

آليات إصدار و تداول الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية

Mechanisms for issuing and trading Islamic instruments in the stock market

ساجي فاطيمة¹¹ مخبر تطوير المؤسسة الاقتصادية الجزائرية، جامعة ابن خلدون تيارت، الجزائر، sadji.fatima@gmail.com

تاريخ النشر: 2022/09/15

تاريخ القبول: 2022/09/06

تاريخ الاستلام: 2022/04/25

ملخص:

شهدت المالية الإسلامية في السنوات الأخيرة تطوراً مذهلاً في العالم خاصة بعد الأزمة المالية العالمية 2008 ، فتزايد الطلب العالمي على الصكوك الإسلامية كأحد الأدوات المالية الإسلامية التي تسهم بصورة فعالة في تمويل المشاريع الكبرى خاصة مشروعات البنى التحتية، لذا سنتناول في بحثنا موضوع الصكوك الإسلامية و آليات إدراجها في سوق الأوراق المالية و التحديات التي تواجهها في الجزائر.

الكلمات المفتاحية: الصكوك، المخاطر ، التداول، الإصدار.

تصنيفات JEL : 44 E، E5، K22

Abstract: Islamic finance has witnessed a great development in the world, especially after the global financial crisis of 2008. The global demand for Islamic instruments has increased as one of the Islamic financial tools that effectively contribute to the financing of major projects, especially infrastructure projects. Thus, in this investigation we will deal with Islamic instruments and how to include it in the stock market and the challenges, it faces in Algeria.

Key words: Instruments- Risks – Trading- insurance

Jel Classification Codes: E44, E5, K22

1. مقدمة:

من أجل تلبية رغبات العديد من المستثمرين والمدخرين المسلمين وغير المسلمين في توظيف وحشد الموارد المالية، دون اللجوء لآلية سعر الفائدة، تم تطوير أدوات مالية جديدة تعرف بمنتجات التمويل الإسلامي، من بينها الصكوك الإسلامية التي تعد من الأدوات المالية الهامة القائمة وفق أحكام الشريعة الإسلامية، والتي يتزايد الطلب العالمي عليها كأحد أدوات التمويل التي تساهم بصورة فعالة في تمويل المشاريع الكبرى.

ونظراً للاهتمام المتزايد للصكوك ودورها الاقتصادي في تمويل المشاريع التنموية، تسعى المؤسسات والشركات المالية إلى فهم كيفية عملها، وأساليب إصدارها، ومخاطرها والجانب القانوني. بما يضمن إنعاش الاقتصاد ككل وخاصة في الاقتصاد الجزائري في ظل الأزمة النفطية الراهنة.

لذا نهدف من خلال هذه الدراسة إلى استعراض المبادئ الأساسية للصكوك الإسلامية، وإعطاء خلفية نظرية لآلية إدراج هذه الأداة المالية، وفهم آليات تداول الصكوك والقضايا المتعلقة بإصدارها في بورصات الأوراق المالية.

لذا موضوع بحثنا يدور حول محاولة الإجابة على الإشكالية التالية:
ماهي آليات إصدار و تداول الصكوك في سوق الأوراق المالية و ما هي التحديات التي تواجهها في الجزائر؟
و للإجابة على هذه الاشكالية قمنا بتقسيم بحثنا إلى المحاور التالية:
المحور الثاني : إصدار و تداول الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية
المحور الثالث : معوقات الصكوك الإسلامية في بورصة الجزائر

2. المحور الأول: الإطار النظري للصكوك الإسلامية

تتميز الصكوك الإسلامية بمزايا كثيرة و أنواع متعددة و خصائص تنفرد بها و تميزها عن الأدوات المالية الأخرى ، و سنحاول توضيح ذلك في هذا الجزء.

2.1. ماهية الصكوك الإسلامية

عرفت الصكوك الإسلامية على أنها إصدار وثائق أو شهادات مالية متساوية القيمة ، تمثل حصصا شائعة في ملكية موجودات : أعيان أو منافع أو حقوق ، أو خليط من الأعيان و المنافع و الديون قائمة فعلا ، أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب و تصدر وفق عقد شرعي و تأخذ أحكامه (الاسلامي، 2009)؛
و عرفت على أنها : وثائق متساوية القيمة ، تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص ، و ذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك و قفل باب الإكتتاب و بدء استخدامها فيما أصدرت من أجله (الاسلامية، 2007).

و تعرف على أنها تحويل الموجودات العينية أو المنافع إلى صكوك قابلة للتداول وذلك من خلال بعض الضوابط الشرعية التي تقوم على أساس ملكية المستثمر لأصولا تدر دخلا يمثل عائد الصك، وهناك آليات شرعية لتوفير التحوط (الحماية والأمان) للعميل دون الضمان الممنوع شرعا في المشاركات (قنطقجي، 2015).

2.2 خصائص الصكوك الإسلامية

تتميز الصكوك الإسلامية بخصائص عديدة يمكن توضيحها فيما يلي (كتاف، 2014):

الصكوك تمثل ملكية حصص شائعة في الموجودات: تتضمن الحصة التي يمتلكها الصك ملكية شائعة في المشروع أو الاستثمار الذي يمول من حصيلة إصدارها ، فهي تمثل ملكية حاملها حصصا شائعة في موجودات ذات عوائد سواء كانت أعيان أو منافع أو خدمات أو خليطا منها أو من الحقوق المعنوية، و هي لا تمثل دينا في ذمة مصدرها ، و هذا ما يميزها عن السندات الربوية؛
الصكوك تصدر بفئات متساوية القيمة: تصدر الصكوك بفئات متساوية القيمة ، لأنها تمثل حصصا متساوية في ملكية المشروع بهدف تسهيل شراءها و تداولها بين الجمهور من خلال الأسواق المالية؛

الصكوك تقوم على مبدأ المشاركة في الربح و الخسارة: يحصل مالك الصك على عائد يكون حصة من الربح يتم تحديدها في نشرة الإصدار ، و لا يصح تحديد العائد تحديدا كميا مسبقا أو منسوباً إلى القيمة الاسمية للصك ، و في المقابل يتحمل نصيبه من الخسارة بنسبة ما يملكه من صكوك ، و ينبغي عليه تحمل الخسارة في مقابل استحقاق الربح وفقا لمبدأ الغنم بالغرم؛

قابلية الصكوك الإسلامية للتداول: تعتبر الصكوك الإسلامية قابلة للتداول بأي وسيلة من وسائل التداول الجائزة شرعا و نظاما ، سواء كان التداول بيعا أم هبة أم رهنا، غير أن قابلية الصكوك للتداول لا تكون إلا بناءً على الشروط و الضوابط الشرعية لتداول الأصول و المنافع و الخدمات التي تمثلها، فهناك أنواع من الصكوك يمكن تداولها ، كصكوك المضاربة و صكوك المشاركة ، و أنواع أخرى غير قابلة

للتداول شرعاً لأنها تمثل دين في ذمة الغير ، و لأنه لا يجوز شراء الديون فلا يجوز تداولها إلا إذا تم تحويلها إلى بضاعة كصكوك البيوع ، المراجعة.

عدم قابلية الصكوك للتجزئة: أي أن الصك الواحد لا يجوز في مواجهة الشركة ، و في حالة ما إذا آلت ملكية الصك لأشخاص آخرين بسبب الإرث أو نحوه ، فلا بد أن يتفقوا فيما بينهم لتعيين شخص واحد يمثلهم أمام الشركة؛

تقيد الصكوك بالضوابط الشرعية : لا شك في أن الصكوك تنضبط بضوابط شرعية سواء في إصدارها و تداولها ، أو من حيث الأنشطة و الاستثمارات التي تعمل فيها، أو من حيث طبيعة العلاقة بين أطرافها ، فلا تتضمن فوائد ربوية مقابل التمويل أو غير ذلك من المحظورات الشرعية، كما أنها تصدر على أساس عقد من العقود المشروعة التي تختلف أحكامه تبعاً لاختلاف أحكام العقود الشرعية التي تمثلها.

2.3 أهمية الصكوك: يمكننا توضيح أهمية الصكوك الإسلامية فيما يلي (القوي، 2009):

- ✓ تساهم في إنعاش الاقتصاد وذلك بالاستفادة من رؤوس الأموال التي تعزف عن المشاركة في المشاريع التي تمول ربوياً.
- ✓ أتاحت للحكومات والشركات الحصول على تمويلات مشروعة تساعد في التوسع في نشاطاتها ومشاريعها وتمويل العجز في الموازنة.
- ✓ بديل شرعي لشهادات الاستثمار والسندات.
- ✓ المساعدة في إدارة السيولة على مستوى الاقتصاد الكلي.
- ✓ المساعدة في تطوير أسواق المال الإسلامية المحلية والعالمية من خلال إيجاد أوراق مالية إسلامية.
- ✓ توفير تمويل مستقر وحقيقي للدولة ومن موارد موجودة أصلاً في الدورة الاقتصادية مما يقلل من الآثار التضخمية.
- ✓ حلول مبتكرة لإشكالات تمويلية.

2.4 أنواع الصكوك الإسلامية: يمكننا تقسيم الصكوك الإسلامية إلى الأنواع التالية و ذلك حسب قابليتها للتداول:

الصكوك القابلة للتداول: و نجد فيها:

➤ **صكوك المضاربة:** تقوم فكرة هذه الصكوك أساساً على عقد المضاربة، أو كما تسمى بالقراض أو المعاملة، و لقد عرفت هيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية صكوك المضاربة في معيارها (17) على أنها 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 حصتهم، وتدار الصكوك على أساس المضاربة الشرعية بتعيين مضارب من الشركاء أو غيرهم لإدارتها (الإسلامية، صكوك الاستثمار ، 2010).

➤ **صكوك الإجارة :** و نجد فيها:

صكوك الإجارة الموصوفة في الذمة

هي عبارة عن صكوك متساوية القيمة، تمثل أجزاء متماثلة مشاعة في ملكية أعيان معمرة مرتبطة بعقود إجارة وتمثل عدداً متماثلاً من وحدات خدمة موصوفة تقدم من ملتزميها لحامل الصك في وقت مستقبلي (قنطقجي، صناعة التمويل في المصارف و المؤسسات المالية الإسلامية).

وتعرف صكوك على أنها ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة بأنها "وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لغرض تأجير أعيان موصوفة في الذمة، واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين الموصوفة في الذمة مملوكة لحملة الصكوك". ويجوز إصدار صكوك الأعيان الموصوفة في الذمة على أساس عقد الإجارة الموصوفة في الذمة، ويعتبر المصدر لتلك الصكوك بائعا لمنفعة العين الموصوفة في الذمة، والمكتتبون فيها مشترين لها، وحصيلة الاكتتاب هي ثمن تلك المنفعة، ويملك حملة الصكوك تلك المنافع على الشيوع بغنمها وغرمها.

صكوك الإجارة المنتهية بالتملك

تعرف الإجارة المنتهية بالتملك بأنها التعاقد بين مالك ومستأجر على أن ينتفع المستأجر بمحل العقد بأجرة محددة وأقساط موزعة على مدة معلومة، على أن ينتهي هذا العقد بتمليك المستأجر للمحل . وفيما يخص مشروعية الإجارة المنتهية بالتملك، فقد قرر مجمع الفقه الإسلامي في دورته الثانية عشرة التي انعقدت في الرياض في الموافق لشهر سبتمبر من عام 2000 م جواز الإجارة المنتهية بالتملك، وحدد لذلك شروطا مجملها ما يلي:

✓ أن يكون عقد الإجارة حقيقيا بحيث تطبق عليه أحكام الإجارة من كون ضمان العين المؤجرة ونفقات الصيانة غير التشغيلية على المؤجر طيلة فترة الإجارة.

✓ استقلال عقد الهبة أو العقد الذي تُملك به العين المؤجرة بعد انتهاء الإجارة عن عقد الإجارة، بحيث يكون كل منهما عقدا مستقلا، لا أن يجعل العقدان في عقد واحد.

✓ ولأن عقد الإجارة بالتملك من العقود المقبولة، فقد صير إلى إصدار صكوك صارت تعرف بصكوك الإجارة، وهي أنواع مختلفة، منها ما يقوم على أساس عقد الإجارة المنتهية بالتملك (زيد، 2009).

صكوك المشاركة

عرفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية صكوك المشاركة في معيارها الشرعي رقم 17 بأنها وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك مشروع قائم يرغب في تطويره بحصيلة هذه الصكوك، أو يرغب في استثمار هذه الحصيلة في إقامة مشروع جديد على أساس عقد مضاربة شرعية، أو تصدرها مؤسسة مالية وسيطة بالنيابة عنه، ويكتب الراغبون في المشاركة في هذا المشروع في هذه الصكوك باعتبارهم مشاركون فيه، وتعد حصيلة الصكوك وحدها أو مع موجودات مالك المشروع القائم على رأس مال المشروع، وتحدد نشرة إصدار صكوك المشاركة رأس مال المشاركة، ونوع النشاط وطبيعة المشروع موضوع المشاركة، وطريقة إدارة مشروع وأرباحه المتوقعة وطريقة توزيع هذه الأرباح، أما الخسارة في المشاركة فهي على قدر حصص الشركاء (الإسلامية، المعايير الشرعية).

هي صكوك استثمارية تمثل ملكية رأسمال المشاركة، ولا تختلف عن صكوك المضاربة إلا في تنظيم العلاقة بين جهة إصدار الصكوك وحملتها، ويرجع اتخاذ القرارات الاستثمارية لإدارة لجنة المشاركين (قنطقجي، صناعة التمويل في المصارف و المؤسسات المالية الإسلامية، 2015).

الصكوك غير قابلة للتداول: ونجد فيها:

صكوك المراجعة

تعرف هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية صكوك المراجعة في معيارها الشرعي رقم 17 بأنها وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المراجعة، وتصبح سلعة المراجعة مملوكة لحملة الصكوك (الإسلامية، صكوك الاستثمار، 2010).

صكوك السلم

تقوم فكرة صكوك السلم على عقد السلم، ويقال له السلف و هي صكوك تمثل بيع سلعة مؤجلة التسليم بثمن معجل، والسلعة هي من قبيل الديون العينية لأنها موصوفة في ذمة البائع، لذلك تعتبر هذه الصكوك غير قابلة للبيع أو للتداول في حال إصدار الصك من قبل البائع أو المشتري، بل يحتفظ بها حتى تاريخ الاستحقاق (قنطقجي، صناعة التمويل في المصارف و المؤسسات المالية الإسلامية، 2015).

عرفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية والإسلامية صكوك السلم في معيارها الشرعي رقم 17 بأنها وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتحصيل رأس مال السلم، وتصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك (الإسلامية، المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، 2007).

◀ صكوك الإستهلاك

هي تشبه صكوك السلم، إذ تمثل بيع سلعة مؤجلة التسليم بثمن معجل مسدد كاملاً أو مقسطاً، وتعتبر السلعة من الديون العينية لأنها موصوفة في الذمة، وتعتبر هذه الصكوك غير قابلة للبيع أو التداول في حالة إصدار الصك من قبل البائع أو المشتري (قنطقجي، صناعة التمويل في المصارف و المؤسسات المالية الإسلامية، 2015).

وعرفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية والإسلامية في معيارها الشرعي رقم 17 بأنها وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة، ويصبح المصنوع مملوكاً لحملة الصكوك (الإسلامية، صكوك الاستثمار المعيار رقم 17، 2010).

◀ صكوك التنمية

هي عبارة عن صكوك لجذب واستقطاب الودائع قصيرة الأجل بهدف استخدامها في مشاريع تنموية، وهي تهدف إلى إدارة السيولة في الاقتصاد الكلي وتغطية جزء من العجز في موازنة الدولة من موارد نقدية وحقيقية باستخدام مدخرات الأفراد في المجتمع، فضلاً عن إيجاد مجالات جديدة للاستثمار وتمويل مشاريع البنية التحتية (قنطقجي، صناعة التمويل في المصارف و المؤسسات المالية الإسلامية، 2007).

2.5 مخاطر الصكوك الإسلامية :

الصكوك الإسلامية باعتبارها تمثل موجودات تحتوى على خليط من النقود والديون والأعيان والمنافع، أو بعض هذه المكونات منفردة، ونظراً لآليات إصدارها القائمة على صيغ التمويل الإسلامية، فإنها تتعرض للمخاطر التي تتعرض لها المشروعات الاستثمارية الإسلامية، ومن خلال النظر إلى مصادر المخاطر بصفة عامة نجد أن الصكوك الإسلامية تتعرض للعديد من المخاطر الكلية، والتي يتمثل مصدرها الأساسي فيما يلي (دوابة، 2022):

مخاطر الائتمان:

ترجع هذه النوعية من المخاطر إلى عدم وفاء العميل بالتزاماته التعاقدية كاملة وفي مواعيدها، ومصدر هذه المخاطر قد يكون نتيجة سوء اختيار العميل، سواء بعدم وفائه بالتزامات العمل المسند إليه بالنسبة لاستثمارات صكوك المشاركة والمضاربة والمزارة والمساواة والمغارة والاستصناع، أو عدم رغبته في استلام السلعة المشتراة ورجوعه عن وعده - في حالة اعتبار الوعد غير ملزم - في استثمارات صكوك المراجعة، أو عدم رغبته في استلام السلعة المستصنعة في استثمارات صكوك الاستصناع - إذا كان عقد الاستصناع جائز غير ملزم -، أو تأخير أو عدم سداد ما عليه من التزامات بالنسبة لاستثمارات صكوك المراجعة وصكوك الإجارة، أو عدم الالتزام بتوريد السلع المتفق عليها وصفاً وزماناً بالنسبة لاستثمارات صكوك السلم.

فهذه المخاطر ترجع إلى عدم كفاءة العميل أو إلى سوء سمعته وعدم رغبته في السداد ، أو إلى عدم قدرته على السداد، وهذا كله يقع في الأساس على عاتق المنشأة مصدرة الصكوك والمائحة الائتمان للعميل، ويؤثر سلبا على عوائدها ، لذا فإن هذه المخاطر تدخل ضمن المخاطر الخاصة.

مخاطر السوق :

وهذه المخاطر تندرج تحت المخاطر العامة حيث ترجع لاتجاهات الصعود والنزول التي تطرأ على الأسواق لعوامل اقتصادية أو اجتماعية أو سياسية، سواء أكانت أسواق الأصول الحقيقية، أو الأسواق المالية والتي تتكون بدورها من أسواق النقد، وأسواق رأس المال بسوقها : سوق الإصدار وسوق التداول.

مخاطر التشغيل:

وتنشأ هذه المخاطر نتيجة أخطاء بشرية أو فنية أو حوادث، وتندرج هذه المخاطر تحت المخاطر العامة إذا كانت بفعل عوامل خارجية كالحوادث الطبيعية ، مثل ما تسببه الكوارث أو الحوادث في هلاك الزرع في استثمارات صكوك المزارعة أو هلاك الأصل المؤجر في استثمارات صكوك الإجارة ونحو ذلك.

وتندرج هذه المخاطر تحت المخاطر الخاصة إذا كانت بفعل عوامل داخلية كعدم كفاية التجهيزات أو وسائل التقنية أو الموارد البشرية المؤهلة والمدرية، أو فساد الذمم، أو عدم توافر الأهلية الإدارية (أي الكفاءة الإدارية) القادرة على القيام بمهام الوكالة عن الملاك وتحقيق الأرباح مع نموها واستقرارها مستقبلا ، والمحافظة على المركز التنافسي للصكوك ونحو ذلك، أو من خلال صورية أو ضعف الرقابة الشرعية مما يؤثر سلبا في ثقة المتعاملين، وسمعة المنشأة لديهم، وهو الأمر الذي من شأنه أن يترك أثارا على القيمة السوقية للصكوك الإسلامية.

مخاطر المخالفات الشرعية :

وهذه المخاطر تندرج تحت المخاطر الخاصة ، حيث ترجع إلى استخدام أموال الصكوك في محرمات سواء أكانت محرمات لعينها كالسلع والخدمات المحرمة ، أو محرمات لكسبها كالربا ، والقمار ، والغش ، والتدليس ، والخديعة ، والخيانة ... الخ.

3. المحور الثاني : إصدار و تداول الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية

3. 1 إصدار الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية : يتم إصدار الصكوك الإسلامية تبعا للمراحل التالية (جدي، 2015):

إعداد الهيكل التنظيمي: الذي يمثل آلية الاستثمار بواسطة الصكوك و دراسة المسائل القانونية و الإجرائية و التنظيمية و دراسة الجدوى ، و تضمين ذلك كله في نشرة الاكتتاب ، ووضع النظام أو اللائحة و الاتفاقيات التي تحدد حقوق و صلاحيات و واجبات الجهات المختلفة ذات الصلة مثل مكتب الخيرات و الهيئة الشرعية؛

تمثيل حملة الصكوك " المستثمرين " : و ذلك من خلال تأسيس شركة ذات غرض خاص تسجل في مناطق ذات إعفاء ضريبي و تكون ذات شخصية مستقلة بالرغم من أنها مملوكة بالكامل للمستثمرين و ذلك لتمثيلهم في إيجاد العلاقات بالجهات المختلفة و تقوم هذه الشركة بشراء الموجودات التي ستغطي الوحدات المسطرة؛

طرح الصكوك للاكتتاب: بهدف جمع الأموال التي ستمول بها الموجودات الممثلة بالصكوك؛

تسويق الصكوك: و هو إما أن يتم بالطرح مباشرة للجمهور أو أن يتم بيع الصكوك التي تمثل موجودات الأعيان أو المنافع جملة إلى المستثمر الأول الذي يكون بنكا أو مجموعة بنوك و ذلك للقيام بتسويقها و بيعها إلى حاملي الصكوك؛

التعهد بتغطية الاكتتاب : تلقي تعهد بتنظيم الاكتتاب فيما يبقى من الصكوك يتقدم به متعهد تغطية الإصدار حيث يلتزم بشراء ما لم يكتب فيه و يبيعه تدريجياً أو يحتفظ به كلياً أو جزئياً ثم يتم شراء الصكوك من المستثمرين الرئيسيين.

آلية توزيع الأرباح و الخسائر في الصكوك الاستثمارية الإسلامية: تشمل نشرة إصدار صكوك الاستثمار الشرعية على كيفية توزيع الأرباح بين المضارب " صاحب الإصدار " و حملة الصكوك بنسبة شائعة دون تحديد مبلغ مقطوع لأحد الطرفين و إما الخسارة فهي على أرباب الأموال بمقدار حصتهم في رأس المال؛

إطفاء صكوك الاستثمار الإسلامية: و يقصد بإطفاء الصكوك انتهاء صفتها الاستثمارية السابقة بتحويلها إلى نقود يتسلمها حامل الصك الأخير ، كلياً مرة واحدة في نهاية مدة الإصدار أو جزئياً بالتدريج خلال سنوات الإصدار و كلما زاد حجم إصدار الصكوك يتطلب بالضرورة إلى وجود سوق مال من أجل تفعيل و تنشيط هذه الأدوات.

3.2 تداول الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية:

يراد بتداول الصكوك بيعها في السوق الثانوية بعد شرائها من قبل المكتبتين. وهنا تفصيل (www.abdulazeem.com - abozaid.com/en/wp-content/.../Towards-Genuine-Islamic-Sukuk.doc :2018)

- تداول الصكوك التي أصدرت مقابل أعيان موجودة جائز، لأن هذه الصكوك تمثل تلك الأعيان، فيكون تداول الصكوك إعادة بيع لتلك الأعيان، وهو جائز.
- تداول الصكوك التي أصدرت مقابل موجودات موصوفة بالذمة لا يجوز، لاشتمال العملية على بيع ما لم يقبض، كما سيأتي تفصيله في حكم تداول صكوك السلم.
- تداول الصكوك التي لم تستخدم حصيلتها في شراء أعيان بعد غير جائز، لأن الصكوك في هذه المرحلة ما زالت تمثل نقوداً فيكون بيعها بيعاً للنقود؛ إلا أن تتحقق شروط بيع النقود ببعضها من التقابض وتساوي سعر البيع مع القيمة الاسمية للصك، فيجوز.
- الصكوك التي اشترى بحصيلتها موجودات معينة يجوز تداولها، ويراعى في هذه الحال أن تكوين الموجودات المملوكة لحملة الصكوك قد يتغير من وقت لآخر بين الأعيان والديون والنقود، وسيأتي تفصيله.
- عند تصفية الصكوك، يقوم مديرها ببيع كافة الأعيان، وسداد المستحقات من الديون، وتحصيل ما يستحقه حاملو الصكوك من الديون، وتحويل كافة الذمم إلى نقود؛ فلا يجوز في هذه الحال تداول الصكوك إلا بمراعاة شروط بين النقد بالنقد من تساوي العوضين والتقابض.

وجاء في قرار مجمع الفقه الإسلامي رقم 178(19/4) المنعقد في دورته التاسعة عشرة في نيسان 2009 بعنوان الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة:

يراعى في الصكوك من حيث قابليتها للتداول الالتزام بالضوابط المنصوص عليها في قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي رقم : 30(4/3) التالية:

- أ- إذا كانت مكونات الصكوك لا تزال نقوداً، فإن تداول الصكوك يعتبر مبادلة نقد بنقد، فتطبق عليه أحكام الصرف (شريف، 2009).
- ب- إذا انقلبت الموجودات لتصبح ديوناً كما هو الحال في بيع المراجعة فيطبق على تداول الصكوك أحكام الدين (زيد م.، 2009)، من حيث المنع إلا بالمثل على سبيل الحوالة .

ج- إذا صار رأس مال القراض (المضاربة) موجودات مختلطة من النقود والديون والأعيان والمنافع فإنه يجوز تداول صكوك المقارضة (المضاربة) وفقاً للسعر المتراضى عليه، على أن يكون الغالب في هذه الحالة أعياناً ومنافع. أما إذا كان الغالب نقوداً أو ديوناً فتزاعى في التداول الأحكام الشرعية.

د- وفي جميع الأحوال يتعين تسجيل التداول أصولياً في سجلات الجهة المصدرة.

هـ- لا يجوز أن يتخذ القول بجواز التداول ذريعة أو حيلة لتصكيك الديون وتداولها كأن يتحول نشاط الصندوق إلى المتاجرة بالديون التي نشأت عن السلع، ويجعل شيء من السلع في الصندوق حيلة للتداول.

4. معوقات الصكوك الإسلامية في بورصة الجزائر

يشكل غياب الإطار التشريعي والقانوني الذي ينظم العمل بالصكوك الإسلامية في الجزائر، عائقاً رئيسياً وتحدياً كبيراً في تفعيل التعامل بالصكوك، ويمكن توضيح هذا العائق من عدة جوانب، سيتم التطرق إليها من خلال ما يلي (هاجر، 2017):

4. 1 المعوقات القانونية: تتمثل فيما يلي:

➤ **على مستوى قانون النقد والقرض:** يلاحظ غياب تام لعقود التمويل الإسلامية التي تحكم إصدار وتداول المنتجات المالية الإسلامية، ومن بينها الصكوك الإسلامية، والقانون رقم 90-10 لسنة 1990، والأمر رقم 03-11 المؤرخ في 26 أوت 2003 المتعلق بالنقد والقرض يؤكد ذلك.

➤ **على مستوى القانون التجاري:** القيم المنقولة التي يتيح القانون التجاري لشركات الأسهم إصدارها هي الأسهم أو شهادات الاستثمار التي تمثل ملكية في رأس المال الشركة أو السندات بمختلف أنواعها.

بينما لا يشير القانون التجاري إلى إمكانية إصدار الصكوك دون أن يكون لحاملها صفة المساهمين.

➤ **على مستوى قانون الضرائب:** عند تطبيق الأحكام الضريبية على الصكوك الإسلامية القائمة على صيغ البيوع كالباع الآجل والسلم والإستصناع، وفق قواعدها الشرعية، مقارنة بنظيرتها التقليدية، فإن هذا سيؤدي إلى عدم قدرة الصكوك على منافسة الأدوات المالية التقليدية، نظراً لحجم الضرائب المفروضة على عقود البيع من ضريبة على القيمة المضافة، والرسم على النشاط المهني إضافة إلى الضرائب التي تخضع لها عائدات القيم المنقولة، والمتمثلة في الضريبة على الدخل الإجمالي والضريبة على أرباح الشركات، على أساس أن الوعاء الضريبي للصكوك القائمة على البيوع يتكون من ثمن البيع أو الاستصناع، بينما في حالة السندات يتشكل من سعر الفائدة فقط.

➤ على مستوى قانون توريق القروض الرهنية العقارية: تعني عملية التصكيك تحويل الأصول والموجودات إلى أجزاء، يمثل كل منها صكاً قابلاً للتداول لأغراض الاستثمار في سوق المال وفق الضوابط والمعايير الشرعية، وهذا يتنافى مضمون القانون رقم 05-06 المؤرخ في 20 فيفري 2006، والمتضمن توريق القروض الرهنية، الذي حصر عملية التوريق في بتحويل القروض العقارية فقط إلى أوراق مالية .

➤ على مستوى بورصة القيم المنقولة في الجزائر (بورصة الجزائر): قامت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB ، برفض إدراج الصكوك الإسلامية تحت مسمى (السندات الإسلامية) ضمن القيم المنقولة المتداولة في السوق الجزائرية، حسب ما تضمنه التقرير السنوي لسنة 2010 مبررة ذلك بعدم توفر الإطار القانوني (المدني أو التجاري) يحكم فكرة الملكية المقيدة، بمعنى تملك الصك مباشرة والحصول على ما يمكن أن يؤديه من منافع وخدمات دون المساس بجوهره، أي يظل رأسماله محفوظ.

4 . 2 المعوقات التنظيمية: يمكن حصرها فيما يلي:

➤ غياب الربط بين أسواق الأوراق المالية فيما بينها من جهة، وبين أسواق الأوراق المالية الدولية من جهة أخرى لا يسهل عملية الاتصال السريع، وما تتطلبه عمليات التداول والتسديد من سرعة اتخاذ القرار، وهو ما يمنع الأسواق من أن تتفاعل مع الأحداث لحظة جريانها.

➤ نقص كفاءة العاملين في الجهات التنظيمية والرقابية على مستوى البورصة، التي تضع معايير وأسس إفصاح الشركات عن بياناتها المالية، وتنظم أعمال السوق الأولية، وتتولى الرقابة بما يضمن العدالة في الحصول على المعلومات حول أسعار الصكوك الإسلامية كغيرها من الأدوات المالية المتداولة.

➤ غياب الكوادر البشرية المؤهلة والعاملة في البورصة، التي تتولى إنجاز عملية الإدراج للصكوك، والإستغلال الأمثل لعائداها.

➤ بساطة الهيكل التنظيمي للبورصة التي لا تخوله لتبني، وتطبيق فكرة لاقت إقبالا واسعا في دول العالم.

4 . 3 معوقات أخرى (متعلقة بالإطار الإقتصادي والثقافي): سيتم التطرق إليها كما يلي:

➤ ضيق نطاق السوق، من حيث قلة الأدوات المالية المتداولة وغياب لأدوات المالية الإسلامية، إلى جانب ضعف البورصة من حيث حجم التداول، من حيث قلة عدد الشركات المدرجة فيها من جهة، وقلة المستثمرين في أوراقها المالية من جهة أخرى.

- غياب الثقافة البورصية فيما يخص أدوات التمويل الإسلامي، نظرا لحدثة مفاهيمها، حيث نتيجة إفتقار المستثمر العادي للفهم الشامل للصكوك ومزاياها، وكذا مشروعيتها، هذا يجعله حذرا إلتجاه الاستثمار فيها.
- عدم إنفتاح بورصة الجزائر على الخارج، مما يحد من إنتشار تعاملات الصكوك الإسلامية.
- السوق الموازي، الذي يمثل قطبا يجتذب المستثمرين والمدخرين، حيث يجدوا فيها ما يبحثون عنه، وعلى النحو الذي يحقق لهم تنمية أموالهم بشكل أسرع من الاستثمار في الأوراق المالية، فالسوق يوفر لهم فرص الحصول على أرباح سهلة دون عناء كبير أو مخاطرة باهظة، مما يخفض من الطلب على الأدوات المالية المتداولة في السوق الرسمي ومنها الصكوك الإسلامية.

خلاصة:

توصلنا من خلال بحثنا إلى مجموعة من النتائج يمكن توضيحها فيما يلي:

الصكوك الإسلامية عبارة عن وثائق مالية متساوية القيمة، تمثل حصصا شائعة في ملكية موجودات قائمة فعلا أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب يتم إصدارها بأسماء من يكتبون فيها مقابل دفع القيمة المحررة بها؛

تساهم الصكوك الإسلامية في تحريك الموارد المالية و توجيهها نحو الاستثمارات المنتجة الحقيقية؛

تواجه عمليات تداول الصكوك الإسلامية مجموعة من التحديات أهمها غياب أدوات لإدارة المخاطر تفني بالمتطلبات الشرعية من جهة و تحقق ميزة الكفاءة من جهة ثانية.

5. قائمة المراجع:

• المؤلفات:

سامر مظهر قنطقجي، "صناعة التمويل في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية"، دار أبي فداء العالمية للنشر، مارس 2015، حماه/سوريا.

• الأطروحات:

شافية كتاف، "دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط و تطوير السوق المالية الإسلامية . دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية و الإسلامية ."، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم، تخصص علوم اقتصادية، جامعة سطيف 1، 2013. 2014.

ساسية جدي، "دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية دراسة حالة ماليزيا و السودان"، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير تخصص أسواق مالية و بورصات، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2015. 214.

• المقالات:

المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار رقم (17)، صكوك الاستثمار، المنامة البحرين، 2010/1431.

• المدخلات:

مجمع الفقه الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، القرار رقم 178. 4/ 19، الدورة التاسعة عشر، الإمارات العربية المتحدة، 2009.

هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، "المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية"، البحرين، 2007. د.ردمان محمد عثمان، عبد القوي، الصكوك الإسلامية وإدارة السيولة، ورقة مقدمة إلى المؤتمر الرابع للمصارف الإسلامية سورية 2009.

عبد العظيم جلال أبو زيد، معبد علي الجارحي، "الصكوك (قضايا فقهية واقتصادية)"، الدورة التاسعة عشرة مع الفقه الإسلامي الدولي، منظمة المؤتمر الإسلامي، الشارقة - 30. أبريل 2009 الإمارات. "الضوابط الشرعية للتوريق والتداول للأسهم والحصص والصكوك"، الدكتور محمد عبد الغفار الشريف ورقة مقدمة إلى الدورة التاسعة عشر، مجمع الفقه الإسلامي الدولي 2009.

بومدين إيمان، مقراني هاجر، "الصكوك الإسلامية و آليات إصدارها و تداولها في البورصات" بحث مقدم ضمن فعاليات اليوم الدراسي حول الدور التنموي للتمويل الإسلامي لمخبر نقود و مؤسسات مالية في المغرب العربي بجمعة أبي بكر بلقايد يوم 17 ديسمبر 2017، عنوان المدخلة إدارة مخاطر صيغ التمويل بالبنوك الإسلامية.

• مواقع الانترنت:

أشرف محمد دوابة، "إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية"، مقالة مأخوذة من الموقع الإلكتروني: www.iefpedia.com

نحو صكوك اسلامية حقيقية ، الصكوك حقيقتها و ضوابطها و قضاياها الشرعية ، مقال مأخوذ من الموقع الإلكتروني :
www.abdulazeem-abozaid.com/en/wp-content/.../Towards-Genuine-Islamic-Sukuk.doc

"الضوابط الشرعية للتوريق والتداول للأسهم والحصص والصكوك", الدكتور محمد عبد الغفار الشريف ورقة مقدمة إلى الدورة التاسعة عشر, مجمع الفقه الإسلامي الدولي 2009.
"الصكوك قضايا فقهية واقتصادية" , د.معيد علي الجارحي , د.عبد العظيم جلال أبو زيد, ورقة مقدمة إلى الدورة التاسعة عشر, مجمع الفقه الإسلامي الدولي, 2009,