

## أ.برودي نعمية

### كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير بتلمسان -

### - الجزائر

### عنوان المداخلة:

## التصكيك الإسلامي حجر الأساس لقيام

## سوق للأوراق المالية الإسلامية

### مقدمة:

تتمتع أسواق الأوراق المالية بأهمية بالغة كإطار مؤسساتي قائم يعمل على تسهيل انسياب الأموال من وحدات الفأض إلى وحدات العجز، و كقناة تؤمن التوظيف الأمثل للموارد المالية بكفاءة، عدا عن كونها مكانا يؤمن التقاء البائعين والمشتريين قصد تداول الأدوات المالية (أسهم، سندات، مشتقات...)، وذلك بهدف الوصول إلى تحديد سعر توازني للأموال يحقق تعادل الكمية المطلوبة مع الكمية المعروضة منها، فضلا عن تحديد نمط تخصيص الموارد ومستويات الربح والخسارة لأطراف السوق.

و تعتبر سوق الأوراق المالية الإسلامية فرصة هامة لكل مستثمر مسلم، حيث يتمكن من تقليل خسائره ومخاطره وزيادة عائداته من خلال تنويع محفظته المالية، واختيار الأدوات الأقوى والأكثر نجاحا ومشروعية . كما تمثل سوق الأوراق المالية الإسلامية محطة هامة لإعادة تنقية وضخ الأموال الحلال وتمويل المشروعات البناءة والناجحة مما يؤدي إلى زيادة معدلات النمو الاقتصادي.

إن الوجه الإسلامي لسوق الأوراق المالية الإسلامية والذي يميزها عن السوق العادية أو التقليدية التزامها في كل عناصرها بأحكام وقيم وتوجيهات الإسلام سواء من حيث المتعاملين، او من حيث أساليب وصور التعامل فيها، او من حيث الأدوات (الصكوك) التي يتم تداولها فيها.

وبالرغم من قلة أسواق للأوراق المالية على مستوى الدول العربية او الإسلامية تختص بتداول الأصول المالية الإسلامية على غرار الأسواق التقليدية (البورصات) - بخلاف السوق المالية الإسلامية الدولية بالبحرين، و التجربة الماليزية- فقد حققت الأصول المالية الإسلامية و خاصة الصكوك نجاحا متميزا منذ العمل بها، كما شهدت نموا كبيرا في الآونة الأخيرة، و ذلك بسبب الانتعاش الاقتصادي الذي

شهدته المنطقة العربية وخاصة دول الخليج في مجال العقار والتطوير العقاري، وكذا بسبب زيادة السيولة واتجاه الأفراد للاستثمارات في المنطقة، إضافة إلى الانتشار الملحوظ للبنوك الإسلامية وزيادة اهتمامها بالصكوك، كل هذا يستدعي من المهتمين بالصكوك الإسلامية البحث عن الطرق الأنسب التي تساهم في تشكيل سوق للأوراق المالية الإسلامية، و عليه فقد أصبح تواجد و قيام لسوق للأوراق المالية الإسلامية ضرورة توجب على متخذي القرار التفكير بجدية في إقامة مثل هذا النوع من الأسواق.

وبناء على ما سبق، يمكن طرح وصياغة الإشكالية الرئيسية لهذه المداخلة على النحو التالي:  
بميزاتها و خصائصها هل يمكن للصكوك الإسلامية أن تحل محل الأصول الربوية و تسهم في قيام سوق للأوراق المالية الإسلامية (بورصة إسلامية) ؟

### أولاً: ماهية الصكوك الإسلامية

تقوم فكرة الصكوك الإسلامية على المشاركة في تمويل مشروع أو عملية استثمارية متوسطة أو طويلة الأجل وفقاً لقاعدة "الغُنى بالغُرم" (المشاركة في الربح والخسارة)، حيث يتم إصدار الصكوك للحصول على التمويل اللازم إذ يتم طرحها للاكتتاب العام للمشاركين.

#### 1.1 تعريف الصكوك الإسلامية

هي عبارة عن "□" شهادات أو وثائق أو سندات تصدر بإسم المكتتب مقابل الأموال التي قدمها لصاحب المشروع، و هي تمثل حصصاً شائعة في رأس المال و تكون متساوية القيمة، و قابلة للتداول، ولما لكها حقوقاً و واجبات خاصة ضمن ضوابط الاستثمار و التداول الإسلامية".

كما عرفت المعايير الشرعية الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية صكوك الاستثمار على أنها <sup>2</sup> "وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان، أو منافع، أو خدمات، أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجلها".

و عليه يمكن اعتبار الصكوك الإسلامية على أنها "وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أو نشاط استثماري مباحاً شرعاً، تصدر وفق صيغ التمويل الإسلامية الملتزمة بالضوابط الشرعية".

#### 2.1 أنواع الصكوك الاستثمارية الإسلامية و خصائصها

يمكن أن يقدم التصكيك الإسلامي أنواعاً متعددة من الصكوك الاستثمارية وفقاً لاعتبارات متعددة، و فيما يلي سيتم استعراض الصكوك الاستثمارية حسب الصيغة الشرعية التي يقوم عليها الصك و طبيعة العلاقة بين الأطراف المختلفة لهذا الصك.

##### 1.2.1 صكوك المشاركة: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لإستخدام حصيلتها في إنشاء

مشروع أو تطوير مشروع قائم، أو تمويل نشاط على أساس عقد من عقود المشاركة، و يصبح المشروع

ملكا لحملة الصكوك في حدود حصصهم فصكوك المشاركة تقوم على أساليب المشاركة بمختلف صورها من المشاركة بالأموال، ثم المشاركة الحقيقية في الأرباح أو الخسائر أو المشاركة بالمال من جانب والعمل والخبرة من جانب آخر، وهذا الأساس في المشاركة يعطى الضمان لتقليل خطر التعرض للخسارة، وهو صورة من صور التكافل والتعاون من خلال تخصيص جزء معين من أرباح الشركة للمخاطر وبذلك يتنازل المساهمون عن نصيب ضئيل من أرباحهم لتغطية الخسارة التي تلحق بعض الصفقات في بعض السنوات. وتتخذ هذه الصكوك أشكالا عدة منها<sup>3</sup>:

أ. **صكوك الشركة**: وهي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الشركة بتعيين أحد الشركاء أو غيرهم لإدارتها، والمصدر لتلك الصكوك هو طالب المشاركة معه في مشروع معين أو نشاط محدد. و المكتتبون هم الشركاء في عقد المشاركة و حصيلة الإكتتاب هي حصة المكتتبين في رأس مال المشاركة، و يملك حملة الصكوك موجودات الشركة بغنمها و غرمها و يستحقون حصتهم في أرباح الشركة إن وجدت.

ب. **صكوك المضاربة (المقارضة)**: وهي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس المضاربة بتعيين مضارب من الشركاء أو غيرهم لإدارتها، و المصدر لتلك الصكوك هو حملة الصكوك موجودات المضاربة و الحصة المتفق عليها من الربح لأرباب المال، و يتحملون الخسارة إن وقعت<sup>4</sup>. و يسترد صاحب صك المضاربة قيمته تدريجيا من صافي أرباح الجهة المصدرة، بحيث تخصص نسبة منها لاستهلاك قيمة السند الأصلية، ولكن يجب أن يتم ذلك شرعا بحسب القيمة السوقية للسند لا القيمة الاسمية. كما يضمن طرف ثالث كالدولة رأس مال المكتتبين بحيث لا يتعرضون للخسارة، ويحصلون على أموالهم كاملة، سواء ربح المشروع أم خسر، و ذلك بغرض تشجيع الاكتتاب في هذه الصكوك. ويجوز تداول صكوك المضاربة بعد انتهاء الفترة المحددة للاكتتاب و تخصيص الصكوك وبدء النشاط في الأعيان والمنافع، أما قبل بدء النشاط فتراعى ضوابط التصرف في النقود(الصرف)، وفي حال بيع الموجودات بثمن مؤجل فتراعى ضوابط بيع الدين<sup>5</sup>. و من الضروري أن تشمل نشرة الإصدار على جميع البيانات المطلوبة شرعا في عقد المضاربة. و تتخذ صكوك المضاربة عدة أشكال منها صكوك المضاربة طويلة الأجل ( 10 إلى 20 سنة)، و صكوك المضاربة لمشروع معين و يتفرع من هذا النوع عدة أنواع مختلفة وهي:

- **صكوك المضاربة المستردة بالتدريج** : حيث ترد قيمة الصكوك مع أرباحها في مدة زمنية محددة كنسبة من قيمة الصك كل سنة مثلا.

## آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، يومي: 8 و 9 ديسمبر 2013

- صكوك المضاربة المستردة في آخر المشروع: حيث ترد قيمة الصكوك بالإضافة إلى الأرباح أو الخسائر إن وجدت في آخر المشروع.
- صكوك المضاربة المنتهية بالتملك : و فيها يتم رد قيمة الصكوك من خلال التعويض عنها بجزء من المشروع.

ج. صكوك الوكالة بالاستثمار: هي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الوكالة بالاستثمار، و يتم تعيين وكيل عن حملة الصكوك لإدارتها، و المصدر لتلك الصكوك هو الوكيل بالاستثمار، و المكتتبون هم الموكلون، و حصيلة الاكتتاب هي المبلغ الموكل باستثماره، و يملك حملة الصكوك ما تمثله من موجودات بغنمها و غرمها، و يستحقون ربح المشاركة إن وجد و المصدر (الوكيل) يحصل إما على نسبة من الربح أو على مبلغ محدد، سواء حققت الشركة أرباحا أو لم تحقق.

**2.2.1 صكوك المرابحة:** وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المرابحة، و تصبح هذه الأخيرة مملوكة لحملة الصكوك. و المصدر لهذه الصكوك هو بائع سلعة المرابحة، و المكتتبون فيها هم المشترون لها، و حصيلة الاكتتاب هي تكلفة شرائها، و يملك حملة الصكوك هذه السلعة بمجرد شرائها، و هم بذلك يستحقون ثمن بيعها<sup>6</sup>. و يتمثل ربح حملة الصكوك في الفرق بين ثمن شراء السلعة و دفع مصروفاتها نقدا. و يجوز تداول هذه الصكوك بعد قفل باب الاكتتاب و شراء البضاعة و حتى تاريخ تسليمها للمشتري مقابل ثمن مؤجل أو يدفع على أقساط و يخضع لقيود التصرف في الديون بعد تسليم البضاعة للمشتري و حتى قبض الثمن المؤجل و تصفية العملية.

**3.2.1 صكوك السلم:** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتحصيل رأس مال السلم، و تصبح سلعة السلم مملوكة لحاملي الصكوك. و تطرح هذه الصكوك لجمع مبلغ لتسليمه إلى مورد لشراء سلعة منه، و تسلم بعد مدة و يكون حق حامل الصك مؤجلا إلى حين استلام السلع و بيعها، فتصفي الصكوك بالحصول على المبلغ الأصلي زائد الربح من بيع السلعة، و هذه لا يجوز تداولها لأنه لا يجوز بيع السلم قبل قبضه من ناحية<sup>7</sup>، و لأن صكوك السلم تمثل بيع سلعة مؤجلة التسليم بثمان معجل، السلعة معجلة التسليم هي من قبيل الديون العينية لأنها موصوفة تثبت في الذمة لا تزال في ذمة البائع.

**4.2.1 صكوك الاستصناع:** و هي عبارة عن وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة، و يصبح المصنوع مملوكا لحملة الصكوك و مصدرها هو الصانع (البائع)، و المكتتبون فيها هم المشترون للعين المراد صنعها، و حصيلة الاكتتاب هي تكلفة المصنوع، و يملك حملة الصكوك العين المصنوعة، و يستحقون ثمن بيعها أو ثمن بيع العين المصنوعة في

الاستصناع الموازي إن وجد. وينطبق الاستصناع على تشييد المباني وبناء السفن والطائرات والجسور والطرق ومحطات توليد الطاقة الكهربائية والماء وغيرها، حيث يتم في نشرة الاصدار تحديد مواصفات المشروع وتكاليف إنشائه وثمان يبيعه وطريقة الدفع، ويستحق حملة الصكوك ثمن بيع المشروع، وهذا الثمن يتضمن تكلفة المشروع المتمثل في إصدار الصكوك بالإضافة إلى هامش ربح معين. وتحدد آجال صكوك الاستصناع بالمدة اللازمة لتصنيع العين المبيعة استصناعا وقبض الثمن وتوزيعه على حملة الصكوك. و تمثل صكوك الاستصناع بيع سلعة مؤجلة التسليم بثمان معجل، و السلعة هي من قبيل الديون العينية لأنها موصوفة تثبت في الذمة، إلا أنه يجوز تأجيل ثمنها، و المبيع لا يزال في ذمة الصانع، لذلك تعتبر هذه الصكوك غير قابلة للبيع أو التداول في حالة إصدار الصك من قبل أحد الطرفين البائع أو المشتري.<sup>8</sup>

**5.2.1 صكوك الإجارة :** عبارة عن وثائق متساوية القيمة تمثل حصة شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات في مشروع استثماري يدر دخلا، فهذه الصكوك يتم طرحها بفرض جمع مبلغ لشراء عين وتأجيرها تأجيرا تشغيليا أو منتهيا بالتمليك لجهة ما، ويوزع عائد أقساط الإجارة على حملة الصكوك، مع رد جزء من قيمة العين إن كان تأجيرا منتهيا بالتمليك<sup>9</sup>، وتعتبر صكوك الإجارة صكوك ملكية شائعة في أعيان مؤجرة مملوكة للمالك الصكوك، ويتم توزيع عائد الإجارة على الملاك حسب حصص ملكيتهم، وهي قابلة للتداول وتقدر قيمتها حسب قيمتها السوقية. ومن ميزة صكوك الإجارة أنها تغل لحاملها عائدا ثابتا هو نصيبه في أقساط الإجارة و هو ما جعل المستثمرين يستفنون عن السندات ذات الفوائد الربوية التي تتميز بوجود عائد ثابت محدد مسبقا. وصنفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية صكوك الإجارة إلى صكوك ملكية الموجودات المؤجرة، و صكوك ملكية المنافع ( و منها صكوك ملكية منافع الأعيان الموجودة، صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة، و صكوك ملكية الخدمات من طرف معين، و صكوك ملكية الخدمات من طرف موصوف في الذمة).

**6.2.1 صكوك المزارعة :** وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك الأرض الزراعية بفرض تمويل تكاليف الزراعية بموجب عقد المزارعة ويتشارك حملتها في المحاصيل المنتجة ما يحدده العقد. و يكون المصدر صاحب الأرض مالكا أو مالك منافعها، والمكتتبون فيها هم المزارعون في عقد المزارعة (أصحاب العمل بأنفسهم أو بغيرهم)، وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف الزراعة. وقد يكون المصدر هو (المزارع) صاحب العمل، والمكتتبون هم أصحاب الأرض (المستثمرون الذين اشترت الأرض بحصيلة اكتتابها)، ويملك حملة الصكوك الحصة المتفق عليها مما تنتجه الأرض.<sup>10</sup>

**7.2.1 صكوك المساقاة :** وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في سقي أشجار مثمرة والإنفاق عليها ورعايتها على أساس عقد المساقاة، ويصبح لحملة الصكوك حصة من

المحصول وفق ما يحدده العقد، و يصدر هذه الصكوك مالك الأشجار محل التعاقد من أجل تمويل عمليات السقي والرعاية ويتشارك حملتها في المحاصيل المنتجة بموجب عقد المساقاة. المصدر لهذه الصكوك هو صاحب الأرض (مالكها أو مالك منافعها) التي فيها الشجر، والمكتتبون فيها هم المساقون في عقد المساقاة، وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف العناية بالشجر، وقد يكون المصدر هو المساقى (صاحب العمل)، والمكتتبون هم أصحاب الأرض (المستثمرون الذين سقيت الأرض بحصيلة اكتتابهم) ويستحق حملة الصكوك الحصة المتفق عليها مما تنتجه الأشجار<sup>11</sup>.

**8.2.1 صكوك المغارسة :** وثائق متساوية القيمة يتم اصدارها لاستخدام حصيلتها في غرس أشجار وفي ما يتطلبه هذا الغرس من اعمال و نفقات على اساس عقد المغارسة، و يصبح لحملة الصكوك حصة في الأرض والغرس. و قد يصدر هذه الصكوك إما مالك أرض صالحة لغرس الأشجار والمكتتبون فيها هم المغارسون في عقد المغارسة، و حصيلة الاكتتاب هي تكاليف غرس الشجر، أو قد يكون المصدر هو المغارس (صاحب العمل) و المكتتبون هم أصحاب الأرض<sup>12</sup>.

### 3.1 خصائص الصكوك الإسلامية

- تعد الصكوك الإسلامية من أهم ابتكارات الهندسة المالية الإسلامية لما تتميز به من خصائص غير متوفرة بالأسهم أو السندات التقليدية، وتتميز الصكوك الإسلامية بعدة خصائص من أهمها<sup>13</sup> :
- وثائق تصدر باسم مالكها بفئات متساوية القيمة لأنها تمثل حصصاً شائعة في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص؛
  - مبدأ المشاركة في الربح والخسارة : إن مقتضى المشاركات التي يقوم عليها مبدأ إصدار الصكوك من حيث العلاقة بين المشتركين فيها هو الاشتراك في الربح والخسارة بصرف النظر عن صيغة الاسمية، وحصلة حملة الصكوك من أرباح المشروع أو النشاط الذي تموله تحدد بنسبة مئوية عند التعاقد، فمالكوها يشاركون في غنمها حسب الاتفاق المبين في نشرة الإصدار، ويتحملون غرمها بنسبة ما يملكه كل منهم ، وفقاً لقاعدة الغنم بالغرم؛
  - استناد الصك على عقد شرعي؛
  - تنوع المشاريع الاستثمارية إلى أشكال كثيرة بحسب اعتبارات متعددة؛
  - تكون قابلة للتداول شريطة ان تكون موجودات الاصدار حقيقية و غير مقتصرة على النقود و الديون او أحدهما و قد قيد مجمع الفقه الاسلامي ذلك بأن يكون غالب الموجودات أعياناً و منافع، و عليه فإن التداول محكوم بالضوابط الشرعية الخاصة بالتداول.

#### 4.1 مخاطر الصكوك الإسلامية

تتفاوت المخاطر التي تتعرض لها الصكوك بتفاوت أنواعها و مصادرها، فمخاطر صكوك المرابحة تختلف عن صكوك المشاركة و صكوك الاستصناع عن الإجارة و هكذا، و يمكن إجمال المخاطر في النقاط التالية:

- **مخاطر مخالفة الشريعة الإسلامية:** الصكوك أداة مالية بنيت على أحكام الشريعة الإسلامية ومخالفتها لتلك الأحكام في أي فترة من عمر الصك، يؤدي إلى أضرار تختلف باختلاف المخالفة و درجة خطورتها، فمن بطلان للصك بالكلية إلى فساد بعض الشروط، فمثلا عندما تكون مكونات الصك ديون مرابحات و أصول مؤجرة، يجب أن لا تزيد نسبة الديون على 33% من مكونات الصك طوال عمر الصك، حتى لا يجوز تداوله، و في حالة زادت الديون عن هذه النسبة فإن الصك لا يجوز تداوله و بالتالي يصبح الصك ضعيف السيولة، أو أن يكون تملك أصول صكوك الإجارة تملكها صوريا و لا شك أن هذه الصورية تبطل عقد التملك و بالتالي فما بني على باطل فهو باطل فيبطل الصك. و صور المخالفة للشريعة الإسلامية كثيرة و لا يمكن حصرها، فكل نوع من أنواع الصكوك له ضوابطه الشرعية التي تعتبر مخالفتها من المخاطر التي يجب دراسة إمكانية وقوعها و كيفية الحد منها و طرق معالجتها.
- **المخاطر التشغيلية :** إن هياكل الصكوك الإسلامية التي يجوز تداولها، يجب أن تكون قائمة على أصول و أن العائد على هذه الصكوك ناتج عن هذه الأصول، إذن فالمخاطر التشغيلية لهذه الأصول يجب أن تدرس بعناية، فمثلا نعلم أن العائد الإجمالي في صكوك الإجارة هو عائد الصك، فلو تعطلت منافع العين المؤجرة المكونة لصك الإجارة فلا يجب على المستأجر دفع الأجرة، و بالتالي لن يعود للصك أي عائد، ومن هنا يتبين لنا إن صكوك الإجارة القائمة على العقار أقل تعرضا لمخاطر فقدان العائد بسبب تعطل المنفعة من الصكوك القائمة على المركبات أو المصانع أو الطائرات أو البواخر، كما أن المخاطر المحتملة الناتجة عن تملك هذه الأصول يتحملها حملة الصكوك .
- **المخاطر القانونية :** نظرا لأن الكثير من النظم و التشريعات في الكثير من الدول هي أنظمة وضعية من صنع البشر مما يجعلها في الكثير من موادها تخالف أحكام الشريعة الإسلامية، فقد يحدث تعارض بين هذه الأنظمة و أحكام الشريعة الإسلامية كما أنه يتم إهمال تطبيق أحكام الشريعة الإسلامية عند التحاكم.

#### ثانيا: الحاجة إلى قيام سوق للأوراق المالية الإسلامية

تعد الصكوك الإسلامية من أهم ابتكارات الهندسة المالية الإسلامية لما تتميز به من خصائص غير متوفرة بالأسهم أو السندات التقليدية. فقد شهدت أسواق الصكوك الإسلامية العالمية تطورات هائلة و نموا كبيرا حيث وصل حجمها إلى 140 مليار دولار أميركي في 2012، وقد أصدرت صكوك في عدة دول إسلامية منها ماليزيا ودول مجلس التعاون وإيران وباكستان والسودان وفي دول غير إسلامية منها بريطانيا واليابان وألمانيا وولاية تكساس الأمريكية.

وكشف تقرير صادر عن شركة "بيتك للأبحاث" أن حجم إصدار الصكوك في العالم بنهاية الربع الأول من 2013 بلغ 34.2 مليار دولار، مرتفعا على أساس ربع سنوي بنسبة 21.5%، وذلك نتيجة لارتفاع إصدار الصكوك الإسلامية بنسبة 54%، وبلغ إجمالي حجم إصدارات الصكوك في نهاية الربع الأول من نحو 34.2 مليار دولار والتي تمثل انخفاضا بنسبة 15.8% على أساس سنوي، ويرجع هذا الانخفاض بصورة أساسية إلى الرقم القياسي الذي سجلته إصدارات الصكوك في يناير 2012، وارتفعت الإصدارات على أساس ربع سنوي بنسبة 21.5% مقارنة بالربع الأخير من العام الماضي، في حين جاء معدل الإصدارات الشهري للثلاثة أشهر أعلى بنسبة 4.2% من المعدل الشهري للإصدارات في 2012<sup>14</sup>.

وتقدر الاحتياجات التمويلية للمشروعات في دول مجلس التعاون بمبلغ 800 مليار دولار حتى العام 2017، ويقدر إجمالي الصكوك في العام 2015 بمبلغ 3 ترليون دولار<sup>15</sup>.

و بالتالي فقد حققت الصكوك الإسلامية قفزات نوعية من حيث العوائد، وحازت على اهتمام السوقين الإسلامية والغربية، وأحيطت هذه الإصدارات برقابة شرعية تضمن سلامة الإجراء والتنفيذ من حيث موافقتها لأحكام الشريعة الإسلامية، فأخيرا خرجت من الحيز الضيق لتصبح أداة تمويلية في السوق وتدخل حقبة جديدة كبديل عالمي للسندات التقليدية، و لكن و رغم ذلك فإن سوق الصكوك تواجه تحديات كبيرة قد تبطئ من وتيرة نموها، حيث لازال الأمر يتطلب تطورا كافيا في عدة مجالات كصنغ الصكوك و حقوق المستثمرين ودرج الشفافية والسيولة بالسوق الثانوية نتيجة نقص عدد صنغ السوق العاملين بسوق الصكوك عالميا، كما أنه ومن أهم المشكلات التي تواجهها الصكوك الإسلامية هو عدم وجود سوق ثانوية متكاملة لهذه الإصدارات و ذلك مقارنة بسوق السندات التقليدية.

بالإضافة إلى المشكلات السابقة و التي تقف في وجه تطور سوق الصكوك الإسلامية نجد ما يلي:

- ضعف الوعي بأهمية الصكوك و ضرورتها الاقتصادية؛
- غياب الاطار التشريعي الواضح و المنظم لعملية إصدار و إدارة الصكوك؛
- غموض النصوص النظامية المتعلقة بالصكوك؛

## الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية

**آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، يومي: 8 و 9 ديسمبر 2013**

- صعوبة توفير العناصر اللازمة لحماية أصول الصكوك من مخاطر الأصول الأخرى المملوكة للمصدر؛
- الاختلافات الفقهية رغم وجود المعايير الشرعية؛
- ضعف آلية العمل في السوق الثانوية؛ إن وجدت؛
- إنعدام سوق للأوراق المالية الإسلامية تتميز بالكفاءة، و هو ما يتطلب إنشاء سوق إسلامية تضمن للمؤسسات المالية و غير المالية تسويق منتجاتها المالية، و تعمل على تأمين السيولة اللازمة لتلك الأدوات؛
- عدم وضوح الجوانب القانونية لعمليات إصدار الأوراق المالية والإسلامية وعدم وجود تكامل كافٍ بين القوانين التجارية والقواعد التنظيمية، وقوانين الضرائب، وأفضل الممارسات العالمية مثل معايير بازل ومبادئ منظمة "أيوسكو".
- غياب المعايير الشرعية التي تتفق عليها الهيئات الشرعية في مؤسسات التمويل ( بما في ذلك البنوك )، فمثلا في السعودية ألحقت هيئة السوق المالية في السعودية صكوك سابق عند إصدارها في سنة 2007 بالملحق الخامس لقواعد التسجيل والأدراج في سوق الأوراق المالية السعودية، وهو الملحق المعني بأدوات الدين. و حسب الفقهاء لا يتوافق مع صيغة وطبيعة الصكوك حيث إن الصكوك تختلف عن السندات في أنها تمثل أصولا حقيقية واستثمارا يحتمل في الأصل الربح والخسارة خلافا لسندات الدين التي تمثل دينا في ذمة المصدر<sup>16</sup>.
- إن تداول الصكوك الإسلامية في الأسواق التقليدية لا يستند على الأسس التي يقوم عليها التعامل الإسلامي؛
- الممارسات غير الأخلاقية من تلاعب بقواعد التعامل و الإفراط في المضاربات الوهمية غير المشروعة التي تهدد استقرار الأسواق التقليدية و تؤثر بالتالي على قيم الصكوك الإسلامية.
- وكنتيجة لكل ما سبق ولغياب الإطار التشريعي و انعدام وجود سوق ثانوية فاعلة لتداول الصكوك فهذا سيؤدي إلى انخفاض حجم التداولات بين المتعاملين في السوق سواء كانوا بنوكا أو مؤسسات استثمارية، و إطالة إجراءات التداول والمقاصة.
- و عليه يجب التفكير في قيام و انشاء سوق للأوراق المالية الإسلامية مهيكل و مرتكزة على أسس إسلامية.

#### رابعاً: تصور لسوق للأوراق المالية الإسلامية

إن قيام سوق تختص بالأدوات المالية الإسلامية يجب أن يكون وفقاً للأحكام الشرعية، و التي تنظم إصدار و تداول الصكوك، و الأسهم، و شهادات استثمار وغيرها من الأصول المنضبطة بأحكام الشريعة الإسلامية، (عقد المرابحة والمشاركة والمضاربة والسلم والاستصناع)، كما يتم الالتزام في تداولها بالأحكام والقيم الإسلامية وبصور البيع المقبولة شرعاً، و ذلك بالابتعاد عن أساليب التعامل الربوية التي تجري في الأسواق التقليدية من شراء بالهامش و بيع على المكشوف، و التعامل بالمشتقات المالية من عقود مستقبلية و اختيارية و عقود مبادلات، و كل المعاملات غير الجائزة شرعاً و التي لا تلتزم بالقيم الإسلامية الخاصة بالصدق والأمانة وعدم الغش والتدليس.

كما يجب أن سوق الأوراق المالية الإسلامية بتنظيم الاعلان الاصول الاسلامية المضبوطة بالضوابط الشرعية المعروفة للبيع، و الاعلان عن أسعارها التي يحددها العرض و الطلب، و ان تكون هذه الأسواق منظمة بهيكل تنظيمي، بحيث يتم من خلال هذا الهيكل وضع لجان شرعية من ذوي الاختصاص تقوم بالتحقق من صحة عمل السوق و الأصول و الشركات و المؤسسات التي تطرح أصولاً للتداول.

#### 1.4 متطلبات سوق الأوراق المالية الإسلامية المقترحة

يتطلب قيام سوق للأوراق المالية الإسلامية ما يلي:

**1.1.4 تنظيم آلية إصدار الصكوك الإسلامية:** تشكل عملية إصدار الصكوك الإسلامية النافذة التي يطل من خلالها المصدرون و وكلائهم على المستثمرين، لذلك لا بد أن تكون على درجة عالية من الدقة والإتقان و حسن الإخراج و ذلك من خلال اعداد التصور والهيكل التنظيمي الذي يمثل آلية الاستثمار بواسطة الصكوك و دراسة المسائل القانونية و الاجراءات التنظيمية و دراسة الجدوى و تضمين كل ذلك في نشرة الإصدار، و كذا تحديد الكيفية التي تسوق بها الصكوك سواء عن طريق الطرح المباشر للجمهور أو عن طريق بيع الصكوك جملة إلى المستثمر الأول الذي قد يكون بنكا أو مجموعة بنوك وذلك من أجل بيعها للجمهور<sup>17</sup>.

**2.1.4 الضوابط الشرعية لإصدار الصكوك الإسلامية:** و هي ضوابط تتعلق بسلامة شرعية العقود و ضوابط تتعلق بتوجيه الاستثمار و تخصيص الموارد، بالإضافة إلى تبيان آلية توزيع الأرباح و نصيب الخسائر في صكوك الاستثمار الشرعية، ناهيك عن الطريقة التي تتم بها عملية إطفاء صكوك الاستثمار الشرعية.

#### 2.4 مميزات سوق الأوراق المالية الإسلامية

يجب أن تتميز سوق الأوراق المالية الإسلامية بمجموعة من المميزات نوجزها فيما يلي:

### آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، يومي: 8 و 9 ديسمبر 2013

- مشروعية موضوعات التعامل: أي يجب أن تكون الأوراق المالية المتداولة في هذه السوق هي أوراق مالية تجيزها الشريعة الإسلامية اصدارا و تداولاً؛
- مشروعية المعاملات ذاتها بأن لا يكون فيها ربا أو غرر أو غش أو تدليس، أي أن تجري عمليات الأوراق المالية خالية من محظور شرعي؛
- مشروعية المقاصد و مشروعية المآلات، أي أن تجري عمليات السوق بما يحقق المصالح المرجوة للفرد و المجتمع و بدرجة عالية من الكفاءة؛
- يجب ان تكون السوق ملتزمة بالشريعة الإسلامية بأدواتها و ضوابطها و منطلقة عن العقيدة الإسلامية و ليس نقلا عن النظام الوضعي.

### 3.4 الضوابط الشرعية لسوق الأوراق المالية الإسلامية

إن الإسلام وضع للأسواق المالية من الموازين ما يحقق لها الاستقرار و النماء من خلال ضوابط شرعية تتمثل فيما يلي<sup>18</sup>:

- حرية المنافسة: و تظهر الحرية في أسواق المال من خلال التقاء قوى العرض و الطلب لتحديد أسعار الأوراق المالية المتداولة فيها و التنافس المشروع بين المتعاملين في السوق، فالأصل في الإسلام عدم التدخل بفرض سعر معين للسلع المتداولة في الأسواق من حيث التعامل في شريعة الإسلام مبناه الحرية، و صحة ما يتراضى عليه المتعاقدان و في هذا مع للضرر الذي يعيق حرية التعامل في الأسواق بالإضافة إلى الضرر الذي يتعرض له أصحاب السلع و المنتجات.
- الإفصاح: نظرا لاتساع نطاق الشركات و انفصال ملكيتها عن ادارتها أصبح الإفصاح الدوري عن مركزها المالي ضرورة من ضرورات العصر، و من وسائل الإفصاح نشر القوائم الآلية للشركة وارسالها للمساهمين و الرقابة الخارجية عليها من خلال مكاتب المحاسبة، و بيان حجم المبيعات و الطلب الكلي، و دراسة توقعات السوق، و مشاكل التسويق، و كذا بيان هيكل الإدارة وصلاحياتها و أساليب اتخاذ القرار و ملائمة المشروع، و نسب ربحيته أو خسارته إلى رأس المال الحقيقي، إضافة إلى تحديد المسؤولية و الجزاء على إخفاء أو تحريف المعلومات والبيانات الواجب الإفصاح عنها مع حماية أصحاب الأموال و استرداد حقوقهم عند ظهور التقصير أو التعدي، و قد حرص الإسلام حرصا بالغا على الإفصاح .
- تحريم القمار (الميسر): النشاط الرئيسي لسوق الأوراق المالية يتحول بفعل سلوك المقارمين من الاستثمار الحقيقي إلى عمليات صورية يوصل منها كلا من طرفي المعايضة و هي الثمن والسلعة، سعيا وراء انتهاز الفرص الناشئة عن تغيرات الأسعار، فإن صحت توقعاتهم ربحوا و إن لم تصح انتكسوا، و بالتالي فقد قادت المقامرة إلى سلوكيات ضارة لكسب فروق الأسعار من خلال

### آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، يومي: 8 و 9 ديسمبر 2013

- الاشاعات الكاذبة، و اعتمادا على حساسية السوق تجاه هذه الاشاعات، فمن أجل هذا جعل الاسلام المقامرة من حبائل الشيطان و مكائده للصد عن ذكر الله تعالى و إقامة الصلاة.
- **تحريم الربا:** فيظهر الربا واضحا في سوق القطع (العملات و المعادن النفيسة)، حين يعتمد تجار الصرف إلى تأمين انفسهم ضد تقلبات سعر الصرف، فهم يشترون العملة المطلوب تسليمها آجلا، و يودعونها في المصرف إلى هذا الأجل نظير ربا، كما يظهر الربا في سوق الأوراق المالية عن طريق الشراء في هذه السوق من بالاقتراض من المصارف و عادة ما يكون القرض نسبة من قيمة الأوراق المالية، و هو ما يسمى بالشراء بالهامش، و قد حرم الله ربا نظيرا للأضرار الي تلحق بالمتعامل بها.
- **تحريم النجش:** يظهر في سوق الأوراق المالية عن طريق الاشاعات الكاذبة و الأوامر المتقابلة التي تهدف إلى ايجاد حركة مصطنعة في الطلب و العرض على الأوراق المالية في السوق، و استغلال الظواهر النفسية لجمهور المتعاملين في السوق، و الذين لا يتحركون إلا بغريزة الخوف لا بدافع العقل. و الاسلام يرفض هذا الخداع.
- **تحريم الاحتكار:** فالاحتكار في سوق الأوراق المالية يظهر من خلال العمليات التي يقوم بها المضاربون و ذلك طريق جمع و حبس الصكوك من واحد في يد واحدة ثم التحكم في السوق و استغلال حاجة المتعاملين بالسوق تعامللا آجلا للوفاء بالتزاماتهم عن طريق فرض سعر معين عليهم بالنسبة لهذه الصكوك، و قد حارب الاسلام الاحتكار و جعله محرما.
- **تحريم الغرر:** فالغرر يطلق على البيوع التي تحتوي على الجهالة و خداع و التي لا يوثق بتسليمها و تؤدي للغبن، و قد حرمه الاسلام، فقد نهى النبي (صلى الله عليه و سلم) عن بيع الحصاة و بيع الغرر، و يظهر الغرر في سوق الأوراق المالية في العمليات التي تتم في البورصة دون احضار للأوراق المالية موضوع التداول، و يتم التعامل بغرض فروق الأسعار، فلا البائع يسلم ما باعه و لا المشتري يستلم ما اشتراه، كما أن الثمن في العقود الأصلية يؤجل إلى موعد التصفية و لا يدفع في مجلس العقد.

#### الخاتمة و التوصيات

شهدت الأسواق المالية توجها متزايدا نحو عمليات التصكيك بأنواعها المختلفة و تلقى هذه العملية قبولا من كافة الأطراف المنخرطة فيها و ذلك لما تحققه من منافع و فرص لم تكن متاحة من قبل، ومثال على ذلك انها تساعد على تمويل التنمية الاقتصادية و تساهم في تعميق سوق رأس المال و ذلك من خلال ضخ ادوات مالية متعددة و متنوعة.

كما يعد التصكيك وسيلة لتحسين السيولة و ذلك من خلال قدرته على تحويل الأصول غير القابلة للتسييل أو قليلة السيولة إلى أوراق مالية قابلة للتسييل، الأمر الذي ينجم عنه تحسين السيولة في المحفظة الاستثمارية، كما يعتبر التصكيك وسيلة لتحسين هيكله رأس المال، حيث تستطيع المؤسسة المالية المنشئة بخاصة البنوك من تحريك القروض من ميزانيتها العمومية و التخلص من بند مخصص الديون المشكوك فيها في تحصيلها، و شطب المسؤوليات الناجمة عنها و يترتب على ذلك أثر قانوني بالغ الأهمية ألا و هو تحديد احتياطات رأس مال المؤسسة الضامنة للمخاطر عدم سداد قيم هذه الأصول و التي هي عبارة عن القروض الممنوحة للمستفيدين فيها.

كل هذا سيكون دافعا لإنشاء سوق الأوراق المالية فالأدوات المالية ( الصكوك و الأسهم و شهادات الاستثمار) موجودة ، و المؤسسات التي تنتج منتجات تتوافق مع الشريعة الاسلامية موجودة كل المقومات التي تجعل من قيام هذه السوق ممكنة موجودة ، كما أن الانهيارات و التقلبات في أسواق المال العالمية و التي أدت إلى حدوث أزمات مالية بكل انعكاساتها السلبية أكبر دليل على مدى الحاجة إلى سوق تحكمه ضوابط الشريعة الاسلامية يشكل بديلا مستقرا لأسواق مضطربة، ثم إن إنشاء الأوراق المالية الاسلامية و اعتماد العديد من المؤسسات المالية الاسلامية من الدوافع كذلك، اضعف إلى ذلك أن مكونات مثل هذه السوق متوافرة لدى العالم الاسلامي فالكفاءات الاسلامية متوافرة و متنوعة و الامكانيات متواجدة و انتشار المصارف الاسلامية و الفروع التي تطبق مبادئ الشريعة للمصارف الربوية مؤشر على امكانية نجاح كبير لهذه الأسواق.

أما من جملة التوصيات التي نوصي بها من أجل قيام سوق للأوراق المالية الاسلامية (بورصة اسلامية)

ما يلي:

- ضرورة تنظيم معايير مهنة الوساطة و السمسرة و منع التكتلات المؤدية إلى الحاق الضرر و الظلم بالناس، و تأمين الحرية و الافصاح للالازمين لرواد السوق، ووجوب مراقبة و محاسبة الادارات المشرفة على الأسواق و التي حلت محل المحتسب لأن رسول الله كان يستوفي الحساب على العمال و يدقق عليهم؛

## الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية

**آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، يومي: 8 و 9 ديسمبر 2013**

- ضرورة تطوير أدوات المالية الإسلامية حتى تواكب العصر و تلبى حاجات المستثمرين ولا تخالف الضوابط الشرعية؛ تكوين رقابة شرعية و فنية و اقتصادية و له قوة فاعلة و سلطة مؤثرة لتحديد الضوابط و المعايير التي من شأنها أن تحد من الغرر و الجهالة و سواها من المحاذير الشرعية و الاقتصادية و تطبيق هذه المعايير بدقة، و يكون لهذه الرقابة الحق في منع دخول أي تقترض بالربا و لو كان يسيرا، وكذا منع كل أسلوب غير شرعي يؤدي إلى أحداث تلاعب و غش داخل السوق؛
- الاهتمام أكثر بالسوق الأولية و بالمتعاملين فيها، و بمحددات العقود و محتويات نشرات الاصدار؛
- تحديد الضوابط للتعامل في سوق الأوراق المالية (سوق التداول الإسلامية)؛
- الحاجة إلى الدراسات العملية حول تحديات السوق؛
- إصدار تشريعات تسمح للمؤسسات المالية الإسلامية بإصدار صكوك إسلامية، حيث إن المصارف و المؤسسات المالية الإسلامية و غير المالية؛
- تكوين شركات تنظم عمل سوق الأوراق المالية؛
- مازالت سوق الصكوك في حاجة إلى جهود مخصصة من علماء المسلمين، من أجل استحداث أدوات تمويلية إسلامية حديثة لخدمة المجتمعين الإسلامي والغربي؛
- وضع و تطبيق متطلبات إفصاح و ممارسات مناسبة للترويج للصكوك الإسلامية و المحافظة على توافق المنتجات مع مبادئ الشريعة الإسلامية، و على أهمية وجود قواعد تنظيمية واضحة للصكوك ضمن قوانين أسواق رأس المال لتنشيط هذه الأسواق
- ضرورة التكامل القانوني و التنظيمي، و إدخال التعديلات اللازمة في القوانين التجارية و قوانين الإفلاس بما يتوافق مع أفضل الممارسات العالمية.
- من الضروري الاستثمار في بناء القدرات و الحاجة لإيجاد متخصصين لديهم معرفة بالأسواق التقليدية و في نفس الوقت بمبادئ الشريعة التي تنطوي عليها معاملات التمويل الإسلامي، وذلك من خلال التأهيل العلمي و التدريب العملي؛
- إيجاد مؤسسات خاصة تقوم بالتصنيف الائتماني للأدوات المالية الإسلامية.



### المراجع والمصادر:

- <sup>1</sup> حنيني محمد وجيه " تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق احكام الشريعة الإسلامية: دراسة تطبيقية " دار النفائس للنشر و التوزيع، الأردن، ص 203.
- <sup>2</sup> هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية " المعايير الشرعية" المعيار رقم 17، المنامة، البحرين 2007، ص 288.
- <sup>3</sup> زاهرة على محمد بني عامر " التصكيك و دوره في تطوير سوق مالية إسلاميه عماد الدين للنشر و التوزيع عمان الأردن، الطبعة الأولى 2009، ص ص 125 - 126.
- <sup>4</sup> حسين حسين شحاتة/ عطية فياض ، " الضوابط الشرعية للتعامل في سوق الأوراق المالية - البورصة" دار الطباعة والنشر الإسلامية ، القاهرة، الطبعة الأولى 2001، ص 72.
- <sup>5</sup> زياد الدماغ " دور الصكوك الإسلامية في دعم قطاع الوقف الإسلامي " المؤتمر العالمي لقوانين الأوقاف و إدارتها-وقائع وتطلعات، الجامعة الإسلامية العالمية ، ماليزيا 20- 23 أكتوبر 2009، ص 08.
- <sup>6</sup> زاهرة على محمد بني عامر، مرجع سابق، ص 129.
- <sup>7</sup> زكريا سلامة شنطاوي " الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى 2009، ص 214.
- <sup>8</sup> زاهرة على محمد بني عامر، مرجع سابق، ص ص 129 - 130 / زكريا سلامة شنطاوي ، مرجع سابق، ص 215.
- <sup>9</sup> زكريا سلامة شنطاوي، مرجع سابق، ص 212.
- <sup>10</sup> زاهرة على محمد بني عامر، مرجع سابق، ص 130.
- <sup>11</sup> المرجع السابق، الصفحة نفسها.
- <sup>12</sup> زاهرة على محمد بني عامر، مرجع سابق، ص 131.
- <sup>13</sup> حنيني محمد وجيه، مرجع سابق، ص ص 203 - 204.
- عمر مصطفى جبر اسماعيل " سندات المقارضة و احكامها في الفقه الإسلامي" دار النفائس للنشر و التوزيع، الأردن، الطبعة الأولى 2006، ص ص 96 - 97.
- <sup>14</sup> محمد عادل " نمو إصدار الصكوك في العالم بنسبة 21 % خلال 2013 " على موقع الأنترنت <http://www.alwafd.org> تاريخ الاطلاع يوم 23 أبريل 2013.
- <sup>15</sup> من موقع <http://ar.wikipedia.org/w/index.php?>
- <sup>16</sup> مقال ل سعد السهيمي / عثمان ظهير بعنوان " صكوك الاستثمار الإسلامية تقفز عالميا مع تعدد المنتجات التابعة لها" على موقع الانترنت <http://islamfin.go-forum.net/t1477-topic> ، بتاريخ 26/9/2007.
- <sup>17</sup> زاهرة على محمد بني عامر، مرجع سابق، ص ص 142 - 143.
- <sup>18</sup> زكريا سلامة شنطاوي، مرجع سابق، ص ص 230 - 233.