة المصدرة

المادة (19)

إذا تمت الموافقة على إدراج الصكوك الإسلامية للجهة المصدرة في سوق معينة، قامت تلك السوق بمنح الجهة المصدرة رمزاً خاصاً للتداول، واسماً مختصراً باللغتين العربية والإنجليزية، ويكون اختيار الرمز والاسم المختصر من صلاحيات السوق وذلك مع مراعاة عدم تشابه الأسماء في الأسواق.

الباب الرابع : الالتزامات المستمرة للجهات المصدرة والإصدارات الجديدة

الفصل الأول : الالتزامات المستمرة

الالتزامات المستمرة للجهات المصدرة

المادة (20)

على الجهة المصدرة التي تم إدراج صكوكها الإسلامية لدى السوق أن تلتزم بالالتزامات المستمرة التالية:-

1. إخطار الهيئة والسوق بأية واقعة أو معلومات جديدة غير متوفرة للجمهور من شأنها أن تؤثر جوهرياً على العمليات السوقية للصكوك الإسلامية المدرجة أو على سعرها أو تؤثر جوهرياً على مقدرة الجهة المصدرة على الوفاء بالتزاماتها وذلك فور علم الجهة المصدرة بتلك الواقعة أو المعلومات. وعلى الجهة المصدرة، فور الحصول على موافقة الهيئة نشر تلك الواقعة أو المعلومات في صحيفتين يوميتين واسعتي الانتشار تصدران في الدولة باللغة العربية .
2. الاستمرار في تعيين وكيل سداد في الدولة توافق عليه الهيئة حتى يتم استرداد المبالغ الأصلية لجميع الصكوك الإسلامية وأرباحها وإخطار الهيئة والسوق بأي تغيير يتعلق بوكيل السداد .
3. تزويد الهيئة والسوق بنسخة عن جميع المراسلات التي تقوم تلك الجهة بإرسالها إلى مالكي الصكوك المدرجة وغيرها من المستندات أو المعلومات المتعلقة بالاجتماعات والإنابات وما شابهها من مستندات وذلك فور صدورها .
4. إخطار الهيئة والسوق بالأمور التالية فور إقرارها من قبل مجلس إدارة تلك الجهة أو مديريها والإعلان عنها بدون أي تأخير في صحيفتين يوميتين واسعتي الإنتشار تصدران في الدولة باللغة العربية:-

- أي قرار بعدم تسديد أي جزء من الربح المستحق على أي من صكوكها الإسلامية.
- أي إصدار جديد لأسهم أو سندات دين أو صكوك إسلامية تقرر الجهة المصدرة القيام به وعلى الأخص أية ضمانة متعلقة بهذا الإصدار الجديد.

- أي تغيير يطرأ على المستندات التأسيسية للجهة المصدرة.
- أي تغيير مقترح لرأس مال الجهة المصدرة.
- أي قرار بتغيير طبيعة أعمال الجهة المصدرة.
- أي تغيير في عضوية مجلس إدارة الجهة المصدرة أو مديريها.
- أي تغيير في مدققي حساباتها المستقلين .

5. إخطار الهيئة والسوق بأي شراء أو استرداد أو إلغاء تجريه تلك الجهة أو يجريه أي عضو من أعضاء مجموعتها على أوراقها المالية (بما في ذلك أسهمها أو سنداتها أو صكوكها الإسلامية) والإعلان وبدون تأخير في صحيفتين يوميتين واسعتي الإنتشار تصدران في الدولة باللغة العربية عن هذا الاسترداد أو الشراء أو الإلغاء. ويجب أن يبين الإخطار عدد الأوراق المالية (بما في ذلك أسهمها أو سنداتها أو صكوكها الإسلامية) المتبقية بعد إجراء الشراء أو الاسترداد أو الإلغاء المذكور .

6. **إخطار الهيئة والسوق بالأمور التالية فور وقوعها أو علمها بها والإعلان عنها وبدون تأخير في صحيفتين يوميتين واسعتي الإنتشار تصدران في الدولة باللغة العربية:-**

- قيام الجهة المصدرة أو شركتها الأم أو أي من شركاتها التابعة بتقديم طلب بشأن حلها أو بشأن تعيين مصفٍ لها.
- اتخاذ الجهة المصدرة أو شركتها الأم أو أية شركة تابعة لها قراراً بحلها؛
- حلول الأجل المؤدي لانقضاء الجهة المصدرة أو شركتها الأم أو أي من شركاتها التابعة.
- قيام أي مرتهن بحيازة أو وضع اليد على أو بيع جزء من موجودات الجهة المصدرة تزيد قيمته الإجمالية عن 10% من القيمة الدفترية لصافي تلك الموجودات.
- صدور حكم أو قرار من محكمة مختصة يؤثر على أهلية الجهة المصدرة في التصرف بأي جزء من موجوداتها تزيد قيمته الإجمالية عن 10% من القيمة الدفترية لصافي تلك الموجودات.
- صدور أي قانون أو مرسوم أو قرار حكومي من أية جهة ذات اختصاص بحل أو تصفية الجهة المصدرة.
- أي تغيير في التصنيف الائتماني الخاص بالصكوك الإسلامية الخاصة بالجهة المصدرة.
- أو تزويد الهيئة والسوق بجميع الدعاوى القضائية التي يتم إقامتها على الجهة المصدرة والتي تزيد قيمتها على ثلاثة (3) ملايين درهم .

7. إذا كانت الجهة المصدرة شركة فعليها موافاة الهيئة والسوق بتقارير ربع سنوية (باستثناء الربع الأخير) وسنوية عن نشاطاتها ونتائج أعمالها بما يُفصح عن مركزها المالي الحقيقي شريطة أن يكون التقرير السنوي مدققاً وفقاً لمعايير التدقيق الدولية وأن تكون التقارير ربع السنوية موقعة من رئيس مجلس الإدارة (إن وجد) والمدير المختص .

8. إذا كانت الصكوك الإسلامية المدرجة مضمونة من قبل الحكومة فعلى الجهة المصدرة التأكد من أن كافة المعلومات المناسبة والضرورية المتعلقة بالضمان والتي تكون ضرورية لإجراء تقييم حقيقي للصكوك المدرجة متوفرة للجمهور في جميع الأوقات .

9. سداد الرسوم السنوية إلى الهيئة والسوق وفقاً لما يحدده المجلس من وقت لآخر .

10. تزويد الهيئة بكافة المعلومات التي تعتبرها مناسبة لأغراض حماية المستثمرين وحسن سير العمل في السوق وأية معلومات أخرى قد تطلبها الهيئة من وقت لآخر للتأكد من الالتزام بأحكام هذا القرار .

الالتزامات المستمرة للجهات المصدرة الأجنبية

المادة (21)

بالإضافة إلى الالتزامات المستمرة الواردة في المادة (20) ، يتوجب على الجهة المصدرة الأجنبية التي تم إدراج صكوكها الإسلامية لدى السوق أن تلتزم بالإلتزامات المستمرة التالية:-

1. إخطار الهيئة فوراً عند حدوث أي تعارض بين أحكام هذا القرار وأنظمة السوق المالية الأجنبية للجهة المصدرة الأجنبية وذلك لكي تقوم الهيئة باتخاذ القرارات والإجراءات التي تراها مناسبة .
2. تزويد الهيئة بجميع المعلومات والمستندات التي يتم تبليغها وإيداعها لدى سوقها المالية الأجنبية وذلك فور تبليغها أو إيداعها لدى تلك السوق .
3. إخطار الهيئة والسوق المعنية فور حدوث أي تغيير في أي قانون أو تشريع أو نظام في بلد تلك الجهة أو أي دولة أخرى من شأنه أن يؤثر على تداول أو على سعر الصكوك الإسلامية الصادرة عن تلك الجهة بما في ذلك أي تغيير أو تعديل في أي تشريع ضريبي .
4. إخطار الهيئة والسوق المالية الأجنبية وأي سوق آخر تكون مدرجة لديه حال إلغاء إدراج الصكوك الإسلامية الخاصة بتلك الجهة المصدرة الأجنبية لدى سوقها المالية الأجنبية أو حال توقيع أية عقوبات على تلك الجهة من قبل ذلك السوق المالي الأجنبي أو من قبل أية هيئة تشرف على تداول الأوراق المالية لتلك الجهة المصدرة (بما في ذلك الأسهم والسندات والصكوك الإسلامية)، كما يجب عليها إخطار الهيئة والسوق فوراً بأية تغييرات جوهرية تطرأ على أنظمة الإدراج الخاصة بالسوق المالية الأجنبية التي تتبعها .
5. تزويد الهيئة والسوق بأصل وصورة عن بياناتها المالية السنوية وتقاريرها المالية المؤقتة المودعة لدى السوق المالية الأجنبية التي تتبعها هذه الجهة وأية تعاميم أو إشعارات يتم إرسالها إلى مالكي الصكوك الإسلامية المدرجة وذلك فور صدور أي منها .
6. إخطار الهيئة والسوق بأية تغييرات قد تطرأ على البيانات الواردة في هذه المادة بالنسبة للجهة المصدرة أو الجهة الضامنة إذا كان الإصدار مضموناً .

الفصل الثاني : الإصدارات الجديدة

الأحكام الخاصة بالإصدارات الجديدة

المادة (22)

تخضع جميع الإصدارات الجديدة للصكوك الإسلامية ترغب الجهة المصدرة بإدراجها لكافة الأحكام والشروط الواردة في هذا القرار بما في ذلك الحصول على موافقة الهيئة بشأن إدراجها وترخيص السوق بتداولها.

الاستثنـاءات

المادة (23)

للمدير التنفيذي حسبما يراه مناسباً استثناء أية جهة مصدرة لديها صكوك إسلامية مدرجة في السوق من ضرورة تقديم ذات البيانات التي سبق تقديمها رسمياً للهيئة والتي تخص أية إصدارات جديدة خاصة بتلك الجهة.

الباب الخامس : الإلتزام بالأنظمة والجزاءات

تنبيه الجهة المصدرة ومدرائها

المادة (24)

إذا أخلت الجهة المصدرة بأحكام هذا القرار فللمدير التنفيذي تنبيه تلك الجهة ومدرائها ومطالبتها بتزويد الهيئة خطياً بتوضيحات لتصرفاتها والتعهد بتصحيح الإخلال وللهيئة نشر واقعة تنبيه الجهة المصدرة أو مدرائها بسبب عدم التزامها بأحكام هذا القرار في الصحف المحلية و/ أو الأجنبية. وفي حال العود يجوز للمدير التنفيذي فرض غرامة مالية يحددها المجلس على مديري الجهة المصدرة والقائمين على إدارتها وفقاً لتقديره المطلق.

نشـر المعلومـات

المادة (25)

للمدير التنفيذي أن يطلب من الجهة المصدرة لصكوك إسلامية مدرجة في إحدى الأسواق بالدولة نشر المعلومات التي يراها مناسبة وعلى نفقتها بهدف حماية المستثمرين والحفاظ على حسن سير العمل في السوق. وإذا لم تلتزم الجهة المصدرة بنشر تلك المعلومات جاز للمدير التنفيذي أن ينشر المعلومات المعنية بعد منح الجهة المصدرة الفرصة لتوضيح الأسباب الموجبة لعدم النشر.

صلاحية المجلس لتعليق وإلغاء الإدراج

المادة (26)

للمجلس أو من يفوضه بذلك تعليق تداول أية صكوك إسلامية أو إلغاء إدراجها في أي وقت ووفقاً للظروف والشروط التي يراها مناسبة وبغض النظر عما إذا تقدمت الجهة المصدرة بطلب في ذلك الشأن أم لم تتقدم وذلك إذا ارتأى المجلس أو من يفوضه بذلك بأن تعليق التداول أو إلغاء الإدراج ضروري لحماية المستثمرين أو للحفاظ على حسن سير العمل في السوق أو إذا لم تلتزم الجهة المصدرة بأحكام هذا القرار أو بالإقرار الصادر عنها بالشكل المبين في الملحق رقم (2) المرفق بهذا القرار .

تعليـق التـداول

المادة (27)

دون الإخلال بأحكام المادة (26) من هذا القرار، يجوز للمجلس أو من يفوضه بذلك تعليق تداول أي من الصكوك الإسلامية المدرجة في الحالات التالية:-

1. إذا فقدت الجهة المدرجة شرطاً من شروط الإدراج الواردة في هذا القرار.
2. **إذا كانت الجهة المصدرة شركة وتحقق أي من الأحوال التالية:-**

- انخفاض صافي حقوق المساهمين في الشركة إلى أقل من 50% من رأس المال .
- صدور قرار عن الجمعية العمومية غير العادية بتخفيض رأس مال الشركة نتيجة تعرضها لخسارة.
- توافر معلومات لدى الهيئة مفادها أن الشركة قد أخلت بصورة جوهرية بأحد التزاماتها القانونية وبأن ذلك الإخلال قد يؤثر على سمعة الشركة أو مركزها المالي.
- عدم التزام الشركة بإصدار التقارير السنوية والربع السنوية (باستثناء الربع الأخير) عن أنشطتها؛ واتخاذ الجمعية العمومية للشركة أو مجلس إدارتها قراراً ببيع الجزء الأعظم من موجودات الشركة؛ أو
- تعليق إدراج أسهم الشركة إذا كانت مدرجة لدى السوق .

3. إذا لم تلتزم الجهة المصدرة بتسديد الرسوم المستحقة عليها والتي يحددها المجلس من وقت لآخر.

إلغـاء الإدراج

المادة (28)

دون الإخلال بأحكام المادة (26) من هذا القرار، يجوز للمجلس أو من يفوضه بذلك إلغاء إدراج أي من الصكوك الإسلامية المدرجة في الحالات التالية:-

1. إذا تم اتخاذ قرار بحل الجهة المصدرة وتصفيتها .
2. إذا طرأ أي تغيير جذري على النشاط الرئيسي للجهة المصدرة .
3. إذا تم اندماج الجهة المصدرة مع أي جهة أخرى بحيث ترتب على ذلك انقضاء الشخصية الاعتبارية للجهة المصدرة .
4. إذا توقفت الشركة عن مباشرة نشاطاتها.
5. إذا بقي تداول الصكوك الإسلامية معلقاً لمدة ستة أشهر فأكثر .

الإجراءات الخاصة بالتعليق

المادة (29)

تطبق الإجراءات التالية إذا قامت الهيئة بإصدار قرار بتعليق تداول صكوك إسلامية:-

1. تقوم الهيئة بتوجيه إشعار خطي إلى الجهة المصدرة مبينة فيه الأسباب التي أدت بها لاتخاذ قرارها بتعليق تداول تلك الصكوك الإسلامية .
2. على الجهة المصدرة تقديم ردودها حول ما جاء في إشعار الهيئة المشار إليه في البند (أ) أعلاه وذلك خلال سبعة (7) أيام من تاريخ ذلك الإشعار .
3. تقوم الهيئة بالتحقق من الردود المقدمة من الجهة المصدرة وللمجلس أو من يفوضه بذلك عندئذ إما رفع قرار التعليق أو تأكيده بقرار آخر إذا لم يقتنع بالردود المقدمة من الجهة المصدرة ويكون قراره في هذا الشأن نهائياً.

تعليق التداول مؤقتاً

المادة (30)

للجهة المصدرة طلب تعليق التداول في صكوكها الإسلامية مؤقتاً في حال حدوث أي أمر جوهري يتوجب الإفصاح عنه بصورة فورية بموجب هذا القرار شريطة الإعلان عن الأمر الجوهري في أسرع وقت ممكن بعد التعليق. وللمجلس أو من يفوضه بذلك قبـــــــ

طلب تعليق التداول

المادة (31)

يجب أن يحتوي طلب تعليق التداول المقدم من قبل الجهة المصدرة على الأسباب الداعية لتعليق التداول والفترة الزمنية للتعليق وطبيعة الأمر الذي أثر على أعمال ونشاطات الجهة المصدرة وأية معلومات أخرى قد تطلبها الهيئة.

إجراءات إلغاء تعليق التداول

المادة (32)

للمجلس أو من يفوضه بذلك إذا ارتأى أن ذلك مناسباً، اتخاذ قرار بإلغاء تعليق تداول أي صك إسلامي بناء على طلب الجهة المصدرة في حال زوال الأسباب التي أدت لذلك التعليق.

أحكام عامة في شأن إلغاء أو تعليق الإدراج أو التداول

المادة (33)

1. لا يجوز التداول في السوق لأية صكوك إسلامية يكون إدراجها معلقاً أو ملغياً .
2. لا تُسأل الهيئة أو أي من الأسواق في الدولة عن تعويض أي جهة كانت عن أية خسائر مهما كانت طبيعتها قد تلحق بتلك الجهة بسبب تعليق أو إلغاء إدراج أية صكوك إسلامية .

الإلغاء الإختياري للإدراج

المادة (34)

يجوز للجهة المصدرة بعد الحصول على موافقة جمعيتها العمومية غير العادية (إذا كانت شركة) أو موافقة مجلس إدارتها أو القائمين على إدارتها (إذا لم تكن شركة)، التقدم بطلب لإلغاء إدراج صكوكها الإسلامية بمحض اختيارها شريطة إخطار مالكي الصكوك المعنية والهيئة والسوق مسبقاً بإشعار خطي مدته (90) يوماً على الأقل يوضح الأسباب الداعية للإلغاء و الحصول على موافقة المجلس وموافقة أولئك المالكين على ذلك.

الباب السادس : أحكام ختامية

الاستثناءات بشأن النظام الخاص بعمل السوق

المادة (35)

لا تسرى أحكام المادة (29) من القرار رقم (3) لسنة 2001 بشأن النظام الخاص بعمل السوق الصادر عن المجلس على الصكوك الإسلامية المدرجة في السوق.

الاستثناءات بشأن إدراج الشركات الأجنبية

المادة (36)

لا تسرى أحكام القرار رقم (7) لسنة 2002 بشأن إدراج الشركات الأجنبية الصادر عن المجلس على الصكوك الإسلامية المدرجة في السوق.

النشر في الجريدة الرسمية

المادة (37)

ينشر هذا القرار في الجريدة الرسمية ويعمل به اعتباراً من تاريخ نشره .

لبنى بنت خالد القاسمي
رئيس مجلس إدارة
هيئة الأوراق المالية والسلع

صدر في أبوظبي
بتاريخ: / / هـ
الموافق: / /

نموذج عن طلب إدراج الصكوك الإسلامية

معلومات عامة:

جهة الإصدار: _____ العنوان_____

وكيل الإصدار:_____ العنوان_____

وكيل السداد :_____ العنوان_____

منظم ومروج الإصدار: _____العنوان_____

جهة الضمان: _____ العنوان_____

تفاصيل الصكوك الإسلامية المراد إدراجها:

القيمة الإسمية للصك	**تاريخ الإستحقاق**	**الربح المتوقع**
_____	_____	_____
_____	_____	_____
_____	_____	_____

القيمة الإسمية للإصدار وطبيعة وتفاصيل وأعداد الصكوك الإسلامية المراد إدراجها

تفاصيل عملة الإصدار

_____

أسماء جميع الأسواق المالية التي تم إدراج الصكوك الإسلامية فيها أو الجاري حالياً الإدراج فيها.

_____

تفاصيل شكل الصكوك الإسلامية (لحاملها/مسجلة)

_____

لهيئة الأوراق المالية والسلع الصلاحية التامة بطلب الحصول على أية معلومات وموافاتها بأية معلومات أو بيانات متعلقة بالجهة المصدرة أو بالصكوك الإسلامية المراد إدراجها في أي سوق مالية أو هيئة أو وكالة أو جهة مسؤولة عن الإشراف على ورقابة الأعمال والخدمات المالية أو إنفاذ القوانين سواء داخل الدولة أو خارجها كما يكون لها الصلاحية التامة بتزويد تلك الجهات بأية معلومات أو بيانات متعلقة بالجهة المصدرة أو بالصكوك الإسلامية المراد إدراجها.

موقع بالنيابة عن .

رئيس مجلس الإدارة **عضو مجلس الإدارة**

_____ _____

النموذج رقم (2) – إقرار وتعهد الجهة المصدرة

إقرار وتعهد الجهة المصدرة

نقر نحن [مدراء/أعضاء مجلس إدارة] _____ ("الجهة المصدرة") ونؤكد ما يلي:-

1. التزام الجهة المصدرة بالقرار الخاص بإدراج الصكوك الإسلامية رقم ( ) لسنة 2005 وغيرها من الشروط والمتطلبات الخاصة بإدراج الصكوك الإسلامية الصادر عن مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع (ويشار إليه هنا بـ"القرار الخاص بالإدراج").
2. أن نشرة الاكتتاب المعدة من قبل الجهة المصدرة تتضمن جميع المعلومات والبيانات الواجب الإفصاح عنها بموجب القرار الخاص بالإدراج.
3. أن نشرة الاكتتاب المعدة من قبل الجهة المصدرة تحتوي على معلومات تم الإفصاح عنها وفقاً لأحكام القرار الخاص بالإدراج وبأننا نحن المديرين مجتمعين ومنفردين، مسؤولين مسؤولية كاملة عن صحة ودقة المعلومات الواردة في نشرة الاكتتاب ونؤكد بأنه لم يتم إغفال ذكر أية وقائع قد تجعل أي بيان أو تصريح وارد في نشرة الاكتتاب مضللاً.
4. أن الجهة المصدرة قد تقدمت إلى الهيئة بجميع المستندات والوثائق الواجب إرفاقها بطلب الموافقة على الإدراج.
5. للهيئة الصلاحية التامة بتعليق تداول الصكوك الإسلامية أو إلغاء إدراجها وبإتخاذ أي إجراءات أخرى تجاهنا أو تجاه الجهة المصدرة وفقاً لأحكام القرار الخاص بالإدراج في حال إخلالنا أو إخلال الجهة المصدرة بأحكام القرار الخاص بالإدراج.
6. أن الجهة المصدرة مدرجة لدى _____ وتتمتع بمنزلة وسمعة جيدة لدى السوق المذكورة. (خاص بالجهات المصدرة الأجنبية فقط)
7. إننا ندرك طبيعة مسؤولياتنا والتزاماتنا الخاصة بمساعدة وتمكين الجمهور ومالكي الصكوك الإسلامية من تقدير وتقييم مكانة ومنزلة الجهة المصدرة وتفادي إنشاء سوق زائفة في الصكوك الإسلامية عند إدراجها.

كما نتعهد ونوافق على الإلتزام بالقرار الخاص بالإدراج وغيره من الأنظمة والشروط والقرارات التي تصدرها الهيئة من وقت لآخر ونتعهد على وجه الخصوص بالإلتزام والوفاء بالإلتزامات المستمرة المنصوص عليها في القرار الخاص بالإدراج.

ونقر بأن لهيئة الأوراق المالية والسلع الصلاحية التامة بطلب الحصول على أية معلومات أو بيانات متعلقة بنا أو بالصكوك الإسلامية المراد إدراجها في أي سوق مالية أو هيئة أو وكالة أو جهة مسؤولة عن الإشراف على ورقابة الأعمال والخدمات المالية أو إنفاذ القوانين سواء داخل الدولة أو خارجها كما يكون للهيئة الصلاحية التامة بتزويد تلك الجهات بأية معلومات أو بيانات متعلقة بنا أو بالصكوك الإسلامية المراد إدراجها.

موقع بالنيابة عن

رئيس مجلس الإدارة _____

عضو مجلس الإدارة _____

الملحق رقم06: تطور إجمالي إصدرات الصكوك الإسلامية مقارنة بالسندات التقليدية في ماليزيا خلال الفترة: 2005-2014.

الوحدة: مليار رينجت ماليزي

السنوات / الإصدارات	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
إجمالي الصكوك الإسلامية	43.32	42.02	121.3	43.2	34	40.33	78.9	71.09	99.13	76.04
إجمالي السندات التقليدية	19.34	33.81	37.5	96.8	23.5	23.25	33.43	32.21	48.5	42.08
مجموع السندات الكلية	62.66	75.83	158.8	140	57.5	63.58	112.33	103.3	147.63	118.15
نسبة الصكوك إلى السندات الكلية"%"	96.13	55.41	76.4	30.85	59.13	63.43	70.23	68.81	67.15	64.38

Source :
Securities commissions,
annuel report :(2005.2006.2008.2010.2012.2013.2014).

الملحق رقم 07: إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية حسب النوع خلال سنة 2014

الوحدة: نسبة مئوية(%)

نوع الصكوك الإسلامية	صكوك المرابحة	صكوك المشاركة	صكوك الوكالة بالاستثمار	صكوك المضاربة	صكوك الإجارة	الصكوك المختلطة
نسبة إصدارها من إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية	79.49	8.42	3.94	2.63	1.31	4.21

Source : Securities commissions of malaysia annuel report 2014, p144.

الملحق رقم08: نموذج عن شهادات صكوك مشاركة البنك المركزي (شمم)

الملحق رقم 1

بسم الله الرحمن الرحيم

رقم الوثيقة :
№ 0000413

شركة السودان للخدمات المالية
شركة خاصة محدودة

وثيقة

تحذا تشهد بأن السيد/ السادة /

هو المالك المستجل لعدد ـــــ شهادة من بين (ثلاثة ألف وتسعمائة وأربعين شهادة) من شهادات مشاركة البنك المركزي تمثل قيمة مساهمات بنك السودان ووزارة المالية والإقتصاد الوطني بالبنوك السودانية، وتبلغ القيمة الإسمية للشهادة الواحدة عشرة مليون جنيه سوداني.

هذه الشهادات تخضع لأحكام عقد تأسيس ولائحة الشركة، وهي قابلة للتداول بشرط تسجيل جميع عمليات التداول بسجلات الشركة.

المدير المالي للشركة

الإسم :
التوقيع :

مدير عام الشركة

الإسم :
التوقيع :

من بنك السودان

الإسم :
التوقيع :

الإسم :
التوقيع :

إجراءات التداول بظهر الشهادة

الملحق رقم09: نموذج عن شهادات صكوك المشاركة الحكومية(شهامة)

الملحق رقم (2)

جمهورية السودان

شركة السودان للخدمات المالية المحدودة

رقم الشهادة	رقم الإصدار	تاريخ الإصدار	هجرية
		الموافق	الميلادى

شهادة المشاركة الحكومية

شهامة

بهذا نشهد بأن السيد / السادة /..... هو المالك المسجل لعدد (.....) ..... شهادة من بين (.....) من شهادات المشاركة الحكومية التي تمثل قيمة صافي حقوق ملكية الدولة المخصصة للتعامل في شهادات المشاركة الحكومية (شهامة) .

تبلغ القيمة الاسمية للشهادة الواحدة ٥٠٠٠٠ دينار (خمسون الف دينار سوداني) هذه الشهادات تخضع لأحكام لائحه شهادات المشاركة الحكومية لسنة ١٩٩٩م وعقد تأسيس ولائحه الشركة . وهي قابلة للتداول ويتمتع مالكها بحق استرداد جملة (قيمة الشهادة وعائدها) وفق المعاملات المالية الاسلامية عند حلول أجلها المحدد بـ ..... من تاريخ إصدارها بشرط تسجيل عمليات التداول بسجلات الشركة .

المدير المالي للشركة	مدير عام الشركة
الاسم	الاسم .....
التوقيع	التوقيع .....
التاريخ	التاريخ .....

عن وزارة المالية والاقتصاد الوطني

مدير إدارة الإستشار والصكوك الحكومية

الاسم .....

التوقيع .....

التاريخ .....

إجراءات التداول بظهر الشهادة

* اي كشط او تعديل في محتويات الشهادة يلغيها

الملحق رقم10: نموذج عن شهادات صكوك إجارة البنك المركزي(شهاب)

الملحق رقم (3)

شركة السودان للخدمات المالية المحدودة
SUDAN FINANCIAL SERVICES Co. LTD

شهادة صكوك إجارة بنك السودان

[شهاب]

رقم الوثيقة

التاريخ _____

القيمة الاسمية للصك: _____

بهذا نشهد بأن السادة _____ هو المالك المسجل

لعدد _____ صك بقيمة _____ فقط (_____)

من صكوك إجارة بنك السودان، والتي تمثل حصة شائعة في الوعاء الاستثماري

للصكوك وفق نشرة الإصدار رقم (١) بتاريخ ٢٠٠٥/٨/٣٠م

تكون قيمة الصكوك مستحقة الدفع بالكامل عند تقديمها وهي قابلة للتداول في

السوق الثانوية وسوق ما بين البنوك. ويتم توزيع عائد الإيجار شهرياً

هذه الشهادة خاضعة لقانون صكوك التمويل لسنة ١٩٩٥م

صدرت هذه الشهادة بتاريخ _____

لا تدفع الشركة الزكاة على هذه الصكوك وعلى المستثمرين إخراج زكاة أموالهم من هذه الصكوك بأنفسهم

المدير المالي للشركة

الاسم: _____

التوقيع: _____

مدير عام الشركة

الاسم: _____

التوقيع: _____

اي كشط أو تعديل في محتويات هذه الشهادة يلغيها

الملحق رقم11: نموذج عن شهادات صكوك الاستثمار الحكومية(صرح)

والله من وراء القصد،

وهو سبحانه الموفق والمستعان،

وآخر دعوانا أن الحمد لله رب العالمين.