

دور الصكوك في تطوير السوق المالية الإسلامية

الأستاذ: شيلق رابح

أستاذ مؤقت بجامعة الجلفة

الأستاذ: بن قايد الشيخ

جامعة غرداية

ملخص :

تشهد الأسواق المالية الإسلامية تطوراً ملحوظاً في العقدین الأخيرین بفضل تنوع أدواتها المالية التي تمتاز بالتجدد والإنتشار المتسارع من جهة ، والإقبال المتزايد عليها ليس في الدول الإسلامية فحسب ، بل في كل دول العالم خاصة الغربية منها. من هذه الأدوات المالية نجد الصكوك التي تعتبر من أهم الأدوات التمويلية الإسلامية الواعدة وأصبحت تشكل الدعامة الأساسية للصناعة المالية الإسلامية ككل ، بإعتبارها حلاً مالياً "وبديلاً" شرعياً لأدوات الدين التقليدية التي كانت أحد الأسباب الرئيسية لحدوث الأزمة المالية العالمية سنة 2008.

Abstract :

Islamic financial markets witnessing a remarkable development in the last two decades, thanks to the diversity of its financial instruments characterized by the rapid regeneration and proliferation on the one hand, and the growing demand for them is not only in Muslim countries, but in all of them especially the Western countries in the world.

Of these financial instruments, we find Sukuk that are of the most important Islamic financing instruments promising and has become a mainstay of the Islamic financial industry as a whole, as a financial solution "and substitute" a legitimate traditional debt instruments, which was one of the main causes of the global financial crisis in 2008.

مقدمة :

تعتبر الصكوك الإسلامية من أهم الأدوات التمويلية الإسلامية الواعدة، والتي شهدت انتشاراً ونموً واسعاً واستثنائياً في السنوات الأخيرة، حتى أصبحت الشريحة الأسرع نمواً في سوق التمويل الإسلامي، وفقاً لتقرير البنك الدولي الذي قدر حجم إصدار هذه الصكوك بخمسة 5 ترليون دولار في آفاق 2015، هذا النمو والرواج لنشاط إصدار الصكوك الإسلامية أصبح يشكل الدعامة الأساسية للصناعة المالية الإسلامية ككل، باعتبارها حلاً مالياً وبديلاً شرعياً لأدوات الدين التقليدية التي كانت أحد الأسباب الرئيسية لحدوث الأزمة المالية العالمية سنة 2008²⁸.

كل هذا أدى ذلك إلى حدوث طفرة في معاملات التصكيك الإسلامي، بحيث برزت الصكوك كواحدة من أهم الأدوات المالية الإسلامية والتي استطاعت أن تجد لها موطئ قدم في أسواق المال العالمية، حيث استقطبت هذه الصكوك مستثمرين من دول ومؤسسات مختلفة ليس في العالم الإسلامي فحسب، بل أصبحت موازية للسندات في الاستثمار التقليدي ومتاحة للجميع أفراداً وشركات وحكومات في القارات الأخرى.

كما أن الصكوك الاستثمارية الناتجة عن عملية التصكيك سوف تعمل على تعزيز الأسواق المالية بأدوات مالية متعددة ومتنوعة بالإضافة إلى إيجاد مؤسسات وساطة مالية تعد ضرورة لقيام مثل هذه الصناعة التمويلية، مما سيعمل على تطور الأسواق المالية الإسلامية من خلال طرح أدوات مالية جديدة للتعامل بها في تلك الأسواق، إضافة إلى خلق مؤسسات مالية جديدة تؤدي دوراً مهماً في هيكلة العملية.

الإشكالية :

في ظل بزوغ الاهتمام العالمي بالتمويل الإسلامي بعد الأزمة المالية العالمية الأخيرة من جهة، وبرز الصكوك الإسلامية كأحد أهم الصيغ التمويلية الإسلامية التي أفرز تطبيقها عن تنوع ونمو ملحوظ في صناعتها خلال السنوات الأخيرة، لاسيما بعد أن تأكد انتعاشها وتحقيقها لمردود إيجابي بأوج تداعيات هذه الأزمة من جهة أخرى، تأسيساً على ذلك يمكن طرح الإشكالية التالية : ما مدى مساهمة عملية التصكيك الإسلامي في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية ؟.

محتويات الدراسة:

قمنا بتقسيم هذه الدراسة الى ثلاثة محاور وهي كالتالي:

المحور الأول: الصكوك الإسلامية المفهوم، الأهمية، والأنواع.

المحور الثاني: أهمية الأسواق المالية الناشئة .

المحور الثالث: الصكوك ودورها في دعم وتطوير الأسواق المالية الإسلامية .

المحور الأول: الصكوك الإسلامية المفهوم، الأهمية، والأنواع

تقوم فكرة الصكوك الإسلامية على المشاركة في تمويل مشروع أو عملية استثمارية متوسطة أو طويلة الأجل وفقاً لقاعدة (الغنم بالغرم) أو (المشاركة في الربح والخسارة) على منوال نظام الأسهم في شركات المساهمة المعاصرة ونظام الوحدات الاستثمارية في صناديق الاستثمار ، حيث تؤسس شركة مساهمة لهذا الغرض ²⁹ SVP ، ولها شخصية معنوية مستقلة ، وتتولى هذه الشركة إصدار الصكوك اللازمة للتمويل وتطرحها للاكتتاب العام للمشاركين ، ومن حق كل حامل صك المشاركة في رأس المال والإدارة والتداول والهبة والإرث ونحو ذلك من المعاملات المالية .

وقد تكون الجهة المصدرة لهذه الصكوك أحد المصارف الإسلامية أو أي بيت تمويل إسلامي أو شركة أو جهة حكومية لها شخصية معنوية، وتنشأ هذه الجهة وفقاً للقوانين المحلية السائدة في الدولة التي سوف تنشأ فيها ، ويكون لها هيئة رقابة شرعية للتأكد من أن إصدارها واستثمارها وتداولها وتصفياتها يتم وفقاً لأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية وكذلك للقوانين والقرارات المنظمة لها.

1- مفهوم الصكوك الإسلامية :

فحسب هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية فإن الصكوك الإسلامية هي عبارة عن : وثائق مالية 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 .

أما مجلس الخدمات المالية الإسلامية فقد عرف الصك الإسلامي على أنه: "حق ملكية لنسبة مئوية شائعة في موجودات عينية أو مجموعة مختلطة من الموجودات العينية وغيرها، وقد تكون الموجودات في مشروع محدد أو نشاط استثماري معين وفقا لأحكام الشريعة"³⁰.

في حين ورد تعريف للصكوك الإسلامية من خلال تحديد مفهوما واضحا للتصكيك بقرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي، حيث اعتبره على أنه "إصدار وثائق وشهادات مالية متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية موجودات (أعيان، أو منافع أو حقوق أو خليط من الأعيان والمنافع والديون) قائمة فعلا، أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب، وتصدر وفق عقد شرعي وتأخذ أحكامه".

انطلاقاً مما سبق نجد أنّ كل التعاريف السابقة تصب في نفس النسق، وهو أنّ الصكوك الإسلامية هي عبارة عن أداة مالية ابتكرت كبديل عن السندات المالية بهدف خلق أداة مالية تتوافق مع الشريعة الإسلامية وعليه فهي لا تخرج عن نطاق كونها أوراق مالية متساوية القيمة وتمثل حصصا شائعة في ملكية أو نشاط استثماري مباحا شرعا ويتم إصدارها وفقا لضوابط شرعية متوافقة مع شريعة الاسلام.

2/- أهمية الصكوك الإسلامية :

لقد ازدادت أهمية إصدار الصكوك الإسلامية نتيجة العديد من العوامل منها³¹:

- 1- إتاحة الفرصة أمام البنوك المركزية لاستخدام الصكوك الإسلامية ضمن أطر السياسة النقدية وفقا للمنظور الإسلامي بما يساهم في امتصاص السيولة، ومن ثم خفض معدلات التضخم، وإتاحة الفرصة أمام المؤسسات المالية الإسلامية لإدارة السيولة الفائضة لديها.
- 2- تلبية الصكوك احتياجات الدولة في تمويل مشاريع البنية التحتية والتنمية بدلا من الاعتماد على سندات الخزينة والدين العام.
- 3- تساعد الصكوك 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.
- 4- 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 السوق.
- 5- المساهمة في جمع رأسمال لتمويل 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.

- 6- تساهم الصكوك في 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 الأجل.
- 7- تعمل الصكوك على تحسين القدرة الائتمانية والهيكل التمويلي للمؤسسات المصدرة للصكوك من حيث أنها تتطلب التصنيف الائتماني للمحافظة بصورة مستقلة عن المؤسسة ذاتها ومن ثم يكون تصنيفها الائتماني مرتفعاً.
- 8- تتميز الصكوك وخصوصاً صكوك الأعيان المؤجرة بأنها أداة تمويل خارج الميزانية حيث إن ملكية الأعيان المؤجرة المصككة، والموعود بتمليكها في نهاية مدة الصكوك مملوكة لحملة الصكوك طوال مدة التصكيك، والواجب في ذمة الشركة الممولة بالصكوك إنما هو دفع الأجرة لحملة الصكوك فحسب وهي نفقة إيرادية، وذلك على العكس في حال اقتراض تلك الجهة لتمويل شراء بعض الأصول مما يؤدي إلى زيادة في قائمة المطلوبات لكونها نفقة رأسمالية، كما أن لذلك مزايا أخرى فيما يتعلق بالموجودات الزكوية للشركة والضرائب وغير ذلك.
- 9- التمويل بالصكوك لا يؤثر في الحد الائتماني للشركة في البنوك، حيث إن كثيراً من الشركات العملاقة تكون قد استوفت حدها الائتماني لدى كثير من البنوك المحلية، بل والإقليمية، مما يجعل مهمة الحصول على تمويل من الصعوبة بمكان، وعليه فإن حصول الشركة على تمويل عبر الصكوك يفتح لها أبواباً ائتمانية جديدة.

3/- أنواع الصكوك الإسلامية :

تعدد الصكوك الإسلامية باختلاف آليات إصدارها التي تتم وفق صيغ التمويل الإسلامية، لذلك فإنه يمكن تصنيف تلك الصكوك على النحو الآتي³²:

صكوك الإجارة : هي أوراق مالية ذات قيمة متساوية، تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان مؤجرة أو منافع أو خدمات ذات عائد، قابلة للتداول بعد قفل باب الاكتتاب وبدء عمليات الاستثمار على أساس عقد الإجارة حتى تاريخ تصفية

المشروع. وتنقسم صكوك الإجارة إلى ثلاثة أنواع رئيسية تتمثل في صكوك:

ملكية الموجودات (الأعيان)، وملكية المنافع وملكية الخدمات.

صكوك السلم : هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتحصيل رأس مال السلم، وتصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك.

صكوك الإستصناع : هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة، ويصبح المصنوع مملوكاً لحملة الصكوك.

صكوك المراجعة: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة بالمراجعة، وتصبح سلعة المراجعة مملوكة لحملة الصكوك.

صكوك المشاركة: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع، أو تطوير مشروع قائم، أو تمويل نشاط، ويصبح المشروع أو موجودات النشاط ملكاً لحملة الصكوك في حدود حصصهم، وتدار الصكوك بتعيين أحد الشركاء أو غيرهم لإدارتها.

صكوك المضاربة: هي وثائق متساوية القيمة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس المضاربة الشرعية.

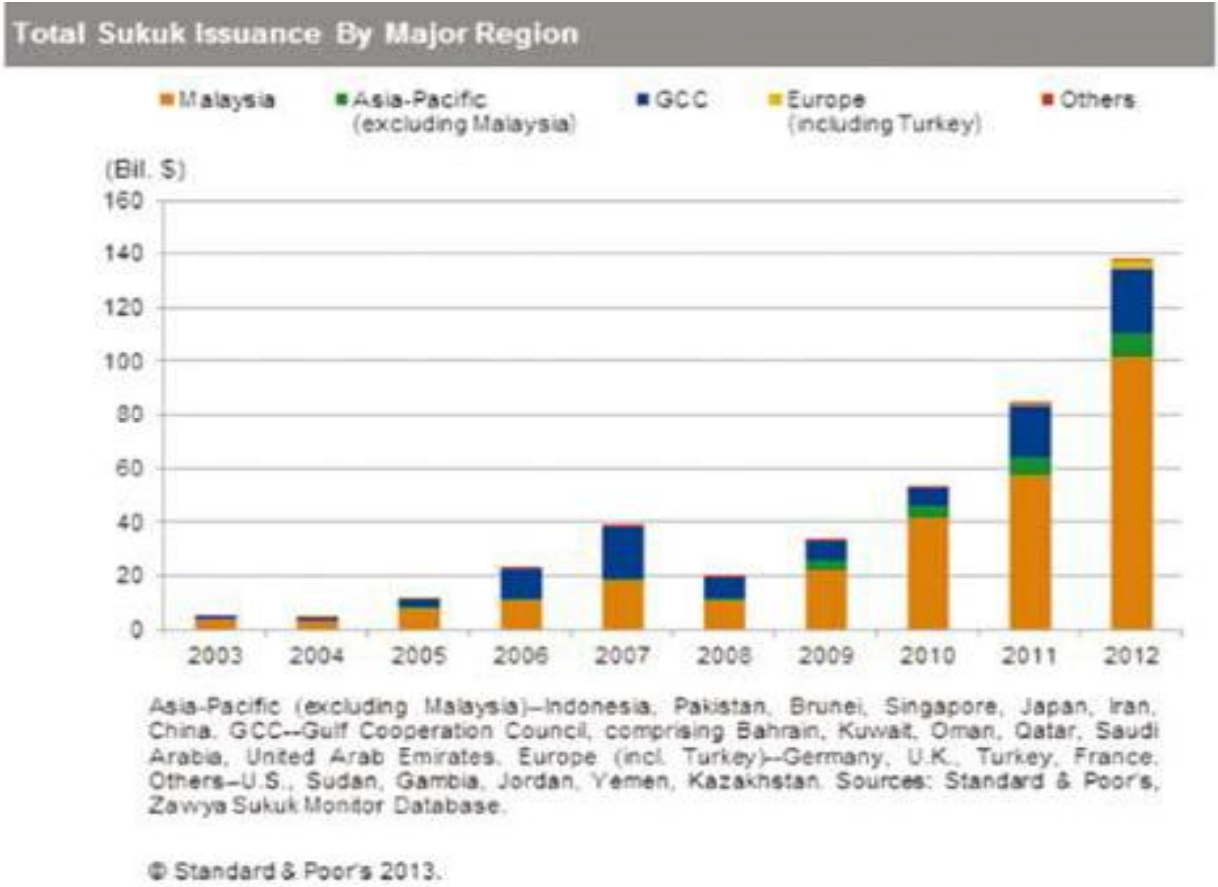
صكوك المزارعة: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تمويل مشروع على أساس المزارعة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في المحصول وفق ما حدده العقد.

صكوك المساقاة: هي 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.

صكوك المغارسة: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في غرس أشجار وفيما يتطلبه هذا الغرس من أعمال ونفقات على أساس عقد المغارسة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الأرض والغرس.

صكوك الوكالة: هي وثائق متساوية القيمة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الوكالة بالاستثمار بتعيين وكيل عن حملة الصكوك لإدارتها.

الشكل (1) : إجمالي إصدارات الصكوك حسب المنطقة (2003-2012)



المصدر: مجلة الدراسات المالية والمصرفية ، العدد الأول 2013.

4/- مخاطر الصكوك الإسلامية:

كغيرها من الأدوات المالية تواجه الصكوك الإسلامية مجموعة من المخاطر تؤثر على طبيعة نشاطها ، وتمثل

هذه المخاطر بشكل عام فيما يلي :

أ/. مخالفة أحكام الشريعة الإسلامية:

حيث أن الصكوك أداة مالية بنيت على أحكام الشريعة الإسلامية، فإن مخالفتها لأحكام الشريعة الإسلامية في

أي فترة من عمر الصك تؤدي إلى أضرار تختلف باختلاف المخالفة ودرجة خطورتها، فمن بطلان للصك بالكلية

إلى فساد بعض الشروط.

ب/ المخاطر القانونية :

تتمثل بوجود تعارض بين النظم والتشريعات السائدة وأحكام الشريعة الإسلامية، كما أنه يتم إهمال تطبيق أحكام الشريعة الإسلامية عند التحاكم، ومن هنا يتبين لنا أهمية الأخذ بعين الاعتبار اختلاف الصكوك عن سندات الدين التقليدية، وأن هذا الاختلاف ينتج عنه مخاطر يجب دراستها وقياسها بطريقة علمية دقيقة ومن ثم السعي لتغطية هذه المخاطر بالوسائل المناسبة التي تتوافق مع الشريعة الإسلامية.

ج/المخاطر التشغيلية(مخاطر العمليات):

حيث أن هياكل الصكوك الإسلامية التي يجوز تداولها يجب أن تكون قائمة على أصول، وأن العائد على هذه الصكوك ناتج عن هذه الأصول، فإن المخاطر التشغيلية لهذه الأصول يجب أن تدرس بعناية، فمثلاً نعلم أن العائد الإيجاري في صكوك الإجارة هو عائد الصك فلو تعطلت منافع العين المؤجرة المكونة لصك الإجارة فلا يجب على المستأجر دفع الأجرة وبالتالي لن يدر الصك أي عائد، ومن هنا يتبين لنا أن صكوك الإجارة القائمة على العقار أقل تعرضاً لمخاطر فقدان العائد بسبب تعطل المنفعة من الصكوك القائمة على المركبات أو المصانع أو الطائرات أو البواخر، كما أن المخاطر المحتملة الناتجة عن تملك هذه الأصول يتحملها حملة الصكوك مثل الأضرار البيئية الناتجة عن المصانع أو البواخر وغيرها من المخاطر التي تتعلق بكل أصل على حدة³³.

5/- إجراءات إصدار الصكوك الإسلامية :

وتتم هذه العملية عبر ثلاث مراحل وهي كالتالي³⁴ :

أولاً -مرحلة إصدار الصكوك " Issuance " : وتتم هذه المرحلة من خلال الخطوات الآتية :

الخطوة الأولى : الشركة المنشئة تعين الأصول التي يراد تصكيكها بخصر وتجميع ما لديه من الأصول المتنوعة في وعاء استثماري واحد يعرف بمحفظة التصكيك ونقلها إلى SPV وهي كيان مستقل تم تأسيسها من قبل الشركة المنشئة بقرار من هيئة سوق المال وفقاً للشروط والإجراءات الخاصة، وأهم ما يجب مراعاته هنا، معرفة نوع الصكوك من حيث ارتباطها بأصول حقيقية أم لا من جهة، ومنجهة أخرى انفصال هذه الأصول عن المنشئ.

•الصكوك المدعومة بالأصول :

تتحقق بفصل الأصول التي يملكها حملة الصكوك عن المنشئ للإصدار، ولذا فهم يتحملون أي نقص في قيم هذه الأصول ، وعامل المخاطرة التي يواجه حملة الصكوك هو الذي يحدد العوائد المتوقعة لهم .

•الصكوك المستندة للأصول :

لا يتم نقل الأصول إلى حملة الصكوك ولا يتضمن بالتالي بيعاً حقيقياً وترجع دائماً إلى المنشئ، وذلك بالرغم من التدفقات النقدية مرتبطة بالأصل، مما يعني ان حملة الصكوك يواجهون مخاطر المنشئ نفسه.

واعتماداً على نوع الصكوك، تبرز لنا أهمية التصنيف الائتماني الذي يتم من خلال شركة التصنيف الائتماني ووظيفتها تحديد قدرة المنشئ للصكوك على الوفاء بالتزاماته نحو حملة الصكوك، ومدى ارتباط فصل ال SPV عن المنشئ، ويتم فيه أيضاً مراجعة هيكل تعزيز الائتمان، والتي يراعى فيها تخفيض المخاطر التي تواجه المستثمرين وتعزيز التصنيف الائتماني لإصدار الصكوك، ويتركز على الحصول على ضمانات داخلية/خارجية.

الخطوة الثانية: تصكيك الأصول ثم بيعها. تقوم شركة SPV بإعادة تصنيف الأصول وتقسيمها إلى أجزاء أو وحدات تناسب وتلي حاجات ورغبات المستثمرين، ثم تحويلها إلى صكوك وبيعها إلى المستثمرين.

ثانياً : مرحلة إدارة محفظة الصكوك "Servicing":

بعد أن يتم بيع الصكوك للمستثمرين تقوم شركة SPV بإدارة هذه المحفظة نيابة عن المستثمرين طيلة مدة الإصدار بتجميع العائدات والدخول الدورية الناتجة من الأصول وتوزيعها للمستثمرين، كما تقوم بتوفير جميع الخدمات التي تحتاجها المحفظة.

ثالثاً: مرحلة إطفاء الصكوك "Repayment":

وتتم هذه المرحلة بدفع قيم الصكوك المتفق عليها في التواريخ التي تحددها نشرة الإصدار.

المحور الثاني : أهمية الأسواق المالية الناشئة

تسعى الدول النامية جاهدة إلى إنشاء وتطوير أسواقها المالية والتي يطلق عليها الأسواق المالية الناشئة، إنطلاقاً من وتيرة النمو الاقتصادي السريع التي عرفتتها هذه الأسواق من حيث قدرتها على حشد المدخرات لإستثمارها في الأسواق المالية من خلال أدوات مالية جديدة توافق أحكام الشريعة الإسلامية .

1/- مفهوم الأسواق المالية الناشئة :

هي أسواق قائمة في الدول النامية شهدت حالة من التطور والنمو في الحجم بعدما كانت في حالة ركود، ولها قدرات على مواصلة نموها وتطورها والتحسين في درجة كفاءتها وفعاليتها آداءها كونها قطب لجذب رؤوس الأموال المحلية والدولية من خلال العوائد المرتفعة التي تحققها.

ويمكن إطلاق تسمية "سوق مالي ناشئ" حسب تعريف مؤسسة ستندارز أند بورز standard and poors إلى توفر شرطين أساسيين وهما :

أ/- أن ينتمي هذا السوق إلى إقتصاد ذي دخل متوسط أو منخفض وفقا لتقديرات البنك الدولي.

ب/- أن يكون رأسمال السوق القابل للإستثمار منخفضاً ، مقارنة بالنتائج المحلي الخام.

2/- مراحل تطور الأسواق المالية الناشئة :

يمكن التمييز عادة بين أربعة مراحل أساسية لتطور السوق المالي الناشئ تختلف حسب البلد ومدى تطور السوق في حد ذاته، كما يلي :

المرحلة الأولى :

تتصف فيها الأسواق المالية الناشئة بقلة عدد الشركات المدرجة وانخفاض عدد الأسهم وتعرضها لتقلبات شديدة في الأسعار مع ارتفاع درجة التركيز، وانخفاض السيولة وضعف إطارها المؤسسي، وتبدأ الأسواق في كسب ثقة المستثمرين المحليين وتصبح أكثر قبولا، كبديل استثماري للودائع المصرفية التقليدية وكثيرا ما تكون بديلا للسندات الحكومية.

المرحلة الثانية :

في هذه المرحلة يرتفع مستوى السيولة مع تنوع الأسهم كما يتم البدء في تطوير اللوائح التنظيمية، الأمر الذي يوفر فرصة أكبر لتحقيق الربح، ومن ثم يبدأ المستثمرين الدوليين يدركون مميزات تنويع الاستثمار في هذه الأسواق الناشئة ، مع ذلك تبقى هذه الأسواق صغيرة بالنسبة لاقتصاد الدولة.

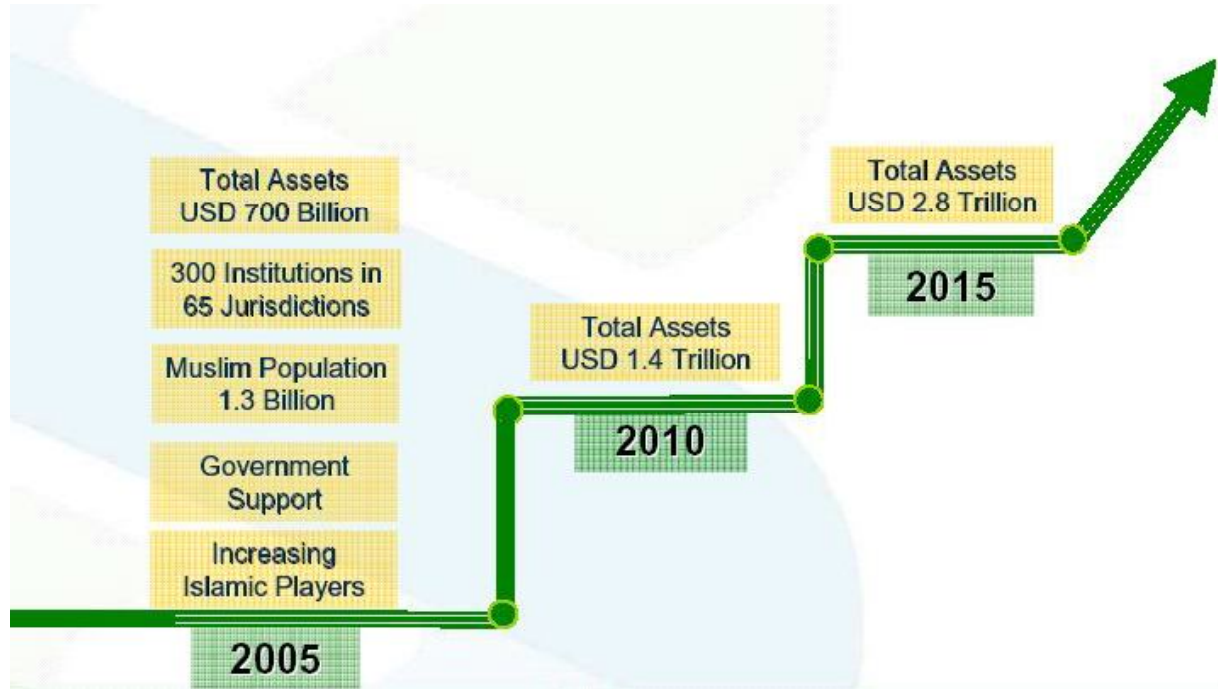
المرحلة الثالثة :

في هذه المرحلة تصبح عوائد السوق أقل تقلبا مع زيادة سريعة في التعامل وزيادة حجم الأسهم المصدرة وتزداد حركة التداول، فتبدأ شركات القطاع الخاص أو شركات القطاع العام التي تحولت إلى قطاع خاص بطرح أولى إصداراتها للجمهور الأمر الذي يخلق مزيدا من الوساطة المالية الناجحة وقد تدفع الحاجة لتقليل المخاطر إلى استحداث وسائل لحماية الاستثمار في الأوراق المالية.

المرحلة الرابعة :

في هذه المرحلة تصبح الأسواق أكثر نضجا والتي ترتفع فيها بدرجة كبيرة السيولة وأنشطة المتاجرة وكذلك يزداد اتساع السوق المالي، كما تنخفض علاوة المخاطر للأوراق المالية إلى المستويات الدولية التنافسية، وتعتبر أسواق الأوراق المالية في كثير من هذه الاقتصاديات مؤشرا للحالة الاقتصادية كما أنها تعكس درجة ثقة المستثمرين الأجانب في اقتصاد الدولة.

الشكل رقم 02: توقعات مستقبلية لحجم السوق المالي الإسلامي³⁵



3/- خصائص الأسواق المالية الناشئة :

تتسم غالبية الأسواق المالية الناشئة بمجموعة من المميزات لعل أهمها ما يلي :

أ/ **الحجم الصغير:** يعكسه كل من مؤشر رسملة السوق وعدد الشركات المسجلة في السوق، وعلى الرغم من تحقيق بعض الأسواق معدلات جيدة وارتفاع مؤشراتها إلى أكثر من تلك المحققة في الأسواق المتقدمة إلا أنها تبقى متميزة بنوع من التواضع .

ب/ **درجة تركيز عالية:** تبدو من خلال ملاحظة تقاطع مؤشرات الحجم والتركيز، أي بدلالة وزن أهم الشركات المسجلة في رسملة البورصة مما يسمح بعزل البورصات الناشئة عالية التركيز.

ج/ تذبذب كبير للأسواق الناشئة بالنسبة للأسواق المتقدمة: تقاس درجة التذبذب هنا بواسطة الانحراف و هو حاصل قسمة سعر السهم على عائدته.

د/ التطور السريع: حيث حققت العديد من الأسواق الناشئة معدلات نمو مرتفعة وقد سجل هذا التحسن في اندونيسيا ، تركيا، البرتغال، فيتزويلا، اليونان، الأرجنتين، ماليزيا، وهذا راجع في غالب الأحيان إلى الدخول المكثف للشركات المخصصة إلى هذه الأسواق .

و/ قلة الكفاءة في التنظيم و ضعف المنظومة القانونية:

إذ تحتاج الاسواق الناشئة الى اطرار مسيرة كفاءة من اجل السير الحسن للعمليات المالية بالإضافة الى جهاز معلوماتي شفاف فيما يتعلق بالشركات المسجلة كما لا بد من وجود قوانين لحماية المدخرين والمستثمرين خاصة فيما يتعلق بعمليات تحويل رؤوس الاموال واعادتها الى الوطن او تحويل الارباح.

4/- تصنيفات الأسواق المالية الناشئة:

تختلف الأسواق المالية وتباين حسب درجة تطورها وحجم نشاطها ودرجة كفاءتها ، بالإضافة إلى مجموعة من المقاييس يمكن من خلالها الحكم على طبيعة الأسواق الناشئة مثل :

- دور و حجم القطاع الخاص.

- قدرة المستثمرون الأجانب على الوصول للسوق.

- دور مصادر التمويل البديلة.

- الوضع المؤسسي و الإشراف و الإفصاح و الترتيبات القائمة.

- الإطار التشريعي و التنظيمي الذي يحكم الاستثمار المحلي و الأجنبي.

و لأغراض التوضيح تقسم الأسواق الناشئة تبعاً لخصائصها إلى أربع مجموعات بينها قدر من التداخل ، و نشير أن هذه الأسواق ستزداد نضجاً بمرور الوقت و تنتقل إلى المجموعات الأكثر تطوراً و تنطبق إليها فيما يلي:

1.4 - الأسواق الناشئة والتي في حالة ركود :

تتألف هذه المجموعة من الدول التي مازالت أسواقها في المراحل الأولى من التطور والتي تتصف بقلّة عدد الشركات المدرجة و انخفاض عدد الأسهم وتعرضها لتقلبات شديدة في الأسعار مع ارتفاع درجة التركيز ، وانخفاض السيولة و ضعف اطارها المؤسسي ، وتبدأ الأسواق في كسب ثقة المستثمرين المحليين وتصبح أكثر قبولاً كبديل استثماري للودائع المصرفية التقليدية. وتشمل هذه المجموعة عدداً من الأسواق في أفريقيا (كوت ديفوار، زيمبابوي) وفي أوروبا الوسطى والشرقية وفي أوكرانيا ، وبعض الدول الاشتراكية في آسيا ، وتتميز أغلبية هذه

الدول بوجود صعوبات تعترض حل مشاكلها، وبمردود ضعيف للاقتصاد ، وتدفق ضعيف لرؤوس الأموال الدولية .

2.4 الأسواق الناشئة بالمعنى الحرفي :

تتميز هذه الأسواق بارتفاع مستوى السيولة مع تنوع الأسهم ، كما يتم البدء في تطوير اللوائح التنظيمية الأمر الذي يوفر فرصة أكبر لتحقيق الربح ، ونظرا لأن أسواق الأسهم الآن اكتسبت قدرا من المصدقية فإن الضغط الخارجي من أجل زيادة فرصة الوصول إلى تلك السوق والضغط في الداخل من أجل الحصول على التمويل بسعر منخفض، أدى إلى تخفيض حدة الضوابط المفروضة على سوق المال فيها، وقد دخلت أسواق الأسهم في الصين وكولومبيا والهند وباكستان وبيرو والفلبين كلها في هذه المرحلة .

3.4 –الأسواق الناشئة الأكثر تقدما:

تتميز اقتصاديات البلدان التي تتواجد فيها أسواق هذه المجموعة بمعدل تضخم منخفض ، استقرار نسبي في سعر الصرف، نظام مالي وبنكي متطور، الاندماج في الأسواق الدولية للأسهم والسندات كما تكون العائدات السوقية أقل تقلبا وتحدث زيادة سريعة في نشاط التداول وفي حجم الأسهم المصدرة ويزداد معه حجم التعامل بصورة ملموسة، وتنخفض معه علاوة المخاطر للأوراق المالية ، وتعتبر أسواقها المالية مؤشرا للحالة الاقتصادية، كما أنها تعكس درجة ثقة المستثمرين الأجانب في اقتصاد الدولة ، كما هو حال هونغ كونغ ، كوريا ، المكسيك وسنغافورة.

5/- مخاطر الاستثمار في الأسواق المالية الناشئة :

إن عملية الاستثمار في الاسواق المالية تواجه عدة مخاطر و خاصة منها الاستثمار في الأسواق المالية الناشئة ومن جملة المخاطر التي تواجه عملية الاستثمار نذكر مايلي :

أ/- مخاطر إعادة رأس المال إلى بلده الأصلي:

وذلك من خلال وضع قيود على دخول وخروج رأس المال الأجنبي مما يجعل تعذر تحويل الأموال إلى البلد الأم ويكون أحيانا خاضعا للموافقة الحكومي.

ب/- مخاطر السيولة :

تكون أقل مقارنة مع الأسواق المتقدمة وهذا يعني أن المستثمرون قد لا يتمكنون البيع أو الشراء بسعر عادل، و لذلك قد يضطر المستثمر إلى دفع علاوة كبيرة حتى يتمكن من شراء الأسهم.

ج/- مخاطر العملات :

تقلبات شديدة في سعر الصرف أو في أسعار الفائدة أو في كليهما معا ، وعلاوة على ذلك اذا عجز البنك المركزي عن اتخاذ الخطوات الضرورية لتلاشي تلك الآثار نظرا لانخفاض مستوى الاحتياطات الأجنبية فقد يترتب على ذلك اختلال ميزان المدفوعات كما قد يترتب على الصدمة السلبية التي تتمثل في انخفاض اسعار السلع التصديرية الرئيسية او زيادة اسعار أهم السلع المستوردة أو انخفاض تدفقات رأس المال في الدخل .

د/- مخاطر المعلومات والتكاليف الإدارية :

تعد التكاليف الخاصة بالاستثمار مرتفعة نسبيا في الأسواق الناشئة انعكاسا للتكاليف العالية للحصول على المعلومات، وتداول الأوراق المالية في الدول النامية إلى جانب ارتفاع عمولات السماسرة ورسوم الحفظ في الأسواق الناشئة عنها في الدول المتقدمة الى جانب الضريبة التي تفرضها بعض البلدان كنسبة من اجمالي قيمة التعليمات بالإضافة الى ذلك فان عدم تطبيق المعايير المحاسبية و اشتراطات الافصاح و القواعد التنظيمية يمكن ان يحدث ما يسميه بعض المستثمرين المخاطرة الادارية.

المحور الثالث : الصكوك ودورها في دعم وتطوير الأسواق المالية الإسلامية

تعتبر الصكوك الإسلامية من أهم أدوات المنتجات المالية الإسلامية بإعتبارها حجر الزاوية في منظومة الأسواق المالية الناشئة ، نظرا للطلب المتنامي عليها من جميع المتعاملين في السوق المالي ، وهو ما سوف نتطرق إليه في هذا المحور بدءا بالصكوك كأداة مالية في الأسواق المالية ثم نتطرق إلى مزايا عملية التصكيك ، وأخيراً وليس آخراً نبرز آليات تطوير الأسواق المالية الإسلامية.

1/- الصكوك كأداة مالية في الأسواق المالية الإسلامية:

نظرا لأهمية الصكوك في تنشيط وتعزيز كفاءة الأسواق المالية الناشئة بحكم الطلب المتنامي عليها من جميع المتعاملين في السوق المالي ، تتشابه دوافع الطلب على (التصكيك) أو الصكوك الإسلامية بأنواعها مع التوريق "Securitization" لكل من المستثمرين وطالبي التمويل والأسواق المالية في الجوانب الآتية³⁶ :

1.1 / فئة المستثمرين:

حيث تتنوع تفضيلات المستثمرين في الأسواق المالية حسب درجة العوائد المطلوبة ودرجة المخاطر المقبولة، و مقارنة بالأسهم ذات المخاطر المرتفعة والعوائد المتغيرة والسندات التقليدية غير المقبولة شرعاً، فإن الخصائص النوعية المرغوبة في الصكوك توفر:

- معالجة مسألة السيولة في المؤسسات المالية الإسلامية، حيث أن الودائع قصيرة الأجل ومعظم عمليات التمويل تتم لفترة متوسطة إلى طويلة الأجل والذي يعرف بالمواءمة " Matching "
- طلب المستثمرين لأصول سائلة قصيرة الأجل ذات عائد ثابت ومرتبطة بالسوق.
- مخاطر متدنية .
- سيولة معقولة.
- وقبل ذلك كله متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.

2.1 / فئة طالبو التمويل:

- 1/- يعتبر التصكيك بديلاً لوسائل الحصول على التمويل الأخرى مثل الاقتراض من مؤسسات أخرى أو زيادة رأس المال بإصدار أسهم جديدة، وما ينطوي عليه كلاهما من قيود ومشكلات.
- 2/- خفض تكلفة التمويل والمخاطر؛ لأن التصكيك يتيح القدرة على تعبئة مصادر التمويل بالحصول على مستثمرين جدد ومن ثم توفير تمويل طويل أو متوسط الأجل وبالتالي، يتسم بانخفاض درجة المخاطر نظراً لكون الصكوك مضمونة بضمانات عينية وهي الأصول.
- 3/- الاستفادة من وجود مصدر تمويل بالتجزئة منفصل عن سوق التعامل ما بين البنوك، لتمويل أصول طويلة الأجل (غير التصكيك) لأن ممالي التجزئة قد يتصرفون بطريقة مختلفة عن البنوك في الأوقات المختلفة (تنويع مصادر التمويل).
- 4/- تحسين القدرة الائتمانية والهيكل التمويلي للشركة منشئة الصكوك من حيث أن التوريد يتطلب التصنيف الائتماني للمحفظة بصورة مستقلة عن الشركة ذاتها، ومن ثم يكون تصنيفها الائتماني مرتفعاً.
- 5/- إعادة تدوير الأموال المستثمرة دون الحاجة للانتظار حتى يتم تحصيل الحقوق المالية على آجالها المختلفة؛ لأن التصكيك يساعد على تحويل الأصول غير السائلة إلى أصول تتصف بالسيولة.

6/- التحرر من قيود الميزانية العمومية، فمن المعروف محاسبياً أن الأصول محل التوريد والتي تكون في الغالب ديوناً تظهر كأحد بنود الميزانية العمومية وعند حساب كفاية رأس المال وقياس مخاطر الائتمان، فإن هذه الديون ترجح (تعدل) قيمتها بمقدار الخطر المتوقع بعدم تحصيل بعضها، وعند توريد هذه الديون سوف يختفي من الميزانية لتحويله إلى الشركة المتخصصة في التوريد، ويحل محلها الثمن الذي تدفعه الشركة فترتفع قيمة الأصول، وبالتالي يزيد رقم معدل كفاية رأس المال.

7/- تلبية أهداف الأعمال الأخرى بما في ذلك الربحية، وفي المقابل فإن عملية التصكيك (التوريد) لا تخلو من بعض المعوقات التي تواجه طالبي التمويل باعتبار أن التوريد:

- ✓ عملية معقدة ومركبة تتطلب وقتاً وجهداً نوعياً بخبرات خاصة في الهيكلة والإجراءات القانونية والتمويلية.
- ✓ يحتاج إلى محفظة كبيرة من الأصول حتى تتحقق جدوى التكلفة المرتفع للاصدار.

2/- مزايا التصكيك وفوائده على الأسواق المالية الإسلامية :

كما يحقق التصكيك فوائد للأسواق المالية من حيث ³⁷:

- ✓ الحاجة إلى إنشاء سوق ثانوية للصكوك القصيرة الأجل بواسطة صانعي أسواق مقبولين.
 - ✓ الدمج بين أسواق الائتمان وأسواق رأس المال مما يؤدي إلى تنشيط السوق المالية الأولية من حيث الاصدار والثانوية من خلال تداول الأوراق المالية التي تصدر عن الأصول محل التوريد.
 - ✓ جعل السوق أكثر عمقاً واتساعاً من حيث عدد الأدوات المالية الإسلامية المقبولة، جذب شرائح متنوعة من المستثمرين.
 - ✓ تحقيق الشفافية، وتحسين بنية المعلومات الخاصة بالشركات المنضمة الى سوق الصكوك.
 - ✓ توفير العملة الأجنبية في حال اصدار صكوك بالعملة الصعبة.
- ويلاحظ رغم المميزات المذكورة للتصكيك أو التوريد المتطابقة إلى حد كبير، فإنه قد تؤدي إلى انخفاض جملة رأس المال الموظف في النظام المصرفي، وبالتالي عرضة إلى الهشاشة المالية للنظام المالي على المستويين الوطني والعالمي.

3/- آليات تطوير الأسواق المالية الإسلامية :

برزت الصكوك كواحدة من أهم الأدوات المالية الإسلامية والتي استطاعت أن تجد لها موطئ قدم في أسواق المال العالمية، عن طريق آلية التصكيك التي تساهم في تعزيز الأسواق المالية بأدوات مالية متعددة ومتنوعة بالإضافة إلى إيجاد وتطوير مؤسسات وساطة مالية تعد ضرورية لقيام مثل هذه الصناعة التمويلية .

إن إيجاد سوق مالي إسلامي فعال هو من العوامل المساعدة على تعزيز النمو في صناعة الاستثمار الإسلامي. فالسوق المالي الإسلامي الديناميكي سيساعد على جذب الأموال المتاحة للاستثمار وإيجاد الأنشطة الاستثمارية اللازمة، ويساعد على خلق الأسواق الأولية والثانية للأدوات المالية الإسلامية، ومع ذلك فإن من المهم التحقق من إمتلاك صناعة الاستثمار الإسلامية للمقومات القوة والرسوخ اللازمة لتطوير هذا القطاع ونموه مستقبلاً ، لابد من توفر مجموعة من العوامل والشروط نوجزها كالتالي³⁸:

أولاً: ضرورة إرساء وتعزيز نظام مالي إسلامي قادر على تسهيل حركة التدفقات الرأسمالية والتجارية، بكفاءة وفعالية وهذا يتطلب تطوير البنية التحتية المطلوبة ويشتمل ذلك على توفر مجموعة من الشروط وهي :

- ✓ مؤسسات مالية إسلامية تغطي كافة القطاعات من الصيرفة والتكافل إلى أسواق رأس المال، وصناديق الاستثمار وإدارة الثروات.
- ✓ وضع إطار عمل قانوني وشرعي فعال.
- ✓ إيجاد نظام مالي يوفر طيفاً من المنتجات والخدمات المالية الإسلامية.

ثانياً: وضع التشريعات والضوابط القانونية للمنتجات الاستثمارية الإسلامية التي يمكن لأطراف المشاركة في هذا القطاع الاستفادة منها في توسيع أنشطتها. ويجب أن توفر هذه التشريعات والضوابط الإطار القانوني اللازم للمنتجات الاستثمارية لصغار المستثمرين وإلى المستثمرين المؤهلين الراغبين في توظيف أموالهم وفقاً لقواعد وأحكام الشريعة الإسلامية، كما يجب أن يوفر هذا الإطار الرقابي متطلبات مجموعة كبيرة من المنتجات الاستثمار الموافقة للشريعة بما فيها أدوار حقوق الملكية والصكوك ومختلف أشكال الصناديق الاستثمار بذات المخاطر المعتدلة، بالإضافة إلى صناديق الاستثمار عالية المخاطر، وصناديق الاستثمار العقاري الإسلامية وغير ذلك من الاستثمارات البديلة.

ثالثاً: تعزيز البحث نحو إبتكار أدوات مالية إسلامية جديدة ، وتشجيع المزيد من الإنفاق على هذا النوع من البحوث وتطويرها ، من أجل تعزيز إسهامات الإستثمار الإسلامي في السوق المالية الدولية.

رابعاً: حاجة السوق المالي الإسلامي إلى مؤسسات مالية جديدة تقيم تحالفات إستراتيجية مع مؤسسات مالية أخرى في العالم ، وخاصة في مجال هيكلة وعروض المنتجات، بإعتبار أن بناء هذه التحالفات سيساعد في تحقيق وفورات الحجم وتحسين مستوى الخدمات التي تقدمها صناعة الاستثمار الإسلامية.

خامساً: إيجاد وتفعيل مؤسسات التصنيف الائتماني ، إذ يجب على وكالات التصنيف أن تراعي الخصائص الفريدة للمنتجات الإسلامية والمخاطر المرتبطة بها ، ومن المهم إعتداد آلية أكثر شمولية لعملية التصنيف بحيث تشمل الجوانب الائتمانية والمخاطر الائتمانية دون إغفال لعنصر الشفافية والوضوح في المعاملات المالية وفي نوعية الإدارة

سادساً: ضرورة توفير العدد الكافي من المختصين الذين يجمعون بين المعرفة العلمية والفقهية والخبرة في أسواق رأس المال ، بما ينعكس على تطوير صناعة الاستثمارات الإسلامية، هذا بدوره سيعزز من عملية تطوير المنتجات ويرتقي بالخدمات المقدمة للمستثمرين في أسواق المال الإسلامية.

سابعاً: من المهم إعتداد أسس سليمة للإدارة الرشيدة في صناعة الاستثمار الإسلامي بغية تحسين درجة ثقة المستثمرين ولضمان توفر التعامل العادل والكفء والشفاف في الأسواق ، ويتضمن ذلك إعتداد متطلبات الإفصاح المناسبة والإفصاح الكافي عن كافة أحكام وشروط المنتجات الإسلامية، إلى جانب توفير الشفافية في الإفصاح عن المعلومات والمؤشرات المالية.

النتائج والتوصيات :

من خلال هذه الدراسة تبين لنا أن الصكوك الإسلامية أصبحت أداة استثمارية تمويلية عالمية أثبتت فعالية كبرى في توزيع المدخرات وتنميتها حيث أصبحت دول العالم تعتمد كالأداة استثمارية لتنمية اقتصاداتها، قد أثبتت نجاحها في الأزمة المالية العالمية ، إذ تشير الدراسات والتوقعات أن يصل حجم إصدار سوق الصكوك الإسلامية على مستوى العالم إلى 3 ترليون دولار أمريكي خلال سنة 2015 ، مما يسمح للأسواق المالية الناشئة

أن تستفيد من هذه السيولة لتطوير قدراتها وكفاءتها ، وبذلك تساهم الصكوك بشكل غير مباشر في تعزيز وتطوير هذه الأسواق ، ومن خلال ما ذكرناه توصلت الدراسة إلى جملة من النتائج وهي :

- هناك العديد من الصعوبات تواجه عمليات تداول وإصدار الصكوك الإسلامية ؛
- السوق المالية الإسلامية عبارة عن الإطار القانوني المنظم للسوق التي يتم فيها تحويل أو انتقال الأموال من الجهات و أو الأشخاص الذين لديهم فوائض مالية إلى الجهات أو الأشخاص الذين لديهم نقص أو حاجة إلى الأموال. يتولى إدارته والإشراف عليه هيئة لها نظامها الخاص، تحكمه لوائح وقوانين وأعراف وتقاليده، يتعامل فيها الراغبون في الاستثمار بوسائل وأدوات إسلامية مشروعة، و بما يساعد على تنمية الادخار وتشجيع الاستثمار من أجل مصلحة الاقتصاد والنظام المالي الإسلامي؛
- إن إنشاء وتطوير السوق المالية الإسلامية متوقف على تحقق مجموعة من الشروط الأساسية في جميع أطراف هذه السوق (إدارة السوق، الهيئات الإشرافية، الوسطاء، الجهات المصدرة، الأدوات المالية، وغيرها). بما يحقق المصادقية الشرعية، والربحية الاقتصادية، والكفاءة المهنية والفنية؛
- إن تطوير سوق مالية إسلامية وتوسيع نطاقها يتطلب تطوير وابتكار صكوك إسلامية وتشجيع تسويقها.
- وخلصت الدراسة إلى مجموعة من التوصيات هي كالتالي :
- وضع التشريعات والنظم القانونية لعملية إصدار الصكوك وتداولها على أن تكون موحدة دولياً ، وتراعي الضوابط وخصوصيات الشريعة الإسلامية؛
- ضرورة تطوير أدوات المالية الإسلامية حتى تواكب العصر و تلي حاجات المستثمرين ولا تخالف الضوابط الشرعية؛
- تكوين رقابة شرعية وفنية واقتصادية و له قوة فاعلة و سلطة مؤثرة لتحديد الضوابط و المعايير التي من شأنها أن تحدد من الغرر والجهالة و سواها من المحاذير الشرعية والاقتصادية وتطبيق هذه المعايير بدقة؛
- الاهتمام أكثر بالسوق الأولية و بالمتعاملين فيها ، و بمحددات العقود و محتويات نشرات الاصدار؛
- تحديد الضوابط للتعامل في سوق الأوراق المالية (سوق التداول الإسلامية)؛
- الحاجة إلى الدراسات العملية حول تحديات الأسواق المالية الناشئة ؛
- إصدار تشريعات وميكانزمات تسمح للمؤسسات المالية الإسلامية بإصدار صكوك إسلامية؛

- تكوين شركات تنظم عمل سوق الأوراق المالية الإسلامية؛
- مازالت سوق الصكوك في حاجة إلى جهود مخرصة من علماء المسلمين، من أجل استحداث أدوات تمويلية إسلامية حديثة لخدمة المجتمعين الإسلامي والغربي؛
- وضع وتطبيق متطلبات إفصاح وممارسات مناسبة للترويج للصكوك الإسلامية والمحافظة على توافق المنتجات مع مبادئ الشريعة الإسلامية، وعلى أهمية وجود قواعد تنظيمية واضحة للصكوك ضمن قوانين أسواق رأس المال لتنشيط هذه الأسواق.

التهميش والمراجع :

²⁸. أندي جوست ، بول ميلز ، التمويل الإسلامي يشهد توسعاً سريعاً ، نشرة صندوق النقد الدول ، 2007/09/19.

Special purpose Vehicle) - SPV. ²⁹ هي شركة تتولى عملية الإصدار حيث تتخذ جميع الإجراءات اللازمة لعملية التصكيك مقابل عمولة.

³⁰. هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية " المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية " ، البحرين 2007 ، ص 288.

³¹. الموقع الإلكتروني ، الأسواق المالية ، تاريخ الإطلاع 2014/01/26 . www:ICN.COM

⁵. المعايير الشرعية : هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية ، المعيار الشرعي رقم 17 ، صكوك الإستثمار ، المنامة ، البحرين ، 1431 هـ / 2010 م ، ص.ص 38-240.

³³. محسن أبو عوض ، الصكوك الإسلامية ومخاطرها ، مقال منشور بمجلة الدراسات المالية والمصرفية ، عدد متخصص ، رقم العدد 01 ، جانفي 2013 ، ص 33.

7. محمد عمر جاسر ، تجارب إصدار الصكوك في الدول المختلفة ، مقال منشور بمجلة الدراسات المالية والمصرفية ، عدد متخصص ، رقم العدد 01 ، جانفي 2013 ، ص 44.

8. Afaq Khan, Development of Islamic Capital Markets page 02 Indonesia Investment Conference:

Accessingthe Capital Markets : March 20-21 Westin Resort BaliIndonesia

³⁶. محمد عمر جاسر ، تجارب إصدار الصكوك في الدول المختلفة ، نفس المرجع ، ص 42.

³⁷. محمد عمر جاسر ، تجارب إصدار الصكوك في الدول المختلفة ، نفس المرجع ، ص43.

³⁸. <http://www.cbb.gov.bh> الموقع الإلكتروني لمصرف البحرين المركزي ، مقال لعبد الرحمان الباكر ، المدير التنفيذي لرقابة المؤسسات المالية ، مملكة البحرين ، 2011/09/26.