

بسم الله الرحمن الرحيم



كلية الشريعة والدراسات الإسلامية

قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية

التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية

Securitization and it's Role in Improving An
Islamic Financial Market

إعداد

زاهرة علي محمد بني عامر

إشراف الأستاذ الدكتور

عبدالجبار حمد عبيد السبهاني

حقل التخصص: الاقتصاد والمصارف الإسلامية

2008 م-1429 هـ

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية

إعداد

زاهرة علي محمد بني عامر

بكالوريوس اللغة الإنجليزية وآدابها – جامعة اليرموك – 2001م

قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في تخصص الاقتصاد والمصارف الإسلامية في جامعة اليرموك، إربد، الأردن

وافق عليها

عبدالجبار حمد عبيد السبهاني.....
مشرفاً ورئيساً

أستاذ في الاقتصاد والمصارف الإسلامية، جامعة اليرموك

كمال خطاب.....
عضواً

أستاذ في الاقتصاد والمصارف الإسلامية، جامعة اليرموك

آدم نوح معاينة.....
عضواً

أستاذ مشارك في الفقه وأصوله، جامعة اليرموك

عماد بركات.....
عضواً

أستاذ مساعد في الاقتصاد والمصارف الإسلامية، جامعة اليرموك

ب

ب

شكر وتقدير

الحمد لله حمداً كثيراً طيباً مباركاً فيه كما ينبغي لجلال وجهه وعظيم سلطانه، وأتم الصلاة وأفضل التسليم على

أشرف المخلوقات سيدنا محمد ﷺ، وبعد...

فإني أتقدم بجزيل الشكر وعظيم الامتنان إلى أستاذي الدكتور عبد الجبار السبهاني على إتاحة الفرصة لي للنهل

من علمه الغزير من خلال إشرافه على هذه الرسالة و تلمذي على يديه قبل ذلك، كما أشكره على ما كرسه من جهد

ووقت في متابعة هذه الرسالة وتقويمها، وعلى دماثة خلقه وحسن تعامله، حفظه الله ورعاه وبارك فيه.

كما أتقدم بالشكر والتقدير إلى الأساتذة أعضاء لجنة المناقشة الذين تفضلوا بقبول مناقشة هذه الرسالة وتفتيحها

وتصويب ما فيها أخطاء، الأستاذ الدكتور كمال خطاب، والدكتور آدم نوح معاودة، والدكتور عماد بركات، جزاهم الله

خير الجزاء وجعل هذا العمل في ميزان حسناتهم.

كما لا يفوتني أن أشكر الصديقات العزيزات وأخص بالذكر شادية الشرع، ورائيا العلوانة.

وجزى الله كل من ساهم في إنجاز هذا العمل كل الخير.

الباحثة

فهرس المحتويات

الصفحة	المحتوى
ج	الإهداء
د	شكر وتقدير
هـ	فهرس المحتويات
ط	الملخص (باللغة العربية)
1	المقدمة
30-10	الفصل التمهيدي: ماهية الأسواق المالية وأنواعها وتنظيمها
11	المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية وأهميتها
11	المطلب الأول: تعريف الأسواق المالية
13	المطلب الثاني: أهمية الأسواق المالية
15	المبحث الثاني: أنواع الأسواق المالية والأدوات المتداولة فيها
15	المطلب الأول: الأسواق النقدية وأدواتها
20	المطلب الثاني: أسواق رأس المال وأدواتها
22	المبحث الثالث: هيكل أسواق رأس المال وبعض المفاهيم المرتبطة بها
22	المطلب الأول: هيكل أسواق رأس المال
25	المطلب الثاني: بعض المفاهيم المرتبطة بأسواق رأس المال
78-31	الفصل الأول: التصكيك التقليدي، ماهيته، أنماطه ومزاياه
32	المبحث الأول: تعريف التصكيك التقليدي ونشأته وأنواعه
32	المطلب الأول: تعريف التصكيك وأطرافه
36	المطلب الثاني: نشأة التصكيك التقليدي
43	المطلب الثالث: أنواع التصكيك التقليدي والأدوات التي تنشأ عنه
63	المبحث الثاني: طرق التصكيك التقليدي والأنشطة المرافقة له
63	المطلب الأول: طرق التصكيك التقليدي
68	المطلب الثاني: بعض الأنشطة المرافقة للتصكيك التقليدي
71	المبحث الثالث: أنماط التصكيك وأهميته ومزاياه ومخاطره
71	المطلب الأول: أنماط التصكيك التقليدي
73	المطلب الثاني: أهمية التصكيك التقليدي ومزاياه
77	المطلب الثالث: مخاطر التصكيك التقليدي

123-79	الفصل الثاني: التصكيك الإسلامي ماهيته وآلياته
80	المبحث الأول: ماهيته التصكيك الإسلامي وحكمه في الفقه الإسلامي
80	المطلب الأول: ماهية التصكيك الإسلامي وأطراف عملية التصكيك
85	المطلب الثاني: حكم التصكيك في الفقه الإسلامي
94	المبحث الثاني: أنواع الصكوك الاستثمارية الإسلامية وبعض تجارب الدول في التصكيك الإسلامي
94	المطلب الأول: أنواع الصكوك الاستثمارية الإسلامية وخصائصها
101	المطلب الثاني: بعض تجارب الدول في التصكيك الإسلامي
108	المبحث الثالث: آلية إصدار الصكوك الإسلامية وتداولها وضوابطها
108	المطلب الأول: آلية إصدار الصكوك الإسلامية وضوابطها الشرعية
117	المطلب الثاني: تداول الصكوك الاستثمارية والضوابط الشرعية لها
196-124	الفصل الثالث: الأهمية الاقتصادية للتصكيك الإسلامي
125	المبحث الأول: الأهمية الاقتصادية للتصكيك الإسلامي على مستوى الاقتصاد الكلي
125	المطلب الأول: دور التصكيك الإسلامي في جذب المدخرات
131	المطلب الثاني: دور التصكيك الإسلامي في تمويل المشاريع الاستثمارية
134	المطلب الثالث: دور التصكيك الإسلامي في تمويل مشاريع البنى التحتية
150	المطلب الرابع: دور التصكيك الإسلامي في حل مشكلة المديونية
154	المبحث الثاني: دور التصكيك الإسلامي في تطوير العمل المصرفي الإسلامي
154	المطلب الأول: دور التصكيك الإسلامي في حل مشكلة السيولة لدى المصارف الإسلامية
157	المطلب الثاني: دور التصكيك الإسلامي في إدارة مخاطر المؤسسات المالية الإسلامية
168	المطلب الثالث: دور التصكيك الإسلامي في تفعيل الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية
170	المطلب الرابع: دور التصكيك الإسلامي في توفير إطار إشرافي ورقابي ملائم للمصارف الإسلامية
175	المبحث الثالث: دور التصكيك الإسلامي في تطوير الأسواق المالية في الدول الإسلامية
175	المطلب الأول: واقع الأسواق المالية في الدول الإسلامية ومعوقات تطويرها

186	المطلب الثاني: دور التصكيك الإسلامي في إضافة أدوات مالية إسلامية
192	المطلب الثالث: دور التصكيك الإسلامي في إضافة مؤسسات مالية جديدة
194	المطلب الرابع: أثر التصكيك الإسلامي على كفاءة الأسواق المالية الإسلامية
197	الخاتمة
200	قائمة المصادر والمراجع
226	الملخص باللغة الإنجليزية

المخلص

بني عامر، زاهرة علي. التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية، رسالة ماجستير بجامعة اليرموك، 2008، (المشرف: أ.د. عبد الجبار حمد السبهاني).

هدفت هذه الدراسة إلى تجلية مفهوم التصكيك الإسلامي وبيان آلياته وضوابطه ومقارنته بالتصكيك التقليدي، كما هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على أهمية التصكيك الإسلامي للاقتصاد بمستوياته الكلي والجزئي.

وقد توصلت الدراسة الحالية إلى أن التصكيك الإسلامي يشابه التصكيك التقليدي من حيث كونه آلية لتجزئة الأصول، ولكنه يختلف عنه من حيث انضباط الأول بأحكام المعاملات المالية الإسلامية. كما بينت هذه الدراسة أنه يمكن أن يكون للتصكيك الإسلامي تأثير على مستوى الاقتصاد الكلي من حيث قدرته على جذب المدخرات وتمويل المشاريع الاستثمارية ومشاريع البنى التحتية و ذلك من خلال صيغ مقترحة قدمت في هذه الدراسة مثل صكوك ال BOT , BOOT , BROT الإسلامية، وحل مشكلة المديونية من خلال استبدال سندات الدين العام بصكوك استصناع و صكوك منافع عامة إسلامية.

كما توصلت هذه الدراسة إلى أنه يمكن للتصكيك الإسلامي التأثير على كفاءة العمل المصرفي الإسلامي وذلك من خلال حلّ بعض المشاكل التي تواجهها المصارف الإسلامية مثل مشاكل السيولة وإدارة المخاطر وغياب الاستثمار طويل الأجل وغياب إطار إشرافي ملائم لهذه المصارف، كما أن التصكيك الإسلامي قد يعمل على تطوير الأسواق المالية الإسلامية من خلال الزيادة الكمية والتنوع للأدوات المالية الإسلامية المطروحة فيها، وإيجاد مؤسسات مالية جديدة متعاملة في الأسواق المالية، وهذا كلّه سيكون له تأثير إيجابي على كفاءة الأسواق المالية الإسلامية.

الكلمات المفتاحية: التصكيك الإسلامي، التصكيك التقليدي، الصكوك الاستثمارية الإسلامية، الأسواق المالية الإسلامية.

بسم الله الرحمن الرحيم

المقدمة

الحمد لله رب العالمين، حمداً يوافي نعمه ويكافئ مزيده، وأفضل الصلاة وأتم التسليم على المبعوث رحمةً للعالمين محمد الهادي الأمين، الذي جاء بالدين الحكيم والنهج القويم المحفوظ من كل تغيير وتبديل بحفظ رب العالمين إلى يوم الدين، وعلى آله وصحبه الغر الميامين، ومن تبعهم بإحسان وسلك سبيلهم المستقيم وتمسك بحبل السنة المتين، صلى الله على محمد ورضي الله عن أصحابه، وبعد:

لقد شهدت الصناعة المالية الإسلامية تطوراً ملحوظاً في السنوات الأخيرة، مما مكنها من الانتقال من مرحلة البناء والتأسيس إلى مرحلة التوسع والانتشار.

وقد أفرزت هذه التجربة عدة مشاكل، شكّلت عقبات في مسيرة العمل المصرفي الإسلامي، وانحرفت بها أحيانا عن الأهداف الرئيسية لها، ولما كانت التنمية الاقتصادية هي الهدف الرئيسي الذي تسعى المجتمعات المختلفة إلى تحقيقه ومع عجز القنوات التقليدية عن جذب المدخرات اللازمة لتمويل التنمية، ومع قصور المصارف الإسلامية عن تقديم الموارد اللازمة لتمويل التنمية، فقد توجهت الأنظار إلى الأسواق المالية لما توفره من تنوع وزخم في الأدوات المطروحة فيها.

ولكن هذه الأدوات بما فيها من تعدد وتنوع إلا أنها في الغالب أدوات تقوم على أساس سعر الفائدة مما يجعلها غير مقبولة إسلامياً، من هنا برزت الحاجة إلى أدوات مالية إسلامية تشكل قنوات جديدة لتعبئة الموارد وتضمن توجيهها إلى الاستثمار الحقيقي، وهذا ما يمكن أن يحققه التصكيك الإسلامي، وذلك لانضباطه بقواعد وأحكام المعاملات المالية الإسلامية.

كما أن التصكيك الإسلامي لن يكون أداة تمويلية فحسب بل أنه سيعمل على تطوير العمل المصرفي الإسلامي، ومساعدة المؤسسات المالية الإسلامية على تخطيها لمشاكل متعددة، ومنها مشكلة السيولة بشقيها إدارة الفائض منها ونقصها، وأيضاً توفير أدوات مالية لإدارة مخاطر هذه المؤسسات المالية الإسلامية مما يمكنها من ملاقات متطلبات معايير الكفاءة الدولية كما ستوفر الصكوك الاستثمارية الإسلامية إطاراً إشرافياً ورقابياً ملائماً على هذه المؤسسات من قبل البنوك المركزية.

كما أن الصكوك الاستثمارية الإسلامية الناتجة عن عملية التصكيك سوف تعمل على رفد الأسواق المالية بأدوات مالية متعددة ومتنوعة، بالإضافة إلى إيجاد مؤسسات وساطة مالية تعدّ ضرورية لقيام مثل هذه الصناعة التمويلية، مما سيعمل على تطوير الأسواق المالية، وسنرى تفصيل كل ما سبق في متن هذه الدراسة.

أهمية الدراسة

تبرز هذه الدراسة كفاءة التصكيك الإسلامي في عملية جذب المدخرات وتوظيفها بشكل فعال في المجتمع، وما لذلك من دور في تعزيز قدرة المؤسسات المالية الإسلامية على القيام بالدور التنموي المأمول منها.

أهداف الدراسة

تتلخص أهداف هذه الدراسة بما يلي:

1. التعرف إلى ماهية التصكيك الإسلامي وعناصره والمفردات المرتبطة به وتمييزه عن التصكيك التقليدي.
2. التعرف إلى أهمية التصكيك الإسلامي على المستوى الكلي وقدرته على توفير آلية لحشد الموارد المالية وتوظيفها لما يخدم التنمية الاقتصادية.
3. بيان دور التصكيك الإسلامي في تطوير العمل المصرفي الإسلامي.
4. إبراز أهمية التصكيك الإسلامي في مجال تطوير الأسواق المالية الإسلامية.

منهج الدراسة

اعتمدت هذه الدراسة في منهجيتها على:

1. **المنهج الوصفي التحليلي:** والذي يقوم على جمع البيانات والمعلومات لوصف المفردات والحقائق المرتبطة بموضوع البحث وتحليلها.
2. **المنهج المقارن:** والذي يقوم على مقارنة الجوانب المختلفة لمفهوم التصكيك التقليدي والتصكيك الإسلامي.

الدراسات السابقة

وقفت الباحثة على مجموعة من الدراسات التي شكلت الأساس الذي انطلقت منه الدراسة

الحالية، ومن هذه الدراسات:

1. دراسة الباحث معبد الجارحي بعنوان: الأسواق المالية في ضوء مبادئ الإسلام، بحث في

كتاب: الإدارة المالية في الإسلام، ج 1، مؤسسة آل البيت، 1989 .

تناولت هذه الدراسة ماهية الأسواق المالية و خواصها والأدوات المتداولة فيها و طبيعة

التعامل في هذه الأسواق المعاصرة والنظرة الإسلامية إلى هذه التعاملات، و اختتمت هذه

الدراسة بالأسواق المالية في النظام الاقتصادي الإسلامي و قواعد و ضوابط السلوك فيها.

2. دراسة الباحث محمود علي الجبالي بعنوان: الأسواق المالية في الإسلام، رسالة ماجستير

،كلية الشريعة و الدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، 1991 .

قدمت هذه الدراسة تصور لسوق مالي إسلامي معاصر بأدواته الإسلامية وضوابطه

الشرعية، كما تناولت تقنيات العمل في البورصات وآراء الفقهاء في إصدار الأوراق المالية

وتداولها في الأسواق المالية من الناحية الشرعية.

3. دراسة الباحث أحمد محيي الدين بعنوان "الأدوات الاستثمارية الإسلامية ودورها في تنشيط

التداول بالبورصات العربية"، بحث في كتاب: استراتيجيات تنشيط البورصات العربية و

الربط بينها، اتحاد المصارف العربية، بيروت -لبنان، 1994.

وقد تناولت هذه الدراسة مفهوم الأدوات المالية الإسلامية، وكيف يمكن أن تكون أدوات لتنشيط التداول في الأسواق المالية، كما تعرضت هذه الدراسة لمدى تهيئة البورصات العربية لتقبل الأدوات المالية الإسلامية.

4. دراسة الباحث محمد عبدالغفار الشريف بعنوان "التوريق وبقية أدوات السيولة للسوق الإسلامية"، بحث مقدم لندوة الاقتصاد الإسلامي المنعقدة في المنامة-البحرين 2002م.

وقد تناولت هذه الدراسة مفهوم التوريق والتأصيل الشرعي له، والضوابط الشرعية لإصدار و تداول الصكوك الشرعية، كما عرضت لبعض تجارب الدول في التوريق الإسلامي.

5. دراسة الباحث صالح ملائكة بعنوان "التوريق وبقية أدوات السيولة للسوق الإسلامية"، بحث مقدم لندوة البركة المنعقدة في المنامة- البحرين ،2002.

عرضت هذه الدراسة لمفهوم التوريق و حكمه و وظيفته و موقف الفقه الإسلامي منه، كما تناولت هذه الدراسة دور شركتي التوفيق و الأمين - وهما شركتان منبثقتان عن مجموعة دلة البركة-في مجال توريق الصناديق الاستثمارية ، و اختتمت هذه الدراسة بعرضها لمشكلات التوريق .

6. دراسة الباحث احمد اسحق الامين حامد بعنوان:الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، رسالة ماجستير، كلية الشريعة و الدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك ، 2005 .

تناولت هذه الدراسة الصكوك الاستثمارية الإسلامية و أنواعها، ومخاطر هذه الصكوك ومصادرها، وقدمت هذه الدراسة آليات لعلاج مخاطر الصكوك. وقد توصل الباحث إلى أن طبيعة الصكوك الإسلامية تختلف عن الصكوك التقليدية مما يرتب مخاطراً ذات طبيعة مختلفة بالإضافة إلى المخاطر المشتركة بين جميع أنواع الصكوك ، و اقترح الباحث حلولاً لعلاج تلك المخاطر .

7. دراسة الباحثة سحا سورياني جعفر بعنوان: سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ودور الرقابة الشرعية في معاملاته، رسالة ماجستير، كلية الشريعة و الدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك ، 2006م.

تناولت الباحثة في هذه الدراسة طبيعة سوق رأس المال الماليزي والجهات الرقابية فيه ودور هيئة الأوراق المالية الماليزية في تطويره، كما تعرضت هذه الدراسة إلى طبيعة الرقابة الشرعية ودورها في معاملات السوق، وتناولت أيضاً بعض معاملات سوق رأس المال الإسلامي الماليزي، وبينت مدى موافقتها لأحكام الشريعة الإسلامية.

8. دراسة الباحث سيف الأزهر رسلي Saiful azhar Rosly بعنوان "بيع العينة و بيع الدين في السندات الماليزية الإسلامية : تحليل إسلامي " . THE APPLICATION OF BAY AL-INAH AND BAY AL DAYN IN MALAYSIAN ISLAMIC BONDS :ISLAMIC ANALYSIS.

Interntional Journal of Islamic Financial Services.Vol .1,No.2.

تناولت هذه الدراسة السندات الماليزية الإسلامية و خطوات و مراحل إصدارها ، كما عرضت لإجراءات بيع العينة في التصكيك الإسلامي و آراء الفقهاء فيها . و طرحت سندات المقارضة كبديل لسندات الدين .

9. دراسة الباحث ENGKU RABIAH ALI بعنوان " التصكيك في العقود الإسلامية SECURITIZATION IN ISLAMIC CONTRACTS .

Paper Presented at Workshop on Islamic Bonds ,Sukuk and Securitization .

وقد تناولت هذه الدراسة مفهوم التصكيك و التطبيقات الأولى للتصكيك الإسلامي، والتجارب الأولى للتصكيك الإسلامي، و مبررات القائلين بجواز هذه التطبيقات. كما قدم الباحث حلولاً و بدائل مقترحة لسندات الدين.

10. دراسة الباحث عبد الجبار حمد السبهاني بعنوان "الأسهم والتسهيم: الأهداف والمآلات"
، بحث قيد النشر .

أصلت هذه الدراسة لعملية التصكيك الإسلامي وتناولت بعض الجوانب الفقهية المرتبطة بعملية التسهيم، كما قدمت هذه الدراسة مفارقة بين الأهداف التي من أجلها كانت عملية التسهيم والمآلات التي وصل إليها الواقع التطبيقي.

نلاحظ من خلال استعراضنا للدراسات السابقة أنها تناولت جوانب متعددة:

1. التعريف بالتوريق/التصكيك وموقف الفقه الإسلامي منه.
2. الأدوات المالية الاستثمارية الإسلامية وأشكالها المختلفة، والاجتهادات الشرعية المتعلقة بإصدارها وتداولها.
3. الأسواق المالية في الإسلام وأدواتها وضوابطها والنظر الشرعي في بعض معاملاتها.

أما ما تقدمه الدراسة الحالية فهو :

1. إطار نظري شامل لكافة جوانب التصكيك التقليدي والتصكيك الإسلامي بحيث تشكل لدى القارئ فهم أفضل لإحدى أهم القضايا المطروحة في عالم التمويل في الوقت الحاضر.
2. كما تقدم هذه الدراسة بياناً للأهمية الاقتصادية للتصكيك الإسلامي.
3. تحاول هذه الدراسة تقديم صيغ جديدة مقترحة لتفعيل التصكيك الإسلامي في جوانب متعددة.

فرضية الدراسة

تقوم هذه الدراسة على فرضية مؤداها أن التصكيك الإسلامي يقدم أدوات مالية استثمارية قادرة على إيجاد أو تطوير سوقٍ ماليةٍ إسلاميةٍ فعّالة.

خطة الدراسة:

لكي تحقق الدراسة الحالية الأهداف المرجوة منها، وتجنب عن التساؤلات المطروحة فيها فقد جاءت على النحو الآتي:

الفصل التمهيدي: ماهية الأسواق المالية وأنواعها وتنظيمها

المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية وأهميتها

المبحث الثاني: أنواع الأسواق المالية والأدوات المتداولة فيها

المبحث الثالث: هيكل أسواق رأس المال وبعض المفاهيم المرتبطة بها

الفصل الأول: التصكيك التقليدي، ماهيته، أنماطه ومزاياه

المبحث الأول: تعريف التصكيك التقليدي ونشأته وأنواعه

المبحث الثاني: طرق التصكيك التقليدي والأنشطة المرافقة له

المبحث الثالث: أنماط التصكيك وأهميته ومزاياه ومخاطره

الفصل الثاني: ماهية التصكيك وحكمه في الفقه الإسلامي

المبحث الأول: التصكيك الإسلامي ماهيته وأطراف عملية التصكيك

المبحث الثاني: أنواع الصكوك الاستثمارية الإسلامية وبعض تجارب الدول في

التصكيك الإسلامي

المبحث الثالث: آلية إصدار الصكوك الإسلامية وتداولها وضوابطهما

الفصل الثالث: الأهمية الاقتصادية للتصكيك الإسلامي

المبحث الأول: الأهمية الاقتصادية للتصكيك الإسلامي على المستوى الكلي

المبحث الثاني: دور التصكيك الإسلامي في تطوير العمل المصرفي الإسلامي

المبحث الثالث: دور التصكيك الإسلامي في تطوير الأسواق المالية في الدول الإسلامية

وتختتم هذه الدراسة بمجموعة من الاستنتاجات والتوصيات.

والله ولي التوفيق

الفصل التمهيدي

ماهية الأسواق المالية وأنواعها وتنظيمها

تشكّل الأسواق المالية جزءاً من منظومة المؤسسات المالية في أي دولة ويعكس تطور هذه الأسواق مدى تطور اقتصاديات تلك الدولة. و يأتي هذا الفصل التمهيدي للتعريف بأبرز وأهم المفاهيم المرتبطة بالأسواق المالي، وذلك على النحو الآتي:

المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية وأهميتها

المبحث الثاني: أنواع الأسواق المالية والأدوات المتداولة فيها

المبحث الثالث: هيكل أسواق رأس المال وبعض المفاهيم المرتبطة بها

المبحث الأول

ماهية الأسواق المالية وأهميتها

المطلب الأول: تعريف الأسواق المالية

إن الأسواق المالية -كأية سوق أخرى- تشكل نقطة التقاء بين العرض والطلب، إلا أن طبيعة التعاملات والأدوات التي يتم تداولها في هذه الأسواق تميّزها عن غيرها من الأسواق، حيث تمثل الأدوات المالية على اختلاف أنواعها - سواء أكانت أدوات ملكية كالأسهم، أم أدوات مديونية كالسندات والمشتقات المالية التي تقوم على هذه الأدوات، وباختلاف آجالها الطويلة منها والمتوسطة والقصيرة- مادة التداول في هذه الأسواق، وقد يكون التعامل بهذه الأدوات بتعاملات عاجلة أو آجلة.

في هذه الأسواق تقوم الوحدات طالبة التمويل بإصدار صكوك بأنواع مختلفة وآجال متعددة تستطيع من خلالها استقطاب مدخرات الأفراد، ومن ثم توظيفها في أي من الأدوات المطروحة في الأسواق المالية،⁽¹⁾ و بذلك تتحقق الفائدة للطرفين حيث يحصل طالبوا التمويل على التمويل اللازم لمشاريعهم، ومن جانب آخر يستطيع أصحاب المدخرات اختيار الطريقة التي يفضلونها لتوظيف مدخراتهم.

وسوف نعرض فيما يأتي لتعريف الأسواق المالية وأهميتها وأنواعها والأدوات المتداولة

فيها.

(1) الهيتي، نوزاد، مقدمة في الأسواق المالية، دار الشط، (د.م)، 1998م، ص19.

حيث تعرّف السوق المالية بأنها "وسيلة يلتقي خلالها المشترون والبائعون بغرض تداول

الأصول المالية والنقدية.⁽¹⁾

ويعتبر الكثير من الكتاب الأسواق المالية مؤشراً على الحالة الاقتصادية للدول، حيث

تتميز هذه الأسواق بالقوة إذا ما كانت في دولة ذات اقتصاد قوي، ويضعف دور هذه الأسواق في الدول ذات الاقتصاديات المتخلفة.

ويرى البعض أيضاً أن مؤشرات الأسواق المالية والنشاطات الاقتصادية تسير في نفس

النمط من الدورات الاقتصادية، فهناك العديد من الدراسات حول علاقة أسواق الأوراق المالية

بالاقتصاد القومي، حيث أشارت هذه الدراسات إلى أن التغيرات في أسواق رأس المال تسبق التغيرات التي تحدث على مستوى الاقتصاد القومي.

فإذا ما أردنا التعبير عن ذلك بيانياً نجد أن هناك تماثلاً كبيراً بين نمط حركة أسعار

الأسهم العادية وبين حجم الإنتاج الصناعي أو أداء الاقتصاد القومي ككل، فمؤشر أسعار الأسهم

يبدأ بالهبوط قبل ظهور بوادر الكساد، ويبدأ بالمقابل في الارتفاع قبل بدء مرحلة الانتعاش.⁽²⁾

فمؤشرات الأسهم يمكنها أن تتنبأ بالتغير في الحالة الاقتصادية قبل حدوث ذلك بأربعة

شهور تقريباً.⁽³⁾

(1) معروف، هوشيار، الاستثمارات والأسواق المالية، عمان - الأردن، دار صفاء، ط1، 2003م، ص58.

(2) Lorie, James H., Dodd, Peter, Kimpton & Mary, Hamilton, **The Stock Market: Theories and Evidence**, Richard. Irwin Inc. 2nd ed. PP. 2-5 / Socoloff, Kirill. **The Thinking Investor's Guide to the Stock Market**, McGraw-Hill, Rev. ed. NY. 1984. PP 4-5.

هندي، منير إبراهيم، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، الإسكندرية-مصر، منشأة المعارف، 1993م، ص242.

(3) Lorie, et. al, **The Stock Market...**, Op. cit, P. 2.

المطلب الثاني: أهمية الأسواق المالية

تحتل الأسواق المالية أهمية كبيرة في اقتصاديات الدول، وذلك لما تقوم به من وظائف

لها تأثير على النشاط الاقتصادي ككل، والتي يمكن تلخيصها فيما يلي:

1. تعبئة المدخرات: (1)

وذلك من خلال الإصدارات الأولية المتنوعة والمتعددة للأدوات المالية التي تتم في

الأسواق الأولية، مما يساعد على توفير قنوات متعددة لتعبئة المدخرات تتلاءم مع رغبات

المدخرين وتفضيلاتهم المتفاوتة بين تحقيق العائد المناسب ودرجة سيولة مقبولة.

2. توفير فرص استثمارية: (2)

وذلك من خلال تقديم فرص استثمارية متنوعة ومتفاوتة من حيث الأجل والمخاطر،

ويتم ذلك من خلال تعدد الأوراق المالية وتنوعها التي يتم التعامل بها في هذه الأسواق.

3. توفير السيولة: (3)

يعتبر توفير السيولة من أهم الوظائف التي تقدمها الأسواق المالية، مما يجعل الاستثمار

فيها ذا ميزة على غيره من الاستثمارات، حيث تتيح هذه الأسواق إمكانية تسهيل الأصول المالية

بإعادة بيعها في السوق الثانوية والحصول على السيولة اللازمة متى رغب المستثمر بذلك.

(1) حنفي، عبدالغفار وقرياقص، رسمية، أسواق المال، الإسكندرية-مصر، دار الجامعة الجديدة، 2003م،

ص 9 / الشحات، نظير رياض، البورصات، المنصورة-مصر، المكتبة العصرية، 2000م، ص 17.

(2) سلام، عماد صالح، إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة،

(د.ن)، 2002م، ص 126 / حنفي وقرياقص، أسواق المال، مرجع سابق، ص 46.

(3) Fischer, Donald E. & Jordan, Ronald J., Security Analysis and Portfolio Management., Prentice-Hall, New Jersey, 5th ed. 1991, P. 16./

سلامة، موريس، الأسواق المالية في العالم، ترجمة: يوسف الشدياق، بيروت-لبنان، منشورات عويدات، ط1،

1983م، ص 8 / هندي، الأوراق المالية...، مرجع سابق، ص 665.

4. تحقيق الاستقرار النسبي للأسعار وإيجاد سعر عادل: (1)

تعمل الأسواق المالية على الاستقرار النسبي للأسعار وذلك نتيجة عمليات البيع والشراء الكبيرة التي تتم في السوق، ولما لهذه السوق من أجهزة وإمكانات تتيح للمستثمرين والوسطاء الاتصال ببعضهم البعض وبعمالئهم، بالإضافة إلى وجود شركات الاستشارات المالية التي تساعد على تقييم الاستثمارات بناءً على معلومات متعددة المصادر، الأمر الذي يساعد على تحقيق استقرار الأسعار وعدالتها.

5. التخصيص الكفاء لرأس المال: (2)

ذلك أن الأسواق المالية تتيح للمستثمرين مقارنة أسعار الأصول المالية في الأسواق مع العائد المتوقع ودرجة المخاطرة، مما يمكنهم من توجيه أموالهم نحو المجالات التي تحقق لهم تفضيلاتهم، ويساعد على ذلك التنوع الواسع في مجالات الاستثمار في هذه الأسواق، ووجود مؤسسات لتقييم الأوراق المالية المتداولة، بحيث تتيح هذه الأسواق للمستثمرين الإطلاع على المجالات الاستثمارية التي تحمل فرصاً للنمو على المدى البعيد. (3)

6. تمويل التنمية الاقتصادية: (1)

يمكن أن تساهم الأسواق المالية بتمويل التنمية وذلك من خلال الإصدارات المختلفة من الأسهم والسندات التي غالباً ما تكون أدوات استثمارية طويلة أو متوسطة الأجل، وهذه ما تحتاجه الأنشطة الاستثمارية التنموية.

(1) الهواري، سيد، الاستثمار والتمويل، (د.ن)، 1980م، ص276/ حنفي وقرياقص، أسواق المال، مرجع سابق، ص45

Schreiber, S. Paul & Schwartz Robert A., **Efficient Price Discovery in Securities Market: IN, The Objective of Trading System In Market Making and the Changing Structure of the Securities Industry**, ed. Yakov Amihud, Thomas S. Y. Ho, and Robert A. Schwartz, Lexington Books, Lexington, 1985.

(2) عبدالحافظ، السيد البدوي. إدارة الأسواق والمؤسسات المالية، القاهرة- مصر، دار الفكر العربي، 1999م، ص9 / سلام، إدارة الأزمات...، مرجع سابق، ص125.

(3) Sokoloff, **The Thinking**, ..., Op. Cit. P10.

المبحث الثاني

أنواع الأسواق المالية والأدوات المتداولة فيها

يمكن بشكل عام التمييز بين نوعين من الأسواق التي يمكن أن يلتقي طرفا عملية

التمويل، من خلالهما، وهما:

1. الأسواق النقدية Money Markets.

2. أسواق رأس المال Capital Markets.

المطلب الأول: الأسواق النقدية وأدواتها

أولاً: تعريف الأسواق النقدية:

يقصد بالأسواق النقدية: "الأسواق التي تتداول فيها الأوراق المالية قصيرة الأجل من

خلال السماسرة والبنوك التجارية والجهات الحكومية".⁽²⁾

وتعرّف أيضاً بأنها السوق التي يتم فيها شراء وبيع الأموال المتاحة للإقراض في الأجل

القصير على شكل صكوك أو قروض أو ذهب.⁽³⁾

خصائص السوق النقدية:

للأسواق النقدية خصائص متعددة تميزها عن غيرها من الأسواق المالية، منها:

1. تتميز الأدوات المالية المتداولة فيها بأنها قصيرة الأجل؛ فعادة ما يكون آجالها أقل من

سنة.⁽¹⁾

(1) حنفي وقرياقص، أسواق المال، مرجع سابق، ص 47 / سلام، إدارة الأزمات...، مرجع سابق، ص 126.

(2) هندي، الأوراق المالية...، مرجع سابق، ص 6.

(3) الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية، ج 6، 1982م، ص 275-276 / للمزيد انظر: حبش، محمد محمود، الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة، ط 1، (د.ن)، 1998م، ص 79 / الناقة، أحمد أبو الفتوح. نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية، الإسكندرية-مصر، مؤسسة شباب الجامعة، 1995م، ص 20.

2. تتميز الأسواق النقدية بسيولتها العالية وذلك لسهولة تحويل الأدوات المتداولة فيها إلى نقود.
3. تنخفض درجة المخاطرة في تعاملات هذه الأسواق، لذلك يميل عائدها إلى الانخفاض
كذلك. (2)

4. قابلية الأدوات النقدية للخصم وذلك لأنها تباع عادة بأقل من قيمها باستثناء الودائع
المصرفية. (3)

ثانياً: أدوات السوق النقدية:

يتم التعامل في الأسواق النقدية بأدوات مالية قصيرة الأجل كما تقدم، ومن أهم هذه
الأدوات:

1. أدونات الخزينة (T-bills):

وهي عبارة عن أدوات اقتراض قصيرة الأجل، تصدر عن خزينة الدولة بشكل منتظم
ومستمر، وذلك لآجال تتراوح بين ثلاثة أشهر وسنة واحدة. (4)
وتتميز هذه الأدونات بسيولتها العالية؛ وذلك لقابلية إعادة بيعها للبنك المركزي
بسعر إعادة خصم يتفق عليه في حينه، وأيضاً لما تتميز به من سرعة التداول وانخفاض
تكاليفه. (1)

هذا ويتم التداول بهذه الأدوات على أساس سعر الخصم مقابل عدم دفع فوائد على هذه
الأدونات فيكون العائد التعويضي (عن الفوائد) عبارة عن الفرق بين سعر الشراء للأدونات

(1) Ritter, Lawrence S., & Silber, William, **Principles of Money, Banking, and Financial Markets**,
Basic Book Inc, New York, 5th ed., 1986, P. 70.

(2) الموسوعة العلمية...، ج 6، مرجع سابق، ص 276 / الناقاة، نظرية النقود...، مرجع سابق، ص 20.

(3) معروف، الاستثمارات...، مرجع سابق، ص 134.

(4) طراد، إسماعيل، **إدارة العملات الأجنبية**، (د.ن)، ط1، 2001م، ص 168/

Curley, Anthony, J. & Bear, Robert M., **Investment Analysis and Management**, Harper & Row
Publishers, NY, 1979, PP. 141-142.

وسعرها الاسمي، وهكذا فإن الفائدة المدفوعة على هذه الأدوات هي معدل الخصم على سعر البيع. (2)

إن أسلوب الخصم هذا يعد تحفيزاً للأفراد على الادخار، حيث يمكن لهم الاستفادة من بعض الفوائد المالية المتاحة وعدم تعطيلها، سيما وأن جزءاً من عائد الاستثمار بهذه الأدوات معفى من ضريبة الدخل. (3)

2. شهادات الإيداع القابلة للتداول :Negotiable Certificates of Deposits

تصدر البنوك والمؤسسات المالية شهادات تقر فيها بأنه قد تم إيداع مبلغ محدد لديها لمدة محدودة، تبدأ من تاريخ إصدار الشهادة وتنتهي بتاريخ استحقاقها، وتحمل شهادة الإيداع سعر فائدة محدد، وهي ترتب على مصدرها التزاماً مالياً مباشراً بالقيمة الاسمية والفوائد المستحقة عليها. (4)

وتصدر هذه الشهادات لصالح حاملها، أو باسم مشتريها الأول، والمعدل المدفوع على هذه الشهادات قابل للمساومة بين المصدر والمشتري وذلك حسب ظروف السوق النقدية، ويمكن للمستثمرين بهذه الشهادات بيعها قبل موعد استحقاقها وذلك مقابل خصومات معينة وبالتالي الحصول على السيولة النقدية المطلوبة. (5)

(1) معروف، الاستثمارات...، مرجع سابق، ص136.

(2) Sharpe, William F. & Alexander, Gordon J. Investments, Prentice-Hall, Inc, 4th ed. 1990, P. 325.

(3) عبدالجواد، محمد والشديفات، علي إبراهيم، الاستثمار في البورصة، عمان - الأردن، دار الحامد، ط1، 2006م، ص72.

(4) يونس، محمود، مبارك عبدالمنعم، والوصال، كمال أمين، نقود وبنوك وأسواق مالية، الدار الجامعية، (د.م)، 2004م، ص89 / طراد، إدارة العملات الأجنبية، مرجع سابق، ص168 / الناقية، نظرية النقود...، مرجع سابق، ص52-53.

(5) معروف، الاستثمارات...، مرجع سابق، ص141.

3. القبولات المصرفية Bankers Acceptances: (1)

تقوم الشركات أو المؤسسات التي تكون بحاجة إلى الأموال قصيرة الأجل بإصدار سحب على بنك طالبةً منه دفع مبلغ محدد من النقود لحامل السحب خلال فترة محددة، فهي نوع من التسهيلات التي يقدمها البنك مقابل عمولة ويؤيد فيها قبول دفع قيمة هذه السحوبات عند الاستحقاق وذلك بكلمة مقبولة الدفع Accepted على وجه السحوبات. (2) وعند قبول هذا البنك لهذا القبول يصبح السحب قابل للتداول في السوق الثانوية إلى تاريخ الاستحقاق. ومما يساعد على تداول هذه القبولات في الأسواق الثانوية هو إصدارها لفئات متعددة.

فالقبولات المصرفية سحوبات زمنية بقيمة البضاعة المؤجلة الدفع، وهي ناشئة في الأصل عن عملية تجارية قبل البنك ضمان دفعها، وقد نشأت هذه الأدوات في سوق النقد نتيجة التطور في المعاملات التجارية الدولية.

4. الأوراق التجارية Commercial Papers:

وهي سندات لحاملها يتعهد مصدرها (المقترض) بدفع قيمتها الاسمية وفوائدها بتاريخ محدد، فهي إذاً أدوات دين قصيرة الأجل تصدرها البنوك التجارية الكبيرة والشركات المساهمة كبيرة الحجم. (3)

ولكن هذه الأوراق ليست مضمونة بأي أصل من أصول الشركة، (4) وإنما الضامن الأساسي للمتعاملين بها هو سمعة الشركة ومكانتها، والتي يفضلها تقبل البنوك سداد قيمة هذه

(1) طراد، إدارة العملات الأجنبية، مرجع سابق، ص 170 / معروف، الاستثمارات...، مرجع سابق، ص 137-138 / الناقة، نظرية النقود...، مرجع سابق، ص 34 / يونس وآخرون، نقود وبنوك...، مرجع سابق، ص 90.

(2) حبش، الأسواق المالية، مرجع سابق، ص 85 / عبدالجواد والشديقات، الاستثمار في البورصة، مرجع سابق، ص 74.

(3) يونس وآخرون، نقود وبنوك...، مرجع سابق، ص 90 / الناقة، نظرية النقود...، مرجع سابق، ص 34.

(4) Sharpe, William F, **Investments**, Prentice-Hall, Inc, 3rd ed, 1985, P. 277.

الأوراق المالية في تاريخ استحقاقها، كما أن التزام البنوك التجارية بدفع قيمة هذه الأوراق يجعل مخاطر الاستثمار فيها محدودة جداً.⁽¹⁾

وتتركز آلية تداول الأوراق التجارية في شراء المستثمرين لهذه الأوراق عندما تكون أسعارها منخفضة، ومن ثم الانتظار حتى ترتفع هذه الأسعار ليستفيدوا من الفروقات بين أسعار الشراء وأسعار البيع، وبعد ذلك يجري ترقيب انخفاض الأسعار من جديد لشراء الأوراق المعينة، وبذلك يمكن إعادتها إلى المؤسسات أو الجهات المصدرة لها.⁽²⁾

5. اتفاقيات إعادة الشراء Repurchase Agreements:

تستخدم هذه الاتفاقيات عند محاولة إحدى الشركات تحريك أموالها المعطلة في حساب مصرفي معين، وذلك عن طريق شراء أذونات الخزينة من أحد المصارف لفترة قصيرة جداً، على أن يوافق المصرف المعني على إعادة شراء هذه الأذونات في وقت سدادها بسعر أعلى بقليل من سعر شراء الشركة المشترية لها، مما يمكن للمصرف أن يتصرف بمبلغ القرض، وتحتفظ الجهة الدائنة بأذونات الخزينة كضمان حتى يجري تسديد هذا المبلغ مع الإضافة المعتمدة.⁽³⁾ فهي إذاً اتفاقيات تعقد على قروض قصيرة الأجل تقدم بضمانات حكومية تتراوح فترات تسديدها عادة بين يوم واحد وأسابيع.⁽⁴⁾

6. اليورو دولار Eurodollar:

اليورو دولار هي ودائع الدولار في البنوك غير الأمريكية، أو في فروع بنوك أمريكية خارج الولايات المتحدة بدلاً من الاحتفاظ بها بالعملة المحلية حسب مواقع هذه البنوك أو

(1) طراد، إدارة العملات الأجنبية، مرجع سابق، ص 170.

(2) معروف، الاستثمارات...، مرجع سابق، ص 144 / يونس وآخرون، نقود وبنوك...، مرجع سابق، ص 90.

(3) Kemp, L. J., A Guide to World Money and Capital Market, McGraw-Hill, London, 1981. P 21.

(4) Ritter, Principles of Money, Op. cit, P. 542

الفروع.⁽¹⁾، وتقتصر هذه البنوك في تعاملها على الدولار الأمريكي، بمعنى أنها تقبل ودائع وتمنح القروض بالدولار فقط. وتتسم القروض التي تقدمها تلك البنوك بضخامة القيمة وقصر تاريخ الاستحقاق،⁽²⁾ ولقد ظهرت هذه السوق نتيجة الطلب المتزايد على الدولار، بسبب انخفاض معدلات الفوائد على القروض بالدولار التي تمنحها البنوك الأوروبية مقارنة بما هو عليه في البنوك الأمريكية من جهة، ومن جهة أخرى بسبب إقبال الشركات متعددة الجنسيات على الطلب على الدولار بسبب امتداد نشاطاتها إلى أوروبا وآسيا والشرق الأوسط.⁽³⁾

المطلب الثاني: أسواق رأس المال وأدواتها

تعرف سوق رأس المال بأنها: "السوق التي تباع وتشتري فيها الأموال المتاحة للأجل الطويل في شكل أسهم وسندات".⁽⁴⁾

ويعرفها آخرون بأنها: "الميكانيكية التي يتم عن طريقها ومن خلالها خلق وتداول الأصول المالية طويلة الأجل".⁽⁵⁾

وتنقسم أسواق رأس المال إلى أسواق حاضرة أو فورية (Spot Markets) أو أسواق العقود المستقبلية (Forward Markets). ويقصد بالأسواق الحاضرة تلك التي تتعامل في أوراق مالية طويلة الأجل أي بالأسهم والسندات، والتي يتم تسليمها وتسليمها فور إتمام الصفقة، وقد تتم هذه الصفقات من خلال أسواق رأس المال المنظمة (Organized Capital Market)

⁽¹⁾ Ritter, **Principles of Money**, op. cit, P. 159 / Sharpe & Alexander, **Investments**, op. cit. P. 332.

⁽²⁾ هندي، منير إبراهيم، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، الإسكندرية-مصر، منشأة المعارف، 1999، ص14.

⁽³⁾ طراد، إدارة العملات الأجنبية، مرجع سابق، ص72.

⁽⁴⁾ الموسوعة العلمية، ج6، مرجع سابق، ص278 / للمزيد انظر:

Fisher & Jordan, **Security Analysis** ..., Op Cit. P17.

⁽⁵⁾ Fuller & Farrell. **Modern Investments**...Op Cit, P. 14 / Arnold, Glen, **The Financial Times Guide to Investing. A definitive Introduction to Investment and the Financial Markets**, Prentice Hall, 2004, P. 32.

أي البورصات، أو أسواق رأس المال غير المنظمة (Unorganized Capital Market) التي

تداول فيها الأوراق المالية من خلال بيوت السمسرة والبنوك التجارية.

أما أسواق العقود المستقبلية فهي أسواق تتعامل أيضاً بالأدوات المالية، ولكن من خلال

عقود واتفاقات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق.

أدوات سوق رأس المال:

تمثل الأسهم والسندات أهم الأدوات المتداولة في أسواق رأس المال وسوف يتم الحديث

عنها تفصيلاً في الفصل القادم.

المبحث الثالث

هيكل أسواق رأس المال وبعض المفاهيم المرتبطة بها

المطلب الأول: هيكل أسواق رأس المال

يمكن للأسواق المالية أن تقوم بالدور المناط بها وذلك من خلال:

- الأسواق الأولية.

- الأسواق الثانوية.

أولاً: الأسواق الأولية Primary Market⁽¹⁾:

ويختص هذا السوق بالتعامل في الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية سواء لتمويل مشروعات جديدة أو التوسع في القائم منها وذلك من خلال زيادة رأسمالها، وهذا يعني أن المنشآت التي تحتاج إلى أموال يمكنها إصدار عدد من الأوراق المالية وطرحها للاكتتاب^(*) سواء في اكتتاب عام أو اكتتاب خاص⁽¹⁾.

وقد يتم إصدار وتصريف هذه الأوراق إما بطريق مباشر حيث تقوم الجهة المصدرة بالاتصال بعدد من كبار المستثمرين سواء كانوا أفراد أو مؤسسات مالية لكي تباع لهم الأسهم والسندات التي أصدرتها، وإما أن يتم ذلك بطريق غير مباشر من خلال قيام مؤسسة متخصصة بإصدار هذه الأوراق وتوزيعها.

(1) Thomas, W. A., **The securities Market**, Philip Allan, New York, 1989, P. 1 / Curley & Bear, **Investments Analysis...**, Op. Cit, P. 21/ Fuller & Farrell. **Modern Investments**...Op Cit, P. 16./ Stevenson, Richard A. & Jennings Edward H. **Fundamentals of Investments**. West Publishing Company. NY. 2nd ed., 1981. P21.

* يقصد بالاكتتاب العمل الذي يبدي بموجبه الشخص رغبته في أن يصبح شريكاً في الشركة، وبتقديم حصة فيها تتمثل في التعهد بالوفاء بمبلغ نقدي معين مساو لعدد من الأسهم. سامي، فوزي، **الشركات التجارية**، عمان-الأردن، دار الثقافة، 2005، ص 308.

ثانياً: الأسواق الثانوية Secondary Markets:

يختص هذا السوق بالتعامل في الأوراق المالية التي تم إصدارها أو طرحها من قبل.

وقد يتخذ السوق الثانوي شكلين هما الأسواق المنظمة والأسواق غير المنظمة.

أ. الأسواق المنظمة (البورصة):

وهي أسواق تتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون بالبيع أو الشراء، ويكون

هناك شروط معينة لتسجيل الأوراق المالية وتداولها في ذلك السوق، وتختلف هذه الشروط من

سوق لآخر.

عضوية البورصة:

يشار إلى عضوية البورصة بالمقاعد، والعضوية غير مجانية إذ ينبغي دفع مبلغ كبير

للحصول عليها، ويوجد خمسة أنواع من الأعضاء هم:

1. السماسرة الوكلاء (Commission Brokers): والسمسار شخص يحمل عضوية

البورصة ويعمل كوكيل لأحد بيوت السمسرة، كما قد يعمل تاجراً Dealer لحسابه

الخاص. (2)

2. سماسرة الصالة (Floor Brokers): وسمسار الصالة لا يعمل لحساب

عميل بعينه بل يقدم الخدمة لمن يطلبها، فهو يدفع رسم العضوية من أمواله الخاصة. (3)

(1) Maness, Terry. S, **Introduction to Corporate Finance**, McGraw-Hill, 1988, PP 19-23..

(2) Hirt, Geoffery A. & Block, Stanley B. **Fundamentals of Investment Management**, Homewood, 111, Irwin, 4th ed. 1993, P 54./

الشحات، البورصات، مرجع سابق، ص 39.

(3) Sprecher, C. Ronald, **Essentials of Investments**. Houghton Mifflin Company. London, 1987. P 20.

3. **تجار الصالة:** يطلق على تجار الصالة Floor Traders المضاربين وهم يشبهون

سماسرة الصالة في أنهم يدفعون رسوم العضوية من أموالهم الخاصة، غير أنهم

يختلفون عنهم في أنهم يعملون لحسابهم فقط. (1)

4. **المتخصصون:** ويقصد بالمتخصصين Specialist أعضاء السوق الذي يتخصص

كل منهم في التعامل في ورقة مالية معينة، أو مجموعة محدودة من الأوراق، بمعنى

أنه لا يمكن أن يتعامل في ورقة ما أكثر من متخصص واحد. (2)

5. **تجار الطلبيات الصغيرة ODD-Lot Dealers:** ويقصد بتجار الطلبيات الصغيرة

أولئك التجار الذين يقومون بشراء الأوراق المالية في طلبيات بكميات كبيرة (100

سهم أو مضاعفاتها)، ثم البيع لمن يريد الشراء بكميات صغيرة Odd-lot،

ويتقاضى هؤلاء التجار عمولة تتمثل في الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع. (3)

ب. **الأسواق غير المنظمة:**

ويطلق هذا المصطلح على المعاملات التي تجري خارج البورصات والتي يطلق عليها

Over the Counter (OTC) وهي تعاملات تتولاها بيوت السمسرة المنتشرة، ولا يوجد مكان

محدد لإجراء هذه المعاملات، إذ تتم من خلال شبكة اتصالات قوية تتمثل في التلفون أو

الكمبيوتر أو غيرها من وسائل الاتصال السريعة التي تربط بين السماسرة والتجار

والمستثمرين. (4)

(1) Sprecher, **Essentials** ... ,Op Cit. p 20.

(2) Hirt & Block, **Fundamentals** ... ,Op Cit. p 55.

(3) Sprecher, **Essentials** ... ,Op Cit. p 20./ Hirt & Block, **Fundamentals** ... Op Cit. p 55./

منير هندي، الأوراق المالية...، مرجع سابق، ص 105-106.

(4) Cohen, Jerome, Zinbarg, Edward D. Zeikel, Arthur, **Investment Analysis and Portfolio Management**. Richard D. Irwin Inc. 4th ed. 1982. P 84./ Fuller & Farrell, **Modern Investment**... op. cit, P. 21.

وتتعامل الأسواق غير المنظمة أساساً في الأوراق المالية غير المسجلة في البورصات، ويتحدد سعر الورقة في هذه الأسواق بالتفاوض، وهناك أسواق أخرى فرعية للسوق غير المنظمة وهي:

السوق الثالث **The Third Market**:⁽¹⁾

وهو قطاع من السوق غير المنظم يتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة وإن كان لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية المسجلة في تلك البورصات، وهذه البيوت في الواقع أسواق مستمرة على استعداد دائم لشراء أو بيع تلك الأوراق وبأي كمية.

السوق الرابع **The Fourth Market**:⁽²⁾

برزت السوق الرابعة كونها سوق أوراق مالية غير منظمة (OTC)، إلا أن ما يميزها هو تجاوز الوساطة لشركات السمسرة باتجاه التعامل المباشر بين المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأثرياء والتعاملات الضخمة، وبذلك فهي إستراتيجية لتخفيض إضافي في تكاليف وعمولات التعامل بالأوراق المالية.

المطلب الثاني: بعض المفاهيم المرتبطة بأسواق رأس المال

أولاً: المتعاملون في الأسواق المالية:⁽¹⁾

يشمل التعامل في الأسواق المالية عدة أطراف كل حسب اهتمامه واختصاصه، ومن هؤلاء المتعاملين:

⁽¹⁾ Fuller & Farrell, **Modern Investment...** op. cit P. 34./

حنفي، أسواق المال، مرجع سابق، ص 55.
⁽²⁾ الداغر، محمود، **الأسواق المالية: مؤسسات، أوراق، بورصات**، عمان - الأردن، دار الشروق، ط 1، 2005م، ص 245 / Curley & Bear, **Investment Analysis...**, op. cit, P. 32.

1. شركات السمسرة:

وهي شركات مساهمة أو شركات توصية بالأسهم تتولى تنفيذ عمليات شراء وبيع الأوراق المالية نيابةً عن العملاء.

2. شركات المقاصة والتسوية:

يكون غرض هذه الشركات تنظيم استلام وتسليم الأوراق المالية المتعامل عليها بواسطة شركات السمسرة لتسوية المراكز المالية الناتجة عن عمليات التداول، وعمل المقاصة المترتبة عليها وفقاً للنظام الذي تضعه إدارة البورصة.

3. شركات تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية:

حيث تقوم بالنيابة عن كبار المستثمرين بتكوين محفظة منوعة من الأوراق المالية وإدارتها.

4. الشركات والمؤسسات:

تقوم الشركات والمؤسسات المالية باستثمار جزء من أموالها في الأوراق المالية، إما بغرض استثمار النقدية الزائدة عن الحد لفترة قصيرة، أو بغرض الاستثمار طويل الأجل.

5. الشركات التي تمارس نشاط التعامل في الأوراق المالية:

وتمارس هذه الشركات إحدى الأنشطة التالية:

أ. ترويج وتغطية الاكتتاب في الأوراق المالية.

(¹) الهندي، خليل والناشف، أنطوان، العمليات المصرفية والسوق المالية، ج2، لبنان، المؤسسة الحديثة للكتاب، 2000م، ص37 / حماد، طارق، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، 2000م، ص43-45.

ب. الاشتراك في تأسيس الشركات التي تصدر أوراقاً مالية، أو في زيادة رؤوس

أموالها.

ج. السمسرة في الأوراق المالية.

6. المستثمرون الأفراد:

وهم يمثلون صغار المدخرين أو المستثمرين.

ثانياً: أوامر السوق:

ويقصد بأوامر السوق التوكيل الذي يعطيه العميل المستثمر لأحد الوسطاء كي يبيع أو

يشترى له في البورصة أوراقاً مالية معينة.⁽¹⁾

ويشمل التعامل بالأدوات المالية مجموعة أوامر مختلفة متعارف عليها في البورصات

يمكن أن يصدرها المستثمر لشركة السمسرة التي يتعامل معها لتنفيذها، ومن أبرز هذه الأوامر

ما يلي:

1. أمر السوق (Market Order):⁽¹⁾

طبقاً لهذا الأمر يفوض المستثمر الوسيط بشراء كمية محددة من أسهم شركة معينة

بسعر السوق الحالي وهو سعر الطلب الذي يحدده صانع السوق لهذا السهم وقت تنفيذ الأمر،

وينطبق ذلك أيضاً على البيع إنما يكون السعر مساوياً لسعر العرض، وعادةً ما يكون هذا الأمر

عندما يرغب المستثمر بالبيع أو بالشراء بسرعة وبكميات قليلة لا تؤثر في المستوى العام

للأسعار.

(1) ياسين، محمد يوسف، البورصة: عمليات البورصة، تنازع القوانين، اختصاص المحاكم، بيروت-لبنان، منشورات الحلبي الحقوقية، ط1، 2004م، ص99.

2. الأمر المحدد (Limit Order):⁽²⁾

ويقصد به أن المستثمر يحدد السعر الذي يرغب بشراء الأدوات المالية أو بيعها عنده، وقد يكون الأمر المحدد أمر يومي Day Order والذي يعني أن الوسيط ينفذ هذا الأمر خلال يوم التداول المحدد، وقد يكون أمر مفتوح Open Order ويكون ساري المفعول لفترة طويلة إلى أن يبلغه المستثمر ويسمى Good Till Cancel Order.

3. أوامر الإيقاف Stop Orders:⁽³⁾

وتدعى أيضاً بأوامر إيقاف الخسارة Stop-loss Orders ويتطلب تنفيذها تحديد سعر للإيقاف من قبل المستثمر مشابهاً بذلك الأمر المحدد، إلا أن التنفيذ يختلف ذلك أن أمر الإيقاف يتضمن التنفيذ عند سعر معين أو يتعداه صعوداً أو هبوطاً مختلفاً بذلك عن الأمر المحدد الذي لا ينفذ إلا عند سعر معين.

أيضاً هناك أوامر مرتبطة بالزمن ولكن لها مواصفات خاصة نذكر منها:⁽⁴⁾

- أوامر التنفيذ أو الإلغاء Fill or Kill Orders (FOK): وتعني تنفيذ الأمر فوراً وبخلافه يعد لاغياً.

- الأمر الذي يشير إلى تنفيذ الطلبية كلها أو رفضها كلها All or None Order.

- الأمر الذي يشير إلى حرية تنفيذ كل أو جزء من الطلبية حال الوصول والجزء غير القابل

للتنفيذ يعد لاغياً Immediate or Cancel Order.

(1) Haugen, Robert A. **Modern Investments Theory**. Prentice-Hall Inc, USA, 2nd ed. P 29 / Fuller & Farrell, **Modern Investment...**, op. cit, P.25.

(2) Fuller & Farrell, **Modern Investment...**, op. cit, P.25.

(3) الداغر، الأسواق المالية، مرجع سابق، ص 251.

(4) الداغر، الأسواق المالية، مرجع سابق، ص 249/29. P Op Cit., Haugen, Modern ...

- الأمر الذي يعطي حرية التصرف للسمسار في وضع المواصفات ويطلق عليه أمر حر

.Discretionary Order

ثالثاً: مؤشرات الأسواق المالية:

نظراً للمكانة الكبرى التي تحتلها الأسواق المالية ولما لها من تأثير في الاقتصاد القومي كان لابد من وجود مؤشرات تعطي فكرة عن الاتجاهات العامة في الأسواق المالية والمؤسسات المتعاملة فيها، ويمكن رصد أهمية هذه المؤشرات من خلال النقاط التالية:

أهمية مؤشرات الأسواق المالية:

1. تعطي مؤشرات الأسواق المالية فكرة للمستثمرين عن أي المجالات الأفضل

للاستثمار فيها، فالمجالات والقطاعات ذات العوائد المرتفعة تشكل نقطة جذب

استثمارية للعديد من المستثمرين.⁽¹⁾

2. تعطي مؤشرات الأسواق المالية ملخصاً عن مستويات الأسعار في أسواق محددة

وخاصة إذا قدمت تلك المعلومات من خلال رسوم بيانية.⁽²⁾

3. التعرف على الاتجاهات السائدة في سوق رأس المال والتي تعكس اتجاهات النشاط

الاقتصادي.⁽³⁾

قد اشتهرت في الأسواق المالية الدولية عدة مؤشرات من أهمها:

1. مؤشر ستاندرد آند بور **Standard and Poor (S & P) 500**.⁽⁴⁾

(1) القرني، محمد ، الأسواق المالية، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، ع7، ج1، ص1583.

(2) Francis, Jack Clarc, **Investments, Analysis and Management**, McGraw – Hill Inc., NY, 5th ed, P. 185.

(3) الداغر، الأسواق المالية، مرجع سابق، ص299.

(4) بني هاني، حسين، الأسواق المالية: طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشقة، (د.ن)، 2002، ص 212. هندي، الأوراق المالية...، مرجع سابق، ص219.

يقوم مؤشر ستاندرد آند بور 500 على عينة من (500) سهم تمثل (400) منشأة صناعية و(40) منشأة منافع عامة، و(20) منشأة للنقل، و(40) منشأة تعمل في المجال المالي وكلها منشآت كبيرة الحجم تتداول أسهمها إما في إحدى البورصات الكبرى أو في السوق غير المنظمة، وقد اشتق من هذا المؤشر أربعة مؤشرات هي:

- مؤشر الصناعة (400) سهم.

- مؤشر منشآت المنافع العامة (40) سهم.

- مؤشر النقل (20) سهم.

- مؤشر المنشآت المالية (40) سهم.⁽¹⁾

2. مؤشر دو جونز لمتوسط الصناعة **Dow Jones Industrial Average**:⁽²⁾

يعد مؤشر دو جونز لمتوسط الصناعة أقدم المؤشرات وأكثرها شيوعاً، إذ نشر لأول مرة في صحيفة وول ستريت (Wall Street) عام 1884. يقوم هذا المؤشر على عينة تتكون من (30) سهم وتمثل تلك الأسهم (30) شركة تتسم بارتفاع قيمتها السوقية وبالعراقة وبضخامة الحجم وبضخامة عدد المساهمين.

3. مؤشر نيكاي **Nikkei Index**:⁽³⁾

وهو من المؤشرات الرئيسية في سوق طوكيو، ويحتوي على أوراق مالية لـ(225) شركة تمثل (70%) من الشركات الكبرى في سوق طوكيو.

(1) هندي، الأوراق المالية...، مرجع سابق، ص269.

(2) Fuller, & Farrell, **Modern Investment...**, op. cit, P. 38.

(3) أبو موسى، رسمية، الأسواق المالية والنقدية، عمان - الأردن، دار المعنز، ط1، 2005م، ص218.

الفصل الأول

التصكيك التقليدي ماهيته، أنماطه، مزاياه

يعتبر التصكيك أسلوب تمويلي حديث، يوفر انتقال المال من وحدات الفائض إلى وحدات العجز، وفي حقيقة الأمر لم يخرج هذا الأسلوب في إطاره العقدي عن عقدي الشراكة أو القرض، ولكنه عمل على تبديل مراكز القوة في هذه العقود، فبعد أن كان أصحاب الفوائض المالية ووسطائهم هم الذين يملون شروطهم على الجهات طالبة التمويل، تمكنت وحدات العجز من انتزاع هذه الميزة لصالحها، فأصبح بإمكانهم الحصول على التمويل بشروط أيسر وأقل كلفة. كما وفر هذا الأسلوب إمكانية تسهيل الأصول الجامدة مما شكل ميزة إضافية على غيره من أساليب التمويل.

فما هو التصكيك؟ وما أنواعه؟ وبماذا يتميز عن غيره من أساليب التمويل؟ وهل هناك أية مخاطر تقترن باستخدام هذا التمويل؟

هذه التساؤلات وغيرها يحاول الفصل الأول الإجابة عليها بمباحثه الثلاثة والموزعة

على النحو الآتي:

المبحث الأول: تعريف التصكيك التقليدي ونشأته وأنواعه.

المبحث الثاني: طرق التصكيك التقليدي والأنشطة المرافقة له.

المبحث الثالث: أنماط التصكيك التقليدي وأهميته ومخاطره.

المبحث الأول

تعريف التصكيك التقليدي ونشأته وأنواعه

المطلب الأول: تعريف التصكيك وأطرافه

أولاً: تعريف التصكيك Securitization

درجت في تعابير الاقتصاديين في الآونة الأخيرة عدة مصطلحات كالتصكيك والتوريق والتسهيم والتسديد، وجميعها تشير إلى أسلوب تمويلي حديث يوفر آلية ذات طبيعة مغايرة لانتقال الأموال من الوحدات عارضة التمويل باتجاه الوحدات طالبة التمويل.

التصكيك لغة

يقال في اللغة: الصكّ الضرب الشديد بالشيء العريض، وقيل هو الضرب عامة.⁽¹⁾ والصك معناه الكتاب، وجمعه أصكّ وصكوك وصكاك. فارسي معرّب أصله جك، وكانت الأرزاق تسمى صكاكاً لأنها كانت تخرج مكتوبة،⁽²⁾ ومنه النهي عن بيع الصكاك، وفي حديث أبي هريرة رضي الله عنه: قال لمروان: أحللت بيع الصكاك، وقد نهى رسول الله صلى الله عليه وسلم عن بيع الطعام حتى يستوفى، فخطب مروان الناس فنهى عن بيعها. والمراد هنا بالصكاك الورقة التي تخرج عن ولي الأمر بالرزق المستحق، بأن يكتب فيها للإنسان كذا وكذا من طعام أو غيره فيبيع صاحبها ذلك لإنسان قبل أن يقبضه.⁽³⁾ فهذه الصكاك كانت عبارة عن وثائق تعبر

(1) ابن منظور، أبي الفضل جمال الدين، لسان العرب، مجلد (10)، بيروت-لبنان، دار صادر، 1900، ص456.

(2) ابن منظور، لسان العرب، ج (10)، مرجع سابق، ص 457.

(3) النووي، صحيح مسلم بشرح النووي، ج (10)، الرياض-المملكة العربية السعودية، دار عالم الكتب، ط(1)، 2003، ص 169.

عن أصول (أرزاق) تثبت ملكية حاملها لما تعبر عنه هذه الوثائق، أما التصكيك فهي كلمة مؤلدة تفيد جعل الأصول المختلفة صكاً أو صكوكاً قابلة للتداول.

التصكيك اصطلاحاً

حظي التصكيك باهتمام العديد من الباحثين، فقد عرفه البعض بأنه: "أحد الأنشطة المالية المستحدثة، التي يمكن عن طريقها لإحدى المؤسسات المالية المصرفية أو غير المصرفية أن تقوم بتحويل الحقوق المالية غير القابلة للتداول والمضمونة بأصول إلى منشأة متخصصة ذات غرض خاص تسمى شركة التوريق^(*) (SPV) Special Purpose Vehicle بهدف إصدار أوراق مالية جديدة قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية".⁽¹⁾

ويتمشى هذا التعريف إلى حد كبير مع تعريف آخر يوضح أن التصكيك هو: "تكنولوجيا مالية مستحدثة تفيد حشد بنك ما لمجموعة من الديون المتجانسة والمضمونة بأصول في صورة دين واحد معزز ائتمانياً، ثم عرضه من خلال منشأة متخصصة للاكتتاب في صورة أوراق مالية للجمهور، وذلك لتقليل مخاطر التأخير أو العجز عن الوفاء بهذه الديون، وضمان التدفق المستمر للسيولة النقدية للبنك".⁽²⁾

ويعرفه البعض أيضاً بأنه: "تحويل القروض غير السائلة إلى سندات متداولة".⁽³⁾

ومن خلال استعراض للتعريفات السابقة للتصكيك نجد أنها ركزت على أمرين، هما:

(*) سيشار لاحقاً لهذه المنشأة في ثنايا هذه الدراسة بـ (SPV).

(1) الحناوي، محمد صالح والعبد، جلال إبراهيم، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، 2002م، ص 315.

(2) عثمان، حسين فتحي، التوريق المصرفي للديون: الممارسة والإطار القانوني، (د.ن)، 1999، ص 35.

(3) حمود: سمير، العوامل المؤثرة في التسنيدي، في، التوريق كأداة مالية حديثة، اتحاد المصارف العربية، بيروت-لبنان، 1995، ص 59. انظر أيضاً:

Deventer: John M., Towards Securitisation-Trends in the International Financial Markets.
في، التوريق كأداة مالية حديثة، اتحاد المصارف العربية، بيروت-لبنان، 1995.

أ. أهداف التصكيك والمتمثلة في التخلص من الأصول الجامدة أو قليلة السيولة بتحويلها إلى أوراق مالية قابلة للتداول، وإدارة بعض المخاطر التي تواجهها المؤسسات المالية.

ب. الأصول محل التصكيك، فقد شكلت الديون المحور الذي دارت حوله التعريفات السابقة، فتناولت ما يعرف بتصكيك الديون Debt Securitization، ولعل لذلك ما يبرره من انحياز تجارب التصكيك الواقعية في العقود الأخيرة إلى هذا الجانب، فقد شكلت القروض المصرفية وحتى مديونيات بعض الدول الأساس الذي قامت عليه صفقات التصكيك.

إلا أن مفهوم التصكيك لا ينحصر في ذلك بل يشمل تصكيك المديونية والملكية معاً. لذلك ينبغي وجود تعريف شامل لجميع الجوانب المتعلقة به.

وفي هذا الصدد يرى أحد الباحثين أن عملية التصكيك تركز على ثلاثة عناصر رئيسية

تتلخص في الآتي:⁽¹⁾

1. تجزئة القيم (رأس المال) إلى حصص وأجزاء متماثلة لا تقبل القسمة تمثل الحد الأدنى للمشاركة.

2. توثيق عائدة هذه القيم عن طريق إصدار وثائق نمطية: أسهم أو صكوك أو سندات تثبت ملكية حائزها لما تمثله من حصص.

3. توفير آلية لتداول هذه الوثائق من خلال أسواق الأوراق المالية.

وبناءً على ما سبق فإنه يمكن تعريف التصكيك بأنه:

أسلوب تمويلي يقوم على تقسيم رأس المال المطلوب إلى أجزاء متماثلة، يعبر عنها

بصكوك ملكية أو صكوك مديونية، قابلة للتداول، تثبت لحائزها ملكية ما تمثله هذه الصكوك.

(1) السبهاني، عبد الجبار حمد عبيد، الأسهم والتسهيم: الأهداف والآلات، بحث غير منشور، ص 22.

ثانياً: أطراف عملية التصكيك:

ينخرط في عملية التصكيك عدة أطراف أهمها:

1. **المُنشئ Originator:**(1) وقد يكون بنك أو شركة تمويل تمتلك الحقوق المالية الناشئة نتيجة لعملية الاقتراض أو الشركة مالكة المشروع المنوي تصكيكه.
2. **المصدر Issuer:**(2) يكون عادة منشأة ذات غرض خاص (SPV) والتي تمثل كيان اقتصادي مستقل عن المنشئ، ويعد وجود مثل هذه المنشأة أمراً ضرورياً لإتمام صفقة التصكيك، فإذا لم تكن موجودة أصلاً فعلى المنشئ إنشاؤها.
3. **شركات التصنيف الائتماني Rating Agency:**(3) وهي الجهة التي تقوم بدراسة المؤسسات والأوراق المالية والخدمات التي تقدمها هذه المؤسسات، ومن ثم تقوم بتقييمها وتصنيفها.
4. **شركة خدمة الدين Servicer:**(4) تتطلب عملية التصكيك أن تتولى جهة معينة عملية خدمة الدين، حيث تقوم باستلام المتحصلات الناشئة عن الأوراق التجارية في تواريخ استحقاقها وتسليمها إلى شركة التصكيك (SPV) لتقوم بسداد حقوق المستثمرين في مواعيدها، وقد يكون المنشئ هو نفسه الجهة المسؤولة عن خدمة الدين وقد تكون مؤسسة مستقلة.

(1) محي الدين: محمود، الأبعاد الاقتصادية والمالية للتوريق، في، موسوعة التوريق: بحوث في التوريق وإدارة الموجودات والمطلوبات والرهنات العقارية، اتحاد المصارف العربية، بيروت-لبنان، 2002م، ص 39.

(2) الملحم، أحمد عبدالرحمن، والكندري، محمود أحمد، عقد التمويل باستخدام الحقوق التجارية وعمليات التوريق، الكويت، مجلس النشر العلمي، جامعة الكويت، ط1، 2004م، ص178.

(3) محي الدين، الأبعاد الاقتصادية...، في، موسوعة التوريق ...، مرجع سابق، ص39.

(4) الحناوي والعبد، بورصة الأوراق...، مرجع سابق، ص317.

5. شركات ترويج وتغطية الاكتتاب **under writer**:⁽¹⁾ تقوم هذه الشركات بعمليات الطرح العام أو الخاص للصكوك من خلال إعداد نشرة الاكتتاب أو مذكرة المعلومات، وذلك بعد القيام بالدراسة المستقلة بهدف توفير الإفصاح الكامل والشفافية اللازمة لمساعدة المستثمرين على اتخاذ قرارات الاستثمار.

6. أمانة الاستثمار **Trust**: وهي الجهة التي يُعهد إليها بحماية حقوق حملة الصكوك ومراعاتها في مواجهة الأطراف الأخرى.

المطلب الثاني: نشأة التصكيك

شهد عالم التمويل الدولي تغيرات جذرية وجوهرية في أنماط التمويل، وسمت كل منها حقبة زمنية معينة. وقد أخذت تدفقات رأس المال أنماطاً متعددة تنوعت بين المساعدات الإنمائية والقروض المصرفية والاستثمارات الأجنبية المباشرة، وحتى وصلت إلى التمويل من خلال إصدار الأوراق المالية وهو ما بات يعرف "بالتصكيك".

فقد شهدت فترة الثمانينيات توجهاً ملحوظاً نحو هذا النمط من التمويل، إلا أنه لا يمكننا إغفال حقيقة أن جذور هذه العملية تعود إلى الثورة الصناعية، التي استدعت وجود أموال طائلة والتي جعلت من الشركات المساهمة قنوات رئيسية لحشد الأموال اللازمة لتمويل المشاريع الكبرى، فقد تطورت هذه الشركات في ظل النظام الرأسمالي، حتى أصبحت الأداة الرئيسية له.⁽¹⁾ وقد تمكنت الشركات المساهمة من تمويل الثورة الصناعية، وذلك لما تتميز به من تجزئة رأس المال إلى أجزاء ذات قيم ضئيلة، مكنت صغار المدخرين من الإسهام فيها، ويضاف إلى ذلك المسؤولية المحدودة للمساهمين بقدر مساهمتهم في رأس مال الشركة، وقابلية الأسهم

(1) الحناوي والعبد، بورصة الأوراق...، مرجع سابق، ص318.

للتداول.⁽²⁾ هذه الأمور جعلت من الشركات المساهمة فرصة استثمارية لأصحاب الفوائض المالية، وفي ذات الوقت شكلت قنوات جيدة لتعبئة الموارد المالية اللازمة للمشاريع الكبيرة التي تعجز الإمكانات الفردية عن توفيرها. ومنذ ذلك الوقت درجت الشركات والمؤسسات المختلفة وحتى الدول على استخدام هذا الأسلوب على مدى عقود طويلة، إلا أنه وفي بداية الثمانينيات ولظروف سياسية واقتصادية ظهر توجه كبير لاستخدام هذا الأسلوب التمويلي - وخصوصاً ما يعرف بتصكيك الديون - وقد ساهمت عوامل ومتغيرات عدة على التوجه بهذا الاتجاه.

وللتعرف على هذه المتغيرات وأنماط التمويل التي كانت سائدة قبل ذلك، نستعرض

الحقب الزمنية التالية وأبرز مميزاتهما فيما يلي:

- المدة ما بعد الحرب العالمية الثانية وحتى أواخر الستينات⁽³⁾

كانت المساعدات الإنمائية الرسمية هي النمط السائد في هذه الفترة، وكانت تليها من حيث الأهمية الاستثمارات المباشرة التي كانت مركزة بشكل كبير في البلاد النامية في أمريكا اللاتينية، ولم تكن البنوك التجارية في البلاد الصناعية تلعب دوراً يذكر في هذا المجال.

- المدة ما بين بداية السبعينات وحتى بداية الثمانينات

حدث تغير في أنماط التمويل الدولي في الفترة ما بين عام (1973) وحتى تاريخ تفجر أزمة المديونية الخارجية العالمية سنة (1982)؛ فقد اقترن ارتفاع أسعار البترول بنمو ضخم في حجم السيولة وخصوصاً في بلاد الفوائض البترولية التي لم تكن في وضع يمكنها من استيعاب هذه الفوائض واستثمارها داخلياً، كما أنها لم تفلح في استثمارها خارجياً بشكل مباشر وذلك

(1) فرعون، هشام، القانون التجاري البري، ج1، حلب-سوريا، جامعة حلب، 1985، ص 183-184.

(2) رضوان، أبو زيد، شركات المساهمة والقطاع العام، مصر، دار الفكر العربي، 1983، ص 11-12.

(3) الهندي: عدنان، الواقع المصرفي الدولي والعربي ومبررات التوريق، في، التوريق كأداة مالية حديثة، اتحاد المصارف العربية، بيروت-لبنان، 1995، ص 15.

لانعدام الخبرة والمؤسسات التي يمكن أن تقوم بذلك، مما أدى إلى تدفق هذه الفوائض إلى البنوك

التجارية الدولية العملاقة في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا الغربية.⁽¹⁾

ومع هذا الحجم الكبير من السيولة سعت هذه البنوك للبحث عن منافذ استثمارية، ولم

تكن هناك فرصة أفضل من البلاد النامية التي كانت في أمس الحاجة إلى تمويل خارجي بسبب

أوضاعها الخارجية السيئة من جراء ارتفاع أسعار الطاقة المستوردة وتدهور معدلات التبادل،

مما دفع البنوك التجارية إلى حلبة تمويل البلدان النامية.⁽²⁾

وظهرت حينذاك القروض المجمعّة^(*) (Syndicated Loans) التي استطاعت استقطاب

عدد ضخم من البنوك التجارية التي لم يكن لها تجربة سابقة في الإقراض الدولي. وأيضاً مما

ساعد على نمو القروض المصرفية للدول النامية انتشار ظاهرة بنوك الأفشور^(♦) (Off-Shore)

(1) الهندي، الواقع المصرفي ...، في التوريق...، مرجع سابق، ص 15-16.

(2) Hung: Tran Q, **The Securitization of International Finance**, in, **The Handbook of International Investing**, Ed. Carl, Beidleman, Probus Publishing Company. Chicago Illinois. 1987. PP. 200-202./

Jonas: Kathryn L. & Sladkus, Mark H, **Trends in International Equity Markets, 1975-1986**, in, **the Handbook of International Investing**, ed. Carl, Beidleman, Probus Publishing Company Chicago, Illinois, 1987, P. 134.

(*) يقصد بالقروض المجمعّة: قيام مجموعة من البنوك بتقديم قرض أو عدد من القروض لمدين أو مجموعة من المدينين على أن يقوم بنك قائد أو عدد محدود من البنوك العملاقة بدور القيادة في تجميع القروض وإدارتها. غوشة، نافذ خالد، موسوعة مصطلحات مصرفية اقتصادية مالية تجارية والأمور المرتبطة

بها، (د.ن)، ط1، 2001، ص 304، للمزيد حول هذا الموضوع انظر:

McDonald, Robert P., **International Syndicated-Loans**, Euromoney Publications, London, 1982.

(♦) يقصد ببنوك الأفشور أو ما يعرف بـ (الوحدات المصرفية الخارجية) تلك البنوك المسموح لها بتقديم الخدمات المصرفية كافة داخل البلد المفتوح فيه هذه البنوك، ما عدا فتح حسابات للأفراد المقيمين داخل هذه الدولة، ويمكن أن يستثنى من هذا الحظر التعامل مع مؤسسات محلية تبعاً لأهميتها لاقتصاد الدولة، وهذه البنوك تتعامل بمبالغ كبيرة قد لا يكون بمقدور البنوك التجارية التعامل معها.

حشاد، عبد المعطي محمد، المصطلحات المصرفية، بيروت- لبنان، دار الكتب الحديثة، 2005، ص 21./ انظر أيضاً:

Hamilton, Adrian, **The Financial Revolution**, Free Press, NY, 1986, P. 249

Bank) التي استطاعت أن تقدم قروضاً طويلة الأجل دون احترام النسب التي تقضي بها التقاليد المصرفية السليمة.⁽¹⁾

فقد بلغت نسبة القروض المصرفية في هذه الفترة (65%) من مصادر التمويل الدولي مقابل حوالي (35%) للمساعدات الإنمائية. في حين كانت تشكل القروض المصرفية ما نسبته (25%) مقابل (75%) من مصادر التمويل الدولي للبلاد النامية.⁽²⁾

- عقد الثمانينات:

ظهرت الاستثمارات المباشرة كنمط للتمويل الدولي مع تفجر أزمة المديونية الخارجية على أثر إعلان المكسيك توقفها عن الدفع في العام (1982)، وقد كان لهذه الأزمة تأثيرها البالغ على مختلف الصعد، فالأثر المباشر تمثل في انكماش القروض المصرفية المقدمة من البنوك الأمريكية، بل وأصبحت هذه القروض ذات مشروطية عالية، كما عملت هذه الأزمة على تغيير هيكل المقرضين والمقترضين الدوليين معاً، فبعد أن كانت البنوك الأمريكية من الجهات عارضة التمويل أصبحت طالبة للتمويل، وبرزت إلى ساحة الإقراض الدولي جهات مثل بعض دول أوروبا الغربية واليابان، واتجهت هذه الأخيرة نحو تقديم القروض من خلال الأوراق المالية (Debt Securitization).⁽³⁾

أيضاً أثرت هذه الأزمة على نوعية أصول تلك المصارف وعلى تقييمها الائتماني فقد حصل بنك أمريكي وحيد على درجة (AAA) من قبل وكالتي التصنيف العالميتين S & P

(1) عثمان، التوريق المصرفي...، مرجع سابق، ص 5-6.

(2) الهندي، الواقع المصرفي... في، التوريق...، مرجع سابق، ص 16.

(3) Hung, **The Securitization ...**, in, **the Handbook...**, Op. Cit. PP. 200-202./

الهندي، الواقع المصرفي...، في، التوريق...، مرجع سابق، ص 17.

Moody وهي أعلى درجات التقييم، وفي حين حصلت تسعة بنوك على هذه الدرجة في العام 1980.⁽¹⁾

هذه الانعكاسات نأت بالمؤسسات والشركات وحتى الحكومات عن القروض المصرفية المباشرة، وجعلتها تتوجه نحو الأسواق المالية الدولية حيث تستطيع أن تحصل على الأموال اللازمة بشروطها هي، لا بشروط المؤسسات المصرفية التقليدية.

ولم تسلم من المساعدات الإنمائية الرسمية من تبعات هذه الأزمة، حيث أصبحت تخضع هذه المساعدات -في الغالب- لاشتراطية جديدة لم تكن من قبل، فأصبح الاتفاق مع صندوق النقد الدولي شرطاً ضرورياً للحصول على موارد مالية جديدة أو حتى إعادة جدولة الديون القائمة. وظهر أيضاً ما يسمى بقروض "التصحيات الهيكلية" وهي قروض استحدثها البنك الدولي وهي مشروطة بالتزام المدين بإجراء "التصحيات الهيكلية"، وبهذا أصبحت المساعدات الرسمية خاضعة لشروط عدة قد لا تتفق مع التوجهات أو الأيديولوجيات السائدة، وحتى إذا انفقت فالشكوك تدور حول جدوى هذه الإصلاحات وآثارها العكسية.⁽²⁾ مما أدى إلى العزوف عن هذا النوع من التمويل والالتفات إلى الاستثمارات الأجنبية المباشرة وذلك لما لها من مميزات لا تتوافر في مصادر التمويل الأخرى، ومن هذه المزايا:

1. أنها تمويل غير منشئ للمديونية، حيث لا تتولد عنها التزامات تعاقدية مثل التي تنشأ عن القروض.

2. أنها تتمتع بقدر كبير من المرونة، إذ تتغير الأرباح المتحولة ارتفاعاً وانخفاضاً تبعاً للرواج والكساد، ومن ثم فهي لا تلقي عبئاً على ميزان المدفوعات.

⁽¹⁾ Hung, *The Securitization, in, the Handbook...., Op. Cit. PP. 200-202,*

⁽²⁾ بشير، محمد شريف، *صندوق النقد الدولي: أهدافه وسياساته، الحالة السودانية*، إسلام آباد، معهد الدراسات السياسية، ط1، 1995، ص 13.

3. قد يترافق مع الاستثمارات المباشرة مستوى ما من مستويات نقل التكنولوجيا مما يشكل

ميزة أخرى لهذه الاستثمارات.

ولكن بالرغم من المزايا المذكورة إلا أن كثير من الدراسات أشارت إلى أن الآثار

المرجوة من هذه الاستثمارات لم تؤت أكلها، بل على العكس من ذلك فقد أدت إلى نهب موارد

الدول النامية وتكريس تبعية هذه الدول للدول المتقدمة.⁽¹⁾

- أواخر عقد الثمانينات:

تعزز مع نهاية عقد الثمانينات نمط التمويل من خلال الأوراق المالية؛ أي التصكيك.

وشهدت تلك الفترة ثورة حقيقية أنتجت تغييرات جذرية في وسائل وأدوات انتقال الأموال من

وحدات الفائض إلى وحدات العجز، كما شهدت أيضاً حرية تدفق رؤوس الأموال عبر الحدود

القطرية والقومية وعبر القارات دون حواجز أو موانع (Deregulation)، وقد تمثل ذلك بصفة

رئيسية في إزالة السقوف على أسعار الفائدة، وتخفيض الضرائب على العمليات المصرفية

والمالية، والسماح للمصارف والمؤسسات المالية بتقديم الخدمات المتنوعة التي تخرج عن

تخصصها التقليدي.⁽²⁾

وترافقت موجة التحرير هذه مع ظاهرة أخرى وهي عولمة الأسواق النقدية والمالية

(Globalization)، حيث أخذت هذه الأسواق بالتكامل الإقليمي والدولي وأصبحت بمثابة ساحة

واحدة لنشاط رأس المال.

(1) العاني: أسامة، مستقبل الاقتصاد العربي في ظل الشركات متعددة الجنسية، شؤون عربية، عدد8، 2001،

ص147. انظر أيضاً: تانزر، مايكل وآخرون، من الاقتصاد القومي إلى الاقتصاد الكوني، ترجمة:

عفيف الرزاز، لبنان، مؤسسة الأبحاث العربية، ط1، 1981، ص208.

(2) Mason, Terry B. **Deregulation of World Capital Markets**, in, **the Handbook of International Investing**, ed, Carl, Beidleman, Probus Publishing Company, Chicago, Illinois, 1987, PP 162-166./

ونظراً لتنوع طبيعة المؤسسات المالية العاملة في أسواق التمويل الدولي فقد زادت الإبداعات المالية التي تتمثل في التبدل الكبير في الأدوات المالية والمصرفية باتجاه ظهور تشكيلة متنوعة من السندات والأسهم التي تأخذ من صفات حقوق الملكية والمديونية، بالإضافة إلى ظهور أدوات مالية تستند إلى التعاملات المستقبلية (المستقبليات (Futures)).⁽¹⁾

أما بالنسبة لنشأة التصكيك على صعيد التمويل القطري فيشير بعض الكتاب⁽²⁾ إلى أن بدايات عمليات التصكيك كانت في الولايات المتحدة الأمريكية في السبعينات، حيث ارتبط هذا النوع من التمويل بشكل أساسي بالرهن العقاري، فعندما اشتدت أزمة الإسكان في الولايات المتحدة وعجزت مؤسسات الأوراق المالية عن الوفاء باحتياجات السوق من القروض العقارية تم التنسيق مع مؤسسة (Freddie Mac)، وهي سوق للرهن العقاري، وتقوم هذه المؤسسة بتجميع الرهون العقارية التي تشتريها ثم تصدر سندات مقابلها مع ضمان هذه السندات.

ونظراً لأن مؤسسة (Freddie Mac) لم تكن لتصدر أوراقاً مالية تقل مدتها عن (30) سنة، لذا فإن الأوراق المالية الجديدة لم يكن من الممكن إصدارها لمدة تقل عن المدة ذاتها، الأمر الذي جعل عدد المستثمرين محدوداً، وذلك لأنهم يفضلون أوراقاً لفترات زمنية أقل.

مما دعا إلى ابتكار آخر في التصكيك ألا وهو الرهون ذات الضمانات الإضافية التي تقوم فكرتها على جعل وعاء الرهون سلسلة من التدفقات النقدية السنوية مع تقسيمها إلى شرائح

النشاشيبي، حكمت شريف، التنمية المصرفية العربية وعالم التمويل التنموي الجديد، بيروت-لبنان، اتحاد المصارف العربية، 1994، ص 53-54.

(1) البنك العربي، النشرة التحليلية، الأدوات والوسائل المالية الحديثة، عدد 1، 1987، ص 11-14.

(2) الحجازي، عبيد، التوريق ومدى أهميتها في ظل قانون الرهن العقاري، القاهرة-مصر، دار النهضة العربية، ط2، 2001، ص 3-7.

مستقلة بمجموعة من تواريخ الاستحقاق تتراوح من سنة إلى ثلاثين سنة، وحدثت تطورات قانونية بعد ذلك جعلت من نظام التصكيك نظاماً متعدد الشرائح.⁽¹⁾

وبعد ذلك امتد نظام التصكيك ليشمل قروضاً بأنواع مختلفة غير الرهونات العقارية.

المطلب الثالث: أنواع التصكيك والأدوات التي تنشأ عنه

سبقت الإشارة في معرض الحديث عن تعريف التصكيك إلى أنه ينطوي على جانبين وهما: تصكيك الملكية وتصكيك المديونية، والتي ينشأ عن كل منهما مجموعة من الأدوات المالية المتنوعة والتي سنأتي على توضيحها فيما يلي:

أولاً: تصكيك الملكية والأدوات التي تنشأ عنه:

ينصرف مفهوم تصكيك الملكية إلى تقسيم رأس مال المشروع المزمع إقامته أو توسيعه إلى أجزاء متماثلة يُعبّر عنها بصكوك أو أسهم أو سندات قابلة للتداول، وبذلك يكون حائز هذا الصك شريكاً في ملكية هذا المشروع (الأصول) ويترتب له حقوق الشريك كاملة، وتكون مسؤوليته محدودة بقيمة مساهمته في رأس المال.

وينتج عن تصكيك الملكية أدوات مالية كالأسهم وحصص التأسيس ووحدات صناديق الاستثمار، نصلها على النحو الآتي:

1. الأسهم:

تتصرف كلمة السهم في معناها إلى:⁽²⁾

⁽¹⁾ Francis, **Investments**...., Op. Cit. PP 27-28.

⁽²⁾ الخياط، عبدالعزيز. الشركات في الشريعة الإسلامية والقانون الوضعي، عمان-الأردن، وزارة الأوقاف والشؤون والمقدسات الإسلامية، ج 2، ط1، 1998م، ص98.

1. معنى حصة الشريك في شركة الأموال مقابل حصة الشريك في شركات الأشخاص.

2. معنى الصك الذي يُعطى للشريك إثباتاً لحقه.

وقد أوجدت الهندسة الماليّة أنواعاً متعددة من الأسهم، بحيث تلائم حاجات ورغبات كل

من الممولين والتموليين معاً، ومن هذه الأنواع ما نبينه فيما يأتي:

- من حيث الحقوق التي تُعطى لصاحبها فهي تنقسم إلى قسمين وهما:

1. **الأسهم العادية:** وهي التي تتساوى في قيمتها، وتخول للمساهمين حقوقاً متساوية فيما

يتعلق بالأرباح والتصويت في الجمعية العمومية وكافة الحقوق المترتبة على تلك

الأسهم.⁽¹⁾

2. **الأسهم الممتازة:** وهي أسهم تختص بمزايا لا تتمتع بها الأسهم العادية،⁽²⁾ وهي أسهم

تلتجأ إليها الشركات عند رغبتها في زيادة رأس مالها، أو تمويل مشروعاتها الجديدة، أو

لمواجهة بعض الصعوبات المالية، ومن الامتيازات التي تُمنح لحملة هذا النوع من

الأسهم:⁽¹⁾

- أن تُعطى بعض الأسهم حق الأولوية في الحصول على الأرباح.

- أن يكون الامتياز بتقدير فائدة سنوية ثابتة لبعض الأسهم توزع على أصحابها سواء

ربحت الشركة أم لم تربح.

- أن يكون الامتياز بأن يُمنح بعض أصحاب هذه الأسهم حق استرجاع قيمة الأسهم

بأكملها عند تسوية الشركة وقبل إجراء القسمة بين الشركاء.

(1) طه، مصطفى كمال، وبنديق، وائل أنور، أصول القانون التجاري، الإسكندرية-مصر، دار الفكر الجامعي،

ص394 / الفقي، محمد السيد، مبادئ القانون التجاري، بيروت-لبنان، منشورات الحلبي الحقوقية،

2002م، ص295.

(2) ناصيف، إلياس، موسوعة الشركات التجارية، ج 3، (دن)، ط2، 1995، ص 83.

- أن يكون الامتياز بمنح بعض الأسهم أكثر من صوت في الجمعية العمومية.
- أن يكون الامتياز بإعطاء المساهمين القدامى الأولوية في الاكتتاب في الأسهم الجديدة.

- من حيث الشكل تقسم إلى:

1. الأسهم الاسمية:

تلك التي تثبت ملكيتها للمساهم أو للمساهمين وذلك بالقيود في دفاتر الشركة ويتم إدراج اسم أو أسماء المساهمين على السهم نفسه، وهذا النوع من الأسهم ذو مزايا تتلخص في أنه يضمن للمساهم تأمينه من خطري ضياع السهم أو سرقة، حيث سيكون حقه مثبتاً في دفاتر الشركة.

2. الأسهم لأمر:

يحمل هذا السهم اسم المساهم ويتضمن أيضاً شرط الأمر، وبالتالي يمكن تظهيره (٥) ويعتبر المظهر له الأخير هو صاحب الحق في السهم تجاه الشركة. (2)

3. السهم لحامله:

وهو السهم الذي لا يحمل اسم حامله، ويعتبر حامل السهم هو المالك في نظر الشركة، ويتعرض هذا النوع من الأسهم لمخاطر الضياع أو السرقة. (3)

(1) الخياط، الشركات...، ج2، مرجع سابق، ص222-223.

(٥) يقصد بالتظهير بيان يدون على الورقة فتنقل بموجبه من شخص إلى آخر يدعى "المظهر له" ويدعى الذي قام بالتظهير بـ "المظهر". حول ذلك انظر: فرعون، هشام، القانون التجاري البري، ج 2، حلب-سوريا، جامعة حلب، 1985، ص 39.

(2) طه، مصطفى كمال، القانون التجاري، الدار الجامعية، 1991م، ص418.

(3) طه، القانون التجاري، مرجع سابق، ص329-330.

- من حيث إرجاعها إلى صاحبها أو عدم إرجاعها تقسم إلى:

1. أسهم رأس المال: وهي -الأصل في إصدار الأسهم، ويقصد بها تلك التي لم تُستهلك قيمتها، ويقصد بالاستهلاك هنا أن تُرد قيمة الأسهم إلى المساهم قبل انقضاء الشركة.⁽¹⁾

2. أسهم التمتع: وهي الأسهم التي استُهلكت قيمتها، ويكون الاستهلاك بطرق متعددة منها: أن تشتري الشركة جزءاً من الأسهم، أو تسحبها من التداول في كل سنة بطريق القرعة، وتدفع قيمتها لأصحابها من الأرباح، ويحصل المساهم الذي استُهلكت أسهمه على قيمة السهم الاسمية ويُعطى بدل ذلك سهم يسمى سهم تمتع يخوله حقاً في أرباح الشركة أقل من الحق المقرر لسهم رأس المال، كما يمنحه حق التصويت في الجمعية العمومية.⁽²⁾

ومن الجدير بالذكر أن هذه الأسهم قابلة للتداول كأسهم رأس المال وتمنح حاملها امتيازات الأسهم المتداولة ما عدا الفائدة والربح الثابت المعين في نظام الشركة والحصول على مبلغ السهم الاسمي عند حل أو تصفية الشركة.⁽³⁾

- من حيث الحصة التي يدفعها الشريك فتقسم إلى:⁽⁴⁾

-
- (1) طه وبنديق، أصول القانون التجاري، مرجع سابق، ص 391 / الخياط، الشركات...، ج2، مرجع سابق، ص131.
- (2) فرعون، هشام، القانون التجاري البري، حلب-سوريا، جامعة حلب، ج2، 1985م، ص 305 / طه وبنديق، أصول القانون التجاري، مرجع سابق، ص393.
- (3) الفقي، مبادئ القانون التجاري، مرجع سابق، ص298.
- (4) القضاة، سالم وآخرون، مبادئ القانون التجاري، عمان-الأردن، دار صفاء، ط(1)، 2000، ص 152-153، / طه، القانون التجاري، مرجع سابق، ص410/فرعون، القانون التجاري ...، ج 1، مرجع سابق، ص 307، 312.

- **أسهم نقدية:** وهي الأسهم التي تمثل حصصاً نقدية في رأس مال الشركة المساهمة؛ أي يقدم المساهم حصته نقوداً.

- **أسهم عينية:** وتمثل هذه الأسهم مقدمات عينية تقوم بالنقد، ومن هذه المقدمات حقوق الامتياز والاختراع، والمعرفة الفنية، والأموال المنقولة.

والجدير بالذكر أن هناك أنواعاً من الأسهم تتعارض مع أحكام الشركات الإسلامية سببها لاحقاً عند الحديث عن التصكيك الإسلامي.

خصائص الأسهم:

تتميز الأسهم بعدد من الخصائص التي تميّزها عن غيرها من الأدوات المالية، والتي تتلخص فيما يلي:

1. الأسهم ذات قيمة متساوية، والتساوي في قيمة الأسهم مبناه الحرص على المساواة بين المساهمين في الأرباح والحق في التصويت وتوزيع موجودات الشركة وفائض التصفية بعد حل الشركة.⁽¹⁾ ولكن قد يرد في بعض القوانين استثناء على مبدأ تساوي الأسهم في القيمة فتجيز إصدار أسهم ذات أفضلية محددة وتسمى الأسهم الممتازة كما بينا سابقاً.
2. السهم غير قابل للتجزئة، فهو يحتفظ بوحده مع إمكانية تعدد ملكيه.⁽²⁾
3. قابلية السهم للتداول، وتعدّ هذه الخاصية ركيزة أساسية تقوم عليها شركة المساهمة، وهو ما يميزها عن شركات الأشخاص.⁽³⁾

(1) الفقي، مبادئ القانون التجاري، مرجع سابق، ص 295.

(2) طه وبنديق، أصول القانون التجاري، مرجع سابق، ص 391.

(3) محرز، أحمد، القانون التجاري، ج 1، (د.ن)، 1986م، ص 632/ عالية، سمير، أصول القانون التجاري، بيروت-لبنان، المؤسسة الجامعية للدراسات، ط2، 1996، ص 283.

4. مسؤولية المساهم محدودة بقيمة ما يملكه من أسهم، فلا يسأل عن ديون الشركة إلا بقدر ما

وضعه من مال.⁽¹⁾

قيم الأسهم:⁽²⁾

وقد يكون للسهم الواحد قيم مختلفة، وهذه القيم هي:

1. القيمة الاسمية: وهي القيم المثبتة في وثيقة السهم.
2. القيمة الحقيقية للسهم: وهذه القيمة قد تكون مساوية أو مختلفة عن القيمة الاسمية للسهم، وذلك يتوقف على المركز المالي للشركة، فإذا ارتفعت قيمة موجوداتها وانخفضت قيمة ديونها انعكس ذلك على القيمة الحقيقية مسبباً ارتفاعاً فيها، والعكس صحيح.
3. القيمة السوقية للسهم: وهي سعر تداول (بيع/شراء) السهم في السوق المالي، وتتأثر هذه القيمة بعوامل كثيرة منها مركز الشركة المالي وسمعتها والعرض والطلب والمضاربات والوضع الاقتصادي للدولة ... الخ.
4. قيمة الإصدار: تلجأ بعض الشركات إلى إصدار الأسهم بأقل من قيمتها الاسمية، وبذلك بقصد زيادة رأس المال، فترغب المساهمين بأن تعطيتهم أسهماً قيمتها الاسمية أعلى من قيمة الإصدار، ويتقاضى أرباحاً كالأسهم المصدرة بقيمتها الاسمية، وهذا يعني أن الذي اشترى سهماً بقيمة الإصدار يتساوى مع غيره من المساهمين، مما يجعل الأسهم من هذا النوع غير جائزة شرعاً؛ لأن حاملها استحق ربحاً زائداً دون مال أو عمل أو ضمان منه،⁽³⁾ والتي تعد أساساً لاستحقاق الربح.

(1) أنطاكي، رزق الله والسباعي، نهاد، الوسيط في الحقوق التجارية البرية، ج2، 1964م، ص453-454.

(2) الشنطي، أيمن وشقر، عامر، مبادئ القانون التجاري، عمان-الأردن، دار البداية، ط1، 2005، ص 226-227.

(3) الخياط، الشركات...، ج 2، مرجع سابق، ص 213.

الحقوق الملازمة للسهم:

يخول السهم صاحبه الحقوق الملازمة له وهي: حق البقاء في الشركة، والحق في نصيب من الأرباح، وحق اقتسام موجودات الشركة عند حلها، وحق التصويت بالجمعيات العمومية، وحق رفع دعوى المسؤولية على المديرين بسبب أخطائهم في الإدارة، وحق التنازل عن السهم.⁽¹⁾

2. حصص التأسيس:

تعرف حصص التأسيس بأنها صكوك تمنحها الشركة في الأصل لأشخاص أو هيئات معينة، فتخولهم الحق في الحصول على نصيب من أرباح الشركة دون مقابل مالي، وذلك نظير خدمات قاموا بها عند تأسيس الشركة.⁽²⁾

خصائص حصص التأسيس:

تتميز حصص التأسيس بعدد من الخصائص، من أهمها:

1. أنها لا تدخل في تكوين رأس المال، وهي في ذلك تختلف عن السهم ولكنها تحصل كالسهم على نصيب من الأرباح.⁽³⁾
2. أنها لا تخول صاحبها الحق في التدخل في إدارة الشركة على خلاف السهم.⁽⁴⁾
3. أنها ليست لها قيمة اسمية تصدر بها، ولكن يحدد نصيبها في الأرباح.⁽⁵⁾

(1) ناصيف، موسوعة الشركات ...، مرجع سابق، ص 85-89/رضوان، شركات المساهمة ...، مرجع سابق، ص 109-110.

(2) البارودي، علي، القانون التجاري، الإسكندرية-مصر، منشأة المعارف، 1986م، ص 286.

(3) طه، القانون التجاري، مرجع سابق، ص 441.

(4) البارودي، القانون التجاري، مرجع سابق، ص 287.

(5) طه، القانون التجاري، مرجع سابق، ص 441.

المركز القانوني لأصحاب حصص التأسيس:

يكتنف مركز صاحب حصة التأسيس بعض الغموض، فهو لا يمكن اعتباره شريكاً لأنه لم يقدّم حصة في رأس المال ولا دائماً لأنه يشترك في الأرباح ولا يحصل على فائدة ثابتة، فاختلف فقهاء القانون في ذلك، فقال البعض أنه دائن، وقال البعض الآخر أنه شريك، وفريق ثالث يرى أنه شريك دائن في نفس الوقت، وقال آخرون أنه في مركز خاص.⁽¹⁾ وأياً كان الخلاف حول ذلك، فإن للشريعة الإسلامية موقفاً من مثل هذه الأدوات، حيث تعتبر هذه الأدوات مخالفة لأحكام الشركات الإسلامية، وسوف نأتي على تفصيل ذلك في الفصل القادم.

3. وحدات صناديق الاستثمار:

تعد صناديق الاستثمار من الأدوات الاستثمارية الحديثة المتطورة في الأسواق الدولية، وتعرف صناديق الاستثمار بأنها: "كيانات مالية تعمل على تجميع مدخرات الراغبين في الاستثمار في الأوراق المالية في وعاء واحد واستثمارها في شراء وبيع الأوراق المالية المختلفة"⁽²⁾. وتمثل الأوراق المالية الصادرة عن هذه الصناديق ملكية حاملي هذه الأوراق لمحتويات الصناديق الاستثمارية.

(1) البارودي، القانون التجاري، مرجع سابق، ص 288، 289/ناصيف، إلياس، الكامل في قانون التجارة، ج2،

بيروت-لبنان، منشورات بحر المتوسط ومنشورات عويدات، ط1، 1982، ص 274-275.

(2) عوض الله: صفوت عبدالسلام، صناديق الاستثمار: دراسة وتحليل من منظور اقتصادي وإسلامي، بحوث

المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية، مج2، ص778/

Laderman, Jeffrey M. Business Week's Guide to Mutual Funds, McGraw-Hill Inc., NY-USA, 1992, P.5.

ويتميز الاستثمار بهذه الصناديق بعدة مزايا تتمثل في الاستفادة من خبرات الإدارة المختلفة، وتخفيض درجة المخاطرة نتيجة التنوع، وتوفير قدر من المرونة للمستثمرين وتزويدهم بخدمات متنوعة.⁽¹⁾

أنواع صناديق الاستثمار:

عادة ما تصدر شركات الاستثمار عدداً من الصناديق المتنوعة بحيث تلائم جمهور عريض من أصحاب الفوائض المالية، ويمكن تصنيف تلك الصناديق على أسس مختلفة، فمن حيث تشكيلة الأوراق المالية المكونة لها تنقسم إلى صناديق الأسهم أو صناديق السندات أو صناديق الأسهم الممتازة أو غيرها من الأدوات المالية،⁽²⁾ ومن حيث هدف الصندوق والذي عادة ما يحدد بطريقة تلائم فئة معينة من المستثمرين فهي أيضاً على أنواع، من أهمها:

1. **صناديق النمو:**⁽³⁾ وهي تناسب المستثمرين الراغبين بتحقيق عائد مرتفع مع مستوى

مقبول من المخاطر، حيث تتكون هذه الصناديق من أسهم الشركات التي لا تصفى خلال فترة قصيرة ويتوقع لها النمو في المستقبل وتحقيق زيادة في قيمة الاستثمار المبدئي.

2. **صناديق الاستثمار ذات الإيراد:**⁽⁴⁾ وتركز هذه الصناديق في استثماراتها على السندات

ذات الإيراد الدوري.

(1) القرني: محمد علي، صناديق الاستثمار الإسلامية، في، التطبيقات الاقتصادية الإسلامية المعاصرة، تحرير عثمان بابكر، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، ط1، 2005م، ص409-410/ هندي، منير إبراهيم، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، الإسكندرية-مصر، منشأة المعارف بالإسكندرية، 1999، ص 41-45.

(2) الفطافطة، حسن، صناديق الاستثمار في الدول العربية، (د.ن)، 2001، ص 41-44.

(3) حنفي، عبدالغفار، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، 2000م، ص428/.

American Institute for Economic Research, Investment Companies and Funds, Economic Education Bulletin, Vol. XXXVII, No. 10. USA-Great Barrington, 1985, P 10.

(4) الفطافطة، صناديق الاستثمار ...، مرجع سابق، ص 44.

3. **صناديق الاستثمار ذات رأس المال المخاطر:**⁽¹⁾ وتتكون استثمارات هذه الصناديق من

الأسهم المحتمل أن تحقق أعلى معدل نمو، وقد يتحقق ذلك أو لا يتحقق، وتتطوي هذه

الصناديق على مخاطرة كبيرة لذلك يلجأ مدراء مثل هذه الصناديق إلى تتبع الظروف

الاقتصادية وإعادة النظر في مكونات المحفظة بصورة منتظمة.

كما يمكن تصنيف صناديق الاستثمار بحسب إمكانية تداول الوثائق التي تصدرها إلى

نوعين رئيسيين هما:

1. **صناديق الاستثمار ذات النهاية المغلقة:**⁽²⁾ وهي الصناديق التي تصدر عدداً ثابتاً من

الوحدات (الأدوات المالية)، ولا يجوز لمالكي هذه الوحدات استرداد قيمتها من الصندوق،

ولا تلتزم هذه الصناديق بإعادة شراء الوثائق المصدرة، لذلك إذا ما رغب حملة هذه

الوحدات بالتخلص منها فليس أمامهم إلا عرضها في السوق المالية.

2. **صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة:**⁽³⁾ وهي الصناديق التي لا تحدد حجم الأموال

المستثمرة فيها فيجوز لها إصدار وبيع المزيد من وحدات الصناديق، كما أن إدارة هذه

الصناديق تكون مستعدة لبيع وشراء ما أصدرته من وحدات إذا ما رغب حاملوها

بالتخلص منها.

(1) قاسم، منى، صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين، القاهرة-مصر، الدار المصرية اللبنانية، ط1، 1995، ص 52.

(2) هندي، منير إبراهيم، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، الإسكندرية-مصر، منشأة المعارف، 1997م، ص 328، 239. / الحناوي والعبد، بورصة الأوراق ...، مرجع سابق، ص 214-215.

(3) عوض الله، صناديق الاستثمار...، في، بحوث ...، مرجع سابق، ص 789 / هندي، إدارة الأسواق...، مرجع سابق، ص 113. / الحناوي والعبد، بورصة الأوراق ...، مرجع سابق، ص 210.

ثانياً. تصكيك المديونية والأدوات التي تنشأ عنه:

تعتبر الأصول (الديون) المولدة للدخل الركن الأساسي الذي تقوم عليه عملية تصكيك الديون، وتعتبر هذه الأصول قابلة للتصكيك لما تتميز به من تدفقات نقدية يمكن التنبؤ بها.⁽¹⁾ ولكن ليست كل الديون تعتبر أساساً جيداً لعمليات التصكيك، لهذا يجب أن تتسم -هذه الديون- بعدة سمات تجعلها فرصة استثمارية ملائمة، ومن هذه السمات:⁽²⁾

1. التمتع بسجل تاريخي جيد يشهد بالانتظام في السداد، مما يتطلب تحليل محفظة الديون للدائن الأصلي، وتحديد المدينين الذين يقومون بالوفاء بالتزامهم لدى الدائن الأصلي بانتظام.

2. تحقق دخل مستمر ومنتظم للديون طوال فترة البرنامج ولذا يجب تحليل حركة الديون منذ نشأتها، ومعدّل السداد المعجل، وكذلك التأخير في السداد إن وجد لكل منها.

ومن الأمثلة على هذه الأصول بطاقات الائتمان وقروض السيارات وقروض البواخر والقروض البحرية والقروض الاستهلاكية وإجارة السيارات أو الشاحنات أو الحاسبات بالإضافة إلى القروض التجارية.⁽³⁾

وتقوم عملية تصكيك الديون على عدة أركان يمكن توضيحها في النقاط التالية:⁽¹⁾ أولاً: وجود علاقة دائنية أصلية، حيث لن تكون هناك عملية تصكيك إذا لم توجد علاقة بين دائن ومدين كالعلاقة بين البنك المقرض وبين الأفراد أو الشركات أو الحكومة المقترضة.

(1) Smallman, Joseph D. & Selby, Michael, J. P. **Asset-Backed Securitization**

في، التوريق كأداة مالية حديثة، اتحاد المصارف العربية، بيروت-لبنان، 1995، ص 138.
(2) عبدالله: خالد أمين، **الخلفية العلمية والعملية للتوريق**، في، التوريق كأداة مالية حديثة، اتحاد المصارف العربية، بيروت-لبنان، 1995م، ص 51.

(3) Stonham, Paul, **Global Stock Market Reforms**, Gower, England, 1987, P.32. / Hamilton, **The Financial ...**, Op. Cit., P.64.

ثانياً: رغبة الدائن في التخلص من سندات الدين التي تحت يده وتحويلها إلى جهة أخرى. ويلجأ

الدائن إلى ذلك في حالات منها:

1. تعرض الدائن إلى مخاطر الائتمان، وهي مخاطر يتعرض لها الدائن إذا تقاعس المدين عن

الوفاء، أو في حالة إعساره أو إشهار إفلاسه، وقد لا تسعفه الضمانات التي قدمها المدين

في التنفيذ عليها واستيفاء دينه، مما قد يدفع الدائن إلى إعدام هذه الديون^(*)، فضلاً عما

تتحمله ميزانية البنك من مخصصات مالية^(*) لمواجهة مثل هذه الديون المتعثرة.

2. قد يكون الدائن بحاجة إلى سيولة نقدية لمواجهة عمليات اقتراض جديدة أو الوفاء بالتزامات

مالية تجاه الغير.

3. رغبة الدائن في زيادة رأس ماله، ويتسنى له ذلك من عدة طرق منها:

أ. أن يلجأ إلى الاقتراض من مؤسسات مالية أخرى، وفي ذلك إقبال لكاهل البنك بأعباء

القروض مما يؤدي بالتالي إلى تقليل الجدارة الائتمانية (Credit Worthiness) لهذا

البنك.

ب. قد يلجأ البنك لزيادة رأس ماله إلى تصكيك ديونه، وذلك عن طريق بيع ديونه المتعثرة

أو ذات المخاطر العالية، ففي هذه الحالة يقوم البنك ببيع سندات بسعر أقل لدائن آخر

(1) الحجازي، التوريق، مرجع سابق، ص 11 وما بعدها.

(*) ويقصد بالديون المعدومة Bad Debts تلك الديون التي حلت استحقاقاتها واستحال تحصيلها كلياً أو جزئياً، وبعد أن

نفذت كل مساعي البنك الودية مع العميل المتعثر لمحاولة سداد الدين. حشاد، المصطلحات المصرفية، مرجع

سابق، ص 125/ العلق، بشير عباس، المعجم الشامل لمصطلحات العلوم الإدارية والمحاسبية والتمويل

والمصارف، ليبيا، دار الجماهيرية للنشر، ط1، 1996، ص 58.

(*) ويقصد بالمخصصات المالية هنا مخصصات الديون المعدومة (Provision for Loan Losses) ويكون هذا

المخصص بالقيود على مصروفات البنك، وهو لمواجهة الخسائر المحتملة للقروض والسلفيات والتسهيلات الائتمانية

المقدمة للعملاء الذين توقفوا عن الدفع لأي سبب من الأسباب. حشاد، المصطلحات المصرفية، مرجع سابق، ص

يحل محله مقابل هامش ربح يتمثل في الفرق بين قيمة الدين الأصلي وقيمة شرائه من

الدائن، وفي هذه الحالة يسمى البنك (الدائن الأول) بالبنك المنشئ (Originator).

ثالثاً: قيام جهة متخصصة بإصدار سندات جديدة قابلة للتداول في أسواق الأوراق المالية.

والمقصود بالجهة المتخصصة هنا مؤسسة تنشأ خصيصاً لتلقي سندات الدين الأصلية

عن طريق شرائها من الدائن المنشئ (Originator) لتحل محله كدائن في مواجهة المدين

الأصلي، وتسمى هذه المؤسسة "المنشأة ذات الغرض الخاص" (SPV)، وإذا لم يكن مثل هذه

المؤسسة قائماً بذاته فإن البنك يقوم بإنشائها، ويجب أن تكون ذات ميزانية وذمة مالية مستقلتين،

حيث يعتبر وجود مثل هذه المؤسسات شرطاً ضرورياً لعمليات التصكيك، وإن كان شرطاً غير

كاف.

ومن الأمثلة على هذه المؤسسات القائمة بذاتها في الولايات المتحدة الأمريكية:

- هيئة الرهون الوطنية الحكومية (Government National Mortgage Association)

((GNMA)) والمعروفة بـ (Ginne Mae).

- مؤسسة رهن قروض المنازل الاتحادية (Federal Home Loan Mortgage

(FHLMC Corporation)).

- هيئة الرهون الوطنية الاتحادية (Federal National Mortgage Association)

((FNMA)) والمعروفة بـ (Finne Mae).

ويتسنى لمثل هذه المنشآت الحصول على التمويل اللازم لشراء هذه السندات من خلال

عدة طرق منها⁽¹⁾:

(1) عبدالله، الخلفية العلمية...، في، التوريق...، مرجع سابق، ص51-52/ عبدالخالق، سعيد، "توريق الحقوق المالية، 2005. على الموقع الإلكتروني، <http://www.tashreaat.com/view.studies> / الحجازي، التوريق...، مرجع سابق، ص21.

1. القروض التجارية:

أي أن تلجأ المنشأة (SPV) إلى القروض التجارية البسيطة مع مراعاة تزامن جدول السداد الخاص بالديون محل التصكيك مع التزامات الدفع للمقرضين، حيث تتوافق ترتيبات سداد أصل القرض وفوائده مع تلقي تسديدات الديون التي تم تصكيكها بحيث تستخدم حسيمة تسديدات الديون محل التصكيك في سداد التزامات القرض التجاري.

2. إصدار سندات دين:

حيث تقوم هذه المنشأة بإصدار سندات بقيمة تعادل قيمة ديون التصكيك، وتستند إلى قوة تلك الديون وما يتوفر لها من ضمانات بحيث تستخدم حسيمة الاكتتاب في هذه السندات في شراء تلك الديون، ويراعى أيضاً توافق تواريخ استحقاق السندات وعوائدها مع تواريخ استحقاق أقساط الديون وفوائدها.

رابعاً: تعزيز الائتمان (Credit Enhancement)

يعتبر تعزيز الائتمان من أهم عناصر عملية التصكيك، حيث لا بد أن تستند الديون محل التصكيك إلى تعزيزات إضافية يمكن من خلالها تقليل المخاطر وزيادة جاذبيتها للمستثمرين، وتختلف هذه التعزيزات باختلاف صفقات التصكيك وأنواع الأصول المستندة إليها. ولا بد من الإشارة إلى أن وجود الأشكال المختلفة للضمانات في صفقة التصكيك تتيح للأصول محل التصكيك الحصول على درجات تقييم ائتماني أعلى، مما يزيد جاذبيتها للمستثمرين.⁽¹⁾

ومن أشكال هذه التعزيزات:

أ. حق المستثمرين في الرجوع على البنك (Recourse to Seller):⁽²⁾

(1) Cowan, Cameron., Hearing on Protecting Homeowners: Preventing Abusive Lending While Preserving Access to Credit.2003 from the website: <http://financialserives.house.gov/media>.

(2) عثمان، التوريق المصرفي...، مرجع سابق، ص90.

حيث تسمح هذه الصورة برجوع المستثمرين على بائع سندات المديونية -البنك المنشئ-، وذلك بإعادة السندات المعدومة الموجودة لدى المنشأة ذات الغرض الخاص (SPV) وذلك في حالة عدم كفاية العائد الذي تدره سندات الدين الأصلية المباعة له في الوفاء بمستحقات المستثمرين الدورية.

ب. الاحتياطي (Reserve):⁽¹⁾

ويقصد به الاحتياطي النقدي الذي يودعه البنك المنشئ لدى أمين ليضمن تغطية الخسائر المتوقعة من عملية التصكيك.

ج. الضمانات الإضافية Over-Collateralization:⁽²⁾

في هذه الصورة يعزز البنك المنشئ للتصكيك الأصول الضامنة للوفاء بديون المستثمرين للاحتياط ضد التذبذبات الموسمية للتدفقات النقدية، وأيضاً ضد مخاطر الائتمان.

وتتخذ هذه الضمانات الإضافية أحد الأساليب التالية:⁽³⁾

- قيام البنك المنشئ بإقراض أحد أو بعض عملائه بسعر فائدة مرتفع والاتفاق على تخصيص نسبة من القيمة المضافة من التدفقات النقدية الزائدة بسبب رفع سعر الفائدة لتغطية أية خسائر محتملة في صفقة التصكيك ويطلق على هذه الصورة اصطلاح "القرض من أجل استغلال القيمة الزائدة (LTV) (Loan To Value).

- فتح البنك المنشئ للتصكيك لحساب بنكي بفائدة مرتفعة على أن تخصص عوائد هذه الفوائد لصالح المنشأة (SPV)، وذلك في حالة تحقق أي خسائر أو تأخر في تدفق

(1) Lederman, Jess (edit), **The Handbook of asset-backed Securities**, Institute of finance, NY-USA, 1990, P.11.

(2) Smallman & Selby. **Asset – Baked...** Op. Cit., P.147.

(3) جودة، صلاح، **توريق الديون**، دن، 2003، ص 38، عثمان، **التوريق المصرفي...**، مرجع سابق، ص 92، 93 / الحجازي، **التوريق...**، مرجع سابق، ص 23.

السيولة من سندات المديونية، ويطلق على هذا النوع من الحسابات "حساب هامش الفوائد (Spread account)، وتجرى الممارسة على تغطية هذا الحساب لخسائر الديون المتأخرة في الوفاء وخسائر تحولها لديون معدومة.

د. الوعاء التأميني الشامل **Pool Insurance**:⁽¹⁾

يستخدم هذا الأسلوب -في الغالب- في عمليات التصكك للأصول المستندة للرهن العقاري، حيث تقدم شركات تأمين متخصصة للبنك المنشئ بوليصة تأمين شاملة بنسبة (100%) من حجم الإصدار العام، ويغطي هذا الأسلوب حالات الخسائر وليس حالات التأخر في السداد.

هـ. خطاب الضمان أو سند الكفالة (**Letter of Credit or Surety Bond**):

يتم تعزيز الائتمان بخطاب ضمان تدفع قيمته عند أول مطالبة من المستفيد، أو بسند كفالة من منشأة يشترط أن تكون ذات مستوى ائتماني ممتاز ومتخصصة في ذلك، مثل شركات تأمين الضمان المالي من المرتبة الممتازة (AAA) (Triple-A)، وهذا النوع من الضمانات هو الأقل شيوعاً وذلك لكلفته العالية.⁽²⁾

خامساً: وجود مستثمر

المستثمر هو ذلك الشخص الذي يشتري السندات الجديدة، ثم يقوم بتحصيل فوائدها في المواعيد المستحقة. وقد يكون المستثمر شخصية حقيقية كأفراد يرغبون بالاستثمار في هذه

(1) Gaitskell: Bruce, What Securitisation Can Mean for A Commercial Bank.

في، التوريق كأداة مالية حديثة، اتحاد المصارف العربية، بيروت-لبنان، 1995، ص 166.

(2) Fabozzi, Frank J. & Modigliani, Franco, Mortgage and Mortgage-Backed Securities Markets, Harvard Business School Press, Boston-USA, 1992, P. 160.

السندات، أو أن تكون شخصية معنوية كما هو الحال في صناديق التأمينات والمعاشات أو البنوك أو صناديق الاستثمار أو المؤسسات المالية الاستثمارية أو شركات التأمين.⁽¹⁾

الأدوات الناشئة عن تصكيك المديونية:

السندات:

وهي وثائق ذات قيمة اسمية واحدة قابلة للتداول وغير قابلة للتجزئة تعطى للمكتتبين لقاء المبالغ التي أقرضوها للشركة قرصاً طويلاً الأجل.⁽²⁾

خصائص السندات:

لإسناد القرض خصائص تميّزها عن الأسهم، هذه الخصائص هي:

1. يمثل السند صك مديونية على الشركة في حين يمثل السهم جزء من رأس مالها، وحامل السند دائن ويترتب له سائر الآثار القانونية الخاصة بهذه الصفة.
2. يستوفي حامل السند فائدة ثابتة يحصل عليها سواء حققت الشركة أرباحاً أم لم تحقق، وهو يحصل عليها قبل توزيع الأرباح ولا شأن له بالخسائر.⁽³⁾
3. يتقدم حملة أسناد القرض على حملة الأسهم في استيفاء قيمة أسنادهم من أموال الشركة عند تصفيتها.⁽⁴⁾

(1) جودة، توريق الديون...، مرجع سابق، ص 43.

(2) أنطاكي والسباعي، الوسيط...، مرجع سابق، ص 468.

(3) الناهي، صلاح الدين، المدخل في القانون التجاري، دمشق-سوريا، الاتحاد البريدي العربي، كلية البريد العربي، 1983، ص 72 / البارودي، القانون التجاري، مرجع سابق، ص 291 / فرعون، القانون التجاري...، ج 1، مرجع سابق، ص 317.

(4) أنطاكي والسباعي، الوسيط...، مرجع سابق، ص 469.

4. لا يشترك حملة الأسناد في الهيئات العامة للمساهمين ولا يكون لقراراتها أي تأثير بالنسبة لهم،⁽¹⁾ كما أنه ليس لهم أن يشتركوا في إدارة الشركة.

5. يكون السند قابلاً للتداول كالأسهم، وهو إما أن يكون سنداً اسماً تنتقل ملكيته بطريق القيد في سجلات الشركة، أو سنداً لحامله تنتقل ملكيته بطريق التسليم، أو سنداً للأمر تنتقل ملكيته بطريق التظهير.⁽²⁾

6. السندات قرض جماعي فالشركة تتعاقد مع مجموع المقرضين، فالقرض مبلغ إجمالي مقسم إلى أجزاء متساوية من السندات.⁽³⁾

7. أن القرض الذي يمثله السند يكون عادة لمدة طويلة تتراوح بين خمس سنوات وعشرين سنة.⁽⁴⁾

أنواع السندات:

تتقسم السندات من حيث العائد الذي يُقدّم لحاملها إلى عدة أنواع، نلخصها في الآتي:

1. **السند المستحق الوفاء بعلاوة إصدار:**⁽⁵⁾ تمنح الشركات المكتتبين أحياناً بعض الفوائد ترغيباً لهم على الاكتتاب، من ذلك أن تصدر أسناد قرض بمبلغ معين ولكنها تبيعها للمكتتب بسعر أقل، فالفرق بين قيمة السند والقيمة المستوفاة من المكتتبين يسمى بعلاوة الإصدار.

2. **السند ذو النصيب:**⁽⁶⁾ يصدر هذا النوع من الأسناد بقيمة اسمية وحقيقية واحدة، أي تستوفي الشركة من المكتتب القيمة المعينة في السند وتحدد له فائدة ثابتة ويكون له تاريخ

(1) ناصيف، الكامل في...، مرجع سابق، ص 262. / أنطاكي والسباعي، الوسيط...، مرجع سابق، ص 469.

(2) طه، القانون التجاري، مرجع سابق، ص 431.

(3) البارودي، القانون التجاري، مرجع سابق، ص 291 / الخياط، الشركات...، ج2، مرجع سابق، ص 103.

(4) طه، القانون التجاري، مرجع سابق، ص 431.

(5) أنطاكي والسباعي، الوسيط...، مرجع سابق، ص 471 / البارودي، القانون التجاري، مرجع سابق، ص 293.

(6) طه، القانون التجاري، مرجع سابق، ص 238.

استحقاق معيّن، ولكن الشركة تجري في كل عام قرعة لإخراج عدد من هذه الأسناد من التداول واستهلاكها، أي تعتبرها مستحقة الأداء ويدفع لأصحابها عدا عن قيمتها الاسمية مكافئة مالية تكون عادة كبيرة القيمة.

3. السند الصادر بسعر الإصدار والمستحق الوفاء في ميعاد معين:⁽¹⁾ قيمة هذا السند

والقيمة المدفوعة منه واحدة، ويستحق الوفاء بتاريخ معين ويُعطى صاحبه فائدة ثابتة.

4. السندات المضمونة:⁽²⁾ يعتبر حامل هذا السند دائناً للشركة وتكون جميع موجودات

الشركة رهناً له حتى استيفاء دينه.

5. السندات القابلة للتحويل إلى أسهم:⁽³⁾ قد تعرض الشركة على أصحاب السندات تحويل

سنداتهم إلى أسهم لتتخلص من ديونها، فينقلب حملة السندات من دائنين للشركة إلى مساهمين فيها.

وهذه السندات التي تمثل ديوناً على مصدرها يمكن أن تكون أصولاً قابلة للتصكيك من

خلال تجميع الديون المتشابهة والمتجانسة وتقسيمها إلى أجزاء متساوية وإصدار صكوك جديدة

تعبّر عنها، ومن ثم بيعها إلى مستثمرين جدد (أي حملة الصكوك)، ومن الأمثلة على هذه

الأصول (الديون) القابلة للتصكيك:

1. الرهون العقارية السكنية:⁽¹⁾ يمكن تصكيك الرهون العقارية السكنية وذلك من خلال إصدار

أوراق مالية قابلة للتداول، تمثل هذه الرهونات، وتسمى الأوراق الناتجة عنها Mortgage

.Backed Securities (MBS)

(1) أنطاكي والسباعي، الوسيط...، مرجع سابق، ص472.

(2) أنطاكي والسباعي، الوسيط...، مرجع سابق، ص473.

(3) طه، القانون التجاري، مرجع سابق، ص439 / البارودي، القانون التجاري، مرجع سابق، ص296./

Heri, Erwin & Rossi Vanessa. **International Financial Market Investment**. John Wily & Sons, Chichester. 1994, P 51.

2. **سندات المديونية** ويقصد بهذه الأصول الذمم المدينة الناتجة عن نشاطات تجارية أو بطاقات

الائتمان أو غيرها، وتسمى الأوراق الناتجة عنها **Assess-Backed Securities (ABS)**.

حيث تستطيع المؤسسات المالية -كالبنوك مثلاً- التي تقدم القروض أو بطاقات الائتمان

أن تحوّل هذه القروض إلى صكوك قابلة للتداول، وذلك ببيع هذه الديون إلى شركات متخصصة

(SPV)، حيث تقوم الأخيرة بشراء هذه الديون على شكل مجمّعات متجانسة ومن ثم تقوم

بتصكيكها، أي إصدار صكوك بقيمة الأصول وبيعها لجمهور المستثمرين.⁽²⁾

⁽¹⁾ Christy, George A. & Clendenin, John C. **Introduction to Investments**, McGraw-Hill Book Company, New York, 7th ed. 1978, P. 650./ Francis, **Investments...**, Op. Cit. PP 27-28.

⁽²⁾ Wikipedia (encyclopedia). "Securitization", 2005.

<http://en.wikipedia.org/wiki/securitization/> The Bond Market Securitization, **Types of Bond**, P.1 <http://www.investinginbonds.com/Learnmore.asp>,2005.

المبحث الثاني

طرق التصكيك التقليدي والأنشطة المرافقة له

المطلب الأول: طرق التصكيك التقليدي

تتضمن عملية التصكيك نقلاً للأصول محل التصكيك من البنك المنشئ إلى المنشأة ذات الغرض الخاص (SPV)، وتتخذ عملية النقل هذه أطراً قانونية متعددة تشكل كل واحدة منها أسلوباً من أساليب التصكيك، وهذه الأساليب هي استبدال الدين والتنازل والمشاركة الفرعية.

أولاً: استبدال الدين (Novation)

يعتبر استبدال الدين أحد الأطر القانونية التي يمكن من خلالها استبدال الحقوق والالتزامات الأصلية بأخرى جديدة، حيث يتم وفقاً لهذا الأسلوب تغيير الدائن بحيث تحل المنشأة ذات الغرض الخاص (SPV) (المصدر للصكوك) محل الدائن الأصلي وهو البنك المنشئ (Originator)، ويترتب على هذا الأمر انقضاء الالتزام الأصلي على عاتق المدين بتوابعه ونشوء التزام جديد مكانه، ولا ينتقل إلى الالتزام الجديد التأمينات التي تكفل تنفيذ الالتزام الأصلي إلا بنص القانون، كما لا تنتقل التأمينات التي تقدم من الغير كالكفالة العينية أو الشخصية أو التضامن إلا برضى الكفلاء والمدينين المتضامين.⁽¹⁾

(1) سفر: أحمد، التوريق وأسواق المال مع الإشارة إلى التجربة اللبنانية، في، موسوعة التوريق بحوث في التوريق وإدارة الموجودات والمطلوبات والرهنونات العقارية، اتحاد المصارف العربية، بيروت-لبنان، 2002م، ص 101 / عثمان، التوريق المصرفي...، مرجع سابق، ص 119-126.

ويشترط عند تطبيق هذا الأسلوب الحصول على موافقة جميع الأطراف ذات الصلة بالقرض على إمكانية تحويله كلياً أو جزئياً إلى أوراق مالية.⁽¹⁾

ويشكل هذا الشرط عقبة أساسية في تطبيق هذا الأسلوب، حيث يعتمد تنظيم عملية التصكيك -في معظم الأحيان- على حشد ديون قروض مجمعة (Syndicated Loans) وهو ما يتطلب تراضي عدد كبير من المدينين مع الدائن الأصلي والدائن الجديد، أو حشد عدة بنوك منشئة للتوريق تشترك معاً لإقراض مدين واحد على أن تتم صفقة القرض في عقد واحد بحيث يتحتم تراضي كافة البنوك المشتركة في القرض مع المدين والمصدر على تجديد دين القرض، الأمر الذي أثار صعوبات بالغة أمام تطبيق هذا الأسلوب، وتجب الإشارة إلى أن تطبيق هذا الأسلوب قد يختلف في بعض التفاصيل وذلك حسب القوانين والأنظمة السائدة.

ثانياً: التنازل أو الحوالة (Assignment)

ويقصد به التنازل عن الموجودات لصالح الدائنين، وهذا الأسلوب شائع الاستخدام في تصكيك الذمم الناشئة عن بيع السيارات، وفي عقود الإيجار والشراء، ففي عقدي الإيجار والشراء يواصل المستأجر دفع الأقساط إلى الممول الأصلي، الذي يقوم بدوره إما بتحويلها إلى مشتري الذمم المدينة أو تسديدها ضمن سلسلة من الحوالات متفق عليها عند التعاقد على التصكيك.⁽²⁾

وإذا ما قرر أطراف عملية التصكيك استخدام هذا الأسلوب فلا بد من مراعاة الأمور

التالية:⁽³⁾

(1) عبد الخالق، توريق الحقوق المالية، مرجع سابق، ص5.

(2) عبدالله، الخلفية العلمية...، في، التوريق ...، مرجع سابق، ص45.

(3) عثمان، التوريق المصرفي...، مرجع سابق، ص106-110.

1. التأكد من عدم وجود أية وثائق ذات صلة بالأصول موضوع النقل تتضمن اشتراطات تحظر حوالتها.

2. أن تكون هذه الأصول قابلة للتحويل وفقاً للأنظمة القانونية المطبقة عليها.

3. التأكد من أهمية اشتراط موافقة المدين على الحوالة، فإذا كانت الأنظمة تشترط موافقة المدين فلا تعد الحوالة نافذة إلا بموافقة.

4. ينتقل الحق المحوّل للمحال إليه بجميع ضماناته والكفالة والامتياز والرهن، إلا إذا اشترط الكفلاء غير ذلك، وهو أمر تجب مراعاته عند إبرام صفقة التصكيك.

5. في حال وجود سندات مديونية أو أي ضمانات أخرى لها ذات سعر فائدة متغير فإنه يتعين الاتفاق على حد أدنى لسعر الفائدة لا يجوز النزول عنه؛ وذلك لضمان الوفاء بالفوائد والمصروفات للمستثمرين والمصدر.

ثالثاً: المشاركة الفرعية (Sub-Participation)

يوجد هذا الأسلوب علاقة ما بين البنك المنشئ وبنك آخر يسمى البنك المشارك (Participant Bank)، حيث يقوم الأخير بتقديم مبلغ من المال للبنك المنشئ مقابل سندات المديونية، على أن يسترد البنك المشارك أمواله وفوائدها فقط عندما يحين موعد الوفاء بمبلغ مناظر يشمل أصل المبلغ المقدم من البنك المشارك وفوائده من المدين، حيث يسلم المدين للبنك المنشئ ذلك المبلغ وفوائده فيقوم البنك بدوره بالوفاء للبنك المشارك.⁽¹⁾

ولا يتحمل بائع الدين بعدها أي مسؤولية فيما لو عجز المدين عن التسديد مما يستوجب

التأكد من الجدارة والأهلية الائتمانية للمدين.

(1) عبدالله، الخلفية العلمية...، في، التوريق...، مرجع سابق، ص53.

أيضاً مما يؤخذ على هذا الأسلوب عدم وجود علاقة تعاقدية فيما بين البنك المشارك والمدين على العكس من الأسلوبين السابقين، ويترتب على هذا: (1)

1. أن البنك المشارك لا يستطيع رفع دعوى لمطالبة المدين بالوفاء بقيمة المبلغ المدفوع للبنك المنشئ وفوائده وذلك في حالة التأخر في الوفاء، وما عليه في هذه الحالة إلا الاعتماد على البنك المنشئ لرفع هذه الدعوى.

2. يتحمل البنك المشارك خطراً ائتمانياً في حالة إفلاس البنك المنشئ، ففي حالة تصفية أمواله فإن الأموال المستردة من المدين لن تخصص للوفاء بدين البنك المشارك وإنما تخصص للوفاء بديون كتلة الدائنين بشكل عام.

ولكن يستطيع البنك المشارك حماية نفسه من خلال الحصول على ضمانات عقارية أو حقوق إدارة الدين كوصي عليها. (2)

البيع الحقيقي للأصول (True Sale): (1)

من القضايا الهامة التي قد تثور في عمليات التصكيك عملية نقل الأصول من البنك المنشئ إلى المصدر، وبما أن آلية التصكيك استحدثت أصلاً لعزل الأصول محل التصكيك عن خطري الإعسار والإفلاس للبنك المنشئ، فلا بد من أن تتم عملية نقل الأصول هذه من خلال ما يسمى بالبيع الحقيقي.

ويقصد بالبيع الحقيقي ذلك الذي يترتب عليه انتقال محل البيع من ذمة شخص لذمة شخص آخر خلافاً لما يسمى بالبيع المحاسبي الذي يقصد به البيع الذي لا تنتقل فيه سندات المديونية نقلاً حقيقياً من مالكةا لمشتريها، وإنما يكون النقل عبر دفاتر الشركات فقط.

(1) عثمان، التوريق المصرفي...، مرجع سابق، ص 128-130.

(2) عبدالله، الخلفية العلمية...، في التوريق...، مرجع سابق، ص 53.

وهناك عدد من الشروط الواجب توافرها حتى يعد بيع سندات المديونية حقيقياً: (2)

1. أن تكون أغلبية أسهم المنشأة ذات الغرض الخاص (SPV) مملوكة لشخص مستقل (غير

البنك المنشئ).

2. هيمنة هذا الغير على إدارة المنشأة (SPV).

3. تعرض هذا الغير للمخاطر والمزايا الجوهرية الناجمة عن ملكية سندات المديونية أو

غيرها من الأصول.

كما أنه هناك جملة من المعايير التي يمكن أن نميز من خلالها بين البيع الحقيقي وما

يسمى بالقرض المضمون، ويقصد به القرض الذي تأخذه (SPV) من البنك المنشئ لإتمام عملية

التصكيك. ومن هذه المعايير: (3)

1. مستوى رجوع المصدر على البنك المنشئ لاستيفاء حقوقه، فكلما زاد هذا الرجوع ابتعدت

الصفقة عن جوهر البيع الحقيقي.

2. حق البنك المنشئ في الاسترداد: إذا نص في الاتفاق ما بين البنك المنشئ والمنشأة

(SPV) على أن يقدم الأول رهناً رسمياً على بعض ممتلكاته العقارية بضمان

الأصول، ونص في اتفاق التصكيك على حق البنك في استرداد جزء من السندات

المضمونة أو إعادة شرائه للسندات المتأخر سدادها فإن ذلك يجعل الاتفاق أقرب

لكونه قرضاً مضموناً والعكس صحيح.

(1) عثمان، التوريق المصرفي...، مرجع سابق، ص 189.

(2) عثمان، التوريق المصرفي...، مرجع سابق، ص 189.

(3) Giddy: Ian, *Asset-Backed Securities: Legal and Regulatory Issues*, 2000, from the website:

<http://pages.stern.nyu.edu/igiddy/ABS.2000>.

3. الحق في الفوائد: إذا كان للبنك المنشئ الحق في المتحصلات الفائضة غير المتفق عليها

من عوائد السندات فإن ذلك لا يعد بيعاً حقيقياً وإنما قرضاً مضموناً.

4. نيّة أطراف صفقة التصكيك: إذا كان أطراف الصفقة يقصدون البيع الحقيقي فلا بد من

إظهار ذلك في نصوص الاتفاق.

5. اختلاط المتحصلات بأموال البنك المنشئ: إذا كان البنك المنشئ هو المسؤول عن إدارة

محفظة الأصول، ففي هذه الحالة يدفع المدينون للبنك الذي يحصل هذه العوائد، وحتى

تتضمن الصفقة بيعاً حقيقياً للأصول فلا بد من عزل هذه الأموال كوديعة لحين إعادتها

للمنشأة (SPV) كي لا تختلط بأموال البنك.

المطلب الثاني: بعض الأنشطة المرافقة لعمليات التصكيك

1. دعم عمليات الاكتتاب (Underwriting):⁽¹⁾

تقوم المنشأة ذات الغرض الخاص بعدد من النشاطات من أجل دعم عملية الاكتتاب

بالصكوك المصدرة، ومن هذه الأنشطة التخطيط لبرامج الترويج للاكتتاب، والتقييم الواقعي لقيمة

هذه الأصول، والسعر الرسمي للأوراق المنوي طرحها للاكتتاب، وإعداد الدراسة اللازمة

للوصل لصادفي التدفقات النقدية المطلوبة لتغطية الوفاء للمستثمر بعد إتمام عمليات الاكتتاب

بنجاح.

ويستخدم لضمان اكتمال الاكتتاب أحياناً تقديم أسهم ممتازة لبعض كبار المكتتبين أو

سندات دين متوسطة الأجل أو أصول ضامنة لمجمعات قروض أو غيرها من الأساليب التي

تراها المنشأة مناسبة.

وقد يرتبط تقليدياً بمرحلة دعم عمليات الاكتتاب عملية يطلق عليها الإيداع والتخصيص، والمقصود بذلك إيداع البنك المنشئ مبلغاً نقدياً كافياً لديه أو لدى بنك آخر وسيط وتخصيصه كضمان للمكتتبين في حالة تعثر دفع فوائد الأوراق المالية في المواعيد المحددة.

2. التصنيف (Rating):

يعد التصنيف أحد أهم الأمور الواجب توافرها لإتمام عملية التصكيك بشكل سليم، إذ يتعين قبل البدء في إجراءات التصكيك التعرف على الجدارة الائتمانية لأطراف هذه العملية (البنك المنشئ، والمصدر، والمدين).

وتضطلع وكالات متخصصة في التصنيف (Rating Agencies) بهذه المهمة، كما

تقدم هذه الوكالات رأياً في أمور كثيرة وضرورية لإتمام هذه الصفقة⁽²⁾، نذكر منها:

1. التقديرات الدقيقة حول تقييم الدعم الائتماني والمخاطر الائتمانية لمحفظة الأوراق المالية للبنك المنشئ والمصدر.
2. إمكانية وفاء المصدر بأصل الدين والفوائد كاملين في تواريخ الاستحقاق للمستثمرين خلال فترة سريان ضمانات الأصول.
3. جدارة المنشأة ذات الغرض الخاص في دعم عمليات الاكتتاب.
4. دراسة الجوانب القانونية للصفقة وملائمة هيكل التنظيم المعتمد لإتمام الصفقة.
5. الكفاءة الائتمانية للمدين وتاريخ الديون متأخرة السداد.
6. الأداء التاريخي لمقبوضات السند والتوقعات المحتملة لأزمات التضخم والركود.

(1) عثمان، التوريق المصرفي ...، مرجع سابق، ص 58-92.

(2) عثمان، التوريق المصرفي ...، مرجع سابق، ص 69-72 / الحجازي، التوريق ...، مرجع سابق، ص 36-

ويعول المستثمرون كثيراً على تقييم وكالات التصنيف، إذ تمدهم بالمعلومات الصحيحة والكافية عن المصدرين وكفاءتهم بما يمكنهم من تفضيل مصدر على آخر بشكل بسيط وسريع ليصبح تمويل صفقة التصكيك أيسر وأقل تكلفة.

ومن أشهر وكالات التصنيف هذه شركة ستاندرد آند بورز (S & P) و (Moody) ويُعبّر عن الجدارة الائتمانية برموز تبدأ من درجة الائتمان الممتاز (AAA) (triple A)، وتنتهي بالتصنيف (C) الذي يشير إلى أدنى درجات التقييم.⁽¹⁾

ويبين الجدول التالي هذه الدرجات عند كل من الوكالتين S&P و Moody.

الجدول رقم (1) (*)

درجات تقييم الائتمان عند وكالتي التصنيف S&P و Moody

وكالة التقييم	
S & P	Moody
AAA	Aaa
AA+	Aa1
AA	Aa2
AA-	Aa3
A+	A1
A	A2
A-	A3
BBB+	Baa1
BBB	Baa2
BBB-	Baa3
BB+	Ba3
BB	Ba2
BB-	Ba3
B+	B1
B	B2
B-	B3
CCC+	Caa1
CCC	Caa2
CCC-	Caa3
CC	Ca
C	C

(1) عثمان، التوريق المصرفي...، مرجع سابق، ص70.

(*) هذا الجدول مأخوذ من: .Glen, The Financial... Op. Cit. P 109.

المبحث الثالث

أنماط التصكيك وأهميته ومزاياه ومخاطره

المطلب الأول: أنماط التصكيك

يمكن أن تتخذ عملية التصكيك أنماطاً متعددة، وذلك بالنظر إلى أطراف العملية والمراحل التي تمر بها، وهذه الأنماط تتلخص فيما يأتي:

1. هيكل الدين Debt Structure:

تمر عملية التصكيك في هذا النمط بمراحل عدة تبدأ عند قيام المؤسسة المنشئة ببيع الأصول للمنشأة ذات الغرض الخاص (SPV)، وتكون غالباً متفرعة عن الشركة المنشئة، والتي ستقوم بدورها برهن هذه الأصول إلى شركة استثمارية (أمين الاستثمار)، وفي غضون ذلك تقوم مؤسسات التقييم بتقويم الأصول محل التصكيك وإعطائها درجة استثمار، وهذا يشكل حجر الزاوية في عملية التصكيك بحيث يعتمد هذا التقييم على قوة الأصول محل التصكيك ومدى كفاءتها في تحقيق الأرباح، ومن ثم كلما كان بالإمكان تحصيل هذه الديون دونما مشاكلات حصلت على درجة تقييم أعلى، وبعد أن يتم رهن الأصول لدى أمين الاستثمار فإن المصدر سيقوم بإصدار صكوك أو سندات وبيعها لوكلاء أو متعهدين تغطية الإصدار ليتم بيعها للمستثمرين من أفراد ومؤسسات.⁽¹⁾

وهذا النمط لا يعدو عن كونه أسلوب اقتراض الأموال من خلال سندات (الصكوك المصدرة) مضمونة بالأصول محل التصكيك تسمى Asset Backed Securities لذلك فإن

(1) الملحم والكندري، عقد التمويل...، مرجع سابق، ص177، 179 / محي الدين، الأبعاد الاقتصادية...، في موسوعة التوريق...، مرجع سابق، ص43.

هذه الصكوك ستظهر في ميزانية المُصدر في جانب المطلوبات، والأصول الضامنة لها ستظهر في جانب الموجودات، وعليه فإن التدفقات النقدية المتحصلة من هذه الضمانات لا تتركس لصالح المستثمرين (حملة الصكوك) وإنما للمصدر.

2. التصكيك من خلال وسيط Pass-through Structure⁽¹⁾

ويسمى هذا النمط أيضاً صيغة التجاوز المعبري، وفقاً لهذه الصيغة تنتقل ملكية الموجودات (الأصول) من مصدرها إلى الشركة ذات الغرض الخاص SPV، التي ستقوم بدورها بإصدار شهادات لصالح المستفيدين في شكل أوراق مالية وبذلك فإن التدفقات النقدية من الفوائد أو العوائد وتسديدات الأصل من الموجودات المبيعة الأصلية تنتقل إلى حامل الأوراق المالية، وهذه الشهادات التي تمثل في حقيقة الأمر أسهماً عادية أو حصصاً ذات فوائد غير محددة تمثل أصولاً مندمجة في وعاء التصكيك، ومن ثم فإن الأصول محل التصكيك سوف يتم شطبها من ميزانية المؤسسة المنشئة.

وينتج عن استخدام هذا النمط من التصكيك أوراق مالية تسمى شهادات الباسترو Pass-through Certificates، فحاملو هذه الصكوك مشاركون في ملكية هذه الأصول وليسوا دائنين للمصدر.⁽²⁾

(1) اتحاد المصارف العربية، قضايا أساسية في عملية توريق الموجودات، في، موسوعة التوريق: بحوث في التوريق وإدارة الموجودات والمطلوبات والرهنات العقارية، اتحاد المصارف العربية، بيروت-لبنان، 2002، ص 52-53. / الملحم والكندي، عقد التمويل...، مرجع سابق، ص 180-181.

(2) Ayling: Ralph. Asset Securitization: Legal Risk Analysis, Foreign Legal Considerations, Asset Securitization: Malaysia's Untapped potential, Kuala Lumpur, Malaysia, 2001, Rating Agency Malaysia Berhard, P. 1./

اتحاد المصارف، قضايا أساسية...، في موسوعة التوريق...، مرجع سابق، ص 53.

3. شهادات البيثروز Pay-through-Structure: (1)

وهي أدوات مديونية تجمع بين خصائص شهادات الباستروز والأوراق المالية المسندة، فهي مضمونة بمجمع من الأصول، وتظهر في بنود ميزانية المصدر في جانب الديون، ولكن التدفقات النقدية للأصول الضامنة لها تتصرف لخدمة هذه السندات بطريقة مشابهة لما يحدث في الباسترو.

المطلب الثاني: أهمية التصكيك ومزاياه

أولاً: أهمية التصكيك

تشهد الأسواق المالية توجهاً متزايداً نحو عمليات التصكيك بأنواعها المختلفة، وتلقى هذه العملية قبولاً من كافة الأطراف المنخرطين فيها وذلك لما تحققه من منافع وفرص لم تكن متاحة من قبل، نذكر منها:

1. تساعد عملية التصكيك في تمويل التنمية الاقتصادية،⁽²⁾ وذلك من خلال توفير مصادر تمويل متعددة وبكلفة أقل، كما تتيح للحكومات تمويل مشاريع البنية التحتية بشكل أفضل، واستقطاب مصادر رأس المال من الأسواق الدولية بكلفة أقل.⁽³⁾

2. تعميق سوق رأس المال،⁽¹⁾ وذلك من خلال ضخ أدوات مالية متعددة ومتنوعة في هذا السوق مما سيكون له الأثر في تعميق السوق، بالإضافة إلى ما تتطلبه هذه العملية من وجود

(1) Ayling., *Asset Securitization...*, Op Cit., P. 1

اتحاد المصارف، قضايا أساسية...، في، موسوعة التوريق...، مرجع سابق، ص 53.
(2) ظبيان، معاوية هشام، *التوريق بين النظرية والتطبيق*، في، موسوعة التوريق بحوث في التوريق وإدارة الموجودات والمطلوبات والرهنات العقارية، اتحاد المصارف العربية، بيروت-لبنان، 2002م، ص 33.

(3) اتحاد المصارف، قضايا أساسية...، في، موسوعة التوريق...، اتحاد المصارف العربية، ص 49-50.

مؤسسات مالية ترفد هذه الصناعة بالمدخلات الأساسية لها مثل وكالات التصنيف المحلية وخدمات المحاسبة والمراجعة ووكالات السمسرة وبنوك الاستثمار مما سيعمل على زيادة عدد هذه المؤسسات وبالتالي تطوير الأسواق المالية.(2)

3. تفكيك الوساطة المالية التقليدية (المصرفية) وتقليص دورها كمصدر وحيد للتمويل،(3) مما يعمل على تخفيض تكاليف الحصول على الأموال نظراً للتخلص من تكاليف الوساطة، إضافة إلى وجود سوق تنافسية لتقديم مصادر متنوعة من التمويل.

4. تحسين ربحية المؤسسات المالية والشركات ومراكزها المالية، وذلك لأن عملية التوريق تعتبر بنود خارج الميزانية ولا تحتاج لتكلفة كبيرة في تمويلها وإدارتها.(4)

ثانياً: مزايا التصكيك

تلجأ المؤسسات المالية إلى التصكيك لما له من مزايا عديدة تفوق أساليب التمويل التقليدية، والتي سنعرض لها في النقاط الآتية:

1. **التصكيك مصدر تمويل بديل:** ذلك أنه يمنح وسائل نفاذ لأسواق رأس المال، وبتلك الوسائل سيكون من الممكن زيادة مصادر التمويل مع تقليل مخاطر الائتمان، فكثير من المستثمرين يفضلون شراء أوراق مالية عالية التقييم حتى من دون المعرفة التامة للأصول التي تمثلها.(5)

(1) ظبيان، التوريق...، في، موسوعة التوريق...، مرجع سابق، ص33.

(2) اتحاد المصارف، قضايا أساسية...، في، موسوعة التوريق...، مرجع سابق، ص49.

(3) صالح، فتح الرحمن علي، صناعة التوريق في سوق التمويل السوداني، في، موسوعة التوريق بحوث في التوريق وإدارة الموجودات والمطلوبات والرهونات العقارية، اتحاد المصارف العربية، بيروت-لبنان، 2002م، ص134./ Fobozzi & Modiglian, Mortgage..., Op Cit., PP. 319-320.

(4) فتح الرحمن، صناعة التوريق...، في، موسوعة التوريق...، مرجع سابق، ص134./الحجازي، التوريق...، مرجع سابق، ص 15.

(5) الملحم والكندري، عقود التمويل...، مرجع سابق، ص159/الحجازي، التوريق...، مرجع سابق، ص 36 /

Cowan. Hearing..., op.cit. P. 6.

2. التصكيك أكثر جاذبية من القرض التقليدي: ولعل ذلك يعود إلى أن الأصول محل التصكيك سوف تحصل على درجة تقييم أو استثمار أفضل من الأصول المملوكة بشكل مباشر للمؤسسة المنشئة، وبناء عليه فإن درجة التقييم العالية لهذه الأصول هي حجر الزاوية في تقليل نسبة الخطر الائتماني التي يواجهها المقرض، ومن ثم فإن نسبة الفائدة التي ستدفع في عملية التصكيك (المتتملة في العوائد التي ستدفع لحملة السندات أو الأسهم التي صدرت بشأن الأصول محل التصكيك) ستكون منخفضة بدرجة كبيرة إذا ما قورنت بالنسبة المفروضة على الأصول المملوكة للمؤسسة المنشئة في القرض التقليدي، مما يجعله غير جذاب كمصدر تمويل.⁽¹⁾

3. التصكيك أداة لتوزيع المخاطر وتخصيصها: حيث تتمكن المؤسسة المنشئة من تحويل مخاطر الائتمان المتعددة لعدة أصول إلى خطر ائتماني واحد، ومعنى ذلك أنه بدلاً من أن تكون المؤسسة المنشئة مطالبة بتحصيل دينها من مجموعة كبيرة من المدينين للحصول على السيولة النقدية المطلوبة فإن هذه السيولة يمكن الحصول عليها من مصدر واحد من خلال آلية التصكيك، حيث يتم تجميع هذه الأموال من مجموعة المكتتبين بالأوراق المالية (الصكوك)، وذلك بضمان تحصيل هذه الديون.⁽²⁾ وتتمتع هذه الأصول بمستوى منخفض من المخاطر لاستنادها إلى مجمع متنوع من القروض، بالإضافة إلى وجود عدد من الضمانات لتعزيز الائتمان.⁽³⁾

(1) الملحم والكندري، عقود التمويل...، مرجع سابق، ص160/ سفر، التوريق ...، في، موسوعة التوريق ...، مرجع سابق، ص 100.

(2) محي الدين، الأبعاد الاقتصادية...، في، موسوعة التوريق ...، مرجع سابق، ص 41 / الملحم والكندري، عقد التمويل...، مرجع سابق، ص160.

(3) Hamilton, *The Financial ...*, Op. Cit. P. 71 / Fabozzi and Modigliani, *Mortgage...*, Op. Cit. P318-319.

4. **التصكيك وسيلة لتحسين السيولة:** وذلك من خلال تحويل الأصول غير القابلة للتسييل أو قليلة السيولة إلى أوراق مالية قابلة للتسييل، الأمر الذي ينجم عنه تحسين السيولة في المحفظة الاستثمارية.⁽¹⁾

5. **التصكيك وسيلة لتحسين هيكل رأس المال:** حيث تستطيع المؤسسة المالية المنشئة وبخاصة البنوك من تحريك القروض من ميزانيتها العمومية، والتخلص من بند مخصص الديون المشكوك في تحصيلها، وشطب المسؤوليات الناجمة عنها، ويترتب على ذلك أثر قانوني بالغ الأهمية ألا وهو تحرير احتياطات رأس مال المؤسسة الضامنة لمخاطر عدم سداد قيم هذه الأصول والتي هي عبارة عن القروض الممنوحة للمستفيدين منها.⁽²⁾

6. **التصكيك مصدر جديد للدخل:** وذلك من خلال قيام المؤسسات المالية بإدارة الأصول محل التصكيك، أو تقديم أي نوع من الخدمات من خلال هذه العملية فتتقاضى رسوم مقابل هذه الخدمات.⁽³⁾

7. **التصكيك يحل مشكلة عدم المطابقة:**⁽⁴⁾ يعمل التصكيك على تجنب المؤسسة المنشئة مشكلة عدم مطابقة الاستحقاقات بين أصولها ومسؤولياتها الأمر الذي يعرض عملية المطابقة بين الأصول والمسؤوليات لخطر داهم وهو سعر الفائدة. والمقصود بعدم المطابقة Mismatching أن المؤسسات المانحة للائتمان تعتمد في تحقيق إيراداتها على الفرق بين سعر الفائدة على الأموال المودعة لديها وسعر الفائدة على الأموال المقترضة منها، إلا أن

(1) الحناوي والعبد، بورصة الأوراق...، مرجع سابق، ص 318 / Fabozzi and Modigliani, *Mortgage...*, Op. Cit. P319.

(2) ظبيان، التوريق...، في، موسوعة التوريق...، مرجع سابق، ص 34 / عثمان، التوريق المصرفي...، مرجع سابق، ص 37-41 / البنك العربي، النشرة التحليلية، التسنيدي، 1997م، ع1، ص9.

(3) الحجازي، التوريق...، مرجع سابق، ص35/ عثمان، التوريق المصرفي...، مرجع سابق، ص47-50.

(4) الملحم والكندري، عقد التمويل...، مرجع سابق، ص164-165 / محي الدين، الأبعاد الاقتصادية...، في، موسوعة التوريق...، مرجع سابق، ص44./ عثمان، التوريق المصرفي...، مرجع سابق، ص 41-

منح الائتمان هذا يجب أن يكون مقرونًا بحصول تطابق بين المدة الزمنية للأموال المودعة لدى هذه المؤسسات والمدة الزمنية للقروض الممنوحة.

فعملية التصكيك ستعمل على تجنب المؤسسة المنشئة قلق وجوب المطابقة، فأصول المؤسسة المنشئة قد تكون عبارة عن قروض طويلة الأجل، ومثالها القروض العقارية طويلة الأجل تصل إلى (20-30) سنة) المضمونة برهن عقاري بفائدة ثابتة، وقد يتم رفع سعر الفائدة لأي سبب، عندها ستقوم هذه المؤسسات وبخاصة البنوك بدفع الفائدة المرتفعة لاجتذاب المودعين، في حين تحصل على فائدة أقل نظير الأصول أعلاه، في مثل هذه الأحوال تتيح عملية التصكيك التخلص من هذه الأصول دون الخشية من وجوب المطابقة.

المطلب الثالث: مخاطر التصكيك (1)

إذا كان لعملية التصكيك كثير من المزايا، فإن هذه العملية تكتنفها أيضاً مخاطر لا يمكن تجاهلها، ولذلك ينبغي على الأطراف المتعددة أن تراعي هذه المخاطر كي لا تحدث ضرراً أكبر من نفعها، ومن هذه المخاطر:

1. تتطوي عملية التصكيك على التضحية بالأصول المدرة للأموال الجيدة وذلك في إطار بحث المؤسسات المالية عن أسواق مفضلة لتصكيك أصولها فتبيع الأصول ذات الجودة العالية وتبقى تلك الأقل جودة مما يشكل زيادة في معدل الخطر الائتماني لباقي المحفظة.
2. التصكيك يقلل من مراقبة درجة خطر الائتمان، ذلك أن المؤسسات المالية المانحة للائتمان وبخاصة البنوك تنتظر إلى الملاءة المالية على المدى القصير فقط دون الطويل معتمدة على أن القروض على المدى الطويل ستكون محلاً للتصكيك.

(1) الملحم والكندري، عقد التمويل...، مرجع سابق، ص168-171.

3. التصكيك يشكل عائقاً أمام مراقبة وتنفيذ السياسة النقدية، ذلك أن عملية التصكيك تعمل على تقليل اتساق وانسجام الأصول المالية والمسؤوليات للبنوك فتصبح مراقبة تنفيذ السياسة النقدية صعبة، يضاف إلى ذلك أن التصكيك سيكون من شأنه نقل مسؤوليات البنوك المتمثلة في تحصيل ديونها إلى كيانات قانونية أخرى (SPV) وهذه قد تكون شركات مساهمة أو حتى شركات أشخاص، الأمر الذي سينجم عنه عدم استطاعة البنوك المركزية مراقبة جدية تحصيل تلك الديون، ولذلك فإن التصكيك يعد عائقاً أو عقبة أمام مراقبة تنفيذ السياسة النقدية.

4. التصكيك إقرار بعدم جدوى الأصول في حال حصلت الأصول محل التصكيك على درجة تقييم منخفضة، وبالتالي عدم إقبال المستثمرين على الاكتتاب بالأسهم أو السندات المصدرة من هذا الوعاء، وذلك لعدم جدوى هذه الأصول ولشعور هؤلاء المستثمرين بعدم وجود الضمان الكافي، فإذا أخفقت المؤسسة المنشئة في الوصول إلى بيع حقيقي فإن ذلك يعد إقراراً بأن هذه الأصول ليست منتجة، مما يترتب عليه انخفاض قيمتها وحدوث الخسارة.

الفصل الثاني

التصكيك الإسلامي ماهيته وآلياته

حققت الصناعة المالية الإسلامية نجاحات كبيرة، ولكن حتى تتمكن المؤسسات المالية الإسلامية من تحقيق المزيد من النجاحات على صعيد التمويل المحلي والدولي كان لابد من وجود أدوات مالية إسلامية قابلة للتداول. ولما كانت المديونية التي تشكل السندات أبرز أشكالها -والتي تقوم على أساس سعر الفائدة المحرمة شرعاً- الإطار الذي يحكم تدفق المال غالباً لـذا كان لابد من التوجه نحو أدوات ملكية كالأسهم- بل وأنواع محددة من هذه الأسهم، وهنا وجدت هذه المؤسسات نفسها في جو محموم من المنافسة في الأسواق المالية العالمية المليئة بالأدوات المالية التي لا تجد المؤسسات المالية التقليدية حرجاً في التعامل بها، الأمر الذي أدى إلى رجحان كفتها، سواء على صعيد ربحيتها، أو على صعيد استخدام الوسائل المختلفة للتحوط ضد المخاطر التي تواجهها تلك المؤسسات.

من هنا برزت الحاجة الملحة إلى إيجاد أدوات مالية جديدة تمتاز بالمرونة في التعامل، ومن قبل مرونة في إصدارها وإدارتها، بحيث تحقق لمالكها درجة معقولة من الربحية والأمان وإمكانية التسييل السريع وبتكلفة قليلة.

ولتوضيح الآلية التي يمكن عن طريقها إيجاد مثل هذه الأدوات وضوابط إصدارها وتداولها في الشريعة الإسلامية نقدم بين يدي القارئ هذا الفصل، الذي يتكوّن من ثلاثة مباحث، وذلك على النحو الآتي:

المبحث الأول: ماهية التصكيك الإسلامي وحكمه في الفقه الإسلامي

المبحث الثاني: أنواع الصكوك الاستثمارية وبعض تجارب الدول في التصكيك الإسلامي.

المبحث الثالث: آلية إصدار الصكوك الإسلامية وتداولها وضوابطها.

المبحث الأول

ماهية التصكيك الإسلامي وحكمه في الفقه الإسلامي

المطلب الأول: ماهية التصكيك الإسلامي وأطراف عملية التصكيك

تناول الباحثون في الاقتصاد الإسلامي موضوع التصكيك بالبحث والدراسة للوقوف على مدى ملائمته واتساقه وأحكام المعاملات الإسلامية، سيما وأنه يعتبر أحد الابتكارات الماليّة التي نشأت وترعرت في بيئة رأسماليّة تكرّس سعر الفائدة كأساس للتعامل، مع ما يشوبها من تعاملات تتطوي على الكثير من المخالفات الشرعيّة-كما سيتبين لنا في ثنايا هذا الفصل . فهل يمكن أن يكون التصكيك أداة تمويل إسلاميّة إذا ما استبعدنا المخالفات الشرعيّة التي تشوب هذه العملية؟ وما هو التصكيك الإسلامي؟ وهل يختلف عن التصكيك التقليدي؟ وما حكمه في الفقه الإسلامي؟

أولاً: ماهية التصكيك الإسلامي

عرّف أحد الباحثين التصكيك الإسلامي بأنه: "عملية تقسيم ملكية أصول أو منافع أو كليهما إلى وحدات متساوية القيمة، وإصدار أوراق تعبّر عن هذه الوحدات".⁽¹⁾ وعرفه آخر بأنه: "عملية تقسيم ملكية الأعيان المؤجرة أو منافعها، أو موجودات المشروعات القائمة، أو رأس مال المضاربة والمشاركة أو الوكالة في الاستثمار، أو ثمن شراء بضاعة المرابحة أو السلم أو الأعيان المصنعة أو تكلفة تصنيعها، أو نفقات زراعة الأرض، أو

(1) Dualeh, Suleiman Abdi, **Islamic Securitization: Practical Aspects**. This is adapted from a paper given at the Noga Hilton, Geneva, 1998 for the world conference on Islamic Banking. P. 1 from the website: www.failaka.com/library/Articles/Islamic.pdf.

تكاليف تحصيلها، إلى أجزاء يمثل كل منها صك أو سند أو ورقة مالية، وذلك بقصد عرض الصكوك التي تمثل هذه الأجزاء للبيع".⁽¹⁾

إذا ما استعرضنا التعريفين السابقين نجد أنهما تناولا ركائز عملية التصكيك التي أشرنا إليها عند الحديث عن التصكيك التقليدي، وهي تقسيم رأس المال (الأصول) إلى أجزاء متساوية، وإصدار صكوك قابلة للتداول تتمثل هذه الأجزاء. مما يقودنا إلى القول بأن التصكيك الإسلامي لا يفترق عن التصكيك التقليدي من حيث الاجراءات (Process). إلا أننا وفي إطار الحديث عن تمويل إسلامي وأدوات مالية إسلامية فإننا ندور في فلك المعاملات المالية الإسلامية وأحكامها التي تضبط كافة أوجه التعامل، والتصكيك شأنه في ذلك شأن أية معاملات أخرى منضبط بتلك الضوابط مما يجعله مختلفاً عن التصكيك التقليدي من عدة أوجه نبينها فيما يأتي:

أوجه الاختلاف بين التصكيك الإسلامي والتصكيك التقليدي

1. نوعية الأصول محل التصكيك: (2)

ترتكز عمليات التصكيك التقليدي غالباً على تصكيك الديون، أما في التصكيك الإسلامي فلا يتم تصكيك المديونية فيه إلا على نطاق ضيق عند من يقول بجوازه -كما سيأتي بيان ذلك لاحقاً-، كما تتميز الأصول محل عملية التصكيك الإسلامي بأنها متوافقة تماماً مع أحكام المعاملات الإسلامية الأساسية حيث أنها منضبطة بمبدأ الحلال والحرام، لذلك يستثنى من ذلك جميع ما حرّم الإسلام من أصول تقوم على التعامل الربوي، أو التعامل بالمحرمات والمخدرات ولحم الخنزير و غيرها، بالإضافة إلى جميع الأنشطة المحرمة شرعاً.

(1) حسان، حامد حسين، صكوك الاستثمار، هيئة المحاسبة والمراجعة والمؤسسات المالية الإسلامية، المنامة- البحرين، 2003م، ص4، 5.

(2) Tariq, Ali Arsalan, **Managing Financial Risks of Sukuk Structures**, Dissertation of Master of Science at Loughborough University, Uk, 2004, PP 9-12./ Dualeh, Islamic... Op. Cit. P3./Salih ,Fathelrahman A.,**Securitization Under Islamic Philosophy :An Innovative Industry in Global Dynamic Market** .From the website :<http://vinodkothari.com/Islamicsecuritization2.htm>.

لذلك يجب على المؤسسات المالية الإسلامية أن توجد أصولاً مقبولة إسلامياً يمكن تصكيكها، من ذلك الأنشطة التمويلية التي تقوم على أساس العقود الشرعية المختلفة كالمشاركة والمرابحة والمضاربة والإجارة وغيرها.

2. أنماط التصكيك:

سبقَت الإشارة في الفصل السابق عند الحديث عن أنماط التصكيك بأنه يتم من خلال ثلاثة أنماط في الغالب وهي: هيكل الدين حيث يتم وفقاً لهذا النمط إصدار صكوك أو سندات من قبل المصدر وبيعها للمستثمرين بضمان الأصول محل التصكيك، التي تكون مرهونة لدى أمين الاستثمار، وقد بينّا أن هذا أسلوب لاقتراض الأموال، وذلك أن الصكوك المصدرة تظهر في ميزانية المصدر في جانب المطلوبات، وهذا يعني أنها ديوناً عليه يجب الوفاء بها لحملة هذه الصكوك في تواريخ استحقاقها، وأن حملة الصكوك لا يشاركون في الأرباح التي تحققها الأصول محل التصكيك، وإنما يحصلون على فوائد محددة مسبقاً بالإضافة إلى أصل الدين، وهذا هو الاقتراض بفائدة المحرّم شرعاً الأمر الذي يجعله أسلوباً غير ملائم للتصكيك الإسلامي.

وفيما يتعلق بالنمط الثاني للتصكيك والذي يكون من خلال شهادات البيثروز فهو يتشابه مع النمط الأول، فالصكوك الناتجة عنه تمثل أدوات مديونية يجب على المصدر الوفاء بها، ويضاف إلى ذلك أن حملة الصكوك يستحقون أيضاً جزءاً من الأرباح التي تحققها الأصول محل التصكيك. مما يجعله غير مقبول إسلامياً أيضاً.

أما بالنسبة للتصكيك من خلال شهادات الباستروز فهو النمط الأنسب للتصكيك الإسلامي، ذلك أنه عبارة عن تقسيم لملكية الأصول محل التصكيك وبيعها للمستثمرين بحيث يصبح حامل الصك أو الشهادة عبارة عن شريك في ملكية هذه الأصول وهو بذلك لا يترتب له

عائداً محدد مسبقاً وإنما يعتمد على ما تحققه هذه الأصول من ربح أو خسارة، وهذا لا ينافي أياً من أحكام المعاملات الإسلامية، من حيث الأصل مع مراعاة الشروط الأخرى (1).

3. تعزيز الائتمان:

تعتبر التعزيزات الائتمانية من أهم مكونات صفقة التصكيك التقليدي وهذا تمليه طبيعة هذه الصفقة التي هي -في الغالب- عملية تحويل للديون من مصدرها إلى المستثمرين الجدد حملة الصكوك، ولا بد لهؤلاء من ضمانات كافية للقروض التي قدموها. أما في التصكيك الإسلامي فالوضع يختلف تماماً إذ العلاقة ليست علاقة دائنية وإنما هي مشاركة في الأصول واستحقاق للربح أو الخسارة، بالتالي ليس هناك حاجة لمثل تلك التعزيزات الائتمانية، ولكن قد يرغب حملة الصكوك والأطراف ذات العلاقة بالتأمين ضد مخاطر معينة ويمكن ذلك من خلال اقتطاع جزء من الأرباح للتأمين ضد هذه المخاطر (2).

4. تداول الصكوك:

المقصود بالتداول عمليات بيع الصكوك، أو بالأصح بيع ما تمثله هذه الصكوك، وحيث أنها صكوك ملكية فللمالك الحق في البيع والهبة، وكل التصرفات الشرعية التي تنشأ عن حق الملكية، لكن يشترط الانضباط بأحكام الصرف والدين والتجارة، فتخضع عملية تداول الصكوك الإسلامية لعدد من الشروط المتعلقة بطبيعة الموجودات التي تمثلها عند التداول، فإذا كانت أعياناً ومنافع فإنها تتداول حسب الاتفاق من حيث السعر أو التأجيل وكذلك لو اختلطت بها ديون ونقود تابعة للأعيان والمنافع، أما إذا كانت تمثل نقوداً أو ديوناً فقط فيكون تداولها وفقاً لأحكام الصرف

(1) Jobst, Anderas, A., **The Economics of Islamic Finance and Securitization**, 2007, P 17 IMF working paper from the website: www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2007/wp07117.pdf / Dualeh, **Islamic ...**, Op Cit. P. 5.

(2) Dualeh, **Islamic ...**, Op Cit. P. 7.

وتداول الديون. والتي سنأتي على تفصيلها لاحقاً عند الحديث عن ضوابط تداول الصكوك الإسلامية.

ثانياً: أطراف عملية التصكيك الإسلامي

تتضمن عملية التصكيك الإسلامي أطرافاً عدة، نبينها كالاتي:

1. المنشئ (Originator):⁽¹⁾ الجهة مالكة المشروع المنوي إقامته أو توسيعه، وقد يكون

المنشئ شركةً أو فرداً أو حكومة أو مؤسسة مالية، وينوب عنه في تنظيم عملية

الإصدار مؤسسة مالية وسيطة مقابل أجر أو عمولة تحددها نشرة الإصدار، ويقوم

المنشئ باستخدام حصيلة الاكتتاب في مشروع معين، وقد يقوم المنشئ بإدارة

المشروع بنفسه، أو أن يوكل مدير استثمار بالقيام بذلك.

2. وكيل الإصدار (المصدر) Issuer: وهو عادة مؤسسة مالية متخصصة SPV تقوم

بتنظيم عملية الإصدار وإدارته وتقديم الصكوك للمستثمرين، وتكون العلاقة بين

المنشئ ووكيل الإصدار على أساس عقد الوكالة بأجر.

3. مدير الاستثمار:⁽²⁾ ويمثل الجهة التي تتولى إدارة الاستثمار وتوجيهه وفقاً للشروط

المبيّنة في نشرة الإصدار، كما تتولى هذه الجهة إعداد الدراسات الاقتصادية

اللازمة، واختيار الصيغة والطريقة التي سوف تُدار بهما أموال المستثمرين.

(1) هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، المنامة-البحرين، 2004، ص325، 326. لا يشترط أن تتضمن عملية التصكيك جميع هذه الأطراف، إذ قد تقتصر على بعض منها وقد تتوسع لتشمل أطرافاً أخرى بمهام مستقلة لكل واحد منها.

(2) أبو غدة، عبد الستار، صناديق الاستثمار الإسلامية-دراسة فقهية تأصيلية موسعة، بحوث، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر بعنوان: المؤسسات المالية الإسلامية معالم الواقع وآفاق المستقبل، جامعة الإمارات العربية المتحدة، مج 2، ط1، 2005، ص614.

وتتحدد العلاقة بين مدير الاستثمار والمستثمرين (حملة الصكوك) على أساس المضاربة أو الوكالة، فإذا كانت على أساس عقد المضاربة يكون مدير الاستثمار هو المضارب الذي يستحق نسبة شائعة من الربح الذي سيتحقق لاحقاً نظير جهده.

أما إذا كانت على أساس عقد الوكالة، فيستحق الوكيل (مدير الاستثمار) أجراً معلوماً، أو نسبة معلومة من رأس المال سواء تحقق الربح أم لا.

4. الأمين:⁽¹⁾ وهو الطرف الذي يناط به مهمة حماية مصالح حملة الصكوك، والرقابة على أعمال شركة الإدارة ومدى التزامها بالشروط المنظمة لهذه العملية الاستثمارية المبينة في نشرة الإصدار، وقد يترافق وجود الأمين منذ الترتيبات الأولى لعملية التصكيك وقد يُعيّن لاحقاً، وذلك وفقاً للقوانين السارية والعرف المتعارف عليه. والأمين بوصفه وكيلاً عن حملة الصكوك فإن إنهاء خدماته تتم بإرادتهم بصفقتهم الموكلين له.

5. مدير الإصدار: هو المؤسسة الوسيطة التي تتوب عن المكتتبين حملة صكوك الاستثمار في تنفيذ عقد الإصدار مقابل أجر.

6. متعهد الدفع: هو المؤسسة الوسيطة التي تتعهد بدفع حقوق حملة الصكوك بعد تحصيلها.

المطلب الثاني: حكم التصكيك في الفقه الإسلامي

إذا أردنا الحديث عن حكم التصكيك في الفقه الإسلامي فإنه يجب أن نتناول التصكيك بشقيه تصكيك المديونية وتصكيك الملكية، حيث يترتب على كل منهما أحكاماً مختلفة. وهذا ما نبينه في هذا الجزء من الدراسة.

(1) أبو غدة، صناديق الاستثمار...، في، بحوث...، مرجع سابق، ص591.

أولاً: تصكيك المديونية

فيما يتعلق بالحكم الشرعي لتصكيك المديونية، فيفرق بين نوعين من المديونية: مديونية

النقود، ومديونية السلع، وبيان ذلك فيما يلي:

تصكيك الدين النقدي⁽¹⁾

"اتفقت كلمة الفقهاء على عدم جواز تصكيك الدين الثابت في الذمة المؤجل السداد نقوداً، وامتناع تداوله في سوق ثانوية، سواء بيع بنقد معجل من جنسه حيث أنه يكون من قبيل حسم الكمبيالات، وينطوي على ربا الفضل والنساء باتفاق الفقهاء، أو بيع بنقد معجل من غير جنسه، لاشتماله على ربا النساء، وذلك لسريان أحكام الصرف عليه شرعاً ولا فرق في ذلك الحكم بين إذا ما كان سبب وجوب الدين النقدي في الذمة قرضاً أو بيعاً أو إجارة، أو غير ذلك.

وبناء على ذلك فلا يجوز تصكيك دين المرابحة المصرفية المؤجل وتداوله من قبل المصارف الإسلامية أو الأفراد في سوق ثانوية أو عن طريق البيع المباشر بنقد معجل أقل منه، حيث أن ذلك من الربا باتفاق أهل العلم. "

ولكن هناك من يرى أن عدم جواز تصكيك المديونية النقدية باعتباره لوناً من حسم الأوراق التجارية لا يعني إغلاق باب المشروعية بالكلية أمام فكرة توريق الدين النقدي، إذ يمكن بوجود بعض القيود الشرعية الخروج بصورة مقبولة شرعاً للتوريق. والصورة المقدمة هنا هو قصر مبادلة صكوك المرابحة على عروض التجارة أي السلع العينية الحاضرة، بأن يجعل ثمناً لها، وهي صورة جائزة شرعاً.⁽¹⁾

(1) حماد، نزيه كمال، بيع الدين: أحكامه، تطبيقاته المعاصرة، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، عدد 11، ج(1)،

1998، ص 189-193.

وذلك تخريجاً على القول المشهور في مذهب المالكية، وهو وجه عند الشافعية، ورواية عن أحمد اختارها ورجحها ابن تيمية وتلميذه ابن القيم، وهو جواز بيع الدين النقدي المؤجل لغير المدين بسلعة حاضرة، إذا انتفى غرر عدم القدرة على تسليم الدين في وقت محله. أما بالنسبة لتصكيك الدين السلعي أي إذا كان الدين الثابت في الذمة سلعيًا بأن كان مبيعاً موصوفاً في الذمة، منضبطاً بمواصفات محددة، فهو جائز.⁽²⁾

ولكن مجمع الفقه الإسلامي في قراره رقم [7/3]/65 اخذ بعدم جواز بيع السلعة المشتراة سلماً قبل قبضها، وكذلك قرار هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بعدم جواز تداول الصكوك التي تمثل الإيرادات أو الديون عامة، إلا إذا باعت جهة تجارية أو مالية جميع موجوداتها، أو محفظة لها ذمة مالية قائمة لديها، ودخلت الديون تابعة للأعيان والمنافع غير مقصودة في الأصل.⁽³⁾

ثانياً: تصكيك الملكية

تستند مشروعية تصكيك الملكية إلى مشروعية الشركات المساهمة التي تقوم على تجزئة رأس مال الشركة إلى أجزاء متساوية يعبر عنها بوثائق قابلة للتداول، ذلك أن التصكيك في حقيقته لا يختلف عن مفهوم التسهيم إلا في كون الصكوك الاستثمارية الشرعية تصدر وفقاً لصيغ التمويل الإسلامية المختلفة كالمشاركة والمضاربة وغيرها.⁽⁴⁾

(1) حماد، بيع الدين....، مرجع سابق، ص 193.

(2) حماد، بيع الدين...، مرجع سابق، ص 193-194.

(3) الموقع الإلكتروني لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية

http://www.aaofii.com/aaofii_sb_sukuk_Feb2008_Eng.pdf

(4) الشريف، محمد عبد الغفار، التوريق وبقية أدوات السيولة للسوق الإسلامية، ندوة البركة للاقتصاد الإسلامي، المنامة-البحرين، 2002، ص 6.

وعلى الرغم من أن هناك خلاف حول مشروعية الشركات المساهمة،⁽¹⁾ إلا أن الرأي الراجح في هذا المجال هو جواز الشركات المساهمة بشرط مشروعية أنشطتها،⁽²⁾ وقد أخذ مجمع الفقه الإسلامي جواز هذا النوع من الشركات بناءً على أساس أن الأصل في المعاملات الإباحة.⁽³⁾

ولكن هذه الإباحة لهذا النوع من الشركات لا يشمل جميع الأدوات التي تصدرها هذه الشركات، فهناك أحكام تفصيلية لتلك الأدوات، نبيتها فيما يلي:

1. الأسهم العادية والأسهم الممتازة

تصدر الشركات المساهمة أسهماً عادية متساوية ومتماثلة من حيث المغنم والمغارم، وهذا النوع جائز شرعاً لأن السهم يمثل حصة الشريك التي تعطي صاحبها الحق في الربح.⁴ إلا أن الشركات قد ترغب بإصدار أسهم ذات مزايا متعددة تهدف من خلالها إلى جذب المزيد من رؤوس الأموال، نبيتها في ما يأتي مع الحكم الشرعي لكل منها:

أ. منح أصحاب هذه الأسهم حق استرجاع قيمة أسهمهم الاسمية بكاملها عند تصفية الشركة وقبل إجراء القسمة بين الشركاء، وهذا غير جائز شرعاً لأنه منافٍ لمعنى الشركة، إضافة لما فيه من ظلم للمشاركين الآخرين.⁽⁵⁾

(1) للاطلاع على آراء الفقهاء المجيزين والمانعين للشركات المساهمة انظر: كتاب الخياط، الشركات...، ج2، وزارة الأوقاف والشؤون المقدسات الإسلامية، ط1، 1971، ص 153-185/المرزوقي، صالح، شركة المساهمة في النظام السعودي: دراسة مقارنة بالفقه الإسلامي، مكة المكرمة-المملكة العربية السعودية، جامعة أم القرى، 1406هـ، ص 307-337/النبهاني، تقي الدين، النظام الاقتصادي في الإسلام، بيروت-لبنان، دار الأمة، 1990، ط4، ص 161-173.

(2) الخياط، الشركات...، ج2، مرجع سابق، ص220.

(3) مجمع الفقه الإسلامي، الدورة السابعة، في 1412هـ/1992م، قرار رقم (7/1/56) على الموقع الإلكتروني للمجمع: <http://www.fiqhacademy.org/qrarat/7-1.htm>.

(4) الخياط، الشركات...، ج2، مرجع سابق، ص220.

(5) الخياط، الشركات...، ج2، مرجع سابق، ص222 / الشنقيطي، محمد مصطفى، دراسة شرعية لأهم العقود المالية المستحدثة، مكتبة دار العلوم والحكم، المدينة المنورة، مج2، ط2، 2001م، ص662.

ب. قد يكون الامتياز بإعطاء حملة الأسهم الممتازة حق الأولوية في الحصول على الأرباح، وذلك بأن يأخذوا حصة في الأرباح بنسبة معينة مثل 5% ثم توزع الأرباح بعد ذلك على جميع المساهمين، وذلك غير جائز شرعاً أيضاً، لأن الأسهم متساوية وليس لأصحاب هذه الأسهم مال أو عمل يستحقون به هذه الزيادة في الربح.⁽¹⁾

ج. هناك شكل آخر للامتياز غير الجائز شرعاً وهو تقدير فائدة ثابتة سنوية لبعض الأسهم توزع على أصحابها سواء ربحت الشركة أو خسرت، وهذه الزيادة بلا مقابل فهي من الربا المحرم، ولأنه قد يُحتمل أن لا ترباح الشركة إلا هذه الفائدة فيكون في ذلك ضرر للمساهمين الآخرين، وظلم لهم، وبخس لحقوقهم وذلك غير جائز شرعاً.⁽²⁾

د. قد يكون الامتياز أيضاً بمنح حملة الأسهم الممتازة أكثر من صوت في الجمعية العمومية، وهذا غير جائز شرعاً لأن المفروض في الشركة التساوي في الحقوق ومنها التساوي في الأصوات بحسب الأسهم.⁽³⁾

أما النوع الجائز من الأسهم الممتازة فهو إعطاء المساهمين القدامى حق الأولوية في الاكتتاب بالأسهم الجديدة التي قد تطرحها الشركة.⁽⁴⁾

بعد هذا الاستعراض لصور الأسهم الممتازة وحكمها الشرعي، هل يمكن القول بإمكانية وجود صيغة مقبولة إسلامياً للأسهم، الممتازة؟!.

هذا ما حاول الباحث محمد أنس الزرقا طرحه في بحثه المعنون بـ "أسهم مقبولة

إسلامياً".⁽¹⁾ حيث قدّم صيغة مختلفة عما هو معروف من صيغ الأسهم الممتازة.

(1) الخياط، الشركات...، ج2، مرجع سابق، ص222 .

(2) الخياط، الشركات...، ج2، مرجع سابق ص 223 .

(3) الخياط، الشركات...، ج2، مرجع سابق، ص223-224.

(4) الخياط، الشركات...، ج2، مرجع سابق، ص225.

ففي مقترحه يرى الزرقا بأن يحدد نسبة معينة فلنقل 8% فإذا كان الربح المتحقق أقل من هذه النسبة فإن حملة الأسهم الممتازة يحصلون على ما نسبته (افتراضاً) 70% من الربح المتحقق وتذهب الـ (30%) الباقية لحملة الأسهم العادية، أما إذا كان الربح المتحقق أعلى من النسبة المشروطة فتتقلب القسمة لتصبح 70% لحملة الأسهم العادية و30% لحملة الأسهم الممتازة، فترجح الكفة لصالح حملة الأسهم الممتازة في حال كان الربح المتحقق دون النسبة المقررة وترجح لصالح حملة الأسهم العادية إذا زاد الربح عن تلك النسبة حيث يستأثرون عندها بالنسبة الأعلى من الربح.

وقد استند الباحث في مقترحه هذا على أمرين، هما: (2)

1. جواز الاتفاق في شركة العنان على نسبة من الربح، تختلف عن نسبة المشاركة في

رأس المال، أي يجوز التفاضل في الربح مع التساوي في رأس المال.

2. جواز أن تكون نسبة الربح متغيرة حسب قيمة الربح المتحقق فعلاً، وهذه فتوى أفتت بها

هيئة الرقابة الشرعية لبنك فيصل الإسلامي في السودان. (3)

ويمكن انتقاد هذا الاقتراح من عدة وجوه:

1. يرى الزرقا أن الاعتراض الفقهي على الأسهم الممتازة هو احتمال أن تكون هناك حالة

يستأثر فيها حملة الأسهم الممتازة على الربح كله دون أن يطال حملة الأسهم العادية أي

شيء منه، والحقيقة أن الاعتراض الفقهي لا يقتصر على هذه الحالة، وإنما يشمل أن

(1) Zarqa: Mohammad Anas, **Sharia Compatible Shares: A suggested Formula and Rationale**. In, **Financing Development in Islam**, ed. Mannan, M. A., Jeddah Research and Training Institute, 1st ed., 1996, P.24 .

(2) Zarqa, **Sharia, In, Financing....**, OP. Cit, P25.

(3) هذه الفتوى موجودة على الموقع الإلكتروني للبنك: <http://www.fibsudan.com/fatwasstaff.php>

تحصل أي فئة من المشاركين على زيادة في الربح تفوق حصص الآخرين دون أن تكون هذه الزيادة مقابل مال أو عمل أو ضمان.⁽¹⁾

2. استند الباحث في تجويزه لهذه الصيغة إلى شركة العنان التي يجوز فيها التفاضل في الربح مع التساوي في رأس المال وذلك باتفاق الشركاء.

وجواب ذلك أن الفقهاء أجازوا هذه الزيادة في الربح في مقابل العمل الذي قد يكون من

أحد الشركاء فـشركة العنان كما هو معلوم تقوم على مال وعمل عادة.⁽²⁾

وهذه الزيادة في العمل غير متحققة في شركة المساهمة، فالسهم الذي يشكل وحدة البناء

في الشركة المساهمة يمثل وحدة تمويل وتصرف وضمان، وبذلك يتساوى جميع المساهمين.⁽³⁾

فلماذا تستأثر فئة منهم بزيادة في الربح ما دامت لم تقدم ما يستحق هذه الزيادة.

3. في حالة تطبيق هذه الصيغة فإن هناك ضرراً أكيد يلحق بأحد الطرفين، فإن كان الربح

دون النسبة المشروطة سيحصل حملة الأسهم الممتازة على النسبة الأعلى من الربح

عندها سيلحق الضرر بحملة الأسهم العادية، أما في حال أن يكون الربح أعلى من

النسبة المشروطة عندها سيحصل حملة الأسهم العادية على النسبة الأعلى وفي ذلك ظلم

وضرر لحملة الأسهم الممتازة.

(1) وزارة الأوقاف، الموسوعة الفقهية، ج26، مرجع سابق، ص 60.

(2) ابن قدامة، أبي محمد عبدالله، المغني على مختصر أبي القاسم الخرقى، ج (5)، مكتبة الرياض الحديثة، 1981، ص 28/الكاساني، بدائع الصنائع في ترتيب الشرائع، ج7، زكريا علي يوسف (الناشر)/الصنعاني، شرف الدين الحسين، الروض النضير شرح مجموع الفقه الكبير، ج3، بيروت- لبنان، دار الجيل، 1980، ص 366./ وزارة الأوقاف الموسوعة الفقهية، ج26، مرجع سابق، ص 60-61./ الزحيلي، وهبه، الفقه الإسلامي وأدلته، ج4، دمشق- سوريا، دار الفكر، 1994، ص3، ص 816-817.

(3) السبهاني، الأسهم...، مرجع سابق، ص 10.

4. إن جعل نسبة اقتسام الربح متغيرة حسب الربح المتحقق يناقض شرطاً من شروط

الشركة، وهو معلومية الربح، فجهالة الربح تفسد عقد الشركة،⁽¹⁾ ناهيك عما قد يحدثه

هذا الشرط من خلاف بين المساهمين في حال كانت الأرباح لا ترضي أيّاً منهم.

وبالتالي فإنه يمكننا القول بأن الصيغة المقترحة للأسهم الممتازة هي غير مقبولة

إسلامياً.

2. أسهم التمتع:⁽²⁾

هذا السهم قد يكون جائز شرعاً وقد يكون غير جائز، فإذا كانت القيمة التي أعطيت

للشريك هي القيمة الحقيقية للسهم فهو غير جائز شرعاً، لأنه بذلك يكون قد انتهت صلته

بالشركة ويكون المساهم قد استوفى من الأموال ما يوازي حصته فلا يستحق بعد ذلك شيئاً، أما

إذا كانت القيمة التي أعطيت له أقل من القيمة الاسمية فيُنظر، فإذا كانت أقل من قيمتها الحقيقية

فإن علاقة الشريك المساهم تظل قائمة إذ أنه أخذ قيمة السهم الاسمية وهو رأس ماله المدفوع في

بدء الشركة فيبقى له حق في موجودات الشركة وفي رأس مالها الاحتياطي، وفي أي حق آخر

غير رأس ماله، أما إذا كانت القيمة الاسمية أعلى من القيمة الحقيقية فإنه لا يبقى له حق في

الشركة لأنه استوفى رأس ماله.

(1) الكاساني، علاء الدين ابو بكر بن مسعود، بدائع الصنائع في ترتيب الشرائع، ج 6، بيروت-لبنان، دار

الكتب العلمية، ط 2، 1986، ص 59. /الشيرازي، كتاب المجموع شرح المهذب، ج 14، دار احياء

التراث العربي، 1995، ص 95. /ابن قدامة، المغني، ج 7، مرجع سابق، ص 138. /الجزيري، عبد

الرحمن، الفرق على المذاهب الأربعة، ج 2، مرجع سابق، ص 78، 84.

(2) الخياط، الشركات...، ج (2)، مرجع سابق، ص 225 / هارون، محمد صبري، أحكام الأسواق المالية

الأسهم والسندات، عمان-الأردن، دار النفائس، 1999م، ص 233-234 / شبير، محمد عثمان،

المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي، عمان-الأردن، دار النفائس، ط 1، 1996، ص 165-

166 / المروزقي، شركة المساهمة...، مرجع سابق، ص 367-371.

3. حصص التأسيس: (1)

وهي الحصص التي تمنحها الشركة لبعض الأشخاص نظير خدمات أو مساعدات قدموها عند تأسيس الشركة، وقد اختلف في المركز القانوني لأصحاب هذه الحصص، فهم ليسوا دائنين للشركة لأنهم لم يقدموا مالاً نقدياً أو عينياً، كما أنهم ليسوا شركاء لأنهم لم يقدموا حصة للشركة أو ما يصلح لأن يكون حصة. وعلى هذا فإنه لا يصح أن تصدر الشركة صكوكاً على أنها حصص تأسيس يُعطى أربابها حقاً في أرباح الشركة لمخالفة ذلك لأحكام المعاملات المالية الإسلامية.

(1) الخياط، الشركات...، ج(2)، مرجع سابق، ص230/ هارون، أحكام...، مرجع سابق، ص 261-262.

المبحث الثاني

أنواع الصكوك الاستثمارية وبعض تجارب الدول في التصكيك الإسلامي

المطلب الأول: أنواع الصكوك الاستثمارية الإسلامية وخصائصها

يمكن أن يقدم التصكيك الإسلامي أنواعاً متعددة من الصكوك الاستثمارية وفقاً لاعتبارات متعددة، ولكننا سنركز الحديث حول الصكوك الاستثمارية حسب الصيغة الشرعية التي يقوم عليها الصك، وطبيعة العلاقة بين الأطراف المختلفة لهذا الصك.

أولاً: أنواع الصكوك الاستثمارية الإسلامية⁽¹⁾

1. صكوك المشاركة²

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع أو تطوير مشروع قائم، أو تمويل نشاط على أساس عقد من عقود المشاركة، ويصبح المشروع أو موجودات النشاط ملكاً لحملة الصكوك في حدود حصصهم، وتدار صكوك المشاركة على أساس الشركة أو على أساس المضاربة، أو الوكالة بالاستثمار، وتتخذ هذه الصكوك أشكالاً، منها:

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، والمكتتبون هم الشركاء في عقد المشاركة، وحصيلة الاكتتاب هي حصة المكتتبين في رأس مال

(1) سيتم اعتماد تعريفات هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية للصكوك الاستثمارية في المعيار

الشرعي رقم (17) انظر: هيئة المحاسبة، المعايير الشرعية، مرجع سابق، ص 310-312 .

² هيئة المحاسبة، المعايير الشرعية، مرجع سابق، ص 312

المشاركة، ويملك حملة الصكوك موجودات الشركة بغنمها وغرمها، ويستحقون حصتهم في أرباح الشركة إن وجدت.

ب. صكوك المضاربة

وهي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس المضاربة بتعيين مضارب من الشركاء أو غيرهم لإدارتها. والمصدر لتلك الصكوك هو المضارب، والمكاتبون فيها هم أرباب المال، وحصيلة الاكتتاب هي رأس مال المضاربة ويملك حملة الصكوك موجودات المضاربة والحصصة المتفق عليها من الربح لأرباب المال، ويتحملون الخسارة إن وقعت.

ج. صكوك الوكالة بالاستثمار

هي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الوكالة بالاستثمار بتعيين وكيل عن حملة الصكوك لإدارتها.

والمصدر لتلك الصكوك هو الوكيل بالاستثمار والمكاتبون هم الموكّلون، وحصيلة الاكتتاب هي المبلغ الموكّل باستثماره، ويملك حملة الصكوك ما تمثله من موجودات بغنمها وغرمها، ويستحقون ربح المشاركة إن وجد، والمصدر (الوكيل) يحصل إما على نسبة من الربح أو على مبلغ محدد، سواء حققت الشركة أرباحاً أم لم تحقق.

2. صكوك ملكية الموجودات المؤجرة⁽¹⁾

وهي "وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين مؤجره أو موعود باستئجارها، أو يصدرها وسيط مالي ينوب عن المالك بغرض بيعها واستيفاء ثمنها من حصيلة الاكتتاب فيها وتصبح العين مملوكة لحملة الصكوك.

⁽¹⁾هيئة المحاسبة، المعايير الشرعية، مرجع سابق، ص310.

ويصدر هذه الصكوك بأئع عين مؤجرة أو موعود باستئجارها، والمكتتبون فيها مشترون لها، وحصيلة الاككتاب هي ثمن الشراء، ويملك حملة الصكوك تلك الموجودات على الشيعوع بغنمها وغرمها وذلك على أساس المشاركة فيما بينهم.

3.: صكوك ملكية المنافع (1)

وهي أنواع:

أ. صكوك ملكية منافع الأعيان الموجودة، وهي نوعان:

- وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين موجودة بنفسه أو عن طريق وسيط مالي، بغرض إجارة منافعها واستيفاء أجرتها من حصيلة الاككتاب فيها، وتصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك.

- وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك منفعة عين موجودة (مستأجر)، بنفسه أو عن طريق وسيط مالي، بغرض إعادة إيجارتها واستيفاء أجرتها من حصيلة الاككتاب فيها، وتصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك، وهذه السندات قابلة للتداول لأنها تمثل منفعة مملوكة لصاحب السند يستطيع أن يبيعها بأي ثمن يتفق عليه.

ب. صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة

وهي "وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض إجارة أعيان موصوفة في الذمة واستيفاء الأجرة من حصيلة الاككتاب فيها، وتصبح منفعة العين الموصوفة في الذمة مملوكة لحملة الصكوك"، وهذه الصكوك تثبت ملكية خدمة موصوفة في الذمة كتعليم جامعي أو نقل جوي، تكون فيها شروط الخدمة معلومة ومحددة تحديداً نافياً للجهالة، ومحدداً بمدة زمنية تستحق بعد فترة معينة، وهذه الصكوك يجوز تداولها لأنها منضبطة بالأوصاف خالية من الجهالة ليس

(1) هيئة المحاسبة، المعايير الشرعية، مرجع سابق، ص 310-311.

فيها غرر ولا ربا ومعلقة بالذمة (ذمة البائع) وهي جهة قادرة على تقديم هذه الخدمة كأن تكون جامعة أو شركة نقل جوي أو مستشفى.

وقد يكون من المرغوب فيه وضع قيود إدارية على إصدار هذا النوع من صكوك المنافع، بحيث ينحصر استعمال حصيلة بيعها في بناء المشروع، الذي تؤجر وحداته السكنية مثلاً، وأن لا تسمح السلطة الحكومية باستعمال هذه الحصيلة لأغراض أخرى وذلك من أجل ضمان جدية المشروع ومنع احتمالات التلاعب بإصدار سندات وهمية في حقيقتها. كما يمكن تقييد إصدار هذا النوع من السندات بوقت معين يكون فيه المشروع قد بدأ فعلاً وذلك تطبيقاً لمبدأ "بدو الصلاح"، ويكون مصدر الصكوك (المؤجر) قد استثمر شيئاً من ماله يمنعه من التراجع عن إنجاز المشروع.

ج. صكوك ملكية الخدمات من طرف معين

وهي "وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض تقديم الخدمة من طرف معين (كمنفعة التعليم من جامعة مسماة) واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح تلك الخدمات مملوكة لحملة الصكوك.

د. صكوك ملكية الخدمات من طرف موصوف في الذمة

وهي "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 الاكتتاب فيها وتصبح تلك الخدمات مملوكة لحملة الصكوك.

4. صكوك المرابحة⁽¹⁾

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة مرابحة وتصبح سلعة المرابحة مملوكة لحملة الصكوك.

ومصدر هذه الصكوك هو بائع بضاعة المرابحة، والمكاتبون فيها هم المشترون لهذه البضاعة، وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة شرائها، ويملك حملة الصكوك هذه البضاعة ويستحقون ثمن بيعها.

5. صكوك السلم⁽²⁾

وهي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتحصيل رأس مال السلم، وتصبح سعة السلم مملوكة لحملة الصكوك، والمصدر لتلك الصكوك هو البائع لسلعة السلم، والمكاتبون فيها هم المشترون للسلعة، وحصيلة الاكتتاب هي ثمن شرائها (رأس مال السلم)، ويملك حملة الصكوك سلعة السلم ويستحقون ثمن بيعها، أو ثمن بيع سلعة السلم في السلم الموازي إن وجد.

6. صكوك الاستصناع⁽³⁾

وهي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة، ويصبح المصنوع مملوكاً لحملة الصكوك. والمصدر لتلك الصكوك هو الصانع (البائع) والمكاتبون فيها هم المشترون للعين المراد صنعها، وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة المصنوع، ويملك حملة الصكوك العين المصنوعة ويستحقون ثمن بيعها، أو ثمن بيع العين المصنوعة في الاستصناع الموازي إن وجد.

⁽¹⁾ هيئة المحاسبة، المعايير الشرعية، مرجع سابق، ص 311.

⁽²⁾ هيئة المحاسبة، المعايير الشرعية، مرجع سابق، ص 311.

⁽³⁾ هيئة المحاسبة، المعايير الشرعية، مرجع سابق، ص 311.

7. صكوك المزارعة⁽¹⁾

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في تمويل مشروع على أساس المزارعة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في المحصول وفق ما حدده العقد. والمصدر لهذه الصكوك هو صاحب الأرض (مالكها أو مالك منافعها)، والمكاتبون فيها هم المزارعون في عقد المزارعة (أصحاب العمل بأنفسهم أو بغيرهم)، وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف الزراعة. وقد يكون المصدر هو المزارع (صاحب العمل) والمكاتبون هم أصحاب الأرض (المستثمرون الذين اشترت بحصيلة اكتتابهم)، ويملك حملة الصكوك الحصة المتفق عليها مما تنتجه الأرض.

8. صكوك المساقاة⁽²⁾

وهي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في سقي أشجار مثمرة والإنفاق عليها ورعايتها على أساس عقد المساقاة، ويصبح لحملة الصكوك حصة من الثمرة وفق ما حدده العقد.

وقد يصدر هذه الصكوك صاحب الأرض (مالكها أو مالك منافعها) التي فيها الشجر، والمكاتبون فيها هم المساقون في عقد المساقاة، وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف العناية بالشجر. وقد يصدر المساقون (صاحب العمل) هذه الصكوك، والمكاتبون هم أصحاب الأرض (المستثمرون الذين سقيت الأرض بحصيلة اكتتابهم)، ويستحق حملة الصكوك الحصة المتفق عليها مما تنتجه الأشجار.

⁽¹⁾هيئة المحاسبة، المعايير الشرعية، مرجع سابق، ص 312.

⁽²⁾هيئة المحاسبة، المعايير الشرعية، مرجع سابق، ص 312.

9. صكوك المغارسة⁽¹⁾

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في غرس أشجار وفي ما يتطلبه هذه الغرس من أعمال ونفقات على أساس عقد المغارسة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الأرض والغرس.

وهذه الصكوك أيضاً إما أن يصدرها مالك أرض صالحة لغرس الأشجار، والمكتتبون فيها هم المغارسون في عقد المغارسة، وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف غرس الشجر. أو قد يكون المصدر هو المغارس (صاحب العمل)، والمكتتبون هم أصحاب الأرض (المستثمرون الذين غرسوا الأرض بحصيلة اكتتابهم)، ويستحق حملة الصكوك الحصة المتفق عليها من الأرض والشجر.

ثانياً: خصائص صكوك الاستثمار الإسلامية

تتميز الصكوك الإسلامية بعدة خصائص تميزها عن السندات التقليدية، من أهمها:

1. تمثل صكوك الاستثمار الشرعية ملكية حصص شائعة في الموجودات، ولا تمثل ديناً في ذمة مصدرها، وهذا ما يميزها عن السندات التي تمثل قروضاً يقدمها حملة السندات للمصدر.⁽²⁾

2. استحقاق الربح وتحمل الخسارة. إن مقتضى المشاركات التي يقوم عليها مبدأ إصدار الصكوك من حيث العلاقة بين المشتركين فيها هو الاشتراك في الربح والخسارة بغض النظر عن صيغة الاستثمار المعمول بها. في حين أن الاكتتاب في السندات لا

⁽¹⁾ سيتم اعتماد تعريفات هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية للصكوك الاستثمار في المعيار الشرعي رقم (17) انظر: هيئة المحاسبة، المعايير الشرعية، مرجع سابق، ص 310-318.

⁽²⁾ الشريف، التوريق...، مرجع سابق، ص 5. هيئة المحاسبة، المعايير الشرعية، مرجع سابق، ص 313

تترتب عليه أية مشاركة، بل تكون هناك دائنية متوازية لعدم ارتباط حملتها بالمشروع، ويستحقون فائدة محددة مسبقاً بالإضافة للأصل.⁽¹⁾

3. أنها تصدر على أساس عقد شرعي، بضوابط شرعية تنظم إصدارها وتداولها⁽²⁾.

4. تحمل أعباء الملكية: حيث يتحمل حامل الصك الأعباء والتبعات المترتبة على ملكيته

للموجودات الممثلة في الصك، سواء كانت الأعباء مصاريف استثمارية أو الهبوط

في القيمة، وليس على المستفيد من الموجودات التي يمثلها الصك أي أعباء، إلا إذا

كانت المصاريف تشغيلية أو دورية منضبطة فإنه يمكن اشتراطها على المستفيد من

تلك الموجودات، ويظل حامل الصك ملتزماً بالأعباء المتعلقة بالصيانة الأساسية.

5. غالباً ما تكون صكوك الاستثمار الشرعية قابلة للتداول. وهو محكوم بضوابط

شرعية حسب الموجودات التي تمثلها عند التداول على نحو بيناه سابقاً. أما التداول

في السندات فهو خصم للدين المترتب لحامله في ذمة الجهة المصدرة.⁽³⁾

المطلب الثاني: بعض تجارب الدول في التصكيك الإسلامي

يعتبر التصكيك بوصفه عملية استثمارية منظمة، أحد المصطلحات التي دخلت في

مسائل الفقه الإسلامي الحديثة، وذلك لحدثة تطبيقها في المجتمعات الإسلامية وغير الإسلامية،

وسوف نلقي الضوء في هذا المطلب على التجارب الأولى لعملية التصكيك، ونحاول تقييم بعض

جوانبها:

⁽¹⁾هيئة المحاسبة، المعايير الشرعية، مرجع سابق، ص 313

⁽²⁾هيئة المحاسبة، المعايير الشرعية، مرجع سابق، ص 313

⁽³⁾علي، نادية أمين، صكوك الاستثمار الشرعية - خصائصها وأنواعها، بحوث المؤتمر العلمي السنوي الرابع

عشر بعنوان المؤسسات المالية الإسلامية: معالم الواقع وآفاق المستقبل، جامعة الإمارات العربية،

الإمارات العربية المتحدة، م3، ط1، 2005، ص 989.

أولاً: التجربة الباكستانية

شكلت فكرة صكوك المضاربة الأساس الذي تقوم عليه عملية التصكيك الإسلامي، فقد صدر في باكستان قانون خاص بالمضاربة بتاريخ 1980/6/26 لتنظيم أحكام تسجيل شركات المضاربة، وطرح سندات وإدارتها، وقد تأسست بعد صدور القانون المذكور العديد من شركات المضاربة كان أولها في عام 1984، حيث طرحت إصدارها الأول في السنة التالية.⁽¹⁾

كما شهدت التجربة الباكستانية إصدار شهادات مشاركة، وقد أثار البعض التشابه بين شهادات المشاركة الباكستانية والسندات التي يجري التعامل فيها بالأسواق الغربية من حيث ضمان القيمة الاسمية من خلال حقوق رهن قانونية على أصول ثابتة.⁽²⁾

كما اعترض على هذه الشهادات بأن لأصحاب شهادات المشاركة تمييزاً على أصحاب الأسهم المشاركين في نفس المشروع في حالة الربح والخسارة، إذ يعطى صاحب شهادات المشاركة الحق في الربح أولاً قبل أصحاب الأسهم، والحق في تجنبه الخسارة أولاً، وهذا يخالف أحكام المعاملات الإسلامية.

ثانياً: التجربة الأردنية (سندات المقارضة الأردنية)

قُدِّمت صكوك المضاربة كأداة لإعمار أراضي الأوقاف التابعة لوزارة الأوقاف والشؤون والمقدسات الإسلامية الأردنية وذلك من خلال القانون رقم 10 لسنة 1981 الذي سمي بقانون سندات المقارضة، حيث عرِّفت سندات المقارضة بأنها: "وثائق محددة القيمة تصدر بأسماء مالكيها مقابل الأموال التي قدموها لصاحب المشروع بعينه بقصد تنفيذ المشروع أو

(1) الشريف، التوريق ... ، مرجع سابق، ص11/هارون، أحكام ...، مرجع سابق، ص 317.

(2) هارون، أحكام...، مرجع سابق، ص 317.

استغلاله وتحقيق الربح".⁽¹⁾ ويحصل مالكو هذه السندات على نسبة محددة من أرباح المشروع تحدد هذه النسبة في نشرة إصدار السندات ولا تنتج سندات المقارضة أي فوائد كما لا تعطي مالكيها الحق في المطالبة بفائدة سنوية محددة.

ويسمح بإصدار هذه السندات من قبل وزارة الأوقاف والمؤسسات العامة ذات الاستقلال المالي والبلديات، ويمكن لهذه الهيئات أن تعهد بإدارة إصدار السندات إلى أحد البنوك الإسلامية أو المؤسسات المالية المتخصصة لقاء أتعاب مقررة تُدفع من حصيلّة الإصدار، وقد اشترط المشرّع في المادة 4 عدة شروط في المشروع الذي تصدر هذه السندات لتمويله تتمثل في:⁽²⁾

1. أن يكون المشروع ذا جدوى اقتصادية مجزية.
 2. أن يكون مستقلاً كل الاستقلال عن المشروعات الأخرى الخاصة بالهيئة المصدرة.
 3. أن يدار المشروع مالياً كوحدة مستقلة بحيث تتضح في نهاية السنة المالية أرباحه المعدة لإطفاء^(*) السندات وتوزيع الأرباح حسب النسبة المقررة في نشرة الإصدار.
- ولحماية حقوق حملة السندات فقد أوجب القانون تعيين شخص معنوي كحافظ أمين يرضى حقوق مالكي السندات، ويتعاون مع ممثليهم في حماية هذه الحقوق. كما يجب أن يعين في نشرة الإصدار وكيلًا للدفع يتولى شؤون دفع القيمة الاسمية للسندات وأرباحها بالقيم المستحقة وفي المواعيد المقررة، وقد أجاز القانون أن يكون الحافظ الأمين ووكيل الدفع هيئة معنوية واحدة.

(1) مدغمش، جمال عبدالغني والمناجرة، محمد محمود، موسوعة التشريع الأردني، ج16، عمان-الأردن، دار البشير، ط1، ص301.

(2) مدغمش والمناجرة، موسوعة التشريع...، ج 16، مرجع سابق، ص 301-302.

(*) يقصد بإطفاء السندات انتهاء صفتها الاستثمارية السابقة بتحويلها إلى نقود يتسلمها حامل السند.
Collin, P.H, Dictionary of Banking and Finance, Universal Book Stall, New Delhi-India, 1991, P199/
غوشة، موسوعة مصطلحات....، مرجع سابق، ص 261.

ولتشجيع المستثمرين على الاستثمار بهذا النوع من السندات فقد استثنيت الأرباح الناشئة عن الاستثمار فيها من الأموال الخاضعة لضريبة الدخل.

ويحق للشخص الطبيعي أو المعنوي من رعايا الدول العربية والإسلامية الاكتتاب في هذه السندات كما يحق له تحويل الأرباح المتأتية والقيمة الاسمية لاكتتابه عند البيع أو الإطفاء إلى الخارج بالعملة الأجنبية وفق أحكام القانون ونشرة الإصدار.

وأما ماثار حوله جدل في هذا القانون هو ما جاء في المادة (12)، حيث "تكفل الحكومة تسديد قيمة سندات المقارضة الاسمية الواجب إطفائها بالكامل في المواعيد المقررة، وتصبح المبالغ المدفوعة لهذا السبب قرصاً ممنوحاً للمشروع دون فائدة، مستحق الوفاء فور الإطفاء الكامل للسندات".⁽¹⁾

فضمان القيمة الاسمية للسند من قبل الجهة القائمة على المشروع يؤدي إلى إشكال شرعي، من حيث أن عامل المضاربة لا يضمن. لذلك قدم اقتراح أن تقوم الدولة كطرف ثالث بضمان السندات لأصحابها، وعرض ذلك على لجنة الفتوى في المملكة الأردنية، وأقرت اللجنة جواز كفالة الحكومة لسندات المقارضة المخصصة لإعمار أراضي الأوقاف باعتبار أن الحكومة طرف ثالث، وذلك على أساس الوعد الملزم.⁽²⁾

ومع وجود كفالة الحكومة فإن الإشكال الشرعي يبقى قائماً، لأن الجهة القائمة على المشروع وهي وزارة الأوقاف متعهدة برد رأس المال، والحكومة كفيلة بذلك، وبذلك تكون الوزارة هي الضامنة لرد القيمة الاسمية للسند في جميع الأحوال، سواء ربح المشروع أو خسر

(1) مدغمش والمناجرة، موسوعة التشريع...، ج 16، مرجع سابق، ص 304.

(2) شبير، المعاملات المالية...، مرجع سابق، ص 193.

والحكومة ليست إلا كفيلة، ترد القيمة الاسمية للسند، وترجع على الوزارة بما دفعت. وهذا لا يجوز شرعاً لأنه يتنافى مع قواعد المضاربة، ويؤدي إلى الربا المحرم شرعاً.⁽¹⁾

ثالثاً: التجربة البحرينية

بدأ التصكيك في البحرين بالقرار الوزاري رقم (7) لسنة 1986، بشأن قواعد الترخيص في تأسيس الشركات المساهمة المعفاة من أحكام قانون الشركات التجارية لبدء توسيع نطاق أدوات التمويل الإسلامي.

وقد أجاز القرار الوزاري المشار إليه أعلاه تأسيس شركات على أساس أنها تملك نوعين من الأسهم: هما أسهم الإدارة المصوتة وأسهم المشاركة غير المصوتة. وهذه الأخيرة تشبه أسهم المضاربة حيث لا يملك رب المال أن يتدخل في إدارة الشركة، وإنما يحصل على حصة شائعة من الربح.⁽²⁾

جدير بالذكر أن البحرين تشكل تربة خصبة وملائمة لنمو وتطوير المؤسسات والأدوات المالية الإسلامية وذلك لما تتمتع به من بنية تحتية تشريعية وتطبيقية جيدة، كما تعتبر مركزاً مالياً دولياً ضخماً لوجود أكبر تجمع للمؤسسات المالية الإسلامية فيها، والذي يضم (27) مؤسسة مالية و(6) شركات تأمين وتكافل إسلامي، و(5) مؤسسات مساندة للقطاع المالي الإسلامي.⁽³⁾

(1) شبير، المعاملات المالية...، مرجع سابق، ص 193-194.

(2) حمود، سامي حسن، "بيع الدين وسندات القرض وبدائلها الشرعية في مجال القطاع العام والخاص"، مجلة مجمع الفقه الإسلامي. ع11، ج1، 1419هـ-1998م، ص336.

(3) الشايجي: وليد خالد والحجي: عبدالله يوسف، "صكوك الاستثمار الشرعية"، بحوث المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر: المؤسسات المالية الإسلامية: معالم الواقع وآفاق المستقبل، جامعة الإمارات العربية، الإمارات العربية المتحدة، م3، ط1، 2005، ص930.

رابعاً: التجربة الماليزية

تعد تجربة التصكيك في ماليزيا من التجارب المبكرة، حيث كان أول إصدار للسندات الإسلامية في ماليزيا في العام 1992 حيث بلغ مجموع الإصدار ما يقارب (5.3) بليون دولار أمريكي استثمرت في الصكوك الإسلامية.

وتعتبر صكوك المرابحة والبيع بالثمن الآجل الأكثر إصداراً في السوق الماليزي. وتعرف صكوك البيع بالثمن الآجل والمرابحة: الوثائق أو الشهادات الممثلة لقيمة الأصول التي تصدرها الجهة المصدرة للجهات الأخرى لإثبات المديونية فيها، وإصدارها مبنية على أساس البيع بالثمن الآجل أو المرابحة، والاختلاف بينهما يكون بحسب آجال الاستثمار ومدة الاستحقاق.⁽¹⁾ فصكوك البيع بالثمن الآجل تستخدم عادة للتمويل طويل الأجل في حين تستخدم صكوك المرابحة للتمويل متوسط وقصير الأجل.⁽²⁾

وتجري ترتيبات بيع المرابحة أو البيع بالثمن الآجل في ماليزيا عادة على نحو يشابه بيع العينة، فقد تبدأ الصفقة بقيام الممول ببيع أصل ما لمصدر السندات بثن مؤجل الدفع، ثم يقوم الممول بشراء نفس السلعة من المصدر بسعر حال أقل من الثمن المؤجل وبهذا يحصل الممول على ربح يتمثل في الفرق بين السعر المؤجل والسعر الحال، أو أن يقوم المصدر ببيع أصل سلعة ما للمولين بسعر آجل، ثم يقوم المصدر بشراء السلعة مرة أخرى من الممول بسعر مؤجل، ويكون هذا السعر المؤجل متضمناً لهامش ربح يحصل عليه الممول.

(1) جعفر: سحا سورباني، 2006، سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ودور الرقابة الشرعية في معاملته، رسالة ماجستير، كلية الشريعة، جامعة اليرموك، ص 129.

(2) Ali, Engku, **Securitization In Islamic Contracts**, Workshop on Islamic Bonds, Sukuk, and Securitization, Centre for Research and Training, PP 9-10.

وقد أخذت هيئات الرقابة الشرعية في ماليزيا بجواز التعامل بهذه البيوع، وتداول الصكوك القائمة عليها لما فيه من مصلحة عامة بحيث يمكن عن طريق هذه الصيغ حل مشكلة نقص السيولة دون اللجوء إلى الاقتراض الربوي التقليدي، وقد استندت هذه الهيئات على رأي الشافعية الذين قالوا بجواز بيع العينة.⁽¹⁾ على خلاف الحنفية والمالكية والحنابلة الذين رأوا أنه ذريعة إلى الربا، وبه يتوصل إباحة ما نهى الله عنه فلا يصح.⁽²⁾

أيضاً من القضايا التي تثور عند مناقشة صكوك المرابحة والبيع بالثمن الآجل الماليزية هو قابليتها للتداول وفقاً للسعر المتراضى عليه، وهذا يعد بيعاً للدين المحرم شرعاً. والجدير بالذكر أن إصدارات الصكوك في ماليزيا واعتمادها على آراء فقهية تعد مخالفة لرأي الجمهور يعد عقبة أمام الشركات الماليزية التي تطمح إلى جذب المدخرات من الدول الإسلامية الأخرى التي تعتمد رأي الجمهور في مثل هذه المعاملات.⁽³⁾

هذا ولم يقتصر إصدار الأدوات المالية الإسلامية في الدول الإسلامية، بل تعادها ليشمل استخدامها من قبل سلطات بعض الولايات الألمانية، فقد شارك بيت التمويل الكويتي في إصدار أول صكوك إجارة لدولة أوروبية وفق الشريعة الإسلامية، وكانت مدة هذه الصكوك خمس سنوات، قدرت قيمتها بـ (100) مليون يورو لصالح ولاية ساكسوني أنهالت.⁽⁴⁾

(1) وزارة الأوقاف، الموسوعة الفقهية، ج 9، مرجع سابق، ص 96-97.

(2) الزحيلي، وهبه، الفقه الإسلامي وأدلته، ج (4)، دمشق- سوريا، دار الفكر، 1995، ط (3)، ص 469.

(3) Rosly, Saiful Azhar & Sanusi, Mahmood, **The Application Of Bay Al-Inah and Bay Al Dayn in Malaysia Islamic Bonds: An Islamic Analysis**, International Journal of Islamic Financial Services Vol. 1. No., 2, P2/ Engku, **Securitization** ..., Op. Cit., P6 .

(4) حسانين، فياض عبدالمنعم، الصكوك الإسلامية والاجتهادات الشرعية، المؤتمر المصرفي الإسلامي الثاني المنعقد في الفترة ما بين 17-18 نيسان 2005م، ص 52، 53/.

Gassner, Michael S. **Reasons to Issue Sukuk and the Structure behind them**. From the Website: [http://www.bankerme.com/bme/2005/feb/how to structure sukuk.aps](http://www.bankerme.com/bme/2005/feb/how%20to%20structure%20sukuk.aps).

المبحث الثالث

آلية إصدار الصكوك الإسلامية وتداولها وضوابطهما

المطلب الأول: آلية إصدار الصكوك الإسلامية والضوابط الشرعية لها

أولاً: آلية إصدار الصكوك الإسلامية

تشكل عملية إصدار الصكوك الإسلامية النافذة التي يطل من خلالها المصدرون أو وكلاؤهم على المستثمرين، لذلك لا بد أن تكون على درجة عالية من الدقة والإتقان وحسن الإخراج، وتشتمل عملية إصدار الصكوك على خطوات أولية يطلق عليها (تنظيم الإصدار) أو (ترتيب الإصدار) تتلخص فيما يلي:

1. إعداد التصور والهيكل التنظيمي الذي يمثل آلية الاستثمار بواسطة الصكوك ودراسة المسائل القانونية والإجرائية والتنظيمية ودراسة الجدوى، وتضمن ذلك كله في نشرة الإصدار، وربما يتزامن ذلك مع وضع النظام أو اللائحة والاتفاقيات التي تحدد حقوق وصلاحيات وواجبات الجهات المختلفة ذات الصلة.⁽¹⁾ ومن الأهمية بمكان حسن اختيار تلك الجهات لإيجاد عوامل الثقة والطمأنينة لدى المكتتبين. وهذه الخطوة تتم من قبل الجهة القائمة بعملية إصدار الصكوك وهي إما من طرف الممول (البنك مثلاً) أو من قبل المستفيد من التمويل.

وفي غالبية الأحوال تستعين الجهة الراغبة في إصدار الصكوك بذوي الخبرة لتولي عملية التنظيم لقاء عمولة، كما تتم الاستعانة بهيئة شرعية لضمان انضباط كافة الإجراءات بالأحكام والضوابط الشرعية.

2. تمثيل حملة الصكوك (المستثمرين) من خلال إيجاد جهة ذات شخصية مستقلة، وذلك لتمثيلهم في إيجاد العلاقات بالجهات المختلفة.⁽²⁾

3. طرح الصكوك للاكتتاب بهدف جمع الأموال التي ستمول بها الموجودات الممثلة بالصكوك.

4. تسويق الصكوك وهو إما أن يكون بالطرح مباشرة للجمهور وإما أن يتم بيع الصكوك جملةً إلى المستثمر الأول الذي قد يكون بنكاً أو مجموعة بنوك وذلك للقيام بتسويقها وبيعها إلى الجمهور.⁽³⁾

5. التعهد بتغطية الاكتتاب: قد لا يتم الاكتتاب بكامل الإصدار من الصكوك مما يستدعي وجود جهة تلتزم بتغطية الاكتتاب بهذا الجزء غير المكتتب به، ومن ثم بيعه للمستثمرين الآخرين.⁽⁴⁾

ويأتي بعد هذه الخطوات التحضيرية لإصدار الصكوك مرحلة الاكتتاب التي تشكّل مرحلة التعاقد الفعلي بين مالك المشروع والمستثمرين (حملة الصكوك)، ثم تأتي ترتيبات ما بعد الاكتتاب، وسوف نلقي الضوء على هاتين المرحلتين فيما يأتي:

أولاً: مرحلة الاكتتاب

يعرّف الاكتتاب بأنه عقد ملزم لجانبين يلتزم بموجبه المكتتب بالدخول في الشركة بصفة المساهم بحصة من رأس المال تتحدد بعدد من الأسهم يكتتب بها،⁽⁵⁾ ويعرّف أيضاً بأنه العمل الحقوقي الذي يتعهّد الشخص بموجبه بالدخول في الشركة المساهمة بصفة شريك وتقديم حصة

(1) أبو غدة، صناديق الاستثمار...، في بحوث... مرجع سابق، ص 693.

(2) الشايجي، صكوك الاستثمار...، في بحوث...، ص 920-921.

(3) الشايجي، صكوك الاستثمار...، في بحوث...، مرجع سابق، ص 921.

(4) أبو غدة، صناديق الاستثمار...، في بحوث...، مرجع سابق، ص 694.

(5) فرعون، القانون التجاري...، ج 2، مرجع سابق، ص 289.

من رأس مالها.⁽¹⁾ وقد اختلف فقهاء القانون في طبيعة الاكتتاب فمنهم من يرى بأنه تصرف قانوني بإرادة منفردة،⁽²⁾ في حين يرى الفريق الآخر بأنه عقد كامل طرفاه المكتتب من جهة والشركة ممثلة بالمؤسسين من جهة ثانية،⁽³⁾ وهذا هو الرأي الراجح عندهم.

والاكتتاب كأى عقد فيه إيجاب وقبول، أما الإيجاب فهو الإعلان الذي يصدر عن المؤسسين موجهاً للجمهور يدعون فيه للاشتراك معهم في تأسيس الشركة، وأما القبول فهو توقيع المكتتب وثيقة الاكتتاب.⁽⁴⁾ هذا من وجهة نظر قانونية أما من وجه النظر الفقهية فقد ذهب الفقهاء المعاصرون إلى اتجاهين في هذا الصدد:

- أخذ الفريق الأول بالمذهب الحنفي الذي يعتبر أن الإيجاب: هو ما صدر ابتداءً من أحد الطرفين، والقبول: ما صدر من الطرف الآخر معبراً عن رضاه.⁽⁵⁾ وبناء على ذلك تمثل نشرة الإصدار الإيجاب الموجّه إلى الجمهور بينما يمثل الاكتتاب في رأس المال القبول.

- يرى الفريق الثاني أن الاكتتاب في رأس المال هو الإيجاب، بينما تعتبر موافقة الجهة المصدرة هي القبول وذلك أخذاً برأي الجمهور الذي يعتبر أن الإيجاب: هو ما صدر ممن يكون منه التمليك سواء صدر أولاً أو ثانياً، والقبول: هو ما صدر

(1) أنطاكي والسباعي، الوسيط...، ج1، مرجع سابق، ص642.

(2) العكلي، الوسيط في الشركات التجارية، مرجع سابق ص202.

(3) فرعون، القانون التجاري، ج2، مرجع سابق، ص290.

(4) فرعون، القانون التجاري، ج2، مرجع سابق، ص290.

(5) وزارة الأوقاف والشؤون الإسلامية، الموسوعة الفقهية، ج30، الكويت، ط1، 1994، ص201،/

عبدالبر، محمد زكي، أحكام المعاملات المالية في المذهب الحنفي، قطر-الدوحة، دار الثقافة، ط1،

1986، ص28.

ممن يصير له الملك وإن صدر أولاً.⁽¹⁾ وهذا هو الرأي المعتمد في قرار مجمع الفقه

الإسلامي في دورته الرابعة القرار رقم (5).⁽²⁾

وقد يتم الاكتتاب بهذه الصكوك أما من خلال الاكتتاب العام والذي بموجبه تطرح الأسهم

للجمهور ليكتتب بها حيث يحق لأي شخص أن يكتتب بأي عدد من الأسهم ضمن الحدود

المسموح بها.⁽³⁾ أو من خلال اكتتاب خاص: حيث يقوم المؤسسون بالاشتراك مع غيرهم أو

منفردين لتغطية الاكتتاب بالأسهم.⁽⁴⁾

ويتحدد لكل إصدار تاريخ بداية الاكتتاب وتاريخ إقفاله، ويكون سعر الاكتتاب محددًا

ثابتًا لكل الوحدات، وقد يشترط أحياناً في نشرة الإصدار حداً أدنى للاكتتاب للأفراد والمؤسسات

يسمح لهم الاكتتاب به.

ثانياً: مرحلة ما بعد الاكتتاب

عند انتهاء مدة الاكتتاب يتم تقييم مجمل الاكتتاب، هل هو أكثر أم أقل أم مساوٍ لرأس

المال المطروح للاكتتاب، ولا تتور أية مشكلة في حال كان الاكتتاب مساوٍ لرأس المال ولكن

إذا كان المبلغ المكتتب به أكبر من المبلغ المطروح للاكتتاب يكون أمام جهة الإصدار إجراء

عملية توزيع الوحدات للمكتتبين بنسبة ما اكتتبوا به وإعادة المبالغ الفائضة إلى أصحابها،⁽⁵⁾ أو

أن تقوم بزيادة رأس مال الإصدار بحيث يتم اعتماد رأس المال المدفوع عند الحد الذي يتم

تغطيته في الاكتتاب طالما لم يتعدى الحد الأقصى المسموح به أو المصرح به.

(1) الجزيري، الفقه...، ج2، مرجع سابق، ص 155-158.

(2) مجمع الفقه الإسلامي، الدورة الرابعة، 1988، القرار رقم (5) بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار، على

الموقع الإلكتروني للمجمع <http://www.fiqhacademy.org/qarat/4-5.htm>.

(3) الشنطي وشقر، مبادئ القانون التجاري، مرجع سابق، ص214.

(4) سامي، الشركات التجارية...، مرجع سابق، ص310.

(5) العكلي، عزيز، القانون التجاري، عمان-الأردن، مكتبة دار الثقافة، 1995، ص272.

أما في حالة عدم تغطية الإصدار؛ أي إذا كانت المبالغ المكتتب بها أقل من رأس المال المطروح يكون أمام جهة الإصدار أحد الخيارات التالية:

1. التمديد في فترة الاكتتاب إلى فترة أخرى حتى تتمكن من جذب المزيد من المستثمرين. (1)

2. اللجوء إلى متعهد تغطية الاكتتاب الذي يضمن تغطية الوحدات غير المغطاة من قبل الجمهور. (2)

3. تخفيض رأس مال الإصدار إلى الحد الذي تمت تغطيته من طرف الجمهور، وهو ما يجنب جهة الإصدار البحث عن متعهد للتغطية وما يتبع ذلك من تكلفة إضافية. (3)

4. العدول عن تأسيس الشركة وإعادة المبالغ للمشاركين، وذلك في حالة عدم تغطية ما نسبته (50%) من رأس المال المطروح للاكتتاب. (4)

5. مشاركة جهة الإصدار في الاكتتاب، حيث قد تنص نشرة الإصدار على حق الجهة المصدرة في المشاركة في رأس مال المشروع. (5)

(1) العكيلي، القانون التجاري، مرجع سابق، ص 271.

(2) الكيلاني، محمود، التشريعات التجارية والمعاملات الإلكترونية، عمان، دار وائل، ط1، 2004م، ص 283.

(3) مدغمش والمناجره، موسوعة التشريع الأردني، ج15، مرجع سابق، ص 585.

(4) العكيلي، القانون التجاري، مرجع سابق، ص 272.

(5) العكيلي، عزيز. الوسيط في الشركات التجارية، عمان-الأردن، دار الثقافة، 2007م، ص 217/مدغمش، والمناصرة، موسوعة التشريع الأردني، ج15، ص 585.

ثانياً: الضوابط الشرعية لإصدار الصكوك الإسلامية

أ. ضوابط تتعلق بسلامة شرعية العقود⁽¹⁾

1. يجوز إصدار صكوك لاستثمار حصيلة الاكتتاب فيها على أساس عقد من عقود الاستثمار الشرعية.

2. يجوز تصكيك الموجودات من الأعيان والمنافع والخدمات، وذلك بتقسيمها إلى حصص متساوية وإصدار صكوك بقيمتها، أما الديون في الذمم فلا يجوز تصكيكها لغرض تداولها.

3. تترتب على عقد الإصدار جميع آثار العقد الذي يصدر الصك على أساسه، وذلك بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك.

4. طرفا عقد الإصدار هما مصدر الصكوك والمكتتبون فيها.

5. تتحدد العلاقة بين طرفي عقد الإصدار وفق نوع العقد وصفته الشرعية.

6. يجب أن لا تشمل نشرة اصدار صكوك المقارضة نص يضمن به مصدر الصك لمالكه قيمة

الصك الاسمية ولا قدرأ معيناً من الربح، فإن نص على ذلك صراحة أو ضمناً بطل شرط

الضمان و استحق المضارب ربح مضاربة المثل⁽²⁾. في حين يمكن ان تتضمن صكوك

ملكية منافع الاعيان الموصوفة في الذمة و صكوك ملكية الخدمات الموصوفة في الذمة

نصاً يضمن المنافع و الخدمات لحامل الصك .

7. يجوز أن تتعهد جهة ما بتغطية الاكتتاب، ويقصد بالتعهد قيام الجهة المتعهد بتحمل مخاطر

عدم بيع كامل الصكوك المصدرة، وذلك من خلال قيامها بشراء الصكوك التي لم يكتتب

(1) هيئة المحاسبة، المعايير الشرعية، مرجع سابق، ص313/ انظر أيضاً: القره داغي، علي محيي الدين،

التطبيقات الشرعية لإقامة السوق الإسلامية، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، ع8، ج2، 1415هـ-

1994م، ص413-421/ مجمع الفقه الإسلامي، القرار رقم (5) بشأن سندات المقارضة، مرجع سابق.

(2) مجمع الفقه الإسلامي، القرار رقم (5) بشأن سندات المقارضة، مرجع سابق.

بها، بغرض إعادة بيعها للجمهور. وتقوم المؤسسات عادة بذلك مقابل عمولة محددة مسبقاً. ويرى البعض أن هذا التعهد ضمان فلا يجوز تقاضي عمولة عنه.⁽¹⁾ لذلك فقد اقترح بعض الباحثين أن يتم ذلك من خلال عملية بيع الصكوك من جهة الإصدار وذلك بسعر أقل من القيمة الاسمية لتحقيق ربح للجهة المتعدهة بالتغطية، وبعد التملك تقوم الجهة المتعدهة بتوكيل جهة الإصدار بالبيع أو التسويق. ويرى أصحاب هذا التوجه أنه لا يقع في هذه العملية أي اشتراط لعقد في عقد، وإنما تجري خطواتها تبعاً لنفاهم وإجراءات معهودة، فهناك عقد بيع تام ثم توكيل مستقل، لكن إذا نظرنا إلى حقيقة هذا الإجراء سنجد أنه عبارة عن بيع لهذه الصكوك بأقل من قيمتها الاسمية لمتعهد التغطية لتباع لاحقاً بقيمتها الاسمية محققة بذلك عائداً يتمثل بالفرق بين سعر الشراء وسعر البيع وهذا عائد ثابت محدد مسبقاً وهو بذلك لا يختلف عن الفائدة المحرمة شرعاً، لذلك فقد جاء قرار مجمع الفقه الإسلامي بشأن الإسهام في الأسواق المالية بجواز ضمان الإصدار بشرط أن يكون بالقيمة الاسمية وبدون مقابل لقاء هذا التعهد، ويجوز أن يحصل المتعهد على مقابل من عمل يؤديه غير الضمان مثل إعداد الدراسات أو تسويق الأسهم.⁽²⁾

يجوز ان تتضمن نشرة الاصدار بنداً يتيح للجهة المصدرة الحق في العدول عن اصدار الصكوك و اعادة الاموال لاصحابها .

8. لا يجوز أن تشتمل نشرة الإصدار ولا صك المقارضة على نص يلزم بالبيع ولو كان معلقاً أو مضافاً للمستقبل، وإنما يجوز أن يتضمن وعداً بالبيع، وفي هذه الحالة لا يتم البيع إلا بعقد بالقيمة المقدرة من الخبراء وبرضا الطرفين.

(1) الشريف، التوريق...، مرجع سابق، ص 18.

(2) مجمع الفقه الإسلامي، الدورة السابعة، 1992، القرار رقم (63) بشأن الأسواق المالية على الموقع الإلكتروني للمجمع: <http://www.fiqhacademy.org/qarat/4-5.htm>.

9. لا يجوز أن تتضمن نشرة الإصدار نصاً يؤدي إلى احتمال قطع الشركة في الربح فإن وقع كان العقد باطلاً، ويترتب على ذلك عدة أمور أهمها: (1)

- عدم جواز اشتراط مبلغ محدد لحملة الصكوك أو صاحب المشروع.
- أن محل القسمة هو الربح بمعناه الشرعي وهو الزائد عن رأس المال وليس الإيراد أو الغلة، ويعرف مقدار الربح أما بالتنصيص أو بالتقويم للمشروع بالنقد وما زاد عن رأس المال فهو الربح الذي يوزع بين حملة الصكوك وعامل المضاربة.

10. يجوز أن تصدر الصكوك لأجال قصيرة أو متوسطة أو طويلة بالضوابط الشرعية، وقد تصدر دون تحديد أجل، وذلك تبعاً لطبيعة العقد الذي تصدر الصكوك على أساسه.

11. يجوز أن ينظم مصدر الصكوك أو حملة الصكوك طريقة مشروعة للتحوط من المخاطر، أو التخفيف من تقلبات العوائد الموزعة مثل إنشاء صندوق تأمين إسلامي للمساهمات من حملة الصكوك، أو الاشتراك في تأمين إسلامي (تكافلي) وذلك من خلال أقساط تدفع من حصة حملة الصكوك في العائد، أو من تبرعات حملة الصكوك، وذلك استناداً لقرار مجمع الفقه في دورته الرابعة بشأن سندات المقارضة. (2)

12. ليس هناك ما يمنع شرعاً من النص في نشرة الإصدار أو الصكوك على وعد طرف ثالث منفصل في شخصيته، ودمته المالية عن طرفي العقد بالتبرع بدون مقابل بمبلغ مخصص لجبر الخسران في مشروع معين، وعلى أن يكون التزاماً مستقلاً عن العقد، بمعنى أن قيامه بالوفاء بالتزامه ليس شرطاً في نفاذ العقد وترتب أحكامه عليه بين أطرافه، ومن ثم فليس

(1) مجمع الفقه الإسلامي، القرار رقم (5) بشأن سندات المقارضة، مرجع سابق.
(2) مجمع الفقه الإسلامي، قرار رقم (5) بشأن سندات المقارضة، مرجع سابق/ أبو غدة، صناديق الاستثمار...، في، بحوث...، مرجع سابق، ص 638-639.

لحملة الصكوك الدفع ببطلان العقد، أو الامتناع عن الوفاء بالتزاماتهم بها بسبب عدم قيام المتبرع بالوفاء بما تبرع به، بحجة أن هذا الالتزام كان محل اعتبار في العقد⁽¹⁾

ب. ضوابط تتعلق بتوجيه الاستثمار وتخصيص الموارد

1. لا يجوز إصدار صكوك لتمويل مشروع ينتج سلعةً محرمة، أو يقدم خدمة منهي عنها شرعاً. فيجب أن يكون المشروع الممول بهذه الصكوك ملتزم بضابط الحلال والحرام من بدايته إلى نهايته.

2. يجب أن يراعى في إصدار الصكوك مبدأ الأولويات في الاقتصاد الإسلامي، فلا يقدم مشروع لإنتاج سلعة أو خدمة كمالية على مشروع يقدم سلعةً ضرورية، وهنا يجب أن تتدخل السياسة الشرعية لتوجيه الاستثمارات بما يخدم مصالح الأمة والمجتمع.

3. يجب النظر في مآلات عملية التصكيك ومدى ملائمتها للمصلحة العامة، فلا يصح أن يكون التصكيك أداة لتفكيك مؤسسات القطاع العام جرياً مع مفهوم الخصخصة ومتطلبات العولمة.

ج. آلية توزيع الأرباح والخسائر في صكوك الاستثمار الشرعية

إن صكوك الاستثمار الشرعية باعتبارها وثائق تعبر عن ملكية حاملها في الموجودات أو رأس مال المشروع تستحق الربح أو الخسارة تبعاً لأداء المشروع خلال المدة المحددة له، لذلك لا بد أن تشمل نشرة الإصدار على كيفية توزيع الأرباح بين مصدر الصكوك وحملتها، ويجب أن تكون النسبة شائعة دون تحديد مبلغ مقطوع لأحد الطرفين، وأما الخسارة فهي على أرباب الأموال بمقدار حصتهم في رأس المال.

(1) الشريف، التوريق...، مرجع سابق، ص9/. شبير، المعاملات المالية...، مرجع سابق.

وقد جاء في قرار مجمع الفقه الإسلامي حول سندات المقارضة عدد من الضوابط العامة

في استحقاق الأرباح وتوزيعها على النحو الآتي:⁽¹⁾

1. الربح وقاية لرأس المال فلا ربح إلا بعد سلامة الأصل بمعنى أن محل القسمة هو

الربح بمعناه الشرعي، وهو الزائد على رأس المال، وليس الإيراد أو الغلة، ويعرف

مقدار الربح إما بالتنقيض الفعلي أو الحكمي للمشروع.

2. الربح لا يكون بالافتراض وإنما بالتحقيق والمحاسبة.

3. الربح لا يكون إلا من ربح متحقق أو معلوم.

4. يجوز الاتفاق على تخصيص قسم من الربح لصالح صندوق مخصص لمخاطر

الاستثمار.

المطلب الثاني: تداول الصكوك الاستثمارية والضوابط الشرعية لها

يقصد بتداول الصكوك الاستثمارية التصرف فيها لغير مصدرها بالبيع والرهن والهبة

وغيرها من التصرفات الشرعية، وتطلق عبارة الإطفاء، أو الاسترداد على التصرف في الصك

مع مصدره.

أولاً: ضوابط تداول الصكوك الاستثمارية الإسلامية

وتداول هذه الصكوك كتداول الأسهم في الشركات المساهمة الجائزة شرعاً⁽¹⁾. حيث

لا يمنع من عرض هذه الأسهم للبيع والشراء ولا يمنع من بيعها بأكثر أو أقل من

قيمتها الاسمية لأن السهم يمثل حصة المساهم في رأس المال المدفوع، الذي قد يتحول إلى

أموال عينية تمتلكها الشركة، أو أدوات إنتاج، ويمثل أيضاً رأس المال الاحتياطي والأرباح التي

(1) مجمع الفقه الإسلامي، القرار رقم (5) بشأن سندات المقارضة، مرجع سابق .

لم توزع، فقيمة السهم تختلف بحسب مركز الشركة وموجوداتها وبحسب نجاحها في أعمالها أو عدمه، والأموال العينية فيها تختلف قيمتها بحسب الأحوال⁽²⁾. والأسهم بهذا التصور لا تختلف عن الصكوك الاستثمارية الشرعية⁽³⁾. مما يعني قابليتها للتداول، إلا أن هذا الحكم ليس على إطلاقه إذ هناك العديد من الضوابط التي تنظم عملية التداول، نبيها فيما يأتي:

1. تكون الصكوك قابلة للتداول بعد انتهاء المدة المحددة للاكتتاب باعتبار ذلك مأذوناً به

من الشركاء مع مراعاة الشروط التالية⁽⁴⁾:

أ. إذا كان رأس مال المشروع المتجمّع بعد الاكتتاب، وقبل مباشرة العمل ما يزال نقوداً، فإن تداول الصكوك يعتبر مبادلة نقد بنقد وتطبق عليه أحكام الصرف،⁽⁵⁾ من تقابض البديلين في مجلس الصرف قبل التفرق، والخلو عن الخيار، والتمائل إذا بيع أحد النقدين بجنسه.

ب. إذا أصبح رأس المال ديوناً وذلك في حالة استثمار أموال الصندوق في عمليات البيع الآجل أو في عمليات بيع السلم، وذلك لأن قيام المضارب بشراء بضائع أو أصول تم بيعها بالأجل يجعل رأس المال يتحول إلى ديون في ذمة المتعامل معهم. في هذه الحالة تمثل الصكوك أو الوحدات المكتتب بها ديوناً ويخضع تداولها لأحكام التعامل بالدين.

(1) النمري، خلف، شركات الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي، الإسكندرية-مصر، مؤسسة شباب الجامعة، 2000، ص296.

(2) الخياط، الشركات ...، ج2، مرجع سابق، ص216.

(3) الشريف، التوريق...، مرجع سابق، ص6 / حمود، سامي حسين، الأدوات المالية الإسلامية، ص1400.

(4) الشريف، التوريق...، مرجع سابق، ص807. / ملائكة، صالح، التوريق وبقية أدوات السيولة للسوق الإسلامية، بحث مقدم لندوة البركة للاقتصاد الإسلامي، المنامة، البحرين، 2002، ص8. / حسنين، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص27. / مجمع الفقه الإسلامي، القرار رقم (5) بشأن سندات المقارضة، مرجع سابق.

(5) وزارة الأوقاف والشؤون الإسلامية، الموسوعة الفقهية، ج26، ط1، 1992، ص350-355.

ج. إذا أصبح رأس المال موجودات مختلطة من النقود والديون والأعيان والمنافع فإنه يجوز تداول الصكوك وفقاً للسعر المتراضى عليه سواء كان أقل أو أكثر من القيمة الاسمية، على أن تكون الأعيان والمنافع غالبية على النقود والديون، حتى تكون هذه تبعاً ويغتنر فيها ما لا يغتنر في الأصل.

2. يجوز تداول الصكوك في أسواق الأوراق المالية بالضوابط الشرعية، وذلك وفقاً لظروف العرض والطلب ويخضع 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 ويمكن أن تستعين في تحديد السعر بأهل الخبرة، وفقاً لظروف السوق والمركز المالي للمشروع.⁽¹⁾

3. يجوز تداول الصكوك بأي طريقة متعارف عليها فيما لا يخالف الشرع، مثل القيد في السجلات، أو الوسائل الإلكترونية، أو المناولة إذا كانت لحاملها.⁽²⁾

ويمكن تطبيق هذه القواعد العامة للتداول على أنواع الصكوك المختلفة كالاتي:⁽³⁾

أ. يجوز تداول صكوك ملكية الموجودات المؤجرة أو الموعودة باستئجارها منذ لحظة إصدارها بعد تملك حملة الصكوك للموجودات وحتى نهاية أجلها.

ب. يجوز استرداد صكوك ملكية الموجودات المؤجرة من مصدرها قبل أجلها بسعر السوق، أو بالسعر الذي يتراضى عليه حامل الصك ومصدره حين الاسترداد.

(1) الشريف، التوريق...، مرجع سابق، ص8.

(2) هيئة المحاسبة، المعايير الشرعية، مرجع سابق، ص318.

(3) هيئة المحاسبة، المعايير الشرعية، مرجع سابق، ص 318-320/حسان، صكوك الاستثمار، مرجع سابق،

ج. يجوز تداول صكوك ملكية منافع الأعيان (الموجودات) المعينة قبل إعادة إجازة تلك الأعيان، فإذا أعيدت الإجازة كان الصك ممثلاً للأجرة، وهي حينئذ دين في ذمة المستأجر الثاني، فيخضع التداول حينئذ لأحكام وضوابط التصرف في الديون.

د. يجوز للمصدر أن يسترد صكوك ملكية منافع الأعيان (الموجودات) المعينة من حاملها بعد التخصيص ودفع ثمن الاكتتاب سواء كان بسعر السوق أم بالثمن الذي يتراضى عليه العاقدان حين الاسترداد، على أن لا يكون مبلغ الاكتتاب أو مبلغ الاسترداد مؤجلاً.

هـ. لا يجوز تداول صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة قبل تعيين العين التي تستوفى منها المنفعة إلا بمراعاة ضوابط التصرف في الديون، فإذا تعينت جاز تداول الصكوك.

و. يجوز تداول صكوك ملكية الخدمات التي تستوفى من طرف معين قبل إعادة إجازة تلك الخدمات، فإذا أعيدت الإجازة كان الصك ممثلاً للأجرة، وهي حينئذ دين في ذمة المستأجر الثاني فيخضع للتداول حينئذ لأحكام وضوابط التصرف في الديون.

ز. لا يجوز تداول صكوك ملكية الخدمات التي تستوفى من طرف موصوف في الذمة قبل تعيين الطرف الذي تستوفى منه الخدمة إلا بمراعاة ضوابط التصرف في الديون، فإذا تعين الطرف جاز تداول الصكوك.

ح. يجوز تداول أو استرداد صكوك الاستصناع إذا تحولت النقود إلى أعيان مملوكة لحملة الصكوك في مدة الاستصناع، أما إذا دفعت حصيلة الصكوك ثمناً في استصناع مواز أو تم تسليم العين المصنعة للمصنّع فإن تداولها يخضع لأحكام التصرف في الديون.

ط. لا يجوز تداول صكوك السلم، وذلك أخذاً برأي الحنفية¹ والشافعية² والحنابلة³، حيث لا يجوز التصرف في المسلم فيه قبل قبضه بنحو بيع وشراكة ومراوحة وتولية ولو ممن هو عليه.⁽⁴⁾

ي. لا يجوز تداول صكوك المراوحة بعد تسليم بضاعة المراوحة للمشتري، أما بعد شراء البضاعة وقبل بيعها للمشتري فيجوز التداول.

ك. يجوز تداول صكوك المشاركة وصكوك المضاربة وصكوك الوكالة بالاستثمار بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط في الأعيان والمنافع.

ل. يجوز تداول الصكوك المزارعة والمساقاة بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط إذا كان حملة الصكوك مالكي الأرض. أما إذا كانوا الملتزمين بالعمل (الزراعة أو السقي) فلا يجوز تداول الصكوك إلا إذا كان التداول بعد بدو صلاح الزرع أو الثمر.

م. يجوز تداول صكوك المغارسة بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط سواء كان حملة الصكوك مالكي الأرض أم الملتزمين بالغرس.

أيضاً هناك عدد من الضوابط التي تنظم عمليات التداول في الأسواق كافة ومن ضمنها الأسواق المالية، نذكر منها:⁽⁵⁾

1. منع الاحتكار حتى تكون أسعار أوراق المالية طبيعية ومقبولة وعادلة.

¹ الكاساني، بدائع الصنائع...، ج 11، مرجع سابق، ص 122.
² الشيرازي وأبو اسحق، المهذب في فقه الإمام الشافعي، مج 1، ج 1، دار الفكر وص 263.
³ ابن قدامة، أبو محمد عبدالله، المغني ج 6، الرياض-السعودية، دار عالم الكتب، ط 4، 1999، ص 415.
⁽⁴⁾ وزارة الأوقاف، الموسوعة الفقهية، ج 25، مرجع سابق، ص 219.
⁽⁵⁾ محيي الدين، أحمد، أسواق الأوراق المالية وأثارها الإيمانية في الاقتصاد الإسلامي، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي، 1414هـ، ص 463-464.

2. منع النجش وهو اتفاق البائع مع أحدهم لكي يتصنع الشراء في مزاد أو غيره ليخدع طرف ثالث ليشترى بسعر مرتفع، وبذا تعبر المزايدات عن تفاعل حقيقي لقوى العرض والطلب دون تدخل يؤثر على مسارها العادي.

3. منع الغبن، وهو بيع السلعة أو مبادلتها بأكثر أو أقل من قيمتها، وذلك إذا اجتمع مع التغيرير .

4. منع الغرر والغش في المعاملة، ومدلول ذلك ضرورة توافر المعلومات الكاملة الكافية لتحديد سعر البيع أو الشراء للأوراق المالية بناءً على تصور واقعي للمركز المالي الحقيقي للشركة.

5. إمكانية تدخل ولي الأمر بمعالجة أية مستجدات سلبية تطرأ على السير الطبيعي لأسعار الأوراق المالية.

ثانياً: إطفاء صكوك الاستثمار الشرعية

ويقصد بالإطفاء (Redemption) قيام الشركة أو المصدر بشراء السندات التي أصدرها في البورصة.⁽¹⁾

وقد يتم إطفاء سندات المقارضة من قبل الجهة المصدرة بالتنقيط أو استردادها بالتدريج، فالأرباح التي يحصل عليها المشروع، تقسم قسمين، قسم يوزع على أصحاب السندات، والقسم الآخر يعود إليهم مقابل الإطفاء الجزئي لقيمة السندات، وبعد المدة المحددة للإطفاء يكون صاحب السندات قد استرد قيمتها الاسمية وزيادة.

(1) Eitan, A., Avneyen, **Dictionary of Finance**, Macmillan Publishing Company, NY, 1988, p 389/

باز، فريدي وصادر، مكرم، أبي صالح، جورج، **معجم المصطلحات المصرفية**، بيروت-لبنان، ط(1)، 1985، ص 27.

فهذا التصرف يحول عقد المضاربة إلى قرض، فكأن الجهة القائمة على المشروع قد استقرضت من المكتتبين أموالاً وتعهدت بإرجاعها لهم على التدرج مع زيادة سنوية تسمى ربحاً وهذا يعتبر محرماً شرعاً⁽¹⁾.

و قد أخذت هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بعدم جواز ان يتعهد بشراء الأصول من حملة الصكوك او ممن يمثلهم بقيمتها الاسمية عند إطفاء الصكوك في نهاية مدتها و يجوز أن يكون التعهد بالشراء على أساس صافي قيمة الأصول أو القيمة السوقية أو القيمة العادلة أو بئمن يتفق عليه عند الشراء .أما إذا كانت موجودات صكوك المشاركة أو المضاربة تقتصر على أصول مؤجرة إجارة منتهية بالتمليك ،فيجوز لمدير الصكوك التعهد بشراء تلك الأصول -عند إطفاء الصكوك -ببأقي أقساط الأجرة لجميع الأصول ،باعتبارها تمثل صافي قيمتها .²

(1) شبير، المعاملات... مرجع سابق، ص 311.

² الموقع الإلكتروني للهيئة: http://www.aaofii.com/aaofii_sb_sukuk_Feb2008_Eng.pdf

الفصل الثالث

الأهمية الاقتصادية للتصكيك الإسلامي

إن نجاح صناعة التصكيك الإسلامي يرتبط أساساً بالدور الاقتصادي الذي يمكن أن تؤديه هذه الصناعة على مستوى الاقتصاد ككل، ومدى أهميتها في تطوير التمويل الإسلامي والمؤسسات المالية الإسلامية، لذلك جاء هذا الفصل في ثلاثة مباحث ليناقدش الأهمية الاقتصادية للتصكيك الإسلامي، وذلك على النحو التالي:

المبحث الأول: الأهمية الاقتصادية للتصكيك على مستوى الاقتصاد الكلي.

المبحث الثاني: دور التصكيك الإسلامي في تطوير العمل المصرفي الإسلامي

المبحث الثالث: دور التصكيك الإسلامي في تطوير الأسواق المالية في الدول الإسلامية.

المبحث الأول

أهمية الصكوك الإسلامية على مستوى الاقتصاد الكلي

المطلب الأول: دور التصكيك الإسلامي في جذب المدخرات

بحث النظام الاقتصادي في الإسلام على تعبئة المدخرات ويعتبره من الأهداف الأساسية له، ذلك إن الإسلام يدين اكتناز الأموال، ويطالب باستخدامها المنتج بما يحقق الأهداف الاقتصادية والاجتماعية المرجوة منه، ولكن هذا الاستخدام المنتج قد لا يكون متاحاً للأفراد، إما لضآلة حجم الأموال التي لديهم، أو لضعف قدراتهم الإنتاجية والإدارية. لذلك لابد من وجود مؤسسات مالية منظمة تنظيمياً فعّالاً تقوم بتعبئة المدخرات المعطلة وتوجيهها إلى استخدامات إنتاجية، كما يجب أن تكون هذه المؤسسات مجهزة تجهيزاً مناسباً يمكنها من تمويل الاحتياجات الحقيقية،⁽¹⁾ خصوصاً إذا ما علمنا ما لهذه المدخرات من أهمية في تمويل التركيم الرأسمالي الذي يشكل أحد أوجه التنمية،⁽²⁾ والذي يقوم -كما يرى البعض- على ثلاثة أنواع من العمليات وهي: الادخار والتوظيف والاستثمار.⁽³⁾

وكانت المصارف من أهم المؤسسات التي يمكن أن تقوم بتعبئة هذه الموارد في الدول المتقدمة والمتخلفة على حد سواء، وهي أدعى للقيام بذلك الدور في تلك الدول التي تعاني شحاً

(1) شابرا، عمر، نحو نظام نقدي عادل، ترجمة: سيد محمد سكر، عمان-الأردن، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، دار البشير، ط2، 1990، ص64.

(2) Meier, Gerald M, Leading issues in Economic Development, Oxford University press, 3rd. ed. P.252./ Lewis, Arthur W, The Theory of Economic growth, George Allen unwin LTD, London, 1956, p277./

- عمرو، محيي الدين، التخلف والتنمية، بيروت-لبنان، دار النهضة العربية، (د.ت)، ص441. / شافعي، محمد زكي، التنمية الاقتصادية، (د.ن)، (د.ت)، ج1، ص122.

(3) حبيب، مطانيوس، التنمية الاقتصادية، جامعة دمشق، (د.ت)، ص86.

في الموارد التمويلية، ولكن لم تستطع المصارف القيام بهذا الدور بكفاءة. حيث توجهت غالبية التمويلات التي قدمتها المصارف التجارية إلى قطاعات محددة.⁽¹⁾ كما اتسمت تلك التمويلات بقصر الأجل الذي لم يساهم بشكل فعال في التنمية الاقتصادية التي تتطلب تمويلاً متوسطاً وطويل الأجل.⁽²⁾

مما لفت الأنظار إلى أسواق رأس المال التي تعتبر إحدى المؤسسات المالية الهامة التي يمكن أن تقدم تمويلاً متوسطاً وطويل الأجل، وتساهم بالتالي في إحداث تنمية اقتصادية حقيقية،⁽³⁾ وذلك لما تمتاز به هذه الأسواق من تنوع واسع في الأدوات المتداولة فيها، وقد استطاعت تلك الأسواق تأدية هذا الدور في الدول الغربية، وذلك لأن تلك الأسواق جاءت كتطور طبيعي ضمن مراحل تطور الاقتصاد الغربي، ولأنها تتوافق تماماً مع البيئة التي نمت فيها، إلا أن الأسواق المالية لم تؤد الدور التنموي المرجو منها في المجتمعات الإسلامية، فهي لم تقدم إضافة نوعية من حيث طبيعة الأدوات والمتعاملين فيها، فقد جاءت هذه الأسواق -كما هي المصارف التجارية- تطبيقاً للفكر الغربي الرأسمالي الذي يقوم أساساً على سعر الفائدة المحرمة شرعاً. كما اجتاحت هذه الأسواق المالية موجات مدمرة من المضاربات المالية التي أدت إلى خسائر فادحة كما هو الحال في الأسواق المالية العالمية، مما حاد بها عن أداء دورها التنموي المأمول.

-
- (1) النشاشيبي، حكمت شريف، التمويل المتوسط والطويل الأجل في الأسواق المالية العربية، في، أسواق رأس المال الدول العربية: واقعها ومجالات تطويرها، صندوق النقد العربي، أبو ظبي-الإمارات العربية المتحدة، 1984، ص 14/ طوقان، أمية، تطوير أسواق رأس المال العربية، في، آفاق الاستثمار في الوطن العربي، اتحاد المصارف العربية، بيروت-لبنان، 1992، ص 18.
 - (2) الببلاوي، حازم، الاقتصاد العربي في عصر العولمة، أبو ظبي-الإمارات العربية المتحدة، مركز الإمارات للدراسات والنشر والبحوث الإستراتيجية، ط1، 2003، ص 158.
 - (3) هايني، ستيفن شميد، تغيير المسار، ترجمة: علي حسين حجاج، عمان - الأردن، دار البشير، 1996م، ص 89.

ترتيباً على ما سبق فإن الحاجة ما زالت قائمة إلى نوع من الأدوات التي يمكن أن تجمع بين تفضيلات المدخرين أصحاب الفوائض ورغبتهم في تسهيل أموالهم في أي وقت، والحصول على عائد جيد، وبين المؤسسات والمنشآت التي تحتاج إلى تمويل متوسط وطويل الأجل بتكلفة مقبولة.

إن الصكوك المالية الإسلامية يمكن أن تكون أوراقاً قادرة على تحريك الموارد التمويلية إذا توافرت فيها عدة خصائص، نذكر منها:

1. التوافق التام مع الشريعة الإسلامية وخلوها من أي نشاطات أو تعاملات ربوية أو غير مقبولة إسلامياً،⁽¹⁾ ذلك أن الكثير من المسلمين يعزفون عن التوجه نحو أنشطة تدور حولها شبهات تقدر في شرعيتها.
2. التنوع بحيث تكون هذه الأوراق ذات قيم اسمية متنوعة، وتواريخ استحقاق متعددة، ودرجة مخاطر متفاوتة، وذلك حتى تلائم قطاع عريض من المستثمرين.⁽²⁾
3. الأمان بحيث تحظى هذه الأوراق بتأمين كافي ضد المخاطر غير التجارية، بالإضافة إلى مخاطر تحويل العملة لتصبح قابلة للتحويل عند تاريخ الاستحقاق.⁽³⁾
4. أن تكون هذه الأوراق قابلة للتداول -ضمن الضوابط الشرعية- مما يتطلب سوقاً مالية ثانوية يجري فيها تداول هذه الأصول، وذلك تحقيقاً لرغبة المستثمرين في تسهيل أموالهم

(1) جاد، تميم، إدارة الأموال والصناديق وأهميتها في تعبئة الموارد وتطوير سوق المال الإسلامي، في، دور الصيرفة الإسلامية في تعبئة الموارد والأدوات المالية الإسلامية الحديثة، اتحاد المصارف العربية، بيروت-لبنان، 2005، ص 83.

El-karnashawy, Hatem, **Financing Economic Development From an Islamic perspective**, In, **Financing Development In Islam.**, Ed. Mannan, M. A, Jeddah, Research and Training institute, 1st ed. 1996, p 45.

(2) El-karnashawy, **Financing Economic...**, op. cit, P45.

(3) El-lkarnashawy, **Financing Economic...**, op. cit, P45.

وقتما شاءوا، وبخلاف ذلك فإن الإقبال على هذه الأدوات سوف يكون محدوداً، وسوف يشكّل عائقاً أمام التوسع في استخدام هذه الأدوات.⁽¹⁾

5. الكفاءة الاقتصادية لهذه الصكوك والتي تعتمد ابتداءً على جدوى المشروع الذي تستند إليه هذه الصكوك، وإمكانية تقديم عوائد وأرباح منافسة لنظيراتها من الأدوات التقليدية.

6. الكفاءة الفنية للصكوك من حيث حسن اختيار صيغة تمويلية مناسبة، وحسن الإخراج القانوني لها، بالإضافة إلى تنظيم الإصدار بدءاً من الإصدار والترويج له، وتنظيم عمليات الاكتتاب، وانتهاءً بتوزيع العوائد والأرباح المحققة.

7. الكفاءة الإدارية والتي تتضمن اختيار مؤسسات إدارية والمنشآت ذات الغرض الخاص، وغيرها من الأطراف ذات العلاقة في إصدار هذه الأدوات والتي يجب أن تمتاز بالكفاءة الإدارية إلى جانب الكفاءة الأخلاقية.

أما فيما يتعلق بقدرة هذه الصكوك على جذب موارد مالية فهناك عدة احتمالات:

الاحتمال الأول:

أن تكون الزيادة في الموارد التمويلية الإسلامية عن طريق مبيعات الأوراق المالية قد تحققت على حساب النقص في ودائع البنوك الإسلامية أو الحد من نموها، وهذا جائز بالنسبة للبنوك الإسلامية التي أصدرت الأوراق المالية أو غيرها بسبب أن الورقة المالية الإسلامية كانت في عديد من الحالات بديل قريب جداً من الوديعة الاستثمارية الآجلة لدى البنك الإسلامي.⁽²⁾

(1) سفر، أحمد، رأس المال المخاطر ودوره في تطوير سوق رأس المال الإسلامي، في، دور الصيرفة الإسلامية في تعبئة الموارد والأدوات المالية الإسلامية الحديثة، اتحاد المصارف العربية، بيروت-لبنان، 2005، ص 127-182.

(2) يسرى، عبدالرحمن، قضايا إسلامية معاصرة في النقود والبنوك والتمويل، الدار الجامعية، 2001م، ص 387-388.

وقد لا تكون هذه الأدوات وسيلة لتعبئة موارد مالية جديدة، وإنما قد تكون وسيلة للتعبئة الفعالة effective mobilization لهذه الموارد، كما هو الحال في إحدى الإصدارات لمحفظة البنك الإسلامي للتنمية والتي عملت على تعبئة الموارد المالية المعطلة لدى البنوك الإسلامية، مما يمكن القول أنها نجحت في زيادة معدل توظيف الأرصدة الإسلامية القابلة للاستثمار على المستوى الكلي.

الاحتمال الثاني:

أن تكون إصدارات الأوراق المالية الإسلامية قد شجعت المزيد من المسلمين من أصحاب المدخرات والأرصدة النقدية العاطلة على الدخول في عملية التمويل بالأسلوب الإسلامي، وفي هذه الحالة فإن إصدارات الأوراق المالية تكون قد ساهمت مساهمة صافية في عملية تعبئة الموارد التمويلية الإسلامية، ويمكن اختبار هذا الاحتمال على مستوى النشاط المصرفي من خلال معرفة التغيرات في حجم الودائع لدى البنوك غير الإسلامية ومبيعات الأوراق المالية ذات الفوائد (بصفة أساسية) على مدى فترة طويلة نسبياً ومقارنتها بالتغيرات في مبيعات الأوراق المالية الإسلامية.⁽¹⁾

الاحتمال الثالث:

أن تقوم الأوراق المالية الإسلامية بدور في تعبئة موارد كانت مكتنزة لدى المسلمين، وتشجعهم على رفع معدلات ادخارهم واستثمارهم.⁽²⁾

وبالرغم من أنه ليس هناك دراسة تبين أثر الإصدارات الجديدة من الصكوك الإسلامية على حجم الودائع في الجهاز المصرفي التقليدي والإسلامي، إلا أنه يمكننا من خلال بعض

(1) يسري، قضايا...، مرجع سابق، ص388-389.

(2) يسري، قضايا...، مرجع سابق، ص389.

الأرقام أن نشير إلى حجم المدخرات التي تم تجميعها عن طريق هذه الصكوك. ففي التجربة الماليزية حيث كانت البدايات في التسعينات فكان هناك إصدار بقيمة (RM125 million)، وآخر بقيمة (RM300) في العام 1994.⁽¹⁾

وتنامت الإصدارات لسندات الدين الماليزية بين العامين 1996 و 1997 لترتفع من (RM 2,3 Billion) إلى (RM 5,2 Billion) وارتفع حجم هذه الإصدارات في العام 2001 ليصبح RM 13,2 billion، حيث شكلت ما نسبته 43% من الإصدارات الخاصة لذلك العام.⁽²⁾ وفي إحصائيات أخرى لحجم الإصدارات الماليزية، أظهرت أن حجم إصداراتها بلغ ما يقارب (RM 7995.776 Million) وذلك للأعوام من 2001-2007 على النحو الآتي وعلى التوالي: (RM7848.194Million)، (RM39.954Million)، (RM18.992 Million)، (RM17.639 Million)، (RM12.084 Million)، (RM15.3613 Million)، (RM43.317Million)، (RM39.954Million)، (RM7848.194Million).⁽³⁾

كما صدرت صكوك الإجارة البحرينية للسوق العالمي بقيمة (USD 250 million) وكان هناك في العام 2003 إصدار قطري لصكوك الإجارة بقيمة USD 799 million. كما قدم البنك الإسلامي للتنمية إصداراً بقيمة USD 400 million.⁽¹⁾

وأشارت دراسة أخرى إلى أن حجم الإصدارات من الصكوك الإسلامية على المستوى العالمي للعام 2003 بلغ ما يقارب (USD4537). وارتفع حجم الإصدار للعام الذي يليه ليصل إلى (USD 2710) بنسبة نمو تساوي (26.12%) وفي العام 2005 بلغ حجم الإصدار (USD

(1) RM تعني رينغيت ماليزي (عملة ماليزيا).

(2) Engku, **Securitization**....., op. cit, P.5-6. This is taken from: BNN Monthly Statistical Bulletin (January 2002).

(3) Islamic Capital Market: **List of Sukuk Approved SC**. 3/6/2008. from the website: <http://www.Sc.com.my/eng/html/icm/listoffbond.html>.

و(12065.39) و(USD 26797.92) للعام 2006 بنسبتي نمو (67.33%) و(122.11%)

للعامين على التوالي.⁽²⁾

المطلب الثاني: دور التصكيك الإسلامي في تمويل المشاريع الاستثمارية

ما زالت التنمية من أهم القضايا التي تطرح نفسها على شعوب العالم النامي، وعلى الرغم من شمول هذا المصطلح لجوانب متعددة إلا أن الجانب الاقتصادي يحتل المقام الأول في أولويات المنظرين وصناع القرار على حد سواء، لذلك فقد ركزت معظم الدراسات التنموية على التركيم الرأسمالي والاستخدام الأمثل للموارد. ففيما يتعلق بجانب تعبئة الموارد فقد استنفذت الدول النامية كافة المصادر لتوفير ذلك من مدخرات محلية ومن قروض خارجية وهبات ومساعدات دولية واستثمارات خارجية، إلا أن تلك الموارد لم يُحسن استخدامها، بالإضافة إلى ما ترتب على بعض هذه المصادر من مشروطة باعدت بين تلك المصادر وبين الهدف التنموي المنشود منها.

لذلك جاءت الدعوة مجدداً للتركيز على المصادر الداخلية لتوفير تلك الموارد وربطها باستخدامات تنموية حقيقية، ومن بين الوسائل التي قد تكون فعالة في هذا المجال هي الصكوك الاستثمارية الشرعية، التي تستطيع أن تحقق الغرضين معاً، وهما تعبئة الموارد وضمان توجيهها إلى مجالات استثمارية حقيقية.

حيث أن التحدي الرئيسي في مجال الصناعة المالية الإسلامية يكمن - ليس في قدرة المبتكرات المالية على تعبئة الموارد المالية على ما لذلك من أهمية كبرى-، وإنما في طريقة

(1) Engku, **Securitization**...., op. cit, P.6.

(2) Nisar, Shariq, **Islamic Bonds (Sukuk): It's Introduction and Application**, 3/6/2008. from website: <http://www.financeinislam.com/article/8/1/546>.

الاستخدام لهذه الموارد، فلا يضير إذا ما جمعت تلك الموارد عن طريق ودائع أو أوراق مالية أو استثمارات عينية مباشرة، ما دامت ستوجه نحو استثمارات فعلية يمكن أن تحدث أثراً تنموياً في البلدان الإسلامية، لذلك فإن كفاءة استخدام الموارد التمويلية التي تم جمعها عن طريق الصكوك الإسلامية توازي قدرتها على تعبئة هذه الموارد.

ويكون الاستثمار بالأدوات المالية بشكل عام إما استثماراً حقيقياً أو استثماراً مالياً، فقد يكون الاستثمار في الصكوك الاستثمارية الإسلامية استثماراً حقيقياً، وذلك يتمثل في مرحلة الاكتتاب في الإصدارات الجديدة في السوق الأولية، حيث توجه الموارد المعبأة عن طريق هذه الإصدارات لتمويل مشاريع جديدة منوي إقامتها، أو لتمويل توسع في مشاريع قائمة، وكلما زاد حجم الإصدارات من الأدوات المالية يمكن القول أن هناك توسع استثماري أفقي أو عمودي حقيقي، وهنا يمكن القول أن هناك ثمة قيمة اقتصادية مضافة من خلال هذه الإصدارات.

وقد يكون الاستثمار في الصكوك الإسلامية في الأسواق الثانوية استثماراً مالياً وليس استثماراً حقيقياً أو عينياً، إذ يمكن تعريف الاستثمار المالي بأنه شراء تكوين رأسمالي موجود. وهذا يعني شراء حصة في رأسمال (سهم) أو حصة في قرض (سند أو شهادة إيداع أو إذن خزينة) تعطي مالكة حق المطالبة بالأرباح أو الفوائد وبالحقوق الأخرى التي تضمنها القوانين ذات العلاقة، وما يحدث في السوق المالية الثانوية من عمليات بيع وشراء للأسهم والسندات لا يعدو عن كونه نقل ملكية الأصل المالي، حيث يتخلى البائع عن ملكيته لذلك الأصل مقابل حصوله على أصل آخر، فخلال عملية التبادل هذه لا تنشأ أي منفعة

اقتصادية أو قيمة اقتصادية مضافة للنتائج القومي.⁽¹⁾ وهذا يجعلنا نركز على مؤشر حجم الإصدارات الجديدة في الأسواق المالية الإسلامية، وذلك لما لها من أثر على النمو الاقتصادي. وتتميز الصكوك الإسلامية بتنوعها الأمر الذي يجعلها تلاءم قطاعات اقتصادية واسعة، فصكوك المرابحة هي الأكثر ملاءمة للأعمال التجارية، كما نستطيع من خلال صكوك السلم تمويل المشاريع الزراعية التي طالما عانت من نقص التمويل اللازم بسبب عزوف المصارف عن تقديم التمويل لهذا النوع من المشاريع، كما يمكن استخدام صكوك السلم في الصناعات الاستخراجية التي تحتاج إلى موارد تمويلية إلى أن يتم استخراج المسلم فيه ومن ثم بيعه وبالتالي تحصيل عوائد هذه الصكوك، وبشكل عام يمكن استخدام صكوك السلم في العقود الآجلة، أما في قطاع الإنشاءات فنجد صكوك الاستصناع الأكثر ملاءمة لمثل هذه الأنشطة.

على ما لهذه الصيغ من أهمية في تمويل المشاريع الاستثمارية، إلا أن صكوك المشاركة هي الأكثر ملاءمة، وذلك لما تتميز به من مرونة أحكامها، وإمكانية انعقادها في أي مجال، فهي تصلح لكافة أنواع الاستثمارات الطويلة الأجل والمتوسطة والقصيرة، كما أنها تصلح لجميع أنواع الأنشطة الاقتصادية التجارية منها والصناعية والزراعية والخدمية،⁽²⁾ إلا أن صكوك المضاربة تمتاز عليها، وذلك لما تتيحه هذه الصيغة من فصل الإدارة عن الملكية فيستطيع صاحب المشروع الحصول على الأموال دون تدخل الممول في الإدارة.

وفي حقيقة الأمر أن الصكوك الشرعية باختلاف مسمياتها تكتسب أهميتها من الأساس الذي تقوم عليه، أي محل الشركة الذي تستند إليه هذه الصكوك، فإذا كان محل الشركة مشروعاً

(1) رمضان، زياد، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، عمان - الأردن، دار وائل للنشر، 1988، ط1، ص39-40. / نوري، ناظم والبياتي، طاهر، وصيام، زكريا، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، عمان - الأردن، دار وائل للنشر، ط1، 1999م، ص32.

(2) Adam, Nathif T. & Thomas, Abdulkader, Islamic Bonds: Your guide to Issuing, Structuring and Investing in Sukuk, London – UK, Euromoney Books, 2004, p98.

صناعياً إنتاجياً فسيكون لها أثر اقتصادي كبير، في حين سيكون الأثر محدود إذا كانت تلك الصكوك مرتبطة بسلع تجارية كسلع السلم والمرابحة.

لذلك يجب أن تضبط إصدارات الصكوك بحيث تكون مرتبطة بمشاريع حقيقية، وأن تكون هذه المشاريع مراعية لمبدأ الأولويات في النظام الاقتصادي الإسلامي.

المطلب الثالث: دور التصكيك الإسلامي في تمويل مشاريع البنى التحتية

يمكن للتصكيك الإسلامي أن يقدم صيغاً متعددة لتمويل مشاريع البنى التحتية، وسوف نعرض في هذا المطلب لبعض الصيغ والتكييف الفقهي لها ومزايا ومخاطر هذه الصيغ:

أولاً: الصيغ المقترحة لتمويل مشاريع البنى التحتية

1. صكوك B.O.T الإسلامية – Build Operate Transfer Sukuk

من الصيغ المقترحة لتمويل المشاريع التنموية وخاصة تلك التي تتعلق بالمرافق العامة هي استخدام صكوك B.O.T الإسلامية، وهي فكرة تستند إلى نظام التزام المرافق العامة B.O.T، وهو اختصار لمصطلح البناء والتشغيل ثم التحويل، ويقصد بذلك أن تعهد الحكومة أو إحدى الجهات الإدارية إلى مستثمر فرد أو شركة خاصة بإنشاء مرفق عام وإدارته وتشغيله وتقديم خدماته للمنتفعين بها لمدة معينة، وذلك على حساب الشركة وبنفقات من عندها، مع الحصول على رسوم مقابل ذلك، ثم تنقل أصول هذا المرفق أو المشروع إلى الدولة أو الجهة المتعاقدة في نهاية مدة الامتياز،⁽¹⁾ وتبقى ملكية هذه الأصول بيد الدولة، وينتقل للقطاع الخاص إدارة وتشغيل هذا المرفق فقط.

(1) سري الدين، هاني صلاح، التنظيم القانوني والتعاقد لمشاريع البنية الأساسية الممولة عن طريق القطاع الخاص، القاهرة - مصر، دار النهضة العربية، 2001م، ط1، ص25. / حسبو، عمرو أحمد، التطور الحديث لعقود التزام المرافق العامة طبقاً لنظام B.O.T. القاهرة - مصر، دار النهضة

ولتوضيح فكرة صكوك B.O.T الإسلامية نفترض وجود مشروع اقتصادي من المتوقع أن يدر عائدات بالعملة الصعبة، وذلك حتى يكون هذا المشروع قادراً على جذب استثمارات خارجية.⁽¹⁾

كمثال على هذه الفكرة إذا كانت دولة لديها احتياطي من النفط ولكنها غير قادرة على استخراجها نظراً للتكلفة العالية لذلك، ومن المتوقع أن يكون لهذه السلعة المراد إنتاجها -النفط- سوقاً عالمية وتجار يرغبون بالحصول على هذه السلعة بالعملة الصعبة، فيتم تمويل إنشاء هذا المشروع بصكوك B.O.T الإسلامية.

ويتم ذلك من خلال قيام جهة خاصة (SPV) تمثل المضارب في عقد المضاربة بالحصول على ترخيص من الدولة أو الجهات الحكومية التي تمثل المنشئ Originator بإنشاء هذا المشروع وإدارته، وذلك بعد أن تكون هذه الجهة قد قامت بدراسة الجدوى الاقتصادية للمشروع، فإذا ما تم ذلك تقوم (SPV) بإصدار صكوك مضاربة تمثل رأس المال اللازم للمشروع. وبعد انتهاء عملية الاكتتاب يبدأ التنفيذ الفعلي للمشروع، ويمكن لهذه الجهة إدارته بنفسها أو أن تكلف جهة أخرى للقيام بإنشاء وإدارة هذا المشروع وتحصيل عوائده ومن ثم توزيع الأرباح بين حملة الصكوك والـ (SPV) حسب الاتفاق. ويمكن أن يفتح حساب خارجي Offshore escrow تحول إليه عائدات الصكوك، ويتخذ هذا الإجراء عادة لجذب الاستثمارات الخارجية، حيث يضمن المستثمرون من خلاله الحصول على عوائدهم وبالعملة الصعبة دون أن تكون هناك مخاطر لتحويل هذه العوائد.⁽²⁾

العربية، 2002م، ص98/ ناصيف، إلياس، عقود الـ BOT، طرابلس-لبنان، المؤسسة الحديثة للكتاب، 2006، ص 81.

(1) Adam, & Thomas, **Islamic Bonds...**, Op. cit. P. 98.

(2) Adam & Thomas, **Islamic Bonds...** Op. cit, p99.

تشغيله لحسابه طوال هذه المدة ثم نقل ملكيته إلى الدولة أو الجهة الإدارية المتعاقدة في نهاية المدة".(1)

أما فكرة صكوك B.O.O.T الإسلامية، فتقوم على أن تتم عملية تمويل أحد المشاريع العامة من خلال إصدار صكوك إسلامية لتمويل جميع مراحل المشروع، ولتوضيح هذه الفكرة نأخذ المثال التالي:

- مشروع بناء ميناء بحري عام أو أحد الأرصفة المتخصصة.

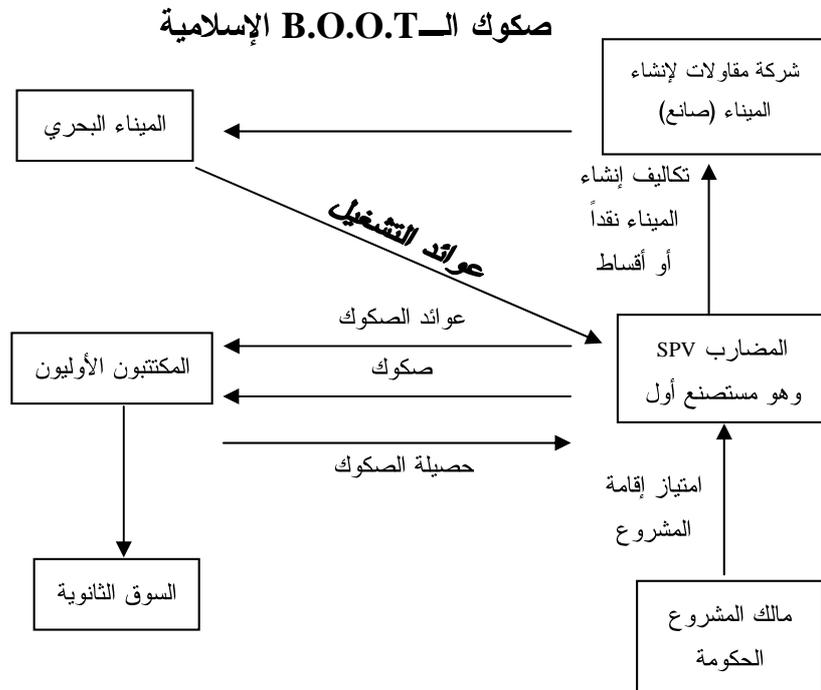
أطراف صكوك B.O.O.T الإسلامية لبناء ميناء بحري:

- **المنشئ Originator:** وهي الدولة التي تقوم بإسناد مهمة بناء المشروع وإدارته إلى المصدر، والدولة في نفس الوقت هي المالك النهائي للمشروع.
- **المصدر (SPV):** وهو المضارب وهو الجهة التي يعهد إليها بإصدار صكوك مضاربة تمثل رأس مال المشروع وطرحها للاكتتاب العام للجمهور، ويمكن للمضارب الاشتراك في رأس مال المضاربة، وبذلك يحصل على أرباح رأسماله بالإضافة إلى نصيبه كمضارب في هذا المشروع.
- **حملة الصكوك:** ويمثلون أصحاب رأس مال المضاربة ويستحقون بذلك الأرباح الناشئة عن تشغيل هذا الميناء، ورسوم استخدامه من قبل شركات النقل والأفراد وجميع مستخدمي هذا الميناء وذلك خلال الفترة المحددة لانتهاء العقد، وقد يتضمن هذا النوع من الصكوك عدداً من التشابكات التعاقدية بين أطراف المشروع وغيرهم من الأطراف الذين قد يوكل إليهم إتمام مرحلة من مراحل المشروع كأن تقوم SPV

(1) سري الدين، التنظيم القانوني...، مرجع سابق، ص21. / حسبو، التطور الحديث...، مرجع سابق، ص104.

بتوقيع عقد استصناع مع مقاولين لإنشاء الميناء، ثم تقوم الـSPV بعد استلام هذا المشروع بالتعاقد مع شركة ما لإدارة هذا المرفق على أساس (عقد الإدارة مقابل أجر محدد). ويختلف هذا الأسلوب عن صكوك B.O.T في أن الملكية لهذا المشروع تنتقل لشركة المشروع خلال فترة الامتياز وبعد انتهاء هذه المدة يتم تحويل ملكية المشروع للدولة أو الجهة المتعاقدة.

الشكل (2)



المصدر: عمل الباحثة

3. صكوك (B.R.O.T) الإسلامية (Build-Rent-Operate-Transfer Sukuk):

وهي صكوك نظام البناء - الاستئجار - التشغيل - التحويل.

وهذا النظام يجمع بين خصائص عقد إيجار المرفق^(*) ونظام البناء والتشغيل والتحويل (B.O.T)، ومؤداه قيام المستثمر ببناء المشروع لحساب السلطة العامة وعلى نفقته، على أن يقوم باستئجار المرفق (المشروع) بعد ذلك من السلطة المتعاقدة، وقيامه باستغلال المشروع لفترة معينة، ويحصل خلال مدة الإيجار على مقابل تقديم الخدمة للجمهور أو للجهة المتعاقدة في نهاية مدة الاتفاق. وتكون ملكية المرفق (المشروع) خالصة للجهة (الحكومية) كما يظل الإشراف على المرفق لهذه الجهة الحكومية، وإن كان تشغيله الفعلي وإدارته متروكاً للمستثمر من القطاع الخاص.⁽¹⁾

صكوك (B.R.O.T) لإنشاء مستشفى عام (Operate - Transfer - Rent - Build):

أما فكرة هذا النوع من العقود فتقوم على أساس أن تعهد الحكومة إلى جهة ما بإنشاء مستشفى عام، وتقوم هذه الجهة (SPV) بإصدار صكوك تمثل رأس مال المشروع وتطرحها للاكتتاب العام على أن تستخدم حصيلة الاكتتاب في إنشاء هذا المستشفى، ومن ثم تقوم باستئجاره، وتحصل هذه الجهة على مقابل تقديم الخدمة للجمهور طوال مدة الإجارة، وتحمل عبء تشغيل وصيانة المرفق خلال هذه المدة على أن تنقل هذا المشروع عند نهاية مدة العقد للحكومة أو للمنشئ.

(*) ويقصد بعقد إيجار المرفق العام تأجير أصول المرافق إلى القطاع الخاص لفترة محددة ويقع على عاتق المستأجر عبء تشغيل وصيانة المرفق خلال مدة الإجارة، كما ينتقل إليه جانب من المخاطر التجارية المرتبطة بتشغيل المشروع. انظر: سري الدين، التنظيم القانوني ...، مرجع سابق، ص18.

(1) حسبو، التطور الحديث...، مرجع سابق.

ثانياً: التكيف الفقهي للعلاقة بين الحكومة أو الجهات المتعاقدة وحملة الصكوك:

في صكوك B.O.T و B.R.O.T و B.O.O.T الإسلامية يمكن تكيف عقود البناء والتشغيل والتحويل على أساس أنها عقد استصناع،⁽¹⁾ لأن الدولة أو الجهة الإدارية المتعاقدة تعهد إلى الشركة أو الجهة التي حصلت على الامتياز بإقامة المرفق وتشغيله، بذلك تكون الدولة مستصناً بحيث تحدد جنس المصنوع ونوعه وقدره وصفته، وعلى الصانع (SPV) الالتزام بهذه المواصفات، ولكن قد لا تكون شركة المشروع (SPV) قادرة على إنشاء المشروع بنفسها، فتعهد بذلك إلى صانع آخر ليقوم بتنفيذ المشروع كما هو متفق عليه، وذلك من خلال عقد الاستصناع الموازي، فنكون شركة المشروع (SPV) صانعاً في مواجهة الدولة أو الجهة المتعاقدة ومستصناً أمام الصانع الثاني - المقاول.

أما ما يتعلق بالثمن فلا يجب تعجيله،⁽²⁾ ويصح أن يدفع كاملاً أو بالتقسيط، كما يمكن أن يكون الثمن استيفاء منفعة المشروع المقام لمدة معلومة، وهي منفعة معلومة، وهذا أيضاً ليس فيه منافاة لشروط عقد الاستصناع.

ويرى بعض الباحثين⁽³⁾ أن مشروعات البناء والتشغيل والتحويل يمكن أن تكيف وفقاً للإحكار أو الاستحكار أو التحكير أو الحكر، وهو طريقة لاستثمار أرض وقفية، وهو حق مرتب على الأرض الموقوفة بإجارة مديدة تعقد بإذن القاضي، يدفع فيها المستحكر لجانب الوقف مبلغاً

(1) الصليلي، عبدالله مرشد، 2006م، تطبيقات عقود الاستصناع في المشروعات البناء والتشغيل والتحويل

B.O.T ودور المؤسسات المالية الإسلامية في تمويلها، الكويت حالة تطبيقية، رسالة ماجستير، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، الأردن، ص76.

(2) الزرقا، مصطفى أحمد، عقد الاستصناع ومدى أهميته في الاستثمارات الإسلامية المعاصرة، جدة-المملكة العربية السعودية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، ط2، 2000م، ص20.

(3) الصليلي، تطبيقات...، مرجع سابق، ص68. نقلاً عن: الإسلامبولي، أحمد محمد خليل، هل نظام B.O.T

نموذج معدل من صور الحكر التي استحدثها المسلمون، جدة، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، 1422هـ، ص5.

معجلاً يقارب قيمة الأرض، ويرتب مبلغاً آخر ضئيل يستوفى سنوياً لجهة الوقف من المستحكر أو ممن ينتقل إليه هذا، قابل للبيع والشراء وينتقل إلى ورقة المستحكر، والغرض من هذا العقد أن يستفاد من استثمارها.⁽¹⁾

أما بالنسبة لتكييف العلاقة بين حملة الصكوك والمنشأة ذات الغرض الخاص فينظمها عقد المضاربة كما بينا سابقاً.

ثالثاً: مزايا صيغ الصكوك الإسلامية المقترحة لتمويل المشاريع العامة:

تحقق أساليب تمويل المشاريع العامة المذكورة سابقاً عدة مزايا سواء من وجهة نظر الحكومة أو من وجهة نظر المستثمرين، وسوف نعرض فيما يأتي لبعض هذه المزايا:

أ. المزايا من وجهة نظر الجهات الحكومية

1. توفير التمويلات اللازمة لمشاريع البنية التحتية:

تعتبر مشاريع البنية التحتية من المشاريع التي تتطلب رؤوس أموال ضخمة جداً، حيث قُدرت الاحتياجات التمويلية في مجال البنية التحتية المحتملة للقطاع الخاص في قطاعات مختارة، كالطاقة والاتصالات وغيرها في عدد من الدول العربية حتى عام 2010 بـ (140) مليار دولار.⁽²⁾

وفي ظل محدودية الموارد التمويلية في هذه الدول وفي ظل أعباء المديونية التي تترشح تحتها، فإنه لا بد من مشاركة القطاع الخاص في تمويل هذه الاحتياجات، وتعتبر الصيغة

(1) الزرقا، أنس، بعض الوسائل الحديثة لتمويل واستثمار المشروعات الوقفية، في، إدارة وتثمين ممتلكات الأوقاف، تحرير: حسن عبدالله الأمين، جدة، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، ص193.

(2) قصيور، عدي، دور أسواق الأوراق المالية والقطاع المصرفي في تمويل القطاع الخاص، في، الآثار المالية والاجتماعية لتمويل القطاع الخاص مشروعات البنية الأساسية والاجتماعية، تحرير، سلطان أبو علي، الكويت، الصندوق العربي للإنماء الاقتصادي والاجتماعي، ط1، 2002م، ص111.

المقترحة سابقاً كعقود ال BOT و BOOT و BROT وغيرها من المجالات التي يمكن من خلالها إشراك القطاع الخاص في هذا النوع،⁽¹⁾ وليس من المتوقع لمؤسسة أو عدد من المؤسسات أن تقوم بهذا العبء الكبير، الأمر الذي يتطلب مشاركات بأعداد كبيرة جداً من أصحاب الفوائض المالية، وتعتبر الصكوك الإسلامية وسيلة ملائمة لجمع الفوائض المالية من صغار المدخرين بحيث تشكل هذه المدخرات بمجموعها موارد تمويلية يمكن أن تساهم في إحداث التنمية المنشودة، وتستطيع هذه الآلية توفير هذا الحجم من التمويلات إذا ما أتيح المجال من ناحية تشريعية لأصحاب المدخرات من الدول الإسلامية المساهمة بهذه الصكوك، وأن لا يكون ذلك الحق محصوراً في المواطنين.

2. معالجة قصور التمويل الحكومي:

تساهم الصيغ المقترحة آنفاً في نقل عبء تمويل ومخاطر التشغيل التجاري الخاصة بمشروعات البنية الأساسية إلى عاتق القطاع الخاص، ومن ثم فإن هذه المشاركة تسمح للدولة ببدء حركة التنمية ومواصلتها ببناء مرافق اقتصادية جديدة تحتاج إليها دون تحميل ميزانية الدولة أعباء مالية مباشرة، ودون لجوء الدولة إلى الاقتراض من مؤسسات التمويل التجارية وغيرها. وهو ما يسمح للدولة بتوجيه موارد الخزانة بشكل أكبر إلى القطاعات الاجتماعية التي ليس لها مردود اقتصادي وأرباح مباشرة، الأمر الذي يساعد الدولة في نهاية المطاف على مواصلة بناء مرافق اقتصادية جديدة، وتوجيه موارد إضافية جديدة إلى الخدمات الاجتماعية دون إحداث عجز في الموازنة.⁽²⁾

(1) متري، موسى خليل، تمويل المشاريع هيكلية ال-B.O.T، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، مج21، ع2، 2005م، ص131-132.

(2) سري الدين، التنظيم القانوني...، مرجع سابق، ص185.

3. توفير العملة الأجنبية:

يمكن لهذه المشاريع أن توفر العملة الأجنبية للدولة المضيفة خصوصاً إذا ما كانت قوانينها تسمح للمساهمين الأجانب بالاكتتاب بهذه الصكوك.

4. تحقيق تنمية اقتصادية حقيقية:

لأن هذه الأساليب التمويلية المتعددة توجه لمشاريع تنموية حقيقية ستعمل على إضافة أصول رأسمالية حقيقية.⁽¹⁾ وهذه المشاريع بدورها ستعمل على خلق فرص استثمارية لشركات المقاولات والإجارة وغيرها، وبذات الوقت تعمل على توفير فرص عمل لعدد كبير من المواطنين، مما يؤدي إلى رفع مستوى معيشة الأفراد.

5. نقل التكنولوجيا الحديثة إلى الدول المضيفة:

تتيح مشاركة القطاع الخاص في المشاريع التنموية الفرصة للحصول على التكنولوجيا الحديثة، لما لذلك من دور في تحقيق ربح اقتصادي ومالي لها.⁽²⁾

6. مزايا اجتماعية:

إن تمويل مشروعات البنية الأساسية عن طريق الاكتتاب بالصكوك يتيح الفرصة لأكثر عدد من المواطنين المشاركة في تمويل هذه المشاريع، الأمر الذي يدعوهم إلى المحافظة على هذه المرافق باعتبارها ملكاً لهم وإن كانت ستؤول ملكيتها للدولة، وباعتبارها أيضاً مصدراً يدر عليهم عوائد وأرباح متوقعة.

(1) Adam and Thomas. *Islamic Bonds...*, op. cit. p. 100.

(2) سري الدين، التنظيم القانوني...، مرجع سابق، ص 187.

7. رفع كفاءة تشغيل ومستوى الخدمات الفنية:⁽¹⁾

تؤدي مشاركة القطاع الخاص في هذه المشاريع إلى رفع كفاءة تشغيل ورفع مستوى خدمات البنية الأساسية والمرافق العامة بشكل عام، وذلك لما للقطاع الخاص من خبرة مالية وفنية أكبر في إدارة هذه المشاريع.

8. تطوير السوق المالية المحلية:

إن استخدام الصكوك في تمويل هذه المشاريع سيعمل على تطوير جانب العرض في السوق المالية، وذلك من خلال الإضافة الكمية للأدوات المطروحة في السوق وذلك لكبر حجم هذا النوع من المشروعات، والإضافة النوعية من خلال إدخال أدوات مالية إسلامية ذات طبيعة مختلفة عن الأدوات المتداولة في الأسواق المالية.

9. نقل المخاطر التجارية إلى عاتق القطاع الخاص (حملة الصكوك):

تعتبر هذه المشاريع وسيلة لنقل المخاطر التجارية والتشغيلية إلى عاتق حملة الصكوك الممولين لهذه المشاريع.

10. ملكية الدولة لهذه المشاريع العامة خلال مدة المشروع:

تبقى الدولة على ملكيتها لهذه المشاريع في حالة صكوك B.O.T الإسلامية وصكوك B.R.O.T إلا أن ليس لها التدخل المباشر في تشغيل هذه المشاريع أثناء مدة الامتياز الممنوح لحملة الصكوك، وإنما لها الإشراف والرقابة فقط، وتنتقل إليها ملكية المشروع في حالة صكوك B.O.O.T عند نهاية المدة.

(1) نصار، جابر جاد، عقود البوت B.O.T والتطور الحديث لعقد الالتزام، القاهرة، دار النهضة العربية، 2002م، ط1، ص57.

ب. المزايا بالنسبة لحملة الصكوك:

1. تحقيق أرباح متوقعة:

يستطيع حملة الصكوك الحصول على عوائد إيرادية متوقعة Expected Return لقاء استثمار أموالهم في هذه المشاريع، وقد تكون هذه العوائد منافسة لما تقدمه المصارف الإسلامية على حسابات الاستثمار، كما يستطيعون الحصول على أرباح رأسمالية في حال أرادوا بيع الصكوك في السوق الثانوية.*

2. نقل المخاطر وتوزيعها إلى أطراف متعددة:

يسمح هذا الأسلوب بنقل أعباء المخاطر السياسية إلى عاتق الحكومة أو الجهة مانحة الترخيص، كما أن دخول المنشأة ذات الغرض الخاص (SPV) في ترتيبات تعاقدية مختلفة يسمح بتوزيع المخاطر حتى التجارية منها على أطراف آخرين، مثال ذلك، المخاطر المرتبطة بالتأخير في تشييد المشروع أو الناجمة عن التضخم تلقى على عاتق شركات المقاوله والشركات المورد.

3. التخلص من السيطرة البنكية:

ففي حال تضافر حملة الصكوك في تمويل هذا المشروع من أموالهم الخاصة لن تكون هناك حاجة إلى الاقتراض من البنوك.

وهذا ما دعا إحدى الشركات الكبيرة في الولايات المتحدة العاملة في مجال حقول الغاز

إلى اعتماد الصكوك الإسلامية لتمويل مشروعاتها. فقد قامت شركة (East Cameron

(* قد يكون العائد إما على شكل أرباح إيرادية أو أرباح رأسمالي، ويقصد بالأرباح الإيرادية تلك التي تنتج عن نتج عن استثمار الأموال استثماراً حقيقياً أو مالياً، أو على شكل أرباح رأسمالية تنتج عن بيع الأصل المستثمر به. للمزيد انظر: رمضان، مبادئ الاستثمار...، مرجع سابق، ص 293.

(Partners) بإصدار صكوك بقيمة (166) مليون دولار لتطوير حقول الغاز خاصتها وذلك للتخلص من التمويل عن طريق البنوك.⁽¹⁾

رابعاً: المخاطر الناشئة عن استخدام صكوك B.O.T و B.O.O.T و B.O.O.T وكيفية التقليل منها وتوزيعها على الأطراف المشاركة

هناك عدة مخاطر يمكن أن تنشأ في حالة تمويل مشروعات البنية الأساسية، ويمكن توزيع هذه المخاطر أو التخفيف منها إذا ما مولت عن طريق الصكوك الإسلامية، ومن هذه المخاطر:

1. المخاطر المرتبطة بمرحلة الإعداد للمشروع

وهي تلك المخاطر التي قد تتحقق أثناء المرحلة الخاصة لإعداد المشروع، وتتمثل تلك المخاطر في حالة الإخفاق في إبرام اتفاق الترخيص أو الالتزام مع الجهات الحكومية، وذلك بخسارة المبالغ والتكاليف في هذا الشأن، ويتحمل المساهمون هذه المخاطر، إذ أن التكاليف الفعلية المصروفة في هذه المرحلة غالباً ما يأتي مصدرها من المساهمين في شركة المشروع (أي الشركة التي سوف تقوم ببناء وتشغيل المشروع).⁽²⁾

إلا أنه في حالة تمويل هذا المشروع عن طريق الصكوك الإسلامية فإنه لا يتوقع أن يكون للمساهمين وجود قبل أن تقوم (SPV) بدراسة هذا المشروع والبدء فعلياً بإجراءات الموافقة والترخيص من الجهة الحكومية، ففي هذه الحالة تكون هذه المخاطر مسؤولية (SPV)، على أن هذه المنشأة (SPV) في حال التوصل على اتفاق مع الجهات الحكومية وإنهاء مرحلة

(1) Lane, Karen, **Islamic Bond Market Provides Way for US Firms to Raise Cash**. 1/23/2007. from Website: <http://www.iifm.net/news072.php>.

(2) سري الدين، التنظيم القانوني، مرجع سابق، ص 169.

الإعداد للمشروع يمكنها أن تنقل تكاليف هذه المرحلة أو جزء منها إلى المكتتبين بالصكوك باعتبارها جزء من التكاليف التي يمكن إضافتها لقيمة الصكوك.

2. المخاطر المرتبطة بتشييد المشروع وبنائه

وهذه المخاطر يمكن تقسيمها إلى ثلاثة أنواع رئيسية:

أ. مخاطر زيادة تكلفة المشروع

يمكن لحملة الصكوك التخلص من مخاطر زيادة تكلفة المشروع من خلال الاتفاق مع المقاول (من خلال عقد الاستصناع الموازي) على تقدير إجمالي ثابت Lump Sum لتكلفة تشييد المشروع، بحيث لا يحق له طلب أي زيادة في الأجر،⁽¹⁾ وبذلك فإن أي تقلبات في أسعار الخدمات والمواد يتحملها المقاول وليس حملة الصكوك، لذلك فإن الخسائر الناشئة عن أية زيادة في أسعار الخدمات أو المواد نتيجة لمتغيرات خاصة بالسوق وقواعد العرض والطلب يتحملها المقاول، كما يتحمل المقاول الخسائر الناتجة عن هبوط القيمة الشرائية للعقود أو التضخم أو زيادة أسعار النقل وغيرها.

ب. مخاطر متعلقة بالتأخير في إتمام الأعمال وعيوب التنفيذ

ويتم توزيع هذا النوع من المخاطر على الأطراف المشتركة كما يلي:
أولاً: يتحمل المقاول كافة الأضرار الناشئة عن التأخير في تنفيذ الأعمال والتي لا تكون راجعة إلى خطأ من حملة الصكوك ممثلين بـ (SPV)، أو إلى ظرف طارئ أو قوة قاهرة، ويتم ضبط هذه الحالة من خلال الشروط الجزائية المفروضة على المقاول في حال كان مسؤولاً عن هذا التأخير، كما يتحمل المقاول أيضاً أعباء الخلل في التنفيذ كأن يكون المستصنع أقل كفاءة عما تم الاتفاق عليه.

(1) محيسن فؤاد، محمد، التأصيل الشرعي لعقدي الاستصناع والمقولة، (د.ن)، ط1، 2002، ص 133.

ثانياً: تتحمل (SPV) مخاطر التأخير إذا كان هذا التأخير ناتجاً عن خطأ منها، كما لو تأخرت في تسليم الموقع إلى المقاول أو في إصدار التصريحات اللازمة.

3. مخاطر التشغيل

يتحمل المضارب (SPV) المخاطر المتعلقة بتشغيل المرفق (المشروع)، إذا كان متعدياً أو مقصراً في أداء التزاماته، بغير ذلك لا يتحمل المسؤولية لأن يده يد أمانة فلا يضمن، ولكن يمكن لحملة الصكوك أن يحصلوا على ضمانات من المضارب ضد المخاطر التي يمكن أن يكون سببها تقصير أو تعدي المضارب فقط.

4. المخاطر التجارية

ويقصد بهذا النوع من المخاطر تلك الناجمة عن القصور في الطلب على الخدمة أو السلعة التي ترجع غالباً إلى الحالات التي تكون فيها دراسات الجدوى غير دقيقة، بحيث يكون الطلب على الخدمة أو السلعة أقل من المعروف منها مما يؤدي إلى خسائر تجارية، ويمكن التقليل أو التخفيف من حدة هذه المخاطر من خلال عقد اتفاقيات شراء مبدئية مع الجهات الحكومية، أو المشتريين المتوقعين مباشرة. وهذا النوع من المخاطر يتحمله المستثمرون (حملة الصكوك) و (SPV) المضارب معاً.

5. المخاطر السياسية

تنشأ المخاطر السياسية نتيجة تغيير القوانين السارية وقت الاتفاق، الأمر الذي قد يؤدي إلى زيادة تكاليف المشروع أو المساس بعائداته، أو قد تنشأ هذه المخاطر عن خطر تحويل

العملة الأجنبية إلى الخارج أو تحويل العملة الوطنية إلى عملة أجنبية،^(٥) وهو الأمر الذي قد يضر بالمصلحة الاقتصادية للمساهمين ويحول دون تحويل الأرباح إلى الخارج.⁽¹⁾

على أنه يمكن أن التخفيف من آثار هذه المخاطر من خلال فتح حساب خارجي يتم تحويل عائدات المشروع إليه ومن ثم تحويلها إلى حملة الصكوك.⁽²⁾ إلا أن هذا الإجراء وإن كان يحفظ حق حملة الصكوك إلا أنه من وجهة نظر الدولة يعتبر من المخاطر المتعلقة بهذا النوع من التمويل خصوصاً إذ كانت التشريعات تسمح بتحويل كافة الأرباح دون أن يكون هناك جزء مخصص منها لإعادة استثماره داخلياً وهذا يمكن الحد من آثاره من خلال التشريعات المناسبة كأن تلزم الدولة المستثمر بإعادة استثمار جزء من أرباحه في الدولة المضيفة.⁽³⁾ كما أن هذا النوع من المخاطر قد لا نجده في حالات اشتراط أن يكون المستثمرون من حملة الصكوك من المواطنين فقط، وذلك لحماية وحصر ملكية المرافق العامة في أيدي الدولة أو المواطنين فقط. وهناك نوع آخر من المخاطر السياسية التي قد تنشأ عن تأميم ومصادرة أصول شركة المشروع، أو تلك المخاطر الناتجة عن العنف السياسي والإضراب وحالات الحروب. على أنه ليس من المتوقع أن تقوم الحكومات بإجراءات من شأنها التأثير على تدفق الاستثمارات الخارجية وذلك في ظل حاجتها الماسة للتمويل.

(٥) تنشأ مخاطر تحويل العملة نتيجة لمتطلبات التقرير المالي للحصول على حسابات مجمعة لمجموعة من الشركات، ولتحويل الوضع المالي الخاص بالفروع الأجنبية التابعة للشركة إلى عملية الشركة الأم، وبناء على ذلك فإن الاستثمارات في الفروع الأجنبية يجب أن يتم تحويلها لمبلغ مكافئ لعملة الشركة الأم في المجموعة. كويل برايان، الحماية من مخاطر العملة، ترجمة: قسم الترجمة بدار الفاروق، القاهرة- مصر، دار الفاروق للنشر، ط1، 2006، ص 9.

(1) سري الدين، التنظيم القانوني...، مرجع سابق، ص 179.

(2) Adam and Thomas, **Islamic Bonds...**, Op. Cit. p. 100.

(3) نصار، عقود البوت...، مرجع سابق، ص 60،/ ناصيف، عقد الـ BOT، مرجع سابق، ص 155.

6. المخاطر الناتجة عن ظروف طارئة أو قوة قاهرة

وهذا النوع من المخاطر يمكن التخفيف من آثاره من خلال شركات التكافل الإسلامي، أو تخصيص صندوق لمعالجة مثل هذه المخاطر حال حدوثها، وتتم المساهمة فيه من جميع الأطراف المشاركة في هذا المشروع، أو من خلال شركات التأمين التقليدي (على رأي من يقول بجوازه).⁽¹⁾

المطلب الرابع: أهمية الصكوك الإسلامية في حل مشكلة المديونية

من المشاكل التي تعاني منها كافة الدول الإسلامية هي مشكلة الدين العام وتنقسم المديونية عادة إلى ديون خارجية Foreign Debt وهي التي تكون لدول أجنبية أو مؤسسات دولية، أو أفراد أجنب، وديون داخلية Domestic Debt وهي التي تكون للمواطنين والمؤسسات المحلية على الدولة أو الجهات السيادية المختلفة. ومن المعروف أن هذه الديون هي قروض ربوية، وقد قدمت عدة اقتراحات للتخلص من هذه المديونية، وكان من بينها تحويل هذه القروض الربوية إلى قروض حسنة (بدون فوائد).⁽²⁾ ولكن هذا الاقتراح غير عملي وذلك لما قد يواجهه باعتراضات ومن قبل مالكي السندات الربوية الذين ما استثمروا أموالهم إلا لقاء الفائدة المحددة على هذه السندات. ومن الاقتراحات التي قدمت أيضاً في هذا المجال هو تحويل هذه السندات إلى أسهم⁽³⁾ في مشاريع عامة، ويعني هذا الاقتراح تحويل الدين الثابت في ذمة الحكومات أو الجهات السيادية إلى رأس مال في شركة أو رأس مال في مضاربة، ولكن هل

(1) Adam and Thomas, **Islamic Bonds...**, Op. Cit. p 101.

(2) Khan, Mohammad Akram. **Long Term Financing in Islamic Countries. Case Study of Pakistan, in, Financing Development in Islam.** Editor: M.A. Mannon, Jeddah, Saudi Arabia. IRTI. 1996. P. 217. / Iqbal, Munawar. **Causes of fiscal problems in Muslim Countries and Some Suggestions for Reform.** In Financing Development..., op. cit. p. 135.

(3) Khan, **Long term...**in, Financing ..., op. cit, P. 135.

يجوز أن يكون الدين حصة في رأس مال الشركة؟ الحقيقة أن الشريعة الإسلامية لا تبيح اعتبار الدين حصة في الشركة شأنه في ذلك شأن المال الغائب، لأن المقصود من الشركة الربح، ولا يتم إلا بالتصرف ولا يمكن التصرف في مال غائب أو دين.⁽¹⁾

كذلك اشترط جمهور الفقهاء أن يكون رأس مال المضاربة عيناً لا ديناً في ذمة المضارب، كأن يكون لشخص دين على آخر فيقول له -مثلاً- اعمل بالمال الذي عندك على أن يكون مضاربة،⁽²⁾ كما لا يجوز أن يقارضه بدين على غيره يقتضيه⁽³⁾.

وقد اشترط الفقهاء هذا الشرط لاحتمال أن يكون المدين معسراً، ولم يتيسر له السداد فأراد أن يؤخر السداد مقابل أن يزيده في ماله، فيتحايل على ذلك في المضاربة والعمل في الدين لتحقيق ربح يعود بجزء منه على الدين زيادة على رأس المال -وهو الدين- عند رده فيكون الربا المنهي عنه، لذلك كان هذا الشرط مخافة الوقوع في الربا.⁽⁴⁾

"ولكن لو قال الرجل: اقبض مالي على فلان من الدين واعمل به مضاربة جاز، لأن المضاربة هنا أضيفت إلى المقبوض فكان رأس المال عيناً لا ديناً".⁽⁵⁾

(1) ابن قدامة، أبي محمد عبد الله، المغني على مختصر أبي القاسم الخرقى، ج (5)، مكتبة الرياض الحديثة، 1980، ص 19،/ الكاساني، علاء الدين أبي بكر بن سعود، بدائع الصنائع في ترتيب الشرائع، بيروت-لبنان، دار إحياء التراث العربي، مؤسسة التاريخ العربي، ج5، (د.ت)، ص79/ الجزيري، الفقه...، ج3، مرجع سابق، ص 82-84.

(2) الكاساني، بدائع الصنائع...، مرجع سابق، ص114. /النووي، أبي زكريا يحيى بن شرف، روضة الطالبين، ج4، بيروت-لبنان، دار الكتب العلمية، 1992، ص 198/الجزيري، الفقه...، ج3، مرجع سابق، ص 37-43.

(3)الاحساني، عبد العزيز حمد، تبيين المسالك شرح تدريب السالك الى اقرب المسالك، ج 4، بيروت-لبنان، دار الغرب الاسلامي، ط 2، 1995، ص 165.

(4) أبو زيد، نحو تطوير...، مرجع سابق، ص19.

(5) الكاساني، بدائع الصنائع...، ج5، مرجع سابق، ص114. / وزارة الأوقاف، الموسوعة الفقهية، ج 38، مرجع سابق، ص48.

ولكن يرى أحد الباحثين⁽¹⁾ إنه يجب النظر لهذا الشرط في ضوء طبيعة المعاملات المعاصرة، وذلك من حيث نوعية الشخص المدين، وما إذا كان شخصية اعتبارية أم طبيعية. فإن كان على شخصية اعتبارية كإحدى المؤسسات المصرفية المعاصرة -كالمصرف مثلاً- كأن يكون للدائن حساب جاري بالمصرف، فإن وضع المدين هنا وهو المصرف لا يمكن اعتباره معسراً فإنه يمكن للدائن الطلب من المصرف تحويل هذا الدين إلى مضاربة، وذلك لأن شبهة الإعسار قد انتفتت هنا، ومن ثم أصبحت عملية استرداد قيمة الوديعة ودفعها ثانية للمصرف عملية صورية لا معنى لها.

ولكن الحال هنا يختلف رغم أن الدولة أو أجهزتها تعتبر من الشخصيات الاعتبارية إلا أن الدولة في غالب أحوالها تكون معسرة، فهي لم تقتض أصلاً إلاً لحاجتها للأموال، وواقع البلدان الإسلامية وحكوماتها وعجز ميزانياتها يشير إلى هذا الحال، لذلك فإن تحويل السندات الربوية التي على الدولة للمواطنين قد توقعها فعلاً في شبهة الربا.

أما المقترح الذي يقدمه هذا البحث هو تحويل هذه السندات الربوية التي على الدولة للمواطنين إلى صكوك ملكية خدمات عامة تقدمها الدولة مثل خدمات التعليم، والخدمات الصحية وخدمات النقل، بحيث يتم مبادلة السندات الربوية التي بحوزة المواطنين بما يقابل قيمتها من صكوك خدمات تقدمها الدولة مستقبلاً، وبذلك تتخلص الدولة من القرض الربوي وكذلك المواطنون. كما تضيف هذه الصكوك ميزة الحماية ضد مخاطر التضخم التي قد تعمل على تآكل قيمة القرض مع مرور الزمن خصوصاً إذا كان هذا السند مرتبطاً بسعر فائدة ثابت، وذلك إضافة للمنفعة الحقيقية التي يمكن أن يحصل عليها بهذه الطريقة. وبما أن هذه الصكوك تمثل

(1) أبو زيد، نحو تطوير...، مرجع سابق، ص19.

منافع فإنها قابلة للتداول في السوق الثانوية مما يعني قابليتها للتسييل إذا ما أراد حامل الصك الحصول عليها بشكل نقود.

كما يمكن مبادلتها -الديون- بصكوك استصناع سلع تنتجها الدولة، فيحصل بذلك حملة الصكوك على سلع بقيمة ما قدموه من قرض سابقاً.

وفي نهاية هذا المبحث يمكن القول أن للصكوك الإسلامية دور إيجابي في تحقيق أهداف اقتصادية ضرورية لأي مجتمع، ومن هذه الأهداف جذب المدخرات، وتمويل المشاريع الاستثمارية والتخلص من المديونية، ولكن هل يمكن للتصكيك الإسلامي أن يقدم أدوات تستطيع المؤسسات المالية الإسلامية، وخصوصاً المصارف، الاستفادة منها في مواجهة التحديات التي تواجهها؟ هذا التساؤل يشكل محور الحديث في المبحث التالي.

المبحث الثاني

دور التصكيك الإسلامي في تطوير العمل المصرفي الإسلامي

تواجه المصارف الإسلامية في حيز التطبيق عدداً من التحديات التي تعيق عملها وتحد

من إمكانيات تطويرها، ومن هذه التحديات:

- مشكلة السيولة في المصارف الإسلامية.
- غياب الاستثمار طويل الأجل.
- إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية.
- الافتقار إلى إطار إشرافي ورقابي ملائم.

ويمكن للتصكيك الإسلامي أن يساهم في مواجهة هذه التحديات والتخفيف من آثارها

على نحو سببته في الصفحات القادمة.

المطلب الأول: دور الصكوك في حل مشكلة السيولة في المصارف الإسلامية

من أبرز التحديات التي تواجهها المصارف الإسلامية مشكلة السيولة بشقيها، إدارة

فائض السيولة، ونقص السيولة.⁽¹⁾ ففيما يتعلق بإدارة السيولة فتنشأ أصلاً من حقيقة أن هناك

مفاضلة بين السيولة والربحية، وأن هناك تبايناً بين عرض الأصول السائلة والطلب عليها،

وبينما لا يستطيع المصرف السيطرة على مصادر أمواله من الودائع، يمكن السيطرة على

(1) خان، طارق الله وأحمد، حبيب، إدارة المخاطر: تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية، ترجمة:

عثمان بابكر أحمد، جدة، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، 2003م، ص42.

استخدامات هذه الأموال، وعلى ذلك فإن هناك أولوية تعطى لموقف السيولة عند توظيف الموارد.(1)

فالمصارف التقليدية تستطيع أن توظف فائض السيولة لديها وذلك من خلال تقديم القروض البنينة لليلة واحدة أو أكثر، أو من خلال الأسواق النقدية التي تتوفر فيها أدوات نقدية تلائم طبيعة عمل تلك المصارف.

أما في حالة المصارف الإسلامية، فإن الأمر يختلف تماماً فكما هو معلوم، فإن القروض بفوائد لا تجوز لا أخذاً ولا عطاءً، لذلك لا تستطيع هذه المصارف توظيف الفوائض لديها بهذه الطريقة، كما أنها لا تستطيع توظيفها في الأسواق النقدية وذلك لأن الأدوات في هذه الأسواق تعتمد على الفائدة المحرمة شرعاً. من هنا تبرز الحاجة إلى أدوات مالية إسلامية تستطيع المصارف الإسلامية من خلالها أن توظف الفائض لديها وفي نفس الوقت تبقى إمكانية تسهيلها قائمة وبأقل تكلفة، لذلك فإن الصكوك الإسلامية تقدم البديل المناسب لهذه المصارف،(2) وحتى تستطيع هذه الأدوات من القيام بدورها لابد من وجود سوق ثانوية للأوراق المالية الإسلامية، فكما هو معروف يزدهر العمل المصرفي بوجود أسواق مالية ثانوية ليتم من خلالها الاستثمار في أصول مالية قصيرة الأجل جداً، والتي تستطيع أن تحوّلها إلى نقد سائل بسرعة كبيرة،

(1) AL-Omar, Fuad and Abdel-Haq, Mohammed. **Islamic Banking: Theory, practice & challenges**, Oxford University press, karachi, Zed Books, London & New Jersey, 1996. P.109. / Vogel, Frank E. & Hayes Samuel I. **Islamic Law and Finance, Religion, Risk and Return**, The Hague. London, Boston, Kluwer Law International. 1998, p. 198./

- سفر، أحمد. **المصارف والأسواق المالية التقليدية والإسلامية في البلدان العربية**، طرابلس - لبنان، المؤسسة الحديثة للكتاب، 2006م، ص161.

(2) أحمد، محيي الدين، **أسواق الأوراق المالية وأثرها الإيمانية في الاقتصاد الإسلامي**، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي، 1414هـ، ص 257.

وبتكلفة تحويلية ضئيلة. كما أن هذه الأدوات المالية الإسلامية ستشكل الأساس الذي يمكن أن تقوم عليه سوق نقدية إسلامية.⁽¹⁾

أما بالنسبة لمشكلة نقص السيولة فإن المصارف الإسلامية تتعرض لها بسبب اختلاف طبيعة عمل المصارف الإسلامية عن نظيرتها التقليدية، فتنشأ أزمة السيولة من أن المصرف لا يستطيع في إطار المشاركة في الربح والخسارة أن يسترد تمويله ما لم يصل المشروع إلى مرحلة الإثمار الناجح.⁽²⁾ وذلك أمر بديهي لأن الاستثمار يكون على شكل أصول عينية يصعب تسيلها بسرعة، ولكن في حال تصكيك هذه الاستثمارات فإنه يمكن بيع هذه الأدوات في السوق الثانوية والحصول على السيولة اللازمة.

كما تتعرض المصارف الإسلامية لأزمة السيولة لانتشار صيغ التمويل القائمة على أساس الدين⁽¹⁾ -صيغ المرابحة بشكل رئيسي- وهذه الأصول لا يمكن تداولها لأنها ستكون من قبيل بيع الدين المنهي عنه شرعاً. ولعل ذلك يكون من الأسباب التي تحت المصارف الإسلامية على تنويع استثماراتها من خلال تفعيل صيغ المشاركة والمضاربة والإجارة، بحيث يمكن تصكيكها عندئذ يمكن أن تكون صكوك المرابحة جزءاً من مجموعة أصول تكون الغالبية فيها للأعيان لا للنقود والديون، وبهذا تصبح قابلة للتداول.

(1) Adam & Thomas, *Islamic Bonds...*, Op. cit, p. 123./ Hale Alice, *Assets-Backed Securities Tapping Surplus Liquidity*. From Website: <http://www.db.riskwater.com/global/risk/foreign/islamicfinance/pdfs/is>

(2) شابر، نحو نظام نقدي عادل، مرجع سابق، ص 199.

المطلب الثاني: دور التصكيك الإسلامي في إدارة مخاطر المؤسسات المالية الإسلامية

شهدت الأسواق المالية العالمية تغيرات جذرية نتيجة التغيرات التي وسمت الاقتصاديات المعاصرة مثل عولمة الأسواق وحرية تدفق رؤوس الأموال عبر الحدود الجغرافية والسياسية، وتعويم أسعار الصرف وما رافق ذلك من تطور تقني هائل في وسائل الاتصال وتكنولوجيا المعلومات. ومما لا شك فيه أن هذه التغييرات أثرت على أداء المؤسسات المالية وزاد حجم المخاطر التي قد تتعرض لها، لذلك نشطت هذه المؤسسات في إيجاد وتطوير منتجات ومشتقات مالية بهدف حماية نفسها.

من هنا جاءت أهمية إدارة المخاطر والتي يقصد بها: "المنهج أو المدخل العلمي للتعامل مع المخاطر البحتة عن طريق توقع الخسائر العارضة المحتملة، وتصميم وتنفيذ إجراءات من شأنها أن تقلل إمكانية حدوث الخسارة، أو أنها تقلل الأثر المالي للخسائر التي تقع إلى الحد الأدنى".⁽²⁾

والعنصر المهم في إدارة المخاطر هو فهم المفاضلة بين المخاطرة والعائد، فالعائد المتوقع يزداد مع زيادة المخاطر، وطالما أن الهدف من المؤسسات المالية هو زيادة صافي العائد على أسهم المساهمين، فإن إدارة المخاطر المرتبطة بتعظيم العائد هي من الوظائف المهمة لهذه المؤسسات، وهي تقوم بهذا الدور من خلال التنويع الكفاء للمخاطر الخاصة، واختزال وتحويل المخاطر العامة.⁽³⁾

(1) إقبال، منور، وأحمد، أوصاف وخان، طارق الله، التحديات التي تواجه العمل المصرفي الإسلامي، جدة،

البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، ط2، 2001م، ص57-58.

(2) حماد، طارق عبدالعال، إدارة المخاطر، الدار الجامعية، 2003م، ص51.

(3) خان وأحمد، إدارة المخاطر...، مرجع سابق، ص33.

وتقسم المخاطر التي تتعرض لها المصارف إلى مخاطر مالية يمكن تقسيمها بشكل عام إلى مخاطر سوق، ومخاطر ائتمان، ومخاطر غير مالية وهذه تشمل مخاطر التشغيل والمخاطر الرقابية، والمخاطر القانونية.

وقد ابتكرت المؤسسات المالية التقليدية عدة وسائل وأدوات للحد من المخاطر التي تواجهها، ومن تلك الأدوات المشتقات المالية Derivatives وهي "عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصول المعنية (أي الأصول التي تمثل موضوع العقد Underlying assets) وهذه الأصول تتنوع ما بين الأسهم والسندات والسلع والعملات الأجنبية".⁽¹⁾

وتسمح المشتقات للمستثمر بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتماداً على أداء الأصل موضوع العقد، وتضم المشتقات المالية مجموعة واسعة من الأدوات المالية أهمها الاختيارات Options، والمستقبليات Futures، ومبادلات أسعار الفائدة Interest Rate Swaps، ومشتقات الرهن العقاري Mortgage Derivatives، وتقدم كل مجموعة من هذه الأدوات تغطية مختلفة لنوع من المخاطر.

والمصارف الإسلامية باعتبارها بديل للمؤسسات المالية التقليدية جاءت لتوفر فرصاً استثمارية وتمويلية وتجارية تتماشى مع تعاليم الشريعة الإسلامية، فإذا ما أرادت هذه المؤسسات القيام بدورها بشكل فعال فلا بد من الاهتمام بإدارة المخاطر المرتبطة بنشاطاتها. ونظراً لأن طبيعة المصارف الإسلامية تختلف عن المصارف التقليدية من حيث عدم تعاملها بالربا قطعياً، ولإ اعتمادها مبدأ المشاركة في الربح والخسارة فقد أوجدت هذه الطبيعة المغايرة مخاطر جديدة، بالإضافة إلى المخاطر التي تشترك بها مع المصارف التقليدية مثل مخاطر الائتمان ومخاطر

(1) حماد، طارق عبدالعال، المشتقات المالية، الدار الجامعية، 2001م، ص5.

السوق ومخاطر السيولة.⁽¹⁾ ولكن حتى هذه المخاطر لدى المصارف الإسلامية هي ذات طبيعة مختلفة عن التي تواجه المصارف التقليدية، ناهيك عن المخاطر المرتبطة بكل صيغة من صيغ التمويل الإسلامي المختلفة.⁽²⁾

ولأن المصارف الإسلامية ذات طبيعة عمل مختلفة ومخاطر مختلفة كان لابد من إيجاد أدوات للتحوط ضد هذه المخاطر، تتوافق مع مبادئ الشريعة، وتلاءم طبيعة العمل المصرفي الإسلامي، خصوصاً إذا ما علمنا أن المشتقات المالية التقليدية غير متاحة للمؤسسات المالية الإسلامية لانطوائها على مخالفات شرعية صريحة.⁽³⁾

ومن الأدوات التي يمكن أن تشكل أدوات ملائمة للتعامل مع مخاطر المصارف الإسلامية الصكوك الشرعية، فهذه الصكوك تتيح إمكانية تنويع الاستثمارات مما يسمح بتشتيت المخاطر وتوزيعها، كما تسمح تلك الصكوك بتشكيل حافظة استثمارية تلائم حاجات ورغبات المستثمرين،⁽⁴⁾ مما سيعمل على التخلص من التركيز الشديد في التمويل قصير الأجل المسيطر على أعمال المصارف الإسلامية، الذي يعتبر ظاهرة غير صحية من وجهة النظر القائلة بتوزيع

(1) خان وأحمد، إدارة المخاطر...، مرجع سابق، ص 75.

(2) خان و احمد، إدارة المخاطر...، مرجع سابق، ص 73-74.

(3) رضوان، سمير عبدالحميد، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، القاهرة-مصر، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، 1996م، ط1، ص 336 وما بعدها. / محي الدين، أحمد، عمل شركات الاستثمار الإسلامية في السوق العالمية، المنامة-البحرين، بنك البركة الإسلامي للاستثمار، ط1، 1986، ص 266 وما بعدها. /

Vogel and Hayes, Islamic Law..., op. cit. p. 170-171

(4) العالونة: رانيا زيدان، 2005م، إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية (حالة الأردن)، رسالة ماجستير، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، الأردن، ص 77. / الزعتري، التكيف الشرعي، مرجع سابق، ص 27-32.

المخاطر، وذلك لما له من تأثير على تخفيض الهوامش الربحية حيث يشكل الاستثمار قصير الأجل المتمثل في المراجحات ما نسبته (70%) من أصول المصارف الإسلامية.⁽¹⁾

يمكن للصكوك الإسلامية أن تقوم بنفس الدور الذي تقوم به المشتقات المالية من تشتيت المخاطر وتوزيعها، إلا أن هذه الصكوك ليست مشتقات مالية بمفهومها التقليدي،⁽²⁾ وذلك للفروقات الواضحة بينهما، نوردتها فيما يأتي:

فالمشتقات المالية كما عرفناها سابقاً هي أدوات مالية تشتق قيمتها من أصول أخرى أو أدوات مالية أخرى، وأن البيع والشراء الذي يتم بها ليس بيعاً ولا شراءً حقيقياً لأنها لا يجري فيهما التفاضل بين طرفي العقد فيما يشترط له التفاضل في العوضين، أو في أحدهما شرعاً. في حين أن التداول في الصكوك الشرعية التي تمثل أصولاً حقيقية أو منافع أعيان يعد تداولاً لهذه الأصول، وهو تداول حقيقي ولا بد من التفاضل في العوضين حتى يصح بيع وشراء هذه الصكوك.

من جهة أخرى فإن البائع في العقود المستقبلية والعقود الآجلة يبيع ما لا يملك من عملات وأسهم وسندات وقروض وبضائع على أمل شراءها من السوق وتسليمها في الموعد دون أن يقبض الثمن، كما أن المشتري فيها غالباً يبيع ما اشتراه الآخر قبل قبضه، في حين أن ذلك لا يحدث في الصكوك الشرعية وذلك لأنه من تمام صحة هذه الصكوك هو انضباطها بشروط البيع الصحيح.

كما إن العائد الذي يحققه المتعاملون بالمشتقات المالية هو ناتج عن فروق الأسعار في حالة الربح، فهو لم يملك أصل ما، ولم يضمن ذلك الأصل، ولم يعمل به، في حين إن الربح

(1) Adam and Thomas, **Islamic Bonds**., op. cit. p. 122.

(2) Adam and Thomas, **Islamic Bonds**..., op. cit. p. 56-57.

المتحقق لحملة الصكوك الإسلامية هو ربح ناتج عن استثمارهم لرأس المال أو لعلمهم بها، كما قد يحقق حملة الصكوك الشرعية أرباحاً رأسمالية ناتجة عن بيعهم للصكوك التي يحملونها في حال ارتفاع أسعارها.

وهناك فرق آخر هو أن المتعاملين في هذه العقود -المشتقات- هم ثلاثة أنواع: (1)

1. **المتحوطون Hedgers**: الذين يهتمون بتخفيض المخاطرة التي يتعرضون لها،

والمشتقات تسمح لهم بتحسين درجة التأكد ولكنها لا تضمن تحسين النتائج.

2. **المضاربون Speculators**: وهم يراهنون على تحركات الأسعار المستقبلية، لذلك

يستخدمون المشتقات لمحاولة كسب وتحقيق.

3. **المراجعون Arbitrageurs**: ويدخلون عندما يكون هناك فرق لأصل معين بين

سوقين أو أكثر، وذلك بالشراء من السوق منخفض السعر والبيع في نفس الوقت في

السوق مرتفع السعر وبالتالي يحققون ربح عديم المخاطرة.

ومن ناحية إسلامية فإن سوق العقود حتى تؤدي دورها المناط بها فلا بد أن تمثل

الصفقات التي تتم فيها سلعاً حقيقية، وأن تنفذ عقودها في مواعيدها، بأن يستلم البائع الثمن ويُسلم

المشتري المبيع والسلعة محل العقد، وذلك يعني استبعاد المضاربة Speculation من عمليات

السوق، ويقصد هنا بالمضاربة عملية البيع والشراء الصوريين حيث تباع العقود وتنتقل من يد

إلى أخرى، وغاية الطرفين البائع والمشتري الاستفادة من فروق الأسعار فقط (2) لذلك فليس من

المتوقع وجود هذه الفئة في سوق الصكوك الشرعية وذلك لما يترتب على هذه الأنشطة من آثار

سلبية ولما تتضمنه من مخالفات شرعية.

(1) طارق حماد، المشتقات المالية، مرجع سابق، ص 8.

(2) أحمد محي الدين، عمل شركات الاستثمار، مرجع سابق، ص 252.

أما عن المتعاملين بالصكوك الاستثمارية الشرعية فإنهم على الأغلب مستثمرون يرغبون باستثمار أموالهم استثماراً فعلياً يقدم لهم عائداً متوقعاً جيداً، ودرجة منخفضة من المخاطر، وليس الدخول في مضاربات تضر بالأسواق والاقتصاد ككل.

الصكوك الشرعية بديل لمقايضة أسعار الفائدة:

من المشتقات المالية التي ابتكرتها الهندسة المالية التقليدية ما يسمى بالمقايضات، حيث تنقسم عقود المقايضة إلى نوعين هما: عقود مبادلة العملات Currency Exchange Swap، وعقود مبادلة أسعار الفائدة Interest Rate Swap، وقد صمم النوع الأول من هذه العقود لإتاحة الفرصة لتخفيض تكلفة التمويل في حين كان الهدف من النوع الثاني هو التغطية ضد مخاطر تغيير أسعار الفائدة.⁽¹⁾

وتتم عملية مبادلة أسعار الفائدة بوجود طرفين: لدى الطرف الأول ورقة مالية بسعر فائدة ثابت، بينما يحتفظ الآخر بورقة دين بسعر فائدة متغير. وتأتي رغبة الطرفين في تبادل مدفوعات الفائدة من أن الطرف الأول (فرضاً)، هو مؤسسة مالية عليها أن تقوم بدفع سعر فائدة متغير على التزاماتها المالية (وهو معدل الفائدة المصرفية ليبر LIBOR)+ (10%) على الودائع لديها. أما الطرف الثاني فهو جهة تدفع فائدة ثابتة قدرها (10%) على التزامها وهو عبارة عن قرض عقاري مدته خمس سنوات، والزيادة في معدل ليبر تؤثر سلباً في دخل المؤسسة المالية الطرف الأول في (المبادلة)، ومن ناحية أخرى فإن الطرف الثاني سيتعرض لخطر التغيير في سعر الفائدة والذي يرغب بتفاديه، وقيام الطرفين بمبادلة

(1) هندي، منير إبراهيم، الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، ج2، الإسكندرية، منشأة المعارف، 2003م، ص9، 10.

مدفوعات الفائدة الخاصة بكل منهما سيؤدي إلى حماية إيراداتهما من التغيرات في أسعار الفائدة.⁽¹⁾

كما تتم مبادلة أسعار الفائدة عندما يحصل الطرفان على التمويل بأسعار فائدة مختلفة، وتستند هذه المبادلة إلى نظرية الميزات النسبية في التجارة فيكون الهدف هو مبادلة تكاليف الاقتراض على أساس الميزات النسبية.

أما ما يتعلق بجواز المقايضات⁽²⁾ فإن الموسوع الاقتصادي الأساسي لهذا العقد هو التعاون في تخفيض كلفة الاقتراض من خلال تخفيض كلفة المخاطر غير المرغوب فيها من جانب الطرفين، وبهذه الكيفية فإن المقايضة عقد على المكاسب الثنائية للطرفين المشاركين فيه. ولذلك يرى بعض الباحثين⁽¹⁾ أن لا اعتراض فقهي على هذا النوع من المقايضات، في حين تبقى آلية تنفيذ هذه العملية غير جائزة شرعاً لأنها تقوم على الفائدة.

وبذلك فإن البديل المقترح لإدارة مخاطر من هذا النوع في اقتصاد إسلامي يستند إلى فكرة مقايضة العوائد وليس مقايضة الفوائد.

مقايضة العوائد:

يتم هذا الاتفاق بين طرف لديه أصول ذات عوائد ثابتة وطرف آخر لديه أصول ذات عوائد متغيرة، ويقضي الاتفاق بمبادلة العوائد لفترة محددة.

ويهدف من لديه أصول ذات عوائد متغيرة إلى تقليل مخاطر التقلبات في العائد ربما لأن لديه التزامات ثابتة، كما قد يهدف من لديه أصول ذات عوائد ثابتة إلى زيادة أرباحه. كما يمكن أن تكون المقايضة لأن أحد الأطراف لديه ميزة نسبية في الحصول على التمويل عن الطرف

(1) في بسط هذا المثال انظر كتاب خان وأحمد، إدارة المخاطر، مرجع سابق، ص 58-59.

(2) خان وأحمد، إدارة المخاطر...، مرجع سابق، ص 170.

الآخر،⁽²⁾ وبهذه الكيفية فإن المقايضة هي عقد المكاسب الثنائية للطرفين المشاركين فيه كما بينا سابقاً.⁽³⁾

ويرى بعض الباحثين أن هناك شروطاً يجب توافرها حتى تتم هذه المبادلات، وهو وجود الطرفين اللذين يشكلان برغباتهما المتطابقة أساساً لهذا العقد، بالإضافة إلى وجود أدوات مالية بعائد ثابت تستخدم لاستقطاب الموارد طويلة الأجل، ووجود أداة مالية بعائد متغير وذلك لاستقطاب الأموال قصيرة الأجل.⁽⁴⁾

وفيما يتعلق بالشرط الأول، وهو التطابق، فهو أمر بديهي في ظل سوق إسلامية نشطة، أما ما يتعلق بالشرط الثاني، وجود أدوات مالية بأجال متعددة فهذا ما يضمنه نجاح عملية التصكيك من توفير أدوات مالية متعددة ومتنوعة.

أما عن كيفية تطبيق عقد المقايضة باستخدام الصكوك الشرعية فهذا ما يبينه المثال التالي:

الطرف الأول: لديه مجموعة من الصكوك ذات العوائد الثابتة مثل صكوك الإجارة والمرابحة، ويرغب هذا الطرف في الحصول على أصول بعوائد متغيرة لزيادة أرباحه وذلك نظراً لحالة الانتعاش الاقتصادي الذي يتوقع معها ارتفاع العوائد المتغيرة.

(1) خان وأحمد، إدارة المخاطر...، مرجع سابق، ص170.
(2) الساعاتي: عبدالرحيم عبدالحمد، نحو مشتقات مالية إسلامية لإدارة المخاطر التجارية، مجلة جامعة الملك عبدالعزيز، الاقتصاد الإسلامي، م11، ص86.
(3) خان وأحمد. إدارة المخاطر...، مرجع سابق، ص170.
(4) خان وأحمد. إدارة المخاطر...، مرجع سابق، ص170-171.

الطرف الثاني: لديه صكوك مضاربة وأسهم في شركات وهذه أصول ذات عوائد

متغيرة، يرغب مالكيها بمبادلتها بأصول بعوائد ثابتة وذلك لتغطية نفقاته

والالتزامات الثابتة خلال فترة زمنية محددة.

وتتم عملية المقايضة بأن يبيع الطرف الأول أصوله ذات العائد الثابت إلى الطرف

الثاني مقابل صكوك المضاربة وأسهم الشركات التي يمتلكها الطرف الثاني، ويشترط الطرف

الثاني في عقد البيع (مثلاً أنه بعد عامين سوف يقوم بشراء أسهمه وصكوك المضاربة من

الطرف الأول بنفس قيمة صكوك الإجارة والمرابحة التي تمت المبادلة بهما، خلال مدة العامين

تكون عوائد صكوك الإجارة والمرابحة ملكاً للطرف الثاني، وتكون عوائد صكوك المضاربة

والأسهم ملكاً للطرف الأول، وفي نهاية الفترة المتفق عليها يستعيد كلا الطرفين امتلاك

أصولهما، ومن الواضح أن هذا النوع من العقود ينطوي على بيع الوفاء الذي اختلف الفقهاء في

الحكم الشرعي له.

فالمالكية والحنابلة والمتقدمون من الحنفية والشافعية ذهبوا إلى أن بيع الوفاء فاسد

للأسباب التالية:⁽¹⁾

1. إن اشتراط البائع أخذ المبيع إذا رد الثمن إلى المشتري يخالف مقتضى البيع وحكمه وهو

ملك المشتري للمبيع على سبيل الاستقرار والدوام.

2. إن في هذا الشرط منفعة للبائع لم يرد دليل على جوازها.

(1) وزارة الأوقاف والشؤون الإسلامية. الموسوعة الفقهية، الكويت، وزارة الأوقاف والشؤون الإسلامية،

ج9، ط2، ص260-261.

3. إن المبيع على هذا الوجه لا يقصد منه حقيقة البيع بشرط الوفاء وإنما يقصد من ورائه الوصول إلى الربا المحرّم. و قد اخذ مجمع الفقه الإسلامي أخذ بعدم جواز هذا البيع لأنه قرض جر نفعاً فهو تحايل على الربا.(1)

وذهب بعض المتأخرين من الحنفية وكذلك بعض الشافعية إلى جواز ذلك لأن البيع بهذا الشرط قام عليه العرف فراراً من الربا وهو صحيح، وإن كان مخالفاً للقواعد.(2)

وبهذا اخذ بعض الباحثين في الاقتصاد الإسلامي، واشترطوا شروطاً عدة لتحقيق

مشروعية مقايضة العوائد القائمة على هذا النوع من البيوع ، نبينها في الآتي :

شروط مشروعية مقايضة العوائد:(1)

إن غرض مقايضة التحوط هو حماية المال الذي قد يكون عملة أجنبية أو عوائد وإيرادات أصول من خطر التقلبات غير المرغوبة، ويتحقق بذلك هدف حفظ المال وهو من المقاصد الشرعية، ويعزز من تحقيق القبول الفقهي لهذا العقد تحقق الشروط التالية:

1. أن يتم تبادل العوضين في مجلس العقد فلا يؤجل أحدهما.
2. يمكن أن يكون المال المتبادل عوضاً أو منفعة.
3. يجوز أن يكون أحد البديلين أو كلاهما ديناً حالاً.
4. يجب أن يكون العوض سلعة أو منفعة سلعة معينة، ولا يكون من السلع المثلية.
5. يجب أن يكون موعد التبادل وإعادة التبادل محدداً ومتفقاً عليه سواء للسلع أو للمنافع المتبادلة.
6. يجب أن يحدد مكان التقابض وطريقته.
7. يجب أن لا يجمع بين البديلين إحدى علل الربا.

(1) قرار رقم (66) بشأن بيع الوفاء عن الموقع الإلكتروني: <http://www.fiqhacademy.org/qart/7-4.htm>.

(2) وزارة الأوقاف، الموسوعة الفقهية، ج 9، مرجع سابق، ص 260.

- فإذا ما تحققت هذه الشروط فإنه يمكن أن تؤدي هذه أغراض التحوط وحفظ المال وهو من المقاصد الشرعية، لذلك يرى البعض أن مبررات من قال بفساد بيع الوفاء لاشتراط البائع أخذ المبيع إذا رد الثمن إلى المشتري لا تنطبق في حال مقايضة التحوط للأسباب التالية:⁽²⁾
1. إن اشتراط إعادة التبادل يحقق هدف التحوط وبالتالي هو من مقتضى العقد وليس خارجاً عنه.
 2. إن اشتراط إعادة التبادل يحقق منفعة الطرفين معاً.
 3. لا يمكن أن تؤدي مقايضة التحوط إلى الربا حيث يشترط أن يكون معدل التبادل وإعادة التبادل متساويان كما يشترط أن لا يجتمع في البديلين إحدى علل الربا.
 4. لا يوجد في مبادلة التحوط غرر فاحش حيث أن البديلين معينان، وموعد التبادل وإعادة التبادل محددان، ومكان التبادل وطريقته يتم الاتفاق عليهما مسبقاً.

وما تراه الباحثة أن بيع الوفاء المتضمن في مقايضة العوائد بهذه الكيفية وبهذه الشروط لا يخالف أحكام المعاملات المالية الإسلامية، طالما أنه استند إلى عقد تحقق فيه تراضي المتعاقدين، ولا يشوبه شبهة الربا، أو إلحاق الضرر بأحدهم.

فضلاً عن أنه عقد يلائم مستجدات العصر، وتقتضيه متطلبات التحوط ضد أنواع من المخاطر التي تحيط برؤوس الأموال الإسلامية.

كما ويمكن للتصكيك الإسلامي أن يستخدم لتحويل الأصول التي بحوزة المصرف الإسلامي من ميزانيته إلى بنود خارج الميزانية، كأن يكون من ضمن أصول المصرف الإسلامي مشاريع على أساس عقد المضاربة أو المشاركة فيمكن لهذا المصرف أن يقوم

(1) الساعاتي، نحو مشتقات مالية...، مرجع سابق، ص 89، 90.

(2) الساعاتي، نحو مشتقات مالية...، مرجع سابق، ص 89، 90.

بتصكيك هذه المشاريع، ذلك بأن يصدر أوراقاً مالية تستند إلى هذه الأصول ومن ثم بيعها للمستثمرين، فهو بذلك ينقل مخاطر هذه المشاريع لأنها انتقلت من ميزانيته إلى ميزانية منشأة أخرى أنشأت لهذا الغرض، وبالتالي يتوزع الخطر على أكبر عدد من المستثمرين بدلاً من أن يتحملة البنك.

المطلب الثالث: دور التصكيك الإسلامي في تفعيل الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية

جاءت المصارف الإسلامية لتقدم خدمات ومنتجات مالية تتفق ومبادئ الشريعة الإسلامية، واستطاعت هذه المصارف أن توجد البديل الإسلامي لكافة المعاملات المصرفية التي يحتاج إليها المسلم في نشاطاته اليومية، وقد لاقت هذه المصارف قبولاً واسعاً بين المسلمين، وليس أدل على ذلك من الانتشار السريع رغم قصر عمرها نسبياً، وارتفاع معدل الودائع لدى هذه البنوك بشكل مطرد. وقد تمكنت هذه المصارف أيضاً من استقطاب فئات من المدخرين لم يسبق لها التعامل مع الأجهزة المصرفية، وبذلك فقد أسهمت في رفع معدلات الادخار القومي، كما استطاعت أن تجذب عدداً كبيراً من عملاء المصارف التقليدية الذين لم يكن البديل الإسلامي متاحاً لهم آنذاك.⁽¹⁾

أن المصارف الإسلامية وإن كانت قد حققت نجاحاً في إيجاد البديل المصرفي الإسلامي، إلا أنها في مجال استخدام هذه الأموال قد ركزت على التمويل قصير الأجل الذي برز من خلال ارتفاع نسبة المرابحات التي تجريها المصارف الإسلامية، والتي انصرفت غالباً

(1) علي، أحمد محمد، دور البنوك الإسلامية في مجال التنمية، جدة-السعودية، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، ط2، 1998م، ص14-15. / أيضاً انظر: الرواشدة: مفيد، وآخرون، دور البنك الإسلامي الأردني في جذب المدخرات المكتنزة، أبحاث اليرموك، إربد-الأردن، مج15، ع1، 1999م.

إلى قطاع التجارة وذلك على حساب الصيغ التمويلية الأخرى كالمشاركات والمضاربات. ولا يحتاج الأمر إلى بصيرة ثاقبة حتى ندرك أن هذا الدور الذي تؤديه المصارف الإسلامية بهذا الوصف لا يختلف من ناحية اقتصادية عما تقوم به المصارف التقليدية من حيث التركيز على التمويل قصير الأجل، وإهمال التمويل المتوسط وطويل الأجل الذي يسهم فعلاً في تمويل مشاريع اقتصادية تنموية، والتي تفتقر إليها البلدان الإسلامية.

وأشكال التمويل التي تقدمها البنوك الإسلامية هي في معظمها أشكال العوائد الثابتة مثل المرابحة والإجارة والتي هي أيضاً ذات مستوى مخاطرة أقل، بالرغم من أن ذلك يشير إلى مرونة وتكيف العمل المصرفي لمتغيرات البيئة التي يعمل فيها، إلا أنه يعد انحرافاً في مسيرة العمل المصرفي عما كان متوقعاً له.⁽¹⁾ ولمعالجة هذا الخلل وإعادة التوازن إلى نشاطات البنوك الإسلامية لابد من إحداث تغيير في أساليب التمويل التي يمكن أن تستخدمها هذه البنوك.

ويمكن للصكوك الإسلامية أن تقدم تمويلاً طويلاً ومتوسط الأجل، حيث يمكن للمصارف الإسلامية أن تعيد التوازن لاستثماراتها من خلال توظيف الأموال المودعة لديها في صكوك استثمارية طويلة الأجل، فليس من الضروري أن تقوم المصارف بعمليات الاستثمار المباشر لهذه الأموال، فوجود الصكوك الاستثمارية الإسلامية ووجود مؤسسات متخصصة في استثمارها سوف يخفف عن المصارف الإسلامية تكاليف دراسات الجدوى والترتيبات الأولية للمشروعات، كما يمكن لهذه الصكوك أن تخفف عبء متابعة المشروع وإدارته طالما أن هناك جهة تتولى توظيف هذه الأموال وإدارتها ومتابعتها.

(1) Fuad & Abdel-Haq, *Islamic Banking...*, Op. Cit, p.114.

كما يمكن للمصارف الإسلامية أن تعيد التوازن لنشاطاتها التمويلية وذلك من خلال المساهمة في آلية عمل الصناديق الاستثمارية الإسلامية سواء بطرح فكرة المشروع، أو تقديم دراسة الجدوى لهذه المشاريع، أو تكوين الصندوق وإدارته والمشاركة فيه.⁽¹⁾

المطلب الرابع: دور التصكيك الإسلامي في توفير إطار إشرافي ورقابي ملائم

للمصارف الإسلامية

تخضع المصارف الإسلامية في معظم الدول لإشراف البنك المركزي الذي يُخضع هذه المصارف لنفس السياسات والضوابط التي يطبقها على المصارف التقليدية، ونظراً لأن طبيعة عمل المصارف الإسلامية تختلف عن المصارف التقليدية، فإن تلك السياسات لا تتوافق معها - المصارف الإسلامية-، كما أنها تعمل في كثير من الأحيان على الحد من قدرة تلك المصارف على النمو لذلك فهي تشكل أبرز التحديات التي تواجه العمل المصرفي الإسلامي.⁽²⁾

وفيما يلي سنتناول سياستين من سياسات البنك المركزي وبدائلها المقترحة:

أولاً: سياسة الملجأ الأخير للسيولة:

يقوم البنك المركزي بدور الملجأ الأخير للسيولة وذلك من خلال تقديم القروض للبنوك التجارية، أو من خلال إعادة خصم الأوراق التجارية. والمصارف الإسلامية لا تستطيع الاستفادة من هذه السياسة عند حاجتها للسيولة، وذلك للحرمة الشرعية المرتبطة بالقروض الربوية المقدمة من البنك المركزي، بالإضافة إلى المخالفة الشرعية الصريحة المتعلقة بعملية إعادة الخصم التي تمثل حقيقة عملية بيع الدين.

(1) جاد، إدارة الأموال...، في، دور الصيرفة...، مرجع سابق، ص 84-85.

(2) إقبال وآخرون، التحديات...، مرجع سابق، ص 40-43.

لذلك قُدمت عدة اقتراحات كبديل لهذه السياسة، ومن هذه الاقتراحات القرض الحسن بأن يقدم البنك المركزي قرصاً حسناً للمصارف الإسلامية عند حاجتها لذلك، لكن هذا الأسلوب يتعارض مع طبيعة عمل البنك المركزي، ومع كونه مؤسسة اقتصادية وليس مؤسسة خيرية، فالبنك المركزي لا يستهدف تحقيق الربح في الأساس ولكن نشاطه محكوم بالبعد المالي.⁽¹⁾

أيضاً من الاقتراحات المقدمة في هذا المجال هو أن يقدم البنك المركزي السيولة المطلوبة للمصارف الإسلامية على أساس المشاركة في الربح، فيحصل البنك المركزي على عائد أمواله وفقاً لنتائج النشاط الفعلي للمصرف الإسلامي.

إلا أنه يؤخذ على هذا الأسلوب إضافته لأعباء جديدة تتمثل في دراسة المشروع المطلوب له السيولة وإدارة ومتابعة المشروع، وهذا ليس من اختصاص البنك المركزي، أيضاً مما يؤخذ عليه ما يتعلق بعملية استرداد البنك المركزي لهذه السيولة، فمن المعروف أن البنك المركزي يمنح تلك السيولة لآجال قصيرة، بينما يقتضي تمويل هذه المشروعات آجال طويلة أو متوسطة الأجل، ومن ثم فسوف تكون هناك قيوداً تتعلق باسترداد البنك المركزي لأمواله.⁽²⁾

وقد قدم اقتراح آخر بهذا الصدد وهو إنشاء صندوق مشترك للسيولة يتم تمويله عن طريق اقتطاع نسبة من قيمة الودائع الاستثمارية بالمصارف الإسلامية وإيداعها في هذا الصندوق لتكون مصدراً لمدّ هذه المصارف بالسيولة التي تحتاج إليها، ولكن سيؤدي هذا الأسلوب إلى الاحتفاظ بهذه الأموال بصورة موارد مجمدة لدى البنك المركزي، مما يعمل على خلق مشكلة أخرى لهذه المصارف، وهي زيادة حجم الموارد المعطلة، فبالإضافة إلى نسبة الاحتياطي القانوني تأتي هذه النسبة لتضيف عبئاً جديداً إلى التزامات هذه المصارف، إضافة إلى

(1) لجنة التأليف، مدخل إلى علاقة المصارف الإسلامية بالبنوك المركزية، جامعة آل لوتاه، ص 145-146.

(2) لجنة التأليف، مدخل إلى علاقة...، مرجع سابق، ص 148-150.

ما يترتب على ذلك الأمر من حرمان المصارف الإسلامية والمجتمع من فرص استثمار هذه الموارد.

من هنا تبرز الحاجة مجدداً إلى إيجاد أسلوب يلائم طبيعة عمل المصارف الإسلامية من جهة والبنك المركزي من جهة أخرى.

ويمكن للصكوك الاستثمارية القابلة للتداول أن تشكل البديل الملائم، فالمصارف الإسلامية تستطيع أن تبيع الصكوك التي بحوزتها للبنك المركزي عند حاجتها للسيولة بدلاً من عرضها مباشرة في الأسواق الثانوية وذلك لئلا تحدث انخفاضاً في أسعار هذه الأوراق نتيجة زيادة المعروض منها فيشترئها البنك المركزي، ومن ثم يمكن إعادة بيعها في الأسواق المالية فيما بعد، أو يمكن بيعها مباشرة في الأسواق المالية.

ثانياً: عمليات السوق المفتوحة:

يستطيع البنك المركزي توجيه السياسة النقدية بالبلاد من خلال عمليات السوق المفتوحة، وذلك من خلال القيام ببيع وشراء السندات والأوراق النقدية، لاسيما السندات الحكومية من وإلى المؤسسات المالية وغيرها من المؤسسات الأخرى والمستثمرين من غير المؤسسات، حيث تتم المبيعات على هذه السندات عند وجود سيولة مفرطة، في حين يقوم البنك المركزي بشراء هذه السندات عندما يرغب بضح قدر من السيولة. وبهذا الوصف فإن هذه السياسة لا يمكن أن تكون ذات تأثير على المصارف الإسلامية والمؤسسات المالية الإسلامية بشكل عام، وذلك لأن الأصول التي تمتلكها هذه المؤسسات لا تتضمن السندات التي يتعامل بها البنك المركزي، فهي بذلك أداة غير فعالة في الرقابة على المصارف الإسلامية، فإذا ما أراد البنك المركزي التأثير على المصارف الإسلامية من خلال هذه السياسة فلا بد له من التعامل بأدوات مالية تتعامل بهذا

هذه المصارف، ومن هذه الأدوات الصكوك الإسلامية القابلة للتداول مثل صكوك الأسهم والمشاركة والمضاربة والإجارة وغيرها.⁽¹⁾

فيستطيع البنك المركزي إجراء توسع في كمية النقود من خلال قيامه بشراء الأسهم والصكوك المملوكة للبنوك والمؤسسات المالية وغيرها والأفراد،⁽²⁾ وذلك بالقيمة السوقية لهذه الصكوك أو بأعلى منها ويدفع قيمة هذه الصكوك نقداً، ويقوم مستلمو هذه المبالغ بإيداعها في البنوك، وتتم عملية توليد الائتمان عندما تتسلم البنوك التجارية هذه الودائع، فإذا ما قابل ذلك العرض طلب على الائتمان فإن ذلك سيعمل على إجراء توسع في كمية النقود. وتتحقق النتيجة ذاتها إذا قام البنك المركزي بشراء هذه الصكوك من الحكومة مباشرة، لأن الحكومة ستستخدم هذه المبالغ في الإنفاق العام، فيترتب على هذا الإنفاق زيادة الدخل في شكل أجور ومرتببات أو إيجارات تودع مرة أخرى في البنوك.⁽³⁾

وكما يمكن للبنك المركزي إحداث تقلص في كمية النقود من خلال احتفاظه بكمية من الأسهم والصكوك لبيعها عند الحاجة بسعر السوق أو أقل إلى البنوك أو المؤسسات التجارية، فيقوم المشترون بدفع قيمتها نقداً مما يؤدي إلى انخفاض مباشر في الأرصدة السائلة لدى البنوك إذا كان المشتري هو البنك، أما إذا كان المشتري من غير البنوك فإنه سيحدث أثراً غير مباشر

(1) Siddiqi, Nejatullah, **Economic of Profit-Sharing, In, Fiscal Policy and Resource Allocation In Islam**, ed. Ziauddin Ahmed, Munawar Iqbal & Fahim Khan, **Institute of Policy Studies**, Islamabad and International Center for Research In Islamic Economics, 1983, P. 184.

(2) صديقي، محمد نجات الله، **النظام المصرفي اللائوي**، ترجمة: عابدين سلامة، المجلس العلمي بجامعة الملك عبدالعزيز، 1985م، ص 85. / الشباني، محمد عبدالله. **بنوك تجارية بدون ربا**، الرياض-المملكة العربية السعودية، دار عالم الكتب، 1987م، ط1، ص 331.

(3) صديقي، **النظام المصرفي** ...، مرجع سابق، ص 85-86.

وذلك من خلال سحب قيمة الصكوك من البنوك ودفعها إلى البنك المركزي، وتبدأ عند ذلك عملية انخفاض كمية النقود.⁽¹⁾

مما سبق نستطيع القول أن للتصكيك الإسلامي دور في تطوير العمل المصرفي الإسلامي، ومواجهة أبرز التحديات التي تواجهها، والمبحث التالي يناقش دور التصكيك في تطوير الأسواق المالية الإسلامية.

(1) صديقي، النظام المصرفي، مرجع سابق، ص 85-86.

المبحث الثالث

دور التصكيك في تطوير الأسواق المالية

يعتمد تطوير أي سوق مالية إسلامية بشكل أساسي على أمرين:⁽¹⁾

أولاً: تطوير جانب العرض وذلك بتشجيع إنشاء شركات الأموال، وخلق أدوات جديدة.

ثانياً: تطوير جانب الطلب وذلك بتوفير المناخ الملائم اقتصادياً وسياسياً، ونشر الوعي الادخاري

لدى الأفراد، وتوفير المعلومات الكافية عن قطاعات الأعمال المختلفة ونشاطها.

ويأتي هذا المبحث للتركيز على إمكانية تطوير الأسواق المالية من خلال عملية

التصكيك التي يمكن أن توجد أدوات مالية إسلامية، ومؤسسات مالية إسلامية وأطراف جدد في

العملية التمويلية، مما سيكون له بالغ الأثر على تطوير الأسواق المالية ورفع كفاءتها. ويأتي

المطلب الأول من هذا المبحث لإلقاء الضوء على واقع الأسواق المالية في الدول الإسلامية

ومعوقات تطويرها.

المطلب الأول : واقع الأسواق المالية في الدول الإسلامية ومعوقات تطويرها

شهدت أسواق الأوراق المالية في الدول الإسلامية تطورات ملحوظة كما يعكسها النمو

الكبير في قيمتها السوقية وأحجام التداول فيها، ويعزى ذلك إلى عدد من الأمور لعل من أبرزها

الإصلاحات الاقتصادية والمالية الواسعة التي تبنتها السلطات في معظم الدول الإسلامية، والتي

ساهمت في خلق بيئة اقتصادية كلية أكثر استقراراً، وفي تحرير الاقتصاد والتوجه نحو آلية

(1) حنفي، عبدالغفار، وقرياقص، رسمية، أسواق المال، الإسكندرية-مصر، دار الجامعة الجديدة للنشر،

2002م، ص9-10.

السوق لتخصيص الموارد، والانفتاح على الخارج، وإيلاء أهمية كبيرة للقطاع الخاص لتمكينه من القيام بدور أكبر في النشاط الاقتصادي.⁽¹⁾

وتتشرك الأسواق المالية في الدول الإسلامية -تلك العربية منها على وجه الخصوص- بعدد من الخصائص، من أهمها:⁽²⁾

1. معظم الأسواق المالية الأولية هي أسواق منتظمة، في حين تختلف الأسواق الثانوية عن بعضها البعض، إذ أن بعضها منتظم وهي الأقدم (وتشمل أسواق كل من الأردن، تونس، الكويت، لبنان، مصر، المغرب) وكذلك الأسواق الأحدث (البحرين والسعودية)، وبعضها ليس كذلك وهي تشمل باقي الدول العربية.
2. محدودية الدور الذي تلعبه هذه الأسواق في توفير التمويل المتوسط وطويل الأجل، نظراً لضيق كل منها بسبب محدودية الأوراق المالية المتداولة فيها، و/أو ضآلة انتشارها أو الطلب عليها بسبب انخفاض عوائدها نسبياً مقارنة بوسائل الاستثمار الأخرى، غير أن محدودية عرض الأوراق المالية تختلف من سوق لأخرى.
3. محدودية أدوات الاستثمار المالي نوعاً وكماً، وكونها أدوات استثمارية محلية وليس إقليمية، وينطبق ذلك بصورة خاصة على الأسهم، أما السندات فرغم انفتاحها عربياً إلا أنها تظل محصورة في حدود بلدانها الإقليمية.

(1) حسين، عمر إبراهيم برنية، محمد حسن والبيطار، أحمد هاشم، أسواق الأوراق المالية العربية الأداء والتحديات، في، دور القطاع الخاص في الاقتصاديات العربية، تحرير: سمير المقدسي. الصندوق العربي للإنماء الاقتصادي والاجتماعي وصندوق النقد العربي، أبو ظبي، 2000م، ص180.

(2) علي، عبد المنعم السيد، نحو سوق مالية عربية كأداة جذب للأصول العربية المستثمرة في الخارج، ص187. نقلاً عن المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، الأسواق المالية العربية، ورقة أقيمت في حلقة الأسواق المالية وتمويل المشروعات، بغداد، 11-15/6/1988م.

4. ضعف أو حتى غياب مؤسسات الوساطة المالية المتخصصة في التعامل في هذه

الأسواق مع أهميتها الكبيرة وضرورتها الماسة.

معوقات تطوير أسواق المال في الدول الإسلامية:

بالرغم من التطورات التي شهدتها الأسواق المالية العربية إلا أنها ما زالت تعاني من

عدة أوجه قصور تحدّ من قدرتها على تحقيق الأهداف المرجوة منها، ومن هذه المعوقات:

أولاً: قصور الأطر القانونية والتنظيمية⁽¹⁾

ويأتي هذا القصور من عدم ملاءمة القوانين المنظمة للأسواق الأولية للواقع الاقتصادي،

أما بالنسبة للأسواق الثانوية فلا تزال هنالك بعض الأسواق غير المنظمة، وبعضها منظم تنظيمياً

جزئياً غير متكامل، وبالتالي لا تتوفر هذه الأسواق على ما ينبغي من قواعد وضوابط تشريعية

وأطر تنظيمية تنظم كافة جوانب العمل، وتكفل تسهيل المعاملات وتوفير الحماية اللازمة لحقوق

المتعاملين، ففي ظل هذه الأوضاع لا توجد قواعد وشروط لإدراج الأوراق المالية في السوق

الثانوية، إذ يمكن تداول أسهم أية شركة فور صدور القرار المرخص بإعلان تأسيس الشركة.

وبالنسبة للأسواق الثانوية المنظمة نجد أن الأطر القانونية والتنظيمية للبعض منها قد تجاوزه

الواقع، وأصبحت بحاجة ماسة إلى التطوير والتعديل، كما أن البعض الآخر منها لا يزال حديث

العهد بالتنظيم، ومن ثم يلزمه انقضاء مدة زمنية مناسبة ليأخذ التنظيم حقه في التطبيق، والحكم

بالتالي على مدى كفاءته. أيضاً من أوجه القصور غياب الاستقلال الإداري للبورصات في

بعض الدول، ومعاملتها كوحدة تابعة أو ملحقة لإحدى جهات القطاع العام.

(1) المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، أسواق الأوراق المالية العربية: واقعها وإمكانيات تطويرها والربط

فيما بينها. المؤتمر الرابع لرجال الأعمال والمستثمرين العرب، 1988م.

ثانياً: ضيق الأسواق المالية وعدم عمقها

ويقصد بعمق السوق أنه توجد باستمرار أوامر شراء وبيع فوق وتحت الأسعار السائدة في سوق الأوراق المالية،⁽¹⁾ مما يؤدي إلى العثور بسرعة وبسهولة على أوامر شراء وبيع أعلى وأدنى من أسعار الطلب والعرض، وهذا يؤدي بدوره إلى تقليص الفارق بين أسعار الطلب وأسعار العرض. بالمقابل يعني ضيق السوق أن هناك عدد قليل من أوامر البيع والشراء من جهات لا تختلف كثيراً مما يؤدي إلى حجم تداول محدود، بعكس سعة السوق التي تعني أن هناك وفرة في طلبات البيع والشراء القادمة من جهات مختلفة (لا ارتباطاً بينها) وينتج عنها حجم تداول كثيف.⁽²⁾

وهناك عدد من المؤشرات التي يمكن أن يستدل من خلالها على ضيق الأسواق، نلخصها في الآتي:⁽³⁾

أ. انخفاض الأهمية النسبية للإصدارات الأولية في أسواق رأس المال العربية إلى الناتج القومي الإجمالي، فقد أكدت دراسة أجريت على خمس دول عربية ذات أسواق رأس مال منظمة وهي الأردن والمغرب ومصر والكويت وتونس أن متوسط الإصدارات الأولية إلى الناتج القومي الإجمالي قد بلغت (4.1%)، وتعتبر هذه النسبة متدنية إذا ما قورنت بالدول المتقدمة أو حتى بعض الدول النامية الأخرى، حيث تبلغ ما بين

(1) Francis, Investments....., Op. Cit. P 80.

(2) السيسي، صلاح الدين، بورصات الأوراق المالية، القاهرة- مصر، عالم الكتب، ط1، 2003، ص 30/ رضوان، أسواق الأوراق المالية...، مرجع سابق، ص 60-61.

Francis, Investments....., Op. Cit. P 81.

(3) حداد، أديب، عمليات الربط بين البورصات العربية ومعوقاتها، في، استراتيجيات تنشيط البورصات العربية والربط بينها، بيروت-لبنان، اتحاد المصارف العربية، 1994م، ص 171-172. / الإدارة العامة للبحوث، البنك المركزي المصري، أسواق رأس المال العربية وإمكانيات تطويرها، في، آفاق الاستثمار في الوطن العربي، تحرير: محمد نبيل إبراهيم، بيروت-لبنان، اتحاد المصارف العربية، 1992م، ص 327.

(8-11%) في بعض دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) كاليابان وإيطاليا وكندا وهولندا، كما تبلغ هذه النسبة في بعض الدول النامية ما بين (6-8%) كالبرازيل وكولومبيا والصين وفنزويلا ونيجيريا.

ب. انخفاض الأهمية النسبية للإصدارات الأولية في التكوين الرأسمالي الإجمالي، إذ تشير الدراسة المشار إليها أعلاه بأن الإصدارات الأولية بلغت نحو (15.8) من التكوين الرأسمالي الإجمالي، وفي المقابل وصلت هذه النسبة في بلجيكا إلى (38%) و(35%) في هولندا و(46%) في البرازيل و(48%) في كولومبيا.

أيضاً يستدل على ضيق نطاق الأسواق الثانوية في الدول العربية من خلال بعض المؤشرات أهمها:

أ. معدل دوران الأسهم^(*) والذي يقيس كمية الأسهم المتداولة إلى كمية الأسهم القابلة للتداول (المدرجة)، ويقل هذا المعدل عن ما نسبته (10%) في عدد كبير من الدول العربية، باستثناء الأردن حيث وصل هذا المعدل لدى سوق عمان المالي نحو (57%).

ب. الأهمية النسبية للقيمة السوقية إلى الناتج القومي الإجمالي أو إلى السيولة المحلية.

ج. تضائل الأهمية النسبية للسندات المقيدة في البورصة، بالمقارنة بإجمالي الأوراق المالية الحكومية المصدرة.

د. الدور المحدود لسوق الأوراق المالية في تمويل الاستثمارات.

(*) معدل دوران السهم = $\frac{\text{قيمة الأسهم المتداولة خلال الفترة}}{\text{القيمة السوقية للأسهم المكتتب بها في نهاية الفترة}}$
صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، الربع الأول 2000م، ص3.

هـ. تصاعد الأهمية النسبية لرؤوس أموال شركات الاكتتاب المغلق من إجمالي رؤوس أموال الشركات المقيدة بالبورصة.

ويرجع السبب في ضيق الأسواق المالية العربية وعدم عمقها إلى محدودية العرض وضآلة الطلب، والتي سنناقشها فيما يأتي:

- محدودية العرض

إن اتساع وازدهار سوق الأوراق المالية يتطلب توفير عرض كافٍ ومنتظم من السلع المتمثلة بالأوراق المالية في كل من السوقين الأولي والثانوي، إلا أن بعض الأسواق العربية لا تتوفر على عرض كافٍ من الأوراق المالية (أو على الأقل على أنواع معينة منها) بما يكفي لملاقاة الطلب عليها، ويعود ذلك إلى عدة أسباب منها:

1. محدودية فرص الاستثمار المحلية بشكل عام في الدول العربية المصدرة لرأس المال بسبب ضيق الطاقة الاستيعابية للاقتصاد الوطني قياساً إلى الأموال المحلية المتوفرة والساعية نحو فرص الاستثمار، أيضاً مما يرد في هذا المجال الصغر النسبي لحجم المشروعات في المنطقة العربية، وبالتالي سهولة تمويلها من عدد قليل من الأفراد وأصحاب الدخل والثروات الكبيرة.

2. سيطرة الحكومات على نسبة عالية من أسهم الشركات، وعدم طرحها للاكتتاب العام للجمهور وخاصة في بعض الدول المستوردة لرأس المال، إلا أن التوجه الحديث نحو الخصخصة سوف يقلل من تأثير هذا العامل.⁽¹⁾

(1) المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، أسواق الأوراق المالية ...، مرجع سابق، ص34.

3. ارتفاع عدد الشركات العائلية والشركات المغلقة وسيطرة كبار المستثمرين على نسب عالية من أسهم الشركات، وتفضيلهم الاحتفاظ بالأسهم وعدم تحريكها لفترات طويلة، الأمر الذي يؤدي إلى انغلاق هذه الشركات وحرمان السوق من مادة التداول.⁽¹⁾ ومن جانب آخر عند زيادة رأس مال الشركات الناجحة يكون الاكتتاب في الإصدارات الجديدة عادة محصوراً كلاً أو معظمه في المساهمين القدامى.

4. يضاف إلى ذلك التوجه السائد لدى معظم المدخرين في كثير من الأسواق العربية نحو أشكال قانونية أخرى للشركات غير الشركات الساهمة العامة، أو إنشاء مشروعات فردية لا تقوم على فصل الملكية عن الإدارة كما هو حاصل في الشركات المساهمة العامة.⁽²⁾

5. التثوهات السعرية للأصول المالية الناتجة من التحيزات الضريبية والائتمانية.⁽³⁾

6. ارتفاع تكلفة الإصدار وتداول الأوراق المالية، وهذا ناتج عن قدم أساليب التداول أو لصغر حجم السوق، أو رجوع هذه التكلفة لعوامل قانونية وتنظيمية.⁽⁴⁾

7. محدودية وعدم تنوع الأوراق المالية المعروضة للاستثمار في معظم الأسواق العربية، إضافة إلى أن هذه الأوراق هي أوراق تقليدية منقولة من الخارج، حيث لا توجد أوراق

(1) محمد حسن فج النور في تعقيب له على بحث، أمية طوقان، تطوير أسواق رأس المال العربية، في، آفاق الاستثمار في الوطن العربي، مرجع سابق، ص290.

(2) المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، أسواق الأوراق المالية...، مرجع سبق ذكره، ص34.

(3) فج النور، مرجع سابق، ص290.

(4) فج النور، مرجع سابق، ص290.

مالية إسلامية مطوّرة محلياً لتتناسب وحاجات المجتمعات الإسلامية، وذلك باستثناء

الأدوات المالية التي تحاول المؤسسات المالية الإسلامية تطويرها.(1)

- ضالة الطلب:

ترجع ضالة الطلب على الأوراق المالية في الأسواق المالية العربية إلى العوامل

التالية:(2)

1. انخفاض معدلات الادخار في أقطار العجز المالي مما يقلل من الإمكانيات المالية المتاحة

للاستثمار، إضافة إلى عامل تفضيل السيولة لدى كثير من الشرائح الاجتماعية

لمواجهة احتياجات استهلاكية مؤجلة، ولمواجهة ما قد تتعرض له من طوارئ في

المستقبل.

2. انخفاض العائد الصافي على الأوراق المالية قياساً إلى العائد المتأتي من الاستثمارات

البديلة مثل أراضي البناء والعقارات والتجارة، مما لا يحفز كثيراً من المستثمرين على

الإقبال على الاستثمار في الأوراق المالية. وقد يعود السبب في بعض الأحيان إلى

التحيز الضريبي ضد الاستثمار في هذه الأسواق ولصالح الأدوات الادخارية في

الجهاز المصرفي، أو بسبب تدهور سعر صرف العملة المحلية والمشاكل المرتبطة

بتأخير إجراءات تحويل عوائد الأسهم أو ناتج تسيلها عند بيعها.

3. تقضي التشريعات في بعض الدول العربية بفرض عبء ضريبي يتمثل في ضريبة

التركات(*) ورسم الأيلولة(**) على ثروة المتوفى بما فيها من الأوراق المالية، ونظراً

(1) المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، أسواق الأوراق المالية...، مرجع سابق، ص35.

(2) المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، أسواق الأوراق المالية...، مرجع سابق، ص35، 36. / فـج النور،

مرجع سابق، ص230.

لثقل وطأة هذه الضريبة فإن كثيراً من المدخرين يعزفون عن توظيف أموالهم في هذه الأوراق خاصة مع عدم إمكانية التهرب من ضريبة التركات والأيلولة بالنسبة للأوراق المالية، خلافاً لبعض الأنشطة الأخرى التي قد يجد البعض من الطرق والأساليب ما يمكنه من التخفيف من أعبائها، أو حتى التهرب منها في بعض الأحيان.

4. العزوف عن الاستثمار في هذه الأوراق المالية نتيجة المضاربات المبالغ فيها في بعض الأسواق وما نتج عنها من كوارث مالية لحقت بعدد كبير من المضاربين.⁽¹⁾

5. قصور الوعي لدى جمهور المدخرين تجاه الاستثمار في الأوراق المالية في معظم الأسواق العربية، وما يرافقه من ضعف وقصور في الإعلام الاستثماري العربي للتعريف على نطاق واسع ومبرمج بما هو متاح من فرص جيدة للاستثمار.

6. عزوف عدد غير قليل من المدخرين عن الاستثمار في السندات إما بسبب تأثير التضخم، أو لعوامل دينية بسبب تحريم الربا في الإسلام.

7. انغلاق أسواق الأوراق المالية العربية أو تشددها في إمكانيات السماح بطرح إصدارات الأوراق المالية العربية الأخرى في تلك الأسواق، الأمر الذي يترتب عليه تحجيم إمكانيات الطلب على هذه الإصدارات خاصة في الأسواق التي تتوفر فيها إمكانيات مالية كان يمكن أن توسع من حجم الطب على هذه الإصدارات.

(*) يقصد بضريبة التركات تلك التي تفرض على صافي الأصول التي يتركها المتوفى، وهي لا تفرض إلا بعد سداد ديون المتوفى. ثم بعد استبعاد ما أوصى به في حدود ثلث التركة إن كانت هناك وصية.

- للمزيد انظر: المتيت، أبو اليزيد. ضريبة التركات، المكتب الجامعي الحديث، 1987م، ص1.

(**) يقصد بضريبة الأيلولة تلك التي تفرض على صافي ما يؤول من أموال إلى كل وارث أو مستحق في شركة من يتوفى. للمزيد انظر: أبو طبل، عيسى محمد وإبراهيم، جلال مطاوع، محاسبة ضريبة الأيلولة، (د.ن)، 1994م، ص86.

(1) السيسي، بورصات الأوراق المالية، مرجع سابق، ص30.

8. توظيف بعض المصارف وشركات التأمين والاستثمار لجانب كبير من أموالها في

الخارج، الأمر الذي يؤدي إلى تخفيض مقدار الأموال السائلة التي توجه إلى السوق

المالية المحلية. (1)

ثالثاً: قصور آليات أسواق الأوراق المالية العربية (2)

يعد وجود مؤسسات الوساطة المالية المتخصصة أمر ضروري لقيام سوق مالي فعّال

لما تؤديه من دور في تحقيق التوسط الناجح بين عرض السيولة والطلب عليها.

إلا أن ما يلاحظ في واقع الأسواق المالية الأولية في الدول العربية محدودية انتشارها

من جهة، وعدم ضمان التغطية من جهة أخرى، إذ لا يزال أسلوب طرح الاكتتاب يعتمد بشكل

رئيسي على الاتصال المباشر وعلى الإعلان في الصحف، وينحصر دور المصارف التجارية

في هذا الشأن في تلقي الاكتتابات، في ظل عدم وجود أو ضعف دور بنوك الاستثمار التي

تضطلع بعدد من المهام التي تساعد على تطوير سوق الأوراق المالية، ومن هذه المهام القيام

بشراء إصدارات الأوراق المالية الجديدة وإعادة بيعها للمستثمرين النهائيين من أفراد

ومؤسسات، إضافة لما تقوم به هذه البنوك من ضمان تغطية الإصدار، وتقديم خدمات استشارية

هامة للشركة المصدرة تتضمن تحليل المركز المالي، وتقدير الاحتياجات التمويلية، واقتراح

بدائل التمويل والأوراق المالية المناسبة، وتمتد هذه الخدمة إلى تحديد شروط بيع إصدارات

الأوراق المالية، وأسعارها، وتوقيت تلك الإصدارات.

أما على صعيد الأسواق الثانوية فتكمن أوجه القصور في الجوانب التالية:

(1) السيسي، بورصات الأوراق المالية، مرجع سابق، ص30.

(2) المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، أسواق الأوراق المالية...، مرجع سابق، ص36-37. / خلف، فليح

حسن، الأسواق المالية والنقدية، عمان-الأردن، جدارا، 2006، ص349.

1. ضعف أو افتقار الأسواق الثانوية إلى دور ما يسمى بصانعي السوق الثانوية Market Makers حيث يضطلع صانع السوق بدور هام وهو تحقيق توازن مستمر بين عرض الأوراق المالية والطلب عليها، إذ تقوم هذه الشركات بتحريك السوق في أوقات هدوء التعامل ومن ثم تحقيق ميزة الاحتفاظ للسوق الثانوي بنشاط مستمر ومنظم ومتوازن لا موسمي متذبذب من خلال قيام هذه الشركات بالمتاجرة بالأوراق المالية بيعاً وشراءً لصالح نفسها مباشرة.^(*)

2. تسود النظم التقليدية في التداول في غالبية الأسواق الثانوية العربية، ويضاف إلى ذلك عدم وجود شبكة إلكترونية لنقل المعلومات لتوفير الاتصال السريع بين إدارة البورصة ومكاتب السماسرة وغيرها من الأجهزة ذات العلاقة. ناهيك عن أن عمليات التداول والتسديد والتسجيل ونقل الملكية عادة ما تأخذ وقتاً طويلاً تتراوح في بعض البورصات بين أسبوع إلى أسبوعين.⁽¹⁾

3. تدني مستوى كفاءة السماسرة المرخصين للعمل في عدد من البورصات العربية، خاصة من يمارس هذه المهنة من الأفراد حيث يفتقر البعض منهم إلى الإلمام بدقائق أصول المهنة وفن التعامل بالأوراق المالية، وينحصر عملهم في مجرد تنسيق رغبات البائعين والمشتريين، فليس لديهم القدرة على إعطاء النصيحة والمشورة للمستثمرين الراغبين في شراء الأوراق

(*) للمزيد حول دور صانع السوق انظر: حديد، جواد، صناع السوق في بورصات الأوراق المالية، في، استراتيجيات تنشيط البورصات العربية والربط بينها، اتحاد المصارف العربية، بيروت-لبنان، 1994م، ص103-106.

(1) خلف، الأسواق ...، مرجع سابق، ص349.

المالية من واقع الأوضاع المالية للشركات المدرجة على قائمة التداول، ومن واقع حركة التداول وتطورات الأسعار.⁽¹⁾

4. ضعف الإفصاح المالي ومهنة تدقيق الحسابات والرقابة على الشركات في عدد غير قليل من الأسواق العربية، ويقصد بالإفصاح إظهار القوائم المالية لجميع المعلومات الأساسية التي تهتم الفئات الخارجية عن المشروع بحيث تعينها على اتخاذ القرارات الرشيدة، وإلا أصبحت قدرة هؤلاء على اتخاذ القرارات السليمة محدودة، إن لم تكن غير ممكنة مما يقود بالتالي إلى سوء توزيع الموارد الاقتصادية النادرة وعدم توجيه الاستثمارات الوجهة الصحيحة، وتبرز أهمية الإفصاح في تطوير الأسواق المالية من خلال خلق وترسيخ الثقة لدى جمهور المتعاملين في السوق، إذ يلعب الإفصاح المالي دوراً بالغ الأهمية في تعزيز هذه الثقة لأنه يحقق العدالة في إشهار المعلومات لكافة المتعاملين في نفس الوقت وبنفس الحجم وبذات المستوى والتفصيل.

المطلب الثاني: دور التصكيك الإسلامي في إضافة أدوات مالية إسلامية

إذا ما أردنا تطوير الأسواق المالية، فلا بد من تطوير المدخلان الأساسية لهذه الأسواق وتعتبر الأدوات المالية المحور الرئيسي الذي تقوم عليه عمليات السوق، لذلك يمكن للتصكيك الإسلامي أن يطور الأسواق المالية الإسلامية بتطوير جانب العرض وذلك من خلال:

(1) عبدالله، خالد أمين، الإفصاح ودوره في تنشيط التداول بالبورصات العربية، في، استراتيجيات تنشيط البورصات العربية والربط بينها، اتحاد المصارف العربية، بيروت-لبنان، 1994م، ص140. / زويل، محمود أمين، بورصة الأوراق المالية، موقعها من الأسواق أحوالها ومستقبلها، الإسكندرية-مصر، دار الوفاء، 2000م، ص84.

أولاً: الإضافات الكمية والنوعية المحتملة للأدوات المالية الإسلامية

من الممكن للأدوات المالية الإسلامية أن تشكل إضافة حقيقية للأسواق المالية الإسلامية، مما سيعمل على التخلص من مشكلة ضيق السوق وضحالتها التي تعاني منها الأسواق المالية العربية، وتتمثل هذه الإضافات في:

1. إدراج أسهم البنوك الإسلامية ودخولها وعمالها كمتعاملين في البورصة⁽¹⁾

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

ثم أن التنامي المتسارع للمصارف الإسلامية والمؤسسات المالية الإسلامية يتيح إضافة أسهم هذه المؤسسات وإدراجها في البورصات، مما سيحقق إضافة كمية تعمل على تفعيل أنشطة البورصات العربية والإسلامية.

حيث يمكن أن تشكل أسهم المصارف الإسلامية إضافة كمية للأسواق المالية، وذلك للحجم الكبير الذي يشكله رأس مال هذه المصارف وهو حجم أخذ بالتزايد

(1) أحمد، محي الدين أحمد، الأدوات الاستثمارية الإسلامية ودورها في تنشيط التداول بالبورصات العربية، في، استراتيجيات تنشيط البورصات العربية والربط بينها. اتحاد المصارف العربية، بيروت-لبنان، 1994م، ص 131-132/القاضي، محمود، دور المصارف الإسلامية في دعم وتطوير أسواق رأس المال، في، دور الصيرفة الإسلامية في تعبئة الموارد والأدوات المالية الإسلامية الحديثة، اتحاد المصارف العربية، بيروت-لبنان، 2005، ص 140-144.

يوماً بعد يوم. ولكن هناك من يرى⁽¹⁾ بأن أسهم البنوك الإسلامية غير قابلة للتداول لاشتمالها في الغالب على النقود والديون والتي تشكل (65%) من استثمارات هذه البنوك.

ويمكن للمصارف الإسلامية تجاوز هذه المشكلة من خلال تنويع استثماراتها بين الأنشطة الإنتاجية المختلفة وهذا أمر تتيحه الصكوك الإسلامية، وهذا يتطلب من المصارف الإسلامية الانفكاك من فلك الخدمات المصرفية البحتة وتوجهها نحو المصارف الشاملة،^(*) بحيث تجمع بين الوظائف التقليدية للمصارف والأنشطة الاستثمارية التي تلائم بشكل كبير طبيعة عمل هذه المصارف القائمة على المشاركة في الربح والخسارة، ومن الأنشطة التي يمكن للمصارف الإسلامية تقديمها:⁽²⁾

1. المساهمة المباشرة في الشركات الجديدة بمختلف أنواعها، والإسهام في إدارتها وتوجيه نشاطها ثم إعادة طرح هذه الأسهم للتداول.
2. التوسع في نشاط أمناء الاستثمار بدءاً من مرحلة إعداد دراسات الجدوى، وإنشاء الشركات، والترويج لها، إلى مرحلة التأسيس وإصدار الأسهم. هذا مع إمكانية القيام

(1) كامل، محاضرات...، مرجع سابق، ص367.

(*) يقصد بالمصارف الشاملة تلك الكيانات المصرفية التي تسعى دائماً وراء تنويع مصادر التمويل، وتعبئة أكبر قدر ممكن من المدخرات من كافة القطاعات، وتوظف مواردها وتمنح الائتمان المصرفي لجميع القطاعات، كما تعمل على تقديم كافة الخدمات المتنوعة والمتجددة التي قد لا تستند إلى رصيد مصرفي بحيث نجدها تجمع ما بين وظائف البنوك التجارية والبنوك المتخصصة، وبنوك الاستثمار والأعمال. للمزيد حول المصارف الشاملة انظر: عبد الحميد، عبدالمطلب، المصارف الشاملة: عملياتها وإدارتها، الإسكندرية-مصر، الدار الجامعية، 1999م، ص205. / عبدالعزيز، محمود، المصارف الشاملة والمنطقة العربية، في، الصناعة المصرفية العربية وتحديات القرن الحادي والعشرين، اتحاد المصارف العربية، بيروت-لبنان، 1997م، ص233-234. / صالح، رشدي، البنوك الشاملة وتطوير دور الجهاز المصرفي المصري، (د.ن)، 2000م.

(2) جاد، إدارة أموال...، في دور الصيرفة...، مرجع سابق، ص 83-85.

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

3. القيام بضمان الاكتتاب وتغطيته وإدارته والترويج للأوراق المالية بحيث تتولى
المصارف ووظيفة صانع الأسواق.

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

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

2. إدراج الأدوات المالية الإسلامية

استطاعت الهندسة المالية والإسلامية - من خلال التصكيك الإسلامي - أن تقدم أدوات
مالية إسلامية مبتكرة قائمة على أسس التمويل الإسلامي مما شكّل إضافة نوعية مختلفة عما هو
مطروح في الأسواق المالية العالمية.

ويمكن تلخيص الفروقات بين الصكوك الإسلامية والسندات الربوية في الجدول التالي:

الجدول رقم: 2

المقارنة بين صكوك الاستثمار الشرعية والسندات التقليدية

عناصر المقارنة	صكوك الاستثمار الشرعية	السندات التقليدية
1. الطبيعة والشكل القانوني	حصة شائعة في الموجودات (الأصول) وفقاً لمبدأ المشاركة في الربح والخسارة.	قرض ربوي بفوائد ثابتة محددة مسبقاً.
2. آليّة الإصدار	الاكتتاب العام مع مراعاة الضوابط الشرعية.	الاكتتاب العام.
3. التداول	قابلة للتداول باستثناء صكوك الديون كصكوك السلم والاستصناع والمرابحة.	قابلة للتداول.
4. العائد	الربح غير مقطوع إنما طبقاً لمبدأ المشاركة في الربح والخسارة.	الفوائد دورية ومحددة سلفاً.
5. التزامها بالضوابط الشرعية	من شروط التعاقد التزامها بأحكام الشريعة الإسلامية.	لا يوجد التزام بالضوابط الشرعية.
6. التمثيل القانوني للمالكين	تتشأ هيئة ذات شخصية مستقلة تمثل حاملي الصكوك مع الجهات الأخرى باعتبارهم أرباب مال.	تتشأ هيئة ذات شخصية مستقلة مملوكة لحاملي السندات لتمثيلهم مع الجهة المصدرة للسندات باعتبارهم مقرضين.
7. ضمان رأس المال	لا ضمان لرأس مال حاملي الصكوك ويمكن شرعاً أن يتبرع طرف ثالث بالضمان شريطة أن يكون ذو شخصية مستقلة بذمة مالية عن طرفي العقد.	تضمن الجهة المصدرة رأس المال والفوائد.

المصدر: الشايحي و الحجي، صكوك الاستثمار الشرعية

أما في مجال الإضافة الكمية الناتجة عن إدراج الصكوك المالية الإسلامية فإنه بالرغم من أن الإحاطة بحجم كل الإصدارات من هذه الصكوك يعتبر أمراً صعباً، إلا أنه يمكن التدليل على ذلك من خلال بعض الأمثلة لبعض المؤسسات والشركات التي قامت بطرح عدة إصدارات، إذ قامت شركتنا التوفيق والأمين التابعتين لمجموعة دلة البركة والتي أصدرت أكثر

من (54) إصداراً بلغ حجمها أكثر من (941.6) مليون دولار وذلك حتى نوفمبر 1993، كذلك قام بنك فيصل الإسلامي بالبحرين بتمويلات وفق أدوات مالية لمعاملات مشتركة مع جهات أخرى بلغت أكثر من (600) مليون دولار أمريكي، هذا بالإضافة إلى حجم الأدوات المالية التي صمّمها وسوّقها البنك الإسلامي للتنمية ودار المال الإسلامي، وغيرها الكثير من المؤسسات المالية الإسلامية الأخرى.⁽¹⁾

كما قدرت إصدارات الصكوك الإسلامية خلال السنوات (2003-2005) بقيمة تبلغ (40) مليار دولار من قبل بنوك ومؤسسات مالية في الشرق الأوسط وآسيا، بالإضافة إلى بلدان الإسلامية وبعض المؤسسات الدولية غير الإسلامية مثل البنك الدولي.⁽²⁾

كما أشارت دراسة أخرى إلى أن استثمارات الصكوك الإسلامية زادت ثلاثة أضعاف عام 2004 إلى (6.7) مليار دولار، ونما سوق الصكوك الإسلامية في منطقة الخليج ليبلغ (4) مليارات دولار في نهاية عام 2004، بالإضافة إلى صكوك حكومة باكستان البالغة (600) مليون دولار أمريكي التي أضافت قيمة كبيرة إلى الأسواق الدولية.⁽³⁾ وبلغت إصدارات الصكوك الإسلامية الماليزية للأعوام (2001-2007) ما يقارب (RM7995.776 Million).

(1) أحمد محي الدين، الأدوات الاستثمارية...، مرجع سابق، ص132.

(2) الأسواق العربية. (80%) من حملة الصكوك الإسلامية هم غير المسلمين وماليزيا أكبر المصدرين <http://www.alaswaq.net> 14/1/2007، نقلاً عن صحيفة القبس الكويتية في عددا الصادر الثلاثاء 2006/10/24.

(3) الأسواق العربية، قيمة الصكوك الإسلامية تتضاعف مرتين عالمياً في عام إلى (4.6) مليار دولار، <http://www.alaswaq.net> 14/1/2007، نقلاً عن جريدة الشرق الأوسط اللندنية 2007/5/17.

جدير بالذكر أن إضافة الأسهم والصكوك الاستثمارية لأسواق المال سوف يعمل على استقرار هذه السوق بما تمثله هذه الأدوات من استثمارات طويلة الأجل تستقطب فئات جادة من المستثمرين وليس فقط المضاربين على الأسعار والمؤشرات.⁽¹⁾

المطلب الثالث: دور التصكيك الإسلامي في إضافة مؤسسات مالية جديدة

إن من المعوقات التي تقف أمام الأسواق المالية دون تحقيق الأهداف المرجوة منها، هو تزايد الاهتمام بالأسواق الثانوية على حساب الأسواق الأولية وما يستتبع ذلك من عدم الاهتمام باستكشاف الفرص الاستثمارية الجديدة وبلورتها في شكل مشروعات محددة مدروسة الجدوى، وضعف الاهتمام بإيجاد المؤسسات متعهدة الإصدارات الجديدة، والاحتكام إلى معيار حجم التداول لبيان مدى نجاح السوق المالية، لذلك يتعين الاهتمام بالأسواق المالية الأولية نتيجة الحاجة الماسة في الدول العربية لإنشاء العديد من الشركات المنتجة، وإدارة عمليات الاكتتاب فيها، والتعهد بتغطية إصداراتها، وجذب مدخرات الأفراد والمؤسسات وتوجيهها نحو المشروعات الجديدة، ويعتبر ذلك المعيار الأساسي للحكم على نجاح السوق المالية لأن فيه زيادة للقاعدة الإنتاجية وإيجاد فرص عمل، ومن ثم إثراء للسوق الثانوية.⁽²⁾

وحتى نتمكن من تطوير السوق الأولية فلا بد من وجود مؤسسات مالية متخصصة

الواحدة منها بأدوار تعد ضرورية لتطوير السوق الأولية ومن هذه المؤسسات:⁽³⁾

(1) Wilson, Rodney, **The Role of Equity participation in Financing Economic Development, in, Financing Development**, p. 63-64.

(2) صالح، محاضرات ...، ص 710-711.

(3) أحمد محي الدين، الأدوات الاستثمارية...، مرجع سابق، ص 14.

1. **موجد العملية:** حيث يتركز دور المؤسسة أو الجهاز الذي يناط به هذا الدور في البحث عن

الفرص الاستثمارية المتاحة، وإعداد دراسات الجدوى ومن ثم عرضها على الممولين

في شكل إصدار أو صندوق وذلك مقابل عمولة تسمى عمولة موجد العملية.⁽¹⁾

2. **المنشأة ذات الغرض الخاص:** وهي الجهة التي تتولى مرحلة ما قبل إصدار الصكوك

ومرحلة الإصدار والإدارة لهذا المشروع طوال فترة حياة المشروع، وقد تأخذ هذه

المؤسسة صفة المضارب أو المدير بالوكالة.

3. **متعهد تغطية الاكتتاب:** وهي المؤسسة التي تتعهد بتغطية الإصدارات التي لم تغط (أي التي

لم يتم الاكتتاب بها)، وذلك لترحها لاحقاً للتداول.

4. **متعهد إعادة الشراء:** وهو عبارة عن البنك أو المؤسسة التي تتعهد بإعادة شراء الورقة

المالية من حائزها بموجب الأسعار المعلنة.

5. **وكيل الدفع:** وهو الجهة التي تقوم بالوفاء بالالتزامات التي حان أجلها، والتي تتمثل في

تصفية الإصدار، أو توزيع أرباح دورية وذلك مقابل عمولة متفق عليها.

6. **الأمين:** وهو يمثل حملة الصكوك باعتبارهم أصحاب رأس المال في مواجهة المضارب

(SPV)، وذلك للنيابة عنهم، وإدارة شؤونهم، والمحافظة على حقوقهم المتعلقة بالصكوك

التي ساهموا بها.

إلى جانب ذلك لابد من وجود هيكل تشريعي وتنظيمي مناسب بحيث يسمح بإصدار مثل

هذه الأدوات وإيجاد مؤسسات مالية متعددة ذات وظائف متخصصة، بما يدعم الثقة في هذه

الأسواق ويمكنها من المساهمة في التنمية الاقتصادية.

(1) كامل، محاضرات ...، مرجع سابق، ص713-714.

المطلب الرابع: أثر التصكيك الإسلامي على كفاءة الأسواق المالية الإسلامية

حتى تتمكن الأسواق المالية من أداء وظائفها المناطة بها لا بد من أن تكون على درجة عالية من الكفاءة، ويشار إلى السوق بأنها كفؤة إذا كانت قادرة على تخصيص الموارد المالية بشكل كفؤ.⁽¹⁾ ويشمل مفهوم كفاءة الأسواق المالية كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل.

ويقصد بكفاءة التسعير Pricing Efficiency أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة، بحيث تعكس أسعار الأسهم كافة المعلومات المتاحة، كما يجب أن تكون هذه المعلومات بنفس الوقت وبتكلفة متدنية.⁽²⁾

أما كفاءة التشغيل Operational Efficiency فيقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب على الأدوات المالية دون أن يتكبد المتعاملون فيها تكلفة عالية للسمسة.⁽³⁾

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

(1) Francis, **Investment**,..., Op. cit, P.83 .

(2) Keane, Simon M., **Stock Markets Efficiency**, Philip Allan, 1985- P.9/ Hirt & Black, **Fundamentals**..., Op, Cit, P.42./Gupta, O. P. **Stock Market Efficiency: The Concept, In, Stock Market Efficiency and Price Behaviour**, Anmole Publications, New Delhi-India, 1st ed., 1989, P. 4.

(3) Omet, Gassan, **Reforming the Amman Financial Market**, Dirasat, vol. 22A. No. 5. 1995. P252.

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

لذلك يجب الالتفات إلى الأسواق الأولية ومدى مساهمتها في تحقيق التنمية الاقتصادية، ويمكن 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 وتفعيلها.

2. الأهمية النسبية للإصدارات الأولية في التكوين الرأسمالي الإجمالي، فإذا ما تم تمويل

جزء من التكوين الرأسمالي عن طريق الإصدارات المختلفة من الأدوات المالية فإن ذلك

يدل على الدور الفعال الذي تلعبه الأسواق المالية في تحقيق التنمية الاقتصادية.

ويمكن للأدوات المالية الإسلامية أن تشكل قنوات جيدة لتعبئة الموارد المالية وتوجيهها

نحو مشاريع استثمارية إنتاجية - كما أشرنا إلى ذلك سابقاً- تساهم في تحقيق تنمية اقتصادية

شاملة، خصوصاً إذا ما علمنا أن إصدارات الصكوك الإسلامية لا بد وأن ترتبط بمشاريع

وأصول حقيقية.

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

المالية الإسلامية، وذلك لانتفاء الغش والغرر والغبن والمضاربات الهدامة التي تعصف بالأسواق

المالية التي تؤثر سلباً على تخصيص الموارد، ذلك أن المضارب يعني بالقيمة السوقية للأسهم

والسندات في الأجل القصير والتي يدخل في تقديرها عوامل ليس لها علاقة بالمردود المتوقع، مما يؤدي إلى توجيه الموارد باتجاه أنشطة يتوقع لها الربح السريع، وذلك يؤثر على عملية تحديد الأسعار العادلة، ويخل بالتوازن الحقيقي لمستويات الأسعار وزعزعة استقرار النشاط الاقتصادي، مما سيكون لها الأثر السيئ على كفاءة الأسواق المالية، وحجبها على أداء دورها التنموي.⁽¹⁾

كما أن معيار حجم التداول الذي يتخذ كمعيار أساسي لتقدير مدى كفاءة الأسواق المالية التقليدية لن يعبر عن أفضلية لهذا المعيار في ظل الأسواق المالية الإسلامية حيث يكون المعيار الأساسي هو اتجاهات التعامل ومدى مناسبتها للأولويات والأنشطة التنموية.⁽²⁾

لذلك فإن كفاءة الأسواق المالية الإسلامية ترتبط بمدى قدرتها على تحريك الموارد المالية وتوجيهها إلى أنشطة استثمارية حقيقية، من هنا يمكن القول أن السوق المالية الإسلامية سوق نقل فيها المضاربات، وتهتم بالسوقين الأولية والثانوية بشكل متكافئ، ومعيار كفاءتها هو انضباطها لأحكام المعاملات المالية الإسلامية وقدرتها على تمويل المشاريع التنموية.⁽³⁾

(1) أحمد محي الدين، أسواق الأوراق...، مرجع سابق، ص 509-521.

(2) كامل، محاضرات...، مرجع سابق، ص 696-697.

(3) القاضي، دور المصارف...، في، دور الصيرفة، مرجع سابق، ص 139-140.

الخاتمة

وفيها النتائج والتوصيات

النتائج

خلصت الدراسة إلى عدد من النتائج نلخصها في النقاط التالية:

1. يتشابه التصكيك الإسلامي مع التصكيك التقليدي من حيث الإجراءات (Process) فكلاهما يقومان على حشد الموارد (رأس المال) وتجزئته إلى أجزاء متماثلة ومتساوية يعبر عنها بوثائق تثبت حائزة هذه الوثائق لحاملها.
2. أن التصكيك الإسلامي كأسلوب تمويلي يختلف عن التصكيك التقليدي وذلك لانضباطه بأحكام المعاملات المالية الإسلامية بدءاً بالأصول محل التصكيك والعقود الناظمة لهذه العملية، وقواعد الإصدار والتداول التي يجب أن تكون مقبولة إسلامياً من ألفها إلى يائها.
3. ان التصكيك من خلال نمط شهادات الباستروز هو الأكثر ملائمة لاساليب التمويل الإسلامي ،و ذلك لانها تمثل شهادات ملكية وليس شهادات مديونية .
4. عدم جواز الصيغة المقترحة للأسهم الممتازة التي قدمها انس الزرقا ،و ذلك لمخالفتها لأحكام وقواعد الشركات في الفقه الإسلامي .
5. ان الصكوك الاستثمارية الإسلامية تشكل قنوات جيدة لتعبئة المدخرات و توظيفها في مشاريع استثمارية .
6. يمكن تمويل مشاريع البنى التحتية من خلال صكوك BOT و BOOT و BROT الإسلامية -صيغ مقترحة في هذه الدراسة .
7. يمكن ان تساهم الصكوك الاستثمارية الإسلامية في حل مشكلة المديونية الداخلية و ذلك من خلال استبدال سندات المديونية بصكوك استنصاع او صكوك منافع عامة .

8. تواجه المصارف الإسلامية عدة تحديات من بينها مشكلة السيولة ،و يمكن ان تعمل الصكوك الإسلامية على مواجهة هذه التحديات من خلال تقديمها أصولا قابلة للتسييل بسرعة و بتكلفة قليلة ،وفي نفس الوقت تشكل هذه الصكوك فرصا استثمارية ملائمة لتوظيف الفلئض في هذه المصارف .

9. تستطيع المصارف الإسلامية استخدام الصكوك الإسلامية في مجال إدارة المخاطر التي تتعرض لها ،كما تستطيع أيضا تفعيل الاستثمار طويل الأجل باستثمارها في الصكوك الإسلامية .

10. يمكن ان يوفر التصكيك الإسلامي إطارا إشرافيا و رقابيا ملائما للمصارف الإسلامية من خلال تقديمه لأدوات مالية و نقدية تتعامل بها المصارف الإسلامية دون حرج .

11. يساهم التصكيك الإسلامي في تطوير الأسواق المالية الإسلامية من خلال تقديم إضافات نوعية و كمية للأدوات المالية الإسلامية، وإضافة مؤسسات مالية جديدة تتعامل تنشط في الأسواق المالية .

12. للتصكيك الإسلامي اثر على تحسين كفاءة الأسواق المالية الإسلامية وذلك لانضباط التعاملات في هذه الأسواق بقواعد وأحكام المعاملات المالية الإسلامية التي تنأى بالسوق المالية عن المقامرات و المضاربات التي تهدم الأسواق المالية .

التوصيات

بعد الانتهاء من هذه الدراسة والتوصل إلى النتائج السابقة، توصي الباحثة بعدد من

التوصيات، أهمها:

1 بعد أن قطعت صناعة الصكوك الإسلامية شوطاً من الزمن قد يكون من المفيد أن تكون

هناك دراسة لتقييم حجم الإصدارات من الصكوك وأثرها على كل من العمل المصرفي

التقليدي والعمل المصرفي الإسلامي.

2 أن تقوم المؤسسات المالية الإسلامية بتقديم دورات تدريبية ورشات عمل للعاملين

والمتعاملين في الأسواق المالية لتوعيتهم بهذا النوع الجديد من الأدوات.

3 لابد من تطوير مفهوم هيئات الرقابة الشرعية بحيث تشمل هذه الهيئات على

خبراء في السواق المالية والنقدية بالإضافة لعلماء الشريعة، وتوسيع صلاحياتهم لتشمل

ابتكار و تطوير أدوات مالية و نقدية مقبولة إسلاميا .

قائمة المصادر والمراجع

المراجع باللغة العربية

الكتب

1. الاحساني، عبد العزيز حمد، تبيين المسالك شرح تدريب السالك الى اقرب المسالك، ج 4 بيروت-لبنان، دار الغرب الاسلامي، ط2، 1995.
2. أحمد أبو الفتوح، نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية، الإسكندرية-مصر، مؤسسة شباب الجامعة، 1995م.
3. أحمد، محيي الدين، أسواق الأوراق المالية وأثرها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي، 1414هـ.
4. _____، عمل شركات الاستثمار الإسلامية في السوق العالمية، المنامة-البحرين، بنك البركة الإسلامية، ط 1، 1986.
5. الإسلامبولي، أحمد محمد خليل، هل نظام B.O.T نموذج معدل من صور الحكر التي استحدثها المسلمون، جدة-المملكة العربية السعودية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، 1422هـ.
6. إقبال، منور وأحمد، أوصاف وخان، طارق الله، التحديات التي تواجه العمل المصرفي الإسلامي، جدة- المملكة العربية السعودية، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، ط2، 2001م.
7. أنطاكي، رزق الله والسباعي، نهاد، الوسيط في الحقوق التجارية البرية، ج2، 1964م.
8. البارودي، علي، القانون التجاري، الإسكندرية-مصر، منشأة المعارف، 1986م.

9. باز، فريدي وصادر، مكرم، أبي صالح، جورج، معجم المصطلحات المصرفية، بيروت- لبنان، ط(1)، 1985.
10. الببلاوي، حازم، الاقتصاد العربي في عصر العولمة، أبو ظبي-الإمارات العربية المتحدة، مركز الإمارات للدراسات والنشر والبحوث الإستراتيجية، ط1، 2003.
11. بشير، محمد شريف، صندوق النقد الدولي: أهدافه وسياساته، الحالة السودانية، إسلام آباد، معهد الدراسات السياسية، ط1، 1995.
12. بني هاني، حسين، الأسواق المالية: طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشقة، (د.ن)، 2002.
13. تانزر، مايكل وآخرون، من الاقتصاد القومي إلى الاقتصاد الكوني، ترجمة: عفيف الرزاز، لبنان، مؤسسة الأبحاث العربية، ط1، 1981.
14. الجزيري، عبد الرحمن، الفقه على المذهب الأربعة، ج2، 3، بيروت-لبنان، دار إحياء التراث العربي، ط8، 1972.
15. حبش، محمد محمود، الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة، ط1، (د.ن)، 1998م، الناقة.
16. حبيب، مطانيوس، التنمية الاقتصادية، جامعة دمشق، (د.ت).
17. الحجازي، عبيد، التوريق ومدى أهميته في ظل قانون الرهن العقاري، القاهرة-مصر، دار النهضة العربية، ط2، 2001م.
18. حسبو، عمرو أحمد، التطور الحديث لعقود التزام المرافق العامة طبقاً لنظام الـB.O.T، القاهرة - مصر، دار النهضة العربية، 2002م.
19. حشاد، عبد المعطي محمد، المصطلحات المصرفية، بيروت- لبنان، دار الكتب الحديثة، 2005.

20. حماد، طارق عبدالعال، إدارة المخاطر، الدار الجامعية، 2003.
21. _____، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، 2000م.
22. _____، المشتقات المالية، الدار الجامعية، 2001م.
23. الحناوي، محمد صالح والعبد، جلال إبراهيم، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، 2002م.
24. حنفي، عبدالغفار، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، 2000م.
25. حنفي، عبدالغفار، وقرياقص، رسمية، أسواق المال، الإسكندرية-مصر، دار الجامعة الجديدة للنشر، 2002م.
26. خان، طارق الله وأحمد، حبيب، إدارة المخاطر: تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية، ترجمة: عثمان بابكر أحمد، جدة، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، 2003م.
27. خلف، فليح حسن، الأسواق المالية والنقدية، عمان-الأردن، جدارا، 2006.
28. الخياط، عبدالعزيز، الشركات في الشريعة الإسلامية والقانون الوضعي، عمان-الأردن، وزارة الأوقاف والشؤون والمقدسات الإسلامية، ج 1، 2، ط1، 1998م.
29. الداغر، محمود، الأسواق المالية: مؤسسات، أوراق، بورصات، عمان - الأردن، دار الشروق، ط1، 2005م.
30. رضوان، أبو زيد، شركات المساهمة والقطاع العام، مصر، دار الفكر العربي، 1983.
31. رضوان، سمير عبدالحميد، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، القاهرة-مصر، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، ط1، 1996م.

32. رمضان، زياد، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، عمان - الأردن، دار وائل للنشر، ط1، 1988.
33. الزحيلي، وهبه، الفقه الإسلامي وأدلته، ج4، دمشق- سوريا، دار الفكر، 1994.
34. الزرقا، مصطفى أحمد، عقد الاستصناع ومدى أهميته في الاستثمارات الإسلامية المعاصرة، جدة-المملكة العربية السعودية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، ط2، 2000م.
35. زويل، محمود أمين، بورصة الأوراق المالية، موقعها من الأسواق أحوالها ومستقبلها، الإسكندرية-مصر، دار الوفاء، 2000م.
36. سامي، فوزي، الشركات التجارية، عمان-الأردن، دار الثقافة، 2005.
37. سري الدين، هاني صلاح، التنظيم القانوني والتعاقدى لمشروعات البنية الأساسية الممولة عن طريق القطاع الخاص، القاهرة - مصر، دار النهضة العربية، ط1، 2001م.
38. سفر، أحمد، المصارف والأسواق المالية التقليدية والإسلامية في البلدان العربية، طرابلس - لبنان، المؤسسة الحديثة للكتاب، 2006م.
39. سلام، عماد صالح، إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة، (د.ن)، 2002م.
40. سلامة، مورييس، الأسواق المالية في العالم، ترجمة: يوسف الشدياق، بيروت-لبنان، منشورات عويدات، ط1، 1983م.
41. السيسي، صلاح الدين، بورصات الأوراق المالية، القاهرة- مصر، عالم الكتب، ط1، 2003.

42. شابرا، عمر، نحو نظام نقدي عادل، ترجمة: سيد محمد سكر. عمان-الأردن، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، دار البشير، ط2، 1990.
43. شافعي، محمد زكي، التنمية الاقتصادية، ج1، (د.ن)، (د.ت).
44. الشباني، محمد عبدالله، بنوك تجارية بدون ربا، الرياض-المملكة العربية السعودية، دار عالم الكتب، 1987م، ط1.
45. شبير، محمد عثمان، المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي، عمان-الأردن، دار النفائس، ط1، 1996.
46. الشحات، نظير رياض، البورصات، المنصورة-مصر، المكتبة العصرية، 2000م.
47. الشنطي، أيمن وشقر، عامر، مبادئ القانون التجاري، عمان-الأردن، دار البداية، ط1، 2005.
48. الشنقيطي، محمد مصطفى. دراسة شرعية لأهم العقود المالية المستحدثة، مكتبة دار العلوم والحكم، المدينة المنورة، مج2، ط2، 2001م.
49. الشيرازي، ابو اسحق، كتاب المجموع شرح المذهب للشيرازي، ج 14، دار احياء التراث العربي، (د.م)، 1995.
50. -----، المذهب في فقه الامام الشافعي، مج 1، ج 1، دار الفكر، 1900.
51. صالح، رشدي، البنوك الشاملة وتطوير دور الجهاز المصرفي المصري، (د.ن)، 2000م.
52. صديقي، محمد نجاة الله، النظام المصرفي اللاربيوي، ترجمة: عابدين سلامة، المجلس العلمي بجامعة الملك عبدالعزيز، 1985م.

53. صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، الربع الأول 2000م.
54. الصنعاني، شرف الدين الحسين، الروض النضير شرح مجموع الفقه الكبير، ج3، بيروت- لبنان، دار الجيل، 1980.
55. طبل، عيسى محمد وإبراهيم، جلال مطاوع، محاسبة ضريبة الأبلولة، (دن)، 1994م.
56. طراد، إسماعيل، إدارة العملات الأجنبية، (دن)، ط1، 2001م.
57. طه، مصطفى كمال، القانون التجاري، الدار الجامعية، 1991م.
58. طه، مصطفى كمال، وبنديق، وائل أنور، أصول القانون التجاري، الإسكندرية-مصر، دار الفكر الجامعي.
59. عالية، سمير، أصول القانون التجاري، بيروت-لبنان، المؤسسة الجامعية للدراسات، ط2، 1996.
60. عبدالبر، محمد زكي، أحكام المعاملات المالية في المذهب الحنفي، قطر-الدوحة، دار الثقافة، ط1، 1986.
61. عبدالجواد، محمد والشديقات، علي إبراهيم، الاستثمار في البورصة، عمان - الأردن، دار الحامد، ط1، 2006م.
62. عبدالحافظ، السيد البدوي. إدارة الأسواق والمؤسسات المالية، القاهرة، دار الفكر العربي، 1999م.
63. عبدالحاميد، عبدالمطلب، المصارف الشاملة: عملياتها وإدارتها، الإسكندرية-مصر، الدار الجامعية، 1999م.

64. عثمان، حسين فتحي، التوريق المصرفي للديون: الممارسة والإطار القانوني، (د.ن)،
1999.
65. العكيلي، عزيز، القانون التجاري، عمان-الأردن، مكتبة دار الثقافة، 1997.
66. _____، الوسيط في الشركات التجارية، عمان-الأردن، دار الثقافة، 2007م.
67. العلاّق، بشير عباس، المعجم الشامل لمصطلحات العلوم الإدارية والمحاسبة والتمويل
والمصارف، ليبيا، الدار الجماهيرية للنشر، ط1، 1996.
68. علي، أحمد محمد، دور البنوك الإسلامية في مجال التنمية، جدة-السعودية، البنك
الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، ط2، 1998م.
69. عمرو، محيي الدين، التخلف والتنمية، بيروت، دار النهضة العربية، (د.ت).
70. غوشة، نافذ خالد، موسوعة مصطلحات مصرفية اقتصادية مالية تجارية والأمور
المرتبطة بها، (د.ن)، ط1.
71. الفطافطة، حسن، صناديق الاستثمار في الدول العربية، (د.ن)، 2001.
72. فرعون، هشام، القانون التجاري البرّي، ج1، 2، حلب-سوريا، جامعة حلب، 1985.
73. الفقي، محمد السيد، مبادئ القانون التجاري، بيروت-لبنان، منشورات الحلبي الحقوقية،
2002م.
74. قاسم، منى، صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين، القاهرة-مصر، الدار المصرية
اللبنانية، ط1، 1995.
75. ابن قدامة، ابو محمد عبدالله، المغني، ج6، الرياض-السعودية، دار عالم الكتب، ط4،
1999.

76. -----، المغني على مختصر أبي القاسم الخرقى، ج (5)، مكتبة الرياض الحديثة، 1980.
77. القضاة، سالم وآخرون، مبادئ القانون التجاري، عمان-الأردن، دار صفاء، ط(1)، 2000.
78. الكاساني، علاء الدين أبي بكر بن مسعود، بدائع الصنائع في ترتيب الشرائع، بيروت-لبنان، دار إحياء التراث العربي، مؤسسة التاريخ العربي، ج5، 11، (د.ت).
79. كويل برايان، الحماية من مخاطر العملة، ترجمة: قسم الترجمة بدار الفاروق، القاهرة-مصر، دار الفاروق للنشر، ط1، 2006.
80. الكيلاني، محمود، التشريعات التجارية والمعاملات الإلكترونية، عمان-الأردن، دار وائل، ط1، 2004م.
81. لجنة التأليف، مدخل إلى علاقة المصارف الإسلامية بالبنوك المركزية، جامعة آل لوتاه.
82. المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، أسواق الأوراق المالية العربية: واقعها وإمكانيات تطويرها والربط فيما بينها. المؤتمر الرابع لرجال الأعمال والمستثمرين العرب، 1988م.
83. المتيت، أبو اليزيد. ضريبة التركات، المكتب الجامعي الحديث، 1987م.
84. محرز، أحمد، القانون التجاري، ج1، (د.ن)، 1986م.
85. محيسن فؤاد، محمد، التأصيل الشرعي لعقدي الاستصناع والمقاولاة، (د.ن)، ط1، 2002.
86. مدغمش، جمال عبدالغني والمناجرة، محمد محمود، موسوعة التشريع الأردني، ج16، عمان-الأردن، دار البشير، ط1.

87. المرزوقي، صالح، شركة المساهمة في النظام السعودي: دراسة مقارنة بالفقه الإسلامي، مكة المكرمة-المملكة العربية السعودية، جامعة أم القرى، 1406هـ.
88. معروف، هوشيار، الاستثمارات والأسواق المالية، عمان - الأردن، دار صفاء، ط1، 2003م.
89. الملحم، أحمد عبدالرحمن، والكندري، محمود أحمد، عقد التمويل باستخدام الحقوق التجارية وعمليات التوريق، الكويت-مجلس النشر العلمي، جامعة الكويت، ط1، 2004م.
90. ابن منظور، أبي الفضل جمال الدين، لسان العرب، مجلد (10)، بيروت-لبنان، دار صادر، 1900.
91. الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية، ج6، 1982م.
92. موسى، رسمية، الأسواق المالية والنقدية، عمان - الأردن، دار المعترف، ط1، 2005م.
93. ناصيف، إلياس، الكامل في قانون التجارة، ج2، بيروت-لبنان، منشورات بحر المتوسط ومنشورات عويدات، ط1، 1982.
94. _____، عقود الـ BOT، طرابلس-لبنان، المؤسسة الحديثة للكتاب، 2006.
95. _____، موسوعة الشركات التجارية، ج3، (د.ن)، ط2، 1995.
96. الناهي، صلاح الدين، المدخل في القانون التجاري، دمشق-سوريا، الاتحاد البريدي العربي، كلية البريد العربي، 1983.
97. النبهاني، تقي الدين، النظام الاقتصادي في الإسلام، بيروت-لبنان، دار الأمة، 1990، ط4.

98. النشاشيبي، حكمت شريف، التنمية المصرفية العربية وعالم التمويل التنموي الجديد، بيروت-لبنان، اتحاد المصارف العربية، 1994.
99. نصار، جابر جاد، عقود البوت B.O.T والتطور الحديث لعقد الالتزام، القاهرة-مصر، دار النهضة العربية، ط1، 2002م.
100. النمري، خلف، شركات الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي، الإسكندرية-مصر، مؤسسة شباب الجامعة، 2000.
101. نوري، ناظم والبياتي، طاهر، وصيام، زكريا، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، عمان - الأردن، دار وائل للنشر، ط1، 1999م.
102. النووي، أبي زكريا يحيى بن شرف، روضة الطالبين، ج4، بيروت-لبنان، دار الكتب العلمية، 1992، ص 198.
103. _____، صحيح مسلم بشرح النووي، ج (10)، الرياض- المملكة العربية السعودية، دار عالم الكتب، ط (1)، 2003.
104. هارون، محمد صبري، أحكام الأسواق المالية الأسهم والسندات، عمان-الأردن، دار النفائس، 1999م.
105. هايني، ستيفن شميد، تغيير المسار، ترجمة: علي حسين حجاج، عمان - الأردن، دار البشير، 1996م.
106. الهندي، خليل والناشف، أنطوان، العمليات المصرفية والسوق المالية، ج2، لبنان، المؤسسة الحديثة للكتاب، 2000م.
107. هندي، منير إبراهيم، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، الإسكندرية-مصر، منشأة المعارف، 1999.

108. ، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، الإسكندرية-مصر، منشأة المعارف، 1997م.
109. _____، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، الإسكندرية-مصر، منشأة المعارف، 1993م، ص242.
110. _____، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، 2000م.
111. _____، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، الإسكندرية-مصر، منشأة المعارف بالإسكندرية، 1999.
112. _____، الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، ج2، الإسكندرية، منشأة المعارف، 2003م.
113. الهواري، سيد، الاستثمار والتمويل، (دن)، 1980م
114. هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، صكوك الاستثمار، البحرين، 2003.
115. الهيبي، نوزاد، مقدمة في الأسواق المالية، دار الشط، (دم)، 1998م.
116. وزارة الأوقاف والشؤون الإسلامية، الموسوعة الفقهية، الكويت، الأجزاء (9، 25، 26، 30، 38).
117. ياسين، محمد يوسف، البورصة: عمليات البورصة، تنازع القوانين، اختصاص المحاكم، بيروت-لبنان، منشورات الحلبي الحقوقية، ط1، 2004م.
118. يسرى، عبدالرحمن، قضايا إسلامية معاصرة في النقود والبنوك والتمويل، الدار الجامعية، 2001م.

119. يونس، محمود، مبارك عبدالمنعم، والوصال، كمال أمين، نقود وبنوك وأسواق مالية،
الدار الجامعية، (د.م)، 2004م.

فصل في كتاب

1. اتحاد المصارف العربية، قضايا أساسية في عملية توريق الموجودات، في، موسوعة التوريق: بحوث في التوريق وإدارة الموجودات والمطلوبات والرهنونات العقارية، اتحاد المصارف العربية، بيروت-لبنان، 2002.
2. أحمد، محي الدين أحمد، الأدوات الاستثمارية الإسلامية ودورها في تنشيط التداول بالبورصات العربية، في، استراتيجيات تنشيط البورصات العربية والربط بينها. اتحاد المصارف العربية، بيروت-لبنان، 1994م.
3. الإدارة العامة للبحوث، البنك المركزي المصري، أسواق رأس المال العربية وإمكانيات تطويرها، في، آفاق الاستثمار في الوطن العربي، تحرير: محمد نبيل إبراهيم، بيروت-لبنان، اتحاد المصارف العربية، 1992م.
4. جاد، تميم، إدارة الأموال والصناديق وأهميتها في تعبئة الموارد وتطوير سوق المال الإسلامي، في، دور الصيرفة الإسلامية في تعبئة الموارد والأدوات المالية الإسلامية الحديثة، اتحاد المصارف العربية، بيروت-لبنان، 2005، ص 83.
5. الجارحي، معبد، الاسواق المالية في ضوء مبادئ الاسلام، في، الادارة المالية في الاسلام، ج 1، عمان-الاردن، مؤسسة ال البيت، 1989.
6. حداد، أديب، عمليات الربط بين البورصات العربية ومعوقاتهما، في، استراتيجيات تنشيط البورصات العربية والربط بينها، بيروت-لبنان، اتحاد المصارف العربية، 1994م.

7. حديد، جواد، صناع السوق في بورصات الأوراق المالية، في، استراتيجيات تنشيط

البورصات العربية والربط بينها، اتحاد المصارف العربية، بيروت-لبنان، 1994م.

8. حسين، عمر إبراهيم برنية، محمد حسن والبيطار، أحمد هاشم، أسواق الأوراق المالية

العربية الأداء والتحديات، في، دور القطاع الخاص في الاقتصاديات العربية، تحرير:

سمير المقدسي. الصندوق العربي للإنماء الاقتصادي والاجتماعي وصندوق النقد

العربي، أبو ظبي، 2000م.

9. حمود: سمير، العوامل المؤثرة في التسديد، في، التوريق كأداة مالية حديثة، اتحاد

المصارف العربية، بيروت-لبنان، 1995.

10. الزرقا، أنس، بعض الوسائل الحديثة لتمويل واستثمار المشروعات الوقفية، في، إدارة

وتتمير ممتلكات الأوقاف، تحرير: حسن عبدالله الأمين، جدة، المعهد الإسلامي للبحوث

والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية.

11. سفر: أحمد، التوريق وأسواق المال مع الإشارة إلى التجربة اللبنانية، في، موسوعة

التوريق بحوث في التوريق وإدارة الموجودات والمطلوبات والرهنات العقارية، اتحاد

المصارف العربية، بيروت-لبنان، 2002م.

12. سفر، أحمد، رأس المال المخاطر ودوره في تطوير سوق رأس المال الإسلامي، في، دور

الصيرفة الإسلامية في تعبئة الموارد والأدوات المالية الإسلامية الحديثة، اتحاد

المصارف العربية، بيروت-لبنان، 2005.

13. صالح، فتح الرحمن علي، صناعة التوريق في سوق التمويل السوداني، في، موسوعة

التوريق بحوث في التوريق وإدارة الموجودات والمطلوبات والرهنات العقارية، اتحاد

المصارف العربية، بيروت-لبنان، 2002م.

14. طوقان، أمية، تطوير أسواق رأس المال العربية، في، آفاق الاستثمار في الوطن العربي، اتحاد المصارف العربية، بيروت-لبنان، 1992.
15. ظبيان، معاوية هشام، التوريق بين النظرية والتطبيق، في، موسوعة التوريق بحوث في التوريق وإدارة الموجودات والمطلوبات والرهنات العقارية، اتحاد المصارف العربية، بيروت-لبنان، 2002م.
16. عبدالعزيز، محمود، المصارف الشاملة والمنطقة العربية، في، الصناعة المصرفية العربية وتحديات القرن الحادي والعشرين، اتحاد المصارف العربية، بيروت-لبنان، 1997م.
17. عبدالله، خالد أمين، الإفصاح ودوره في تنشيط التداول بالبورصات العربية، في، استراتيجيات تنشيط البورصات العربية والربط بينها، اتحاد المصارف العربية، بيروت-لبنان، 1994م.
18. عبدالله، خالد أمين، الخلفية العلمية والعملية للتوريق، في، التوريق كأداة مالية حديثة، اتحاد المصارف العربية، بيروت-لبنان، 1995م.
19. القاضي، محمود، دور المصارف الإسلامية في دعم وتطوير أسواق رأس المال، في، دور الصيرفة الإسلامية في تعبئة الموارد والأدوات المالية الإسلامية الحديثة، اتحاد المصارف العربية، بيروت-لبنان، 2005.
20. القري: محمد علي، صناديق الاستثمار الإسلامية، في، التطبيقات الاقتصادية الإسلامية المعاصرة، تحرير عثمان بابكر، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، ط1، 2005م.
21. قصيور، عدي، دور أسواق الأوراق المالية والقطاع المصرفي في تمويل القطاع الخاص، في، الآثار المالية والاجتماعية لتمويل القطاع الخاص مشروعات البنية الأساسية

والاجتماعية، تحرير، سلطان أبو علي، الكويت، الصندوق العربي للإنماء الاقتصادي والاجتماعي، ط1، 2002م.

22. محي الدين: محمود، الأبعاد الاقتصادية والمالية للتوريق، في، موسوعة التوريق: بحوث في التوريق وإدارة الموجودات والمطلوبات والرهنات العقارية، اتحاد المصارف العربية، بيروت-لبنان، 2002م.

23. النشاشيبي، حكمت شريف، التمويل المتوسط والطويل الأجل في الأسواق المالية العربية، في، أسواق رأس المال الدول العربية: واقعها ومجالات تطويرها، صندوق النقد العربي، أبو ظبي-الإمارات العربية المتحدة، 1984.

24. الهندي، عدنان، الواقع المصرفي الدولي والعربي ومبررات التوريق، في، التوريق كأداة مالية حديثة، اتحاد المصارف العربية، بيروت-لبنان، 1995.

المجلات والدوريات

1. البنك العربي، النشرة التحليلية، الأدوات والوسائل المالية الحديثة، عدد1، 1987.
2. الرواشدة: مفيد، وآخرون، دور البنك الإسلامي الأردني في جذب المدخرات المكتنزة، أبحاث اليرموك، إربد-الأردن، مج15، ع1.
3. الساعاتي: عبدالرحيم عبدالحميد، نحو مشتقات مالية إسلامية لإدارة المخاطر التجارية، مجلة جامعة الملك عبدالعزيز، الاقتصاد الإسلامي، م11.
4. العاني: أسامة، مستقبل الاقتصاد العربي في ظل الشركات متعددة الجنسية، شؤون عربية، عدد8، 2001.

5. القره داغي، علي محيي الدين، "التطبيقات الشرعية لإقامة السوق الإسلامية"، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، ع8، ج2، 1415هـ-1994م.
6. القرى، محمد، الأسواق المالية، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، ع7، ج1.
7. حماد، نزيه كمال، بيع الدين: أحكامه، تطبيقاته المعاصرة، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، عدد 11، ج(1)، 1998.
8. حمود، سامي حسن، "بيع الدين وسندات القرض وبدائلها الشرعية في مجال القطاع العام والخاص"، مجلة مجمع الفقه الإسلامي. ع11، ج1، 1419هـ-1998م.
9. متري، موسى خليل، تمويل المشاريع هيكلية الـB.O.T، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، مج21، ع2، 2005م.

المؤتمرات والندوات

1. أبو غدة، عبد الستار، صناديق الاستثمار الإسلامية-دراسة فقهية تأصيلية موسعة، بحوث، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر بعنوان: المؤسسات المالية الإسلامية معالم الواقع وآفاق المستقبل، جامعة الإمارات العربية المتحدة، مج2، ط1، 2005.
2. حسان، حامد حسين، صكوك الاستثمار، هيئة المحاسبة والمراجعة والمؤسسات المالية الإسلامية، المنامة-البحرين، 2003م.
3. الشايجي: وليد خالد والحجي: عبدالله يوسف، "صكوك الاستثمار الشرعية"، بحوث المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر: المؤسسات المالية الإسلامية: معالم الواقع وآفاق المستقبل، جامعة الإمارات العربية، الإمارات العربية المتحدة، م3، ط1، 2005.

4. الشريف، محمد عبد الغفار، التوريق وبقية أدوات السيولة للسوق الإسلامية، ندوة البركة للاقتصاد الإسلامي، المنامة-البحرين، 2002، ص 6.
5. حسنين، فياض عبدالمنعم، الصكوك الإسلامية والاجتهادات الشرعية، المؤتمر المصرفي الإسلامي الثاني المنعقد في الفترة ما بين 17-18 نيسان 2005م.
6. علي، نادية أمين، صكوك الاستثمار الشرعية - خصائصها وأنواعها، بحوث المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر بعنوان المؤسسات المالية الإسلامية: معالم الواقع وآفاق المستقبل، جامعة الإمارات العربية، الإمارات العربية المتحدة، م3، ط1، 2005.
7. عوض الله: صفوت عبدالسلام، صناديق الاستثمار: دراسة وتحليل من منظور اقتصادي وإسلامي، بحوث المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية، مج2.
8. ملائكة، صالح، التوريق وبقية أدوات السيولة للسوق الإسلامية، بحث مقدم لندوة البركة للاقتصاد الإسلامي، المنامة، البحرين، 2002.

الأبحاث المنشورة على شبكة الإنترنت

1. الأسواق العربية، (80%) من حملة الصكوك الإسلامية هم غير المسلمين وماليزيا أكبر المصدرين <http://www.alaswaq.net> 14/1/2007 .
2. الأسواق العربية، قيمة الصكوك الإسلامية تتضاعف مرتين عالمياً في عام إلى (4.6) مليار دولار، <http://www.alaswaq.net> 14/1/2007 .
3. موقع الفقه الإسلامي <http://www.fiqhacadmy.org>.

الرسائل الجامعية

1. الجبالي: محمود علي (1991). الأسواق المالية، رسالة ماجستير، كلية الشريعة والدراسات

الإسلامية، جامعة اليرموك، الأردن.

2. جعفر: سحا سورياني (2006)، سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ودور الرقابة

الشرعية في معاملاته، رسالة ماجستير، كلية الشريعة، جامعة اليرموك.

3. حامد، احمد اسحق الامين (2005)، الصكوك الاستثمارية الاسلامية و علاج مخاطرها ،

رسالة ماجستير ، كلية الشريعة و الدراسات الاسلامية ،جامعة اليرموك ،الاردن .

4. الصليبي: عبدالله مرشد، 2006م، تطبيقات عقود الاستصناع في المشروعات البناء

والتشغيل والتحويل B.O.T ودور المؤسسات المالية الإسلامية في تمويلها، الكويت

حالة تطبيقية، رسالة ماجستير، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك،

الأردن.

5. العلوانة: رانيا زيدان، 2005م، إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية (حالة الأردن)،

رسالة ماجستير، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، الأردن.

الأبحاث غير المنشورة

1. السبهاني، عبدالجبار حمد عبيد، الأسهم والتسهيم: الأهداف والمآلات.

Books

1. Adam, Nathif T. & Thomas, Abdulkader, **Islamic Bonds: Your guide to Issuing, Structuring and Investing in Sukuk**, London – UK, Euromoney Books, 2004.
2. AL-Omar, Fuad and Abdel-Haq, Mohammed. **Islamic Banking: Theory, practice & challenges**, Oxford University press, karachi, Zed Books, London & New Jersey, 1996.
3. American Institute for Economic Research, **Investment Companies and Funds**, Economic Education Bulletin, Vol. XXXVII, No. 10. USA-Great Barrington, 1985.
4. Arnold, Glen, **The Financial Times Guide to Investing, A definitive Introduction to Investment and the Financial Markets**, Prentice Hall, 2004.
5. Christy, George A. & Clendenin, John C. **Introduction to Investments**, McGraw-Hill Book Company, New York, 7th ed. 1978.
6. Cohen, Jerome, Zinbarg, Edward D. Zeikel, Arthur, **Investment Analysis and Portfolio Management**. Richard D. Irwin Inc. 4th ed. 1982.
7. Collin, P.H, **Dictionary of Banking and Finance**, Universal Book Stall, New Delhi-India, 1991.
8. Curley, Anthony, J. & Bear, Robert M., **Investment Analysis and Management**, Harper & Row Publishers, NY, 1979.
9. Eitan, A., Avneyen, **Dictionary of Finance**, Macmillan Publishing Company, NY, 1988.

10. Fabozzi, Frank J. & Modigliani, Franco, **Mortgage and Mortgage-Backed Securities Markets**, Harvard Business School Press, Boston-USA, 1992.
11. Fischer, Donald E. & Jordan, Ronald J., **Security Analysis and Portfolio Management.**, Prentice-Hall, New Jersey, 5th ed. 1991.
12. Francis, Jack Clarc, **Investments, Analysis and Management**, McGraw – Hill Inc., NY, 5th ed.
13. Hamilton, Adrian, **The Financial Revolution**, Free Press, NY, 1986.
14. Haugen, Robert A. **Modern Investments Theory**. Prentice-Hall Inc, USA, 2nd ed.
15. Heri, Erwin & Rossi Vanessa. **International Financial Market Investment**. JOHN WILY & Sons, Chichester. 1994.
16. Keane, Simon M., **Stock Markets Efficiency**, Philip Allan, 1985.
17. Kemp, L. J., **A Guide to Wlord Money and Capital Market**, McGraw-Hill, London, 1981
18. Laderman, Jeffrey M. **Business Week's Guide to Mutual Funds**, McGraw-Hill Inc., NY-USA, 1992.
19. Lederman, Jess (edit), **The Handbook of asset-backed Securities**, Institute of finance, NY-USA, 1990.
20. Lewis, Arthur W, **The Theory of Economic growth**, George Allen unwin LTD, London, 1956.
21. Lorie, James H., Dodd, Peter, Kimpton & Mary, Hamilton, **The Stock Market: Theories and Evidence**, Richard. Irwin Inc. 2nd ed.
22. Maness, Terrys, **Introduction to Corporate Finance**, McGraw-Hill, 1988.
23. McDonald, Robert P., **International Syndicated-Loans**, Euromoney Publications, London, 1982.

24. Meier, Gerald M, **Leading issues in Economic Development**, Oxford University press, 3rd. ed.
25. Ritter, Lawrence S., & Silber, William, **Principles of Money, Banking, and Financial Markets**, Basic Book Inc, New York, 5th ed., 1986.
26. Rossine, Christine, **English as Legal Language**, Kluwer Law, The Hague, 1998.
27. Schreiber, S. Paul & Schwartz Robert A., **Efficient Price Discovery in Securities Market**: The Objective of Trading System In Market Making and the Changing Structure of the Securities Industry, ed. Yakov Amihud, Thomas S. Y. Ho, and Robert A. Schwartz, Lexington Books, Lexington, 1985.
28. Sharpe, William F, **Investments**. Prentice-Hall. Inc, 3rd ed, 1985.
29. Sharpe, William F. & Alexander, Gordon J. **Investments**, Prentice-Hall, Inc, 4th ed. 1990.
30. Socoloff, Kirill. **The Thinking Investor's Guide to the Stock Market**, McGraw-Hill, Rev. ed. NY. 1984.
31. Sprecher, C. Ronald, **Essentials of Investments**. Houghton Mifflin Company. London, 1987.
32. Stevenson, Richard A. & Jennings Edward H. **Fundamentals of Investments**. West Publishing Company. NY. 2nd ed., 1981.
33. Stonham, Paul, **Global Stock Market Reforms**, Gower, England, 1987.
34. Thomas, W. A., **The securities Market**, Philip Allan, New York, 1989.
35. Vogel, Frank E. & Hayes Samuel I. **Islamic Law and Finance, Religion, Risk and Return**, The Hague. London, Boston, Kluwer Law International. 1998.

Chapter in Book

1. Schreiber, S. Paul & Schwartz Robert A., Efficient Price Discovery in Securities Market: IN, The Objective of Trading System In Market Making and the Changing Structure of the Securities Industry, ed. Yakov Amihud, Thomas S. Y. Ho, and Robert A. Schwartz, Lexington Books, Lexington, 1985.
2. Deventer: John M., Towards Securitisation-Trends in the International Financial Markets. في، التوريق كأداة مالية حديثة، اتحاد المصارف العربية، بيروت-لبنان، 1995.
3. E-Ikarnashawy, Hatem, Financing Economic Development From an Islamic perspective, In, Financing Development In Islam., Ed. Mannan, M. A, Jeddah, Research and Training institute, 1st ed. 1996.
4. Gaitskell: Bruce, What Securitisation Can Mean for A Commercial Bank. في، التوريق كأداة مالية حديثة، اتحاد المصارف العربية، بيروت-لبنان، 1995.
5. Gupta, O. P. Stock Market Efficiency: The Concept, In, Stock Market Efficiency and Price Behaviour, Anmole Publications, New Delhi-India, 1st ed., 1989.
6. Hung, Tran Q, The Securitization of International Finance, in, The Handbook of International Investing, Ed. Carl, Beidleman, Probus Publishing Company. Chicago Illinois. 1987.
7. Jonas, Kathryn L. & Sladkus, Mark H, Trends in International Equity Markets, 1975-1986, in, the Handbook of International Investing, ed. Carl, Beidleman, Probus Publishing Company Chicago, Illinois, 1987.

8. Khan, Mohammad Akram. **Long Term Financing in Islamic Countries. Case Study of Pakistan, in, Financing Development in Islam.** Editor: M.A. Mannon, Jeddah, Saudi Arabia. IRTI. 1996.
9. Mason, Terry B. **Deregulation of World Capital Markets, in, the Handbook of International Investing,** ed, Carl, Beidleman, Probus Publishing Company, Chicago, Illinois, 1987.
10. Siddiqi, Nejatullah, **Economic of Profit-Sharing, In, Fiscal Policy and Resource Allocation In Islam,** ed. Ziauddin Ahmed, Munawar Iqbal & Fahim Khan, Institute of Policy Studies, Islamabad and International Center for Research In Islamic Economics, 1983..
11. Smallman and Joseph D. & Selby, Michael, J. P. **Asset-Backed Securitization** ، التوريق كأداة مالية حديثة، اتحاد المصارف العربية، بيروت-لبنان، 1995.
12. Wilson, Rodney, **The Role of Equity participation in Financing Economic Development, in, Financing Development In Islam,** ed. Mannan, M. A., Jeddah, Research and Training Institute, 1st ed. 1996.
13. Zarqa: Mohammad Anas, **Sharia Compatible Shares: A suggested Formula and Rationale, In, Financing Development in Islam.** ed. Mannan, M. A., Jeddah, Research and Training Institute, 1st ed. 1996.

Research Paper

1. Ali, Engku, **Securitization In Islamic Contracts** Workshop on Islamic Bonds, Sukuk, and Securitization Centre for Research and Training.
2. Ayling: Ralph. **Asset Securitization: Legal Risk Analysis; Foreign Legal Considerations**, Asset Securitization: Malaysia's Untapped potential, Kuala Lumpur, Malaysia, 2001, Rating Agency Malaysia Berhard,.
3. Omet, Gassan, **Reforming the Amman Financial Market**, Dirasat, vol. 22A. No. 5. 1995.
4. Rosly, Saiful Azhar & Sanusi, Mahmood, **The Application Of Bay Al-Inah and Bay Al Dayn in Malaysia Islamic Bonds: An Islamic Analysis**, International Journal of Islamic Financial Services Vol. 1. No., 2.

Thesis

1. Tariq, Ali Arsalan, **Managing Financial Risks of Sukuk Structures**, Dissertation of Master of Science at Loughborough University, UK, 2004, PP 9-12

Websites

2. Cowan, Cameron., Hearing on Protecting Homeowners: Preventing Abusive Lending While Preserving Access to Credit. <http://financialserives.house.gov/media>.
3. Dualeh, Suleiman Abdi, Islamic Securitization: Practical Aspects. This is adapted from a paper given at the Noga Hilton, Geneva, 1998 for the world conference on Islamic Banking. P. 1. www.failaka.com/library/Articles/Islamic.pdf.

4. Gassner, Michael S. **Reasons to Issue Sukuk and the Structure behind them.**
Website:[http://www.bankerme.com/bme/2005/feb/how to structure sukuk.aps](http://www.bankerme.com/bme/2005/feb/how%20to%20structure%20sukuk.aps).
5. Giddy: Ian, **Asset-Backed Securities: Lagal and Regulatory Issues,**
P.2000. <http://pages.stern.nyu.edu/igiddy/ABS.2000>.
6. Hale Alice, **Assets-Backed Securities Tapping Surplus Liquidity.**
From Website: <http://www.db.riskwater.com/global/risk/foreign/islamicfinance/pdfs/is>
7. Islamic Capital Market: **List of Sukuk Approved SC.** 3/6/2008. from the website: [http://www.Sc.com.my/eng/html/icm/ listoflbond.html](http://www.Sc.com.my/eng/html/icm/listoflbond.html).
8. Jobst, Anderas, A., **The Economics of Islamic Finance and Securitization,** 2007, P 17 IMF working paper from the website: www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2007/wp07117.pdf.
9. Lane, Karen, **Islamic Bond Market Provides Way for US Firms to Raise Cash.** 1/23/2007. from Website: <http://www.iifm.net/news072.php>.
10. Nisar, Shariq, **Islamic Bonds (Sukuk): It's Introduction and Application,** 3/6/2008. from website:
<http://www.financeinislam.com/article/8/1/546>.
11. Salih ,Fathelrahman A.,**Securitization Under Islamic Philosophy :An Innovative Industry in Global Dynamic Market .**From the website :<http://vinodkothari.com/Islamicsecuritization2.htm>.
12. Wikipedia (encyclopedia). **Securitization,**
2005.<http://en.wikipedia.org/wiki/securitization/>
13. The Bond Market Securitization, **Types of Bond,**
<http://www.investinginbonds.com/Learnmore.asp,2005>.

14. الموقع الالكتروني لهيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية

http://www.aaofi.com/aaofi_sb_sukuk_Feb2008_Eng.pdf

15. الموقع الالكتروني لمجمع الفقه الإسلامي

<http://www.fiqhacademy.org>

Abstract

Baniamir, Zahera Ali. Securitization and it's Role in Improving Islamic Financial Market. Master Thesis. Yarmouk University, 2008 (Supervisor: Professor : Abdul- Jabbar Al-Sabhany).

This study aims to investigate the concept of Islamic Securitization and Compares it with conventional securitization also this study aims to study the importance of Islamic securitization at both Macro and Micro levels.

This study shows that Islamic securitization is similar to conventional securitization as a process, but they differ as Islamic securitization is governed by the principles of shariah.

This study shows that Islamic securitization has a positive impact on channelling savings towards real investments, through some innovative structures which suggested in this study such as BOT SUKUK ,BOOT SUKUK and BROT SUKUK, these sukuk can finance infrastructure projects,it also help Islamic financial institutions to get over some of the problems which they encounter .

This study also suggests that Islamic securitization could improve Islamic financial Markets through providing them with innovative financial instruments and financial institutions, which make these markets efficient

key words: Islamic securitization, Conventional securitization, Islamic Sukuk, Islamic financial Markets.

This document was created with Win2PDF available at <http://www.daneprairie.com>.
The unregistered version of Win2PDF is for evaluation or non-commercial use only.