

الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية

تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية - البحرين-

د. نوال بن عمارة، جامعة. ورقلة- الجزائر
naoual_sf@maktoob.com

ملخص: تهدف هذه الورقة إلى استعراض واقع إصدار وتداول الصكوك الإسلامية، وأهم التحديات التي تواجهها، وكذا إبراز دور السوق المالية الإسلامية الدولية في تطوير هياكل الأدوات والعقود المالية، وتأسيس سوق مالية تركز على أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية.

وخلصت إلى ضرورة تطوير أدوات مالية إسلامية تتميز بالمصداقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية، والاستفادة من الاعتراف الدولي للصكوك الإسلامية، إن تطوير سوق مالية إسلامية وتوسيع نطاقها يتطلب تطوير وابتكار صكوك إسلامية وتشجيع تسويقها، والابتعاد عن محاكاة الأدوات المالية التقليدية.

الكلمات المفتاح: الصكوك الإسلامية، السوق المالية الإسلامية، السوق المالية الإسلامية الدولية.

تمهيد: أصبح التطوير والابتكار في الأدوات المالية الإسلامية ضرورة حتمية للمصارف الإسلامية، خاصة مع تزايد الطلب على هذه المنتجات في ظل التوجه العالمي المتنامي نحو الاستثمار الأخلاقي المتوافق مع المعاملات الإسلامية التي تستبعد الربا والغرر والتعدي على أموال الناس، حيث تحتاج المصارف الإسلامية دوماً إلى الاحتفاظ بتشكيلة متنوعة من الأدوات والمنتجات المالية تمكنها من إدارة سيولتها بصورة مربحة، بالإضافة إلى توفيرها للمرونة المناسبة للاستجابة لمتغيرات البيئة الاقتصادية، ويستدعي ذلك بالضرورة تطوير أدوات مالية إسلامية مستحدثة تضمن لها نصيباً سوقياً يساعدها على الاستمرار بفعالية.

كما أن توفر سوق مالية إسلامية متطورة يتطلب وجود مصارف إسلامية تستفيد من نتائج الهندسة المالية وفق المنهج الإسلامي في إبداع وابتكار الطرق والعمليات التمويلية التي تضمن لهذه المصارف التميز في تقديم أدواتها المالية، وتحقيق لها التميز على المصارف التقليدية، هذا من جهة ومن جهة أخرى ضمان تدخل فعال لها في الأسواق، و عملية إصدار مجموعة متنوعة من الصكوك وتداولها في السوق المالية الإسلامية تمثل تغييراً جوهرياً في الهيكل التمويلي للمصارف الإسلامية، يمكنها من استيعاب المدخرات على مختلف رغبات أفرادها، والتوفير الملائم للاحتياجات التمويلية للمشروعات مما يساهم في تقويم مسار المصارف الإسلامية، فضلاً عن أن إصدار الصكوك الإسلامية لتوفير الاحتياجات التمويلية هو بمثابة أداة مناسبة للتكامل بين النشاط المصرفي الإسلامي والأسواق المالية، والاندماج مع السوق العالمية.

وبناء على ما سبق، يمكن طرح وصياغة الإشكالية الرئيسية لهذه الدراسة على النحو التالي:

ما هو دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق المالية الإسلامية؟

أهمية الدراسة: تنبع أهمية الدراسة من خلال تعرضها للصكوك الإسلامية بما تتميز به من خصائص كالتنوع والتحدد، وانتشارها المتسارع، والعمل على وضع ضوابط وآليات لتداولها حتى تتمكن من الجمع بين الكفاءة الاقتصادية والمصداقية الشرعية، حيث برزت الصكوك الإسلامية كواحدة من أهم منتجات الصناعة المصرفية الإسلامية، والتي استطاعت أن تجتذ لها حيزاً في الأسواق المالية الدولية.

فروض الدراسة: في ضوء إشكالية الدراسة فإنها تسعى إلى اختبار صحة الفرض التالي:

- يساعد وجود الصكوك الإسلامية وتنوعها في تعميق وتطوير السوق المالي الإسلامي اللازم لتداولها.

أهداف الدراسة : تسعى الدراسة إلى تحقيق الأهداف التالية:

- التعرف على الصكوك الإسلامية من حيث مفهومها، وخصائصها وأنواعها؛
- إبراز دور الصكوك الإسلامية في إنشاء وتطوير سوق مالية إسلامية؛
- محاولة إبراز أهم التحديات التي تواجه عمليات إصدار الصكوك الإسلامية وإستراتيجيات تطويرها؛
- عرض تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية بالبحرين في المصادقة الشرعية لإصدار وتداول الصكوك الإسلامية.

تقسيمات الدراسة : في ضوء إشكالية الدراسة وهدفها وأهميتها يمكن تقسيمها إلى المحاور التالية:

- 1- الإطار المفاهيمي للصكوك الإسلامية ؛
- 2- تحديات ورؤية مستقبلية لتطوير الصكوك الإسلامية ؛
- 3- تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية في تطوير وإرساء قواعد إنشاء سوق مالية إسلامية .

1- الإطار المفاهيمي للصكوك الإسلامية

1-1. مفهوم الصكوك الإسلامية : يقصد بالصكوك الإسلامية " تحويل مجموعة من الأصول المدرة للدخل غير السائلة إلى صكوك قابلة للتداول مضمونة بهذه الأصول ومن ثم بيعها في الأسواق المالية مع مراعاة ضوابط التداول"¹.
أما هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية عرفت بها بأنها "وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في ملكية موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله"².
وانطلاقاً مما سبق يمكن اعتبار الصكوك الإسلامية على أنها "وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أو نشاط استثماري مباحاً شرعياً، تصدر وفق صيغ التمويل الإسلامية مع الالتزام بالضوابط الشرعية".

1-2. أهمية الصكوك الإسلامية : لقد ازدادت أهمية إصدار الصكوك الإسلامية نتيجة العديد من العوامل، من أبرزها:
- إن الوصول بفكرة الصكوك الإسلامية إلى مستوى التداول العالمي يوضح مدى سعة وحكمة وتكامل النظام الإسلامي؛
- إتاحة الفرصة أمام البنوك المركزية لاستخدام الصكوك الإسلامية ضمن أطر السياسة النقدية وفقاً للمنظور الإسلامي بما يساهم في امتصاص السيولة، ومن ثم خفض معدلات التضخم، وإتاحة الفرصة أمام المؤسسات المالية الإسلامية لإدارة السيولة الفائضة لديها؛
- تلبية احتياجات الدولة في تمويل مشاريع البنية التحتية والتنمية بدلا من الاعتماد على سندات الخزينة والدين العام³؛
- تساعد في تحسين ربحية المؤسسات المالية والشركات ومراكزها المالية، وذلك لأن عمليات إصدار الصكوك الإسلامية تعتبر عمليات خارج الميزانية ولا تحتاج لتكلفة كبيرة في تمويلها وإدارتها؛
- الصكوك أداة تساعد على الشفافية، وتحسين بنية المعلومات في السوق، لأنه يتطلب العديد من الإجراءات، ودخول العديد من المؤسسات في عملية الإقراض، مما يوفر المزيد من المعلومات في السوق⁴.
ويتضح مما سبق و نتيجة لزيادة الاهتمام بإصدار الصكوك الإسلامية وتوسعها، سيؤدي حتماً إلى زيادة تداول الأدوات المالية وتنشيط السوق المالية الإسلامية وتجاوبها مع احتياجات المدخرين والمستثمرين والدولة بآليات تستبعد الفوائد المحرمة شرعاً.

1-3. أهداف الصكوك الإسلامية : تتمثل الأهداف الأساسية لإصدار الصكوك الإسلامية فيما يلي :

- المساهمة في جمع رأس مال تمويل إنشاء مشروع استثماري من خلال تعبئة موارده من المستثمرين، وذلك من خلال طرح صكوك وفق مختلف صيغ التمويل الإسلامية في أسواق المال لتكون حصيلة الاكتتاب فيها رأس مال المشروع؛
- تسعى إلى الحصول على السيولة اللازمة لتوسيع قاعدة المشاريع وتطويرها، وهو الإجراء الذي يتم بموجبه تحويل الأصول المالية للحكومات والشركات إلى وحدات تتمثل في الصكوك الإسلامية، ومن ثم عرضها في السوق لجذب المدخرات لتمويل المشاريع الاستثمارية طويلة الأجل⁵؛
- تحسين القدرة الائتمانية والهيكلة التمويلية للمؤسسات المصدرة للصكوك من حيث أنها تتطلب التصنيف الائتماني للمحافظة بصورة مستقلة عن المؤسسة ذاتها، ومن ثم يكون تصنيفها الائتماني مرتفعا .

1-4-4. خصائص الصكوك الإسلامية : هناك خصائص تميز الصكوك الإسلامية عن غيرها من أدوات الاستثمار الأخرى، ساهمت في انتشارها انتشارا واسعا، تتمثل فيمايلي:

1-4-1-1. تقوم على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة : إن مقتضى المشاركات التي يقوم عليها مبدأ إصدار الصكوك من حيث العلاقة بين المشتركين فيها هو الاشتراك في الربح والخسارة بصرف النظر عن صيغة الاستثمار المعمول بها، حيث تعطي المالكها حصة من الربح، وليس نسبة محددة مسبقا من قيمتها الاسمية، وحصة حملة الصكوك من أرباح المشروع أو النشاط الذي تموله تحدد بنسبة مئوية عند التعاقد، فمالكوها يشاركون في غنمها حسب الاتفاق المبين في نشرة الإصدار، ويتحملون غرمها بنسبة ما يملكه كل منهم ، وفقا لقاعدة الغنم بالغرم .

1-4-1-2. وثائق تصدر باسم مالكيها بفئات متساوية القيمة : تصدر الصكوك بفئات متساوية القيمة لأنها تمثل حصصا شائعة في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك لتيسير شراء وتداول هذه الصكوك، وبذلك يشبه الصك الإسلامي السهم الذي يصدر بفئات متساوية ويمثل حصة شائعة في صافي أصول الشركة المساهمة، كما أنه يلتقي في ذلك مع السندات التقليدية والتي تصدر بفئات متساوية.

1-4-1-3. تصدر وتداول وفقا للشروط والضوابط الشرعية : تخصص حصيلة الصكوك للاستثمار في مشاريع تتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية، كما أنها تقوم على أساس عقود شرعية وفقا لصيغ التمويل الإسلامية كالمشاركات والمضاربات وغيرها، بضوابط تنظم إصدارها وتداولها.

1-5-1. أنواع الصكوك الإسلامية وضوابط إصدارها : أشارت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية إلى وجود أكثر من أربعة عشرة نوعا من الصكوك الإسلامية، غير أن الصكوك الأكثر انتشارا يمكن حصرها في الأنواع التالية:

1-5-1-1. صكوك المضاربة : وهي "أوراق مالية تعرض للاكتتاب على أساس قيام الشركة المصدرة بإدارة العمل على أساس المضاربة فتمثل عامل المضاربة (المستثمر)، ويتمثل مالكو الصكوك أصحاب رأس المال"⁶. وتأخذ صكوك المضاربة العديد من الصور كصكوك المضاربة المطلقة، صكوك المضاربة المقيدة وصكوك المضاربة المستردة بالتردد وصكوك المضاربة القابلة للتحويل.

المصدر لتلك الصكوك هو المضارب، والمكتتبون فيها هم أرباب المال، وحصيلة الاكتتاب هي رأس مال المضاربة، ويملك حملة الصكوك موجودات المضاربة والحصة المتفق عليها من الربح لأرباب المال، ويتحملون الخسارة إن وقعت.

ويجوز تداول صكوك المضاربة بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط في الأعيان والمنافع، أما قبل بدء النشاط فتراعى ضوابط التصرف في النقود(الصرف) . وفي حال بيع الموجودات بثمن مؤجل فتراعى ضوابط بيع الدين⁷ .

1-5-2. صكوك المشاركة : وهي "عبارة عن وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب في إنشاء مشروع استثماري، ويصبح موجودات المشروع ملكاً لحملة الصكوك، وتدار الصكوك على أساس عقد المشاركة بتعيين أحد الشركاء لإدارتها بصيغة الوكالة بالاستثمار"⁸.

ولصكوك المشاركة العديد من الأنواع كصكوك المشاركة المستمرة والمؤقتة وصكوك المشاركة في مشروع معين والإدارة لمصدرها، وصكوك المشاركة في مشروع معين تكون الإدارة لجهة أخرى.

المصدر لهذه الصكوك هو طالب المشاركة معه في مشروع معين والمكتتبون هم الشركاء في عقد المشاركة، وحصيلة الاكتتاب هي حصة المكتتبين في رأسمال المشاركة، ويملك حملة الصكوك موجودات الشركة بغنمها وغرمها، كما تتحدد آجال صكوك المشاركة بالمدة المحددة للمشروع محل عقد المشاركة، ويستحق حملة صكوك المشاركة حصة من أرباحها بنسبة ما يملكون من صكوك ، وتوزع الخسارة عليهم بنسبة مساهمتهم .

1-5-3. صكوك المراجعة : وهي عبارة عن وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المراجعة، وتصبح سلعة المراجعة مملوكة لحملة الصكوك.

والهدف من إصدار صكوك المراجعة هو تمويل عقد بيع بضاعة مراجعة، كالمعدات والأجهزة، فتقوم المؤسسة المالية بتوقيعه مع المشتري مراجعة نيابة عن حملة الصكوك، وتستخدم المؤسسة المالية حصيلة الصكوك في تملك بضاعة المراجعة وقبضها قبل بيعها مراجعة. المصدر لصكوك المراجعة هو البائع لبضاعة المراجعة، والمكتتبون فيها هم المشترون لهذه البضاعة، وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة شراء البضاعة، ويملك حملة الصكوك سلعة المراجعة بمجرد شراء شركة الصكوك لهذه السلعة مراجعة، وهم بذلك يستحقون ثمن بيعها، يجب أن تكون بضاعة المراجعة في ملك وحيازة مدير الإصدار، بصفته وكيلاً عن حملة الصكوك من تاريخ شرائها وقبضها من بائعها الأول وحتى تاريخ تسليمها لمشتريها مراجعة، يكون ربح حملة الصكوك هو الفرق بين ثمن شراء بضاعة المراجعة ودفع مصروفاتها نقداً وثنم بيعها للمشتري مراجعة على أقساط مؤجلة، يجوز تداول صكوك المراجعة بعد قفل باب الاكتتاب وشراء البضاعة وحتى تاريخ تسليمها للمشتري مقابل ثمن مؤجل أو يدفع على أقساط ويخضع لقيود التصرف في الديون بعد تسليم البضاعة للمشتري وحتى قبض الثمن المؤجل وتصفية العملية .

1-5-4. صكوك الاستصناع : هي صكوك تطرح لجمع مبلغ لإنشاء مبنى أو صناعة آلة أو معدات مطلوبة من مؤسسة معينة بمبلغ يزيد عن المبلغ اللازم لصناعتها، وحقوق حملة الصكوك تتمثل فيما دفعوه ثمناً لهذه الصكوك إضافة إلى الربح الذي يمثل الفرق بين تكلفة الصناعة وثنم البيع⁹ .

فالمصدر لصكوك الاستصناع هو الصانع (البائع) والمكتتبون فيها هم المشترون للعين المراد صنعها، وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة المشروع، ويملك حملة الصكوك العين المصنوعة، ويستحقون ثمن بيعها أو ثمن بيع العين المصنوعة في الاستصناع الموازي إن وجد¹⁰ ، وتتحدد آجال صكوك الاستصناع بالمدة اللازمة لتصنيع العين المبيعة استصناعاً وقبض الثمن وتوزيعه على حملة الصكوك.

1-5-5. صكوك السلم : تتمثل ملكية شائعة في رأسمال السلم لتمويل شراء سلع يتم استلامها في المستقبل ثم تسوق على العملاء ويكون العائد على الصكوك هو الربح الناتج عن البيع، ولا يتم تداول هذه الصكوك إلا بعد أن يتحول رأس المال إلى سلع ، وذلك بعد استلامها وقبل بيعها، وتمثل الصكوك حينها ملكية شائعة في هذه السلع. وتعتبر صكوك السلم أداة متميزة لجذب الموارد المالية للحكومات

والشركات والأفراد الذين يعملون في إنتاج زراعي أو صناعي أو تجاري ، فمن ثمن بيع بضاعة آجلة يستطيع المنتج أن يمول عمليات الإنتاج.

1-5-6. صكوك الإجارة : تعرف على أنها" عبارة عن وثائق متساوية القيمة تمثل حصة شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات في مشروع استثماري يدر دخلاً، والغرض منها تحويل الأعيان والمنافع والخدمات التي يتعلق بها عقد الإجارة إلى أوراق مالية صكوك قابلة للتداول في الأسواق الثانوية"¹¹ .

وتعتبر صكوك الإجارة صكوك ملكية شائعة في أعيان مؤجرة مملوكة للملكي الصكوك، ويتم توزيع عائد الإجارة على الملاك حسب حصص ملكيتهم، وهي قابلة للتداول وتقدر قيمتها حسب قيمتها السوقية، كما تمثل صكوك الإجارة حصة مشاعة في ملكية أصول متاحة للاستثمار، وهي أشهر أنواع الصكوك انتشاراً. وتتميز صكوك الإجارة بصلاحياتها للوسائط المالية لتمويل العديد من المشروعات، كما تتمتع بمرونة على مستوى الإصدار أو على مستوى التداول ، وتوفر للمؤجر إيرادات ثابتة وشبه مستقر. وصنفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية* صكوك الإجارة إلى صكوك ملكية الموجودات المؤجرة، صكوك ملكية المنافع وصكوك ملكية الخدمات.

1-5-7. صكوك المزارعة : وتحمل هذه صكوك فيما متساوية يصدرها مالك الأرض الزراعية بغرض تمويل تكاليف الزراعية بموجب عقد المزارعة ويتشارك حملتها في المحاصيل المنتجة بحسب الاتفاق المذكور في العقد. المصدر لهذه الصكوك هو صاحب الأرض مالكة أو مالك منافعها، والمكتتبون فيها هم المزارعون في عقد المزارعة(أصحاب العمل بأنفسهم أو بغيرهم) ، وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف الزراعة. وقد يكون المصدر هو (المزارع) صاحب العمل والمكتتبون هم أصحاب الأرض(المستثمرون الذين اشترت الأرض بحصيلة اكتتابهم)، ويملك حملة الصكوك الحصة المتفق عليها مما تنتجه الأرض.

1-5-8. صكوك المساقاة : وهي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في سقي أشجار مثمرة والإنفاق عليها ورعايتها على أساس عقد المساقاة ، ويصبح لحملة الصكوك حصة من المحصول وفق ما حدده العقد، وصكوك المساقاة يصدرها مالك الأشجار محل التعاقد من أجل تمويل عمليات السقي والرعاية ويتشارك حملتها في المحاصيل المنتجة بموجب عقد المساقاة. المصدر لهذه الصكوك هو صاحب الأرض (مالكة أو مالك منافعها) التي فيها الشجر، والمكتتبون فيها هم المساقون في عقد المساقاة، وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف العناية بالشجر، وقد يكون المصدر هو المساقى (صاحب العمل)، والمكتتبون هم أصحاب الأرض (المستثمرون الذين سقيت الأرض بحصيلة اكتتابهم) ويستحق حملة الصكوك الحصة المتفق عليها مما تنتجه الأشجار.

2- تحديات ورؤية مستقبلية لتطوير الصكوك الإسلامية

1-2-1. تحديات تطوير الصكوك الإسلامية : رغم التطور الذي تشهده الصناعة المالية الإسلامية في العديد من النواحي، وتزايد الطلب محليا ودوليا على تداول الصكوك الإسلامية، فإنه لم يرافق ذلك تطور متكافئ على مستوى العرض. ولعل من أبرز التحديات التي تواجه تطوير الصكوك الإسلامية، نجملها فيمايلي:

1-1-2. الاختلافات الشرعية : تواجه الصكوك الإسلامية حملات متزايدة من قبل الحريصين على الصيرفة الإسلامية وغيرهم ، حيث يبالغون أحيانا في تشددهم و يجرمون هذه الصكوك أو المنتجات المالية الإسلامية لأقل الشبهات، وهو ما يؤدي إلى فقدان الثقة بهذه الصكوك، مما يؤدي إلى تراجع الإقبال عليها وتحقيق خسائر أو انخفاض في الأرباح.

2-1-2. غياب الإطار التشريعي والتنظيمي : ينظم عمل هذه الإصدارات ويوحدها وخاصة بالنسبة للاختلافات الشرعية التي تظهر من فترة إلى أخرى حول شرعية بعض الصكوك الإسلامية.

3-1-2. التصنيف الائتماني ورقابة المؤسسات المالية الدولية : لا بد قبل إصدار الصكوك الإسلامية من تصنيفها ائتمانيا من قبل وكالات تصنيف ائتمانية دولية، وكذلك مشورة صندوق النقد الدولي وغيره من المؤسسات المالية الدولية، وفي ذلك تكلفة كبيرة على حملة الصكوك تخفض كثيرا من العوائد المتوقعة¹².

4-1-2. نقص الشفافية في بعض الإصدارات : الأمر الذي دعا إلى الحصول على تصنيف ائتماني من مؤسسات التصنيف الائتماني التي ذكرناها سابقا، وذلك لتقليل المخاطر ومخاوف الاكتتاب في بعض الإصدارات.

5-1-2. نقص الموارد البشرية المؤهلة : لقد عرفت صناعة الخدمات المالية الإسلامية تطورا سريعا، إلا أنها بقيت تعاني من نقص واضح في الموارد البشرية المؤهلة والمدرية في مجال التعامل بالأدوات المالية الإسلامية، ومما لا شك فيه إن ضعف العاملين سيفرض تهديدا من حيث المخاطر التشغيلية، ويعيق في نفس الوقت إمكانية نمو وتطور تداول الصكوك الإسلامية.

2-2. رؤية مستقبلية لتطوير الصكوك الإسلامية : لقد ساهمت الأزمة المالية العالمية في تعزيز الثقة بقوة في النموذج المالي الإسلامي وقدرته على الاستدامة، حيث أظهرت تلك الأزمة قدرة هذا القطاع على البقاء بعيدا عن أزمات الأسواق العالمية، حيث يتوقع أن يكون هناك إقبال كبير خلال المرحلة المقبلة على الصكوك الإسلامية ليس فقط في السوق المحلية أو في البلدان الإسلامية، بل حتى في الدول الغربية، مما حتم ضرورة تطويرها وابتكارها حتى تتوافق مع متطلبات المرحلة، وذلك من خلال توفر المرتكزات الآتية :

1-2-2. التوثيق والإفصاح للمعلومات والرقابة : وذلك لضمان الالتزام بالضوابط الشرعية في المعاملات، التي تتأسس على علاقات صحيحة ومعلومة، حفظا لأموال الناس من العبث والتصرفات الفاسدة، وحماية المدخر، وترشيد المستثمر. إن السوق المالي الإسلامي الذي تتداول فيه الصكوك الإسلامية لا تنتظم إلا إذا تحقق فيها الإفصاح الكامل، وذلك بتوفير ونشر المعلومات والبيانات المالية، فيتخذ المدخرون قراراتهم بناء على الأوضاع الحقيقية للمؤسسات، وبذلك تقوم عملية الرقابة من واقع البيانات والمعلومات مما يعزز الجدية والأمان.

2-2-2. توفر سوق مالية إسلامية كفؤة : العمل على إنشاء سوق مالية إسلامية تضمن تسويق المؤسسات المالية الإسلامية منتجاتها من خلالها، وتأمين السيولة اللازمة لها حيث أن هذه المؤسسات تواجه تحديات كبيرة وعوائق عديدة في تسويق منتجاتها وإيجاد التمويل

المناسب لها من خلال الأسواق التقليدية، فيجب أن تتميز هذه السوق بالعمق والانتساع حتى تجد الصكوك الإسلامية مجالاً للتسييل، ودور هذه السوق يتمثل في توسيع قاعدة المتعاملين، وتشجيع المستثمرين، كما تساعد على التسعير الكفء للصكوك والتخصيص الأمثل للموارد المالية، وتتيح السوق المالية تعبئة الموارد المالية عن الإصدارات العامة بدلا من اللجوء إلى المدخرين بصفة مباشرة.

2-2-3. توفير مراكز معلومات: من الضروري توفر النظام المالي الإسلامي على مراكز للمعلومات عن الفرص الاستثمارية وربحيتها والمستثمرين وأوضاع الشركات والسوق والأسعار، والمنافسة وتحليلها وتصنيفها وتقديمها إلى متخذي القرار، حيث تصدر القرارات المالية على أساس معلومات صحيحة، وهي عملية ضرورية لترشيد القرار ورفع الكفاءة¹³.

2-2-4. التميز في خدمة المجتمع: على المصارف الإسلامية طرح صكوك تلبي الاحتياجات التمويلية للقطاعات النفعية والخيرية، من خلال الاستفادة من الأفكار المتعلقة بالزكاة والوقف والصدقات في المصادر الفقهية وتطبيقها في الواقع العملي، حتى تتميز في خدمة المجتمع وتلبية حاجاته الروحية.

3- تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية في تطوير وإرساء قواعد إنشاء سوق مالية إسلامية

3-1. تأسيس السوق وعضويتها: أنشئت السوق المالية الإسلامية الدولية* في البحرين سنة 2002 بفضل الجهود المشتركة للمصارف المركزية في كل من البحرين و ماليزيا واندونيسيا والسودان و بروناي والبنك الإسلامي للتنمية. حيث اتخذت البحرين مقراً لها باعتبارها من أكبر المراكز للمؤسسات المالية الإسلامية إذ يوجد بها 38 مؤسسة وعدد من المؤسسات المساندة للمؤسسات المالية الإسلامية مثل هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، والوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف ومركز إدارة السيولة و المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، ومركز التحكيم والمصالحة الإسلامي¹⁴.

تشكل إدارة السوق المالية الإسلامية الدولية من لجتين أساسيتين هما اللجنة الشرعية التي تختص بتقرير مدى انسجام الأدوات الاستثمارية مع مبادئ الشريعة الإسلامية ولجنة أخرى للتطوير والدراسات ورئيس تنفيذي.

أما الأعضاء المؤسسون للسوق هم البنك الإسلامي للتنمية، مؤسسة نقد البحرين، بنك إندونيسيا، ليوان أفشور فانينشال سيرفس كممثل للبنك المركزي بماليزيا، بنك السودان، وانضمت إليها بعد ذلك عدة بنوك إسلامية وبعض الشركات ومن لهم بصلة بالمؤسسات المالية الإسلامية وبلغ عدد الأعضاء حتى الآن 53 مؤسسة مثل بنك أبو ظبي الإسلامي وبيت التمويل الكويتي والبنك الإسلامي الأردني وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع، ومكتب المحاسبة العالمي أرنست و يونج، وسوق اسطنبول للأوراق المالية وجات هاوس المملكة المتحدة، والباب مفتوح لقبول أعضاء جدد، وهؤلاء الأعضاء منهم أعضاء مؤسسون، ومنهم أعضاء كاملتي العضوية، ومنهم أعضاء فقط، إضافة إلى مراقبين¹⁵.

وظهرت السوق المالية الإسلامية الدولية كمؤسسة أخذت على عاتقها المساهمة في تطوير أسواق رأس المال والنقد الإسلامية، وبالتالي خلق السوق الثانوي للأدوات المالية الإسلامية، كما تركز السوق المالية الإسلامية على المصادقة على الأدوات المالية المتداولة أو التي سيتم تداولها بين المؤسسات المالية الإسلامية والمصارف التقليدية والنوافذ الإسلامية في المصارف التقليدية، ومن خلال هذه العملية يمكن تقريب وجهات النظر بين الآراء الفقهية المختلفة مما يسهل قبولها وتداولها في أهم الأسواق المالية الدولية، كذلك العمل على إعداد معايير موحدة تحكم عمليات إصدار وتداول الأدوات المالية الإسلامية تبعاً لمقتضيات السوق المالية الإسلامية.

3-2. أهداف السوق المالية الإسلامية الدولية : تسعى السوق إلى تأسيس وتطوير سوق مالية إسلامية تركز على أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، والعمل على تنسيق وتحسين السوق بتوفير المعلومات لمتخذي القرار، وتشجيع تسويق الأدوات المالية الإسلامية، وكذا المساهمة في تحسين إطار العمل التعاوني بين المؤسسات المالية الإسلامية عالمياً.

3-3. مهام السوق المالية الإسلامية الدولية : ¹⁶

- تحقيق رؤية السوق بتحفيز البنيتين التحتيتين التجاريين الداخلية والدولية؛
- ابتكار منتجات وتدفق المعلومات بقوة بمعايير ومحددات دقيقة وشفافة ومضبوطة؛
- تأمين القبول والتكامل المتوافق مع اتجاهات الأسواق.

3-4. أعمال ونشاطات السوق المالية الإسلامية الدولية* : تسعى السوق المالية الإسلامية الدولية إلى أن تكون لاعباً فاعلاً في

تطوير سوق رأس المال وسوق النقد الإسلامية وفي عمليات الإدراج المتبادلة بعدما أثبتت المصارف الإسلامية قدرتها على جذب رؤوس الأموال من أكبر عدد ممكن من المتعاملين، وفي كونها آلية لجمع المدخرات لأن الكثير من المستثمرين والعملاء يريدون التعامل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، فإذا تمكنت هذه المصارف من تقديم خدمات ماثلة للمصارف التقليدية، فإنها ستكسب الكثير في السوق المصرفية مستقبلاً، ويمكن إيجاز بعض أعمال السوق فيما يلي : ¹⁷

وقعت السوق المالية الإسلامية الدولية مذكرة تفاهم خلال جانفي 2004 بغية تعزيز التعاون بين الدول الأعضاء والذي يعتبر أيضاً هدفاً من أهداف السوق المالية الإسلامية الدولية.

وفي إطار تعزيز التعاون بين السوق المالية الإسلامية الدولية وسوق البحرين للأوراق المالية تم في جوان 2004 اتفاق الطرفان على زيادة فعالية المشاريع التي يقوم بها من أجل المصلحة المشتركة، وتبادل الخبرات والمعلومات لتسهيل عمليات إدراج ومتاجرة الأدوات المالية الإسلامية عالمياً، إضافة إلى التعاون لتحسين السيولة في السوق.

نظمت السوق المالية الإسلامية الدولية جلسة عمل مع بنك الدولة بباكستان ومؤسسة نقد البحرين لتطوير السوق الثانوية للأدوات المالية الإسلامية، وفي نفس الإطار قامت في أفريل 2007 بتنظيم ورشة عمل فنية عالية المستوى عن سوق تطوير منتجات سوق الصكوك الإسلامية ونظام إدارة المخاطرة للمؤسسات المالية الإسلامية على الصعيد الدولي.

كما قامت السوق المالية الإسلامية الدولية في شهر مارس 2010 وبالتعاون مع الاتحاد الدولي للمقايضات والمشتقات، بنشر الاتفاقية الرئيسية للاتحاد الدولي للمقايضات، وتمثل الإطار العام أو المستند المنظم الذي يتم الترحيب به باعتباره خطوة أساسية وجوهرية في سياق تطوير صفقات التحوط المتفككة مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، كما تعتبر الاتفاقية بمثابة الخطوة الأولى نحو وضع مجموعة متكاملة من التأكيدات والإصلاحات الضرورية في القانون، إضافة إلى المزايا والمنافع الأخرى التي تفيده سوق الخدمات المالية الإسلامية، وفي شهر ديسمبر 2010 تم طرح الوثائق النهائية لبعض المنتجات الإسلامية كالتحوط وعقود مراجعة الخزينة بهدف توحيد أدوات تمويل الصناعة الإسلامية عالمياً، وذلك من البيان الصادر خلال اجتماع عقد في جاكارتا الذي حضرته العديد من المؤسسات الدولية التي تعنى بالصيرفة الإسلامية.

3-5. واقع إصدار وتداول الصكوك الإسلامية حسب نشرات السوق المالية الإسلامية الدولية : ويتم إصدار الصكوك

الإسلامية وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية والتعامل بها تحت رقابة اللجنة الشرعية، وتختلف أحكامها تبعاً لاختلاف العقد أو الصيغ الاستثمارية التي صدر الصك على أساسها، ويخضع تداولها للشروط الشرعية المتعلقة بطبيعة الموجودات التي تمثلها عند التداول، ويحسب العائد على أساس نسبة من الربح المتحقق.

3-5-1. حجم إصدار الصكوك الإسلامية : حققت سوق الصكوك الإسلامية معدلات مرتفعة في حجم إصداراتها وانتشارها بالرغم من التراجع الذي عرفته السوق المالية العالمية بسبب تداعيات الأزمة الأخيرة. ويتضح من الشكل (1) أن إصدار الصكوك الإسلامية شهد رواجاً واسعاً منذ انطلاقه سنة 2001 ، حيث زاد حجم الإصدارات المحلية بمقدار ثلاثة أضعاف من 5,645 مليار دولار سنة 2004 إلى 17,897 سنة 2006 ، أما حجم الإصدارات العالمية فبلغت قيمته 2,253 مليار دولار سنة 2004 و 10,605 مليار دولار سنة 2006 ، ولقد سجل الإصدار المحلي أكبر إصدار سنة 2007 بقيمة 34,997 مليار دولار أي بنسبة 32% ، في حين بلغ حجم الإصدار العالمي 13,811 مليار دولار بنسبة 31%، وذلك نظراً لفائض السيولة الذي ظهر في المصارف الإسلامية نتيجة الطفرة النفطية التي عرفتها خاصة دول الخليج التي عملت على البحث على فرص توظيف تتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية، أما سنة 2008 عرفت تراجعاً بنسبة 54% حيث بلغ حجم الإصدار المحلي قيمة 16,252 مليار دولار، وبلغ حجم الإصدار العالمي 2,140 مليار دولار مسجلاً انخفاضاً كبيراً بنسبة 85% ، وذلك بسبب انعكاسات الأزمة المالية العالمية التي دفعت المستثمرين بالابتعاد عن الاستثمار في الأدوات ذات العائد الثابت بما فيها الصكوك الإسلامية لأن هذه الأداة مازلت حديثة، لتعرف بعدها الصكوك الإسلامية المحلية ارتفاعاً سنة 2009 ليبلغ قيمة 17,885 مليار دولار، أما الإصدار العالمي لنفس السنة فبلغ 8,7 مليار دولار، إلا أن حجم الإصدار المحلي تضاعف سنة 2010 ليبلغ 42,623 مليار دولار، في حين بلغ حجم الإصدار العالمي 4,658 مليار دولار، وذلك بسبب زيادة المشاريع والبرامج الاتفاقية الضخمة التي أطلقتها الحكومات، بالإضافة إلى التحسن الكبير الذي عرفته الصناديق السيادية، وعودة الحركة الاقتصادية لدى القطاع الخاص، والتوجه العالمي نحو الصكوك الإسلامية.

3-5-2. إصدارات الصكوك الإسلامية بحسب جهات الإصدار : يتبين من الشكل (2) أن الشركات تهيمن على عمليات إصدار الصكوك حيث بلغت نسبتها 63% سنة 2010، يليها الحكومة بنسبة 34% سنة 2010 من إجمالي السوق، أما المؤسسات المالية فبلغت نسبتها 3% ، حيث تزايد اهتمام الحكومات بإصدار الصكوك باعتبارها طريقة لتنويع مصادرها التمويلية، فمثلاً قامت في نفس السنة كل من حكومة ألمانيا بإصدار 123 مليون دولار، وتركيا بـ 100 مليون دولار واليابان بـ 100 مليون دولار.

3-5-3. إصدارات الصكوك الإسلامية بحسب النوع : تنوعت إصدارات الصكوك الإسلامية في السوق، والشكل (3) يوضح تشكيلتها خلال الفترة 2001-2010 ، حيث عرفت السوق نمو وتطوراً من حيث أنواع الصكوك الإسلامية المتداولة، فصكوك الإجارة احتلت المرتبة الأولى إذ بلغت نسبتها 35% سنة 2010 وذلك نتيجة تزايد إصدار صكوك تأجير حكومية في كل من ماليزيا، اندونيسيا والبحرين، لتأتي صكوك المشاركة في الرتبة الثانية بنسبة 30% ، إلا أن أهم ارتفاع عرفته صكوك المراحة إذ بلغت نسبتها 28% سنة 2010، في حين كانت تبلغ نسبتها 12% سنة 2009، كما سجلت صكوك المضاربة والسلم خلال نفس السنة نسبة 5% و 2% على التوالي.

3-5-4. إصدارات الصكوك الإسلامية حسب الدول : يتبين من خلال الشكل البياني (4) أن ماليزيا بقيت مرتبة على سوق الصكوك الإسلامية سنة 2010 ، وذلك بنسبة 58,51% متبوعة بكل من الإمارات و السعودية بنسبة 16,33% و 7,78% على التوالي، تبعتهما السودان بنسبة 06,62% والبحرين بنسبة 03,19% واندونيسيا بنسبة 02,36% ، كما بلغت نسبة

الإصدار في كل من باكستان وقطر و01,75% و01,27% على التوالي، ولقد عرفت سوق الصكوك الإسلامية دخول متعاملين جدد كالمملكة المتحدة بنسبة 0,14% وألمانيا بنسبة 0,06% واليابان بنسبة 0,05%.

خلاصة: لقد تناولنا في هذه الدراسة بالتحليل الصكوك الإسلامية وأهميتها، وإبراز أهم أنواعها والضوابط الشرعية لإصدارها، ثم عرض لأهم التحديات التي تواجه الصكوك الإسلامية وإستراتيجيات تطويرها، مبرزين الدور الفعال الذي تقوم به السوق المالية الإسلامية الدولية في تطوير والمصادقة الشرعية للأدوات المالية الإسلامية.

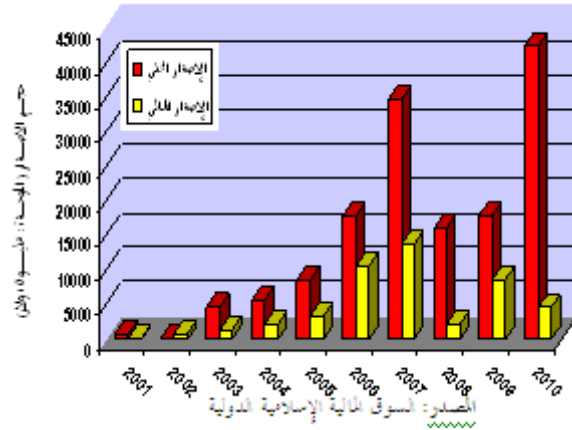
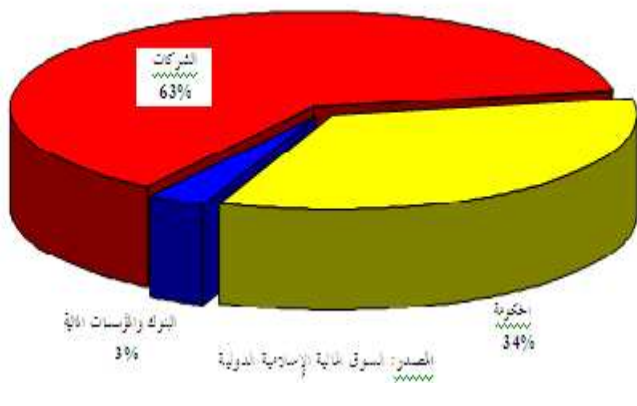
وخلصت الدراسة إلى النتائج التالية:

- تتطلب عملية إصدار وتداول الصكوك الإسلامية ضوابط وآليات حتى تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية؛
 - تنوع الصكوك الإسلامية تنوعاً واسعاً، فتمثل في صكوك المضاربة والمشاركة، والسلم، والاستصناع، والإجارة...؛
 - تعتبر الصكوك الإسلامية أداة لتمويل التنمية الاقتصادية؛
 - هناك ثلاثة جهات تصدر الصكوك منها الحكومة، والبنوك والمؤسسات المالية والشركات؛
 - هناك العديد من الصعوبات تواجه عمليات تداول وإصدار الصكوك الإسلامية؛
 - إن تطوير سوق مالية إسلامية وتوسيع نطاقها يتطلب تطوير وابتكار صكوك إسلامية وتشجيع تسويقها؛
 - تساهم السوق المالية الإسلامية الدولية في دعم مسيرة تطوير الأسواق المالية الإسلامية؛
 - تقوم السوق المالية الإسلامية الدولية بالبحرين بالمصادقة الشرعية لإصدار وتداول الصكوك الإسلامية؛
 - تقوم السوق المالية الإسلامية الدولية لإيجاد بدائل استثمارية جديدة، والاستفادة من الأدوات الاستثمارية العديدة المتاحة أمامها.
- لذا، يجب التأكيد على النقاط التالية:

- إنشاء سوق مالية إسلامية تضمن تسويق المصارف الإسلامية منتجاتها من خلالها، وتأمين السيولة اللازمة لها؛
- ضرورة العمل بالمعايير الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية والالتزام بها، والتعاون مع هذه الهيئة للاستفادة من خبراتها في هذا الشأن؛
- ضرورة البعد عن محاكاة الأدوات المالية التقليدية؛
- الاهتمام بتدريب وتأهيل رأس المال البشري الذي يقوم بتشغيل هذه الأدوات حيث تلعب خبرة هؤلاء العاملين دوراً مهماً في تقليل المخاطر؛ ويؤدي فهمهم الدقيق لطبيعة المنتج إلى الاحتراز من الوقوع في المخالفات الشرعية وفهم أكبر لمتطلبات التطوير؛
- ضرورة تطوير الصكوك الإسلامية بالجمع بين المصادقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية؛
- الاستفادة من الاعتراف الدولي للصكوك الإسلامية كحل لتمويل المؤسسات المتضررة من الأزمة.

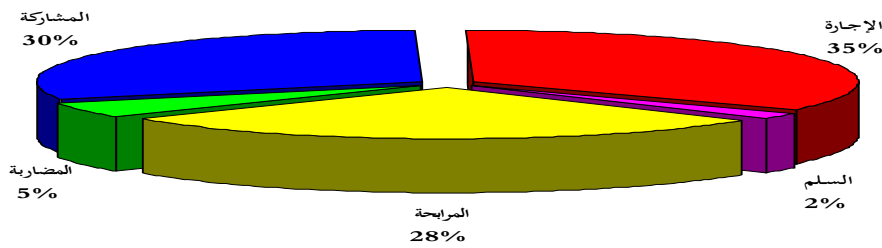
ملحق الأشكال البيانية

الشكل (1): تطور حجم الصكوك الإسلامية خلال الفترة 2001-2010. الشكل (2): الجهات المصدرة للصكوك الإسلامية خلال الفترة 2001-2011.



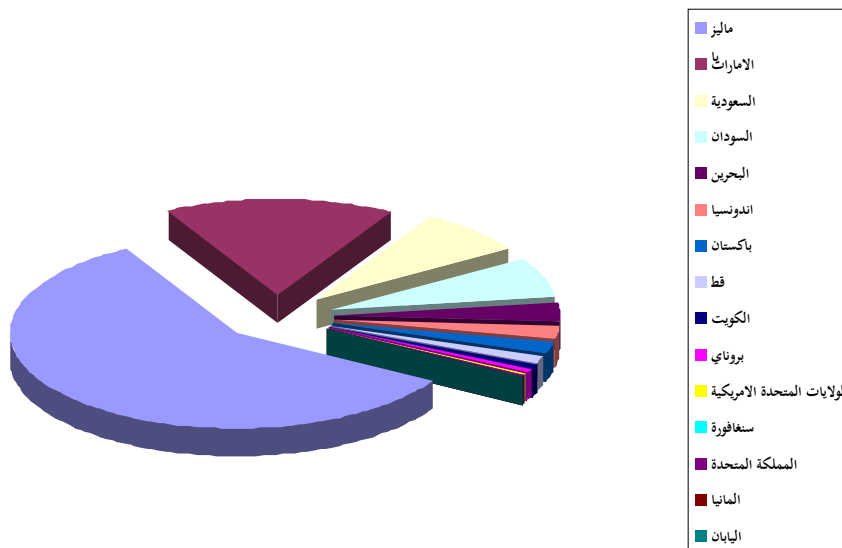
المصدر: السوق المالية الإسلامية الدولية

الشكل (3): توزيع الصكوك الإسلامية حسب نوعها خلال الفترة 2001-2011



المصدر: السوق المالية الإسلامية الدولية

الشكل (4): توزيع الصكوك المصدرة في الدول سنة 2010.



المصدر: السوق المالية الإسلامية الدولية

الإحالات والمراجع :

¹ طارق الله خان، أحمد حبيب، "إدارة المخاطر - تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية"، ط1، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، 2003، ص: 55.

- ² - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، "المعايير الشرعية"، معيار رقم 17، البحرين، 2007، ص: 288.
- ³ - زياد الدماغ، " دور الصكوك الإسلامية في دعم قطاع الوقف الإسلامي"، المؤتمر العالمي "قوانين الأوقاف وإدارتها-وقائع وتطلعات"، الجامعة الإسلامية العالمية، ماليزيا، 20 - 22 أكتوبر 2009، ص: 04.
- ⁴ - علاء الدين زعتري، "الصكوك - تعريفها، أنواعها"، ندوة علمية "الصكوك الإسلامية؛ تحديات، تنمية، ممارسات دولية" عمان، المملكة الأردنية الهاشمية، 18، 19 جويلية 2010، ص: 12.
- ⁵ - أشرف محمد دواية، "الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق"، ط1، دار السلام، القاهرة، 2009، ص: 27.
- ⁶ - حسين حسين شحاتة، عطية فياض، "الضوابط الشرعية للتعامل في سوق الأوراق المالية - البورصة"، ط1، دار الطباعة والنشر الإسلامية، القاهرة، 2001، ص: 72.
- ⁷ - زياد الدماغ، مرجع سابق، ص: 08.
- ⁸ - حيدر يونس الموسوي، "المصارف الإسلامية - أداءها المالي وأثارها في سوق الأوراق المالية"، ط1، دار اليازوري، 2011، ص: 127.
- ⁹ - Muhammad Ayub, "Securitization Sukuk and Fund Management Potential to be Realized by Islamic Financial Institutions", p:353, consulté le 20/07/2011, www.kantakji.com/fiqh/Files/Markets/m151.pdf
- ¹⁰ - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص: 314.
- ¹¹ - Monzer kahf, "The Use of Assets Ijara Bonds For Bridging The Budget Gap", Islamic Economic Studies, IRTI, Islamic Development Bank, Jeddah, Vol: 4, No: 2, May 1997, p:82.
- * للاطلاع على تصنيفات صكوك الإجارة بشيء من التفصيل يمكن العودة إلى كتاب المعايير الشرعية .
- ¹² - كمال توفيق خطاب، "الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة"، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، 2009، ص: 28.
- ¹³ - عبد الملك منصور، "العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جديدة"، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، 2009، ص: 33.
- * وهي ليست سوقاً بالمعنى المكاني ولكنها جهة لتنظيم وضبط العمل في السوق المالية الإسلامية بشكل عام فهي تشبه إلى حد ما (هيئة سوق المال).
- ¹⁴ - محمد عبد الحليم عمر، "أهمية السوق المالية الإسلامية الدولية"، ص: 01، تاريخ التصفح 20 / 07 / 2011، العنوان الإلكتروني: <http://islamfin.go-forum.net/t1750-topic>
- ¹⁵ - موقع السوق المالية الإسلامية الدولية، تاريخ التصفح 20 / 07 / 2011، العنوان الإلكتروني: www.iifm.net
- ¹⁶ - المرجع السابق.
- * حاولنا ذكر بعض الأعمال لإبراز مساعي السوق لتحقيق أهدافها.
- ¹⁷ - موقع المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، تاريخ التصفح 20 / 07 / 2011، العنوان الإلكتروني: <http://www.cibafi.org>