

بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي حول:

منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية

بين الصناعة المالية التقليدية و الصناعة المالية الإسلامية

يومي 5 و 6 ماي 2014م الموافق لـ: 5 و 6 رجب 1435هـ

بعنوان:

دور الصكوك الإسلامية في تقديم بدائل الاقراض والتمويل لتحقيق التنمية

الأستاذ أحمد طرطار

جامعة تبسة

تهدف هذه الدراسة إلى إمطاة اللنام عن الدور الجديد الذي أصبحت تتبوأه المالية الإسلامية وأدوات هندستها المتزنة بورع الشرع الحنيف ، وتوجيهية المقاصد ، وصدقية المعاملات ، بل وحتى تفاعل المتعاملين في سياق سعيهم الدائم والدؤوب لحسن الاستخلاف ومشروعية الكسب...وتعد الصكوك الإسلامية ديدن هذه الهندسة وواجهتها الأساس في المعاملات المالية خاصة.

لذلك فإن من بين الأهداف الرئيسة لهذه الورقة البحثية ما يلي:

- بيان عدم نجاعة التشبث بالأساليب التمويلية الربوية التقليدية ، التي مثلت دائما قنابل موقوتة كثيرا ما انفجرت وأججت - بالتالي - شرارة الأزمات المالية العالمية المتعاقبة ، بل وزجت بالبشرية في دائرة من المجازفات والمراهنات الخاسرة التي تثقل كاهل الناس وتحد من قدراتهم الشرائية وتقتل طموح الشعوب والأمم في التنمية والتقدم.

- لفت النظر إلى أهمية الأخذ بصيغ وأساليب التمويل الإسلامي التي تحكمها معايير وضوابط الشرع الحنيف، بما يكفل تحقيق فلسفة التمويل الإسلامي الذي تقدمه المصارف الإسلامية كنموذج بديل للتمويل الربوي الذي تعمل به المصارف التقليدية الربوية، ذلك التمويل الذي يقوم على مبدأ المشاركة في الغنم والغرم، استنادًا إلى أن الأموال المتاحة في هذه المصارف يجب أن تكون أموالاً منتجة إنتاجًا حقيقيًا وليس افتراضيا وهميا وان العائد يجب أن يكون حقيقيًا ناتجًا عن تلاحم رأس المال والعمل بعقلية الإبداع التسييري.

- التعرف على الصكوك الإسلامية، باعتبارها آلية أو أسلوب تمويل إسلامي، في سياق إحلال البدائل الشرعية لأدوات التمويل الربوية التقليدية، وكذا بصفتها ملجأ يشد أنظار العالم بأسرة إليه في الآونة الأخيرة، من حيث تعريفها وأنواعها وضوابط إصدارها.

- تبيان الدور الخطير والمهم الذي يمكن ان تضطلع به الصكوك الإسلامية في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية.

- تقديم اقتراحات من شأنها تنمية ودعم الصناعة المالية الإسلامية عامة، وتثمين تجربة الصكوك التي لا تزال في حاجة ماسة إلى البحث والتمحيص.

1. مشكلة الدراسة:

إن الإشكالية الرئيسية التي تتطرح هذه الورقة البحثية للإجابة عنها هي: ما دور وفعالية هذه الصكوك في تقديم بدائل الصيرفة والتمويل للاقتصاديات الناشئة خاصة..؟
تحمل هذه الإشكالية في طياتها الأسئلة الفرعية التالية :

- فيما تتمثل الصكوك الإسلامية وما هي ضوابط إصدارها؟ وما طبيعة الفروق الجوهرية بينها وبين الأسهم والسندات التقليدية ؟

- ما الدور الذي يمكن أن تضطلع به الصكوك الإسلامية في تقديم بدائل الاقراض والتمويل لتحقيق التنمية ؟

2. فرضيات الدراسة:

تنبني هذه الدراسة على الفرضيات التالية:

- عدم نجاعة الأساليب التمويلية الربوية التقليدية، التي سادت على إمتداد أرجاء المعمورة، منذ بدايات تشكل النظام الرأسمالي (على أنقاض النظام الإقطاعي) إلى يوم الناس هذا.

- عدم قدرة الأنظمة الوضعية التي سادت - ومازالت تسود - على توليد أو إستنباط آليات، أو حتى مشتقات جديدة، من شأنها أن تجبر ما قد تكسر، أو تضمد وتخيظ ما قد تمزق، بحكم إهتلاك أو إستنفاد كل البدائل الممكنة وعصف الأزمات (لاسيما أزمات النظام الرأسمالي الهيكلية الملازمة له والمتعاقبة عبر تطوره ، وآخرها الأزمة المالية العالمية و أزمة الديون السيادية اللتان اتتا على الأخضر واليابس) .

- الدور الفعال الذي يمكن أن تلعبه الهندسة المالية الإسلامية بمشتقاتها المختلفة المتفردة لاسيما الصكوك المالية بما تتوفر عليه من مصداقية وكفاءة ونجاعة توظيف الأموال...

3. منهجية الدراسة:

تعتمد منهجية البحث على الدراسة النظرية الوصفية التحليلية لأدوات الهندسة المالية



الإسلامية، باعتبارها أدوات مستحدثة لتعويض تلك الأدوات المستعملة والمتعارف عليها في المصرفية الربوية التقليدية ، إعتياداً على تجارب الأنظمة الوضعية المستقاة من الواقع المعيش ، وتركيزاً على محاكاة بعض التطبيقات القائمة على آليات التمويل الإسلامي المستلهمة من كتب الفقه والاقتصاد الإسلامي وتجربة المصارف الإسلامية اللاربوية... ولأجل ذلك يمكن تبني المنهجين على النحو التالي:

- المنهج الوصفي: حين التطرق إلى الإطار النظري للصكوك الإسلامية وأنواعها وضوابط إصدارها.

- المنهج التحليلي: وذلك عند التطرق إلى تحليل وإظهار دور الصكوك الإسلامية في التمويل والتنمية الاقتصادية والاجتماعية.

4. تقسيمات الدراسة:

وللإجابة عن الإشكالية المطروحة، وتماشياً مع مقتضيات المعالجة الرصينة والمتأنية

للموضوع المطروح، فقد تم تقسيم هذه الورقة البحثية، على النحو التالي:

- ماهية الصكوك الإسلامية وضوابط إصدارها؛

- تطور الصكوك في السوق المالية الإسلامية ؛

- دور الصكوك الإسلامية كبديل في التمويل والإستثمار.

أولاً : ماهية الصكوك الإسلامية وضوابط إصدارها:

1. مفهوم الصكوك الإسلامية:

عرفها مجمع الفقه الإسلامي الدولي بأنها: " أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس المال إلى

حصص متساوية، وذلك بإصدار صكوك مالية برأس المال على أساس وحدات متساوية القيمة ،

ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصاً شائعة في رأس المال وما يتحول إليه بنسبة

ملكية كل منهم فيه"¹.

وعرفت أيضاً بأنها " 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".:

وعرفت كذلك 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".³

لقد أطلقت المعايير الشرعية هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية على الصكوك الإسلامية اسم (صكوك الاستثمار) تمييزاً لها عن الأسهم وسندات القرض، وجاء هذا التفريق كنتيجة منطقية للفرق بين السهم والصك فالأول يمثل حصة شائعة في شركة مساهمة، يتيح لحامله حق في إدارة الشركة، بالمقابل يمثل الصك حقوقاً في موجودات متنوعة قد تشكل الأسهم بعضها، وقد تكون أعياناً تستثمر بمعرفة مدير الصكوك. كما تختلف العلاقة الرابطة بين حامل الصك ومدير الصكوك بشكل جوهري عن علاقة حامل السهم بإدارة الشركة، حيث أن حامل الصك لا يملك الحق في تعيين أو عزل إدارة الصكوك. أما بالنسبة للفرق بين السند والصك حيث يمثل الأول حقاً على الشئ في ملكية الموجودات المثلة أساساً في ديون نقدية بربا، أما الموجودات في الصكوك فهي أعيان قد تختلط بشيء من الديون أو النقود، كما أن حاملها لا يضمن له المبلغ المستثمر أو أي عائد على عكس السندات.⁴

بناء على ما سبق فالصكوك الإسلامية لا تتعامل بالفائدة المحرمة، إذ تعتبر بديلاً شرعياً عن

التعامل بالسندات، وتتميز بالخصائص التالية:

- القابلية للتداول وعدم القابلية للتجزئة.
- يمثل حصة شائعة في ملكية حقيقية.
- الإصدار يكون على أساس عقد شرعي، ويتفق مع مبادئ الشريعة الإسلامية.
- يتم حصول الربح من قبل حامله بالنسبة المحددة ويتحمل الخسارة بقدر الحصة التي يمثلها الصك.

2. أهمية الصكوك الإسلامية :

يمكن إبراز الأهمية التي تتمتع بها الصكوك الإسلامية من خلال النقاط التالية:⁵



- تساعد على النهوض بالاقتصاد الإسلامي نظرياً وعملياً، أما نظرياً فهي استكمال حلقات الاقتصاد بجانب شركات التأمين والمصارف الإسلامية، أما عملياً فإن وجودها يساعد على رفع الحرج عن المستثمرين الذين يطلبونها.
- تلبي احتياجات الدولة في تمويل مشاريع البنية التحتية بدلا من الاعتماد على سندات الخزينة والدين العام .
- يثري بها الأسواق المالية الإسلامية، لأنها الطرف المكمل للأسهم، والجناح الثاني للبورصة التي من خلالها تتحرك الأموال بحرية وسهولة.
- أن الوصول بفكرة الصكوك الإسلامية إلى مستوى التداول العالمي يوضح مدى سعة وحكمة وتكامل النظام الإسلامي.
- تعتبر من الأدوات الهامة لتنويع مصادر الموارد الذاتية، وتوفير السيولة اللازمة للأفراد والمؤسسات والحكومات.

- تغطي عددا كبيرا من الشركات التي تحتاج إلى تمويل طويل الأجل.

3. أنواع الصكوك الإسلامية:

ومن أهم الصكوك الإسلامية التي تم إصدارها:

- أ- **صكوك المضاربة:** تمثل صكوك المضاربة أوراق مالية قابلة للتداول تعرض على أساس قيام الشركة المصدرة بإدارة العمل على أساس المضاربة، ويمثل فيها الملاك أصحاب رأس المال بينما المستثمر يمثل عامل المضاربة، ويحصل مالكوها على نسبة شائعة من الربح، وتتوافر فيها شروط عقد المضاربة من الإيجاب والقبول، ومعلومية رأس المال و نسبة الربح). ومن هذه الصكوك: صكوك المضاربة التجارية والخاصة بالتجارة في السلع وغيرها من الأمور التجارية، صكوك المضاربة الزراعية والخاصة بالأمور الزراعية كسواء المستلزمات الزراعية وتنفيذ المشاريع الزراعية، وصكوك المضاربة الصناعية: والخاصة بالأمور الصناعية كسواء الموارد الخام وتصنيعها. وقد اصدر مصرف شامل البحريني صكوك مضاربة تعادل 360 مليون ريال سعودي.

ب- **صكوك والاستصناع:** هي وثائق متساوية القيمة غرض إصدارها تصنيع سلعة معينة ويصبح المصنوع مملوكا لحامل الصكوك ومثلها صكوك الدرّة بالبحرين التي تقوم بتمويل الاستصلاح والبنية التحتية الأساسية لإنشاء أكبر مدينة سكنية ترفيهية.

ج- **صكوك السلم:** وهي وثائق متساوية القيمة تمثل ملكية شائعة في رأس مال السلم والغرض منه تمويل شراء سلع يتم استلامها في المستقبل وبعد ذلك يتم بيعها والعائد على صكوك يتمثل في الربح الناتج عن البيع، وهي غير قابلة للتداول إلا بعد أن يتحول رأس المال إلى سلع يعني ذلك بعد استلام السلعة وقبل بيعها. فهو عقد بيع يعجل فيه الثمن ويؤجل فيه المبيع. فهو بذلك بيع آجل بعاجل، وهو عكس البيع بثمن مؤجل⁷.

د- **صكوك المشاركة:** تصدر هذه الصكوك بغرض إنشاء مشروع أو تمويل نشاط على أساس المشاركة، حيث يتشارك كل من المقرض والمستثمر بحصة معينة ويتحملان الربح والخسارة، ويصبح حامل الصك شريكا في المشروع وتدار هذه الصكوك على أساس الشركة أو على أساس المضاربة ومن أمثلة ذلك صفقة صكوك طيران الإمارات بمبلغ 550 مليون دولار أمريكي بغرض إنشاء مبنى جديد للشركة.

هـ- **صكوك المرابحة:** وهي صكوك متساوية القيمة تصدر لغرض تمويل سلعة مرابحة وتصبح سلعة المرابحة مملوكة لحامل الصكوك، ومثال على صكوك المرابحة ما قام به بنك أركابيتا من تنظيم صكوك مدعومة بالمرابحة متعددة العملات (بتكليف كل من مصرف بايرش هيبو، ومصرف ستاندردي ال سي، ومصرف ويست ال بي ايه جي - فرع لندن).

و- **صكوك الإجارة:** وهي صكوك متساوية القيمة تصدر بغرض تمويل عملية إيجار أعيان وهي حصص شائعة ويتم توزيع عائد الإجارة على الملاك حسب حصص ملكيتهم وهي صكوك قابلة للتداول.

ز- **صكوك المزارعة:** وهي وثائق متساوية القيمة تصدر بغرض تمويل مشروع زراعي ويصبح حاملها حصة في المحصول الناتج.

ح- صكوك المساقاة: وهي تلك التي يكون الغرض من إصدارها سقي الأشجار المثمرة ورعايتها ويتحصل أصحابها على حصة من الثمار.

ط- صكوك المغارسة: وهي وثائق متساوية القيمة تصدر من اجل غرس الأرض بالأشجار على أساس عقد مغارسة ولأصحابها حصة في الأرض والغرس.

4- ضوابط إصدار الصكوك الإسلامية:

إن إصدار وتداول الأوراق المالية الإسلامية مرتبط بضوابط شرعية استنبطها العلماء المختصون من اجل الحفاظ على الدين الإسلامي وحفظ مال المسلمين من الوقوع في المخالفات والمعاملات المحرمة ، ومن ثمة فانه يجب على كل مستثمر أن يتوخى هذه الضوابط والتي تتمثل في:

أ - الضابط الأول: يجب أن يمثل الصك ملكية لحصة شائعة في المشروع وتكون بصفة مستمرة من بداية إلى نهاية المشروع وتمثل موجودات المشروع العينية والمعنوية والديون، وبالتالي فانه يترتب على ذلك للمالك جميع الحقوق والتصرفات المقررة في الشرع في الملك، كالبيع والهبة والرهن والإرث.

ب- الضابط الثاني: يجب أن يقوم العقد في الصكوك الإسلامية على أساس شروط التعاقد التي تحددها نشرة الإصدار حيث يعبر الاكتتاب عن الإيجاب وموافقة الجهة المصدرة تعبر عن القبول إلا إذا كان هنالك تصريح في نشرة الإصدار أنها إيجاب ويكون الاكتتاب بذلك قبولا ، كما يجب أن تتضمن نشرة الإصدار جميع البيانات المطلوبة شرعا في العقد ومنها بيان رأس المال، توزيع الأرباح، بيان الشروط الخاصة بالإصدار وبالطبع لا بد أن تكون هذه الشروط إسلامية غير ربوية ويراعى فيها الشروط التالية كحد أدنى :

- أن ينصص في النشرة على الالتزام بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، وعلى وجود هيئة رقابة شرعية تعتمد آلية الإصدار وتراقب تنفيذه طوال الوقت، و أن تتضمن النشرة تحديد مجال الاستثمار وتحديد صيغة التمويل الإسلامي الذي تصدر الصكوك على أساسها، كالإجارة، أو المضاربة، أو المشاركة، أو المرابحة، أو السلم، أو المزارعة.

- لا يجوز أن تشتمل نشرة الإصدار أو الصكوك على نص بضمان حصة الشريك في رأس المال، أو ضمان ربح مقطوع، أو منسوب إلى رأس المال، فإن نص على ذلك صراحة أو ضمناً بطل شرط

الضمان و لا يجوز أن تشمل نشرة الإصدار، ولا الصك الصادر بناء عليها على نص يلزم أحد الشركاء ببيع حصته، ولو كان معلقاً أو مضافاً للمستقبل. وإنما يجوز أن يتضمن الصك وعداً بالبيع. وفي هذه الحالة لا يتم البيع إلا بعقد، وبالقيمة التي يرتضيها الخبراء، وبرضا الطرفين.

- لا يجوز أن تتضمن نشرة الإصدار، ولا الصكوك المصدرة على أساسها نصاً يؤدي إلى احتمال قطع الشركة في الربح؛ فإن وقع كان الشرط باطلاً، ويصح العقد، وتوزع الأرباح بحسب رؤوس الأموال، إن لم يكن قد تم الاتفاق على نسب التوزيع.

ج - الضابط الثالث: بعد انتهاء الفترة المحددة للاكتتاب فإنه يجب أن تكون الصكوك قابلة للتداول لان ذلك مأذون به من الشركاء ويراعى الشروط التالية:

- يعتبر تداول الصكوك الإسلامية كمبادلة نقد بنقد ومن ثم فان تطبق عليه أحكام الصرف من تقابض البديلين في مجلس الصرف قبل التفرق، والخلو عن الخيار والتمائل في حالة بيع احد النقدين بجنسه، هذا إذا كان رأس المال المتجمع بعد الاكتتاب وقبل مباشرة العمل في المشروع ما يزال نقود.

- يجب تطبيق أحكام الديون في حالة إذا صار رأس المال ديوناً.

- يمكن تداول الصكوك الإسلامية وفقاً لسعر التراضي بين الطرفين في حالة إذا صار رأس المال موجودات مختلطة من النقود والديون والأعيان والمنافع على أن يكون الغالي أعياناً ومنافع.

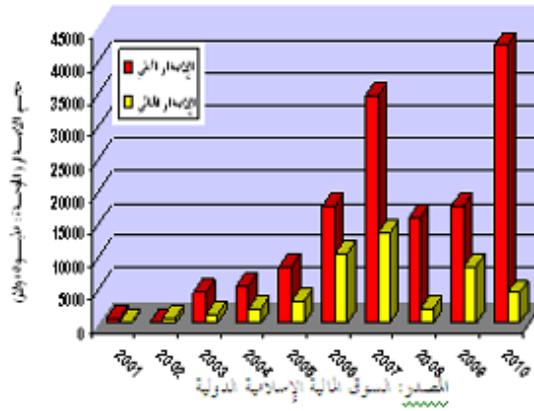
ثانياً : تطور الصكوك في السوق المالية الإسلامية :

1. حجم الصكوك المصدرة:

يوضح الشكل رقم 1 أن الصكوك الإسلامية شهدت رواجاً منقطع النظير حيث زاد حجم الإصدارات المحلية بأكثر من ثلاثة أضعاف المقدار 5645 مليار دولار سنة 2004 إلى 17897 مليار دولار سنة 2006، ولقد سجل الإصدار المحلي أكبر إصدار له سنة 2007 بقيمة 34997 مليار دولار أي بنسبة زيادة تعادل : 32٪، في حين بلغ حجم الإصدار العالمي 13811 مليار دولار بنسبة نمو تقدر بـ: 31٪، وذلك نظراً لفائض السيولة الذي ظهر لدى المصارف الإسلامية كنتيجة منطقية للطفرة النفطية التي عرفتها دول الخليج خاصة. أما في سنة 2008 فقد شهدت الصكوك الإسلامية تراجعاً بنسبة 54 ٪ حيث بلغ حجم الإصدار المحلي قيمة 16252

مليار دولار ، وبلغ حجم الإصدار العالمي 2140 مليار دولار مسجلا انخفاضا كبيرا بنسبة 85٪ ، وذلك راجع إلى انعكاسات الأزمة المالية العالمية التي دفعت المستثمرين بالابتعاد عن الاستثمار في الأدوات الاستثمارية ذات العائد الثابت بما فيها الصكوك الإسلامية كرد فعل طبيعي للأزمة . لتعرف بعدها الصكوك الإسلامية المحلية ارتفاعا سنة 2009 لتبلغ قيمتها 17885 مليار دولار، بالمقابل بلغ الإصدار العالمي 87 مليار دولار، إلا أن حجم الإصدار المحلي تضاعف سنة 2010 لتبلغ قيمته 2623 مليار دولار، في حين بلغ حجم الإصدار العالمي 4658 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 للاستفادة قدر الإمكان من امتصاص السيولة باستخدام الصكوك الإسلامية .

الشكل رقم 1: حجم الإصدار من الصكوك الإسلامية خلال الفترة 2001-2010



أما خلال سنة 2011 فقد بلغت قيمته الإصدارات نحو 85 مليار دولار بزيادة نسبتها 90.2٪ مقارنة بعام 2010 ، مع اتساع شعبية الصكوك والمبادرات الحكومية حيث كانت الإصدارات السيادية المحرك الرئيسي لسوق الصكوك خلال العام الماضي بالغة نحو 59 مليار دولار في حين سجلت إصدارات الشركات 19 مليار دولار . وسجلت سوق الصكوك الثانوية العالمية أعلى

مستوياتها على الإطلاق بالغة نحو 178.2 مليار دولار بزيادة قدرها 24 ٪ عن إصدارات سنة 2010 التي بلغ حجم الإصدارات خلالها نحو 143.3 مليار دولار وبلغ معدل نمو إصدار الصكوك السيادية السنوي بلغ 95.6 ٪ خلال 2011 ليبلغ نحو 58.9 مليار دولار في حين نمت إصدارات صكوك الشركات في العام ذاته بنسبة 169.6 ٪ مقارنة بالعام السابق وصولاً إلى 19 مليار دولار.

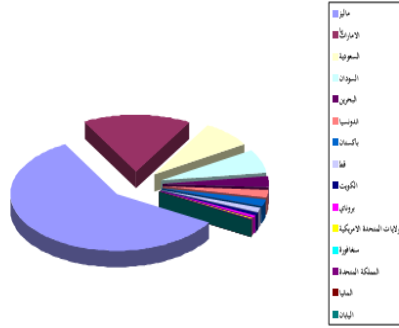
وتوقعت تقارير عالمية أن تتجاوز إصدارات الصكوك الإسلامية خلال 2012 حاجز 200 مليار دولار أمريكي بنسبة نمو تتراوح بين 25 و 30 ٪ عن عام 2011 نتيجة لعدد من العوامل الايجابية منها الدور المتزايد للإصدارات الحكومية التي ستشكل العمود الفقري للسوق قصد إنعاش القطاع الخاص وتمويل مشاريع التنمية كذلك فان الصناعة المالية الإسلامية نمت بمعدل 15 و 20 ٪ سنوياً خلال العقد الماضي لتصل إلى حوالي 1.3 تريليون دولار عام 2011 وبرزت صناعة الصكوك باعتبارها واحدة من المكونات الرئيسية للنظام المالي الإسلامي¹⁰.

2. ترتيب الدول المصدرة للصكوك:

وتجدر الإشارة أن ماليزيا تترجع على المرتبة الأولى لصكوك الاسلاميه المصدرة خلال سنة 2010 ، وذلك بنسبة 51٪ ، تليها كل من الامارات والسعودية بنسبة 33٪ و 78٪ على التوالي ، تتبعها السودان بنسبة 62٪ والبحرين بنسبة 19٪ واندونيسيا بنسبة 36٪ ، أما باكستان وقطر فقد بلغت النسبة 17٪ و 27٪ على التوالي ، كما شهدت السوق دخول متعاملين جدد كالمملكة المتحدة بنسبة 14٪ وألمانيا بنسبة 6٪ واليابان بنسبة 5٪ وذلك يعتبر دليل مادي لبداية توجه العالم الغربي للاستفادة من امتصاص سيولة العالم الاسلامي عن طريق سوق الصكوك الاسلاميه نتيجة لثباتها وصمودها وتمتعها بقلّة التقلبات (أنظر الشكل رقم 2)

الشكل رقم 2: توزيع الصكوك الاسلاميه المصدرة على الدول خلال سنة 2010





المصدر: السوق المالية الإسلامية الدولية

ثالثا: دور الصكوك الإسلامية كبديل في التمويل والإستثمار :

1. دور الصكوك الإسلامية في توفير السيولة:

تعتبر السيولة هي المحرك الأساسي لأي نشاط اقتصادي وللدوران الاقتصادي، والتمويل والاستثمار فهو قطب مهم في الحركات الاقتصادية والعمود الفقري للمشاريع الاقتصادية والتنمية وإن موضوع «السيولة» في ظل الأزمة المالية الحادة التي مر بها العالم اعتبارا من سنة 2008 يُعدّ من أهم الموضوعات التي أولى لها الاقتصاد والاقصاديون العناية القصوى، حيث أدت هذه الأزمة إلى تضيق السيولة مما أدى إلى إفلاس كثير من المصارف الكبرى والشركات.

وفي خضم هذا الواقع الذي فرضته الأزمة فقد شهدت سوق التمويل الإسلامي عالميا ارتفاعا إلى حوالي تريليون دولار، بينما قفزت قيمة الصكوك المصدرة إلى 36 مليار دولار خلال عام 2010 أي بنسبة نمو تقارب 20%.¹¹ وعليه أصبحت الصكوك الإسلامية في الوقت الراهن تمثل بديلا فعالا لوسائل التمويل التقليدية، حيث بينت وكالة ستاندرد اند بورز أن الدول الغربية تحاول قدر المستطاع الاستفادة من الطلب على المنتجات المالية الإسلامية في منطقة الخليج لإطلاق صكوك إسلامية بهدف امتصاص السيولة لتمويل المؤسسات العالمية المتضررة من الأزمة، كما أصدرت شركة التجزئة البريطانية "تيسكو" أول صكوك لها في عام 2007 لصالح وحدتها الماليزية.¹²

2. دور الصكوك الإسلامية في تمتين أخلاقيات الرقابة :

يسود اعتقاد راسخ لدى كافة المحللين للالزمة المالية العالمية أن أحد أبرز أسباب الانهيارات المروعة والافلاسات المتتالية للعديد من البنوك والشركات العالمية العملاقة، هو ضعف الضوابط التشريعية التي تحكم عمل هذه المؤسسات ، حيث تشير التقارير إلى أن صناديق الاستثمار والتحوط وشركات السمسرة لم تكن تخضع لرقابة البنك الاحتياطي الفدرالي الأمريكي (البنك المركزي)، كما أنها لم تتقيد بمعايير بازل 1 أو حتى بازل 2 وبعد انكشاف المستور وهذه التجاوزات الصارخة ، بدأ الكثير من المختصين ينادي بضرورة الاستفادة من ضوابط الصكوك الإسلامية المستلهمة من الصيرفة الإسلامية¹³ ، بحيث أصدرت الهيئة الفرنسية العليا للرقابة على سبيل المثال لا الحصر قرارا يقضي بمنع تداول الصفقات الوهمية والبيوع الرمزية التي هي شعار النظام الرأسمالي، كما سمحت نفس الهيئة للمؤسسات والمتعاملين بالتعامل بالصكوك الإسلامية في السوق المنظمة الفرنسية.

3. قدرة الصكوك الإسلامية على إحداث التوازن بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المالي:

مما لا شك فيه أن النتيجة الطبيعية لآلية الفوائد المسبقة- الربا- المتواجدة في النظام الرأسمالي تؤدي إلى نمو الاقتصاد المالي في شكل متتالية هندسية بينما تجعل الاقتصاد الحقيقي ينمو على شاكلة متتالية حسابية او حتى اقل في بعض الحالات ، وهو ما تكون نتيجته تكرار حدوث الأزمات والتقلبات الاقتصادية الدورية سواء من خلال الانهيار أو الإفلاس. وإبان الأزمة المالية العالمية أكد المختصون على طغيان الاقتصاد المالي مقارنة بالحقيقي ، حيث نشأ ما يعرف بالهرم المقلوب فقد أصبحت الكتلة النقدية المتداولة مضافا إليها حجم الديون المقدمة من قبل المصارف التجارية المضاعفة في علاقة غير تناسبية مع حجم الثروة الحقيقية للدولة ، وفي هذا المقام لا بد من الإشارة أن المفكر والأكاديمي الفرنسي موريس آلية Maurice Allais قد حذر من تراكم الديون بوتيرة أكبر بكثير من زيادة الثروة¹⁴ ، أما بالنسبة للتمويل الإسلامي فيربط بصفة دائمة بين معدلات المشاركة والاقتصاد الحقيقي؛ ولذلك فإن نسبة الديون إلى الثروة الحقيقية تكون محدودة ولا يمكن أن تصبح أضعاف الثروة؛ وبذلك فإن صيغ المشاركات المتنوعة تضمن النمو المستدام لهرم التوازن الاقتصادي بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المالي والنقدي¹⁵ ، وإحدى أدوات التمويل الإسلامي الصكوك

الاستثمارية التي تتمتع بقدرة تحقيق التوازن المنشود، نظرا لأن إصدارها يشترط وجود أصولا قبل التصكيك، وابتعادها عن الربا واعتمادها على الربح، مما أكسبها إمكانيات تجسيد المعادلة المفقودة بكل المقاييس في أدوات التمويل الربوية.

4. دور الصكوك الإسلامية في الرفع من كفاءة الأسواق المالية:

لا يمكن بأي شكل من الأشكال الخوض في الدور الذي تلعبه الصكوك الإسلامية في إرساء وتمتين دعائم كفاءة الأسواق المالية دون التعريف بهذا المفهوم ومتطلبات تحقيقه على أرض الواقع ولو بشكل مقتضب، وبعلية تعرف الكفاءة بأنها: " السوق التي لا يوجد فيها فاصل زمني بين وصول المعلومات إلى السوق وتحليلها وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر الورقة المالية." ¹⁶

ومن اجل الوصول إلى التخصيص الكفء للموارد المالية فيجب توافر الشرطين التاليين¹⁷:

أ- **كفاءة التسعير:** يطلق على كفاءة التسعير بالكفاءة الخارجية، ويقصد بها أن تعكس الأسعار كافة المعلومات المتاحة، حيث أن المعلومات تصل إلى المتعاملين في السوق دون فاصل زمني كبير، مما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة.

ب- **كفاءة التشغيل:** يطلق على كفاءة التشغيل بالكفاءة الداخلية، والتي يقصد بها قدرة السوق على إحداث التوازن بين الطلب والعرض، وذلك في ظل وجود تكاليف للمعاملات منخفضة، وبالتالي تحدث عملية التداول بسرعة وبحجم كبير، ومن ثم تكون فرصة المتخصصين في تحقيق هوامش ربح ضئيلة، ومن خلال زيادة الطلب على الأوراق المالية للمؤسسات غير الواعدة ستخفض أسعار أوراقها المالية، وبتغير العرض والطلب يحدث توازن في الاقتصاد الوطني وتتحقق الكفاءة الاقتصادية للسوق.

وتأسيسا عما سبق ، يمكن القول أن الصكوك الإسلامية يمكنها رفع مستوى كفاءة الأسواق المالية ، ذلك أنها تبتعد على الغش والغرر والغبن والمجازفات الهدامة التي تلعب دورا سلبيا في تحقيق التخصيص الأمثل للموارد وبالتالي فهي تضعف كفاءة الأسواق وتنخر بها كالسوس من

الداخل وتجعلها وسيلة لتمويل المشاريع الفاشلة غير المنتجة، مما يجعل سوق المال تنحرف عن رسالتها التنموية السامية.

وخلاصة القول أن الصكوك الإسلامية تعمل على تحريك الموارد المالية وتوجيهها إلى الاستثمارات المنتجة الحقيقية، وتقليل حدة المضاربات وتلقي دائرة من الاهتمام المتوازنة والتكافئة بين السوقين الأولى والثانية، كما أن ازدياد كميتها ونوعيتها سيكون له بالغ الأثر في زيادة درجة تعمق السوق واتساعها، وهو ما يصب في بوتقة تغطية الاحتياجات التمويلية والاستثمارية وتغطية عجز السيولة... الخ.¹⁸

5. الصكوك الإسلامية أداة فعالة لتمويل عجز الموازنة العامة:

تعد مشكلة العجز في الموازنة العامة من أكبر المشاكل الاقتصادية التي تؤرق الدول المتقدمة والنامية على حد سواء، بالأخص في ظل الأزمة العالمية الراهنة حيث اندفعت الدول إلى حشد السيولة وحققها في على أمل أنقاص النظام وتخفيف من وطأت الأزمة على المؤسسات المتهاوية، إلا أن هذا الإجراء جعلها تغرق أكثر في مشكلة العجز في الموازنة العامة، ولعل المتبع لما يجري يوقن كيف أن إستراتيجية الحقن اللاعقلاني قد أدخلت الكثير من الدول الأوربية على وجه الخصوص في دائرة الإفلاس .

وعموما فإن الأزمة أفرزت شحا كبيرا في الموارد المالية لتمويل الحكومات ، ومن هنا توجهت الأنظار للصكوك الإسلامية بوصفها فرصت هامة يمكن من خلالها توفير السيولة اللازمة وسد فجوة العجز الذي يتزايد بمعدل نمو متسارع من سنة إلى أخرى ، وفي هذا المجال تمكنت السودان من خفض عجز الموازنة من 6 ٪ إلى فائض بنسبة 6 ٪ كنتيجة للاستخدام الصكوك في امتصاص السيولة الزائدة.

وفي ذات السياق ،تجهت الحكومة البريطانية إلى إصدار صكوك إسلامية للحصول على تمويل للخرينة البريطانية من السوق المالية الإسلامية ، وكذلك حذت فرنسا الخطى من اجل اللحاق ببريطانيا، بل لكي تكون السبابة في الحصول على الحصة الأكبر من التمويل الإسلامي في أوروبا .¹⁹

6. دور الصكوك الإسلامية في التحوط من المخاطرة:



تواجه البنوك والمؤسسات المالية مخاطر عديدة مثل مخاطر الائتمان مخاطر السيولة، مخاطر السعر المرجعي، المخاطر القانونية، المخاطر الشرعية (اختلافات الفقهاء)، والمخاطر المتعلقة بالاقتصاد ككل، هذه المخاطر تمثل عراقيل حقيقية أمام المستثمرين والمقرضين، ونظرا لكون الهندسة المالية التقليدية تتميز بالاندفاع نحو المخاطر من اجل تحقيق الأرباح واستغلال الآخرين وما نتج عنها من انتشار لقيم وعادات رذيلة وفساد أخلاقي، بات في ضلها المستثمرين والمقرضين في حالة مخاطرة شديدة والكل خائف على ممتلكاته وأصوله المالية، وما الأزمة المالية العالمية منا ببعيد.

تتميز الصكوك الإسلامية بالقدرة على التحوط من المخاطر باعتبارها أنها أدوات تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، وتحقق الكفاءة الاقتصادية من خلال التقليل أو الحد من حجم المخاطر، فيصبح المقرضون والمستثمرون غير قلقين بشأن ممتلكاتهم، لان الشريعة الإسلامية تدعوا إلى عدم المخاطرة والقمار في المعاملات المالية بين البشر²⁰.

خاتمة الدراسة (النتائج والتوصيات):

أولا. النتائج:

من أهم ما توصلت إليها الدراسة من نتائج يمكن ذكر ما يلي:

- 1- الصكوك الإسلامية عبارة عن وثائق متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في ملكية موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص.
- 2- تنوع الصكوك الإسلامية تنوعا واسعا، فتشمل: صكوك المضاربة والمشاركة والسلم، والاستصناع، والإجارة، والمزارعة، والمساقاة، والمغارسة... الخ.
- 3- تكمن أهمية ودور الصكوك الإسلامية في التمويل والاستثمار لتحقيق الأبعاد التنموية من خلال ما يلي:

* أنها أداة فاعلة في تجميع السيولة، وبالتالي توفير التمويل اللازم للمؤسسات والحكومات على حد سواء.

* أنها تساعد الحكومات على التخلص من عجز الموازنة العامة المزمّن، الذي أصبح في هذا العصر مرضا يؤرق صانعي السياسات الحكومية، كثيرا ما وقف حجر عثرة يعرقل المسار التنموي للدول.

* أنها تعمل على تحريك الموارد المالية وتوجيهها إلى الاستثمارات المنتجة الحقيقية ، وتقليل حدة المضاربات ، وتلقي دائرة من الاهتمام المتوازنة والمتكافئة بين السوقين الأولى والثانية ، كما أن ازدياد كميتها ونوعيتها يكون له بالغ الأثر في زيادة درجة تعمق السوق واتساعها، وذلك كله يصب في بوتقة تحقيق كفاءة السوق

* أنها تتمتع بقدرة تحقيق التوازن بين الاقتصاد الحقيقي والمالي نظرا لأن إصدارها يشترط وجود أصول قبل التصكيك، وابتعادها عن الربا واعتمادها على الربح، مما أكسبها إمكانيات تجسيد المعادلة المفقودة بكل المقاييس مقارنة بنظيرتها من أدوات التمويل الربوية.

* أنها تتميز بالقدرة على التحوط من المخاطر باعتبارها تعتمد على أسس مستلهمة من أحكام الشريعة الإسلامية، فيصبح المقرضون والمستثمرون غير قلقين بشأن ممتلكاتهم ، لان الشريعة الإسلامية تدعو إلى عدم المخاطرة والقمار في المعاملات المالية بين البشر.

* كما أنه يمكن من خلال الضوابط الشرعية المتعلقة بالصكوك الإسلامية تمتين أخلاقيات الرقابة داخل أسواق المال. بحيث أصدرت الهيئة الفرنسية العليا للرقابة على سبيل المثال لا الحصر قرارا يقضى بمنع تداول الصفقات الوهمية والبيوع الرمزية التي هي شعار النظام الرأسمالي.

ثانيا. التوصيات:

بناء على النتائج أعلاه، فيمكن صياغة التوصيات التالية:

1- ضرورة العمل بشكل مستمر على نشر الثقافة المالية الإسلامية، بهدف إزالة أي غموض أو لبس قد يكتنف عملية الاستثمار في أدوات التمويل الإسلامي عامة والصكوك خاصة.

2- من المهم إيجاد سوق ثانوية منتظمة تعمل بالشفافية المطلوبة، وبها أنظمة رقابة فعالة تضمن طرح الصكوك الإسلامية وتداولها بكل يسر .

3- من الملح خلال المرحلة المقبلة أن تأخذ مؤسسات القطاع الخاص زمام المبادرة واستغلال التطور الملحوظ الذي تشهده الصناعة المالية الإسلامية، لاسيما في إصدار الصكوك والعمل على التحول

بشكل تدريجي نحو السوق المالية بهدف تنشيطها واستغلال رؤوس الأموال المكدسة، وبالتالي تحقيق الكفاءة الشرعية والاقتصادية للاستثمار المال.

4- ضرورة استكمال الإطار التشريعي للصكوك الإسلامية على أن يشمل كافة الجوانب والأنشطة المتعلقة بها سواء على مستوى السوق الأولى أو الثانية، مع مراعاة ضوابط الشريعة الإسلامية في صياغة هذا الإطار.

5- لابد من قيام وكالات تصنيف إسلامية تعمل على تصنيف وتقييم الصكوك المصدرة، بالشكل الذي ينعكس على ترشيد القرار الاستثماري وتحقيق كفاءة تخصيص الموارد المالية.

6- ضرورة القيام بدراسات بحثية تقييمية للتجارب الرائدة في العالم الإسلامي، بهدف تميمها والاستفادة منها في تطوير هذه المنتجات وجعلها تتوافق مع متطلبات توزيع المخاطرة أي تخفيفها.

7- ضرورة الاستفادة من الأزمة المالية العالمية بغية نشر ثقافة الصناعة المالية الإسلامية عامة، والصكوك خاصة.

8- العمل على إنشاء معاهد ومراكز تدريبية رائدة تأهل العنصر البشري للعمل في ظل السوق المالية الإسلامية، وذلك من الناحية الشرعية والاقتصادية.

9- إن الأدوات المالية الإسلامية المتبعة وُجدت كبديل للأدوات المالية التقليدية المعتمدة على سعر الفائدة، لكن حتى تكون قادرة على تغطية كافة أوجه التمويل في الاقتصادات الوطنية عليها عدم الاكتفاء بطرح البديل بل يجب أن تبادر إلى وضع إستراتيجية للابتكار وتطوير القائم لديها ، لأن السعي لكسب المزيد من السوق المصرفية العالمية يتطلب ذلك ، وان تولى أهمية أكبر للبحث العلمي المتخصص في هذا المجال يرفع من كفاءة وفعالية الأدوات المالية الموجودة.

الهوامش:

¹ مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي بجدة، الدورة الرابعة، المجلد الثالث، 1988م، ص 2140.

² طارق الله خان و احمد حبيب ، إدارة المخاطر، تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب،

البنك الإسلامي للتنمية، جدة، ط1، 2003م، ص 55 .



- ¹ المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 2007م، معيار رقم : 17، ص 288.
- ² عبد العظيم أبو زيد، نحو صكوك إسلامية حقيقية : حقيقة الصكوك وضوابطها وقضاياها الشرعية ، مجلة إسلامية المعرفة، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، العدد6، خريف 1431هـ/ 2010، ص ص : 112- 113.
- ³ زياد الدماغ ، دور الصكوك الإسلامية في دعم قطاع الوقف الإسلامي، مقدم إلى مؤتمر عالمي عن: قوانين الأوقاف وإدارتها: وقائع وتطلعات، 20- 22 أكتوبر 2009م، 1- 3 ذي القعدة 1430هـ، الجامعة الإسلامية العالمية بماليزيا، ص 4.
- ⁴ بركة، احمد، الصكوك الإسلامية ما لها وما عليها، <http://www.badlah.com/page-745.html>
- ⁵ أحمد، التيجاني عبد القادر. السلم بديل شرعي للتمويل المصرفي المعاصر، السودان، دار السداد، ط01، 2006، ص 08
- ⁶ علاء الدين زعتري، الصكوك: تعريفها، أنواعها، أهميتها، دورها في التنمية، حجم إصدارها، تحديات إصدارها، بحث مقدم لورشة عمل لشركة BDO بعنوان: الصكوك الإسلامية: تحديات، تنمية، ممارسات دولية، عمان، 18 و19 جويلية 2010، ص ص 39- 41.
- ⁷ نوال بن عمارة، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية - البحرين - ، مجلة الباحث، العدد : 9، جامعة ورقلة، الجزائر، 2011، ص : 261.
- ⁸ -موقع السوق المالية الإسلامية الدولية ، العنوان الالكتروني: [www,iifm.net](http://www.iifm.net) ، (تاريخ الاطلاع على الموقع الالكتروني : 2012/02/10)
- ⁹ أخبار مصر - إيهان صلاح الدين، العنوان الالكتروني : <http://afroland.net/News/601-afro.htm> . (تاريخ الاطلاع على الموقع الالكتروني : 2012/02/23)
- ¹⁰ المجلس العالمي للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية ، <http://www.cibafi.org/NewsCente>
- ¹¹ عبد القادر زيتوني، التصكيك الإسلامي ركب المصرفية الإسلامية في ظل الأزمة العالمية، المؤتمر العالمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، عمان / الأردن، 1-2 ديسمبر 2010، ص 16.
- ¹² د. كمال توفيق حطاب، الصكوك الاستشارية الإسلامية والتحديات المعاصرة، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دبي، 2009، ص ص : 24- 25.
- ¹³ أ.د محمد بوجلال، مقارنة إسلامية للأزمة المالية الراهنة، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد السادس، 2009، ص ص : 67- 68.
- ¹⁴ أ.د صالح صالح، د عبد الحليم غربي ، كفاءة التمويل الإسلامي في ضوء التقلبات الاقتصادية الدورية ، الملتقى الدولي حول:"أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبدائل البنوك الإسلامية"، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، 05-06 ماي 2009.
- ¹⁵ د. منير إبراهيم هندي، أسواق رأس المال، منشأة المعارف ، الإسكندرية ، 1999 ، ص : 42 .
- ¹⁶ المعهد العربي للتخطيط. كفاءة أسواق الأوراق المالية، http://www.arab-api.org/course9/c9_3_1.htm

¹⁹ زهراء علي محمد بني عامر ، التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية،رسالة ماجستير ، جامعة الأردن،2008، ص: 196.

¹⁹ المجلس العالمي للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية ، <http://www.cibafi.org/NewsCente>

²⁰ بلعزوز، بن علي و قندوز، عبد الكريم." استخدام الهندسة المالية الإسلامية في إدارة المخاطر بالمصارف الإسلامية"، المؤتمر

العلمي الدولي السنوي السابع حول إدارة المخاطر واقتصاد المعرفة، جامعة الزيتونة الأردنية، 2007م، ص ص: 17-18.