



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة محمد خيضر - بسةرة -
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية

الموضوع:

**الدور التنموي للبنوك الإسلامية من خلال الاستثمار
في أسواق الأوراق المالية
دراسة حالة سوق الخرطوم للأوراق المالية بالسودان**

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية – تخصص نقود وتمويل –

إشراف الأستاذ الدكتور:

بن عيشي بشير

إعداد الطالب:

خامرة السعيد

لجنة المناقشة:

رئيسا	جامعة بسةرة	أستاذ	الدكتور: خنشور جمال
مقررا	جامعة بسةرة	أستاذ	الدكتور: بن عيشي بشير
ممتحنا	جامعة بسةرة	أستاذ محاضر (أ)	الدكتور: دردوري لحسن
ممتحنا	جامعة الوداي	أستاذ محاضر (أ)	الدكتور: مهاوات لعبيدي
ممتحنا	جامعة ورقلة	أستاذ محاضر (أ)	الدكتور: عرابة الحاج
ممتحنا	جامعة ورقلة	أستاذ محاضر (أ)	الدكتور: بن عيشاوي أحمد

السنة الجامعية: 2019/2018

الإهداء

إلى والديّ الكريمين ... مدرستي الأولى وسرّ نجاحي ... منبع الحنان والصدق
والوفاء والحب النقي الصافي ...
"ربّ ارحمهما كما ربّيتني صغيراً"
رحمهما الله تعالى وأسكنهما فسيح جناته ...

إلى كل أفراد العائلة

إلى كل الأصدقاء والزملاء الأوفياء

أهدي ثمرة جهدي

شكر وتقدير

الحمد لله وحده، الحمد لله الذي بنعمته تتم الصالحات، الحمد لله الذي أعاننا على الشدائد والصعاب، وأمدنا بالقوة والعزم لمواصلة الدرب، ولك الحمد والشكر أن وفقتني لإنجاز هذا العمل، حمدا كثيرا يليق بجلالك، والصلاة والسلام على نبينا محمد وعلى آله وصحبه.

كل التقدير والاحترام للأستاذ المشرف على توجيهاته وملاحظاته القيمة أستاذي الدكتور بن عيشي بشير.

كما أتقدم بجزيل الشكر إلى الأساتذة الباحثين في البنوك الإسلامية وفي الاقتصاد الإسلامي بشكل عام حيث نستفيد من كتاباتهم وأفكارهم في إنجاز بحوثنا.

وأخيرا لا أنسى أن أشكر كل من ساعدني من قريب أو من بعيد في إنجاز هذه الأطروحة.

ملخص باللغة العربية:

يشير الواقع العملي لنشاط البنوك الإسلامية أنها لم تتخطى بعد أزمة التمويل قصير الأجل ذو الربحية العالية والمخاطر الأقل، ومعاناتها من فائض السيولة لديها في معظم الأحيان، كما أن مؤشرات الربحية الاجتماعية تدل على أن الجانب الاجتماعي شبه غائب في واقع ممارستها العملية.

لكن بالمقابل، البنوك الإسلامية تنشط في بيئة عمل غير ملائمة لطبيعة نشاطها ومبادئها، ومن ذلك أن البنك المركزي لا يفرق بينها وبين البنوك التقليدية عند ممارسته للسياسة النقدية، كما أنها تجد صعوبة في الحصول على تمويل من البنك المركزي عند الحاجة (تعطل وظيفة الملجأ الأخير للإقراض)، ومن جانب آخر لم توفر لها الحكومات في أغلب الدول الإسلامية مناخ عمل يسمح لها بتنويع استثماراتها على النحو الذي يسهم مثلاً في مشاركتها في تمويل استثمارات تنموية تعرضها الحكومات في إطار موازنتها العامة، فضلاً عن ذلك كله أنها تفتقد أساليب للتعاون وتبادل السيولة بين البنوك ذات الفائض والأخرى ذات العجز.

ولا شك أن مثل هذه الأوضاع لها تأثير كبير على نشاط البنوك الإسلامية، وتخترل الكثير من أهدافها التنموية، ومن هنا كان لا بد من التفكير وبجدية في إعادة بناء بيئة عمل جديدة لنشاط البنوك الإسلامية تُمكنها من ولوج مجال الاستثمار والتنمية وتحقيق أهدافها المنشودة.

يأتي هذا البحث ليلسط الضوء على هذا الموضوع من خلال الدور المتميز الذي تؤديه أسواق الأوراق المالية خاصة ما يتعلق منه بتوفير التمويل المتوسط والطويل الأجل، ودراسة إمكانية كسب البنوك الإسلامية طابعا تنمويا جديدا من خلال استثمارها في تلك الأسواق.

كما يعالج البحث في إطار تلك الأسواق بعض المسائل الأخرى ذات الأهمية والتي ترتبط بنشاط البنوك الإسلامية، ومنها تحديدا علاقتها بالبنك المركزي أو إيجاد مصدر جديد لتصرف الأموال والتخلص من فائض السيولة لديها من خلال إسهامها في تمويل الموازنة العامة للدولة.

الكلمات المفتاحية: بنوك إسلامية، أسواق أوراق مالية، استثمار، تنمية، بنك مركزي، موازنة الدولة.

Abstract

The Islamic banks' activity in practice indicates a failure in overcoming the crisis of short term financing method which is more beneficial and less risky, as well as of the excessive liquidity ratio. Furthermore, social profitability indicators are showing that the social factor is nearly absent.

On the other hand, Islamic Banks are operating in an environment which is unfavorable for their activities and principals, more particularly, because the Central Bank deals with such institutions without distinction as traditional banks, in matter of exercising monetary policy, in addition to difficulties that these latter face when an investment is needed (Last resort loaning disabled), as well as the fact that most of the governments of Islamic countries do not provide a suitable working environment which allows diversity in investment in a way to contribute in the participation of these banks to the financing development investments which are displayed in the government's budget balance. It should also be noted that governments lack cooperative methods and monetary exchange between banks suffering from excessive liquidity and those with liquidity deficit.

Such circumstances are seriously affecting the Islamic banks' activity and limiting a large number of their development plans, consequently, a reconstruction of a healthy working environment must be thought of with great care and attention so that they can access the field of investment and development and, hence, meet their goals.

The purpose of this study is to highlight such subject through clarification of the significant role played by cash markets, especially regarding the effort of making the medium and long-term financing available. It also studies the possibility of acquiring new development status for Islamic banks by investing in those markets.

This study also tackles other important issues related to the Islamic banks' activity like their relationship with the Central Bank, or finding new sources to get rid of its excessive liquidity, by means of participation in financing the government balance.

Keywords: Islamic banks, Financial Markets, Investment, Development, Central Bank, government balance.

فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان
I	الإهداء
II	شكر وتقدير
III	ملخص باللغة العربية
IV	ملخص باللغة الإنجليزية
V	فهرس المحتويات
XVI	قائمة الجداول
XVIII	قائمة الأشكال
XIX	قائمة الملاحق
المقدمة	
ج	إشكالية الدراسة
ج	فرضيات الدراسة
د	مببرات اختيار الدراسة
د	أهمية الدراسة
هـ	أهداف الدراسة
هـ	حدود الدراسة
و	منهج الدراسة
و	الدراسات السابقة
ي	هيكال الدراسة وتقسيماتها
ك	صعوبات الدراسة
الباب الأول: الإطار العام للبنوك الإسلامية وتقييم دورها التنموي	
2	الفصل الأول: البنوك الإسلامية والقرار الاستثماري والتمويلي
2	تمهيد
3	المبحث الأول: البنوك الإسلامية (النشأة، الخصائص والأهداف)
3	المطلب الأول: نشأة البنوك الإسلامية
3	الفرع الأول: الأعمال المصرفية في الحضارة الإسلامية
5	الفرع الثاني: مفهوم البنوك الإسلامية
9	المطلب الثاني: مراحل تطور البنوك الإسلامية

10	الفرع الأول: مرحلة التطوير
11	الفرع الثاني: مرحلة التطبيق
11	الفرع الثالث: مرحلة الانتشار الدولي
11	المطلب الثالث: خصائص البنوك الإسلامية
12	الفرع الأول: الأساس العقائدي
17	الفرع الثاني: الأساس التنموي
19	الفرع الثالث: الأساس الاجتماعي
21	المطلب الثالث: أهداف البنوك الإسلامية
21	الفرع الأول: تعظيم الربحية
25	الفرع الثاني: تأمين السيولة
26	الفرع الثالث: توفير الأمان
27	المبحث الثاني: الاستثمار والقرار التمويلي في البنوك الإسلامية
27	المطلب الأول: الاستثمار في البنوك الإسلامية
27	الفرع الأول: مفهوم الاستثمار في البنوك الإسلامية
30	الفرع الثاني: منطلقات الاستثمار في البنوك الإسلامية
30	الفرع الثالث: أهمية الاستثمار طويل الأجل في البنوك الإسلامية
32	المطلب الثاني: القرار التمويلي في البنوك الإسلامية
33	الفرع الأول: ضوابط القرار التمويلي في البنوك الإسلامية
33	الفرع الثاني: معايير القرار التمويلي في البنوك الإسلامية
35	المطلب الثالث: بعض الأسس المتعلقة بالعائد والدخل في البنوك الإسلامية
35	الفرع الأول: الدخل على أساس الغنم بالغرم
43	الفرع الثاني: الدخل على أساس الخراج بالضمان
46	الفرع الثالث: الدخل على أساس الوكالة
47	الفرع الرابع: الدخل على أساس الإجارة
52	خلاصة الفصل
53	الفصل الثاني: تقييم الدور التنموي للبنوك الإسلامية (حالة بعض البنوك الإسلامية)
53	تمهيد
54	المبحث الأول: بنك البركة الإسلامي (البحرين)
54	المطلب الأول: تقييم الأداء المالي والاستثماري
60	المطلب الثاني: تقييم الأداء الاجتماعي

63	المبحث الثاني: بنك البلاد الإسلامي (السعودية)
63	المطلب الأول: تقييم الأداء المالي والاستثماري
71	المطلب الثاني: تقييم الأداء الاجتماعي
72	المبحث الثالث: بنك بوبيان (الكويت)
72	المطلب الأول: تقييم الأداء المالي والاستثماري
75	المطلب الثاني: تقييم الأداء الاجتماعي
76	المبحث الرابع: البنك الإسلامي الأردني للتمويل والاستثمار (الأردن)
76	المطلب الأول: تقييم الأداء المالي والاستثماري
81	المطلب الثاني: تقييم الأداء الاجتماعي
85	خلاصة الفصل
الباب الثاني: أدوات الاستثمار في أسواق الأوراق المالية المعاصرة (تكييفها الفقهي وأثارها الاقتصادية)	
87	الفصل الأول: الإطار العام لأسواق الأوراق المالية المعاصرة والوظائف المنوطة بها
87	تمهيد
88	المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية
88	المطلب الأول: سوق الأوراق المالية (مفهومها و وظائفها)
88	الفرع الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية
89	الفرع الثاني: وظائف سوق الأوراق المالية
92	المطلب الثاني: متطلبات قيام سوق الأوراق المالية
92	الفرع الأول: عملاء أو زبائن السوق
95	الفرع الثاني: جهاز سوق الأوراق المالية
96	الفرع الثالث: البيئة المحيطة
96	المطلب الثالث: كفاءة سوق الأوراق المالية
96	الفرع الأول: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية
97	الفرع الثاني: متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية
99	المبحث الثاني: أقسام أسواق الأوراق المالية والوظائف المنوطة بها
99	المطلب الأول: الأسواق الحاضرة (الفورية) ووظائفها
99	الفرع الأول: الأسواق الأولية
101	الفرع الثاني: الأسواق الثانوية
106	المطلب الثاني: الأسواق الآجلة ووظائفها
107	الفرع الأول: العقود الآجلة الباتة

109	الفرع الثاني: العقود المستقبلية
113	الفرع الثالث: عقود الخيارات
122	الفرع الرابع: وظائف الأسواق الآجلة
125	خلاصة الفصل
126	الفصل الثاني: التكييف الفقهي لأدوات الاستثمار في أسواق الأوراق المالية المعاصرة
126	تمهيد
127	المبحث الأول: التكييف الفقهي لأدوات الاستثمار الحاضرة (الفورية)
127	المطلب الأول: التكييف الفقهي للأسهم
127	الفرع الأول: الأسهم (مفهومها، خصائصها)
129	الفرع الثاني: أنواع الأسهم وأحكامها الفقهية
138	المطلب الثاني: التكييف الفقهي للسندات
138	الفرع الأول: السندات (مفهومها، خصائصها)
142	الفرع الثاني: أنواع السندات
146	الفرع الثالث: الحكم الفقهي للسندات
149	المبحث الثاني: التكييف الفقهي لأدوات الاستثمار الآجلة
149	المطلب الأول: الحكم الفقهي للمعاملات الآجلة الباتة
152	المطلب الثاني: الحكم الفقهي للعقود المستقبلية
154	المطلب الثالث: الحكم الفقهي لعقود الخيارات
157	المبحث الثالث: أسواق الأوراق المالية المعاصرة .. من مصدر للتمويل إلى مصدر للأزمات (حالة الأزمة المالية العالمية لعام 2008م)
157	المطلب الأول: الأزمات المالية وأنواعها
157	الفرع الأول: مفهوم الأزمة المالية
158	الفرع الثاني: أنواع الأزمات المالية
160	المطلب الثاني: وصف عام للأزمة المالية لعام 2008م
165	المطلب الثالث: آثار الأزمة لعام 2008م
171	المطلب الرابع: الأزمة المالية لعام 2008م .. من منظور إسلامي
181	خلاصة الفصل
الباب الثالث: سوق الأوراق المالية الإسلامية (البديل الشرعي) وآثارها على نشاط البنوك الإسلامية	
183	الفصل الأول: الإطار العام لسوق الأوراق المالية الإسلامية
183	تمهيد

184	المبحث الأول: سوق الأوراق المالية الإسلامية وبعض المسائل المتعلقة بها
184	المطلب الأول: ماهية سوق الأوراق المالية الإسلامية
184	الفرع الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية الإسلامية
189	الفرع الثاني: وظائف سوق الأوراق المالية الإسلامية
190	الفرع الثالث: الضوابط الشرعية لسوق الأوراق المالية الإسلامية
199	المطلب الثاني: بعض المسائل المتعلقة بسوق الأوراق المالية الإسلامية
199	الفرع الأول: مسألة السمسرة وحكمها الفقهي
202	الفرع الثاني: مسألة الأوامر وحكمها الفقهي
208	الفرع الثالث: مسألة التسعير وحكمه الفقهي
215	المبحث الثاني: أدوات الاستثمار المتاحة في سوق الأوراق المالية الإسلامية
215	المطلب الأول: مفهوم الأوراق المالية الإسلامية ودورها في التمويل
215	الفرع الأول: مفهوم الأوراق المالية الإسلامية
216	الفرع الثاني: دور الأوراق المالية الإسلامية في التمويل
217	المطلب الثاني: أنواع الأوراق المالية الإسلامية
217	الفرع الأول: صكوك المشاركة
219	الفرع الثاني: صكوك المضاربة أو المقارضة
222	الفرع الثالث: صكوك الإجارة
223	الفرع الرابع: صكوك التمويل
230	الفرع الخامس: صكوك القرض الحسن
231	المطلب الثالث: الضوابط الشرعية المتعلقة بالأوراق المالية الإسلامية (حالة صكوك المضاربة)
238	خلاصة الفصل
239	الفصل الثاني: الآثار المرتقبة للبنوك الإسلامية من خلال الاستثمار في أسواق الأوراق المالية الإسلامية
239	تمهيد
240	المبحث الأول: الآثار المباشرة لأسواق الأوراق المالية الإسلامية
240	المطلب الأول: انتهاج الوظيفة الاستثمارية بدلا من الوظيفة التجارية في البنوك الإسلامية
244	المطلب الثاني: تفعيل التعاون المتبادل بين البنوك الإسلامية
246	المبحث الثاني: الآثار غير المباشرة لأسواق الأوراق المالية الإسلامية
246	المطلب الأول: تطوير علاقة البنك المركزي بالبنوك الإسلامية
246	الفرع الأول: البنك المركزي (المفهوم والوظائف)

250	الفرع الثاني: واقع العلاقة بين البنك المركزي والبنوك الإسلامية
252	الفرع الثالث: البدائل المقترحة للعلاقة بين البنك المركزي والبنوك الإسلامية
257	المطلب الثاني: توفير البدائل الشرعية للبنوك الإسلامية لتمويل عجز الموازنة العامة للدولة
257	الفرع الأول: المنظور الإسلامي لتمويل العجز الموازني للدولة بسندات القرض العام
259	الفرع الثاني: البدائل الشرعية المقترحة لتمويل العجز الموازني للدولة
270	خلاصة الفصل
الباب الرابع: دراسة حالة سوق الخرطوم للأوراق المالية بالسودان	
272	الفصل الأول: الأوراق المالية الإسلامية المصدرة في سوق الخرطوم للأوراق المالية وتقييم استثمارات قطاع البنوك فيها
272	تمهيد
273	المبحث الأول: سوق الخرطوم للأوراق المالية (النشأة، التطور والأداء)
273	المطلب الأول: التعريف بسوق الخرطوم للأوراق المالية
273	الفرع الأول: النشأة ومراحل تطور سوق الخرطوم
277	الفرع الثاني: الهيكل التنظيمي لسوق الخرطوم
279	الفرع الثالث: أغراض وأهداف سوق الخرطوم للأوراق المالية
280	المطلب الثاني: تطور آلية العمل والتداول في سوق الخرطوم
280	الفرع الأول: شركات الوساطة المالية
281	الفرع الثاني: التداول الإلكتروني
283	المطلب الثالث: أداء سوق الخرطوم للأوراق المالية
283	الفرع الأول: نشاط السوق الأولية
284	الفرع الثاني: نشاط السوق الثانوية
286	المبحث الثاني: أبرز الأوراق المالية الإسلامية المصدرة في سوق الخرطوم للأوراق المالية
286	المطلب الأول: نبذة عن شركة السودان للخدمات المالية المحدودة
286	الفرع الأول: نشأة وتأسيس الشركة
288	الفرع الثاني: الهيكل التنظيمي للشركة
291	المطلب الثاني: أهم الأوراق المالية التي تصدرها شركة السودان للخدمات المالية المحدودة
291	الفرع الأول: إصدارات الجيل الأول
295	الفرع الثاني: إصدارات الجيل الثاني
302	المبحث الثالث: تطور الأوراق المالية الإسلامية وتقييم استثمارات قطاع البنوك فيها
302	المطلب الأول: تطور شهادات الاستثمار الحكومية في سوق الخرطوم

302	الفرع الأول: تطور السوق الأولية
304	الفرع الثاني: تطور السوق الثانوية
306	المطلب الثاني: تقييم استثمارات قطاع البنوك في الأوراق المالية الإسلامية
306	الفرع الأول: شهادات المشاركة الحكومية (شهادة)
308	الفرع الثاني: صكوك الاستثمار الحكومية (صرح)
310	الفرع الثالث: شهادات إجازة أصول مصفاة الخرطوم للبترول (شامة)
312	الفرع الرابع: شهادات إجازة أصول الشركة السودانية لنقل الكهرباء (نور)
314	الفرع الخامس: شهادات إجازة بنك السودان المركزي (شهاب)
316	خلاصة الفصل
317	الفصل الثاني: الآثار المكتسبة لقطاع البنوك من خلال الاستثمار في سوق الخرطوم للأوراق المالية
317	تمهيد
318	المبحث الأول: الآثار المباشرة لسوق الخرطوم للأوراق المالية
318	المطلب الأول: أثر سوق الخرطوم في توسع النشاط المصرفي الإسلامي
318	الفرع الأول: تطور عدد البنوك المدرجة بسوق الخرطوم
319	الفرع الثاني: تطور عدد الأسهم المتداولة لقطاع البنوك في سوق الخرطوم
320	الفرع الثالث: تطور رأس المال السوقي لقطاع البنوك في سوق الخرطوم
322	المطلب الثاني: الأثر الاقتصادي والاجتماعي للأوراق المالية الإسلامية (حالة صكوك الاستثمار الحكومية صرح)
322	الفرع الأول: الموارد المحققة من صكوك صرح وصرفها على مختلف القطاعات الاقتصادية
326	الفرع الثاني: الأثر الاقتصادي والاجتماعي لصكوك صرح
331	المطلب الثالث: تقييم دور سوق الخرطوم في تنشيط سوق ما بين البنوك
333	المبحث الثاني: الآثار غير المباشرة لسوق الخرطوم للأوراق المالية
333	المطلب الأول: دور سوق الخرطوم في تطوير العلاقة بين البنك المركزي والبنوك الإسلامية
333	الفرع الأول: تطور النظام المصرفي في السودان
337	الفرع الثاني: تطور أدوات السياسة النقدية
343	المطلب الثاني: إسهامات قطاع البنوك في تمويل عجز الموازنة العامة للدولة
343	الفرع الأول: الأداء المالي للموازنة العامة للدولة
345	الفرع الثاني: مصادر تمويل عجز الموازنة العامة للدولة
350	الفرع الثالث: أهمية الأوراق المالية الإسلامية في تمويل عجز الموازنة العامة للدولة
353	المطلب الثالث: أثر سوق الخرطوم في مواجهة الأزمات المالية الدولية (حالة الأزمة لعام 2008م)

353	الفرع الأول: أثر الأزمة لعام 2008م على سوق الخرطوم للأوراق المالية
357	الفرع الثاني: أثر الأزمة لعام 2008م على أسواق المال العربية والدولية
359	خلاصة الفصل
361	الخاتمة
376	قائمة المراجع
393	الملاحق

قائمة الجداول والأشكال والملحق

قائمة الجداول

الصفحة	العنوان	الرقم
8	نموذج مختصر لميزانية بنك إسلامي افتراضي	1
55	ملخص تطور النتائج المالية لبنك البركة الإسلامي (البحرين) للفترة (2008-2015م)	2
57	عناصر الموجودات لبنك البركة الإسلامي (البحرين) للفترة (2008-2015م)	3
59	استحقاقات الموجودات في بنك البركة الإسلامي (البحرين) للفترة (2008-2015م)	4
61	مصادر واستخدامات أموال صندوق الصداقات في بنك البركة الإسلامي (البحرين) للفترة (2008-2013م)	5
62	المبالغ المتبرع بها إلى حقوق الملكية في بنك البركة الإسلامي (البحرين) للفترة (2008-2013م)	6
64	ملخص تطور النتائج المالية في بنك البلاد الإسلامي (السعودية) للفترة (2008-2015م)	7
66	استحقاقات الموجودات في بنك البلاد الإسلامي (السعودية) للفترة (2008-2015م)	8
67	مكونات صافي التمويل حسب الصيغ في بنك البلاد الإسلامي (السعودية) للفترة (2008-2015م)	9
69	الأهمية النسبية لصافي التمويل حسب القطاع في بنك البلاد الإسلامي (السعودية) للفترة (2008-2015م)	10
70	صافي التمويل حسب الأجل في بنك البلاد الإسلامي (السعودية) للفترة (2008-2015م)	11
73	ملخص تطور النتائج المالية في بنك بوبيان (الكويت) للفترة (2008-2015م)	12
74	استحقاقات الموجودات في بنك بوبيان (الكويت) للفترة (2008-2015م)	13
77	ملخص تطور النتائج المالية في البنك الإسلامي الأردني للتمويل والاستثمار (الأردن) للفترة (2008-2015م)	14
78	بعض مؤشرات الاقتصاد الأردني خلال سنوات الأزمة المالية العالمية لعام 2008م	15
80	حصص القطاعات الاقتصادية من التمويل والاستثمار في البنك الإسلامي الأردني للتمويل والاستثمار (الأردن) للفترة (2008-2015م)	16
81	استحقاقات الموجودات في البنك الإسلامي الأردني للتمويل والاستثمار (الأردن) وفقاً للفترة المتوقعة لاستردادها أو تسويتها للفترة (2008-2015م)	17
82	صافي القروض الحسنة إلى حقوق الملكية في البنك الإسلامي الأردني للتمويل والاستثمار (الأردن) للفترة (2008-2015م)	18
83	توزيع صافي القروض الحسنة وفقاً لفترات استحقاقها في البنك الإسلامي الأردني للتمويل والاستثمار (الأردن) للفترة (2008-2015م)	19
84	التبرعات إلى حقوق الملكية في البنك الإسلامي الأردني للتمويل والاستثمار (الأردن) للفترة (2008-2015م)	20
112	كيفية إجراء التسوية اليومية في العقود المستقبلية	21
133	الأحكام الفقهية للأسهم حسب نوعها	22
213	طريقة تحديد سعر الافتتاح لسهم معين من خلال مثال افتراضي	23

284	نشاط السوق الأولية للفترة (2008-2015م)	24
285	نشاط السوق الثانوية للفترة (2008-2015م)	25
303	تطور إصدار الشهادات الاستثمارية الحكومية في السوق الأولية للفترة (2008-2015م)	26
304	حجم التداول في الشهادات الاستثمارية الحكومية للفترة (2008-2015م)	27
305	عدد العقود المنفذة في الشهادات الاستثمارية الحكومية في سوق الخرطوم للفترة (2008-2015م)	28
307	مبيعات شهادات شهامة للفترة (2011-2015م) حسب نوع العميل	29
309	مبيعات صكوك صرح للفترة (2009-2015م) حسب نوع العميل	30
311	مبيعات شهادات شامة للفترة (2011-2015م) حسب نوع العميل	31
313	مبيعات شهادات نور للفترة (2012-2013م) حسب نوع العميل	32
314	مبيعات شهادات شهاب للفترة (2012-2014م)	33
318	تطور عدد البنوك المدرجة بسوق الخرطوم للفترة (2008-2015م)	34
319	تطور عدد الأسهم المتداولة لقطاع البنوك في سوق الخرطوم للفترة (2008-2015م)	35
321	تطور رأس المال السوقي لقطاع البنوك للفترة (2008-2015م)	36
323	طبيعة المستثمرين في صكوك صرح للفترة (2009-2012م)	37
325	استخدامات موارد صكوك صرح حسب القطاعات الاقتصادية خلال الفترة (2009-2015م)	38
331	تفاصيل تنفيذ مشروعات صكوك صرح خلال الفترة (2009-2015م)	39
335	ميزانية بنك السودان المركزي	40
341	عمليات السوق المفتوحة لشهادات (شهامة، شامة، وشاشة) وصكوك صرح خلال الفترة (2009-2013م)	41
342	تطور أدوات السياسة النقدية في السودان خلال الفترة (2008-2015م)	42
344	الأداء المالي الفعلي للموازنة العامة للدولة للفترة (2008-2015م)	43
346	العجز الكلي للموازنة العامة للدولة ومصادر تمويله خلال الفترة (2008-2015م)	44
350	أهمية التمويل بالأوراق المالية بالنسبة إلى صافي التمويل الداخلي للفترة (2008-2015م)	45
352	مصادر تغطية العجز في الموازنة العامة للدولة للفترة (2008-2015م)	46
356	تطور مؤشر الخرطوم خلال الفترة (2008-2015م)	47

قائمة الأشكال

الصفحة	العنوان	الرقم
7	الهيكل التنظيمي لبنك إسلامي افتراضي	1
43	تجسيد مبدأ "الغنم بالغرم" في عقود المشاركات والمضاربات	2
201	مهام وسطاء وسماسرة سوق الأوراق المالية	3
278	الهيكل التنظيمي لسوق الخرطوم للأوراق المالية	4
289	الهيكل التنظيمي لشركة السودان للخدمات المالية المحدودة	5
303	إصدارات السوق الأولية من الشهادات الاستثمارية للفترة (2008-2015م)	6
304	حجم التداول في الشهادات الاستثمارية الحكومية في سوق الخرطوم للفترة (2008-2015م)	7
305	عدد العقود المنفذة في الشهادات الاستثمارية الحكومية في سوق الخرطوم للفترة (2008-2015م)	8
308	مبيعات شهادات شهامة للفترة (2011-2015م) حسب نوع العميل	9
310	مبيعات صكوك صرح للفترة (2009-2015م) حسب نوع العميل	10
312	مبيعات شهادات شامة للفترة (2011-2015م) حسب نوع العميل	11
313	مبيعات شهادات نور للفترة (2012-2013م) حسب نوع العميل	12
314	مبيعات شهادات شهاب بنهاية العام 2014م	13
318	تطور عدد البنوك المدرجة بسوق الخرطوم للفترة (2008-2015م)	14
320	تطور عدد الأسهم المتداولة لقطاع البنوك في سوق الخرطوم للفترة (2008-2015م)	15
321	تطور رأس المال السوقي لقطاع البنوك للفترة (2008-2015م)	16
323	طبيعة المستثمرين في صكوك صرح للفترة (2009-2012م)	17
349	مساهمة التمويل الداخلي والتمويل الخارجي في تمويل عجز الموازنة العامة للدولة للفترة (2008-2015م)	18
351	أهمية التمويل بالأوراق المالية بالنسبة إلى صافي التمويل الداخلي للفترة (2008-2015م)	19
353	مصادر تغطية العجز في الموازنة العامة للدولة للفترة (2008-2015م)	20
356	تطور مؤشر الخرطوم خلال الفترة (2008-2015م)	21

قائمة الملاحق

الصفحة	العنوان	الرقم
393	القرار رقم: 30 (3/4) [1] بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار	1
397	تقرير هيئة الرقابة الشرعية للجمعية العمومية لسوق الخرطوم للأوراق المالية للسنة المنتهية في 2015/12/31م	2
399	الشهادات الاستثمارية المعنية بنشاط سوق الخرطوم للأوراق المالية لعام 2015م	3
402	البنوك الناشطة في سوق الخرطوم للأوراق المالية لعام 2015م	4
404	تفاصيل العقود المستلمة في إطار صكوك الاستثمار الحكومية صرح للفترة (2013-2015م)	5

المقدمة

بدأت تجربة البنوك الإسلامية منذ أكثر من ثلاثة عقود، ولقد التزمت منذ نشأتها بإيجاد البديل للتمويل القائم على نظام الفائدة الربوي وتقديم دور استثماري متميز يخضع للضوابط الشرعية. ولا شك أن الأهداف الاستثمارية ذات البعد الزمني تبقى الأهداف الأسمى للبنوك الإسلامية، فالتمويل المتوسط والطويل الأجل لا شك أنه الأكثر تأثيراً في التنمية الاقتصادية، فمن خلاله تنشأ الصناعات والمشاريع المختلفة ويتسع نطاق القائمة منها وينعكس هذا على الإنتاج والعمالة وتحقيق مستوى معيشي أفضل.

فالواقع أن البنوك الإسلامية تواجه تحديات هي أن تثبت الأهداف التي انطلقت منها عملياً على أرض الواقع وأن تبحث عن الأدوات والوسائل التي تمكنها من تحقيق ذلك، إلا أنه وفي إطار سعيها لتحقيق تلك الأهداف واجهت عدة صعوبات كان لها تأثير قوي على نشاطها بحد ذاته.

ومن ذلك مسألة البنك المركزي، فهذا الأخير لا يراعي خصوصية النشاط المصرفي الإسلامي ولم يفهم بعد طبيعة عمل ونشاط البنوك الإسلامية، فمثلاً في إطار إدارته للسياسة النقدية يلزمها بتطبيق كثير من الأدوات المقررة على البنوك التقليدية (نسبة الاحتياطي القانوني، السقوف الائتمانية، نسبة السيولة بالرغم من اختلاف مكونات بسط النسبة، تطبق عليها أيضاً نفس أساليب التفريش والرقابة) فضلاً عن ذلك أنها تجد صعوبة في الحصول على تمويل من البنك المركزي عند الحاجة (تعطل وظيفة الملجأ الأخير للإقراض).

وبالمثل، نجد أن البنوك الإسلامية محرومة من المساهمة في تمويل العجز الموازني للدولة، طالما كانت الدولة تستخدم في تمويل ذلك العجز سندات القرض الربوي الذي يتعارض من أساسه مع مبادئ البنوك الإسلامية، ولا شك يجعلنا هذا أمام سلبيتين، الأولى إمكانية لجوء الدولة للبنك المركزي لتغطية هذا العجز وانتهاج سياسة النقود الرخيصة المؤدية إلى ظاهرة التضخم وما يستتبع ذلك من آثار سيئة على مختلف المجالات، أما السلبية الثانية معاناة البنوك الإسلامية من محدودية الاستثمار بالرغم من توفر فائض السيولة لديها.

كذلك من المشاكل التي تلوح بالبنوك الإسلامية افتقادها لسوق ما بين البنوك، فالبنوك الإسلامية في بعض الأحيان قد تواجه مشكلة احتياجها للسيولة في الوقت الذي تعاني فيه بنوك أخرى من فائض السيولة، الأمر الذي يستدعي التفكير بجدية في تفعيل وسائل التعاون المتبادل بين البنوك ذات الفائض والأخرى ذات العجز.

إن مثل هذه الصعوبات لا شك أن لها تأثيراً على مسيرة النشاط المصرفي الإسلامي، كما يستدعي الأمر وقفة بناءة تنعش من نشاطها في اتجاه جديد يتميز بإقحامها في مجال الاستثمار والتنمية ويفتح لها صفحة جديدة في علاقتها مع البنك المركزي أو إسهاماتها في الموازنة العامة للدولة.

في المقابل وبالنظر إلى الدور المتميز الذي تؤديه أسواق الأوراق المالية خاصة ما يتعلق منه بتوفير التمويل المتوسط والطويل الأجل، فإن الأمر قد يكون جد مناسب لمثل ذلك الوضع الذي تعاني منه البنوك الإسلامية.

ويتمثل الدور الرئيسي لسوق الأوراق المالية في تجميع المدخرات من ذوي الفائض المالي وإعادة استثمارها بواسطة ذوي الحاجة إليها أو قطاعات العجز المالي، فمن حيث المبدأ، تعتبر سوق الأوراق المالية أحد الآليات الهامة لتجميع الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية، ويتم ذلك عن طريق الأوراق المالية المتداولة في السوق.

ويُنظر إلى أسواق الأوراق المالية أنها تسهم في كفاءة تخصيص الموارد من خلال السعر العادل للأصول المالية المتداولة فيها، وهذه الكفاءة لا تقل أهمية للاقتصاد عن وجود الموارد الاقتصادية نفسها التي يديرها الإنسان وينسق بينها، كما يُعتقد أن تلك السوق توفر مؤشرات ذات أهمية عن الاقتصاد القومي بما يقيه الكثير من المخاطر المتوقعة ورصد اتجاهاتها، أما على مستوى المستثمرين فيها، فإن سوق الأوراق المالية يعتبر مكاناً لتوظيف الأموال وتحقيق عوائد مالية قد تكون عالية ومجزية لهم.

وأكثر من ذلك، أضحت أسواق الأوراق المالية في الوقت الراهن في كثير من الدول ربما الوسيلة المفضلة لتحقيق أهداف السياسة الاقتصادية سواء على مستوى السياسة النقدية لتنفيذ عمليات السوق المفتوحة أو على مستوى السياسة المالية لتغطية العجز الموازني للدولة من خلال طرح السندات الحكومية.

لذلك موضوع أسواق الأوراق المالية أصبح يحظى باهتمام بالغ في الدول المتقدمة والنامية على حد سواء، وذلك لما تقوم به هذه الأسواق إجمالاً من أدوار يُفترض أنها تعمل على دعم الاقتصاد القومي وتزويد من معدلات الرفاهية لأفراد المجتمع.

إشكالية الدراسة:

على ضوء ما تقدم ذكره، نطرح السؤال الرئيسي التالي:

هل يمكن للبنوك الإسلامية أن تستثمر في أسواق الأوراق المالية بما يسهم في تحقيق أهدافها الاستثمارية التنموية؟

ويمكن من خلال السؤال الرئيسي استنباط الأسئلة الفرعية التالية:

- هل واقع النشاط في البنوك الإسلامية ذو طبيعة تجارية أم ذو طبيعة استثمارية تنموية؟
- هل يمكن للبنوك الإسلامية أن تستثمر في أسواق الأوراق المالية المعاصرة؟ وفي حالة ما إذا كان الأمر غير ممكن، فما هي البدائل المتاحة؟
- ما هي الآثار المرتقبة للبنوك الإسلامية من خلال الاستثمار في أسواق الأوراق المالية؟
- ما هو واقع استثمارات البنوك الإسلامية السودانية في سوق الخرطوم للأوراق المالية؟ وهل حققت تلك البنوك مزايا ومكتسبات من تلك السوق؟

فرضيات الدراسة:

لتحليل الإشكالية وتحقيقاً لأهداف الدراسة وأغراضها، ننطلق من الفرضيات التالية:

الفرضية الأولى: اعتباراً من أن صيغ التمويل الإسلامي قصيرة الأجل تعتبر الأكثر عائداً والأكثر ضماناً، فإن النشاط في البنوك الإسلامية سوف يرتبط بتلك الصيغ، وعليه يكون ذلك النشاط ذي طبيعة تجارية مستهدفاً أكبر الأرباح الممكنة.

الفرضية الثانية: انطلاقاً من أن أسواق الأوراق المالية المعاصرة ذات اتجاه ليبرالي وقائمة أساساً على نظام الفائدة الربوي، فإنها تتناقض مع مبادئ الفكر المالي الإسلامي، وبالتالي عدم إمكانية البنوك الإسلامية الاستثمار فيها.

الفرضية الثالثة: في إطار البحث عن البديل لأسواق الأوراق المالية المعاصرة بغير تصحيح مسيرة البنوك الإسلامية وفتح مجال واسع لها نحو الاستثمار والتنمية، فإن سوق الأوراق المالية الإسلامية سيكون البديل الأنسب، حيث يوفر الصكوك والأوراق المالية الإسلامية عوضاً عن السندات الربوية.

الفرضية الرابعة: باعتبار بلد السودان يقوم على النظام المصرفي والمالي الإسلامي، فإن البنوك الإسلامية تقوم بنشاط استثماري في سوق الخرطوم للأوراق المالية بما يحقق لها مزايا ومكتسبات من تلك السوق وبما يخدم أهدافها الاستثمارية التنموية.

مبررات اختيار الدراسة:

يمكن تقسيم مبررات ودوافع اختيار موضوع الدراسة إلى مبررات ذاتية وأخرى موضوعية.

المبررات الذاتية:

- يدخل موضوع الدراسة في صميم التخصص (نقود وتمويل).
- يعتبر الموضوع امتدادا في نفس مجال البحث لموضوع الماجستير.
- الرغبة الذاتية في تناول البحوث والدراسات الاقتصادية الإسلامية.

المبررات الموضوعية:

- انشغال البنوك الإسلامية عن مسألة تفعيل دورها التنموي.
- تركيز البنوك الإسلامية على تحقيق نتائج في مجمل النشاط وعدم الاهتمام بتنويع الاستخدامات، الأمر الذي يقلل ويُفصّل من أهميتها في التنمية.
- الأهمية البالغة التي يكتسبها موضوع أسواق الأوراق المالية من المنظور الإسلامي في الاستثمار المتوسط والطويل، خاصة وأنه يمكن أن يساهم في معالجة مسائل أخرى تتعلق بنشاط البنوك الإسلامية.

أهمية الدراسة:

تعتبر عدة جهات مساهمة البنوك الإسلامية في مجال التنمية الاقتصادية محدودة وغير كافية، فقد تحقق البنوك الإسلامية أرباحا هامة خلال نشاطها وخدماتها المصرفية إلا أنها قد تكون مركزة على الخدمات التجارية ولا تكون لها صلة بالدخول في استثمارات مشاركة تنموية بما يؤثر على الإنتاج والعمالة بشكل أكبر.

إن التحدي الأساس على البنوك الإسلامية يتعلق بتنويع الاستثمار وإدارة السيولة لديها بالشكل الذي يراعي الضوابط الشرعية ويحقق الأهداف التنموية في وقت واحد.

وبما أن طبيعة التعامل في أسواق الأوراق المالية يُعنى أساسا بالتمويل المتوسط والطويل الأجل واستهداف الغرض التنموي كان من اللازم التوقف عند هذه الأداة ودراسة مدى إمكانية استفادة البنوك الإسلامية منها من أجل تحسين العمل المصرفي الإسلامي ومن أجل تطوير مساهمة البنوك الإسلامية في مجال التنمية الاقتصادية.

إذن تأتي أهمية هذه الدراسة في أنها تساهم في توسيع نشاط البنوك الإسلامية إلى الاستثمار في أسواق الأوراق المالية للاستفادة منها خاصة فيما يتعلق بتوفير التمويل المتوسط والطويل الأجل وكسب البنوك الإسلامية بذلك طابعا تنمويا جديدا، بالإضافة إلى دراسة الآثار الأخرى المرتقبة للبنوك الإسلامية عند ارتباطها بأسواق الأوراق المالية.

أهداف الدراسة:

تسعى الدراسة إلى تحقيق الأهداف الآتية:

- تقييم التجربة المصرفية الإسلامية في مجال التنمية الاقتصادية والاجتماعية من خلال دراسة حالة بعض البنوك الإسلامية.
- المساهمة في توسيع قاعدة استخدامات موارد البنوك الإسلامية خاصة بالاستثمار الطويل الأجل باعتباره الأنسب والأكثر ملاءمة للتنمية الاقتصادية.
- دراسة مدى إمكانية استثمار البنوك الإسلامية في أسواق الأوراق المالية المعاصرة، ودراسة البدائل المتاحة.
- دراسة تأثير نشاط أسواق الأوراق المالية على الوضع المصرفي الإسلامي.
- تقييم إسهامات البنوك الإسلامية السودانية في سوق الخرطوم للأوراق المالية ودراسة الآثار المترتبة على هذه السوق خاصة ما يتعلق منها بالآثار على نشاط البنوك الإسلامية الناشطة فيها.

حدود الدراسة:

حُدِّدَت الدراسة بإطار مكاني و زمني بالشكل التالي:

الإطار المكاني للدراسة: تعالج الدراسة أحد المسائل الهامة المتعلقة بالصيرفة الإسلامية، وهو موضوع سوق الأوراق المالية، على اعتبار أن هذه الأخيرة أداة هامة للبنوك الإسلامية من أجل الاستثمار طويل الأجل والتخلص من فائض السيولة لديها، كما أن الدراسة تُبرز الآثار المرتبطة بنشاط سوق الأوراق

المالية في معالجة مسائل أخرى تتعلق بنشاط البنوك الإسلامية، وقد تم اختيار سوق الخرطوم للأوراق المالية بالسودان كدراسة تطبيقية كونها الأنسب لموضوع الدراسة.

الإطار الزمني للدراسة: حُدِّد بالفترة الممتدة من 2008م إلى غاية 2015م.

منهج الدراسة:

سوف نركز في هذه الدراسة على استخدام المنهج الوصفي التحليلي لتشخيص الوضع المصرفي الإسلامي، ثم دراسة إمكانية توسيع قاعدة استخدامات البنوك الإسلامية بالاستثمار المتوسط والطويل الأجل من خلال أسواق الأوراق المالية، بالإضافة إلى تحليل الآثار المترتبة للبنوك الإسلامية عند استثمار مواردها في أسواق الأوراق المالية.

كما نستخدم منهج دراسة حالة من خلال التعرض للتجربة السودانية وتقييم إسهامات قطاع البنوك فيها، كما يتم التطرق إلى أهم الآثار المترتبة عن قيام سوق الأوراق المالية وبالأخص على البنوك الإسلامية الناشطة فيها.

الدراسات السابقة:

على الرغم من أهمية سوق الأوراق المالية بالنسبة لنشاط البنوك الإسلامية كونه يفتح لها مجالاً هاماً للاستثمار المتوسط وطويل الأجل، إلا أنني لم أفق على دراسات سابقة تناولت هذا الموضوع من جوانبه المختلفة، لكن هناك بعض الدراسات التي تناولت جوانب من هذا الموضوع، نذكر منها ما يلي:

1- محمد الأمين ولد عالي، التنظيم الفقهي والتنظيم القانوني للسوق المالية الإسلامية وعلاقة ذلك بمقاصد الشريعة الإسلامية (السوق المالية الإسلامية في ماليزيا والبحرين كمثال تطبيقي). الطبعة الأولى، دار ابن حزم، بيروت، 2011م.

أصل الكتاب أطروحة دكتوراه في الدراسات الإسلامية، كلية الشريعة بجامعة بيروت الإسلامية، 2 أوت 2010م، تناول الباحث في هذه الدراسة وصف السوق المالية الإسلامية والتأسيس لها من النواحي الفقهية والقانونية والمقاصدية، كما تطرق إلى الأسس والأدوات والعقود التي يجب أن تبنى عليها، والأسس القانونية والتنظيمية التي يجب أن تحكم معاملاتها، وذلك على ضوء الاجتهادات الفقهية المعاصرة سواء كانت فردية أو في شكل اجتهادات جماعية متمثلة في المجامع الفقهية المعاصرة وعلى ضوء المقاصد والمصالح الشرعية الخاصة بالجانب المالي.

وتوصل الباحث إلى مجموعة من النتائج موزعة على ثلاثة مجالات: في مجال علم مقاصد الشريعة عموماً، حيث أبرز دور المقاصد في تطوير وإبراز الجانب المالي للشريعة الإسلامية، وفي مجال السوق المالية الإسلامية، وأشاد بتجربة السوق المالية الإسلامية العالمية في ماليزيا والبحرين، وأثبت الباحث هنا بأنها تجربة ناجحة ورائدة وجريئة إلا أنها تحتاج إلى ترشيد، أما في مجال إقامة السوق المالية الإسلامية، أكد على أهمية التنظيم القانوني لإقامة أي سوق إسلامية مالية فعالة محلية كانت أم دولية.

2- عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق. الطبعة الأولى، مؤسسة الرسالة ناشرون، دمشق، بيروت، 2008م.

هدفت هذه الدراسة أساساً للتعرف على مفهوم الهندسة المالية بالمؤسسات المالية الإسلامية، حيث ناقشت إمكانية وجود هندسة مالية خاصة بالمؤسسات المالية الإسلامية تكون متميزة عن تلك المستخدمة بالمؤسسات المالية التقليدية، وشملت الدراسة ثلاثة نماذج في مجال صناعة الهندسة المالية الإسلامية (إسلامي، مزدوج وتقليدي).

وتوصلت الدراسة إلى نتائج تتعلق أساساً بمفهوم الهندسة المالية الإسلامية وخصائصها واستخداماتها وشروط قيامها، كما توصلت إلى أن هناك علاقة ذات اتجاهين بين مدى تطور النظام المالي ككل ومدى نجاح وتطور صناعة الهندسة المالية الإسلامية، حيث وجود نظام مالي متطور في ماليزيا ساعد على تطور صناعة الهندسة المالية الإسلامية بها، بينما أدى إيجاد صناعة الهندسة المالية الإسلامية بالسودان إلى تطور النظام المالي بها.

كما أكدت الدراسة على أن تفهم السلطات النقدية (البنك المركزي) لطبيعة عمل المؤسسات المالية الإسلامية يساعد على تطوير صناعة الهندسة المالية الإسلامية بما ينعكس في النهاية بالإيجاب على جميع الأطراف بما فيها السلطات النقدية ذاتها.

3- محمد صبري هارون، أحكام الأسواق المالية (الأسهم والسندات). الطبعة الثانية، دار النفائس، عمان (الأردن)، 2009م.

أصل هذا الكتاب أطروحة دكتوراه في الفقه وأصوله، كلية الدراسات العليا في الجامعة الأردنية، قام الباحث في هذه الأطروحة بدراسة الأسواق المالية ومكانتها في الإسلام، وضوابط السوق في مجال التداول، وأحكام الأسهم والسندات من منظور إسلامي وبيان سبل وإمكانيات تطوير الأدوات المالية في الأسواق المالية الإسلامية.

وخلص الباحث إلى أحام شرعية تتعلق بالأسهم والسندات والعمليات الآجلة، كما أشار إلى بعض البدائل عن الأدوات المالية التقليدية، وسبل وإمكانيات لتطوير الأوراق المالية الإسلامية.

4- أشرف محمد دوابه، دور الأسواق المالية في تدعيم الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية. الطبعة الأولى، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، القاهرة، 2006م.

هدفت الدراسة إلى المساهمة في خروج البنوك الإسلامية من مأزق عدم الموافقة بين مدخلاتها قصيرة الأجل وأهدافها الاستثمارية طويلة الأجل، وذلك بوضع نموذج مقترح لتدعيم الاستثمار طويل الأجل في تلك البنوك من خلال الأسواق المالية، يستوعب ظاهرة التمويل قصير الأجل ويحقق أهدافها الاستثمارية طويلة الأجل من خلال تطوير أساليبها الاستثمارية بإصدار شهادات استثمار قابلة للتداول، وإنشاء صناديق استثمار، والتأسيس والمساهمة في الشركات، وإدارة وتكوين محفظة أوراق مالية تتفق وطبيعة عملها، وبما يساهم في تحقيق أهدافها التنموية على المستوى الاقتصادي والاجتماعي، فضلا عن تحقيق أهدافها الخاصة بتعظيم الربحية وتخفيض مخاطر السيولة وتحقيق أكبر قدر من الأمان.

وأنهى الباحث دراسته (بغية تجاوز المصارف الإسلامية للمأزق الذي وقعت فيه) بنموذج مقترح من خلال سوق المال لتدعيم الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية، حيث أشاد بالدور المتميز الذي تؤديه الأسواق المالية باعتبارها الوسيلة الفعالة في تحريك المدخرات إلى قنوات الاستثمار.

5- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة. الطبعة الأولى، كنوز إشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض، 2005م.

أصل هذا الكتاب رسالة دكتوراه نوقشت في كلية الشريعة بجامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية بالرياض، هذه الدراسة هي دراسة شرعية مفصلة، هدفت بشكل أساسي إلى تبيان أحكام الأسواق المالية المعاصرة والمعاملات المالية التي تجري فيها.

حيث تناول الباحث تعريف ونشأة الأسواق المالية وأنواعها، وأدواتها المالية، وإجراءات التعامل فيها، وأيضا عقود المعاملات المختلفة التي تجرى في هذه الأسواق.

وتوصل الباحث إلى عدة نتائج تتعلق بالأحكام الفقهية المتعلقة بالأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية المعاصرة سواء المتعلقة منها بأسواق رأس المال (وتشمل: الأسهم والسندات) أو المتعلقة بأسواق النقد (وتشمل: أدونات الخزنة، الأوراق التجارية، شهادات الإيداع القابلة للتداول، القبول المصرفي)، وأيضا الأحكام الفقهية المتعلقة بإجراءات التعامل في الأسواق المالية (أعضاء السوق، أوامر البيع والشراء، تسعير الأوراق المالية، طرق تداول الأوراق المالية، التسوية والمقاصة ونقل

الملكية)، بالإضافة إلى الأحكام الفقهية الخاصة بعقود المعاملات في الأسواق المالية المعاصرة (المعاملات العاجلة والأجلة، العقود المستقبلية وعقود الخيار وعقود المبادلات).

6- شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي (دراسة تحليلية نقدية). الطبعة الأولى، دار الفكر، دمشق، 2002م.

تناول الباحث في هذه الدراسة موضوع البورصة من حيث نشأتها ومفهومها وأنواعها وشروط إقامتها و وظائفها، وتناول أيضا جوانب أخرى من موضوع البورصة كسماسرة ووسطاء بورصة الأوراق المالية وطرق تحديد أسعار الأوراق المالية، كما تطرق الباحث إلى دراسة إصدار وتداول الأسهم والسندات من منظور إسلامي، والتكييف القانوني والفقهي لحصص التأسيس، وفي جانب آخر من الدراسة تناول العمليات الآجلة التي تجري في البورصة والتكييف الفقهي لها، حيث تطرق إلى العمليات الآجلة الباتة والعمليات الآجلة الشرطية والتعامل بالمؤشر.

وتوصل الباحث إلى جملة من النتائج، من أهمها ما يتعلق بشروط إقامة بورصة فعالة، وطرق تحديد أسعار الأوراق المالية، والأحكام الفقهية التي تتعلق: بالأسهم وما يتعلق بها، حصص التأسيس، والسندات، ونتائج أخرى تتعلق بأهم العمليات التي تجري في بورصة الأوراق المالية (المضاربة، العمليات العاجلة، والعمليات الآجلة).

7- دراسة Hussein Kotby بعنوان:

Financial Engineering for Islamic Banks: The Option Approach

في مجلة:

Journal of King Abdulaziz University: Islamic Economics, Vol. 8, 1996.

قام الباحث بدراسة الهندسة المالية باعتبارها أداة هامة وحديثة في عالم الأعمال، وإذا كانت تنقيد بضوابط الشريعة الإسلامية، فإن الهندسة المالية تُعتبر أيضا أحد الآليات الهامة للبنوك الإسلامية لمواجهة مخاطر السيولة.

ويعتبر الباحث من الأوائل الذين لفتوا انتباه المصرفيين المسلمين إلى أهمية هذا المجال، كما أشار الباحث إلى أهمية البحث عن الأدوات المالية الجديدة التي تتوافق مع القواعد الإسلامية المتفق عليها.

وتطرق الباحث في دراسته إلى مشكلتين هامتين تواجه البنوك الإسلامية، وهما: فائض السيولة، وتناقص معدل العائد مع مرور الزمن، لذلك أشاد بدور الصكوك المالية في تحسين إدارة السيولة الزائدة في البنوك الإسلامية، ويكون بذلك الباحث وكما أشرنا من أوائل الذين تعرضوا في أدبيات النظام المصرفي الإسلامي إلى مفهوم الهندسة المالية.

وعلى الرغم من أهمية الدراسات السابقة وقيمتها العلمية، إلا أنها مقارنة بموضوع دراستنا تتميز بما يلي:

- الدراسات السابقة جزء منها مفاهيمي يركز على مفهوم السوق المالية الإسلامية وضرورة توفير كل العناصر لإقامة هذه السوق، وجزء آخر يغلب عليه الجانب الشرعي ولم يعطي للجانب الاقتصادي نصيبه بالقدر الكافي.

- أغلب الدراسات تناولت موضوع سوق الأسواق المالية من منظور إسلامي في شكله العام المطلق، ولم تربطه بموضوع آخر كالبنوك الإسلامية خاصة وأن هذه الأخيرة تعاني من مشكل التمويل طويل الأجل.

- لم تتناول الدراسات السابقة حالة تطبيقية لسوق الأوراق المالية من منظور إسلامي من جوانبها المختلفة.

- لم تتناول تلك الدراسات إسهامات سوق الأوراق المالية في معالجة مسائل ترتبط بنشاط البنوك الإسلامية وتؤثر في وضعها التنموي، ومن ذلك علاقتها بالبنك المركزي أو المساهمة في تمويل عجز الموازنة العامة للدولة.

وبالتالي جاءت هذه الدراسة لتساهم في استكمال الجوانب التي لم تتعرض لها الدراسات السابقة، بحيث موضوع دراستنا يجمع بين سوق الأوراق المالية والبنوك الإسلامية في وقت واحد، حيث يبرز كيف يمكن للبنوك الإسلامية أن تستخدم سوق الأوراق المالية كأداة للاستثمار طويل الأجل والتخلص من فائض السيولة لديها، كما أنه يبرز الآثار المرتبطة بنشاط سوق الأوراق المالية في معالجة مسائل أخرى تتعلق بنشاط البنوك الإسلامية، وتم دعم ذلك كله بتناول دراسة حالة تطبيقية.

هيكل الدراسة وتقسيماتها:

تم تقسيم الدراسة إلى أربعة أبواب، الباب الأول تناول الإطار العام للبنوك الإسلامية وتقييم دررها التنموي، وتم تقسيمه إلى فصلين، تناول الفصل الأول الإطار العام للاستثمار والقرار التمويلي

في البنوك الإسلامية، أما الفصل الثاني تم تخصيصه لتقييم الدور الاقتصادي والاجتماعي في البنوك الإسلامية لعينة تتكون من أربعة بنوك إسلامية من دول مختلفة للفترة (2008-2015م).

أما الباب الثاني، تناول التكيف الفقهي لأدوات الاستثمار في أسواق الأوراق المالية المعاصرة ودراسة آثارها على النشاط الاقتصادي (حالة الأزمة المالية العالمية لعام 2008م)، وتم ذلك من خلال فصلين، الفصل الأول تناول الإطار العام لأسواق الأوراق المالية المعاصرة والوظائف المنوطة بها، أما الفصل الثاني تناول التكيف الفقهي لأدوات الاستثمار في أسواق الأوراق المالية المعاصرة، وتم التطرق فيه إلى الآثار السيئة لأسواق الأوراق المالية المعاصرة حينما تحولت من مصدر للتمويل إلى مصدر للأزمات.

الباب الثالث تم تخصيصه لدراسة البديل الشرعي لأسواق الأوراق المالية المعاصرة (سوق الأوراق المالية الإسلامية) وآثاره على نشاط البنوك الإسلامية، وتم تناول ذلك من خلال فصلين، الفصل الأول تناول الإطار العام لسوق الأوراق المالية الإسلامية، أما الفصل الثاني تناول الآثار المرتقبة للبنوك الإسلامية من خلال الاستثمار في أسواق الأوراق المالية الإسلامية.

الباب الرابع والأخير تطرق إلى دراسة حالة سوق الخرطوم للأوراق المالية بالسودان، وتم تناوله في فصلين، الفصل الأول تناول الأوراق المالية الإسلامية المصدرة في سوق الخرطوم للأوراق المالية وتقييم استثمارات البنوك السودانية فيها، أما الفصل الثاني تناول الآثار المكتسبة للبنوك الإسلامية السودانية من خلال الاستثمار في سوق الخرطوم للأوراق المالية.

صعوبات الدراسة:

كأي بحث علمي واجهتنا في طريق إعدادنا هذه الدراسة عدة صعوبات، كالجزم المتعلق بتقييم الدور الاستثماري للبنوك الإسلامية، حيث لا تشمل بعض التقارير السنوية على البيانات اللازمة لتقييم الوضع الاستثماري للبنك بشكل أفضل كحال بنك بوبيان (الكويت).

أما في الجانب التطبيقي، لاحظنا تضارباً في البيانات والإحصائيات الواردة في بعض تقارير بنك السودان المركزي، بالإضافة إلى تضارب الأرقام والإحصائيات تارة بين بيانات بنك السودان المركزي وبيانات شركة السودان للخدمات المالية المحدودة، وتارة أخرى بين بيانات سوق الخرطوم للأوراق المالية وشركة السودان للخدمات المالية المحدودة، كما جاءت تقارير شركة السودان للخدمات المالية متأخرة حيث بدأت منذ العام 2009م فقط، في حين الشركة باشرت نشاطها وأعمالها فعلياً منذ العام 1998م، بالإضافة إلى نقص البيانات الهامة ذات العلاقة بجزء من الدراسة وذلك في الإصدارات

الأولى من تقارير الشركة الأمر الذي حال دون تغطية كامل فترة الدراسة المحددة (2008-2015م) في ذلك الجزء من الدراسة، ويُضاف إلى ذلك تأخر صدور تقارير بيانات أحدث السنوات لسوق الخرطوم للأوراق المالية.

كما نشير إلى أن طبيعة الموضوع بحد ذاته مزدوجة، تجمع بين الجانب الاقتصادي والجانب الفقهي، الأمر الذي يتطلب البحث في الجانبين.

الباب الأول:

**الإطار العام للبنوك الإسلامية وتقييم دورها
التموي**

الفصل الأول: البنوك الإسلامية والقرار الاستثماري والتمويلي

تمهيد:

كان الهدف من إنشاء وتأسيس البنوك الإسلامية إيجاد البديل القائم على النظام الربوي المنتهج في البنوك التقليدية، ولذلك تميزت البنوك الإسلامية عن نظيرتها التقليدية في كثير من الجوانب وخاصة من حيث طرق جذب المدخرات والموارد أو من حيث استثمار وتشغيل تلك الموارد.

وشهد الربع الأخير من القرن العشرين حركة انطلاق مسيرة البنوك الإسلامية وانتشارها في مختلف أقطار العالم، وأصبحت ظاهرة البنوك الإسلامية الحدث الأبرز على صعيد الساحة المصرفية العربية والإسلامية بل والدولية في الوقت الراهن وذلك حينما تهافتت العديد من الدول إلى تبني أساليب التمويل المنتهجة في تلك البنوك للخروج من أزماتها المالية والاقتصادية التي طالت اقتصادياتها.

سوف يتم تناول هذا الفصل من خلال التطرق إلى المبحثين التاليين:

المبحث الأول: ماهية البنوك الإسلامية

المبحث الثاني: الاستثمار والقرار التمويلي في البنوك الإسلامية

المبحث الأول: البنوك الإسلامية (النشأة، الخصائص والأهداف)

المطلب الأول: نشأة البنوك الإسلامية

الفرع الأول: الأعمال المصرفية في الحضارة الإسلامية

لقد بدأت معرفة الأعمال المصرفية منذ عصور بعيدة في عدد من الحضارات القديمة، وتشير الحفريات الأثرية على أن السومريين (الذين عاشوا قبل 34 قرناً قبل الميلاد في بلاد الرافدين بالعراق) قد عرفوا الأعمال المصرفية، وكانت تقوم بها معابدهم التي كانوا يقدسونها وأشهرها المعبد الأحمر.¹

كما أن البابليين (الذين أقاموا حضارتهم على أنقاض الحضارة السومرية قبل عشرين قرناً قبل الميلاد) قد عرفوا بعض الممارسات المصرفية من خلال معابدهم لأنها الأكثر أمانة في حفظ حقوق الناس، حيث كانت تمتلك رؤوس الأموال الضخمة والملكيات الواسعة والموارد الدائمة،² وهذا الوضع كان يتشابه مع الذي كان سائداً عند الإغريق إلا أنه لم يكن محتكراً على معابدهم، أما الحضارة الرومانية فقد شهدت نوعين من الأعمال المصرفية، استلام الودائع وتقديم القروض.

أما تجربة الأعمال المصرفية عند العرب، فقد لعبت مكة المكرمة دوراً فاعلاً في تنميتها، حيث كانت مركز التجارة في الجزيرة العربية قبل الإسلام، وكان العرب يرجعون من الشام بالدنانير الرومانية الذهبية، ومن فارس بالدرهم الفضية، ومن اليمن بالدرهم الحميرية، وقد تعاملوا معها على أساس وزنها كمادة صرفة من الذهب أو الفضة.*

وقد ظهر نتيجة ذلك النشاط التجاري عدة صور مصرفية كالإيداعات والمضاربة في التجارة للحصول على الربح إلى جانب ظاهرة الإقراض بالربا.**

وعندما جاء الإسلام في القرن السابع ميلادي، أقر رسول الله، صلى الله عليه وسلم، التعامل بالنقود التي كانت سائدة حينذاك من الدنانير الرومانية والدرهم الفارسية والحميرية، كما أقر النبي، عليه الصلاة والسلام، الأوزان التي كانت قريش تقدر بها قيمة تلك النقود، أما تحريم الربا في الإسلام فقد كان بصورة تدريجية حتى تركن نفوس المسلمين للدين الإسلامي ليتم تحريمه بشكل مطلق.

¹ - محمد محمود العجلوني، البنوك الإسلامية: أحكامها - مبادئها - تطبيقاتها المصرفية. ط 2، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2010م، ص 66.

² - نفسه.

* - كان يتم التعامل بالذهب والفضة على أساس الوزن، لأن عملية ضرب أو سك المعدن النفيس لم يكن معروفاً بعد.

** - وخاصة الربا بالنسيئة الذي كان يتعامل به على وجه الخصوص يهود الجزيرة العربية.

كما كانت الوديعة أمانة، وأستخدمت المضاربة لتمويل التجارة، وعموما عرفت الحضارة الإسلامية العمل المصرفي وارتقوا بفنونه أكثر مما وصل إليه الرومان، وفيما يلي بعض هذه النماذج التي كانت سائدة في فترات متفاوتة:¹

أ- **ودائع الزبير بن العوام:** كان الزبير بن العوام يقبل الودائع على أساس السلف، أي دين بلا فائدة، حيث تكونت لديه حركة مالية كبيرة، ثم ورث نجله عبد الله هذه المعاملات وزاد عليها بأن كان يجري تحويلات مالية عبر البلدان، فكان يأخذ الدراهم من أهل مكة ويكتب لأخيه مصعب في العراق فيأخذونها منه، وهكذا تطورت الوديعة إلى قرض بالمفهوم المصرفي الحديث على أن يتم ضمان الوديعة عند المودع لديه.

ب- **أوامر الدفع من سيف الدولة الحمداني أمير حلب في منتصف القرن الرابع الهجري:** قام سيف الدولة الحمداني بزيارة بغداد بقصد النزهة والسياحة دون أن يعرفه أحد، فسار إلى دور بني خاقان وسهر معهم فخدموه دون أن يعرفوه، ولما هم بالانصراف كتب رقعة وتركها لهم، فلما فتحوها وجدوها موجهة إلى أحد الصيارفة في بغداد ليدفع لهم ألف دينار، وعندما عرضوا الرقعة على الصيرفي أعطاهم المبلغ كاملا، فسأله من الرجل، فقال: إنه سيف الدولة بن حمدان.

وبذلك كان أول ظهور للشيكات وأوامر الدفع التي كانت موقعة على رقعة، والتي حينما عرضت على الصيرفي (المسحوب عليه) قام بصرفها دون تردد.

ج- **صكوك مروان بن الحكم:** عبارة عن صكوك تدفع للعمال مقابل رواتبهم المستحقة لهم، فتكون بمثابة أجره مؤجلة الدفع إلى مواسم الغلال، وكانت تعتبر من أدوات الائتمان التي مثلت تطورا كبيرا آنذاك، وهذا الشكل أشبه بأوراق الدين بدون فائدة.

وهكذا تطورت التجربة الائتمانية والمصرفية في المجتمعات الإسلامية من حيث التشريع والفكرة ومن حيث الممارسة العملية حتى تكونت لديهم صور عديدة للمعاملات والصيغ المصرفية، نذكر منها: البيع، الثمن، المرابحة، التولية، الوضعية، القرض، الصرف، الضمان، الرهن، الشركة، الوديعة، الإجارة، الجعالة، الحوالة ...

¹ - أنظر: محمد محمود الكاوي، البنوك الإسلامية: النشأة، التمويل، التطوير. ط 1، المكتبة العصرية للنشر والتوزيع، مصر، 2009م، ص ص 20-21. محمد محمود العجلوني، مرجع سابق، ص 68.

أما في أوروبا، فبعد سقوط الإمبراطورية الرومانية سنة 476م، دخلت أوروبا في عصر الانحطاط وكثرت الإمارات وتعددت الزعامات وكثر الإقطاعيون وأصبح لكل إمارة عملتها الخاصة وظهرت تجارة العملات،¹ كما أصبح الصاغة والسيارفة يصدرن شهادات إثبات أو إيداع لكل من أودع لديهم مالا أو ذهباً، وصار المودعون يتداولون تلك الشهادات كوسائل دفع، فكانت بمثابة النقود النائبة،* ومع انتكاس التجارة في إيطاليا انتقل اليهود إلى إنجلترا الأكثر استقراراً وأماناً من باقي الدول الأوروبية في ذلك الوقت، وأقاموا في شارع لمبارد في لندن، وكانوا يضعون طاولات خشبية Banc أمامهم ليمارسوا عليها أعمال الإقراض الربوي.

ومع ظهور الثورة الصناعية في القرن التاسع عشر زاد الطلب على التمويل بغرض الإنتاج والتوسع، ولم يستطع أي من اللمبارديين في إنجلترا أن يمول مشروع صناعي بمفرده، وتطلب الأمر مشاركة جميع اللومبارديين في عمليات التمويل الصناعية، وهكذا ظهر بنك إنجلترا الحالي الذي هو بحق أول بنك تجاري على النحو الحديث للبنوك.²

الفرع الثاني: مفهوم البنوك الإسلامية

من الشائع تعريف البنوك الإسلامية على أنها مؤسسات مصرفية لا تتعامل بالفائدة أخذاً أو عطاءً، إلا أن هذا الشرط في الواقع غير كافٍ للتمييز بين البنوك الإسلامية عن مثيلاتها التي اعتمدت على نظم بديلة للفائدة مثل بنوك القرية أو بنوك الادخار في ألمانيا في الثلاثينيات من القرن الماضي، أو تلك التي ظهرت في الكتلة الاشتراكية السابقة "الاتحاد السوفيتي" والتي كانت تعتمد منذ نشأتها على نظام التخطيط المركزي في تهيئة وتوزيع الموارد المالية على الاستخدامات الاستثمارية المختلفة على اعتبار أن نظام الفائدة وممارسته ذو طبيعة ليبرالية لا يلزمها ولا يصلح لها.

وبالتالي، فإن مفهوم البنك الإسلامي أعمق مما ورد ولا يرتبط فقط بعدم التعامل بالربا، بل يتضمن عناصر رئيسية أخرى متكاملة، أبرزها:

1 - محمد محمود العجلوني، مرجع سابق، ص 72.

* - لقد قامت عملية إصدار الشهادات بينك البنديقية (إيطاليا) عام 1587م، وفي عام 1609م قام بنك أمستردام (هولندا) بإصدار الأوراق المصرفية، وفي عام 1656م قام بنك السويد بإصدار الأوراق النقدية عندما أدمج عمليتين كانتا منفصلتين، إصدار الأوراق المصرفية وخصم الأوراق التجارية، للمزيد، راجع: مروان عطون، النظريات النقدية. نشر ابيليوس، ص 34.

2 - نفس المرجع، ص 74.

- أن البنك الإسلامي مؤسسة مالية مصرفية، وبالتالي يمارس الأعمال التي لا تكون إلا للمصرف كقبول الودائع وتقديم الخدمات المصرفية، ويخرج بذلك عن شركات توظيف الأموال غير المصرفية كشركات التأمين ونحوها.

- أن البنك الإسلامي يستند إلى البعد الشرعي في تعبئة الموارد وفي توظيفها.

- أن البنك الإسلامي يهدف إلى تحقيق التنمية والعدالة والتكافل الاجتماعي.

وانطلاقاً من هذه العناصر، يمكن تعريف البنك الإسلامي على أنه: "مؤسسة مالية مصرفية، تقوم بتجميع الموارد وتوظيفها في مجالات تخدم الاقتصاد الوطني وفق ضوابط المشروعية، بهدف تحقيق الربح، لها رسالة إنسانية ذات بعد تنموي واجتماعي، وتعمل على توفير منتجات مالية تحوز على السلامة الشرعية"¹.

إن التقيد بالضوابط الشرعية عامل أساسي في أعمال وتصرفات وأنشطة البنوك الإسلامية، وتحقيقاً لهذه الغاية ينبغي على البنوك الإسلامية الحرص على السلامة الشرعية من خلال إنشاء وتأسيس هيئة خاصة بذلك هي هيئة الرقابة الشرعية.

هيئة الرقابة الشرعية هي: "هيئة مكلفة بمتابعة وفحص وتحليل كافة الأعمال والتصرفات والسلوكيات التي تجري في البنك للتأكد من أنها تتم وفقاً لأحكام وقواعد الشريعة الإسلامية"²، ومن أجل قيامها بهذا الدور يجب توفر الشروط التالية:³

- **الاستقلالية:** وتعني ممارسة دورها بصورة منفردة عن الجهات والدوائر التي يقوم المدقق الشرعي بفحص أعمالها.

- **الموضوعية:** أي تقييم التصرفات والأعمال البنكية بعيداً عن المصالح والآراء الشخصية.

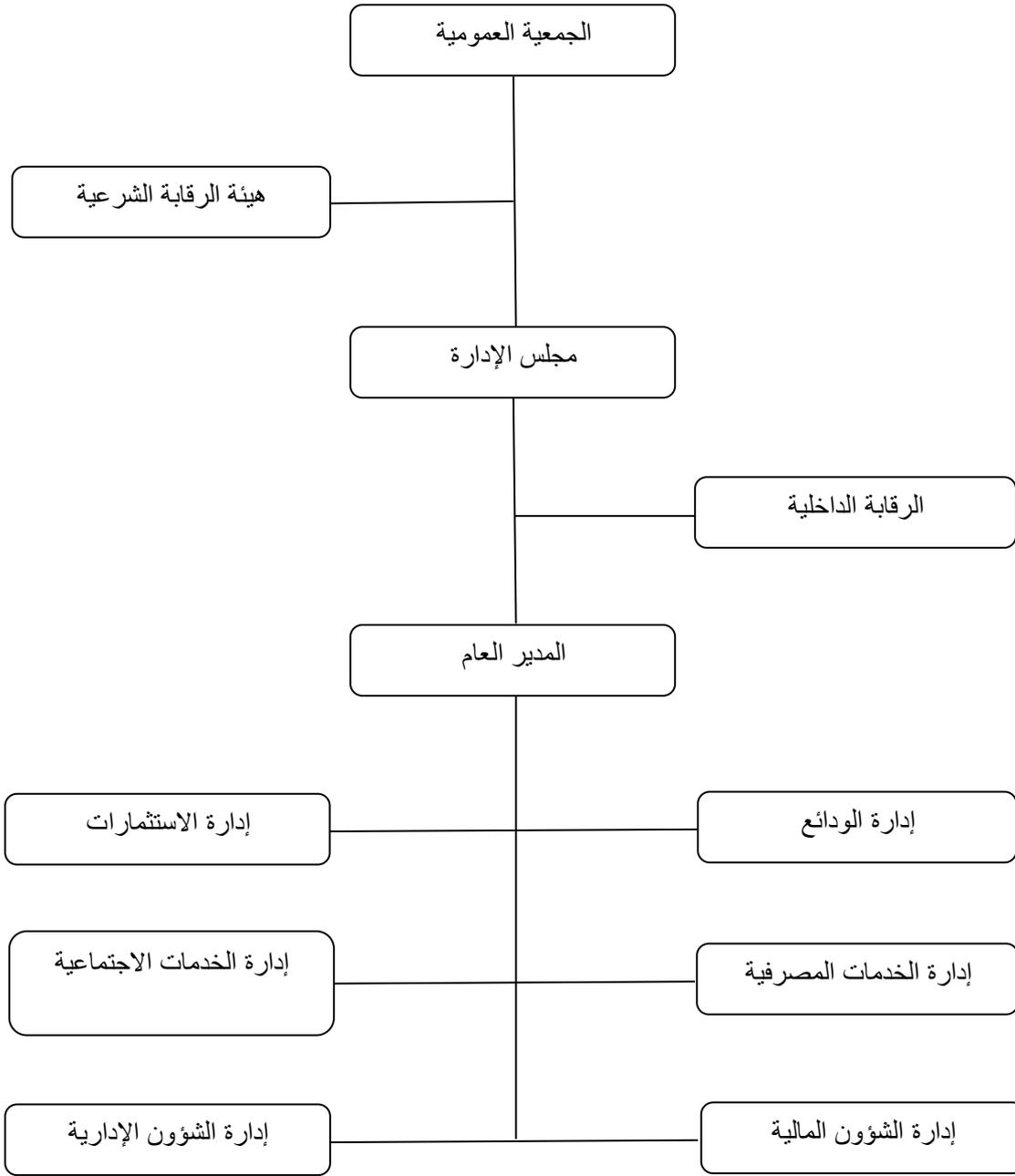
- **الشمولية:** بحيث يتم التأكد من أن المعاملات المصرفية تحوز على السلامة الشرعية بالمفهوم الواسع، ولا يتعلق الأمر فقط من مجرد التأكد من خلو عمليات البنك من المعاملات الربوية.

1 - إبراهيم عبد الحليم عباده، مؤشرات الأداء في البنوك الإسلامية. ط 1، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، 2008م، ص 29.

2 - حمزة عبد الكريم محمد حماد، الرقابة الشرعية في المصارف الإسلامية. ط 1، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، 2006م، ص 30 (بتصرف).

3 - نفس المرجع، ص ص 53-54.

الشكل (1): الهيكل التنظيمي لبنك إسلامي افتراضي



المصدر: محمد محمود العجلوني، مرجع سابق، ص 135.

ميزانية البنك الإسلامي: ميزانية البنك الإسلامي تتألف من جانبين:

- جانب المطلوبات (الخصوم): تمثل جميع موارد البنك الإسلامي المطلوبة للمساهمين والمودعين.

- جانب الموجودات (الأصول): تمثل استخدامات واستثمارات البنك الإسلامي لموارده المتاحة.

وفيما يلي جدول يلخص البنود التي يتضمنها كل جانب من ميزانية البنك الإسلامي.*

الجدول (1): نموذج مختصر لميزانية بنك إسلامي افتراضي

المطلوبات (الخصوم)	الموجودات (الأصول)
ودائع تحت الطلب	نقد في الصندوق
ودائع التوفير	أرصدة نقدية لدى البنك المركزي
ودائع الاستثمار	أرصدة نقدية لدى البنوك الأخرى
ودائع البنوك المحلية والخارجية	محفظة الأوراق المالية المشروعة
مخصصات مختلفة	قروض حسنة
مطلوبات أخرى	استثمارات
رأس المال المدفوع	موجودات أخرى
الاحتياطيات والأرباح المحتجزة	موجودات ثابتة بعد الاهتلاك
مجموع المطلوبات	مجموع الموجودات

المصدر: محمود حسن صوان، أساسيات العمل المصرفي الإسلامي: دراسة مصرفية تحليلية مع ملحق بالفتاوى الشرعية. ط 2، دار وائل للنشر، الأردن، 2008م، ص 101 (بتصرف).

أما عن الفرق بين البنوك الإسلامية ونظيرتها التقليدية، فيمكن إيجازه كما يلي:

1- أوجه الشبه:

- كلاهما يقوم بأعمال مصرفية كتلقي الودائع وإجراء التحويلات.
- كلاهما يؤدي وظيفة الوسيط المالي بين المدخرين والمستثمرين.
- كلاهما يخضع للرقابة المصرفية من قبل البنك المركزي.
- الودائع الجارية مبنية على أساس القرض بدون فائدة في البنك الإسلامي، وكذلك أغلبية البنوك التقليدية تتعامل بنفس الطريقة.
- يتفان في مجموعة من الخدمات المصرفية، مثل تحصيل الدين نيابة عن الدائن، إصدار الشيكات، تأجير الخزائن الحديدية...

* - إن ترتيب بنود الميزانية في البنوك يخضع للترتيب المتناقص لدرجة السيولة في جانب الأصول، بينما يخضع ترتيب بنود الخصوم إلى درجة الاستحقاق، وهو عكس الترتيب الذي تخضع له البنود في ميزانية منشآت الأعمال.

2- أوجه الاختلاف:

- البنك الإسلامي ينطلق من أساس عقائدي حيث يتضمن اسمه المرجع الذي يستند إليه في نشاطه وأعماله، بينما البنك التقليدي لا يوجد ما يشير إلى أساس تعامله ونشاطه.
- يمثل الاستثمار البند الأكبر والأكثر أهمية في موجودات البنك الإسلامي، بينما يمثل الإقراض بكافة أشكاله البند الأكبر والأكثر أهمية في موجودات البنك التقليدي.
- تخضع أعمال البنوك الإسلامية إلى الرقابة المصرفية من قبل البنك المركزي والرقابة الشرعية، بينما لا تخضع البنوك التقليدية إلا للرقابة المصرفية من قبل البنك المركزي.
- لا يطلب البنك الإسلامي ضمانات على التمويل الذي يمنحه إلا ما تعلق بغايات التعدي أو التصير في إدارة المشروعات، أما البنك التقليدي فيطلب الضمانات لتأمين القروض التي يمنحها للمستثمرين أو للمقترضين.
- يؤدي البنك الإسلامي دورا اجتماعيا تكافليا إلى جانب دوره الاقتصادي، بينما البنك التقليدي لا يركز على الدور الاجتماعي وينحصر هدفه في تحقيق الربح المادي.
- يركز البنك الإسلامي في تمويل المشروعات على منفعتها ومدى حاجة المجتمع إليها، بينما يتقيد البنك التقليدي بقوة الضمانات والجدارة الائتمانية والقدرة على تسديد القروض ولا يهتم بما تضيفه الاستثمارات محل القروض من منافع وفق مبدأ الأولويات.

المطلب الثاني: مراحل تطور البنوك الإسلامية

لقد كان للحضارة الإسلامية دور هام في تطوير نماذج الأعمال المصرفية التي كانت سائدة في البلاد التي فتحتها،* حيث تفاعلت مع التجارة الدولية وكانت وراء نموها بين أقطار العالم الإسلامي من ناحية ومع العالم الخارجي من ناحية أخرى.

و بادر الصيارفة المسلمون بالأعمال التقليدية التي كانت في الحضارات السابقة كوزن النقود وتحديد قيمتها عند تداولها وحفظها كودائع، بالإضافة إلى قيامهم بمبادلة العملات واستبدال أجناس النقود المتنوعة، هذا وقد عرف المسلمون الأوائل منذ القرن الثامن ميلادي الأوراق التجارية التي انتقلت فيما بعد إلى المدن الإيطالية والأندلس ثم باقي أوروبا.

* - اشتملت هذه البلاد على الإمبراطورية الفارسية وأجزاء من الإمبراطورية الرومانية.

بعد ذلك ظهرت أعمال مصرفية متنوعة أخرى، مثل: صرف أوامر الدفع، تأدية قيمة الصكوك، الحوالات المالية... ومع ذلك بقي ظهور البنوك الإسلامية وانتشارها متأخرا ولم يتحقق بوضوح إلا مع بداية الربع الأخير من القرن العشرين* حيث مرت بعدة مراحل سبقت ظهورها وتأسيسها، وهي: مرحلة التنظير، مرحلة التطبيق، ومرحلة الانتشار الدولي، ويمكن إيجازها كما يلي:1

الفرع الأول: مرحلة التنظير (امتدت من العقد الثالث إلى العقد الخامس من القرن العشرين)

شهدت فترة الثلاثينيات من القرن العشرين انطلاقة الصحوة الإسلامية في مجال المال والأعمال، وحدث تطور مهم في فكرة البنوك الإسلامية، حيث ثابر العلماء الشرعيون والاقتصاديون في الكتابة عن بنوك بدون فوائد والدعوة إلى تغيير البنوك لتتوافق مع مبادئ الإسلامية.**

وعلى الرغم من أن العشرية التي تلتها لم تشهد دراسة مباشرة حول البنوك الإسلامية، إلا أنه نشأت وبجهود فردية صناديق تقدم قروضا للتجار وغيرهم من المحتاجين بدون فوائد.***

وشهدت فترة الخمسينيات نموا كبيرا للاتجاه الذي يرى أن الفائدة حرام، لأنها الربا بعينه، وأن الفقه الإسلامي يتضمن من العقود الشرعية ما يعين البنك على القيام بوظيفته دون الوقوع في محذور شرعي.

* - في الوقت الذي تجمد فيه الفعل الحضاري الإسلامي ومعه التجربة المصرفية الإسلامية، ظهرت بوادر الفعل الحضاري الغربي ومعه النظام الاقتصادي الليبرالي ومكونه النظام المصرفي الربوي، كما بدأ الاستعمار الإمبريالي يغزو العالم الإسلامي وأدخل معه الفكر الليبرالي، وهكذا نشأت في القرن التاسع عشر فروع عديدة للبنوك الليبرالية الكبرى في الدول الإسلامية، ثم تطور الأمر بعد استقلال الدول الإسلامية، فنشأت بنوك وطنية قائمة على أساس الفائدة وظهرت مؤسسات تشريعية وتنظيمية على الأساس ذاته ألا وهي البنوك المركزية الوطنية التي تعمل ضمن وظائف أخرى تختلف عن وظائف البنوك التجارية.

1 - محمد محمود المكاوي، مرجع سابق، ص 29.

** - من بين هؤلاء العلماء: حسن البنا في مصر وأبو الأعلى المودودي في باكستان والشيخ محمد صبري شيخ الإسلام في الدولة العثمانية وتلميذه محمد زاهد الكوثري.

*** - وبصفة خاصة تم ذلك في شبه القارة الهندية، مثل: "بنك التعاضد المالي وتبادل المعونة" في حيدر آباد، والذي أنشأه وأشرف عليه السيد عمر القادري ومن بعده ابنه، وتمثل نشاطه في تجميع التبرعات وإقراضها لذوي الحاجة بدون ربا على أن تسدد القروض في صورة أقساط شهرية، ويمثل هذا البنك أول رد فعل إيجابي من جانب الشعوب الإسلامية لإيجاد بديل إسلامي عن البنوك الأجنبية التقليدية.

الفرع الثاني: مرحلة التطبيق (امتدت من العقد السادس إلى العقد الثامن من القرن العشرين)

شهد العقد السادس وبداية العقد السابع من القرن العشرين دراسات لإنشاء بنوك إسلامية كانت بمثابة نقطة الانتهاء من مجرد طرح الفكرة.*

وتعتبر تجربة عام 1963م أول نواة البنوك الإسلامية، حيث تم إنشاء بنوك الادخار المحلية بإقليم الدقهلية في مصر على يد الدكتور أحمد عبد العزيز النجار، وعلى الرغم من أن التجربة لا تعدو إنشاء "صناديق ادخار توفير" لصغار الفلاحين، إلا أنها حققت نجاحا باهرا، ولكنها أجهضت سياسيا عام 1967م، ثم خلف هذه التجربة بنك ناصر الاجتماعي عام 1971م بالقاهرة، وعمل في مجال جمع وصرف الزكاة والقرض الحسن، بعد ذلك تم إنشاء بنوك إسلامية أخرى في دول مختلفة، مثل:

- بنك دبي الإسلامي عام 1975م.
- بنك فيصل الإسلامي السوداني عام 1977م.
- بيت التمويل الكويتي عام 1977م.
- البنك الإسلامي الأردني للتمويل والاستثمار عام 1978م.

الفرع الثالث: مرحلة الانتشار الدولي (انطلقت منذ العقد التاسع من القرن العشرين)

بعد مرحلتى التنظير والتطبيق، خرجت البنوك الإسلامية من نطاقها الطبيعي في أسواق الدول الإسلامية إلى أسواق الدول الأخرى، ويعتبر العقد التاسع من القرن العشرين عقد الانطلاقة الدولية لقاطرة البنوك الإسلامية.

المطلب الثالث: خصائص البنوك الإسلامية

من التعريف السابق للبنوك الإسلامية، يمكن استخلاص الأسس الحاكمة لأعمالها ونشاطها، وهي: الأساس العقائدي، الأساس التنموي والأساس الاجتماعي.

* - وكان ذلك نتيجة الجهود الآتية: دراسات الشيخ محمد أبو زهرة 1960م، والشيخ علي الخفيف، والشيخ عبد الكريم الخطيب 1961م، ومحمد عبد الله العربي 1962م، والدكتور أحمد الشرباصي 1963م، والدكتور عيسى عبده، وأبو الحسن الندوي ... وغيرهم، بالإضافة إلى دراسات محمد حميد الله بباكستان ولندن عن: "بنوك القرض بدون ربا" في عام 1962م، وتجربة أحمد إرشاد في باكستان في عام 1963م، وهي محاولة تحويل أحد البنوك الربوية إلى نظام لا ربوي ولكن لم تستمر إلا لبضعة أشهر لعدم وجود تصور شامل ومتكامل للتجربة ولعدم توافر الكوادر البشرية الملائمة لقيادة عملية التمويل.

الفرع الأول: الأساس العقائدي

إن للبنك الإسلامي أيديولوجية وعقيدة تختلف تماما عن البنوك الأخرى، حيث تنطلق هذه العقيدة من نظرية الاستخلاف التي تتضمن أن الله هو مالك كل شيء وأن الإنسان مستخلف على هذه الملكية، ومن هنا فإن البنك الإسلامي يقوم بواجب الإعمار والتحفيز على الإنتاج ملتزما في ذلك بالضوابط الشرعية المتعلقة بحفظ المال وتنميته، وتحقيقا لهذه الغاية تستعين البنوك الإسلامية بهيئة الفتوى والرقابة الشرعية التي تقوم بإيضاح الحكم الشرعي فيما يعرض عليها من مسائل مالية ومصرفية، وتستمد هيئة الرقابة الشرعية وجودها من الجمعية العمومية للبنك، كما ينبغي أن تتمتع بالاستقلالية والحرية في أداء واجباتها.

إن من أهم الضوابط الشرعية التي ينطلق منها العمل المصرفي الإسلامي هو استبعاد التعامل بالربا.

والربا في اللغة: هو الزيادة والنماء والعلو، يُقال من ذلك: ربا الشيء يربو: إذا زاد، وربا الرابية يربوها: إذا علاها، والرُّبوة والرُّبوة: المكان المرتفع.¹

ويُقال: ربا المال: زاد وعلا وارتفع، وأخذة أخذة رابية: شديدة زائدة، والربا: الفضل والزيادة.²

أما اصطلاحا فهو: "زيادة المال بلا مقابل في معاوضة مال بمال، أو زيادة أحد البديلين المتجانسين من غير أن يقابل هذه الزيادة عوض".³

ورد تحريم الربا في القرآن الكريم، قال الله تعالى: "وأحل الله البيع وحرم الربا.."⁴، أما في السنة النبوية الشريفة، فقد جاء تحريم الربا في أحاديث عديدة، فمثلا في كتاب الترهيب والترهيب للحافظ المنذري يوجد ثلاثين حديثا في الترهيب من الربا، منها ما رواه مسلم وغيره عن جابر بن عبد الله قال: "لعن رسول الله، صلى الله عليه وسلم، أكل الربا وموكله وكاتبه وشاهديه، وقال هم: سواء".⁵

1 - أبو الحسين أحمد بن فارس بن زكريا، معجم مقاييس اللغة. ط 1، دار إحياء التراث العربي للطباعة والنشر والتوزيع، بيروت، 2001م، ص 419.

2 - إبراهيم أنيس وآخرون، المعجم الوسيط. ط 2، دار المعارف، القاهرة، 1972م، ص 350.

3 - محمد محمود العجلوني، مرجع سابق، ص 41.

4 - سورة البقرة، الآية: 275.

5 - علي أحمد السالوس، موسوعة القضايا الفقهية المعاصرة والاقتصاد الإسلامي. ط 7، مكتبة دار القرآن، مصر، 2002م، ص 78.

والجدير بالإشارة إلى أن الربا محرم في كافة الأديان السماوية* حتى وإن قلت الزيادة فيه، وبغض النظر عن نوع القرض (استهلاكي أم إنتاجي) أو طبيعة طرفي التعاقد (أفراد، شركات أو دول) أو تغير قيمة النقد (ارتفاع أو انخفاض).

وينقسم الربا إلى نوعين، جميعها محرمة:

1- ربا البيوع: ويكون في المعاملات التجارية بالسلع الربوية، وهو نوعان:

أ- ربا الفضل: وهو الزيادة المشروطة في أحد البديلين المتجانسين.

ب- ربا النسيئة: وهو الزيادة في أحد العوضين مقابل تأخير أحدهما.

ويجمع هذين النوعين من الربا حديث الأصناف الستة المشهور: "الذهب بالذهب والفضة بالفضة والبر بالبر والشعير بالشعير والتمر بالتمر والملح بالملح، مثل بمثل سواء بسواء يدا بيد"، فبيع الذهب بالذهب والفضة بالفضة... يشترط فيه التقابض في المجلس وعدم الزيادة، فإن كانت هناك زيادة مع القبض فهذا ربا الفضل، وإن لم يتم القبض فهو ربا النسيئة سواء اشتمل على ربا الفضل أم لم يكن فيه زيادة¹.

2- ربا القروض (ربا الديون): وهو كل زيادة مالية في أصل القرض، فكل قرض جر نفعاً فهو "ربا"، قال الإمام مالك في المدونة: " كل شيء أعطيته إلى رجل فرد إليك مثله وزيادة فهو ربا"².

- الربا.. أضرار متعددة ومدمرة للاقتصاد:

إن تحريم الربا (سعر الفائدة) في الإسلام من ورائه حكم عظيمة، الغرض منها دفع ودرأ المساوي والأضرار الناجمة عنه، وفيما يلي بعض هذه الأضرار والمساوي:

1- الربا معيق للاستثمار والإنتاج:

أشار الاقتصادي الليبرالي (J.M.Keynes) في كتابه الشهير "النظرية العامة" من أن ارتفاع سعر الفائدة يخفض من الإنتاج، لأنه يغري صاحب المال بالادخار للحصول على عائد مضمون دون التعرض للمخاطرة في الاستثمار في المشروعات التجارية أو الصناعية، كما أنه لا يساعد أصحاب

* - لقد كانت مجموعة من أعلام الكنيسة والمفكرين يحاربون الربا حتى القرن الخامس عشر الميلادي، مثل: Saint Gregoire de Naziance, Saint Jean Chrisostome وغيرهم.

1 - نفس المرجع، ص 81.

2 - نفس المرجع، ص 82.

المشاريع على التوسع، حيث إن العائد من التوسع وما يصاحبه من مخاطر قد لا يعادل الفائدة التي سيدفعها للمقرض كتكلفة محددة ومضمونة، وبالتالي سيؤدي إلى نقص في الإنتاج وزيادة البطالة، وبالمقابل فإن كل نقص في سعر الفائدة سيؤدي إلى زيادة في الإنتاج والعمالة.¹

ومن جهة أخرى، يؤثر التعامل الربوي على الإنتاج من خلال انخفاض مستوى الاستثمار (بحكم العلاقة العكسية بين سعر الفائدة والاستثمار)، وهذا من شأنه أن يخفض من حجم الإنتاج بفعل مضاعف الاستثمار.

2- الربا مظهر من مظاهر احتكار المال وسوء توزيعه:

بعملية رياضية بسيطة يؤكد الدكتور شاخت (مدير بنك الرايخ الألماني) في محاضرة له بدمشق عام 1953م أن المال في الأرض مصيره إلى عدد قليل جدا من المرابين، ذلك أن الدائن هو الراجح دائما، بينما المدين معرض للخسارة، ومن ثم فإن كل المال في النهاية لا بد وأن يصير إلى الذي يربح دائما، فمنذ قيام الثورة الصناعية تحالف أرباب المال المصرفيون مع أرباب الأعمال الصناعيين، وكلما زاد هذا التلاحم بينهما كلما زاد تحيز البنوك للمشروعات الكبيرة حتى تنشأ دائرة رأسمالية خبيثة، بحيث يصبح المال دولة بين الأغنياء فقط.²

لهذا فالإسلام حرم الربا، لأن هذه الممارسة تثري الأقلية على حساب الأغلبية.³

3- الربا أداة رديئة ومضلة في تخصيص الموارد الاقتصادية:

في دراسة ميدانية عام 1981م وجد (J.Enzler) و (W.Conard) و (L.Johnson) أن رأس المال قد أسيء استخدامه وتخصيصه في الاقتصاد الليبرالي إلى حد خطير بين قطاعات الاقتصاد وأنواع الاستثمارات بسبب سعر الفائدة، واستنتجوا بأن سعر الفائدة أداة رديئة ومضلة في تخصيص الموارد لتحيز بصفة أساسية للمشروعات الكبرى على أساس جدارتها الائتمانية التي تحصل على قروض أكبر بفائدة أقل عنها في المشروعات المتوسطة والصغيرة التي يمكن أن تكون ذات إنتاجية أعلى وكفاءة أكبر وملاءة أفضل.⁴

1 - محمد محمود العجلوني، مرجع سابق، ص 50.

2 - نفسه.

3- Seddik Taouti, *Vers Un Systeme Bancaire Conforme a la Chari'a Islamique*. Entreprise Algerienne de Presse, Algerie, 1986, p 8.

4 - محمد محمود العجلوني، مرجع سابق، ص 51.

واعتبر أحد الاقتصاديين الربا أنه مرض الحياة الاقتصادية التي يفقدها المناعة ويهددها بالهلاك والدمار، كما أضحى الربا مشكلة الدول والحكومات فيما يعرف بـ"خدمات الديون"، فكارثة الديون قسمت ظهر العالم الثالث وأضيفت لها الفائدة المركبة فتضاعفت في سنوات قليلة وعجزت البلاد المدينة عن دفعها في موعدها المحدد.¹

هذا ويؤكد كثير من فلاسفة الاقتصاد والسياسة أن الفوائد الربوية وراء كثير من الأزمات التي يعانيها العالم، وأن الاقتصاد العالمي لن يكون بخير حتى تكون الفائدة (صفرًا)، أي تلغى الفائدة نهائيًا.*

4- الربا مؤثر سلبي على النقد ووظائفه ومنشئ للتضخم المالي:

إن التعامل بالربا يحول النقود نفسها إلى سلعة قابلة للشراء بثمن هو سعر الفائدة، وإذا كان وجود النقد يهدف بالأساس إلى حل مشاكل التبادل وتذليل الصعوبات التي تحول دون نشاط التوزيع، بالإضافة إلى أنه يساعد على إنماء الثروة والاستفادة منها بطرق سهلة، فإن قيام النقود بتلك الوظائف يرتبط أساسا بمدى قدرتها على الثبات في قيمتها التي تتأثر بالمستوى العام للأسعار، ونعتقد أن عملية تحويل النقد إلى سلعة تباع وتشتري من خلال التعامل الربوي يُكوّن فجوة نقدية زائدة تنعكس في مستوى السعر باتجاه الارتفاع، ومن ثم تخفيض مماثل في قيمة النقود الذي يترتب عنه مستوى رديء لوظائفها.

ولقد أثبت الواقع أن للتعامل بالربا آثارا مدمرة على الاقتصاد الجزئي والكلّي، فارتفاع أسعار الفائدة يؤثر في زيادة الأسعار وفي زيادة حدة الفجوة التضخمية وما يترتب على ذلك من آثار سلبية وسيئة.**

5- الربا منشئ للمضاربات السعرية غير الإنتاجية:

إن النظام الربوي يدفع بكثير من المتعاملين الاقتصاديين إلى التفكير في الربح السريع بالاعتماد على التنبؤات والتقديرات بخصوص أسعار الأصول المالية التي يمكن أن يحوزونها بأسعار منخفضة.

ونشاط المضاربات قصيرة الأجل في الوقت الحالي انتشر بشكل واسع وأصبحت البورصات المكان المفضل للجشعيين والراغبين في تحقيق الأرباح في وقت قياسي، ويجري نشاط المضاربة على

¹ - يوسف القرضاوي، فوائد البنوك هي الربا الحرام. ط 3، دار الصحو للنشر والتوزيع، القاهرة، 1994م، ص 42.

* - وهو ما تنتهجه بعض الدول الغربية عندما تحل بها الأزمات المالية والاقتصادية، مثل ما فعلته اليابان خلال الأزمة المالية العالمية أواخر عام 2008م.

** - لظاهرة التضخم آثار اقتصادية واجتماعية عديدة، من بينها أنه يؤثر سلبا على الدخل الحقيقية ومضر بالدائنين، كما يؤثر سلبا على أداء النقود لوظائفها بما ينعكس سلبا على أداء النشاط الاقتصادي.

مختلف الأصول المالية، أهمها التعامل في العملات الأجنبية والأوراق المالية ... حيث يعتمد المضارب لشراء هذه الأدوات بأسعار منخفضة حين يتوقع إمكانية بيعها بأسعار أعلى.

وإذا لاحظنا مثلا سلوك المضارب بالسندات، نجد أنه سوف يتربص بالقيمة الجارية للسندات في البورصة، وترتبط هذه القيمة بدورها بشكل محكم وعكسي مع مستويات أسعار الفائدة في السوق النقدي، حيث إن ارتفاع هذه الأخيرة يولد عرضا فائضا للسندات في السوق المالي يخفض من قيمتها، وهي الوضعية المناسبة للمضارب في انتهاز الفرصة وشراء السندات، والعكس يحدث تماما في حالة انخفاض سعر الفائدة في السوق النقدي، حيث يرفع من قيمة السندات ويعمد المضارب لبيعها واستغلال الفوارق السعرية.

فهذا السلوك مستقل ولا يتعلق أساسا بالاقتصاد العيني أو الحقيقي، فالمضارب لا يدخل مجال الإنتاج ولا يضيف فيه شيئا، لذلك فإن أرباحه المحققة هي أرباح هامشية لا اقتصادية، حيث لا تبررها قيم حقيقية في الاقتصاد العيني، وعموما نستخلص من سلوك المضارب المساوي التالية:

- نشاط المضارب يعبر عن حالة متنامية للجشع المتولد لدى المضارب بالشكل الذي يجعله نشاطا اعتياديا، وبالتالي يحل هذا النشاط محل الجهد الحقيقي كمصدر في تحقيق الثروة.

- نشاط المضارب لا يرتبط بالاقتصاد العيني ويدخل مشاريع اقتصادية تنموية، بل هو نشاط قائم على تقدير أسعار الأصول المرتبطة بالنشاط الحقيقي، وبالتالي القيم المحققة من نشاط المضاربة لا تدخل بالاعتبار عند تقدير إجمالي الناتج الوطني أو المحلي، لأنها قيم ليس لها مقابل أو لا تتضمن قيمة مضافة في الاقتصاد العيني.

- نشاط المضارب مؤثر سلبي على النشاط الحقيقي، ذلك أن المضاربة تطرد جزءا من النقود الموجهة للإنتاج والتبادل، ويمكن ملاحظة ذلك من خلال دالة الطلب الكنزوية على النقود التي تتركب من الطلب النقدي بغرض المبادلات والمعاملات (الطلب النشط)، وهو طلب إيجابي يتعلق بالاقتصاد العيني ويساعد على نموه وتجديده، أما الطلب الآخر فهو المعد لأغراض المضاربة، هو طلب سلبي، كونه يخفض من حجم الطلب النقدي المعد للإنتاج والتبادل، أي أنه يطرد النقود الموجهة لتلك الأغراض.*

* - لمزيد من التفاصيل أنظر: مروان عطون، مرجع سابق، ص ص 121-147.

إن النظرية النقدية في النظام الإسلامي تتجاوز تلك المشاكل التي يتعثر فيها النظام الربوي للأسباب التالية:¹

- البنك الإسلامي لا يتاجر في النقود ولكنه يتاجر بها (النقود ليست سلعة).
- تظهر النقود بظهور الإنتاج وتختفي باختفائه.
- تحصل النقود على الربح إذا مزجت مع عنصر العمل.

ومن المهم هنا أن نميز بين الفائدة والربح، حيث العائد الزائد على رأس المال إذا كان ناجماً عن العمل وتقلب المال من حال إلى حال "دوران رأس المال"، فإنه يصطلح على ذلك مفهوم الربح،² أي أن الربح ينتج عن أسباب تقلب رأس المال وما يترتب عن ذلك من تحمل للمخاطرة، أما الفائدة عائد مضمون ومحدد لصاحب رأس المال مقابل التخلي عنه للغير يستخدمه أو لا يستخدمه مدة من الزمن.³

كما أن الاختلاف بين الأجر والربا (الفائدة) واضح وجلي، فالأجر هو عوض مالي مقابل منفعة مشروعة، بحيث لا يتحقق الأجر إلا إذا قام الأجير بالعمل، أما الفائدة فمستحقة بصرف النظر عن المنفعة الناشئة من استخدام رأس المال، لذلك كانت زيادة غير مشروعة في الإسلام.

الفرع الثاني: الأساس التنموي

تعد التجارة والاستثمار من أبرز اهتمامات وأنشطة البنوك الإسلامية، إذ أنهما المصدر الأساسي في توليد إيراداتها وتحقيق أرباحها.

والاستثمار في الإسلام قام أساساً على محاربة الاكتناز وحبس المال عن الدورة الاقتصادية لما في ذلك من آثار سيئة على المجتمع، وقد ورد تحريم الاكتناز في القرآن الكريم، قال تعالى: "والذين يكنزون الذهب والفضة ولا ينفقونها في سبيل الله فبشرهم بعذاب أليم، يوم يحمى عليها في نار جهنم فتكوى بها جباههم وجنوبهم وظهورهم هذا ما كنزتم لأنفسكم فذوقوا ما كنتم تكنزون"⁴، كما

1 - يزن خلف سالم العطيّات، تحول المصارف التقليدية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية. ط 1، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، 2009م، ص 61.

2 - عيسى ضيف الله المنصور، نظرية الأرباح في المصارف الإسلامية. ط 1، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، 2007م، ص 60.

3 - عبد الرحمان يسرى أحمد، قضايا إسلامية معاصرة في النقود والبنوك والتمويل. الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2001م، ص 62.

4 - سورة التوبة، الآية: 34-35.

قال: "ولا يحسن الذين يبخلون بما آتاهم الله من فضله هو خيرا لهم بل هو شر لهم سيطوقون ما بخلوا به يوم القيامة"¹.

إن لظاهرة الاكتناز أثارا اقتصادية بالغة الخطورة، تكمن في أن تعطيل المال عن الحركة وسحبه من ميدان التداول يؤثر على فعالية الطلب الكلي في التحفيز على الإنتاج وتوظيف الموارد الإنتاجية، أي الإخلال بالدورة الاقتصادية وتعثرها في اتجاه ظاهرة الانكماش والركود الاقتصادي.

لذلك فإن البنوك الإسلامية تحرص كل الحرص على تجميع وتعبئة أقصى قدر من المدخرات واستخدامها في تمويل الأنشطة الاقتصادية الأكثر نفعاً والأكثر أهمية للاقتصاد ككل بالاعتماد على المصادر التالية:

أ- رأس المال: ويمثل مجموع حصص الشركاء المقدمة عند إنشاء البنك، ويمكن أن يساهم فيه الأشخاص الطبيعيون أو المعنويون، وكل زيادة تطراً عليه خلال سير عمله تُكتتب فيه مباشرة وبالكامل.²

ب- الاحتياطات والأرباح المحتجزة: وتمثل الأموال التي يتم الاحتفاظ بها من الأرباح التي يحققها البنك، وتتنوع حسب الغرض المرتبط بها كما يلي:

- احتياطات قانونية: تفرضها السلطات النقدية على البنوك بصرف النظر عن مبادئ نشاطها وطبيعتها عملها، مبررها دعم وتقوية المركز المالي للبنك، وكذلك توفير الاحتياطات اللازمة لمواجهة طلبات سحب المودعين.

- احتياطات اختيارية: تتطلبها طبيعة عمل البنك والظروف العامة المحيطة بعمله.

- احتياطات خاصة: تتعلق بسياسة البنك من أجل دعم مركزه المالي.

ويمثل مجموع رأس المال المدفوع والاحتياطات والأرباح المدوّرة حقوق المساهمين (حقوق الملكية).³

ج- الودائع: وتعتبر مورداً خارجياً للبنك، ولها ثلاثة أصناف أساسية، هي:

1 - سورة آل عمران، الآية: 180.

2 - عائشة الشرفاوي المالقي، البنوك الإسلامية: التجربة بين الفقه والقانون والتطبيق. ط 1، المركز الثقافي العربي، بيروت (لبنان)، الدار البيضاء (المغرب)، 2000م، ص 175.

3 - محمود حسن صوان، مرجع سابق، ص 106.

- **الودائع الجارية (حسابات الائتمان):** وهي تلك الحسابات التي في حركة مستمرة وجارية، يتم التعامل فيها بال شيكات، وتتعلق أساسا بخدمة العملاء الذين يقومون بأعمال تجارية وخدمية متنوعة، كما يلجؤون إليها في تسوية التزاماتهم المالية وأدائها بطريقة سريعة ومضمونة، هذا فضلا عن أنها توفر لهم ملاذاً آمناً للسيولة التي لديهم، كما لا تقابل هذه الودائع أي عوائد.

وبالتالي، فإن الحسابات الجارية مورد مجاني، وذلك حتى في البنوك التقليدية، حيث تمنع مثلا القوانين الفرنسية مكافأة هذه الحسابات الجارية بشكل مباشر أو غير مباشر.¹

- **الودائع الادخارية:** وتمثل مجموع الأموال التي يرغب العملاء في استثمارها، ليس لها عوائد ثابتة وإنما تتغير بتغير نتائج الاستثمارات محل هذه الودائع.

- **الودائع الاستثمارية:** تقابل ودائع لأجل في البنوك التقليدية، وتمثل مجموع الأموال التي يرغب العملاء في استثمارها لفترات أطول، لذلك عادة ما يتم تخصيصها لمشاريع محددة بعينها، كما أن عوائدها متغيرة بتغير نتائج الاستثمارات محل هذه الودائع.

الفرع الثالث: الأساس الاجتماعي

على خلاف البنوك التقليدية، فإن الربح المادي لا يعتبر الهدف الأساسي الوحيد الذي تسعى البنوك الإسلامية لتحقيقه من أعمالها وأنشطتها، وعلى الرغم من أنه يبقى هدفاً أساسياً، إلا أن الربح الاجتماعي المتمثل في تقديم الخدمات الاجتماعية ومساعدة أفراد المجتمع الأكثر حاجة لا يقل أهمية عنه.

إن التزام البنوك الإسلامية بالتكافل الاجتماعي له عدة صور وأشكال، من أبرزها:

1- جمع وتوزيع الزكاة: تعتبر الزكاة الركن الثالث من الأركان الخمسة التي يقوم عليها الإسلام، وهي بمثابة نظام تأمين إسلامي يشمل جميع الأفراد، غايته إيجاد المناخ الاقتصادي الملائم للعمل والإنتاج،² وللزكاة مفهوم عميق في الإسلام، يتجلى في:³

- أن نحارب الفقر.

¹ - Christian Descamps, Jacques Soichot, **Économie et gestion de la banque**. Éditions Management & Societe, Paris, 2002, p 95.

² - عوف محمود الكفراوي، **بحوث في الاقتصاد الإسلامي**. مؤسسة الثقافة الجامعية، الإسكندرية، 2004م، ص 38.

³ - علي أحمد السالوس، مرجع سابق، ص 504.

- أن نعطي ما يغني.

- أن نقلل من عدد الفقراء.

- أن نحول هذا الفقير الذي يستحق الزكاة إلى غني يعطي الزكاة فيما بعد.

وتحدد الزكاة في البنوك الإسلامية من المصادر الثلاثة التالية:¹

- زكاة مال البنك، وهي التي تستحق شرعا على أموال مساهمي البنك وناتج نشاطه.

- زكاة مال المتعاملين مع البنك (ويتم أداؤها اختياريًا).

- زكاة مال مقدمة من أفراد المجتمع وهيئاته المتعددة.

ولا تجب الزكاة في الأصول والموجودات الثابتة في البنك الإسلامي، وإنما تجب فقط في صافي

غلتها الذي يجب إدراجها ضمن وعاء الزكاة.²

ويفضل من أجل تنظيم عملية جمع الزكاة ثم إنفاقها على المصارف الشرعية لها إنشاء "صناديق

خاصة للزكاة" لها حسابات وميزانيات مستقلة في البنك الإسلامي.

كما يجب أن نشير إلى أن الضريبة لا تغني عن الزكاة،³ فالضرائب من حيث الأسباب ومن

حيث مصارفها تختلف عن الزكاة، فالزكاة حددت في أموال معينة والمصارف الثمانية التي حددها

الشارع الحكيم، أما الضرائب فإن الدولة تفرضها لتغطية نفقاتها العامة المختلفة والتي يستفيد منها الفقير

والغني على حد سواء.

إن الزكاة لها دور في تداول النقود ومحاربة اكتنازها بما يسهم في استمرارية النشاط الاقتصادي

وزيادته من خلال تأثيرها على الإنتاج والاستثمار،* كما أن للزكاة أثرا في إعادة توزيع الدخل والثروة

بما يقلل من حدة التفاوت في الدخل، وهذا أمر له أثر كبير في معالجة البطالة، ومن هنا يبرز الدور

الاقتصادي للزكاة.

¹ - محمود حسن صوان، مرجع سابق، ص 96.

² - نفس المرجع، ص 285.

³ - علي أحمد السالوس، مرجع سابق، ص 505.

* - إن فرض الزكاة على المال تدفع صاحب المال لاستثماره وتنميته حتى لا تآكله الزكاة، فتصبح الأرباح المحققة من الاستثمار تغطية أو تعويض للتخفيضات في رأس المال من جراء فرض الزكاة، وهكذا تكون الزكاة دافع وأداة محفزة على الاستثمار والإنتاج.

3- تقديم القروض الحسنة:

إن البنوك التقليدية منذ نشأتها عملت على جمع المدخرات ومنحها للمستثمرين في شكل قروض بناء على نظام الفائدة الثابتة المحدد مسبقاً أخذاً وعطاءً، ومنه يتأتى الدخل الأساسي لها، كما يمثل هذا جوهر نشاطها، لكن البنوك الإسلامية كما سبق وأشرنا لا تتعامل بالربا وإنما تمنح القروض على أساس رد مثله (قرض حسن)، ذلك أن الأصل في القرض هو تقديم العون المادي للمقترض لكي يتحول إلى طاقة إنتاجية فاعلة في المجتمع، فالقرض في الإسلام من عقود الإرفاق والإحسان، ويبرز هذا مسؤولية اجتماعية تقع على عاتق البنوك الإسلامية، خلاصتها ليس بالضرورة أن يكون من وراء كل تمويل استثمار مادي كما هو الشأن في البنوك التقليدية.

ويمكن تقسيم القروض الحسنة إلى نوعين:

- **قروض استهلاكية:** تتعلق بأجال قصيرة، الهدف منها تغطية النفقات الجارية للأسر والأفراد وتمويل دورات استغلال المؤسسات ...

- **قروض إنتاجية:** تتعلق بأجال متوسطة وطويلة، الهدف منها تمويل الحرفيين والاستثمارات الصناعية والزراعية ...

إن التزام البنوك الإسلامية بالقرض الحسن يكرس مبدأ الربحية الاجتماعية إلى جانب الربحية الاقتصادية التي تتأتى من الأنشطة الأخرى، فضلا عن أنه مبدأ أخلاقي واجتماعي وتربوي.

المطلب الثالث: أهداف البنوك الإسلامية

يؤدي الجهاز الإداري في البنوك الإسلامية دورا هاما على أساسه يتحدد نجاح تلك البنوك أو فشلها، وتحرص البنوك الإسلامية على تحقيق التوازن بين أهدافها المتمثلة أساسا في تعظيم الربحية، تأمين السيولة، وتوفير الأمان.

إن كفاءة الإدارة الرشيدة في البنوك الإسلامية تُقاس من خلال مدى إمكانية تحقيق تلك الأهداف الأربعة وتحقيق التوازن بينها والمحافظة على استمرار هذا التوازن.

الفرع الأول: تعظيم الربحية:

تهتم البنوك الإسلامية بتعظيم نوعين من الربحية على النحو التالي:

أ- تعظيم الربحية المادية:

تسعى البنوك الإسلامية دوماً إلى تحقيق أكبر ربح ممكن من مزاوله أنشطتها، ويُعرّف الربح على أنه: "الزائد على رأس المال نتيجة تقيليه في الأنشطة الاستثمارية المشروعة كالتجارة والصناعة وغيرها بعد تغطية جميع التكاليف المنفقة عليه للحصول على تلك الزيادة"¹.

فربح البنك الإسلامي يتحدد على أساس مجموع الإيرادات التي يتحصل عليها مخصصاً منها مجموع التكاليف التي يتحملها.

وتشمل إيرادات البنك الإسلامي على ما يلي:

- العمولات الدائنة التي يتحصل عليها لقاء الخدمات المصرفية، مثل فتح الحسابات الجارية وتحصيل الشيكات والحوالات والأوراق التجارية.
- العوائد التي يتقاضاها من النشاطات الاستثمارية المرتبطة بآليات وصيغ التمويل الإسلامي، مثل المرابحات والمشاركات والمضاربات...
- الأرباح المتحققة من شراء وبيع العملات الأجنبية.
- إيرادات أخرى مثل عوائد الاستثمار في الأوراق المالية المشروعة.
- أرباح رأسمالية، قد تنشأ نتيجة بيع البنك لأصل من أصوله بقيمة سوقية أعلى من القيمة الدفترية.

أما التكاليف التي يتحملها البنك الإسلامي، فتشتمل على ما يلي:

- العمولات المدينة التي يدفعها البنك إلى المؤسسات الأخرى نظير تقديمها خدمات للبنك نفسه.
- المصاريف الإدارية ونفقات التشغيل المختلفة.
- خسائر رأسمالية، قد تنشأ نتيجة انخفاض القيمة السوقية لبعض الأصول الرأسمالية أو نتيجة قروض هالكة.

يمكن الكشف عن الأداء العام للبنك الإسلامي ومدى تعظيم أرباحه من خلال بعض المعايير، أهمها:

¹ - عيسى ضيف الله المنصور، مرجع سابق، ص ص 60-61.

- **مؤشر: معدل نمو المصروفات**

أهمية هذا المؤشر هي التعرف على مدى كفاءة سياسات البنك المنتهجة في الإنفاق، وفي مدى قدرة البنك في التحكم في المصروفات اللازمة لنشاط معين، إذ تعد المصروفات أكثر العوامل تأثيراً على ربحية البنك الإسلامي، وبالمثل يمكن تحديد مؤشر معدل نمو الإيرادات.

- **مؤشر: الإيرادات / المصروفات**

يقيس هذا المؤشر الإيرادات المترتبة على إنفاق وحدة نقدية واحدة، فكلما ارتفعت هذه النسبة دل ذلك على تحقق كفاءة النفقة بالقدر الذي تكون عليه النسبة، والملاحظ أن الموجودات الاستثمارية ذات العائد العالي لها تأثير كبير في تحقيق كفاءة النفقة.

- **مؤشر: الربح الصافي / حقوق المساهمين**

ويسمى هذا المؤشر كذلك بنسبة أرباح المساهمين، يقيس هذا المؤشر مقدار ربحية أموال المساهمين مقابل استثماراتهم في البنك.

- **مؤشر: الربح الصافي / إجمالي الموجودات**

يعكس هذا المؤشر مدى العائد المحقق على إجمالي الموجودات، لكن السياسة الرشيدة في البنك الإسلامي تهتم بنوعية الإيرادات المحققة، فقد سبقت الإشارة إلى أن البنك الإسلامي يقوم على أساس تنموي يؤثر بنشاطه بشكل مباشر على مستوى النشاط الاقتصادي ولا يركز على العمل التجاري كما هو الحال في البنوك التقليدية.

ومن هنا تبرز أهمية استخدام معايير تكشف عن الأهمية التنموية للبنوك الإسلامية، من أهمها:

- **مؤشر: الودائع الاستثمارية / إجمالي الودائع**

تبين هذه النسبة أهمية الودائع الاستثمارية بالبنك، إذ أن زيادة الودائع الاستثمارية يدل على قدرة البنك على جذب المدخرات لتوظيفها في مشروعات استثمارية تنموية، وبالتالي كلما كان هذا المؤشر أكبر، فإنه يعني توفر الفرص الاستثمارية التي ينبغي على إدارة البنك الكشف عنها واستغلالها.

● **مؤشر: إجمالي الإيرادات / إجمالي الموجودات الاستثمارية**

يعبر هذا المؤشر عن مدى قدرة البنك تعظيم إيراداته من الموجودات الاستثمارية، فكلما زادت النسبة دل ذلك على أن البنك استطاع تحقيق التوظيف في المشاريع بمردود عالي.

● **مؤشر: الربح الصافي / الموجودات الاستثمارية**

يعكس هذا المؤشر مدى العائد المحقق على الموجودات الاستثمارية.

ب- تعظيم الربحية الاجتماعية:

سبق وأن أشرنا إلى أن الجانب الاجتماعي أو المسؤولية الاجتماعية واحدة من الأسس التي يقوم عليها النظام المصرفي الإسلامي، لهذا ينبغي على إدارة البنك الإسلامي الاهتمام بتلك المؤشرات الدالة على الربحية الاجتماعية وتقويمها بصورة مستمرة، ومن أبرز تلك المؤشرات ما يلي:

● **مؤشر: التبرعات / حقوق الملكية**

يقيس هذا المؤشر عدد الوحدات النقدية المتبرع بها مقابل كل وحدة نقدية واحدة يملكها المساهمون.

● **مؤشر: القروض الحسنة / حقوق الملكية**

القروض الحسنة أحد مظاهر التكافل الاجتماعي، وينبغي على إدارة البنك الإسلامي التوسع فيها بقدر ما أمكن، وواضح أن هذا المؤشر يبين الجزء المخصص للقروض الحسنة من كل وحدة نقدية واحدة يملكها المساهمون.

أما عن مسألة الزكاة ودورها الاجتماعي، فإن البنوك الإسلامية تتباين في إخراجها من قبل إدارة البنك تبعاً لأنظمتها، فمنهم من يترك أمر توزيعها للمساهمين، وقليل من البنوك يتولى مسؤولية توزيع الزكاة نيابة عن المساهمين.¹

¹ - إبراهيم عبد الحليم عباده، مرجع سابق، ص 267.

الفرع الثاني: تأمين السيولة

تعرف السيولة على أنها: "إمكانية تحويل أصل من الأصول إلى نقود سائلة في الحال دون خسارة"¹.

ويمكن تقسيم السيولة في البنوك الإسلامية حسب درجتها إلى ثلاثة أنواع، هي:

1- السيولة المطلقة: هي النقود الجاهزة لدى البنك.

2- أصول شديدة السيولة: هي الأصول التي يمكن تحويلها إلى سيولة بسهولة، وتشمل الحسابات الجارية لدى البنوك الإسلامية الأخرى وأصول تحت التحصيل.

3- أصول منخفضة السيولة: هي الأصول التي يصعب تسيلها دون خسارة، حيث تسيلها يتطلب مرور فترة زمنية طويلة نسبياً، وتشمل على الأصول الحقيقية الثابتة والأوراق المالية المشروعة طويلة الأجل بالإضافة إلى القروض الحسنة المتوسطة وطويلة الأجل.

والملاحظ أنه كلما كان الأصل أكثر سيولة فإن درجة ربحيته تنخفض، فمثلاً النقد السائل مطلقاً عديم الربحية إذا أهملنا أثر تغير مستوى الأسعار، بينما الأصول الحقيقية الثابتة وهي منخفضة السيولة ذات ربحية أعلى، وهذا يعني وجود علاقة عكسية بين درجة السيولة ودرجة الربحية.

وتعتمد نسبة السيولة المتوفرة في البنك الإسلامي على عدة عوامل أبرزها:²

- طبيعة الموارد في البنك واستخدامات الأموال لديه ومدد وتواريخ استحقاقاتها.
- الاحتفاظ بكميات كبيرة من الأوراق المالية المشروعة وأثر ذلك على عائد المحفظة.
- نسبة رأس المال إلى الاستثمارات الخطرة ومدى استعداد إدارة البنك لتحمل المخاطر.
- الحالة الاقتصادية السائدة، فإذا كان الوضع الاقتصادي انكماشياً تزداد درجة السيولة المحتفظ بها في البنوك خوفاً من عدم إمكانية السداد، كما أن الطلب على النقود سيقل، أما إذا كان الاقتصاد في حالة رواج، فإن الطلب على النقود سيزداد والبنوك ستقوم بالتمويل، وبالتالي تتناقص درجة السيولة في حدود السلامة المالية التي تحددها ظروف كل بنك على حدة.

¹ - محمود سحنون، الاقتصاد النقدي والمصرفي. ط 1، دار بهاء الدين للنشر والتوزيع، قسنطينة، 2003م، ص 79.

² - إبراهيم عبد الحليم عباده، مرجع سابق، ص ص 129-130.

وتقاس نسب السيولة بنسبة التوظيف إلى الودائع، وكلما ارتفعت هذه النسبة كلما دل ذلك على كفاءة البنك في تلبية القروض الإضافية، إلا أنه يفضل أن تقاس السيولة بنسبة الأصول السائلة وشبه السائلة إلى الودائع.¹

كما أنه ومن أجل تأمين السيولة في البنوك الإسلامية، ينبغي توجيه الودائع الجارية إلى استخدامات قصيرة الأجل لتفادي مشكلة العجز والعسر المالي.

مع الإشارة أيضا إلى أنه ينبغي إعفاء البنوك الإسلامية من نسبة الاحتياطي القانوني، لأن من الأهداف الأساسية لنسبة الاحتياطي القانوني هو ضمان ودائع العملاء، وعلى خلاف البنوك التقليدية فإن ودائع التوفير والودائع الاستثمارية لا يضمنها البنك الإسلامي عند استثمارها.*

الفرع الثالث: توفير الأمان

يتعلق هذا الهدف بدرجة سلامة المركز المالي للبنك الإسلامي، حيث إن تعظيم الربحية بتخفيض السيولة يطرح إمكانية تزايد عجز إدارة البنك الإسلامي لتلبية طلبات سحب ودائع العملاء، ومن هنا كانت العلاقة بين درجة الربحية ودرجة المخاطر علاقة طردية، لهذا يجب تقييد الربحية في البنك الإسلامي بهذا القيد (توفير الأمان).

وبما أن الودائع الجارية هي المعنية بطلبات السحب، فإنه ينبغي على البنك الإسلامي معتمدا على خبرته وتجربته أن يقدر تقديرا جيدا للمستوى المطلوب من الودائع الجارية التي تبقى في خزائنه باستمرار.

هذا وينبغي على إدارة البنك الإسلامي أن تتحسب إلى المخاطر الأخرى التي قد تنشأ نتيجة تغير الظروف الاقتصادية العامة أو تغير في الديون المشكوك في تحصيلها من خلال تكوين الاحتياطات التي تخصصها لذلك.

وأخيرا، يُلاحظ أن أهداف البنوك الإسلامية منبثقة تماما من مبادئها، حيث تنبثق الأهداف: تعظيم الربحية المادية، تأمين السيولة، وتوفير الأمان، من الأساس التنموي، وينبثق هدف تحقيق الربحية الاجتماعية من الأساس الاجتماعي، وطبعا كل هذه الأهداف ينبغي تحقيقها انطلاقا من مشروعية الوسائل المؤدية لها، وهذا بدوره منبثق من الأساس العقائدي للبنوك الإسلامية.

1 - نفس المرجع، ص ص 130-131.

* - حيث ينبغي الإشارة إلى أن على البنك الإسلامي أن لا يُقصر في أخذ كل ما من شأنه أن يسهم في نجاح استثماراته وبالأخص المتعلقة منها بودائع العملاء وإلا يكون عليه ضمانها كونه كان متعديا.

المبحث الثاني: الاستثمار والقرار التمويلي في البنوك الإسلامية

المطلب الأول: الاستثمار في البنوك الإسلامية

الفرع الأول: مفهوم الاستثمار في البنوك الإسلامية

1- الاستثمار في اللغة:

الاستثمار مأخوذ من الثمر، والثمر لغة: الثاء والميم والراء أصل واحد، وهو شيء يتولد عن شيء متجمعا، ثم يحمل عليه غيره استعارة، نقول: ثمر الرجل ماله: أحسن القيام عليه، ويقال في الدعاء: "ثمر الله ماله": أي نمّاه.¹

وجاء في المعجم الوسيط، معنى: ثَمَرَ الشجرُ، ثَمورا: ظهر ثَمْرُهُ، وثمر الشيء: نضج وكَمُل، ويقال: ثَمَرَ ماله: كَثُرَ، وَثَمَرَ له: جمع له الثَّمَر، وَأَثَمَرَ الشجرُ: بلغ أوان الإثمار، وَأَثَمَرَ الشيءُ: أتى بنتيجته، ويقال: أَثَمَرَ ماله: كَثُرَ، وَثَمَرَ ماله: نَمَّاه.²

2- الاستثمار في الفكر الاقتصادي:

يُعرّف الاستثمار في الاقتصاد الوضعي على أنه: "جهد واع ورشيد، يبذل في الموارد المالية والقدرات البشرية بهدف تكثيرها وتنميتها والحصول على منافعها وثمارها".³

ويعني أيضا: "الحياسة على الأصول الإنتاجية من أجل تشغيل الشركة وتوليد الدخل أو زيادة القدرة الإنتاجية".⁴

أو هو: "التخلي عن أموال يمتلكها الفرد في لحظة معينة ولفترة معينة من الزمن، قد تطول أو تقصر، وربطها بأصل أو أكثر من الأصول التي يحتفظ بها لتلك الفترة الزمنية بقصد الحصول على تدفقات مالية مستقبلية تعوضه عن:

1 - أبو الحسين أحمد بن فارس بن زكريا، مرجع سابق، ص 171.

2 - إبراهيم أنيس وآخرون، مرجع سابق، ص 120.

3 - عبد القادر بن عزوز، فقه استثمار الوقف وتمويله في الإسلام: دراسة تطبيقية عن الوقف الجزائري، رسالة دكتوراه في العلوم الإسلامية، جامعة الجزائر، 2004/2003م، ص 77.

4 - Ahmed Silem, Jean-Marie Albertini, *Lexique d'Économie*. 3^e Édition, Dalloz, Paris, 1989, p 332.

- القيمة الحالية لتلك الأموال التي تخلى عنها في سبيل الحصول على ذلك الأصل أو الأصول.
- النقص المتوقع في القوة الشرائية لتلك الأموال بفعل التضخم.
- المخاطرة الناشئة عن احتمال عدم حصول التدفقات المالية المرغوب فيها كما هو متوقع لها "1".

ويعتبر الاستثمار مهما في عملية التنمية،² كما أنه ينقسم من حيث طبيعته إلى نوعين:

- **استثمار حقيقي:** ويقتضي الزيادة في الطاقة الإنتاجية، مثل إنشاء المصانع وتوسعتها، ويسمى أيضا بالاستثمار المادي أو الاستثمار المباشر.

- **استثمار ظاهري:** يتم من خلال نقل ملكية المشروع من فرد لآخر من خلال التعامل في الأوراق المالية، أو التعامل في الموجودات المنشأة من قبل، ويسمى أيضا بالاستثمار المالي أو الاستثمار غير المباشر.

ما يُلاحظ على هذه التعاريف أنها مطلقة وغير مقيدة، إذ أنها لم تراعي أولويات الاستثمار، وأنها متعلقة أساسا بالمصلحة الذاتية الخاصة ولم تراعي المصلحة العامة، فضلا عن عدم تقييدها للوسائل التي يتم بها الاستثمار.

3- الاستثمار في المنظور الإسلامي:

يتضمن المعنى الشرعي للاستثمار الدعوة إلى عمارة الأرض وتنميتها باتجاه بناء اقتصاد متكامل ينعم في ظلّه المجتمع المسلم، ولقد وردت نصوص قرآنية وأحاديث نبوية كثيرة ترغّب في الاستثمار والبذل وتدعوا للتسابق والتنافس في العمل النافع، قال تعالى: "وقل اعملوا فسيرى الله عملكم ورسوله والمؤمنون"³، وقال أيضا: "هو الذي جعل لكم الأرض ذلولا فامشوا في مناكبها وكلوا من رزقه وإليه النشور"⁴ وقال رسول الله، صلى الله عليه وسلم: "ما من مسلم يغرس غرسا أو يزرع زرعاً فيأكل منه طير أو إنسان أو بهيمة إلا كان له به صدقة"⁵، وقد ثبت عن عمر بن الخطاب رضي الله عنه أنه

1 - زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي. ط 3، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2005م، ص 13.

2- Economic Development in Africa Report 2014: Catalysing Investment for Transformative Growth in Africa, United Nations, 2014, p 6.

3 - سورة التوبة، الآية: 105.

4 - سورة الملك، الآية: 15.

5 - عوف محمود الكفراوي، مرجع سابق، ص 39.

قال: "من أحيا أرضا ميتة فهي له وليس لمحتجر حق بعد ثلاث سنين"¹، وقال أيضا: "من عطل أرضا ثلاث سنين لم يعمرها ف جاء غيره فعمرها فهي له"².

فالاهتمام والحفاظ على المال واحد من المقاصد الكلية للشريعة الإسلامية، لذلك يُرغَّب الإسلام في الاستثمار ويشجع على العمل، ويجعل من الإتقان قيمة أساسية³، كما أن الاستثمار يرتبط بحاجات المجتمع، ويتصف بالشمولية، ويمكن تعريفه بالشكل التالي: "نشاط إنساني إيجابي، مستمد من الشريعة الإسلامية، ويؤدي إلى تحقيق وتدعيم أهداف النظام الاقتصادي الإسلامي من خلال الأولويات الإسلامية التي يعكسها واقع الأمة الإسلامية"⁴.

ونستنتج من هذا التعريف، أن الاستثمار في الإسلام يتضمن العناصر التالية:

- نشاط إيجابي، يهدف إلى تثمير المال وتنميته باستخدام أفضل الوسائل المشروعة.
- يستند على العقيدة الإسلامية والقيم الأخلاقية الناتجة عنها.
- آثاره تنعكس إيجابا على المجتمع برمته ويسهم في تحقيق أهدافهم.
- يقوم على الأولويات والتدرج وفق أولويات الاستثمار.

ومبدأ الأولوية أو الأسبقية في الاستثمار يمكن ترتيبه على النحو التالي:

- **الضروريات:** هي ما لا بد منه لقيام مصالح الدين والدنيا، حيث إن عدم الوفاء بها يخل بنظام حياة الناس.

- **الحاجيات:** هي كل ما يؤدي للتيسير ورفع المشقة، حيث إن عدم إشباعها يؤدي إلى الوقوع في الضيق والحرَج.

- **الكَماليات أو التحسينات:** هي كل ما يجعل الحياة أكثر يسرا وراحة، حيث إن فقدانها لا يخل بنظام حياة الناس.

1 - نفس المرجع، ص 40.

2 - نفسه.

3- Amara Djamilia, **Le Management par les Valeurs : Éclairages Islamiques**, Revue : Reformes Economiques et Intégration en Economie Mondiale, N° 10, Publiée par le laboratoire des Reformes Economiques, Développement et Stratégies d'Intégration en Economie Mondiale, Ecole Supérieure de Commerce, Alger, 2011, p 51.

4 - أميرة عبد اللطيف مشهور، مرجع سابق، ص 45.

الفرع الثاني: منطلقات الاستثمار في البنوك الإسلامية

يتميز الاستثمار في البنوك الإسلامية بأن له طبيعة خاصة، ذلك أنه ينطلق من معايير أساسية تحكم استثمار المال وتنميته، وهي:

- **معيار العقيدة:** ينطلق الاستثمار باستبعاد التعامل بالربا، ووفقا للضوابط الشرعية الأخرى.
- **معيار التنمية:** يهدف الاستثمار إلى التنمية والتشغيل التام للموارد الإنتاجية، على أن يتم مراعاة أولويات الاستثمار بالترتيب المشار إليه سابقا: الضروريات، الحاجيات ثم الكماليات.
- **معيار التكامل والترابط:** أي لا كسب بلا جهد، ولا غنم بلا غرم.

كما يتصف الاستثمار في البنوك الإسلامية بما يلي:

- التعدد والتنوع.
- المال وسيلة لا غاية.
- الاهتمام بالعائد المادي والعائد الاجتماعي.
- العدالة في توزيع العائد الاستثماري.

الفرع الثالث: أهمية الاستثمار طويل الأجل في البنوك الإسلامية

يمكن تعريف الاستثمار طويل الأجل بأنه: "توظيف جزء من الموارد المتاحة للبنك الإسلامي لفترات زمنية تزيد عن سبع سنوات وفقا للضوابط والأسس الشرعية والاقتصادية الإسلامية، بهدف المساهمة في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية في المجتمع، وتعظيم ثروة المساهمين والمودعين بالبنك الإسلامي".¹

كما يجب أن يستهدف النشاط الاستثماري إنتاج إحدى الأولويات التي يحتاجها المجتمع المسلم، على أن يتم ذلك بمراعاة الأحكام الشرعية للمعاملات في كافة مراحل الاستثمار المختلفة، بداية من قرار اختيار المشروع ونوع المنتج، ثم عند التأسيس والتعاقد، ثم عند اختيار طريقة التمويل، فمزاولة العملية الإنتاجية، ثم عند تسويق المنتجات،* مع مراعاة أن لا تكون ممارسة النشاط الاستثماري على حساب الفرائض والتكاليف الأساسية في الإسلام.

1 - أشرف محمد دوابه، دور الأسواق المالية في تدعيم الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية. ط 1، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، القاهرة، 2006م، ص 18 (بتصرف).

* - ومن ذلك: الابتعاد عن الأنشطة الاستثمارية المحرمة، والالتزام بإنتاج السلع والخدمات الحلال وفقا لأولويات الإسلامية.

فالاستثمار طويل الأجل يتضمن العناصر التالية:

- توظيف الأموال لفترة زمنية طويلة.
- ينطوي على تحقيق أغراض تنموية.
- يراعي مبدأ الأولويات وفق حاجات المجتمع.
- يتقيد بالضوابط الشرعية الإسلامية في كافة مراحل الاستثمار.

ويتعلق الهدف الأكثر عمومية للاستثمار طويل الأجل بارتفاع مستمر في الإنتاج، المداخيل، ثروة الأمة، حجم التشغيل، دعم القدرة الشرائية للنقود ...

وتوجد عدة مؤشرات كلية لقياس النمو الاقتصادي: الناتج الوطني أو المحلي الخام، الاستهلاك، الاستثمار، والدخل،¹ إلا أنه عادة ما يتم اعتماد الناتج المحلي الخام (PIB)، حيث يتم تقييمه بالقيمة الحقيقية، وذلك بتحديد التغيرات في السعر.²

والتشريع الاقتصادي الإسلامي في جملته يحرص كل الحرص على العملية الاستثمارية وتنوعها وتوسعها واستمرارها، كونها تحقق عدة مزايا، أهمها:

- ✓ تحقيق العوائد والأرباح، وإعادة استثمارها (تدويرها) والاقتراب من حجم الإنتاج الكامن.
- ✓ سد المجتمع لحاجاته الضرورية من السلع والخدمات، حيث إن ما لا يتم الواجب إلا به فهو واجب، وأن كل ما لا يستغنى عنه في قوام أمور الدنيا فتعلمه و وجوده من فروض الكفاية،³ لذلك يجب القيام بتلك الأنشطة الاقتصادية لحاجة المجتمع إليها، وضرورتها في عملية التنمية، ولذا تعطى الأولوية أو الأسبقية في خطة التمويل لهذه الأنشطة دون المشاريع الثانوية وإن يتحقق منها أرباح كبيرة.
- ✓ مشاركة رأس المال في النشاط الإنتاجي الحقيقي وفقا للصيغ الشرعية للاستثمار، وعدم استخدامه في الحصول على عائد من المعاملات المحرمة شرعا، كاستحقاق الفائدة في التعامل الربوي، أو بتشغيله في مشروعات إنتاجية محرمة، الأمر الذي يضمن الترابط وعدم انفصال الجانب النقدي عن الجانب الحقيقي أو العيني وفق الاقتصاد الإسلامي.

¹- Matouk Belattaf, **Économie du développement**. Office des Publications Universitaires, Ben-Aknoun (Alger), 2010, p p 16-17 .

²- Jean Gadrey, Florence Jany-Catrice, **Les Nouveaux Indicateurs de Richesse**. Éditions La Découverte, Paris, 2005, p 17.

³ - عوف محمود الكفراوي، مرجع سابق، ص 40.

- ✓ تحقيق التشغيل الكامل لرأس المال، بحيث يتم توجيه كل المدخرات للإنتاج والاستثمار، وقد كفل الإسلام هذا الهدف بتحريم الاكتمال وفرض الزكاة¹.
- ✓ تنمية العنصر البشري لأهميته في العملية التنموية، ويتحقق ذلك من خلال تراكم رأس المال الاجتماعي، الذي يشمل كل ما يساهم في تنمية الإنسان وقدراته، ورفع كفاءته الإنتاجية، وضمان حد الكفاية من الدخل لكل فرد من المجتمع، وتوفير مشروعات البنية الأساسية في الدولة، من طرق ومواصلات ومصادر طاقة وشبكات ري وغيرها من المشاريع اللازمة لكافة القطاعات الإنتاجية².

المطلب الثاني: القرار التمويلي في البنوك الإسلامية

يرتبط التمويل والاستثمار في البنوك الإسلامية بمدى توفر الحاجة إلى التمويل، والتي تتعلق بأحد العناصر التالية:

- تمويل رأس المال المطلوب عند التأسيس.
- تمويل رأس المال العامل.
- تمويل التوسع والإنعاش.

وانطلاقاً من طبيعة الحاجة إلى التمويل، يمكن تقسيم التمويل كما يلي:

1- حسب الموضوع:

- تمويل اقتصادي: يتعلق بزيادة الإنتاج، من خلال دعم التقدم الاقتصادي والتكنولوجي.
- تمويل اجتماعي: يتعلق باعتبارات التكافل والتماسك الاجتماعي.

2- حسب الأجل:

- تمويل قصير الأجل: يساهم في زيادة رأس المال المتداول، من خلال أسلوب المرابحات المحلية والاستيرادية، مدته لا تتجاوز سنة في الغالب.
- تمويل متوسط وطويل الأجل: يتعلق بدعم رأس المال الثابت، من خلال أسلوب المشاركة أو المضاربة أو الإيجار أو الاستصناع، مدته تتجاوز سنة كاملة.

1 - أميرة عبد اللطيف مشهور، مرجع سابق، ص 49.

2 - نفسه.

الفرع الأول: ضوابط القرار التمويلي في البنوك الإسلامية

يراعي البنك الإسلامي قبل اتخاذ القرار التمويلي حزمة من القواعد والمبادئ التي ينبغي توفرها في الاستثمار محل التمويل، أهمها:

1- الضوابط العقائدية

يقصد بالضوابط العقائدية، التزام كافة العمليات التمويلية في البنك بالأحكام والحدود الشرعية المتعلقة باستثمار وتشغيل الأموال، وتشمل هذه الضوابط على ما يلي:

- أن لا يكون أصل تأسيس المشروع أو نشاطه محظورا شرعا.
- أن يكون التعامل بين البنك وطالب التمويل وفق صيغة من صيغ الاستثمار الإسلامي.
- أن لا يترتب على التمويل إلحاق ضرر بالمجتمع.

2- الضوابط الاقتصادية

تتعلق الضوابط الاقتصادية بإمكانات البنك وقدراته في التمويل، وعدم التعارض بين المشروع محل التمويل وإستراتيجية البنك في توظيف موارده، ومن أمثلتها أيضا:

- تحقيق عائد وربح مناسب.
- مراعاة الأولوية في الاستثمار.
- اعتماد صيغ تمويلية أكثر ملاءمة للتنمية.

الفرع الثاني: معايير القرار التمويلي في البنوك الإسلامية

تنبثق هذه المعايير أساسا من ضوابط القرار التمويلي في البنوك الإسلامية، وتشمل دراسة العميل ومركزه المالي والتعرف على جدارته الائتمانية من خلال تحليل الميزانيات والقوائم والحسابات الختامية التي تدل على ذلك، وبالتالي تبرز تلك المعايير درجة الكفاءة المالية والإدارية والفنية والأخلاقية التي يتحلى بها العميل طالب التمويل.

وعلى ضوء النتائج المتوصل إليها من تلك المعايير، يتم تحديد قرار التمويل إما بالقبول أو الرفض.

إن الدراسة والتحليل الدقيق للمعايير المرتبطة بالقرار التمويلي لا شك أنه سيسهم في بناء قرار سليم بشأن العملية التمويلية، ومن ثم يعمل على إنجاح الإستراتيجية التنموية للبنوك الإسلامية.

تتمحور معايير القرار التمويلي في البنوك الإسلامية في دراسة الجوانب التالية:

1- دراسة المحيط الاقتصادي العام:

ونقصد بذلك دراسة الظروف والأوضاع الاقتصادية السائدة في المجتمع، كنسبة التضخم ومستوى التشغيل ومعدل النمو الاقتصادي ... حيث ينبغي على البنك الإمام بتلك المعطيات خاصة إذا ما تعلق الأمر بتمويل طويل الأجل.

2- دراسة العميل طالب التمويل:

تتعلق هذه الدراسة بالسمعة التي يتحلى بها العميل طالب التمويل من حيث أن يكون من ذوي الأخلاق الإسلامية والسلوك الاجتماعي الطيب، وممن تتوفر فيهم السمعة المهنية الحسنة، كما يتم اختيار العميل الذي يتمتع بعمق الخبرة والكفاءة الإدارية والإمام الجيد بنشاط المشروع الذي يطلب التمويل من أجله.¹

ومن أجل الإمام بهذه الدراسة، يلجأ البنك إلى الاستعلام عن عميله بالرجوع إلى الملفات والمستندات السابقة أو البنوك الأخرى التي سبق للعميل وأن تعامل معها، أو من خلال الزيارة الميدانية لمنشأة العميل للتعرف على ما يلي:

- مدى وجود كفاءة في التسيير.
- هل للمنشأة أهداف إستراتيجية، وهل تمتلك وسائل لتحقيق تلك الأهداف.
- ما مدى التقدم المحرز في تحقيق تلك الأهداف.

3- دراسة السوق والمنتج:

بعدما يحوز المنتج على معيار السلامة الشرعية، يلجأ البنك لدراسة السوق لتقدير التجاوب الذي يكسبه المنتج ومدى أهميته بالنسبة للمستهلك، وهل يعكس رغباته وحاجياته، كذلك تشمل هذه الدراسة على ما يلي:

- دراسة السلع المنافسة أو البديلة في السوق.

¹ - محمود حسن صوان، مرجع سابق، ص 143.

- دراسة المنافسين وإمكاناتهم، ومدى إحاطة وتقدير المنشأة لمنافسيها.
- التعرف على الوسائل التسويقية والإشهارية ومدى حداتها.

4- الدراسة المالية:

هذه الدراسة تعتبر في غاية الأهمية، على اعتبار أن قياس الأداء هو حجر الزاوية في عملية صنع القرار،¹ إذ من خلاله يحدد البنك تشخيصاً دقيقاً للمنشأة من الناحية المالية، تتم هذه الدراسة انطلاقاً من التحليل المالي للقوائم المالية (الميزانيات، قائمة الدخل).

تتمحور الدراسة المالية على دراسة المؤشرات التالية:

- مؤشرات التوازن المالي.
- مؤشرات النسب المالية.
- نسب النشاط والتسيير.
- مؤشر فترة تحصيل الديون.

المطلب الثالث: بعض الأسس المتعلقة بالعائد والدخل في البنوك الإسلامية

يتقيد الحصول على العائد والدخل في البنوك الإسلامية بصيغ وأساليب استثمار محددة مبنية على أسس محددة.

الفرع الأول: الدخل على أساس الغنم بالغرم

يعني هذا الأساس أن عوائد الاستثمار في البنك الإسلامي تتقيد بأن إمكانية الحصول على الربح (الغنم) لا بد وأن يترتب عليه ضرورة تحمل الخسارة (الغرم) في حالة وقوعها، ويتم توزيع العائد في البنك الإسلامي على هذا الأساس، حيث إن الاستثمار في المشاريع يرتبط بمجموعة من المخاطر، وهي تشير إلى حالة عدم التأكد من حتمية الحصول على العائد أو من حجمه أو من زمنه أو من انتظامه أو من جميع هذه الأمور مجتمعة،² وعلى هذا ينبغي على شريك البنك الإسلامي الاستعداد لتحمل جزء من

¹ - Aude Hubrecht et autres, **Mesure de la Performance des Agences Bancaires par une Approche DEA**, Revue: Finance Contrôle Stratégie, Volume 8, N° 2, Economica, Paris, juin 2005, p 134.

² - حمزة عبد الكريم محمد حماد، مخاطر الاستثمار في المصارف الإسلامية. ط 1، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، 2008م، ص 31.

تلك المخاطر في حالة وقوعها، وهذا هو مبدأ العدل والإنصاف، إذ لا يصح أن يضمن أحد الأطراف لنفسه مغنما ويلقي الغرم على عاتق غيره.

إن مضمون الغنم بالغرم يجسد أساس الوساطة المالية في الاقتصاد الإسلامي بشكل يقيم العدل والتوازن بين أطراف التعاقد (المدخر والمستثمر)، ووفق هذا الأساس فإن النقود سوف تظهر بظهور الإنتاج وتختفي باختفائه بالشكل الذي يحقق التوازن بين الدائرتين النقدية والحقيقية ويجعل الاقتصاد هيكلية في حالة مستقرة.

إن التعامل وفق أساس "الغنم بالغرم" من شأنه أن يحقق عدة مزايا، أهمها:

- إيجاد البديل الإسلامي للوساطة المالية القائمة على أساس الفائدة الربوية المحرمة.
- يجعل من الجهاز المصرفي طرفاً أساسياً في مجال النشاط الحقيقي بالشكل الذي يدعم نموه ويحافظ على استقراره.
- ارتباط الجانب النقدي بالجانب الاقتصادي الحقيقي وتفاذي ظاهرة الفقاعات المالية الوهمية والتضخم المالي.
- يجعل مستويات النشاط الحقيقي تعكس آثارها على مجال التداول بشكل مستمر، كما تحافظ على التوازن الهيكلي للاقتصاد الكلي.

وهذه المزايا تختفي تماماً في الاقتصاد الليبرالي، الذي يعتمد على نظام الفائدة كأساس للوساطة المالية، محدثاً خلافاً في العلاقة بين المدخر والمستثمر، فالمدخر (المقرض) بغض النظر إلى نتائج المشروع محل مدخراته، فإنه يضمن سلامة رأس ماله كما يضمن العائد في صورة فوائد ربوية (تحقيق مغنمين)، بينما المستثمر (المقرض) في حالة الخسارة يتحمل رأس المال المقرض والفوائد المترتبة عليه إلى جانب ضياع جهده ووقته (تحمل أكثر من مغرم واحد).

لذلك التعامل على أساس الفائدة الربوية كأساس للوساطة المالية في الاقتصاد الليبرالي يفقد تماماً مقومات التوازن والاستقرار، ولا أدلّ على ذلك الأزمات المالية والاقتصادية التي يشهدها الاقتصاد الليبرالي من حين لآخر التي تؤشر فعلاً إلى وجود مشكلة هيكلية حقيقية تتعلق بنشاط وآلية عمل هذا الاقتصاد.

وفي الواقع العملي، يمكن تجسيد قاعدة " الغنم بالغرم " في صيغة المشاركة والمضاربة، وإن كان الأصل في هذه الصيغ اعتمادها لفترات طويلة بما ينعكس أثره بشكل أكبر على التنمية الاقتصادية، إلا أنه يمكن اعتمادها في بعض الأحيان لفترات قصيرة لتمويل دورات الاستغلال.

1- التمويل بالمشاركة:

الشركة لغة من اشْتَرِكَ الأَمْرُ: اختلَطَ والتَّبَسَّ، وتشارَكَ: اشْتَرَكَ، وأشْرَكَه في أمره: أدخله فيه،¹ ويعرفها الفقهاء بأنها: "عقد بين المشاركين في رأس المال والربح " وهي عقد يحدث اختياراً بقصد التصرف وتحصيل الربح".²

والشركة من العقود الجائزة وليست من العقود اللازمة، أي يمكن لأحد الشريكين أن يفصل من الشركة متى شاء.

كما أن القرآن الكريم قد قرر مبدأ جواز المشاركة من ذكره لها من غير إنكار على أصلها، كما في قوله سبحانه "وإن كثيراً من الخطاء ليبغي بعضهم على بعض"³ والخطاء هم الشركاء، وكما في قوله سبحانه "ضرب الله مثلاً رجلاً فيه شركاء متشاكسون".⁴

وفي السنة الشيء الكثير، ومن ذلك قوله، صلى الله عليه وسلم، "وما كان من خليطين فإنهما يتراجعان بينهما بالسوية ..".⁵

وقوله، صلى الله عليه وسلم: "المسلمون على شروطهم إلا شرطاً حرم حلالاً أو أحل حراماً".⁶

1 - إبراهيم أنيس وآخرون، مرجع سابق، ص 506.

2 - أحمد محمد خلف المومني، الأسواق المالية من النوازل في القرون الأخيرة: حكمها وتكييفها الشرعي، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول: الأسواق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 2007م، ص 20.

3 - سورة ص، الآية: 24.

4 - سورة الزمر، الآية: 29.

5 - أحمد بن عبد العزيز الحداد، الأسهم والسندات: تصور وأحكام، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول: الأسواق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 2007م، ص 11.

6 - سيد حسن عبد الله، الأسواق المالية والبورصات من المنظور الشرعي والقانوني، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول: الأسواق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 2007م، ص 25.

ولقد بلغ من تقرير الشارع للشركة التي كانت معهودة قبل الإسلام أن الله تعالى يباركها لأصحابها ما داموا صادقين مخلصين، كما جاء في الحديث القدسي: "أنا ثالث الشريكين ما لم يخن أحدهما صاحبه، فإذا خانه خرجت من بينهما"¹.

أما تفصيلاتها وأنواعها فقد كانت محل خلاف بين العلماء، حيث لم يتفقوا إلا على شركة العنان، فقد أجاز الأحناف شركات العقود كلها، وكذلك المالكية أجازوها عدا شركة الوجوه، فيما أجاز الحنابلة جميع أنواع شركات العقود عدا المفاوضة، أما الشافعية فلم يُجيزوا منها عدا شركة العنان.²

شركة العنان:

وهي: "اشتراك اثنين أو أكثر بمال لهما على أن يتجرا فيه والربح بينهما، على أن يتفقا أن لا يتصرف أحدهما إلا بإذن صاحبه، ذلك أن كل واحد منهما أخذ بعنان صاحبه"³.

أو هي: أن يشترك اثنان في مال لهما على أن يتجر فيه والربح بينهما، ولا يُشترط فيهما المساواة في المال ولا في التصرف ولا في الربح.

وهي مبنية على الوكالة والأمانة، ويكون الربح والخسارة بنسبة رأس المال، وركنها الإيجاب والقبول، فيقول أحد الطرفين شاركتك، ويقول الآخر قبلت في كذا وكذا ...

وشركات المساهمة هي من شركة العنان، فهي بمعناها حقيقة وحكما وصورة ومبنى،⁴ إلا أنه قد حدث تغير أسلوب هذا الاشتراك، وأصبحت الشركة تضم أعدادا كثيرة من الشركاء وبنسب مختلفة، بحيث لا يعرف بعضهم بعضا، ولكن لهم هدف واحد وهو تنمية هذه الأموال التي يسهمون بها في إدارة واحدة بما تعلن الشركة عمله من صناعة أو تجارة أو نحو ذلك ... وهذا لا يغير وضع الشركة الشرعي، فهي باقية على أصل الحل، لذلك لم يتردد الفقهاء في الجزم بحليتها مع تطور وضعها، لأن هذا التطور إنما هو في الشكل لا في الجوهر.⁵

1 - أحمد بن عبد العزيز الحداد، مرجع سابق، ص 12.

2 - أحمد محمد خلف المومني، مرجع سابق، ص 22.

3 - أميرة عبد اللطيف مشهور، مرجع سابق، ص ص 271-272.

4 - أحمد بن عبد العزيز الحداد، مرجع سابق، ص 13.

5 - نفسه.

وقد ناقش مجمع الفقه المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي في مؤتمره السابع المنعقد بجدة في المملكة العربية السعودية عام 1412هـ/1992م مسألة الاشتراك في شركات المساهمة، فقرر ما يلي:¹

- بما أن الأصل في المعاملات الحل، فإن تأسيس شركة مساهمة ذات أغراض وأنشطة مشروع أمر جائز.

- لا خلاف في حرمة الإسهام في شركات غرضها الأساسي محرم كالتعامل بالربا أو إنتاج المحرمات أو المتاجرة بها.

- الأصل حرمة الإسهام في شركات تتعامل أحيانا بالمحرمات كالربا ونحوه بالرغم من أن أنشطتها الأساسية مشروع.

وناقشها كذلك المجمع الفقهي الإسلامي التابع لرابطة العالم الإسلامي في دورته الرابعة عشرة، وقرر ما يلي:²

- بما أن الأصل في المعاملات الحل والإباحة، فإن تأسيس شركة مساهمة ذات أغراض وأنشطة مباحة أمر جائز شرعا.

- لا خلاف في حرمة الإسهام في شركة غرضها الأساسي محرم كالتعامل بالربا أو تصنيع المحرمات أو المتاجرة فيها.

- لا يجوز لمسلم شراء أسهم الشركات والمصارف إذا كان في بعض معاملاتها ربا وكان المشتري عالما بذلك.

- إذا اشترى شخص وهو لا يعلم أن الشركة تتعامل بالربا ثم علم، فالواجب عليه الخروج منها.

وبهذا أخذت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية في معاييرها الشرعية، فقد جاء في المعيار رقم 21 في الأسهم والسندات ما نصه:

1 - مجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي (الإسهام في الشركات)، قرار رقم: 63 (1/7) [1] بشأن الأسواق المالية، ماي/1992م، على الموقع: <http://www.iifa-aifi.org/1845.html> (تاريخ الاطلاع: 2017/12/28م).

2 - أحمد بن عبد العزيز الحداد، مرجع سابق، ص ص 9-10.

"يجوز إصدار الأسهم إذا كان الغرض الذي أنشئت الشركة من أجله مشروعاً بأن لا يكون الغرض من إنشائها التعامل في أمور محرمة، مثل تصنيع الخمر والاتجار في الخنزير أو التعامل بالربا، فإن كان غرضها غير مشروع حرم إنشاء الشركة، وحرم تبعاً لذلك إصدار الأسهم التي تتكون منها هذه الشركة".¹

ويقول الدكتور أحمد علي السالوس: "وحتى لا يلتبس الأمر، وحتى نضع حداً فاصلاً لمن أراد أن يشتري الأسهم، وضعت هيئة الرقابة الشرعية لمصرف قطر الإسلامي شرطين لا بد من تحققهما إذا أراد المصرف شراء أسهم أي شركة، وهذان الشرطان هما:

✓ أن تكون الشركة مالكة الأسهم شركة إسلامية.

✓ أن تكون لها رقابة شرعية".²

وعلى ضوء ما سبق، يقصد بالتمويل عن طريق المشاركة: "اتفاق بين طرفين أو أكثر على أن يساهم كل منهما بحصة من المال بالإضافة إلى العمل، وذلك للقيام بنشاط مشروع على أن يكون الربح والخسارة بينهما وفقاً لما اتفقا عليه".³

وفي عقد المشاركة يجب أن يكون رأس المال معلوم القدر، وأن يكون الربح كذلك قدرًا معلومًا بنسبة معينة، كما لا يشترط فيها المساواة في المال أو التصرف أو الربح.

وتقتضي عملية المشاركة أن يتحمل البنك الناتج المحتمل سواء كان ربحاً أو خسارة وفق أسس توزيع عادلة متفق عليها بين البنك والعميل. ويتم توزيع ناتج النشاط محل المشاركة كالتالي:

- في حالة الربح: توزيع الربح بين الطرفين بحسب مساهمة كل منهما في التمويل الكلي، أو حسب ما اتفقا عليه إذا كان أحد الطرفين عاملاً في الشركة.
- في حالة الخسارة: توزيع الخسارة يتم حسب نسب المشاركة في التمويل الكلي دون اعتبار لمشاركة الجهد في ذلك.

¹ - نفس المرجع، ص 10.

² - علي أحمد السالوس، مرجع سابق، ص 466.

³ - أشرف محمد دوابه، صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق. ط 2، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، مصر، 2006م، ص 16 (بتصرف).

2- التمويل بالمضاربة:

تشير عملية المضاربة إلى: "عقد بين طرفين على أن يدفع أحدهما نقداً إلى الآخر ليتجر فيه، على أن يكون الربح بينهما حسب ما يتفقان عليه"¹.

والمضاربة جائزة بالإجماع، وقد ضارب رسول الله، صلى الله عليه وسلم، لخديجة، رضي الله عنها، بمالها وسافر به إلى الشام قبل البعثة، وقد كان معمولاً بها في الجاهلية، ولما جاء الإسلام أقرها، قال الحافظ ابن حجر: والذي قطع به أنها كانت ثابتة في عصر النبي، صلى الله عليه وسلم، يعلم بها وأقرها ولولا ذلك لما جازت البتة².

وتقتضي المضاربة أن يكون رأس المال المدفوع نقداً، ويكون معلوم المقدار والصفة، وأن يكون حاضراً لا ديناً، ويسلم إلى المضارب، كما يجب أن يكون الربح قدراً معلوماً (كنسبة لا مبلغ محدد) بحسب الاتفاق³.

أما المضاربة في الاقتصاد الليبرالي، فهي تعني التضحية بأموال حاضرة من أجل الحصول على أموال أكبر في المستقبل، ويمكن أن تجرى هذه المضاربة في سوق الأوراق المالية لتحقيق أرباح من جراء استغلال الفوارق السعرية (الفرق بين سعري بيع وشراء الأوراق المالية)، أي أن المضاربة في الاقتصاد الليبرالي هي مضاربة على فروق الأسعار وليست استثماراً حقيقياً كما هو عليه في الاقتصاد الإسلامي.*

- طبيعة عقد المضاربة:

يمكن اعتبار عقد المضاربة ذو طبيعة تتميز بما يلي:

- **أمانة:** ذلك أن المضاربة أمانة على المضارب، إلا أنها غير مضمونة إذا لم يتعدى العامل على رأس مال المضاربة.

1 - سيد سابق، فقه السنة. ج 3، ط 1، دار المؤيد للنشر والتوزيع، الرياض، 2001م، ص 152.

2 - نفسه.

3 - حسين بلعجوز، مخاطر صيغ التمويل في البنوك الإسلامية والبنوك الكلاسيكية: دراسة مقارنة. مؤسسة الثقافة الجامعية، 2009م، ص ص 22-23.

* - وهذه المضاربات السعرية لها آثار اقتصادية سيئة، حيث تسهم في إحداث أو تضخم الفقاعة المالية (التضخم المالي) ثم انفجارها وإحداث الأزمة الاقتصادية (أزمة الكساد) كما حصل أواخر عام 2008م، للمزيد: أنظر المبحث الثالث من الفصل الثاني/الباب الثاني.

- **وكالة:** لأن العامل (المضارب) يصبح وكيلًا عن صاحب رأس المال في التصرف بالمال لتنميته عن طريق الاستثمار.
- **عقد مشاركة:** وذلك لاشتراك الطرفين (صاحب المال، المضارب) في اقتسام الربح في حالة تحققه.

- أطراف التمويل بالمضاربة:

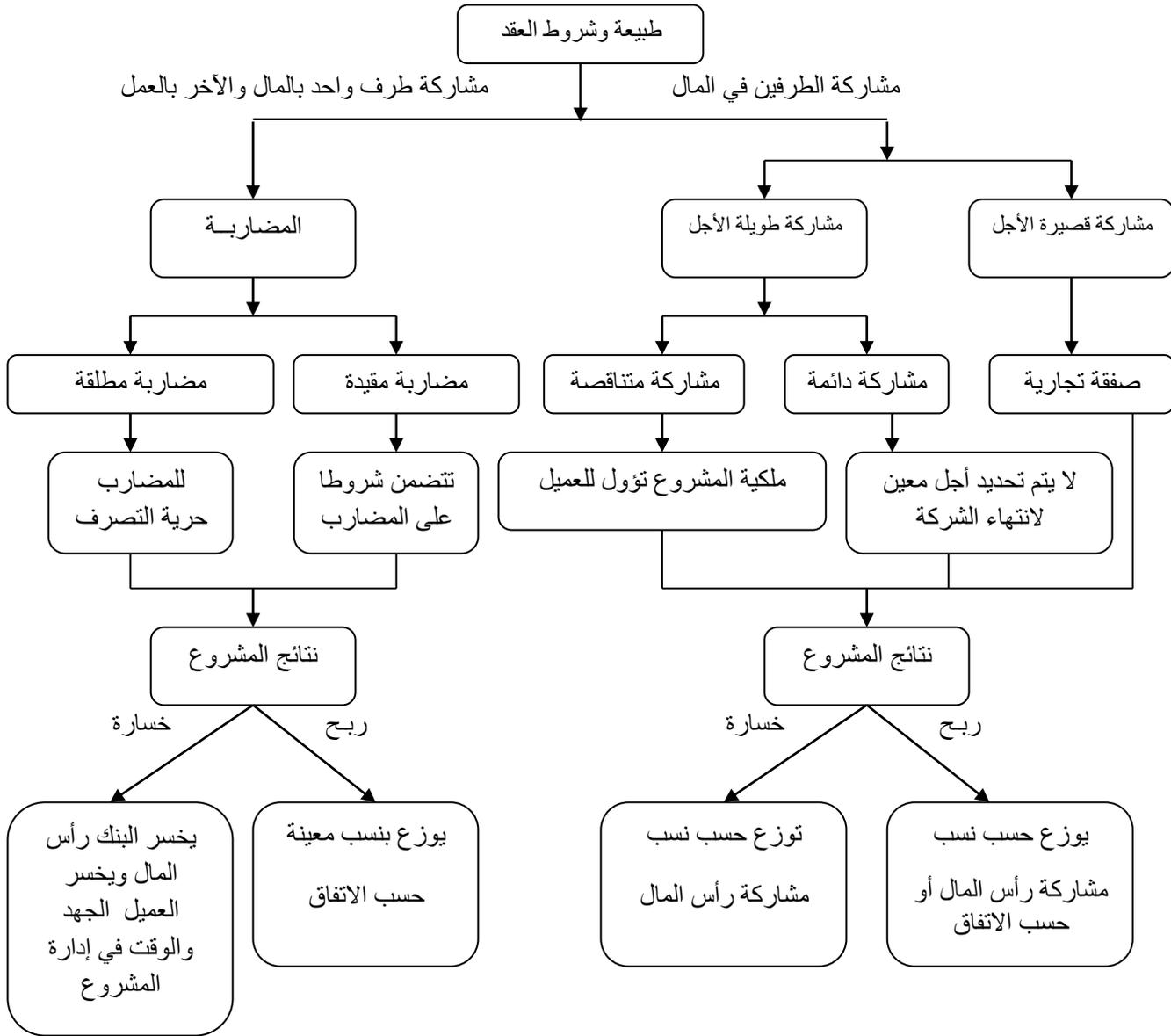
يقوم عقد المضاربة على الأطراف الأساسية التالية:

- **صاحب المال:** ويشترط فيه:
 - أن يكون أهلاً للتصرف.
 - له حق ولاية على المال.
- **المضارب:** وهو العامل في المال، أي صاحب الجهد، ويشترط فيه:
 - أن يكون أهلاً للتصرف.
 - له حق الاستقلالية بالعمل منفرداً.
 - يعتبر أميناً على المال وفي نفس الوقت هو ليس ضامناً له إن لم يتعدى.
- **العمل:** وهو الركن الناجم عن التقاء صاحب المال وصاحب الجهد، وهو يُعبر عن مقدار ما يقدمه العامل من جهد لتحقيق أغراض المضاربة، وقد يكون هذا العمل مقيداً أو مطلقاً.

العمل المقيد: وهو ذلك العمل الذي يقيد به صاحب المال في مجال أو مشروع معين.

العمل المطلق: ويكون في الحالة التي لا يشترط فيها صاحب المال على العامل الاستثمار في مشروع محدد.

الشكل (2): تجسيد مبدأ "الغنم بالغرم" في عقود المشاركات والمضاربات



المصدر: إعداد الطالب بناء على: محمد محمود العجلوني، مرجع سابق، ص 216، ص 226، ص 231. محمود حسين الوادي، حسين محمد سمحان، المصارف الإسلامية: الأسس النظرية والتطبيقات العملية. ط 4، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2012م، ص 96، ص 197.

الفرع الثاني: الدخل على أساس الخراج بالضمان

يعني هذا الأساس أن الذي يضمن أصل الشيء، جاز له أن يحصل على ما تولد عنه من عائد، فمثلا يقوم البنك الإسلامي بضمان أموال المودعين لديه في شكل ودائع أمانة تحت الطلب أو ودائع جارية، ويكون الخراج (أي ما خرج من المال) المتولد عن هذا المال جائز الانتفاع لمن ضمن (وهو

البنك)، لأنه يكون ملزماً باستكمال النقصان الذي يُحتمل حدوثه وتحمل الخسارة في حالة وقوعها، أي أن الخراج غنم والضمان غرم.¹

وبالتالي، فإن للبنك الإسلامي إمكانية في تحقيق عوائد من خلال استثمار أموال الودائع الجارية استثماراً قصيراً الأجل حتى يتمكن من الوفاء بها عند الطلب.

ومن أهم الأساليب المناسبة لتطبيق مبدأ الخراج بالضمان، هو أسلوب التمويل بالمربحة.

التمويل بالمربحة:

المربحة هي: "بيع بمثل الثمن الأول مع زيادة الربح، وصفتها أن يذكر البائع للمشتري الثمن الذي اشترى به السلعة ويشترط عليه ربحاً ما"²، بحيث يمثل البنك الإسلامي صفة البائع الذي يوفر لعمله السلعة التي يطلبها بموجب عقد المربحة، ويكون البيع بالنقد أو الأجل.³

وأصل عقد المربحة صورة من صور البيع، قال الله تعالى "وأحل الله البيع وحرم الربا"⁴.

ويتعلق بيع المربحة بمجموعة من الشروط، تمثل شروط عقد البيع، من كون المبيع مالا ومملوكاً للبائع أو مآدونا له في بيعه، ومعلوماً، ومقدوراً على تسليمه، وأن يكون الثمن معلوماً، بالإضافة إلى أهلية المتعاقدين ورضاهما،⁵ هذا وإن للمربحة شروطاً خاصة لصحتها، وهي:⁶

- أن يكون المبيع عرضاً، فلا يصح بيع النقود مربحة.
- أن يكون الثمن مثلياً، كالعملات أو المكيالات أو الموزونات.
- أن يكون ثمن المبيع معلوماً.
- أن يكون الربح معلوماً لطرفي البيع.
- بيان نفقات البائع على السلعة، أي تحديد ما أنفقه البائع عليها.
- أن لا يكون الثمن في العقد الأول مقابلاً بجنسه من أموال الربا.

1 - محمود حسن صوان، مرجع سابق، ص 95.

2 - حسين بلعجوز، مرجع سابق، ص 40.

3 - محمود حسن صوان، مرجع سابق، ص 151.

4 - سورة البقرة، الآية: 275.

5 - أميرة عبد اللطيف مشهور، مرجع سابق، ص 332.

6 - نفسه.

ويحقق البنك الإسلامي معدل ربح سنوي من التمويل بالمرابحة، يمكن حسابه بعد الافتراضات التالية:

A: ثمن شراء السلعة موضوع المرابحة.

B: مقدار الربح المتأتي من بيع السلعة.

V: ثمن بيع السلعة.

N: مدة الاستثمار بالسنوات.

R: معدل الربح السنوي.

وعليه يكون:

$$V = A + B$$

$$R = B / (A * N) \quad 1$$

فإذا افترضنا أن بنكا إسلاميا قام ببيع جهاز حاسوب مرابحة لعميله بقيمة 40000 دج يشتمل على ربح قدره 25% من قيمة الشراء واشترط البنك على العميل تسديد الإجمالي خلال 9 أشهر.

يكون معدل الربح السنوي لهذه العملية كما يلي:

$$A = 40000 / 1.25 = 32000 \quad \text{قيمة الشراء:}$$

$$B = 0.25 * 32000 = 8000 \quad \text{قيمة الربح:}$$

$$R = B / (A * N) \quad \text{معدل الربح السنوي للعملية:}$$

$$= 8000 / (32000 * 9/12) = 33.33\%$$

¹ - مصطفى كمال السيد طایل، القرار الاستثماري في البنوك الإسلامية. مطابع غباشي، طنطا، 1999م، ص ص 234-235.

الفرع الثالث: الدخل على أساس الوكالة

إن القيام بالخدمات المصرفية في البنوك الإسلامية يلبي احتياجات المتعاملين معها ويشبع رغباتهم المصرفية فضلا عن إمكانية جذب أكبر عدد من العملاء اتجاه البنك الإسلامي بما يزيد من قدراته التمويلية نتيجة حصوله على موارد مالية إضافية.

ويمكن للبنوك الإسلامية أن تقدم تلك الخدمات على أساس الحصول على أجر أو عمولة مقطوعة بالاتفاق بين الطرفين (البنك وعميله) ترتبط بتلك الخدمة التي يقوم بها أو يقدمها البنك الإسلامي وتتناسب مع الجهد المبذول في القيام بتلك الخدمة.

ومن بين تلك الخدمات مثلا قيام البنك الإسلامي بالتحويلات المصرفية، فالحوالة المصرفية يمكن أن تطبق عليها أساس الوكالة بأجر، حيث إن البنك الأمر وكيل بأجر والبنك المسحوب عليه أو البنك المحول وكيل بأجر أيضا، وبالتالي فإن العمولات المصرفية على الحوالات هي أجر نظير قيام البنك بمهام الوكيل.

إن الوكالة بأجر في التحويلات المصرفية تأخذ أحكام الإجارة، ويعتبر البنك في هذه الحالة أجيروا مشتركا، وتسري عليه أحكام الأجير المشترك،* مما يعني أن البنك يكون ضامنا لمبلغ الحوالة الذي قبضه من طالب التحويل حتى يتم تسليم مبلغ الحوالة للمستفيد.

كذلك من الأعمال التي يمكن للبنوك الإسلامية القيام بها تحصيل الأوراق التجارية في تاريخ استحقاقها، وتتم مقابل أجر (عمولة) تتناسب والجهد المبذول في التحصيل، ويستثنى من هذه الأوراق تلك التي مصدرها غير جائز أو أنها تتصل بما هو غير جائز كتحويل قيمة السندات وفوائدها.¹

وعموما تقوم البنوك الإسلامية بتلك الخدمات المصرفية فيما يدخل في نطاق أعمال أمناء الاستثمار، والتي تتضمن أيضا:²

- تقديم المشورة الاقتصادية والقانونية والفنية لرجال الأعمال والراغبين في استثمار أموالهم وفق صيغ التمويل الإسلامي.

* - الأجير المشترك: هو من يعمل لعامة الناس، ولا يجوز لمن استأجره أن يمنعه عن العمل لغيره، وهو على خلاف الأجير الخاص الذي يعمل لشخص أو مؤسسة بأجرة محددة معلومة لمدة معلومة، ولا يجوز له العمل عند آخرين إلا بإذن مستأجره.

1 - فليح حسن خلف، البنوك الإسلامية. ط 1، عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، إربد، 2006م، ص 117.

2 - محمود حسن صوان، مرجع سابق، ص 210.

- القيام بتسديد الالتزامات المالية الدورية وغير الدورية بالنيابة عن عملاء البنك الإسلامي في مواعيدها المستحقة.
- إدارة وتسويق العقارات لعملاء البنك الإسلامي بأسلوب علمي قائم على المفاهيم الإدارية الحديثة وبحوث التسويق الميدانية الشاملة لسوق العقارات.

الفرع الرابع: الدخل على أساس الإجارة

1- تعريف الإجارة:

الإجارة لغة: عقد يرد على المنافع بعوض، والأجرُ: عوض العمل والانتفاع.¹

وفي الاصطلاح، تُعرّف الإجارة على أنها: "تمليك منفعة معلومة بأجر معلوم، وتستخدم البنوك الإسلامية الإجارة كأسلوب تمويلي، بحيث تفتني الممتلكات والأصول من أجل وضعها تحت تصرف عملائها لاستيفاء منافعها بمقابل (يكون محل التعامل هو بيع المنفعة لمدة محددة، لا العين أو الأصل)".²

واختصاراً، تشير الإجارة إلى: "عقد يتم بموجبه تمليك منفعة معلومة لأصل (عين) معلوم من قبل مالكيها لطرف آخر مقابل عوض (ثمن) معلوم لمدة معلومة".³

والإجارة مشروعة، فقد روى ابن ماجة أن النبي، صلى الله عليه وسلم، قال: "أعطوا الأجير أجره قبل أن يجف عرقه"، وعلى مشروعية الإجارة أجمعت الأمة، ولا عبرة بمن خالف هذا الإجماع من العلماء.⁴

¹ - إبراهيم أنيس وآخرون، مرجع سابق، ص 27.

² - المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، على الموقع:

<http://www.cibafi.org/Products.aspx?id=j2NysvhwP+E> =

(تاريخ الاطلاع: 2017/9/23م)

³ - حسين محمد سمحان، موسى عمر مبارك، محاسبة المصارف الإسلامية في ضوء المعايير الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة والضوابط للمؤسسات المالية الإسلامية. ط 2، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2011م، ص 237.

⁴ - سيد سابق، مرجع سابق، ص 143.

ويُشترط لصحة الإجارة ما يلي:¹

- رضا العاقدين.
- معرفة المنفعة المعقود عليها معرفة تامة تمنع من المنازعة.
- أن يكون المعقود عليه مقدور الاستيفاء حقيقة وشرعا.
- القدرة على تسليم العين المستأجرة مع اشتغالها على المنفعة.
- أن تكون المنفعة مباحة لا محرمة ولا واجبة.
- أن تكون الأجرة مالا متقوما معلوما.

2- مزايا عمليات التأجير:

تحقق عمليات التأجير مزايا عديدة لكل من المؤجر والمستأجر، يمكن تلخيصها كما يلي:²

أ- مزايا التأجير للمؤجر:

- ✓ يستطيع المالك استثمار الأصل الذي يملكه دون أن يضطر للتخلي عن ملكيته، وإنما يتم نقل المنفعة فقط.
- ✓ يستطيع المالك أن يحقق عوائد جيدة ومضمونة من خلال عقود التأجير خلال مدة سريان العقد بما يوفر تدفقات نقدية مستمرة له طوال فترة التعاقد.
- ✓ يقلل من حدة تأثير التقلبات الاقتصادية على المؤجر.
- ✓ يقلل من مخاطر منح الائتمان بالنسبة للمستثمر، وذلك لسرعة استعادة الأصل في حال عدم التزام المستأجر بالدفع.

ب- مزايا التأجير للمستأجر:

- ✓ يتمكن المستأجر من خلال عقود الإيجار من حيازة واستخدام الأصول التي يحتاج إليها دون الحاجة إلى ضخ سيولة كبيرة.
- ✓ يتمكن المستأجر من الانتفاع بالأصول المستأجرة في ظل الأحوال الاقتصادية المتغيرة.

¹ - نفس المرجع، ص ص 144-147.

² - محمود حسين الوادي، حسين محمد سمحان، مرجع سابق، ص ص 258-259.

- ✓ يتجنب المستأجر مخاطر الملكية رغم حيازته للأصول واستفادته منها.
- ✓ تمكن عقود الإيجار من زيادة العائد على حقوق الملكية إذا تم استثمار الأصول المستأجرة بشكل فعال.
- ✓ بعض أنواع التأجير تُمكن المستأجر من امتلاك الأصل في نهاية مدة التأجير.*

3- أنواع التأجير في البنوك الإسلامية:

تستخدم البنوك الإسلامية عقود التأجير لتحقيق عوائد وتدفقات نقدية في الأجل المتوسطة وطويلة الأجل، وكذلك تخفيض المخاطر المتعلقة بالائتمان، وتتنوع عقود التأجير إلى أسلوبين:¹

أ- التأجير التشغيلي:

وهو التأجير الذي يقوم على تملك المستأجر منفعة أصل معين لمدة معينة على أن يتم إعادة الأصل لمالكة (البنك الإسلامي) في نهاية مدة الإيجار، ليتمكن المالك من إعادة تأجير الأصل لطرف آخر أو تجديد العقد مع نفس المستأجر إذا رغب في ذلك.

وعادة ما تكون مدة هذا النوع من التأجير قصيرة الأجل نسبياً، ويتميز التأجير التشغيلي بتحميل المصروفات الرأسمالية على الأصل للمؤجر، أما المصروفات التشغيلية، مثل مصروفات الكهرباء والماء فيتحملها المستأجر.

كما أن هذا التأجير يتم لأصول امتلكها البنك لأسباب خاصة به، قد يكون أحدها الطلب على استئجار هذا الأصل في السوق بشكل عام، ولا يتم امتلاكها وتأجيرها بناء على طلب المستأجر (أي لا يتم شراؤها لتأجيرها لشخص معين).

ب- التأجير المنتهي بالتمليك (التأجير التمويلي):

في هذا النوع من التأجير، يتم تملك منفعة الأصل خلال مدة التأجير للمستأجر مع وعد من المالك بتمليك الأصل للمستأجر في نهاية مدة التأجير بسعر السوق في وقته، أو بسعر يحدد في الوعد، أو بسعر رمزي، أو بدون مقابل، والوعد بتمليك الأصل للمستأجر في نهاية مدة التأجير بدون مقابل هو

* - وهذا النوع يسمى: التأجير المنتهي بالتمليك، أو: التأجير التمويلي، وله أحكام شرعية خاصة به في طريقة انتقال الأصل للمؤجر. أنظر: أنواع التأجير في البنوك الإسلامية (العنصر الموالي).

1 - نفس المرجع، ص ص 259-261.

المقصود هنا (التأجير التمويلي)، وهو المطبق في البنوك الإسلامية، لأن البنك يكون قد استوفى ثمن الأصل من خلال أقساط التأجير التي كان قد حصل عليها أثناء فترة التأجير.

ويتميز هذا النوع من التأجير بطول مدته نسبياً، وبارتفاع بدل الإيجار، ويتحمل فيه المستأجر جميع المصروفات التشغيلية، أما المصروفات الرأسمالية فيتحملها المستأجر إذا تمت بناء على رغبته، مثل إضافة سور للمنزل أو مصعد للبنية، أما إذا كانت هذه المصروفات ضرورية لحصول المستأجر على منفعة الأصل التي تم الاتفاق عليها عند توقيع العقد فيتحملها المؤجر، مثال ذلك: انهيار جزء من المنزل المؤجر نتيجة ظروف طبيعية (زلزال مثلاً)، فيكون ثمن ترميم هذا الجدار على المؤجر.

وقد صدر قرار من مجمع الفقه الإسلامي بشأن التأجير المنتهي بالتمليك في دورة مؤتمره الخامس المنعقد بالكويت عام 1409هـ/1988م، حيث جاء فيه ما يلي:¹

أولاً: الأولى الاكتفاء عن صور الإيجار المنتهي بالتمليك ببدايل أخرى، منها البديان التاليان:

- البيع بالأقساط مع الحصول على الضمانات الكافية.

- عقد إجارة مع إعطاء المالك الخيار للمستأجر (بعد الانتهاء من وفاء جميع الأقساط الإيجارية المستحقة خلال المدة) في واحد من الأمور التالية:

- مد مدة الإيجار.
- إنهاء عقد الإجارة ورد العين المأجورة إلى صاحبها.
- شراء العين المأجورة بسعر السوق عند انتهاء مدة الإجارة.

ثانياً: هناك صور مختلفة للإيجار المنتهي بالتمليك، تقرر تأجيل النظر فيها إلى دورة قادمة بعد تقديم نماذج لعقودها وبيان ما يحيط بها من ملابسات وقيود بالتعاون مع المصارف الإسلامية لدراستها وإصدار القرار في شأنها.

¹ - مجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، قرار رقم: 44 (6/5) [1] بشأن الإيجار المنتهي بالتمليك، ديسمبر/1988م، على الموقع:

<http://www.iifa-aifi.org/1760.html> (تاريخ الاطلاع: 2017/9/27م).

كما صدر النص الآتي عن الندوة الفقهية الأولى لبيت التمويل الكويتي بشأن التأجير المنتهي بالتمليك:¹

إذا وقع التعاقد بين مالك ومستأجر على أن ينتفع المستأجر بمحل العقد بأجرة محددة بأقساط موزعة على مدد معلومة على أن ينتهي هذا العقد بملك المستأجر للمحل، فإن هذا العقد يصح إذا روعي فيه ما يأتي:

- ضبط مدة الإجارة وتطبيق أحكامها طيلة تلك المدة.
- تحديد مبلغ كل قسط من أقساط الأجرة.
- نقل الملكية إلى المستأجر في نهاية المدة بواسطة هبتها إليه تنفيذاً لوعده سابق بذلك بين المالك والمستأجر.

1 - علي محيي الدين علي القرّة داغي، *بحوث في الاقتصاد الإسلامي*. ط 3، دار البشائر الإسلامية، بيروت، 2009م، ص 352.

خلاصة الفصل:

تنطلق البنوك الإسلامية من أساس عقائدي، يرتبط بنظرية الاستخلاف التي تتضمن أن الله هو مالك كل شيء وأن الإنسان مستخلف على هذه الملكية، ومن أساس تنموي، يقوم على أساس استخدام مختلف صيغ الاستثمار التي تُمكنها من توليد الإيرادات وتحقيق الأرباح، وأيضاً تنطلق من أساس اجتماعي، يتمثل في تقديم الخدمات الاجتماعية ومساعدة الأفراد والمشاريع.

وتحدد أهداف البنوك الإسلامية انطلاقاً من تلك الأسس والتي تشمل ثلاثة أهداف أساسية: تعظيم الربحية، وتشمل نوعين من الربحية (تعظيم الربحية المادية، تعظيم الربحية الاجتماعية)، تأمين السيولة، وتوفير الأمان، وكل هذه الأهداف ينبغي تحقيقها انطلاقاً من مشروعية الوسائل المؤدية لها وهذا بدوره منبثق من الأساس العقائدي للبنوك الإسلامية.

ويتميز الاستثمار في البنوك الإسلامية بأنه نشاط إيجابي، يهدف إلى استثمار المال وتنميته باستخدام أفضل الطرق والوسائل المشروعة، وأنه يستند على العقيدة الإسلامية والقيم الأخلاقية الناتجة عنها، فضلاً عن ذلك أنه يقوم على تدرج محدد وفقاً لأولويات الاستثمار.

ومبدأ الأولوية أو الأسبقية في الاستثمار يمكن ترتيبه على النحو التالي: الاهتمام بالضروريات ثم الحاجيات ثم الكماليات أو التحسينات.

كما أن العملية الاستثمارية في البنوك الإسلامية تنقيد بضوابط القرار التمويلي، والتي تشمل عنصرين أساسيين: ضوابط عقائدية وضوابط اقتصادية، وعلى أساس هذه الضوابط يتم تحديد قرار التمويل إما بالقبول أو الرفض.

والجدير بالإشارة، أن الاستثمار طويل الأجل في البنوك الإسلامية يحتل مكانة خاصة، ذلك أنه يؤثر بشكل مباشر على الإنتاج وزيادة ثروة الأمة، تحقيق العوائد والأرباح، زيادة تشغيل الموارد الاقتصادية وتخفيض معدلات البطالة، ودعم القدرة الشرائية للعملة أو النقود ...

ويبقى أن نشير أيضاً إلى أن مصادر الدخل في البنوك الإسلامية تنقيد باستخدام أساليب وصيغ محددة للاستثمار، كالمشاركات والمضاربات والمرابحات، وأيضاً الدخل على أساس الوكالة أو الإيجار.

الفصل الثاني: تقييم الدور التنموي للبنوك الإسلامية

(حالة بعض البنوك الإسلامية)

تمهيد:

في هذا الفصل سوف نتعرض للجانب العملي للبنوك الإسلامية من أجل الوقوف على نشاطها وتقييم دورها التنموي، فتجربة البنوك الإسلامية بدأت منذ عقود، ولقد التزمت منذ نشأتها بإيجاد البديل للتمويل القائم على نظام الفائدة وتقديم دور استثماري متميز يخضع للضوابط الشرعية. إن الأهداف الاستثمارية ذات البعد الزمني لا شك أنها أكثر تأثيراً في التنمية الاقتصادية، فمن خلالها تنشأ الصناعات والمشاريع المختلفة ويتسع نطاق القائمة منها، وينعكس هذا على الإنتاج والعمالة وتحقيق مستوى معيشي أفضل.

وبالتالي تواجه البنوك الإسلامية تحديات، هي أن تثبت تحقيق الأهداف التي انطلقت منها عملياً على أرض الواقع، كما لا يجب حصر جملة تلك التحديات في تحقيق أهداف اقتصادية بحتة، فإلى جانب الربح المادي تبقى البنوك الإسلامية مطالبة بتحقيق الربحية الاجتماعية، فالتكافل الاجتماعي في جميع صورته وأشكاله يؤدي دوراً متميزاً في نفوس المجتمع حيث يشعرون بالترابط والتواصل، كما أن له تأثيراً عميقاً على الأهداف الاقتصادية نفسها.

سوف يتم تناول هذا الفصل من خلال التطرق إلى المباحث التالية:

المبحث الأول: بنك البركة الإسلامي (البحرين)

المبحث الثاني: بنك البلاد الإسلامي (السعودية)

المبحث الثالث: بنك بوبيان (الكويت)

المبحث الرابع: البنك الإسلامي الأردني (الأردن)

المبحث الأول: بنك البركة الإسلامي (البحرين)

تأسس بنك البركة الإسلامي (البحرين) في عام 1984م في البحرين، وهو مسجل لدى وزارة الصناعة والتجارة بالبحرين بالسجل التجاري رقم: 14400، ومرخص له من قبل مصرف البحرين المركزي لمزاولة الخدمات المصرفية للأفراد، ويبلغ رأسمال البنك المصرح به 600 مليون دولار أمريكي الصادر والمدفوع بالكامل منه 122 مليون دولار أمريكي.¹

وبنك البركة البحرين هو إحدى وحدات مجموعة البركة المصرفية، وهي شركة مساهمة بحرينية عامة مدرجة في سوقي البحرين ودبي للأوراق المالية، وهي مجموعة من البنوك الإسلامية الدولية الرائدة.²

المطلب الأول: تقييم الأداء المالي والاستثماري

الجدول الآتية تبين الأداء المالي والاستثماري لبنك البركة الإسلامي:

¹ - التقرير السنوي لبنك البركة الإسلامي (البحرين) لعام 2009م، ص 4.

² - التقرير السنوي لبنك البركة الإسلامي (البحرين) لعام 2007م، ص 4.

الجدول (2): ملخص تطور النتائج المالية لبنك البركة الإسلامي (البحرين) للفترة (2008-2015م)

الوحدة: دولار أمريكي

الفترة	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
إجمالي حقوق المساهمين	185657440	156590063	161695247	157022224	150594500	148176234	151767000	155659000
معدل النمو	-	-0.16	0.03	-0.03	-0.04	-0.02	0.02	0.02
إجمالي الموجودات	1001461410	929893797	1346560727	1597784864	1418429538	1631207178	1835021000	1854573000
معدل النمو	-	-0.07	0.45	0.19	-0.11	0.15	0.12	0.01
صافي الدخل	2510979	(26463032)	4651766	2595396	(10622646)	915473	2070000	6023000
معدل النمو	-	-11.54	-1.17	-0.44	-5.09	-1.09	1.26	1.91
ربحية حقوق المساهمين	0.01	-0.17	0.03	0.02	-0.07	0.006	0.01	0.04
ربحية الموجودات	0.002	-0.03	0.003	0.002	-0.007	-	0.001	0.003
نسبة رأس المال	0.18	0.17	0.12	0.1	0.11	0.09	0.08	0.08

المصدر: إعداد الطالب بناء على التقارير السنوية للبنك للفترة (2009-2015م).

من البيانات الواردة في الجدول، يتبين أن هناك تذبذباً في معدلات النمو المتعلقة بإجمالي الموجودات وحقوق المساهمين وصافي الدخل، كذلك شهد البنك تدنياً وأحياناً خسارة في مؤشرات

الربحية، أما نسبة رأس المال شهدت هي الأخرى بعض التراجع في السنوات الأخيرة، تدل هذه النتائج بشكل عام على اضطراب شهده النشاط في بنك البركة بالبحرين.

ويعزو ذلك التذبذب خاصة في العام 2009م إلى نشوب الأزمة المالية العالمية في الأشهر الأخيرة من العام 2008م، والتي كانت لها تداعيات سلبية على حجم الموجودات التمويلية والاستثمارية للبنك، ومن ثم على مصادر الدخل المتأتية منها.

كما أن ظروف الأزمة حولت اتجاه البنك نحو المبادرة لاتخاذ سياسات تحوطية للحفاظ على أموال المساهمين والمودعين والمستثمرين، حيث انصبت جهود الإدارة التنفيذية على تعزيز موارد البنك ووضع السيولة والاهتمام بتخفيض المخاطر على المحفظة التمويلية والاستثمارية للشركات، أي التركيز على إدارتي الائتمان والمخاطر على حساب تحقيق الربح.

ويضاف إلى ذلك، أن البنك تكبد المصاريف الناجمة عن افتتاح الفرع الخامس وأجهزة صراف جديدة وما استتبعها من زيادة في عدد الموظفين، حيث ارتفع إجمالي المصاريف بنسبة 9.7% (من 22.83 مليون دولار أمريكي عام 2008م إلى 25.04 مليون دولار أمريكي عام 2009م).¹

¹ - التقرير السنوي لبنك البركة الإسلامي (البحرين) لعام 2009م، ص 8.

الجدول (3): عناصر الموجودات لبنك البركة الإسلامي (البحرين) للفترة (2008-2015م)

الوحدة: دولار أمريكي

المتوسط (%)	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	الفترة
16.9	236879000	300006000	319640704	205821698	253034200	200019731	231267146	216028978	نقد وأرصدة لدى البنوك
38.23	609684000	620990000	633697727	486783150	607357841	538401387	434236775	508913704	مبيعات مستحقة القبض
1	—	—	172961	34860926	25556624	25739233	17274096	12989281	مضاربات
8.73	266398000	221040000	126579913	113232535	102557275	93200646	46777768	44207291	إجارة منتهية بالتمليك
4.89	154260000	116382000	72455498	62492371	62968432	55591078	20431126	23900235	التمويل بالمشاركة
22.72	450811000	441973000	335493099	400736031	421932967	309021091	138560133	140858730	استثمارات
0.24	5974000	5974000	5549016	3204488	2941826	1480205	1368226	1636061	استثمارات عقارية
1.31	23466000	13144000	17251392	22323494	25450408	18496343	9827038	22184818	دخل إجارة مستحق القبض
1.47	25084000	23273000	23342211	22056788	24647941	26918263	13387943	11818214	ممتلكات ومعدات
0.99	17659000	18407000	17560934	19038642	20563499	21598197	—	—	الشهرة
3.5	64358000	73832000	77907623	47879415	50773851	56094553	16763546	18924098	موجودات أخرى
100	1854573000	1835021000	1631207178	1418429538	1597784864	1346560727	929893797	1001461410	المجموع

المصدر: إعداد الطالب بناء على التقارير السنوية للبنك للفترة (2009-2015م).

من البيانات الواردة في الجدول، يتبين أن بند "مبيعات مستحقة القبض" سجل أكبر متوسط نسبي سنوي مقدر بـ 38.23%، وهي بالطبع نسبة عالية، ويشمل بند "مبيعات مستحقة القبض" بشكل أساسي على اتفاقيات المعاملات التجارية (المrabحات) ومرابحات السلع الدولية.

وسجل بند "استثمارات" متوسط نسبي سنوي 22.72%، ويتضمن هذا البند استثمارات محتفظ بها لغرض المتاجرة، أو محتفظ بها حتى الاستحقاق، أو متاحة للبيع.

كما سجل بند "نقد وأرصدة لدى البنوك" متوسط نسبي سنوي 16.9%، ويشمل هذا البند على نقد في الصندوق وأرصدة لدى البنوك وأرصدة لدى بنوك مركزية ومرابحات السلع الدولية التي تواريخ استحقاقها الأصلية 90 يوماً أو أقل.

يأتي بعد ذلك (بعد ترتيب أهمية عناصر الموجودات) بند "إجارة منتهية بالتملك" بمتوسط نسبي سنوي 8.73%، وهي نسبة ضئيلة ومتدنية، ويصنف هذا البند ضمن الاستثمارات المتوسطة والطويلة الأجل.

أما بند "المضاربات والمشاركات" (وعملها يعتبر الأكثر أهمية في مجال التنمية) فسجلت مجتمعة متوسط نسبي سنوي 5.89%، وهي نسبة في غاية المحدودية، مع العلم أن هذا البند يصنف في العادة ضمن الاستثمارات طويلة الأجل.

الجدول (4): استحقاقات الموجودات في بنك البركة الإسلامي (البحرين) للفترة (2008-2015م)

الوحدة: دولار أمريكي

المتوسط (%)	المتوسط (القيمة)	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	الفترة
36.9	535695788	466465000	504064000	686039843	430455203	644964581	561299311	495119558	497158805	لغاية 3 أشهر
9.3	134022567	164576000	185671000	175860958	138950740	127810627	120656470	81784188	84870550	من 3 إلى 6 أشهر
8.29	120338538	153591000	202940000	141439815	182859323	94234256	79132122	60202941	48308845	من 6 أشهر إلى سنة
17.25	250517548	310847000	313230000	164252174	243416747	383764526	261186245	123609942	203833748	من سنة إلى 3 سنوات
18.17	363851900	531231000	416438000	290771382	201715101	212078534	197145686	127222244	134213250	أكثر من 3 سنوات
10.09	146440100	227863000	212678000	172843006	221032424	134932340	127140893	41954924	33076212	لا يوجد استحقاق ثابت
100	1451866439	1854573000	1835021000	1631207178	1418429538	1597784864	1346560727	929893797	1001461410	المجموع

المصدر: إعداد الطالب بناء على التقارير السنوية للبنك للفترة (2009-2015م).

من البيانات الواردة في الجدول، يتبين أن استحقاق الموجودات الأقل من سنة سجل متوسط نسبي سنوي 54.48%، أما الاستحقاق الأكثر من سنة سجل متوسط 35.43%.

إن هذه النسب تؤثر بشكل واضح إلى أن توزيع استحقاقات الموجودات (والتي تعكس بدورها طبيعة النشاط من حيث الزمن) ينعكس إلى فترات قصيرة (أقل من سنة) وذلك على حساب الفترات المتوسطة والطويلة التي لها تأثير أقوى على التنمية الاقتصادية.

المطلب الثاني: تقييم الأداء الاجتماعي*

فيما يلي الجدولان الآتيان يبينان الأداء الاجتماعي لبنك البركة الإسلامي:

* - في إطار تقييم الأداء الاجتماعي للبنك، نشير إلى الملاحظات التالية:

- 1- ورد في تقرير الهيئة الشرعية للسنة المالية المنتهية 2014م بشأن الزكاة ما يلي: "إن الإدارة ليست مخولة بإخراج الزكاة عن المساهمين، وتقع مسؤولية إخراجها عليهم". أنظر: التقرير السنوي لبنك البركة الإسلامي (البحرين) لعام 2014م، ص 44.
- 2- بخصوص "قائمة مصادر واستخدامات أموال صندوق الصدقات"، لم يتم توضيح البيانات الخاصة بها في التقريرين 2014 و2015م.
- 3- سجلت التقارير (2010-2013م) البيانات الواردة في قائمة مصادر واستخدامات أموال صندوق الصدقات بوحدة (الألف دولار)، إلا أنه بعد التمعن فيها وبمقارنتها ببيانات حقوق الملكية الموافقة، تبين أنها كانت تتجاوز حقوق الملكية نفسها، مما يعني حدوث خطأ على مستوى الوحدة، ولقد تم تصحيحها إلى وحدة (الدولار) قياساً على الوحدة المتعامل بها في التقرير 2009م.

الجدول (5): مصادر واستخدامات أموال صندوق الصدقات في بنك البركة الإسلامي (البحرين) للفترة (2008-2013م)

الوحدة: دولار أمريكي

المتوسط	2013	2012	2011	2010	2009	2008	الفترة	مصادر أموال صندوق الصدقات
350434.333	304581	448087	955171	60257	—	334510	دخل لا يتوافق مع الشريعة	مصادر أموال صندوق الصدقات
13762.5	—	—	1048	10003	2873	68651	استلامات قروض الموظفين	
364263.5	304581	448087	956619	70260	2873	403161	المجموع	
169209.5	25250	69315	248917	330962	39469	301344	مساعدات للفقراء والمحتاجين	استخدامات أموال صندوق الصدقات
112521.167	462893	—	—	84752	—	127482	تبرعات خيرية أخرى	
17020.5	50319	28947	22857	—	—	—	تدريب عام	
6250.5	37503	—	—	—	—	—	التعليم	
4446.66667	—	—	—	—	26680	—	تدريب الموظفين	
26322.5	89677	68258	—	—	—	—	تحويل عملات أجنبية	
335770.833	665642	166520	271774	415714	66149	428826	المجموع	
35092.6667	(361061)	321567	684445	(345454)	(63276)	(25665)	صافي الزيادة في المصادر على الاستخدامات	
1175219.67	1736509	1414937	730490	1075994	952569	1140819	رصيد صندوق الصدقات في بداية السنة	
1210312.33	1375448	1736504	1414935	730540	889293	1115154	رصيد صندوق الصدقات في آخر السنة	

المصدر: إعداد الطالب بناء على التقارير السنوية للبنك للفترة (2009-2013م).

من البيانات الواردة في الجدول، يتبين أن متوسط استخدام أموال صندوق الصدقات (النسبة المتبرع بها) يمثل 92.18% مقارنة بإجمالي مصادر أموال صندوق الصدقات، أي أن المتوسط الباقي من مصادر أموال صندوق الصدقات يمثل 7.82%.

كما يُلاحظ من البيانات الواردة في ذات الجدول أن متوسط رصيد أموال صندوق الصدقات في نهاية السنة يمثل 3.32 مرة متوسط مصادر أموال صندوق الصدقات، كما أن متوسط تغذية الصندوق (متوسط رصيد أموال صندوق الصدقات في بداية السنة) هو أكبر من متوسط الرصيد المتبرع به بـ 3.5 مرة، لا شك أن بقاء هذا الفارق يؤشر إلى بقاء رصيد في صندوق أموال الصدقات في نهاية كل سنة بشكل مستمر، وهذا يعني أن صندوق أموال الصدقات بالبنك يعاني من محدودية وضيق قنوات استخدام موارده.

وللوقوف بشكل واضح على مدى نجاح البنك في الربحية الاجتماعية في مجال الصدقات نبحث عن متوسط نسبة المبالغ المتبرع بها فعلا إلى حقوق الملكية والتي يبينها الجدول التالي:

الجدول (6): المبالغ المتبرع بها إلى حقوق الملكية في بنك البركة الإسلامي (البحرين) للفترة (2008-2013م)

الوحدة: دولار أمريكي

المتوسط	2013	2012	2011	2010	2009	2008	الفترة
335770.833	665642	166520	271774	415714	66149	428826	المبالغ المتبرع بها
159955951	148176234	150594500	157022224	161695247	156590063	185657440	حقوق المساهمين
0.21	0.45	0.11	0.17	0.26	0.04	0.23	النسبة (%)

المصدر: إعداد الطالب بناء على التقارير السنوية للبنك للفترة (2009-2013م).

من البيانات الواردة في الجدول، يتبين أن المبالغ المتبرع بها إلى حقوق الملكية سجلت متوسط نسبي سنوي 0.21 %، وهي نسبة ضئيلة ومحدودة جداً، فضلا عن ذلك نلاحظ أنه لم يكن هناك التزام

من مساهمي البنك باقتطاع جزء من الأرباح يجسد صورة المسؤولية الاجتماعية بالبنك، بحيث إن مصادر أموال صندوق الصدقات بالأساس تركز على الدخل الذي لا يتوافق مع الشريعة الإسلامية وبواقع نسبة 96.2%.

المبحث الثاني: بنك البلاد الإسلامي (السعودية)

بنك البلاد، هو شركة مساهمة سعودية، تم الترخيص بإنشائه بموجب المرسوم الملكي رقم: م/ 48 بتاريخ 21 رمضان 1425 هـ الموافق (2004/11/4م) وفقاً لقرار مجلس الوزراء رقم: 258 بتاريخ 18 رمضان 1425 هـ الموافق (2004/11/1م)، ويعمل البنك بموجب السجل التجاري رقم: 1010208295 بتاريخ 10 ربيع الأول 1426 هـ الموافق (2005/4/19م)، ومقره الرئيسي الرياض بالمملكة العربية السعودية.¹

المطلب الأول: تقييم الأداء المالي والاستثماري

الجدول الآتية تبين الأداء المالي والاستثماري لبنك البلاد الإسلامي:

¹ - التقرير السنوي لبنك البلاد الإسلامي (السعودية) لعام 2009م، ص 29.

الجدول (7): ملخص تطور النتائج المالية في بنك البلاد الإسلامي (السعودية) للفترة (2008-2015م)

الوحدة: ألف ريال سعودي

2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	الفترة
51220410	45229914	36323308	29777501	27727169	21116686	17411192	16051789	إجمالي الموجودات
0.13	0.24	0.22	0.07	0.31	0.21	0.08	—	معدل النمو
6442239	5891353	5100889	4370816	3416250	3102961	3002182	3212840	إجمالي حقوق المساهمين
0.09	0.15	0.17	0.28	0.1	0.03	-0.06	—	معدل النمو
788423	864029	729168	941804	329625	92320	-248389	125069	صافي الدخل
-0.09	0.18	-0.22	1.86	2.57	-1.37	-2.99	—	معدل النمو
0.12	0.15	0.14	0.21	0.1	0.03	-0.08	0.04	ربحية حقوق المساهمين
0.01	0.02	0.02	0.03	0.01	0.004	-0.01	0.0078	ربحية الموجودات
0.12	0.13	0.14	0.15	0.12	0.15	0.17	0.2	نسبة رأس المال

المصدر: إعداد الطالب بناء على التقارير السنوية للبنك للفترة (2008-2015م).

حسب البيانات الواردة في الجدول، يتضح أن النتائج المالية للعام 2009م في عمومها كانت سيئة (معدل نمو سالب في حقوق المساهمين وفي صافي الدخل وكذا مؤشرات الربحية سالبة)، وربما يعود ذلك إلى تأثير البنك بالأزمة المالية العالمية التي نشبت أواخر عام 2008م.

إلا أن النتائج المالية كانت أفضل في السنوات الأخيرة (2011-2015م)، وربما كانت سنوات التعافي شيئاً فشيئاً من آثار الأزمة المالية العالمية.

واستطاع البنك أن يحافظ على وضع مستقر نسبياً في نسبة رأس المال، وتبين هذه النسبة الحصة التي يمتلكها ويحوزها المساهمون في كل ريال واحد من إجمالي الموجودات، وبسبب ارتفاع مستوى صافي الدخل في السنوات الأخيرة (2011-2015م) كانت مؤشرات الربحية أفضل.

ونشير إلى أنه في العام 2009م واجه الاقتصاد العالمي ظروفًا صعبة كان لها تأثير في أكبر الأسواق العالمية الأمريكية والأوروبية وعلى الصعيد المحلي لدول الخليج حيث ترتبط الكثير من القطاعات الخليجية وشركات المنطقة بالأسواق العالمية، وأدى هذا إلى إيجاد أزمات عدة اختلفت حدتها من دولة إلى أخرى تراوحت ما بين انهيار في أسواق المال والبورصات والانخفاض الحاد في قيم الأصول الذي أدى إلى أزمات عانت منها شركات الاستثمار المحلية بالدرجة الأولى.

ولقد تأثر الاقتصاد السعودي بالأزمة المالية العالمية لعام 2008م، حيث انخفض معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي (PIB) إلى 0.15% عام 2009م مقارنةً بنسبة نمو بلغت 4.5% في عام 2008م.¹

¹ - التقرير السنوي لبنك الإنماء (السعودية) لعام 2009م، ص 1.

الجدول (8): استحقاقات الموجودات في بنك البلاد الإسلامي (السعودية) للفترة (2008-2015م)

الوحدة: ألف ريال سعودي

المتوسط (%)	المتوسط (القيمة)	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	الفترة
39.44	12072366.6	17797388	17436493	15151680	12104290	12903165	9431352	6007082	5747483	أقل من 3 أشهر
28.15	8615076	18562785	14321252	9071580	7527380	5979288	3573193	5106137	4778993	من 3 أشهر إلى سنة
21.44	6562960.5	9674165	8603266	8125483	6941791	5694561	6125368	4096354	3242696	من سنة إلى 5 سنوات
2.19	672042.75	1099447	1045669	684617	746320	911363	-	394290	494636	أكثر من 5 سنوات
8.77	2684800.25	4086625	3823234	3289948	2457720	2238792	1986773	1807329	1787981	بدون تاريخ استحقاق
100	30607246.1	51220410	45229914	36323308	29777501	27727169	21116686	17411192	16051789	المجموع

المصدر: إعداد الطالب بناء على التقارير السنوية للبنك للفترة (2008-2015م).

بيانات الجدول تظهر أن استحقاق الموجودات لفترات قصيرة (الأقل من سنة) يمثل متوسط سنوي 67.59%، وهي تقريبا تسيطر على مجمل النشاط من حيث الزمن، كما سجلت الاستحقاقات الأقل من 5 سنوات والأكثر من سنة 21.44%، ويمكن تصنيفها ضمن الفترة المتوسطة، وهي معتبرة نسبيا، لكن الاستحقاق الذي يتجاوز 5 سنوات، أي الذي يؤشر إلى فترات زمنية طويلة الأجل فسجل فقط متوسط 2.19%، وهي نسبة في غاية المحدودية.

الجدول (9): مكونات صافي التمويل حسب الصيغ في بنك البلاد الإسلامي (السعودية) للفترة (2008-2015م)

الوحدة: ألف ريال سعودي

الفترة	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014*	2015	المتوسط (القيمة)	المتوسط (%)
بيع آجل	5472307	6944909	6318379	6931981	8732650	11951530	16308017	20539529	10399912,8	55.6
بيع بالتقسيط	1618253	2889185	4436012	5514880	7540492	9461589	10115819	11656982	6654151,5	35.57
إجارة	375458	375093	375103	352968	529348	511114	546079	215307	410058,75	2.19
مشاركة	810066	804928	1160332	979917	1453186	1491190	1385355	1842805	1240972,38	6.63
الإجمالي	8276084	11014115	12289826	13779746	18255676	23415423	28355270	34254623	18705095,4	100

المصدر: إعداد الطالب بناء على التقارير السنوية للبنك للفترة (2008-2015م).

* - نشير إلى أنه في التقرير للعام 2014م ورد (بيع بالتقسيط/ إجارة)، إلا أنه بعد مقارنة التقريرين 2013 و2014م والخاص بمعطيات العام 2013م، تبين أن بند بيع بالتقسيط منفصل عن الإجارة، وبناء على ذلك تم تطبيق نتائج هذه المقارنة على العام 2014م والعام 2015م.

من البيانات الواردة في الجدول، يتبين أن الإجارة وكذا المشاركة لا تمثل إلا نسبا ضئيلة في هيكل صافي التمويل ببنك البلاد الإسلامي، حيث سجلا متوسط نسبي سنوي 2.19% و6.63% على التوالي، بينما سجل صافي التمويل باليوع (الأجل + التقسيط) 91.17%، وهي نسبة مرتفعة تؤشر إلى أن النشاط في البنك يغلب عليه الطابع التجاري.

الجدول (10): الأهمية النسبية لصافي التمويل حسب القطاع في بنك البلاد الإسلامي (السعودية) للفترة (2008-2015م)

الوحدة: ألف ريال سعودي

الفترة	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	المتوسط	النسبة (%)
تجاري	3622363	1871454	2016161	1964609	1985535	3122739	3148360	4012675	2717987	14.53
صناعي	711043	1355878	1174277	970993	1679308	2704780	3388699	4451532	2054563,75	10.98
بناء وإنشاءات	355507	2792563	2302128	2665943	3798342	3458421	5452107	6578322	425416,63	18.31
نقل واتصالات	30323	18211	6281	5384	1935	299739	663569	479229	88083,875	1
كهرباء وماء وغاز وخدمات صحية	-	-	-	-	-	-	-	485783	60722,875	0.32
خدمات	11622	240726	458184	354754	856970	1443854	2074139	2424356	983075,625	5.25
الزراعة والصيد	188188	558055	576967	720086	687572	650592	554727	489533	553215	2.96
مناجم وتعددين	-	-	-	-	-	-	614906	-	76863,25	0.41
شخصية	1618252	2889185	4436012	5514880	7540492	9461589	10115819	11656981	6654151,25	35.57
أخرى	1738786	1288043	1319816	1583097	1705522	2273709	2342944	2676212	1866016,13	9.97
إجمالي	8276084	11014115	12289826	13779746	18255676	23415423	28355270	34254623	18705095,4	100

المصدر: إعداد الطالب بناء على التقارير السنوية للبنك للفترة (2008-2015م).

يتبين من الجدول أن التمويل والاستثمار في بنك البلاد الإسلامي (بعد صرف النظر عن بند قطاعات أخرى) موجه بشكل أكبر إلى قطاع "شخصية" بمتوسط سنوي 35.57% ثم قطاع البناء والإنشاءات 18.31%، ثم التجارة بنسبة 14.53%، وسجل قطاع الصناعة 10.98%، فيما سجل قطاع الزراعة والصيد 2.96%، وتعني هذه النسب إجمالاً أن البنك أقل اهتماماً بقطاعات التنمية أو أنه لا يستهدفها بشكل مباشر.

الجدول (11): صافي التمويل حسب الأجل في بنك البلاد الإسلامي (السعودية) للفترة (2008-2015م)

الوحدة: ألف ريال سعودي

الفترة	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	المتوسط	النسبة (%)
أقل من 3 أشهر	814113	2162142	2960440	2719249	3904315	6247159	7138896	7153852	4137520,75	22.12
من 3 أشهر إلى سنة	3724639	4361329	3204018	4454573	6663250	8358164	12024209	17129723	7489988,13	40.04
من سنة إلى 5 سنوات	3242696	4096354	6125368	5694561	6941791	8125483	8603266	9471864	6537672,88	34.95
أكثر من 5 سنوات	494636	394290	-	911363	746320	684617	588899	499184	539913,62	2.89
المجموع	8276084	11014115	12289826	13779746	18255676	23415423	28355270	34254623	18705095,4	100

المصدر: إعداد الطالب بناء على التقارير السنوية للبنك للفترة (2008-2015م).

من بيانات الجدول، يتضح أن صافي التمويل الأقل من سنة يمثل 62.16% من إجمالي صافي التمويل، وهي بالتأكيد نسبة عالية، كذلك يمثل صافي التمويل الأقل من 5 سنوات والأكثر من سنة 34.95%، وهي نسبة معتبرة، ويمكن تصنيفها ضمن التمويل المتوسط، بالمقابل يمثل صافي التمويل الأكثر من 5 سنوات 2.89% فقط، ويعني هذا أن اتجاه النشاط في بنك البلاد الإسلامي يغلب عليه الطابع التجاري بينما هو أقل اهتماماً بالتمويل طويل الأجل الذي نعتقد أنه أكثر أهمية في مجال التنمية.

المطلب الثاني: تقييم الأداء الاجتماعي

لم نعثر في التقارير محل الدراسة على بيانات إحصائية تتعلق بالمسؤولية الاجتماعية للبنك، إلا أنه ورد أن البنك يولي المسؤولية الاجتماعية الاهتمام الكبير، وقد ساهم في عدة أنشطة اجتماعية وعملية خلال العام 2014م من رعاية وتنظيم عدد من المشاريع الخيرية والمعارض والمؤتمرات وإقامة الندوات وذلك استشعاراً لمسؤوليته تجاه المجتمع.¹

فمثلاً ورد في تقرير المسؤولية الاجتماعية للعام 2014م الآتي: "إيماناً منا بأهمية مبدأ المسؤولية الاجتماعية، قمنا في عام 2014م وبعد موافقة الجمعية العمومية بتكوين لجنة خاصة بهذا الشأن ممثلة بأعلى السلطات بالبنك وهم: الرئيس التنفيذي، المدير التنفيذي للأعمال، أمين عام مجلس الإدارة، مدير عام قطاع الشركات، مدير عام الموارد البشرية، مدير قطاع التسويق والتواصل، حيث تتم اجتماعات هذه اللجنة دورياً لبحث سبل تطوير برامج المسؤولية الاجتماعية والبت فيها، من أبرز مخرجات اجتماعات اللجنة لهذا العام هي البدء في تطوير إستراتيجية البنك للمسؤولية الاجتماعية، بالإضافة إلى الاتفاق على الموازنة العامة لأنشطة المسؤولية الاجتماعية".²

كما ذكر التقرير السنوي للبنك لعام 2015م أبرز مبادراته في مجال المسؤولية الاجتماعية من غير ذكر المبالغ المنفقة على تلك المبادرات.³

1 - التقرير السنوي لبنك البلاد الإسلامي (السعودية) لعام 2014م، ص 54.

2 - نفس المرجع، ص 32.

3 - التقرير السنوي لبنك البلاد الإسلامي (السعودية) لعام 2015م، ص 38.

المبحث الثالث: بنك بوبيان (الكويت)

تأسس بنك بوبيان كشركة مساهمة كويتية عامة بتاريخ 2004/9/21م وفقا لقانون الشركات التجارية المعمول به في دولة الكويت، وبموجب المرسوم الأميري رقم: 88 ووفقا لقواعد وقوانين بنك الكويت المركزي (القانون رقم 30 الصادر في عام 2003م)، وتم إدراج أسهم البنك في سوق الكويت للأوراق المالية في 15 مايو 2006م، وفي 28 نوفمبر 2004م، تم الترخيص للبنك من قبل بنك الكويت المركزي ليقوم بشكل رئيسي بتقديم كافة الخدمات المصرفية بما لا يتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية السمحة وطبقا لما تعتمده هيئة الرقابة الشرعية بالبنك.¹

المطلب الأول: تقييم الأداء المالي والاستثماري

الجدولان الآتيان يبينان الأداء المالي والاستثماري لبنك بوبيان:

¹ - التقرير السنوي لبنك بوبيان (الكويت) لعام 2008م، ص 8.

الجدول (12): ملخص تطور النتائج المالية في بنك بوبيان (الكويت) للفترة (2008-2015م)

الوحدة: ألف دينار كويتي

2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	الفترة
3132885	2647930	2191986	1884656	1551794	1316258	964779	840461	إجمالي الموجودات
0.18	0.21	0.16	0.21	0.18	0.36	0.15	_	معدل النمو
318232	296027	263944	253650	244245	238190	87135	135148	إجمالي حقوق المساهمين
0.07	0.12	0.04	0.04	0.02	1.73	-0.35	_	معدل النمو
35185	28505	12720	9536	7941	5995	-52013	1932	صافي الدخل
0.23	1.24	0.33	0.2	0.32	-1.11	-27.92	_	معدل النمو
0.11	0.1	0.05	0.04	0.03	0.02	-0.6	0.01	ربحية حقوق المساهمين
0.01	0.01	0.006	0.005	0.005	0.004	-0.05	0.002	ربحية الموجودات
0.1	0.11	0.12	0.13	0.16	0.18	0.09	0.16	نسبة رأس المال

المصدر: إعداد الطالب بناء على التقارير السنوية للبنك للفترة (2008-2015م).

من بيانات الجدول، يتبين أن النتائج المالية لعام 2009م كانت الأسوأ على الإطلاق، حيث سجلت حقوق المساهمين ونسبة رأس المال أدنى مستوى، وكان وضع مؤشرات الربحية سالباً بسبب الخسارة التي مني بها البنك.

والواقع أن تلك المؤشرات كانت متدهورة منذ العام 2008م، إلا أنها أخذت ذروتها في التراجع في عام 2009م، ويتصل ذلك بالأحداث التي شهدتها الاقتصاد العالمي منذ أواخر عام 2008م، حيث تراجعت وبحدة أسواق المال الرئيسية وتم غلق مئات البنوك وآلاف الشركات حول العالم، ولم تكن دولة الكويت بمعزل عن تداعيات تلك الأزمة العالمية التي ألفت بظلالها السلبية على مختلف القطاعات الاقتصادية (بما فيها قطاع البنوك) ولا سيما قطاع الاستثمار الذي دخل مرحلة تكاد تصل إلى الشلل.

إلا أنه ومنذ العام 2010م أخذت جل المؤشرات في التحسن سنة تلو الأخرى عدا نسبة رأس المال التي أخذت بالتناقص بسبب التفاوت بين معدلات نمو إجمالي حقوق المساهمين ومعدلات نمو إجمالي الموجودات.

الجدول (13): استحقاقات الموجودات في بنك بوبيان (الكويت) للفترة (2008-2015م)

الوحدة: ألف دينار كويتي

الفترة	خلال 3 أشهر	من 3 إلى 6 أشهر	من 6 أشهر إلى سنة	أكثر من سنة	المجموع
2008	570884	80019	58190	131368	840461
2009	585257	70743	136677	172102	964779
2010	895532	100936	50409	269381	1316258
2011	820134	244888	72641	414131	1551794
2012	892988	286344	110392	594932	1884656
2013	1024532	314591	89174	763689	2191986
2014	1186160	309189	135975	1016606	2647930
2015	1348483	291816	239586	1253000	3132885
المتوسط	915496.25	212315.75	111630.5	576901.125	1816343.63
النسبة (%)	50.4	11.69	6.14	31.76	100

المصدر: إعداد الطالب بناء على التقارير السنوية للبنك للفترة (2008-2015م).

من بيانات الجدول، يتضح أن استحقاق الموجودات الأقل من سنة يمثل 68.24%، فيما تسجل الاستحقاقات الأقل من 3 أشهر وحدها 50.4%، وفي المقابل سجل الاستحقاق الأكثر من سنة متوسط سنوي 31.76%، أي أن اتجاه النشاط ينحاز بشكل كبير إلى استخدامات قصيرة الأجل.

المطلب الثاني: تقييم الأداء الاجتماعي

لم نعثر على بيانات إحصائية تبين مستوى الدور الاجتماعي المنوط بالبنك، إلا أن من بين ما ورد في خدمة المجتمع والمسؤولية الاجتماعية أن البنك تم تتويجه في عام 2013م بجائزة "البنك الأول في المسؤولية الاجتماعية"، حيث جاء في تقريره السنوي للعام 2013م: "بعد سنوات عدة من الإنجاز جاء عام 2013م ليتم خلاله تتويج بنك بوبيان كأفضل بنك كويتي في خدمة المجتمع والمسؤولية الاجتماعية من خلال حصوله على جائزة "أفضل بنك في الكويت في المسؤولية الاجتماعية" من المنظمة العربية للمسؤولية الاجتماعية التي تعتبر أكبر المنظمات العربية المعنية بهذه الأمور".¹

وجاء في التقرير ذاته ما يلي: "وخلال الفترة من عام 2010م وحتى نهاية العام 2013م، قام البنك برعاية والمشاركة في أكثر من 350 نشاطا مختلفا تستهدف مختلف القطاعات".²

كما ورد في تقريره السنوي للعام 2014م ما يلي: "وخلال الفترة من 2010م وحتى نهاية عام 2014م، فإن البنك قام برعاية والمشاركة في أكثر من 450 نشاطا وفعالية شملت جميع فئات وشرائح المجتمع مع التركيز على الشباب وذوي الاحتياجات الخاصة".³

وحسب تقرير اتحاد مصارف الكويت حول الدور الاجتماعي للبنوك الكويتية، فقد بلغت قيمة التبرعات ومساهمات خدمة المجتمع للبنك حوالي 2.6 مليون دينار تشمل المساهمات والتبرعات الخيرية والاجتماعية والإنسانية وحصص مؤسسة الكويت للتقدم العلمي ودعم العمالة ومساهمات أخرى.⁴

وجاء في التقرير السنوي للعام 2015م ما يلي: "تمثل المسؤولية الاجتماعية وخدمة المجتمع حجر الزاوية في تعاملات البنك مع مختلف شرائح المجتمع مساهمة منه في التنمية وبناء مجتمع قادر على مواجهة كل المتغيرات الإقليمية والعالمية، لذا كان للبنك السبق في إطلاق العديد من المبادرات الاجتماعية ودعم الكثير من الأنشطة والفعاليات الموجهة لمختلف الشرائح.

1 - التقرير السنوي لبنك بوبيان (الكويت) لعام 2013م، ص 31.

2 - نفسه.

3 - التقرير السنوي لبنك بوبيان (الكويت) لعام 2014م، ص 37.

4 - نفسه.

وخلال الفترة من 2010م وحتى نهاية العام 2015م، قام البنك برعاية والمشاركة في أكثر من 550 نشاطا وفعالية، شملت جميع فئات وشرائح المجتمع، مع التركيز على الشباب وذوي الاحتياجات الخاصة¹.

ثم ذكر التقرير أبرز حملات البنك الاجتماعية في عام 2015م، منها: مبادرة البيئة الخضراء، تشجيع مشاريع الشباب الكويتي، أنشطة وفعاليات مختلفة...²

المبحث الرابع: البنك الإسلامي الأردني للتمويل والاستثمار (الأردن)

البنك الإسلامي الأردني للتمويل والاستثمار، شركة مساهمة عامة محدودة، تأسست في عمان بالمملكة الأردنية الهاشمية، وسُجِّلت بصفة شركة مساهمة عامة محدودة في سجل الشركات بتاريخ 1978/11/28م تحت رقم: 124، وذلك حسب متطلبات قانون الشركات الساري المفعول آنذاك وطبقا لأحكام قانون البنك الإسلامي الأردني المؤقت رقم: 13 لعام 1978م الذي حل محله القانون رقم: 62 لعام 1985م والذي تم إلغاؤه بموجب قانون البنوك رقم: 28 لعام 2000م الساري المفعول اعتبارا من 2000/8/2م الذي اشتمل على فصل خاص بالبنوك الإسلامية.³

المطلب الأول: تقييم الأداء المالي والاستثماري

الجدول الآتية تبين الأداء المالي والاستثماري للبنك الإسلامي الأردني للتمويل والاستثمار:

1 - التقرير السنوي لبنك بوبيان (الكويت) لعام 2015م، ص 35.

2 - نفسه.

3 - التقرير السنوي للبنك الإسلامي الأردني للتمويل والاستثمار (الأردن) لعام 2008م، ص 5.

الجدول (14): ملخص تطور النتائج المالية في البنك الإسلامي الأردني للتمويل والاستثمار (الأردن) للفترة (2008-2015م)

الوحدة: دينار أردني

2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	الفترة
3798991435	354739368	3281638362	3021280631	2898300754	2603683927	2183062940	1848373078	إجمالي الموجودات
0.07	0.08	0.09	0.04	0.11	0.19	0.18	—	معدل النمو
311154659	282212524	255459471	228796253	206876009	193593941	176830597	160989384	إجمالي حقوق الملكية
0.1	0.1	0.12	0.1	0.07	0.09	0.1	—	معدل النمو
48720456	45129375	45106303	36445903	28324209	29093694	27888946	35140643	صافي الدخل
0.08	0.0005	0.24	0.29	-0.03	0.04	-0.21	—	معدل النمو
0.16	0.16	0.18	0.16	0.14	0.15	0.16	0.22	ربحية حقوق الملكية
0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.02	ربحية الموجودات
0.08	0.08	0.08	0.07	0.07	0.07	0.08	0.09	نسبة رأس المال

المصدر: إعداد الطالب بناء على التقارير السنوية للبنك للفترة (2008-2015م).

من بيانات الجدول، يتضح أن معدلات النمو كانت إيجابية (عدا معدل نمو صافي الدخل في 2009 و2011م، حيث سجلت انخفاضا بـ 21% وبـ 3% على التوالي)، أما مؤشرات الربحية فسجلت نتائج إيجابية ومستقرة نسبيا، بينما تدل نسبة رأس المال على أن البنك يعاني من كفاية رأس المال تؤثر إلى وجود فجوة واسعة بين حقوق المساهمين وإجمالي الموجودات، الأمر الذي جعل البنك يركز على الودائع الجارية في نشاطه، حيث تسجل نسبة لا تقل عن 25% من إجمالي الموجودات لغاية 2010م.¹

ويبدو اعتمادا على النتائج المالية أن البنك استطاع تجاوز تداعيات الأزمة المالية العالمية لعام 2008م وتأثيراتها السلبية على الاقتصاد الأردني بشكل أساسي، والجدول الآتي يبين الاتجاه العام لبعض المؤشرات الاقتصادية خلال سنوات الأزمة المالية.

الجدول (15): بعض مؤشرات الاقتصاد الأردني خلال سنوات الأزمة المالية العالمية لعام 2008م

الفترة	2008	2009	2010
نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي	6% (خلال النصف الأول)	2.3%	2.3%
الاحتياطي من العملات الأجنبية	7.8 مليار دولار	10.9 مليار دولار	12.2 مليار دولار
معدل التضخم	13.9%	- 0.7%	5%
صافي الدين العام في نهاية نوفمبر	8.5512 مليار دينار	9.651 مليار دينار	11.1 مليار دينار
حجم تداول الأسهم في بورصة عمان	20.4 مليار دينار	9.7 مليار دينار	6.7 مليار دينار
رقم القياسي لأسعار الأسهم المرجح بالقيمة السوقية للأسهم الحرة	2758 نقطة	2534 نقطة	2374 نقطة
سعر الصرف في نهاية نوفمبر	1 دينار = 1 أورو	1 دينار = 0.944 أورو	1 دينار = 0.71 أورو

المصدر: التقارير السنوية للبنك الإسلامي الأردني للتمويل والاستثمار للفترة (2008-2011م).

من بيانات الجدول، يتضح أن آثار الأزمة المالية كانت محدودة على الاقتصاد الأردني، وانعكست الآثار على وجه التحديد في حجم التداول في الأسواق المالية، ففي بورصة عمان انخفض حجم التداول بـ 52.4% في عام 2009م وبـ 31% في عام 2010م، كذلك تأثر سعر الصرف، حيث خسر كل دينار أردني ما قيمته 0.056 أورو في عام 2009م، كما خسر ما قيمته 0.29 أورو في عام 2010م.

¹ - أنظر: التقرير السنوي للبنك الإسلامي الأردني للتمويل والاستثمار (الأردن) لعام 2008م، ص ص 74-75. لعام 2009م، ص ص 78-79. لعام 2010م، ص ص 90-91.

مع الإشارة إلى أن سعر صرف الدينار الأردني يرتبط بالدولار الأمريكي منذ عام 1995م وبواقع 0.708 دينار شراء و0.710 دينار بيعاً لكل دولار، مع السماح له بالتذبذب اتجاه بقية العملات الأجنبية الأخرى تبعاً لتطورات أسعار صرف تلك العملات في الأسواق الدولية.¹

¹ - التقرير السنوي للبنك الإسلامي الأردني للتمويل والاستثمار (الأردن) لعام 2014م، ص 19.

الجدول (16): حصص القطاعات الاقتصادية من التمويل والاستثمار في البنك الإسلامي الأردني للتمويل والاستثمار (الأردن) للفترة (2008-2015م)

الوحدة: مليون دينار أردني

الفترة	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	المتوسط (القيمة)	المتوسط (%)
الزراعة	12.5	3.9	1.8	2.1	1.7	2.7	6.4	11.9	5.375	0.31
الصناعة والتعدين	53.4	14.3	14.2	37	99	47.1	64.4	25.8	44.4	2.53
التجارة العامة	425.3	374.1	475.1	512.5	507.3	463.4	468.2	458	460.4875	26.24
الإنشاءات	310.6	357.6	399.3	478.8	545.5	637.8	745.8	869	543.05	30.95
خدمات النقل	174.2	207	219	222.5	240.2	252.8	308.9	410.1	254.3375	14.49
السياحة والفنادق والمطاعم	0.4	3.9	2.2	4.6	5.7	1.8	2.4	8.3	3.6625	0.21
الخدمات والمرافق العامة	7	16.4	16.8	15.7	578.3	595.2	500.9	769.2	312.4375	17.81
أغراض أخرى	108.7	100.9	122	91.2	115.2	196.8	195.1	117	130.8625	7.46
المجموع	1092.1	1078.1	1250.4	1364.4	2092.9	2197.6	2292.1	2669.3	1754.6125	100

المصدر: إعداد الطالب بناء على التقارير السنوية للبنك للفترة (2008-2015م).

من بيانات الجدول، يتضح أن التمويل والاستثمار موجه بشكل أساسي إلى قطاع الإنشاءات وقطاع التجارة العامة وبدرجة أقل قطاع الخدمات والمرافق العامة وقطاع النقل، حيث استحوذت هذه القطاعات مجتمعة على متوسط سنوي 89.49%، أما الاستثمار في قطاع الصناعة والتعدين وقطاع الزراعة على وجه التحديد فكان جد محدود حيث سجل على التوالي 2.53% و0.31%.

الجدول (17): استحقاقات الموجودات في البنك الإسلامي الأردني للتمويل والاستثمار (الأردن) وفقا للفترة المتوقعة لاستردادها أو تسويتها للفترة (2008-2015م)

الوحدة: دينار أردني

المجموع	أكثر من سنة	لغاية سنة	الفترة
1848373078	757313062	1091060016	2008
2183062940	797987716	1385075224	2009
2603683927	997217195	1606466732	2010
2898300754	1033325691	1864975063	2011
3021280631	1508385620	1512895011	2012
3281638362	1433686551	1847951811	2013
3554739368	1500249534	2054489834	2014
3798991435	1940736104	1858255331	2015
2898758812	1246112684	1652646128	المتوسط (القيمة)
100	42.99	57.01	المتوسط (%)

المصدر: إعداد الطالب بناء على التقارير السنوية للبنك للفترة (2008-2015م).

من بيانات الجدول، يتبين أن الموارد المتاحة للبنك يغلب عليها الاستخدام لفترات قصيرة الأجل (لغاية سنة)، حيث سجلت متوسط سنوي 57.01%، أما الاستخدام المعتمد لفترات متوسطة وطويلة الأجل (أكثر من سنة) فسجل متوسط سنوي 42.99%.

المطلب الثاني: تقييم الأداء الاجتماعي

الجدول الآتية تبين الأداء الاجتماعي للبنك الإسلامي الأردني للتمويل والاستثمار:

الجدول (18): صافي القروض الحسنة إلى حقوق الملكية في البنك الإسلامي الأردني للتمويل والاستثمار (الأردن) للفترة (2008-2015م)

الوحدة: دينار أردني

الفترة	صافي القروض الحسنة	حقوق الملكية	النسبة (%)
2008	11194937	160989384	6.95
2009	8644288	176830597	4.89
2010	7704178	193593941	3.98
2011	7578722	206876009	3.66
2012	4682581	228796253	2.05
2013	6316095	255459471	2.47
2014	5682658	282212524	2.01
2015	6149576	311154659	1.98
المتوسط	7244129.38	226989105	3.5

المصدر: إعداد الطالب بناء على التقارير السنوية للبنك للفترة (2008-2015م).

بيانات الجدول تشير إلى أن صافي القروض الحسنة* إلى حقوق الملكية في البنك تسجل متوسط سنوي 3.5%، وهي نسبة غير كافية، كما أنها مستقرة نسبياً في حدود المتوسط العام.

والقروض الحسنة بالبنك تمنح لفترات قصيرة (لغاية سنة)، كما تمنح لفترات متوسطة وطويلة (أكثر من سنة)، والجدول التالي يبين توزيع القروض الحسنة وفقاً لفترات استحقاقها.

* - صافي القروض الحسنة = قروض حسنة - مخصص تدني موجودات ذاتي، حيث:

مخصص تدني موجودات ذاتي = رصيد بداية السنة + المكون خلال السنة - المحول منه خلال السنة.

الجدول (19): توزيع صافي القروض الحسنة وفقا لفترات استحقاقها في البنك الإسلامي الأردني للفترة (2015-2008م)

الوحدة: دينار أردني

الفترة	لغاية سنة	أكثر من سنة	المجموع
2008	9627646	1567291	11194937
2009	2650091	5994197	8644288
2010	4657590	3046588	7704178
2011	5099847	2478875	7578722
2012	769507	3913074	4682581
2013	5453485	862610	6316095
2014	5100003	582655	5682658
2015	5441386	708190	6149576
المتوسط (القيمة)	4849944.38	2394185	7244129.38
المتوسط (%)	66.95	33.05	100

المصدر: إعداد الطالب بناء على التقارير السنوية للبنك للفترة (2015-2008م).

واضح من بيانات الجدول أن القروض الحسنة بالبنك موجهة بشكل أساسي لفترات قصيرة الأجل (لغاية سنة) بمتوسط سنوي 66.95%، أي أنها موجهة بشكل أكبر لأغراض استهلاكية لا إنتاجية استثمارية.

الجدول (20): التبرعات إلى حقوق الملكية في البنك الإسلامي الأردني للتمويل والاستثمار (الأردن) للفترة (2015-2008م)

الوحدة: دينار أردني

الفترة	التبرعات	حقوق الملكية	النسبة (%)
2008	340900	160989384	0.21
2009	270090	176830597	0.15
2010	364808	193593941	0.19
2011	508139	206876009	0.24
2012	493273	228796253	0.21
2013	601294	255459471	0.23
2014	690324	282212524	0.24
2015	909860	311154659	0.29
المتوسط	522336	226989105	0.23

المصدر: إعداد الطالب بناء على التقارير السنوية للبنك للفترة (2015-2008م).

من بيانات الجدول، يتضح أن نسبة التبرعات إلى إجمالي حقوق الملكية تمثل نسبة ضئيلة ومحدودة جداً بمتوسط سنوي 0.23%، ويتوجب على البنك المزيد من الدعم وتخصيص مبالغ أكبر من التبرعات بما يسع تمويل حجم أكبر من المشاريع الخيرية المختلفة.

خلاصة الفصل:

تحقق البنوك الإسلامية في ظل الظروف الطبيعية نتائج مالية إيجابية، إلا أن التمويل والاستثمار موجه أساساً للقطاع المالي أو القطاع التجاري وعدم الاهتمام بالقطاعات الأخرى وخاصة الصناعة والزراعة والبناء والتشييد.

كما أن استخدام موارد البنوك الإسلامية معتمد بشكل أساسي لفترات زمنية قصيرة الأجل (أقل من سنة)، ومحدودية كبيرة مع الفترات الزمنية الطويلة التي تتجاوز 5 سنوات.

وعلى الرغم من أن البنوك الإسلامية جعلت من التكافل الاجتماعي هدفاً رئيسياً لها، إلا أن مؤشرات الربحية الاجتماعية تدل على أن الجانب الاجتماعي لم يلقى اهتماماً كافياً في واقع الممارسة العملية للبنوك الإسلامية.

ومن جانب آخر، تباينت درجة وحدة آثار الأزمة المالية العالمية التي نشبت في أواخر عام 2008م على البنوك الإسلامية، حيث كانت درجات التأثير مرتبة تنازلياً على النحو التالي:

- الكويت والبحرين والسعودية، أثرت فيها الأزمة بدرجة كبيرة ويعود ذلك إلى درجة الاتصال الواسع مع العالم الخارجي اقتصادياً ومالياً، إلى جانب عدم أخذ السياسات الكافية للحد من الآثار الوخيمة للأزمة.

- الأردن، تأثر بالأزمة المالية، إلا أن الآثار انحصرت في حجم التداول في الأسواق المالية والتأثير على سعر الصرف الدينار الأردني لكونه مرتبطاً بالدولار ولم تؤثر الأزمة في نمو الناتج الإجمالي، كما لم تؤثر تأثيراً كبيراً على المستوى العام للأسعار.

وأخيراً نخلص من هذه النتائج مجتمعة أن البنوك الإسلامية نجحت في تحقيق نتائج مالية إيجابية، إلا أن التمويل والاستثمار فيها ذو طابع تجاري قصير الأجل أكثر منه ذو طابع استثماري تنموي طويل الأجل، إلى جانب عدم الاهتمام بشكل كاف بتحقيق الربحية الاجتماعية، كما أنها تتأثر بالأوضاع الدولية بقدر تأثر اقتصاديات الدول محل تلك البنوك وبقدر نجاعة وفعالية سياساتها الاحترازية المعتمدة في مواجهة الأزمات.

الباب الثاني:

أدوات الاستثمار في أسواق الأوراق المالية المعاصرة
(تكييفها الفقهي وآثارها الاقتصادية)

الفصل الأول: الإطار العام لأسواق الأوراق المالية المعاصرة والوظائف المنوطة بها

تمهيد:

تشكل سوق الأوراق المالية قسما هاما من أسواق رأس المال الذي يعنى أساسا بالتمويل الطويل الأجل إلى جانب البنوك المتخصصة وبنوك الاستثمار.

وتحوز سوق الأوراق المالية على أدوات وأصول مالية خاصة، تشمل أساسا الأسهم والسندات على اختلاف أشكالها وأنواعها، ويتم تداولها بين الأفراد فيما يعرف بالاستثمار المالي أو غير المباشر.

ويتم في أسواق الأوراق المالية عقد صفقات مالية ضخمة بغرض تجميع المدخرات من ذوي الفائض الذين يرغبون في التخلي عنها مؤقتا وإعادة استثمارها في قطاعات العجز المالي المؤقت، ولكن لا يستبعد أن يكون الغرض من إبرام مثل تلك الصفقات هو المضاربات على فوارق الأسعار وتحقيق الأرباح السريعة ولا تمد حينها تلك الصفقات المبرمة بأي صلة بمفهوم الاستثمار بمعناه السليم.

ولا شك أن السوق المالية المنتظمة والمنضبطة تزيد من ثقة الأفراد والمؤسسات في سلامة الوضع الاقتصادي، مما يزيد من جذب المدخرات وزيادة الاستثمارات، وبالتالي زيادة معدلات الأداء والنمو الاقتصادي.

سوف يتم تناول هذا الفصل من خلال التطرق إلى المبحثين التاليين:

المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية

المبحث الثاني: أقسام أسواق الأوراق المالية والوظائف المنوطة بها

المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية

أصبح موضوع أسواق الأوراق المالية يحظى باهتمام بالغ في الدول المتقدمة والنامية على حد سواء، وذلك لما تقوم به هذه الأسواق من دور هام يتعلق بدعم الاقتصاد القومي وزيادة معدلات الرفاهية فيه، فسوق المال على نطاق عالمي يوفر أفضل خيار تمويل التنمية الاجتماعية والاقتصادية لأي اقتصاد.¹

المطلب الأول: سوق الأوراق المالية (مفهومها و وظائفها)

الفرع الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية

يمكن تعريف سوق الأوراق المالية على أنها: "المكان الذي يتم التعامل فيه بالأوراق المالية الطويلة ومتوسطة الأجل (الأسهم والسندات) عن طريق وسطاء مؤهلين ومتخصصين وفي أوقات محددة".²

وتُعرَّف أيضاً: "السوق التي تطلق ويراد بها سوق منظمة، تُقام في أماكن ومواعيد معينة، ذات طابع خاص، تجرى فيها العقود بالبيع والشراء وفق لوائح خاصة وغير مألوفة من العصور السابقة".³ كما يمكن تعريفها بأنها: "السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية التي تصدرها منظمات الأعمال".⁴

فسوق الأوراق المالية يجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين، حيث يتمكن بذلك المستثمرون من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال.⁵

¹- Capital Market Report, The Securities & Exchange Commission, Nigeria,2008, p 13.

² - قيصر عبد الكريم الهيبي، أساليب الاستثمار الإسلامي وأثرها على الأسواق المالية (البورصات). ط 1، دار رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، دمشق، 2006م، ص 202.

³ - محمد أحمد حلمي الطوابي، البورصات وسوق الأوراق المالية. ط 1، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2011م، ص 13.

⁴ - قيصر عبد الكريم الهيبي، مرجع سابق، ص 203.

⁵ - أحمد محمد لطفى أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية. ط 1، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2011م، ص 22.

وبهذا يتضح أن سوق الأوراق المالية تقوم بوظيفة التمويل المباشر، ويعني ذلك أن المدخرين والمستثمرين يتقابلون مباشرة في السوق المالي (سوق القيم المنقولة) لمبادلة أوراق مديونية (السندات) أو أوراق ملكية (الأسهم) أو أوراق هجينة.¹

وبناء على ما سبق، فإن مفهوم سوق الأوراق المالية مبني على ثلاثة عناصر أساسية، وهي:

- موضوعها: التعامل في الأوراق المالية سواء عند إصدارها لأول مرة أو عند تداولها بعد ذلك.
- دور الوسيط المباشر: حيث يتقابل المدخرون والمستثمرون مباشرة لشراء أو بيع الأوراق المالية، ويتم ذلك عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال.
- هدفها الأساسي: تمويل المشروعات طويلة الأجل عن طريق تسهيل استثماراتها في شكل أوراق مالية، وتسهيل عمليات تداولها.

الفرع الثاني: وظائف سوق الأوراق المالية

يتمثل الدور الرئيسي لسوق الأوراق المالية في تجميع المدخرات من ذوي الفائض الذين يرغبون في التخلي عنها مؤقتاً وإعادة استثمارها في قطاعات العجز المالي المؤقت، فيعتبر سوق الأوراق المالية أحد الآليات الهامة لتجميع الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية من خلال اقتناء الأوراق المالية المتداولة في السوق، سواء تمثلت في صكوك تثبت حق ملكية لأصحابها (وهي الأسهم) أو تمثلت في أوراق تؤكد حق دين أو دائنية لهم (وهي السندات).²

فالتنمية تتطلب وجود العديد من المشاريع التي تنشط في مجالات وقطاعات مختلفة، إلا أن إنجازها والقيام بتمويلها في الواقع يتوقف على توفر المزيد من الأموال، وسوق الأوراق المالية تسهم في ذلك بجزء كبير، وليس هذا فقط، وإنما تسهم في توفير ذلك بكفاءة وفعالية عاليتين.

وتتحقق مساهمة سوق الأوراق المالية في كفاءة تخصيص الموارد من خلال السعر العادل للأصول المالية المتداولة فيها، وهذه الكفاءة لا تقل أهمية للاقتصاد عن وجود الموارد الاقتصادية نفسها التي يديرها الإنسان وينسق بينها.

¹ - Daniel Goyeau, Amine Tarazi, **La Bourse**. Éditions La Découverte, France, 2007, p 53.

² - ماجد راغب الحلو، الرقابة الإدارية على أسواق الأوراق المالية، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول: أسواق الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 2007م، ص 1.

كما توفر سوق الأوراق المالية مؤشرات ذات أهمية عن الاقتصاد القومي بما يقيه الكثير من المخاطر المتوقعة ورصد اتجاهاتها.

أما على مستوى المستثمرين فيها، فإن سوق الأوراق المالية تعتبر مكانا لتوظيف الأموال وتحقيق عوائد مالية قد تكون عالية ومجزية لهم.

وبشكل أكثر تفصيلا، يمكن توضيح مهام ووظائف سوق الأوراق المالية كما يلي:

1- تمويل المشروعات والحكومات:

كثيرا ما تكون الوحدات الحكومية وكذا المشروعات الخاصة تعاني من عجز في الأموال وهي في حاجة إلى سد هذا العجز، وفي الوقت ذاته تشهد وحدات أخرى فائضا ماليا وهي في حاجة إلى توظيفه، وهنا يأتي دور سوق الأوراق المالية حيث يلبي رغبات تلك الوحدات (ذات الفائض وذات العجز) بعد أن يجمع بينها في سوق واحد.

وتبقى الصلة بين سوق الإصدار وسوق التداول للقيام بالتمويل في غاية الأهمية، فإذا كان سوق الإصدار يوفر السيولة للمشروعات والحكومات، فإن سوق التداول يوفر السيولة لمن قام في السابق بتوفير السيولة للمشروعات والحكومات، أي بعبارة أخرى يعيد له سيولته.

2- كفاءة تخصيص الموارد:

لا يقتصر دور أسواق الأوراق المالية في توفير التمويل والتوظيف للمشروعات والأشخاص، وإنما يُراد بها أيضا وبنفس الأهمية حسن تخصيص الموارد، وذلك من خلال توفير الفرصة للتجمعات الكبيرة من العارضين والطالبين للأوراق المالية، وتقديم المعلومات الضرورية لهم وتأمين الأسعار العادلة والقريبة من الحقيقة.¹

فسوق الأوراق المالية هي انعكاس أو صورة لوضع المشروع الجيد أو السيء، ومن ثم يتم حسن تخصيص الموارد حسب أوضاع تلك المشاريع، وذلك يساعد على أن تتجه تلك الموارد بشكل سليم لخدمة أغراض التقدم والتنمية وفي الوقت ذاته يحافظ عليها من الهدر والضياع.

¹ - شوقي أحمد دنيا، البورصة حلم وكابوس، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول: أسواق الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 2007م، ص 6.

إلا أن قيام السوق بهذا الدور الاقتصادي الهام ينطوي على مدى توفر عنصر الكفاءة في تلك السوق،* فحينما يتوفر عنصر الكفاءة تتحقق المكاسب المنتظرة من السوق ويحرز الاقتصاد القومي التقدم والنمو، بينما تضيع كل المكاسب ويتعثر الاقتصاد القومي ويتم تخصيص سيء للموارد عندما تفتقد السوق لشروط وعناصر كفاءتها.

3- تنويع الاستثمارات:

توفر سوق الأوراق المالية خيارات وإمكانية التنويع في توظيف الأموال في كثير من المجالات والقطاعات من خلال البدائل المتاحة في تملك وحيازة الأوراق المالية.

كما توفر سوق الأوراق المالية آفاقاً ومجالاً للاستثمار الطويل الأجل من خلال توفير منتجات مالية هامة تفيد الاقتصاد القومي في تمويل مشاريعه التنموية.

4- توفير المؤشرات ذات الأهمية الاقتصادية:

تعتبر سوق الأوراق المالية المرآة العاكسة لوضع الاقتصاد الحقيقي، بل ولأوضاع المجتمع بشكل عام، فالتقدم والنمو المحرز في الاقتصاد يمكن الكشف عنه في نشاط وفعالية سوق الأوراق المالية، كما أضحت سوق الأوراق المالية بمثابة جرس إنذار مبكر عن المخاطر التي تتصل بقطاع من النشاط الاقتصادي لاتخاذ الإجراءات المناسبة في الوقت المناسب.

إن ما توفره سوق الأوراق المالية من مؤشرات وبيانات اقتصادية له أهمية خاصة، فمن خلال ذلك يتم تصويب وتقويم السياسات الاقتصادية ودعم قطاعات وأنشطة والتخلي عن أخرى ودمج مشاريع من نفس النشاط وانتهاج سياسة نقدية محددة ... وبالتالي ينشأ عن ذلك اتخاذ عدة قرارات.

إن أهمية المؤشرات الاقتصادية المنبثقة من سوق الأوراق المالية والتي تُكوّن قاعدة أساسية لقرارات اقتصادية سليمة وصائبة مرهون بمقدار الكفاءة المتوفرة في السوق، حيث يؤثر السلوك والتعامل السيء في السوق والتلاعب وتضليل المعلومات المتدفقة إليها بشكل خطير على الوضع الاقتصادي السائد ويتراجع إلى الأسوأ.

* - عن شروط كفاءة سوق الأوراق المالية، أنظر: المطلب الثالث من المبحث الأول من هذا الفصل.

5- تفعيل نشاط البنوك:

بشكل عام، تمارس البنوك التقليدية أربعة أنواع من الأنشطة، وهي:¹

- النشاط الإقراضي.
- نشاط استقطاب وتلقي الموارد المالية.
- نشاط التمويل.
- نشاط تسيير المحفظة المالية.

وبالتالي، فإن من المهام الأساسية لسوق الأوراق المالية في الاقتصاد القومي هو ما يرتبط بجانب البنوك، فهذه الأخيرة تسعى لتوظيف ما لديها من موارد مالية في هذه السوق بالشكل الذي ينوع لها استثماراتها وعوائدها.

إلا أن البنوك الإسلامية تختلف عن البنوك التقليدية فيما يتعلق بهذا النوع من الاستثمار، ذلك لأنه يتقيد بتوفر شروط وضوابط محددة تتفق وأحكام الشريعة الإسلامية.

المطلب الثاني: متطلبات قيام سوق الأوراق المالية

يتفق خبراء الأسواق المالية على أن قيام سوق الأوراق المالية بمهامها ووظائفها في الاقتصاد القومي ينطوي على توفر عدة شروط وعناصر، أهمها: عملاء أو زبائن السوق، جهاز السوق والبيئة المحيطة.

الفرع الأول: عملاء أو زبائن السوق

وهم الأشخاص الذين يفضلون التعامل في شراء وبيع الأوراق المالية، ومن المهم أن يكون العميل على وعي بطبيعة السوق وقواعد العمل فيها، فسوق الأوراق المالية (كما قال أحد الخبراء) ليس ملعباً يمرح فيه الهواة.

وعموماً، فإن عميل سوق الأوراق المالية إما أن يكون:

¹- Françoise Renversez et autres, **Dictionnaire encyclopédique: Économie**. Imprimerie Chirat, France, 1998, p p 42-44.

- مستثمرا.
- مضاربا.
- مقامرا.

1- المستثمر:

هدفه الأساسي عادة تحقيق عوائد استثمارية، الأمر الذي يتطلب منه إجراء التحليل التقني الذي يركز على تطور سعر أصل مالي من خلال الرسم البياني ومؤشرات رياضية وإحصائية¹. كما يتطلب منه الأمر جهودا كبيرة لدراسة وتحليل ثلاثة مستويات من المعلومات تتعلق بالأوراق المالية، وهي:

- **المستوى الأول:** يتعلق بمعلومات الاقتصاد الكلي، مثل: معدلات التضخم والسياسة النقدية والنتائج المحلي، وربط هذا التحليل بالدورات الاقتصادية.
- **المستوى الثاني:** يرتبط بمعلومات حول القطاع محل الاستثمار، مثل: أداء الصناعة وظروف المنافسة.
- **المستوى الثالث:** يهتم بالمعلومات المتعلقة بظروف ونشاط الشركة مصدرة الأوراق المالية، مثل: نوعية المنتج والكفاية الإنتاجية والأداء المالي والإداري.

ولكون العمل في سوق الأوراق المالية هو عمل من نوع خاص، فهو يتطلب درجة من الوعي في التعامل بالأوراق المالية، ومن الأمور التي ينبغي على عميل السوق أن يكون على دراية بها نذكر ما يلي:²

أ - الوعي بضرورة التوقيت الصحيح لاتخاذ القرار بيعا وشراء:

يقول جيسى ليفر مور، أنجح مضارب في بورصات الأوراق المالية الأمريكية في النصف الأول من القرن العشرين: "إن الطريق إلى تكوين ثروة كبيرة هو أن تكون مصيبا تماما في الوقت الصحيح، وإن الأهم من الشراء بأسعار رخيصة هو الشراء في الوقت المناسب".

¹ - Stéphane Ceaux-Dutheil, **Bourse et Analyse Technique**. 2^e Édition, Economica, Paris, 2005, p 9.

² - شوقي أحمد دنيا، مرجع سابق، ص ص 10-11.

ب - تنويع الاستثمارات:

يعتمد المستثمرون في الأسواق المالية في الغالب على السلوك،¹ ومما يُشاع من السلوكيات في السوق، هو سلوك القطيع، وينصح بعض الخبراء بأهمية معاكسة هذا السلوك، وأن يكون العميل مع الأقلية في مواجهة الأكثرية، فعامة الناس عادة ما تشعر في تعاملاتها المالية إما بالخوف الشديد أو الجشع المتزايد، وكثيرا ما يحدث الاندفاع نحو الشراء عند قمم الأسعار أو القرب منها، والاندفاع نحو البيع عند قيعان الأسعار، مع أن هذا السلوك غير سليم.

لذلك فكرة تنويع الاستثمارات في سوق الأوراق المالية ذو أهمية بالغة إذا تم حسن تطبيقه، فالتنويع في الاستثمارات يقلل من مخاطرها، فلا ينبغي للعميل أن يضع كل أمواله في ورقة واحدة أو في عدد محدود منها، مهما كان وراء ذلك من إغراء.

ج - تقبل الخسارة المحتملة وحسن التعامل معها:

مما ينبغي في سوق الأوراق المالية أيضا، حسن تقييم الخسارة والتعامل معها، ففوق الخسائر في التعاملات المالية أمر عادي، ومن الخطأ الكبير الدخول إلى السوق بفكرة عدم القبول بأي خسارة، ومما يُقال في ذلك إنه ليس كل مكسب جيدا وليست كل خسارة سيئة، فكم من خسارة جلبت الكثير من المكاسب، وكم من مكسب جلب المزيد من الخسائر، والمهم حسن التعامل مع الخسارة التي تقع.

2- المضارب:

هو مستثمر من نوع خاص، يتصف عادة بمخاطرته العالية، ولا يعمل بجد مقارنة بالمستثمر، هدفه الأساسي تحقيق الربح العالي والسريع وعلى حساب الآخرين، وفي كثير من الأحيان يعتمد أساليب غير أخلاقية كطريقة لأداء عمله ونشاطه.

ومن ذلك، قد يلجأ إلى إيداع معلومات خاطئة وإشاعات تسبب الذعر لكل السوق، وبالتحديد للمستثمرين الحقيقيين لإجبارهم مثلا على بيع أسهمهم والتخلص منها بسرعة وبأدنى الأسعار، إضافة إلى ذلك، فإن هناك من يعتقد أن هذه الإشاعات عادة ما تبدأ من بعض الشركات الكبيرة لتحتمل السوق

¹ - Nasser Bouyahiaoui, Sofiane Hammi, **Les Marchés Financiers Seraient-Ils Gouvernés par les Émotions ?**, Revue : Reformes Economiques et Intégration en Economie Mondiale, N° 09, Publiée par le laboratoire des Reformes Economiques, Développement et Stratégies d'Intégration en Economie Mondiale, Ecole Supérieure de Commerce, Alger, 2010, p 31.

وتجبر المستثمرين الحقيقيين على الخروج من السوق وإلى الأبد، ولعل هذا ما يفسر أن كثيرا من المستثمرين يرفضون الحصول على التمويل من خلال أسواق الأوراق المالية من أجل التوسع في أعمالهم ومشاريعهم، واليوم يعتقد الكثير أن الأسواق الحالية أصبحت أوكارا للمغامرة نتيجة لتلك المضاربات التي لا تستند إلى عوامل اقتصادية أو مالية بل تستند إلى الإشاعات وتضليل المعلومات.

3- المقامر:

هو شخص يتعامل دون أن يستند إلى أسس موضوعية، يتصرف بدافع الأمل المجرد من أي اعتبار، فلا تجري تصرفاته من خلال حسابات مدروسة، فتصرفاته طائشة تلحق الضرر به وبغيره.

الفرع الثاني: جهاز سوق الأوراق المالية

يتميز سوق الأوراق المالية بما يلي:

- ضخامة الصفقات فيها.
- السرعة المذهلة في إبرام التعامل.
- التنوع الشديد للمتعاملين والزبائن.

لذلك سوق الأوراق المالية جهاز بالغ التعقيد يتطلب ما يلي:

- جهازا إداريا ذي كفاءة عالية.
- نظاما إداريا فعالا.
- مجموعة من القواعد واللوائح ذات وضوح وصرامة.
- نظاما عقابيا للزجر والردع.
- قاعدة معلومات تتسم بالصدق والوضوح تكون متاحة للجميع.

كذلك من الضروري توفر:

- المؤسسات الفعالة (وسطاء، عملاء، صناع للسوق).
- العديد من الأدوات والمنتجات المالية الملائمة للسوق.

الفرع الثالث: البيئة المحيطة

إن سوق الأوراق المالية في حاجة ماسة إلى وجود العديد من المقومات والعناصر التي تشكل بيئة أو مناخاً ملائماً تؤدي فيه السوق مهامها ووظائفها التي أنشئت من أجلها.

وتشمل البيئة المحيطة للسوق بما يمكن أن تتأثر به من وقائع وأحداث، بل من أحاديث وإعلانات وشائعات، ليس فقط على المستوى المحلي، بل على المستوى الإقليمي والدولي أيضاً.

كما أن السوق شديدة التأثير بما يجري بوجه خاص على مستوى السياسات الاقتصادية من نقدية ومالية وتجارية وغيرها، كما تتأثر بمعدلات التضخم وسعر الصرف الأجنبي وسياسات الاستثمار بوجه عام، فقد تؤدي السياسة الضريبية إلى توجيه الموارد من الاستثمارات الحقيقية إلى التوظيفات المالية في أسواق الأوراق المالية، وفي ذلك مضار بالاقتصاد القومي.

وهذا يعني أن سوق الأوراق المالية تتطلب بيئة ومناخاً يتسم بما يلي:

- رشادة وسلامة السياسات الاقتصادية القائمة.
- توفر استقرار اقتصادي ملائم.
- معدلات نمو مقبولة.
- تقليل حجم ونطاق الفساد إلى أدنى مستوى ممكن.
- توفر العديد من المؤسسات ذات ملاءة قوية.

المطلب الثالث: كفاءة سوق الأوراق المالية

الفرع الأول مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية

من أجل قيام سوق الأوراق المالية بتخصيص المدخرات على أفضل الاستثمارات لا بد أن يكون هذا السوق كفواً، ويمكن تعريف السوق الكفاء بأنه: "ذلك السوق الذي يتساوى فيه سعر كل ورقة مالية مع قيمة الاستثمار في كل الأوقات".¹

كما أن السوق المالي يكون كفواً، إذا كان سوقاً للتنبؤ وكان سوقاً تنافسياً.²

1 - نادية أمين محمد علي، تحليل أسواق الأوراق المالية، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول: الأسواق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 2007م، ص 8.

2- Jacques Hamon, *Bourse et Gestion de Portefeuille*. 2^e Édition, Economica, Paris, 2005, p 300.

وفي السوق الكفاءة، يستحيل تحقيق أرباح غير عادية (في المتوسط) باستخدام مجموعة من المعلومات عند اتخاذ قرار البيع أو الشراء، لأن أسعار الأوراق المالية فيها مساوية تماما لقيمتها الحقيقية، فهذه السوق في حالة توازن مستمر.

وأيضاً وفقاً لمفهوم الكفاءة، فإن أسعار الأسهم تستجيب في أي وقت وبصورة كاملة لجميع المعلومات المتوفرة في السوق، كما أن المعلومات الجديدة الوافدة إلى السوق تكون متوفرة بشكل سريع ومتاحة لجميع المستثمرين، وتنعكس أيضاً بشكل سريع على أسعار الأسهم المتداولة.

وفي دراسة أعدها شيفرن وستيتمان (Shefern et Statman, 1993) ذكرت سبع نقاط لقواعد العمل الأخلاقي في أسواق الأوراق المالية، نذكر منها:¹

- عدم الإكراه.
- حرية الوصول إلى المعلومات.
- الحصول على قوة معالجة المعلومات بالتساوي.
- عدم تقديم المعلومات الخاطئة.

وبالتالي، نشاط وسلوك المضاربين هو في اتجاه يخالف معنى "الكفاءة"، لذلك كلما تخلصت السوق مما يعرف بفريق الضوضاء وفريق الغوغائيين كان ذلك سيرا في طريق الكفاءة.²

الفرع الثاني: متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية

تتطلب كفاءة أسواق الأوراق المالية نوعين من الكفاءة: كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل.

1- كفاءة التسعير:

وتسمى أيضاً الكفاءة الخارجية، وتعني أن أسعار الأوراق المالية تكون كفاءة عندما تعكس كافة المعلومات المتعلقة بالورقة المالية، أي تعكس قيمتها الحقيقية، وأن يعكس السوق تلك المعلومات بدقة وبدون أي تباطؤ.

¹ - خالد محمود الزهار، رامي صالح عبده، نحو أسواق مالية إسلامية، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الأول حول: الاستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة، المنعقد بكلية التجارة في الجامعة الإسلامية، 8-9 ماي 2005م، ص 13.

² - شوقي أحمد دنيا، مرجع سابق، ص 9.

وتتطلب كفاءة التسعير توفر العناصر التالية:

- توافر المعلومات والبيانات:

أي يكون باستطاعة المشاركين في السوق الحصول على المعلومات حول حجم وأسعار التعاملات السابقة (البيع والشراء) في وقتها وبدقة تامة.

- توفر السيولة:

وهي القدرة على بيع وشراء الأصول بسرعة وسهولة وبسعر محدد ومعروف، أي عدم حصول تغير كبير وفجائي في سعر السهم بين معاملة وأخرى إلا إذا توافرت معلومات جديدة هامة وجوهرية.

- العمق:

أي وجود عدد كبير من البائعين والمشتريين المحتملين الراغبين في إجراء المعاملات بأسعار تزيد أو تقل عن سعر السوق الجاري.

ويمكن تقسيم الكفاءة التسعيرية إلى ثلاثة مستويات تبعا لطبيعة المعلومات ذات العلاقة على النحو التالي:¹

أ- المستوى الضعيف: Weak Form

في هذا المستوى تعكس أسعار الأوراق المالية المتداولة جميع المعلومات التاريخية المتعلقة بها، وبالتالي لا يمكن تحقيق أي عائد غير عادي بناء على تلك المعلومات المنشورة مسبقا، أي أن أسعار الأوراق المالية تسير بصورة عشوائية.

ب- المستوى شبه القوي: Semi- Strong Form

يفترض هذا المستوى أن أسعار الأوراق المالية تعكس إضافة إلى المعلومات التاريخية المعلومات الحالية، وأن المستثمر لا يمكنه تحقيق أرباح غير عادية من خلال تلك المعلومات.

ج- المستوى القوي: Strong Form

¹ - خالد محمود الزهار، رامي صالح عبده، مرجع سابق، ص 12.

يفترض هذا المستوى أن الأسعار تعكس المعلومات التاريخية والحالية وأية معلومات خاصة، وبالتالي لا يمكن تحقيق أية أرباح غير عادية من خلال تلك المعلومات الخاصة.

2- الكفاءة التشغيلية:

وتسمى أيضا الكفاءة الداخلية، وتعني أن عمولة الصفقات (Transaction Costs) يجب أن تتم بأدنى كلفة، فعمولة الصفقات المرتفعة تمنع تعديل الأسعار بشكل سريع ودقيق.¹

فكلما كانت التكلفة منخفضة كلما كان السوق أكثر كفاءة، وتقاس هذه الكفاءة على أساس نسبة تكلفة الصفقة أو المعاملة إلى قيمتها.

المبحث الثاني: أقسام أسواق الأوراق المالية والوظائف المنوطة بها

تنقسم سوق الأوراق المالية وفقا لمعيار أجل التداول إلى قسمين رئيسيين: أسواق حاضرة (فورية أو عاجلة) وأسواق آجلة.

المطلب الأول: الأسواق الحاضرة (الفورية) ووظائفها

الأسواق الحاضرة هي التي يتم فيها تداول الأوراق بصورة فورية من حيث تسليم الورقة وقبض الثمن، ولا يفرض معنى الفورية إلى أن الإجراءات القانونية للتبادل لا تستغرق وقتا بل قد تستغرق أياما معينة، لكن تظل العملية فورية طالما انصرفت إرادة البائع والمشتري إليها.

وتنقسم الأسواق الحاضرة أو الفورية إلى سوق أولية وسوق ثانوية.

الفرع الأول: الأسواق الأولية

1- مفهومها:

السوق الأولية، هي: "السوق التي يتم التعامل فيها بالأدوات المالية الجديدة التي يتم التعامل بها لأول مرة، والوظيفة الرئيسية التي تقوم بها الأسواق الأولية هي تمويل المشاريع الجديدة عن طريق بيع سنداتها أو أسهمها لأول مرة أو عقد قرض جديد".²

1 - نفس المرجع، ص 13.

2 - زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية. الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، 2007م، ص 14.

ويُطلق عليها أيضا سوق الإصدار، وتعني السوق التي تختص بإصدار الأوراق المالية، أي بتداول الورقة المالية لأول مرة، حيث يتم تداول الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية لأول مرة عبر المؤسسات المتخصصة.*

وهكذا تتوفر السوق الأولية أو سوق الإصدار يتم صرف وتوجيه المدخرات لصالح الأطراف التي في حاجة إلى التمويل.¹

وتنشأ الإصدارات الجديدة في الأسواق الأولية عن طريق:

- **الاكتتاب العام:** يكون من قبل شركات تحت التأسيس أو قائمة بالفعل بغرض زيادة الموارد المالية.
- **الاكتتاب المغلق:** يمثل زيادة في رأس المال لشركات قائمة بالفعل من شركات الاكتتاب المغلق، ويسمى مغلق لأنه يقتصر على مؤسسي الشركة فقط.

2- وظائفها:

تسعى الأسواق الأولية إلى تحقيق الأهداف الأساسية التالية:²

- تأسيس الشركات المساهمة الجديدة، وهي إحدى ركائز النشاط الاقتصادي التي يصعب إحداث التنمية بدونها.
- أنها آلية أساسية لتجميع المدخرات الفردية، وتحريك رؤوس الأموال الوطنية من قطاعات المجتمع ذات الفائض المالي إلى القطاعات الإنتاجية ذات العجز المالي.
- أنها حلقة وصل بين المستثمرين (أصحاب الفائض المالي) والمنتجين (أصحاب العجز المالي)، وهذا يستهدف أمرين، هما:

* - بمعنى أنه عند تأسيس شركة مساهمة جديدة أو إصدار أسهم جديدة لزيادة رأس مال شركة قائمة، فإن هذه الأسهم تباع للمستثمرين فيما يُعرف بالسوق الأولية، وغالبا ما يكون ذلك عن طريق مؤسسات مالية تسمى "بنوك الاستثمار" تقدم النصح والإرشاد والمشورة إلى الشركات فيما يتعلق بأنسب أنواع الأوراق المالية المزمع إصدارها وأنسب توقيت للإصدار وأنسب سعر وكيفية ضمان تغطية الاكتتاب، وكذلك تزود المستثمرين والمكتبتين ببيانات ومعلومات عن الأوراق المالية المصدر المطروحة في الاكتتاب للبيع.

¹ - Daniel Goyeau, Amine Tarazi, Op - Cit , p 11.

² - محمد بن علي العفلا، الوظائف الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول: الأسواق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 2007م، ص ص 15-16.

- منح الفرصة للمستثمرين لاستثمار مدخراتهم، وإتاحة مصادر تمويل متعددة للمنتجين لتمويل إقامة مشروعاتهم أو للتوسع فيها.
- توزيع المدخرات المكتنزة بين ذوي العجز المالي.
- أنها مصدر أو رافد مستمر لتمويل الوحدات الإنتاجية.
- أنها أداة لتوجيه المدخرات الوطنية من التوظيف إلى الاستثمار المنتج، أي تحويل التوظيف السلبي إلى الاستثمار الحقيقي من خلال إقامة أو التوسع في أصول رأسمالية منتجة.
- أنها تنهض وتقوم بالدور الذي يعجز الأفراد عن القيام به في التمويل الكبير لتأسيس الشركات المساهمة، أو لتلبية احتياجات ما هو قائم منها من الموارد اللازمة للتوسع أو التطوير.

الفرع الثاني: الأسواق الثانوية

1- مفهومها:

- السوق الثانوية، هي: "السوق التي يتم التعامل فيها بالأسهم والسندات الموجودة، أي التي تم بيعها في السوق الأولية".¹
- ويُطلق عليها أيضا سوق التداول، وتعني السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية السابق إصدارها في السوق الأولية، وذلك عبر السماسرة والوسطاء.
- وهكذا يتبين أنه إذا كانت السوق الأولية تُؤمّن إصدار الأوراق المالية الجديدة، فإن السوق الثانوية تسمح بالتفاوض (البيع والشراء) بشأن الأوراق المالية المصدرة.²
- وتتضح أيضا أهمية العلاقة بين السوقين، ففي ظل غياب سوق التداول يتأثر سوق الإصدار إلى أقصى الحدود، حيث قد يحجم المستثمرون عن دخول السوق الأولية وشراء الإصدارات الجديدة.
- كما أن سوق التداول يؤدي دورا هاما بالنسبة للوحدات الاقتصادية التي ترغب في إصدار أوراق مالية جديدة، حيث أن الأسعار السائدة في سوق التداول تعتبر موجهة لتلك الوحدات عند تسعير الأوراق المالية الجديدة في السوق الأولية.

¹ - زياد رمضان، مرجع سابق، ص 125 (بتصرف).

² - Daniel Goyeau, Amine Tarazi, Op - Cit , p 11.

2- وظائفها:

تهدف الأسواق الثانوية إلى ما يلي:¹

- أنها ضرورية، بل حيوية لكفاءة سوق الإصدار، حيث لا يمكن لأسواق الإصدار أن تستمر في عملها ما لم يكن للمستثمر فرصة لتصفية والتخلص من الأوراق المالية التي بحوزته في الوقت الذي يراه مناسباً.

- توفير السيولة السريعة للمستثمرين وقت حاجتهم إليها، وذلك من خلال إمكانية بيع وتدوير مكونات محافظهم المالية.

- توسيع دائرة الاختيار أمام المستثمرين في تكوين محافظهم المالية.

- ضبط أسعار الأوراق المالية وفقاً لقانون العرض والطلب ومنع أو على الأقل الحد من التعاملات الوهمية (الصورية) التي تستهدف التلاعب في الأسعار.

- زيادة حجم الائتمان في المجتمع عن طريق توثيق الديون برهن الأوراق المالية التي يمكن تسيلها بسرعة وبدون خسارة في قيمتها، وكذا الاقتراض بضمان هذه الأوراق.

- تلافي النتائج السلبية للتضخم وتآكل قيمة النقود المدخرة في أوعية الادخار النقدية، حيث تعوض أرباح وعوائد الأوراق المالية تآكل قيمتها النقدية بفعل التضخم.

- زيادة سيولة وسلامة قيمة الاستثمار الأصلي بما يتيح أسواق التداول للمشروعات المصدرة للأوراق المالية من إمكانية بيع الأوراق المالية واستهلاكها دون المساس بأصول المشروع الرأسمالي.

وتنقسم الأسواق الثانوية وفقاً لمعيار التزامها بالإجراءات القانونية للتداول إلى قسمين رئيسيين: أسواق منظمة وأسواق غير منظمة (موازية).

أ- أسواق منظمة:

في السوق المنظمة، يجتمع المشترون والبائعون للأوراق المالية في مكان واحد (مباشرة، بواسطة وكلائهم، شركات البورصة، وكلاء الصرف، أو السماسرة).²

¹ - محمد بن علي العقلا، مرجع سابق، ص ص 16-18.

² - Frederic Mishkin et autres, **Monnaie, Banque et Marchés Financiers**. 8^e Édition, Distribution Nouveaux Horizons, Paris, 2007, p 35.

ويُطلق عليها مصطلح بورصة الأوراق المالية أو سوق الأوراق المالية، ويتم التعامل فيها بأسهم الشركات المدرجة، أي التي تم إدراج اسمها في قائمة الشركات التي يتم التعامل في أسهمها في قاعة خاصة تسمى قاعة التداول بوحدة التداول المحددة للتعامل، ويجب على الشركة أن تحقق شروطاً خاصة تسمى شروط الإدراج تضعها إدارة سوق الأوراق المالية لكي يتم إدراج اسمها في قائمة الشركات التي يسمح بتداول أسهمها في قاعة التداول.¹

وتعد أسواق الأوراق المالية المنظمة بحكم وظيفتها الاقتصادية حلقة الربط بين أصحاب المدخرات وأصحاب المشروعات الإنتاجية من حيث توفير قنوات الاتصال الفعالة والمباشرة بينهما، وتسهيل تداول وتسييل الأوراق المالية.

وتهدف السوق المنظمة إلى ما يلي:²

- حماية المستثمرين من الغش والتدليس من خلال الاحتياطات التالية:

- منع تداول الأوراق المالية غير المسجلة في السوق المنظمة.
 - منع السماسرة غير المقيدين في السوق المنظمة من إجراء أي عمليات داخل قاعاتها.
- توفير القواعد القانونية العقابية لمنع الانحرافات والممارسات غير الأخلاقية وخاصة (البيع الصوري أو المظهري، الشراء لغرض الاحتكار، استغلال السماسرة لثقة العملاء، اتفاقيات التلاعب).
- تحديد أسعار الأوراق المالية وفقاً لقواعد الطلب والعرض.
- توزيع مدخرات المستثمرين على مختلف المشاريع الاقتصادية بما ينعكس على تنشيط كافة قطاعات النشاط الاقتصادي الوطني.
- توفير المعلومات المتعلقة بالأصول المالية المتداولة في السوق، إضافة إلى الوضع المالي لجهات الإصدار، علاوة على المعلومات المتعلقة بتوقعات الأرباح أو الخسائر لكل ورقة متداولة في السوق، وذلك بما يقلل من تكلفة حصول المتعاملين على هذه المعلومات، ومن المخاطر التي قد تواجههم نتيجة نقص هذه المعلومات، وبما يحقق لهم ميزة المقارنة بين الفرص الاستثمارية المتاحة في السوق.
- تنمية الوعي الاستثماري لدى المستثمرين من خلال تزويدهم بأحدث وأشمّل البيانات المالية والإدارية عن أوضاع الشركات المدرجة في السوق.

¹ - زياد رمضان، مرجع سابق ص ص 125-126.

² - محمد بن علي العقلا، مرجع سابق، ص ص 21-22.

- تقديم الرأي والمشورة إلى الجهات الحكومية المختصة بشأن المراكز المالية للشركات الأعضاء في السوق.

ب- أسواق غير منظمة (موازية):

ويُطلق عليها أيضا المعاملات على المنضدة (Over the Counter (OTC)، وهي السوق التي يتم فيها بيع وشراء الأسهم والسندات التي تصدرها الشركات غير المدرجة، بالإضافة إلى بيع وشراء أسهم وسندات الشركات المدرجة ولكن بأقل من وحدة التعامل المطلوبة في السوق النظامية.

فالسوق غير المنظمة هي أسواق تداول الأوراق المالية غير المسجلة في البورصة، حيث يجري التعامل فيها دون التقيد بمكان أو زمان محدد بالضرورة، فالعمليات تجري بالهاتف أو بالوسائل الإلكترونية الأخرى، ويكون تجارها على أهبة الاستعداد لشراء أو بيع بعض الأوراق المالية لمحافظهم الخاصة ويربحون عادة الفرق بين سعر العرض وسعر الطلب أو سعر البيع وسعر الشراء.¹

وتهدف الأسواق غير المنظمة (الموازية) إلى ما يلي:²

- السماح للمستثمرين بالاختيار بين السماسرة والوكلاء (صناع السوق) بدلا من إجبارهم على التعامل مع سماسرة أو وكلاء يحتكرون التعامل داخل السوق المنظمة.

- تحقيق قدر أعلى من سرعة إنجاز المعاملات بأقل قدر من العمولات، حيث تسود المنافسة بين السماسرة والوكلاء (صناع السوق غير المنظم) بما يُمكن المستثمر من اختيار من يقدم له أفضل خدمة بأقل قدر من العمولة.

- تعتبر السوق غير المنظمة الأكثر تسهيلا وتسييلا لصفقات الأوراق المالية الضخمة (الكميات الكبيرة) التي يتعذر تسهيلها بالسعر المناسب وفي الوقت المناسب في السوق المنظمة.

وتنقسم الأسواق غير المنظمة (الموازية) إلى سوقين رئيسيين: السوق الثالث والسوق الرابع.

¹ - زياد رمضان، مرجع سابق ص 126.

² - محمد بن علي العقلا، مرجع سابق، ص 18.

- السوق الثالث:

تمثل هذه السوق قطاعا من السوق غير المنظمة، وتتكون من بيوت سمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة، ولكن ما تجدر الإشارة إليه أن هذه السوق (وهي سوق غير رسمية) يتم التعامل فيها على أوراق مالية مقيدة في السوق المنظمة.¹

وقد نشأت الحاجة إلى هذه السوق نتيجة عدم تمتع شركات الاستثمار الكبيرة مثل صناديق المعاشات وصناديق الاستثمار بمميزات خصم العمولة عند تعاملها في السوق المنظمة، حيث يتيح لها السوق الثالث التفاوض بهذا الشأن والحصول على تخفيضات في العمولة، هذا من ناحية، ومن ناحية أخرى تجد الشركات الكبيرة صعوبة في عدم قدرة الوسطاء المتخصصين في السوق المنظمة على تنفيذ العمليات الكبيرة وبالسرية المطلوبة.²

فالسوق الثالث، يتكون من بيوت سمسرة من غير أعضاء السوق المنظمة، تتعامل في نوعي الأوراق المالية المسجلة وغير المسجلة في السوق المنظمة، كما تتميز هذه السوق بصغر تكلفة المعاملات وبسرعة تنفيذها.

ويهدف السوق الثالث إلى ما يلي:³

- إتاحة الفرصة لبيوت السمسرة الصغيرة غير الأعضاء في السوق المنظمة والتي ليس لديها ممثلين فيها للتعامل مع هذه السوق.

- إتاحة الفرصة لمؤسسات الاستثمار الكبرى (مثل صناديق التأمين والمعاشات) للتمتع بميزة الخصم في العمولة (التخفيض)، حيث يسمح التعامل في هذه السوق بالتفاوض بين المستثمر وبيوت السمسرة بشأن تحديد مقدار العمولة.

- العمل في هذه الأسواق مستمر دون تحديده بمواعيد رسمية، بما يسمح للمتعاملين في هذه السوق بعقد صفقاتهم في أي وقت وبأي كمية حتى بعد التوقف عن التعامل فيها في السوق المنظمة.

- تسمح هذه السوق بتداول أسهم الشركات الصغيرة عالية المخاطر التي لا يسمح لها بالتعامل في سوق الإصدار والتداول بالنظر إلى عدم تسجيلها في هذين السوقين.

¹ - زياد رمضان، مروان شموط، مرجع سابق، ص 94.

² - نفس المرجع، ص ص 94-95.

³ - محمد بن علي العقلا، مرجع سابق، ص 19 (بتصرف).

- يوفر التعامل في هذه السوق على المستثمرين قدرا من تكلفة التعامل (العمولة) عما لو تمت العملية في السوق المنظمة.

- السوق الرابع:

يعتبر السوق الرابع سوقا غير منظمة، تقوم بين الشركات الكبيرة ومنشآت الأعمال العائلية للتعامل فيما بينهم، ويُقصد هنا الأفراد الأثرياء الذين يملكون تلك الأعمال.¹

ويقتصر دور الوسيط في هذه السوق على تسهيل المعاملات بين الأطراف، ونظرا لدوره المحدود جدا، فقد كانت عمولته منخفضة جدا مقارنة بالأسواق الأخرى.

وعليه توفر هذه السوق سرعة إنجاز الصفقات المالية نتيجة الاتصال المباشر، وهذا ينعكس أيضا بالإيجابية على الأسعار في حالي البيع والشراء.²

ويهدف السوق الرابع إلى ما يلي:³

- إتاحة الفرصة للمتعاملين داخله في عقد الصفقات المباشرة بينهم والتخلي عن السماسرة، وبالتالي توفير تكلفة التعامل والتحرر من قيود السوق المنظمة.

- سرعة إنجاز المعاملات نتيجة الاتصال المباشر بين الأطراف والذي يتم من خلاله تحديد الأسعار المرضية للطرفين.

- تحقيق أكبر قدر من السيولة للأوراق المالية بكافة أنواعها المسجلة وغير المسجلة في السوق المنظمة.

- تتيح هذه السوق للمتعاملين فرصة عقد الصفقات دون الكشف عن أسمائهم الحقيقية.

- تربط هذه السوق بين أطراف التعامل المتباعدة جغرافيا.

المطلب الثاني: الأسواق الآجلة ووظائفها

يُقصد بالأسواق الآجلة تلك الأسواق التي يتم فيها بيع وشراء الأوراق المالية على أن يتم تنفيذ عقودها في وقت لاحق، ففي الأسواق الآجلة لا يتم دفع الثمن أو تسليم الأوراق المالية مباشرة عند عقد الصفقة، بل يتم ذلك بعد فترة محددة حسب الاتفاق المبرم بين الطرفين.

1 - زياد رمضان، مروان شموط، مرجع سابق، ص 95.

2 - نفسه.

3 - محمد بن علي العقلا، مرجع سابق، ص 20 .

ويلتزم المتعاملون في الأسواق الآجلة بدفع تأميننا ماليا (تغطية) حتى يتم تنفيذ الصفقة نهائياً بحسب نوع كل صفقة أو عملية.

وتنقسم أسواق الأوراق المالية الآجلة إلى: العقود الآجلة الباتة، العقود المستقبلية، وعقود الخيارات.

الفرع الأول: العقود الآجلة الباتة

العقد الآجل البات، عبارة عن اتفاق بين شخصين لتسليم أصل معين في وقت لاحق مستقبلاً وبسعر محدد يسمى "سعر التنفيذ"، ويتحدد في العقود عادة مواصفات الأصل كدرجة الجودة أو التصنيف والكمية وطريقة التسليم ومكان التسليم والسعر وطريقة التسديد، حيث يتم التفاوض على جميع هذه الأمور بين البائع والمشتري.¹

كما عرّفه صندوق النقد الدولي بأنه: "العقد الذي بمقتضاه يتفق طرفان على تسليم الأصل محل التعاقد سواء كان حقيقياً أم مالياً، بكميات معينة، وفي تاريخ معين، وبسعر تعاقد متفق عليه".²

وفي العمليات الآجلة الباتة، يعتبر المشتري مضارباً على الصعود، حيث يتوقع ارتفاع الأسعار، بينما يعتبر البائع مضارباً على انخفاض الأسعار، حيث يرغب في بيع أعلى لما يشتريه بثمن أقل. وتتم عملية التصفية من خلال إحدى الصور الثلاث الآتية:³

- التسليم والتسلم الفعلي للأوراق المالية والثمن من قبل البائع والمشتري.
- أن يبيع ما اشتراه أو يشتري ما باعه، ويقبض الفرق بين السعرين قبل موعد التصفية، وذلك بعد رضا الطرف الآخر.
- تأجيل التصفية إلى موعد التصفية المقبلة بدفع مبلغ يسمى بـ "بدل التأجيل".

إلا أن الغرض الأساسي من هذه العمليات، الحصول على ربح، يمثل الفرق بين سعري يوم التعاقد ويوم التصفية، يأخذه المشتري عند ارتفاع الأسعار، والبائع عند هبوطها، فهي عمليات تؤدي بلا شك إلى خسارة أحد الطرفين، إلا إذا كان سعر الأوراق المالية يوم التعاقد نفسه يوم التسوية.

1 - كمال توفيق حطاب، نحو سوق مالية إسلامية. طبعة تمهيدية، قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية، جامعة اليرموك (إربد)، ص 7.

2 - أشرف محمد دوابه، المشتقات المالية في الرؤية الإسلامية، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول: الأسواق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 2007م، ص 5.

3 - شعبان محمد إسلام البروراري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي: دراسة تحليلية نقدية. ط 1، دار الفكر، دمشق، 2002م، ص ص 202-203.

ويمكن توضيح الأرباح والخسائر المترتبة على قرارات المستثمر في ظل العقود الآجلة الباتة من خلال المثال التالي:

نفترض أن الشخص A تعاقده بتاريخ 8 سبتمبر مع الشخص B على بيع 100 سهما بسعر 50 دولار، على أن يتم تسليمها في موعد التصفية بتاريخ 18 أكتوبر، فما هي وضعية كل من المشتري والبائع في حالتي نزول الأسعار وارتفاعها؟

1- في حالة نزول الأسعار مثلا إلى 40 دولار للسهم الواحد:

في هذه الحالة يحقق البائع ربحا بفارق سعري التعاقد والتصفية:

$$\text{ربح البائع} = (50 - 40) \times 100 = 1000 \text{ دولار.}$$

أما المشتري، الذي يعتبر مضاربا على الصعود، لم تصح توقعاته، وأمامه أحد الخيارات الثلاثة الآتية:
أ- الاستلام الفعلي للأسهم وتسليم ثمنها في يوم التصفية، أي: 5000 دولار، هذا إن كان له رغبة في تملك المعقود عليه كأحد أوجه الاستثمار، ويخسر 1000 دولار.

ب- تصفية مركزه، بأن يبيع نقدا ما اشتراه آجلا، ويتحمل دفع الفرق بين سعري التعاقد والتصفية، والذي يبلغ 1000 دولار، وغالبا لا يقدم على هذه التصفية إلا عندما تكون فروق الأسعار طفيفة، أو إذا تبين له أن الأسعار سوف تنخفض أكثر.

ج- تأجيل مركزه إلى التصفية القادمة، وذلك عندما يتوقع تحسن السعر لصالحه بما يعوضه عن خسارته، وفي هذه الحالة يصدر أمرا إلى سمساره بتأجيل مركزه في مقابل مبلغ يدفعه للبائع يسمى "بدل التأجيل"، ويجري الاتفاق عليه حسب الظروف.

نفترض الآن أن التصفية القادمة ستكون في 5 نوفمبر وبدل التأجيل 5%، وقد ارتفع السعر إلى 60 دولار للسهم الواحد، فإن وضعه الجديد يحقق فيه ربحا كما يلي:

$$(60 - 50) \times 100 - 5\% \times 40 \times 100 = 800 \text{ دولار.}$$

وهكذا يتبين أن المشتري المضارب على الصعود استطاع أن يحول خسارته المقدرة بـ 1000

دولار إلى ربح قدره 800 دولار، بعد نقل مركزه إلى التصفية القادمة ودفع بدل التأجيل.

2- في حالة ارتفاع الأسعار مثلا إلى 60 دولار للسهم الواحد:

في هذه الحالة يحقق المشتري ربحا بفارق سعري التعاقد والتصفية:

$$\text{ربح المشتري} = (60 - 50) \times 100 = 1000 \text{ دولار.}$$

أما البائع المضارب على الهبوط لم تصح توقعاته، وأمامه الخيارات الآتية:

أ- تسليم الأسهم إلى المشتري واستلام ثمنها منه.

ب- تصفية مركزه، وذلك بأن يشتري نقدا ما باعه آجلا، متحملا خسارة تمثل الفرق بين السعريين.

ج- تأجيل مركزه إلى التصفية القادمة، فالبائع كالمشتري إذا توقع تحسن مركزه في التصفية القادمة بنزول السعر، يطلب من سمساره تأجيل مركزه بدفع تأجيل إلى المشتري.

نفترض الآن أن التصفية القادمة ستكون في 10 أفريل وبدل التأجيل 5 %، والسعر انخفض إلى 40 دولار، فإن وضعه الجديد يحقق فيه ربحا كما يلي:

$$(50 - 40) - 100 \cdot 5\% = 100 \cdot 60 = 700 \text{ دولار.}$$

وهكذا يتبين أن البائع المضارب على الهبوط استطاع أن يحول خسارته المقدرة بـ 1000 دولار إلى ربح قدره 700 دولار، بعد نقل مركزه إلى التصفية القادمة ودفع بدل التأجيل.

الفرع الثاني: العقود المستقبلية

1- تعريفها:

يمكن تعريف العقود المستقبلية على أنها: "اتفاقات بين مستثمرين ومؤسسات مقاصة (Clearing Corporation) لاستلام أو تسليم أصل معين في وقت لاحق مستقبلا وبسعر محدد سلفاً".¹

وتعتبر العقود المستقبلية امتدادا وتطورا طبيعيا للعقود الآجلة، ويطلق مصطلح العقود المستقبلية على العقود الآجلة التي يجري التعامل عليها من خلال أحد الأسواق المنظمة، وهي البورصة.²

ولعل من أشهر بورصات المستقبليات في العالم بورصة شيكاغو التجارية Chicago Mercantile Exchange* وهي عبارة عن سوق دولية تجمع المشترين والبائعين للسلع والمنتجات المشتقة، والتي تتم المتاجرة بها وفقا لنظام Globex الإلكتروني للتجارة، ومن خلال مفاوضات ومبادلات شخصية، وقد وجدت هذه البورصة عام 1898م كمؤسسة غير ربحية - not - for -

1 - كمال توفيق حطاب، مرجع سابق، ص 8.

2 - أشرف محمد دوابه، المشتقات المالية في الرؤية الإسلامية، مرجع سابق، ص 5.

* - تعتبر بورصة شيكاغو التجارية من أكبر أسواق المستقبليات في أمريكا، كما أنها الأكثر تجارة في العالم في العصر الحاضر، وتشتهر هذه البورصة بتداول عقود الخيارات والتي تعتبر من أهم أشكال العقود الآجلة.

profit وأصبحت الأكثر تجارة في أمريكا عام 2002م إلى جوار بورصة نيويورك، البورصة التوأم، وتعتبر بورصة شيكاغو للتبادل من أكبر أسواق المستقبلية في أمريكا.¹

والمستقبلية هي عقود نمطية، يتم تداولها في سوق منظمة وفي ظل وضع مؤسسي خاص، ويمكن تنقيتها (تسييلها)، وبهذا تكتسب جميع خصائص الأصول المالية السائلة.²

وتكون العقود المستقبلية نمطية موحدة من حيث تواريخ الاستحقاق، ويتم تداولها بوحدات نقدية موحدة أو بمضاعفاتها، فمثلا يتم تداول العقود المستقبلية في الولايات المتحدة بوحدات نقدية 100000 دولار أو مضاعفاتها، وتكون العقود بين مؤسسة المقاصة والبائع وبين مؤسسة المقاصة والمشتري، ويحتفظ عادة بسجلات تبين أوضاع المتعاملين في نهاية كل يوم، لأن أسعار العقود المستقبلية تتغير بشكل دائم، فإذا كانت تحركات الأسعار قد أدت إلى زيادة حقوق الملكية في العقد، فإن هذه الزيادة تسجل لصالح المتعامل ويستلمها نقداً، وبذلك يتحقق الربح والخسارة يوميا عند ارتفاع أو انخفاض الأسعار.*

ويتم التعامل بالمستقبلية من خلال أحد السماسرة (تجار المستقبلية بالعمولة) والذي يكون في العادة أحد أعضاء بورصة المستقبلية، ومع ذلك فإن معظم التعامل بالمستقبلية المالية يتم بواسطة البنوك أو المؤسسات المالية المتخصصة.³

ويُطلق على مشتري العقد بالمستثمر الذي يأخذ مركزا طويلا (Long Position)، بمعنى أنه يشتري العقد ويحتفظ به لفترة على أمل أن ترتفع قيمته السوقية، فيقوم ببيعه بسعر مرتفع ويحقق أرباحا.

وأما بائعو العقود، فهم أولئك المستثمرون الذين يأخذون مركزا قصيرا (Short Position)، بمعنى أنهم يبيعون العقد في الوقت الذي قد لا يملكون فيه الأصل محل التعاقد.

1 - كمال توفيق حطاب، مستقبلية السلع من منظور إسلامي، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول: الأسواق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 2007م، ص ص 2-3.

2 - نفس المرجع، ص ص 3-4.

* - لقد بدأت أسواق العقود المستقبلية كأسواق حاضرة يتم فيها استلام السلع الزراعية ودفع قيمتها فور التعاقد، وفي عام 1860م تحولت السوق الحاضرة إلى سوق مستقبلية، وكانت سوق شيكاغو هي السوق الرائدة في هذا المجال، وكان الغرض تحقيق الاستقرار في أسعار السلع الزراعية بطريقة يستفيد منها المزارع والتاجر، وقد بدأت بالقمح ثم انتهت بكافة أشكال السلع والأدوات التي يمكن أن تباع أو تشتري، واستمرت شيكاغو مركز هذا النوع من العقود، ثم حدث تطور رئيسي عندما افتتح مجلس إدارة سوق شيكاغو سوقا خاصة للتعامل بهذه العقود، وأصدرت سلطة السوق عقودا نمطية للعديد من السلع التي يجري عليها العرض والطلب.

3 - نفس المرجع، ص 9.

وعلى طرفي العقد أن يودع كل منهما لدى السمسار الذي يتعامل معه مبلغاً نقدياً أو أوراقاً مالية حكومية وبصفة خاصة أذون خزانة تمثل نسبة ضئيلة من سعر العقد، يُطلق عليها الهامش المبدئي، والغرض من هذا الهامش هو إثبات الجدية وحسن النية من الطرفين، كما يُستخدم لأغراض التسوية اليومية إذا ما تعرض أحد الطرفين للخسائر نتيجة لتغير سعر الوحدة محل العقد في غير صالحه،¹ كما يمكن (إذا وصل الانخفاض في تحركات الأسعار إلى أكثر من هامش تغطية الخسائر المدفوع) أن تطلب مؤسسة المقاصة من المشتري دفع هامش إضافي لكي يتم تعويض هذا الانخفاض في الأسعار.²

هذا وإنه من غير المعتاد أن يقوم البائعون والمشترون بتسليم الأصل محل التعاقد، لأن الهدف من العملية إما المضاربة أو تغطية مراكز استثمارية في السوق الحاضر.

لذلك فالتسوية في حقيقة الأمر تتم بصورة نقدية وذلك من خلال بيت المقاصة وبمشاركة كل من سماسرة الطرفين.³

ويمكن بيان كيفية إجراء التسوية اليومية في العقود المستقبلية من خلال المثال الآتي:

إذا أبرم (في فترة n) عقد مستقبلي على 1000 كيس من الأرز، تُسَلَّم في تاريخ مستقبلي محدد (الفترة $n+1$)، بسعر تنفيذ قدره 40 دولار للكيس، (أي: سعر التنفيذ الإجمالي هو: 40000 دولار)، إلا أنه حدث تغير في الأسعار خلال الفترة الممتدة بين تاريخ إبرام العقد وتاريخ التسليم، فإنه يمكن بيان حساب الأرباح والخسائر، وأثر ذلك على حساب الهامش للبائع والمشتري، إذا افترضنا أن الهامش المبدئي المطلوب إيداعه في حساب كل من المشتري والبائع هو: 5% (أي: 40000. 5% = 2000).

1 - أشرف محمد دوابه، المشتقات المالية في الرؤية الإسلامية، مرجع سابق، ص 6.

2 - كمال توفيق حطاب، نحو سوق مالية إسلامية، مرجع سابق، ص 8.

3 - أشرف محمد دوابه، المشتقات المالية في الرؤية الإسلامية، مرجع سابق، ص 6.

الجدول (21): كيفية إجراء التسوية اليومية في العقود المستقبلية

الوحدة: وحدة نقدية

اليوم	السعر	حساب المشتري	حساب البائع
الأول	41000	$3000 = 1000 + 2000$	$1000 = 1000 - 2000$
الثاني	41500	$3500 = 500 + 3000$	$500 = 500 - 1000$
الثالث	39500	$1500 = 2000 - 3500$	$2500 = 2000 + 500$
الرابع	38500	$500 = 1000 - 1500$	$3500 = 1000 + 2500$
الخامس	39000	$1000 = 500 + 500$	$3000 = 500 - 3500$

المصدر: إعداد الطالب.

في اليوم الأول، بعد إبرام العقد ارتفع السعر إلى 41000 دولار، مما يعني تحقيق المشتري لربح قدره 1000 دولار، وتحمل البائع لخسارة بنفس المبلغ، ولذا فقد أُضيف إلى حساب المشتري وحُصِم من حساب البائع، وفي اليوم الثالث مثلاً، انخفض السعر عن السعر في اليوم الذي قبله بمقدار 2000 دولار، وهو يعني ربحاً للبائع وخسارة للمشتري، ولذا فقد أُضيف إلى حساب البائع وحُصِم من حساب المشتري ... وهكذا يتم تعديل حساب الهامش بالنسبة لبقية الأيام الأخرى.

إلا أنه إذا أراد المشتري مثلاً إقفال مركزه في اليوم الخامس، فإن بيت التسوية يقوم بإبرام صفقة عكسية لحسابه، وذلك بإبرام عقد بيع مستقبلي مماثل بالسعر السائد في ذلك اليوم، أي بـ 39000 دولار، وهو يعني خسارة فعلية للمشتري قدرها 1000 دولار، يتم خصمها من حساب الهامش المبدئي الخاص به، ورد الباقي إلى المشتري الذي قدره 1000 دولار.

2- أوجه الشبه والاختلاف بين العقود الآجلة الباتة والمستقبلية:

عند المقارنة بين العقود الآجلة الباتة والعقود المستقبلية، تتضح الفروق التالية:

أ- أوجه الشبه:

تتفق العقود الآجلة الباتة والعقود المستقبلية في بعض الجوانب، أبرزها:¹

- يتم إبرام العقد حالاً، بينما يتم التسليم والتسلم في تاريخ لاحق، يتم تحديده وقت إبرام العقد.

1 - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة. ط 1، دار كنوز إشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض، 2005م، ص 930.

- عقد البيع لازم لكلا طرفيه في العقود المستقبلية، وهو كذلك لازم لكلا الطرفين في المعاملات الآجلة الباتة.
- تُبرَم العقود (في كلا النوعين) في الأعم والأغلب بقصد المضاربة على فروق الأسعار من خلال وجود المضاربيين على الصعود والمضاربيين على الهبوط.

ب- أوجه الاختلاف:

تختلف العقود الآجلة الباتة عن العقود المستقبلية فيما يلي:

- العقود الآجلة الباتة، تحدد شروطها باتفاق وتراضي الطرفين، أما المستقبليات فإنها عقود نمطية موحدة من حيث قيمتها وتواريخ التسليم، حيث توجد هيئة ضامنة (وهي بيت التسوية) لتنفيذ العقود المستقبلية.
- العقود الآجلة الباتة، تتم بين طرفين البائع والمشتري، أما المستقبلية فإنها تتم بين ثلاثة أطراف: البائع، مؤسسة المقاصة والمشتري.
- في العقود الآجلة الباتة، يحدد الهامش مرة واحدة يوم توقيع العقد، أما المستقبليات فيتم الاحتفاظ بهوامش متحركة لتعكس تحركات الأسعار.
- في العقود الآجلة الباتة، تتم تسوية العقد في تاريخ التسليم أو الاستحقاق، ويتحقق الربح والخسارة في ذلك التاريخ، أما المستقبليات فيتم إجراء التسوية السعرية اليومية، وهي التسوية التي تبين ربح أو خسارة أحد طرفي العقد بشكل يومي عند ارتفاع أو انخفاض الأسعار.

الفرع الثالث: عقود الخيارات

1- التعريف والنشأة:

يُعرّف عقد الخيار بأنه: "العقد الذي يعطي لحامله الحق في أن يبيع أو يشتري قدرا من الأوراق المالية بسعر محدد سلفا في تاريخ معين أو خلال فترة محددة، على أن يكون له الحق في أن ينفذ أو لا ينفذ عملية البيع أو الشراء"¹.

أو هو: عقد يمثل حقا لمشتري الخيار (وليس التزاما) في بيع أو شراء أوراق مالية معينة، بسعر معين هو سعر التعاقد أو الممارسة (Exercise Price) خلال تاريخ معين أو فترة زمنية محددة، ويلتزم بائع حق الخيار أو محرره بتنفيذ العقد (إذا قرر مشتري حق الخيار ذلك) بالسعر المتفق

1 - محمد بن علي العقلا، مرجع سابق، ص 11.

عليه خلال ذلك التاريخ أو تلك الفترة الزمنية، مقابل مبلغ محدد غير قابل للرد يدفعه مشتري حق الخيار لبائعه (محرره)، يسمى بعلاوة الصفقة الشرطية (Options Premium).

وقد ظهرت أول سوق منظمة للخيارات في أمريكا في مدينة شيكاغو عام 1973م، حيث أنشأ مجلس شيكاغو سوقا متخصصة للخيارات (Chicago Board Options Exchange (C BOE)، صُممت فيها العقود بشكل نمطي* مَكَّن من تداولها والتعامل بها بوصفها أدوات مالية، ثم انتشر التعامل بهذه العقود النمطية في الأسواق الأخرى في داخل الولايات المتحدة، حيث وصلت عقود الخيارات إلى أكثر من مليون عقد يوميا، وقد تم اتباع نفس الأنظمة التي وضعت للعمليات الآجلة المستقبلية كتتميط العقود وطرق التسليم والتسلم.¹

ولقد كانت الخيارات في بادئ الأمر في السلع، وخاصة المحاصيل الزراعية، ثم تطورت وأصبحت تشمل معظم السلع والأوراق المالية، ولاسيما بعد إنشاء أسواق شيكاغو، وتتميط عقود الخيارات، وفي بداية الثمانينات من القرن العشرين، تم إدراج أنواع جديدة من الخيارات شملت الأسهم، وسندات الخزينة، والسلع والبضائع، والمؤشرات والعملات.²

2- أطراف عقود الخيار:

أولا يجب أن ندرك أن محل عقد الخيار، هو مجرد الحق في تنفيذ العقد بالشراء أو بالبيع أو عدم تنفيذه، دون التزام قاطع، نظير مبلغ معين غير قابل للرد يُدفع للطرف الثاني (محرر العقد) على سبيل التعويض أو المكافأة، وعلى هذا فإن محل العقد هنا ليس هو الأوراق المالية ذاتها، وإنما هو حق خيار الشراء أو حق خيار البيع، أي الاتفاق المحدد لهذا الخيار.

ولا بد في عقد الخيار من تحديد العناصر الآتية: الأصل محل التعاقد، سعر التعاقد، تاريخ انقضاء أجل التعاقد، مبلغ التعويض (العلاوة)، ** صنف الخيار (أمريكي أو أوروبي)، ونوع عقد الخيار (بيع أو شراء).³

هذا وقد يكون عقد الخيار مغطى أو غير مغطى، بحيث:

* - الشكل النمطي للعقد، معناه: جعل صيغة الخيار على الأسهم عقدا يتضمن دائما عددا محدد من الأسهم لشركة معينة، وتحدد كل صفاته، ما عدا السعر الذي تحدده قوى العرض والطلب، كما تصدر بسعر ينتهي دائما بصفر أو بالرقم (5) تسهيلا للتعامل.

1 - شعبان محمد إسلام البروراري، مرجع سابق، ص 223.

2 - نفس المرجع، ص 224.

** - تزداد هذه النسبة كلما طالت الفترة التي تمضي من تاريخ التعاقد حتى تاريخ تنفيذ العقد.

3 - نفس المرجع، ص 225.

- **الخيار المغطى:** هو حق خيار (شراء أو بيع أو هما معا) عدد من الأوراق المالية التي تقع فعلا في ملك وحياسة محرر العقد (بائع حق الخيار) وقت التعاقد بشأنها.

- **الخيار غير المغطى:** هو حق خيار (شراء أو بيع أو هما معا) عدد من الأوراق المالية التي لا تقع بالفعل في ملك وحياسة محرر العقد (بائع حق الخيار) وقت التعاقد بشأنها.

ويتم التعامل بعقود الخيارات في سوق الأوراق المالية عن طريق غرفة المقاصة، وهي جهة معروفة بـ (OCC)، أي: (Options Clearing Corporation)، فإذا اتفق طرفان على بيع أو شراء عقد خيار، فإن بائع الخيار لا يحرر العقد مباشرة إلى مشتري الخيار، وإنما يحرر هذا العقد إلى تلك الجهة (OCC)، فهي تقوم بدور الوساطة كغرفة مقاصة للخيارات، كما أنها الجهة الضامنة أيضا لتعهدات كلا الطرفين.¹

أي أن عقد الخيار في سوق الأوراق المالية يتكون من ثلاثة أطراف: محرر حق الخيار (بائع حق الخيار)، مشتري حق الخيار، وغرفة المقاصة أو بيوت السمسرة (تقوم بدور الوكيل عن كل من البائع والمشتري).

3- أنواع عقود الخيار:

يمكن تصنيف عقود الخيار إلى الأنواع الآتية:

أ- خيار الشراء أو الطلب: Call Option

يمكن تعريف خيار الشراء على أنه: "حق وليس إلزام بالشراء، بسعر محدد عند التفاوض هو سعر التنفيذ، مقابل دفع مكافأة".²

فموجب خيار الشراء، يكون من حق المستثمر المشتري (مشتري حق الخيار) شراء عدد من الأوراق المالية بسعر محدد في تاريخ معين، نظير مكافأة يدفعها المشتري لمحرر حق الخيار (بائع حق الخيار).

ويُعتقد أن هذا النوع من الخيارات يتيح فرصة للمستثمر لحماية استثماراته ضد مخاطر ارتفاع القيمة السوقية للأوراق المالية التي يرغب المستثمر في شرائها مستقبلا، فمن حق المستثمر إلزام محرر

¹ - نفس المرجع، ص ص 228-229.

² - Paul – Jacques Lehmann, *Bourse et Marchés Financiers*. 2^e Édition, Dunod, Paris, 2005, p 103.

عقد خيار الشراء بتنفيذ العقد إذا ما ارتفعت أسعار الأوراق المالية عن السعر المتفق عليه في فترة التعاقد (سعر التنفيذ).

وهكذا يحقق خيار الشراء حماية للمشتري، فأرباحه لا حدود لها، إذ ترتفع مع ارتفاع القيمة السوقية للأوراق المالية في وقت التنفيذ، أما خسارته فمحدودة بمقدار المكافأة التي يدفعها لمحرر العقد، وعلى العكس من ذلك، فإن أرباح محرر العقد تكون محدودة بمقدار المكافأة التي يحصل عليها من مشتري حق الخيار، أما خسائره فلا حدود لها، إذ تزداد مع ارتفاع القيمة السوقية للأوراق المالية.

ويمكن توضيح قرارات المستثمر المشتري لحق خيار الشراء بخصوص شراء أو إلغاء الصفقة المتعاقد عليها وفق الحالات التالية:

أ- إذا كان: السعر السوقي > سعر التعاقد: وهي حالة (OTM)، أي: (Out the Money)، فإن القرار المناسب للمشتري يكون:

- سعر التعاقد - السعر السوقي < مبلغ التعويض — إلغاء الشراء.
- سعر التعاقد - السعر السوقي > مبلغ التعويض — إلغاء الشراء.
- سعر التعاقد - السعر السوقي = مبلغ التعويض — إلغاء الشراء.

ب- إذا كان: السعر السوقي < سعر التعاقد: وهي حالة (ITM)، أي: (In the Money)، فإن القرار المناسب للمشتري يكون: تنفيذ الشراء.

ج- إذا كان: السعر السوقي = سعر التعاقد: وهي حالة (ATM)، أي: (At the Money)، فإن قرار تنفيذ الشراء يماثل قرار إلغاء الشراء.

مثال:

فترة التعاقد _____ الفترة المستقبلية _____

سعر التنفيذ = 100 الحالة (1): السعر السوقي = 103

سعر حق خيار الشراء = 5 الحالة (2): السعر السوقي = 100

عدد الأوراق المالية = 100 الحالة (3): السعر السوقي = 98

الحالة (4): السعر السوقي = 95

الحالة (5): السعر السوقي = 93

القرار المناسب للمشتري يكون:

الحالة (1): تنفيذ الشراء _____ خسارة المشتري = ربح البائع = $200 = 100 \cdot 2$

الحالة (2): إلغاء أو تنفيذ الشراء _____ خسارة المشتري = ربح البائع = $500 = 100 \cdot 5$

الحالة (3): إلغاء الشراء _____ خسارة المشتري = ربح البائع = $300 = 100 \cdot 3$

الحالة (4): إلغاء الشراء _____ خسارة المشتري = ربح البائع = $0 = 100 \cdot 0$

الحالة (5): إلغاء الشراء _____ ربح المشتري = خسارة البائع = $200 = 100 \cdot 2$

ب- خيار البيع أو العرض: Put Option

يمكن تعريف خيار البيع على أنه: "هو حق وليس إلزام بالبيع، بسعر التنفيذ المحدد عند التفاوض، مقابل دفع مكافأة"¹.

فموجب خيار البيع، يكون من حق المستثمر البائع (مشتري حق الخيار) بيع عدد من الأوراق المالية بسعر محدد في تاريخ معين، نظير مكافأة تُدفع لمحرر حق الخيار.

بمعنى أن هذا الاتفاق يعطي مشتري هذا الخيار (وهو البائع للأوراق المالية) الحق في بيع عدد معين من الأسهم أو الأوراق المالية الأخرى بسعر محدد خلال تاريخ أو فترة محددة، وليس عليه إجبار بالبيع، فهو بالخيار، أما قابض ثمن الخيار، فهو مجبر على الشراء إذا ما قرر مشتري هذا الحق البيع بالسعر المتفق عليه خلال التاريخ أو الفترة المحددة.

وفي هذا النوع من الخيارات، يتوقع مشتري حق خيار البيع أن تنخفض أسعار الأوراق المالية مستقبلاً، في حين يتوقع محرر حق خيار البيع أن ترتفع أسعار الأوراق المالية مستقبلاً.

وعلى خلاف خيار الشراء، فإن هذا النوع من الخيارات، يُعتقد أنه يتيح فرصة للمستثمر البائع لحماية استثماراته من مخاطر انخفاض القيمة السوقية للأوراق المالية، فمن حق المستثمر البائع إلزام محرر عقد خيار البيع بتنفيذ العقد إذا انخفضت أسعار الأوراق المالية عن السعر المتفق عليه في التعاقد، وبذلك يضمن المستثمر البائع بيع الأوراق المالية لمحرر حق خيار البيع بسعر التنفيذ، بغض النظر عن قيمة الانخفاض في أسعار الأوراق المالية عن سعر التنفيذ مستقبلاً.

¹ - Ibid, p 104.

وهكذا يحقق خيار البيع حماية للمستثمر البائع، فأرباحه تزداد بارتفاع القيمة السوقية للأوراق المالية، أما خسائره فمحدودة دائماً بمقدار المكافأة التي يلتزم بدفعها لمحرر عقد الخيار، أما محرر الخيار فأرباحه محدودة بقيمة المكافأة، أما خسائره فتزداد كلما انخفضت القيمة السوقية للأوراق المالية عند التنفيذ عن القيمة المتعاقد عليها.

ويمكن توضيح قرارات المستثمر البائع (مشتري حق الخيار) بخصوص بيع أو إلغاء الصفقة المتعاقد عليها وفق الحالات التالية:

أ- إذا كان: **السعر السوقي < سعر التعاقد**: وهي حالة (OTM)، أي: (Out the Money)، فإن القرار المناسب للبائع يكون:

- السعر السوقي - سعر التعاقد < مبلغ التعويض — إلغاء البيع
- السعر السوقي - سعر التعاقد > مبلغ التعويض — إلغاء البيع
- السعر السوقي - سعر التعاقد = مبلغ التعويض — إلغاء البيع

ب- إذا كان: **سعر السوقي > سعر التعاقد**: وهي حالة (ITM)، أي: (In the Money)، فإن القرار المناسب للبائع يكون: تنفيذ البيع

ج- إذا كان: **السعر السوقي = سعر التعاقد**: وهي حالة (ATM)، أي: (At the Money)، فإن القرار المناسب للبائع يكون: إلغاء أو تنفيذ البيع.

مثال:

_____ فترة التعاقد _____ الفترة المستقبلية _____

سعر التنفيذ = 100 الحالة (1): السعر السوقي = 107

سعر حق خيار البيع = 5 الحالة (2): السعر السوقي = 105

عدد الأوراق المالية = 100 الحالة (3): السعر السوقي = 103

الحالة (4): السعر السوقي = 100

الحالة (5): السعر السوقي = 98

القرار المناسب للبائع يكون:

الحالة (1): إلغاء البيع ————— ربح البائع = خسارة المشتري = $200 = 100 \cdot 2$

الحالة (2): إلغاء البيع ————— خسارة البائع = ربح المشتري = $0 = 100 \cdot 0$

الحالة (3): إلغاء البيع ————— خسارة البائع = ربح المشتري = $200 = 100 \cdot 2$

الحالة (4): إلغاء أو تنفيذ البيع — خسارة البائع = ربح المشتري = $500 = 100 \cdot 5$

الحالة (5): تنفيذ البيع ————— خسارة البائع = ربح المشتري = $300 = 100 \cdot 3$

ملاحظة: تسمى العمليات التي تجري في السوق بعقود خيار البيع أو الشراء بالعمليات الشرطية البسيطة.

ج- الخيار المزدوج: Double Option

الخيار المزدوج، هو: "الخيار الذي يكون فيه من حق المستثمر (مشتري حق الخيار) شراء/ بيع عدد من الأوراق المالية بسعر محدد في تاريخ معين، نظير مكافأة يدفعها المشتري لمحرر حق الخيار، فهذا النوع يجمع بين خيار الشراء وخيار البيع في عقد واحد".¹

وتسمى العمليات التي تجري في السوق وفق هذه العقود بالعمليات الشرطية المركبة أو الخيارات المزدوجة، وتتيح إمكانية الاستفادة من حركة السوق في كلا الاتجاهين ارتفاعا وانخفاضا.

وإذا كان الخيار المزدوج يحتوي على خيار واحد بالبيع وخيار واحد بالشراء، وبسعر واحد، فهو الخيار المزدوج المساوي (Straddle)، وأما إذا اختلف سعر خيار البيع عن خيار الشراء، فهو الخيار المزدوج المتفرق (Spread)، وغالبا ما يكون سعر الشراء أعلى من سعر البيع.²

¹ - أشرف محمد دوابه، المشتقات المالية في الرؤية الإسلامية، مرجع سابق، ص 10.

² - شعبان محمد إسلام البروراري، مرجع سابق، ص 227.

مثال:

_____ فترة التعاقد _____ الفترة المستقبلية _____

الحالة (1): السعر السوقي = 104	سعر التنفيذ = 100
الحالة (2): السعر السوقي = 103	سعر حق خيار الشراء = 4
الحالة (3): السعر السوقي = 102	عدد الأوراق المالية للشراء = 100
الحالة (4): السعر السوقي = 100	سعر حق خيار البيع = 3
الحالة (5): السعر السوقي = 98	عدد الأوراق المالية للبيع = 50
الحالة (6): السعر السوقي = 96	
الحالة (7): السعر السوقي = 95	
الحالة (8): السعر السوقي = 92	
الحالة (9): السعر السوقي = 90	

القرار المناسب يكون:

- الحالة (1): تنفيذ الشراء، إلغاء البيع _____ الربح = $50 \cdot 1 = 50$
- الحالة (2): تنفيذ الشراء، إلغاء البيع _____ الخسارة = $100 \cdot 1 = 100$
- الحالة (3): تنفيذ الشراء، إلغاء البيع _____ الخسارة = $50 \cdot 1 + 100 \cdot 2 = 250$
- الحالة (4): إلغاء أو تنفيذ الشراء أو البيع _____ الخسارة = $50 \cdot 3 + 100 \cdot 4 = 550$
- الحالة (5): إلغاء الشراء، تنفيذ البيع _____ الخسارة = $50 \cdot 1 + 100 \cdot 2 = 250$
- الحالة (6): إلغاء الشراء، تنفيذ البيع _____ الربح = $50 \cdot 1 = 50$
- الحالة (7): إلغاء الشراء، تنفيذ البيع _____ الربح = $50 \cdot 2 + 100 \cdot 1 = 200$
- الحالة (8): إلغاء الشراء، تنفيذ البيع _____ الربح = $50 \cdot 5 + 100 \cdot 4 = 650$

الحالة (9): إلغاء الشراء، تنفيذ البيع _____ الربح = 100 .6 + 50 .7 = 950

وتجدر الإشارة إلى أن هناك نوعا آخر من الخيارات ينفذ أيضا بسعر يوم التعاقد، وهو الخيار المضاعف المتعدد (Option to Double)، وهذا النوع من العمليات يعطى فيه لكل من المتعاملين حق الاستزادة من البيع أو الشراء عند حلول الأجل المتفق عليه، أي موعد التصفية، ويتخذ شكلين: خيار الزيادة للمشتري وخيار الزيادة للبائع.¹

وفي هذه الحالة، تسمى العمليات التي تجري في السوق بهذه العقود بالعمليات المضاعفة.

4- طرق تنفيذ الخيارات:

يتم تنفيذ الخيارات بإحدى الطرق التالية:

أ- الخيار الأمريكي:

هو حق خيار (شراء أو بيع أو هما معا) يتم ممارسته أو تنفيذه خلال فترة محددة، وبسعر محدد مسبقا، ويمتاز هذا الأسلوب بالمرونة الكبيرة لصاحب الخيار، فهو ليس مقيدا بتاريخ محدد، وإنما له الحق في تنفيذ الخيار خلال فترة محددة، ويتم التعامل بهذه الخيارات في أغلب البورصات العالمية.

ب- الخيار الأوروبي:

هو حق خيار (شراء أو بيع أو هما معا) يتم ممارسته أو تنفيذه في تاريخ محدد، هو آخر مدة الخيار (Expiry Date)، ولا يمكن تنفيذه إلا في هذا التاريخ، ويتم التعامل به غالبا في الأسواق خارج البورصات (OTC)، وأسعار هذه الخيارات أقل من أسعار الخيارات الأمريكية، لأنها لا تعطي لمشتري الخيار فترة زمنية مرنة كالخيارات الأمريكية.

ج- طريقة برمودا:

وهي تجمع بين الطريقتين السابقتين، بحيث يتم تحديد عدة محطات زمنية يمكن فيها تنفيذ الخيار.

5- أوجه الشبه والاختلاف بين العقود المستقبلية وعقود الخيار:

عند المقارنة بين عقود الخيار والعقود المستقبلية، تتضح الفروق التالية:²

1 - محمد شكرى الجميل العدوى، المعاملات الآجلة في بورصة الأوراق المالية من منظور الشريعة الإسلامية. ط 1، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2012م، ص 144.

2 - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص ص 1010-1011 (بتصرف).

أ- أوجه الشبه:

تتفق عقود الخيار والعقود المستقبلية في أمور منها:

- في عقود الخيار، يتم تحديد نوع الأصل الذي يخول العقد حق بيعه أو شرائه، وكميته، وسعره و وقت إبرام العقد، بينما يتم تأجيل التسليم والتسليم إلى وقت لاحق، وكذلك الحال في العقود المستقبلية.
- يمكن تسوية كل من عقد الخيار والعقد المستقبلي تسوية نقدية بين أطراف العقد، بحيث لا يحصل تسليم ولا تسلم، وإنما يدفع أحد الطرفين للآخر الفرق بين السعر المتفق عليه في العقد والسعر الجاري في تاريخ التنفيذ.

ب- أوجه الاختلاف:

تختلف عقود الخيار عن العقود المستقبلية في أمور منها:

- المعقود عليه في الخيار هو الخيار نفسه، الذي يعطي الحق في بيع أو شراء سلعة أو غيرها، أما في العقود المستقبلية فالمعقود عليه هو السلعة ذاتها.
- تنفيذ عقد الخيار (وذلك بالبيع أو الشراء) لازم في حق المحرر، وغير لازم في حق المشتري، أما العقد المستقبلي فهو لازم في حق الطرفين.
- للخيار ثمن يختلف عن ثمن الأسهم أو غيرها من الأصول التي هي محل الخيار، أما في العقود المستقبلية فليس هناك إلا ثمن واحد، هو ثمن الأسهم أو غيرها من الأصول التي هي محل العقد.

الفرع الرابع: وظائف الأسواق الآجلة

تهدف الأسواق الآجلة إلى تحقيق وظيفتين أساسيتين:

1- إدارة المخاطر:

ليس هناك شك أن جميع المستثمرين يرغبون في الحفاظ على استثماراتهم عند مستوى مقبول من المخاطرة، ويجد هؤلاء المستثمرون ضالهم في الأسواق الآجلة، فمن خلالها يتم تحويل المخاطر من الراغبين في تخفيضها إلى أولئك المستعدين لتحملها نظير مكافأة أو عمولة يدفعها الأول ويستلمها الثاني.

وبالتالي، الغرض من المنتجات المشتقة هو تغطية المخاطر المتعلقة بتقلبات الأصول المالية أو

الأصول الحقيقية.¹

¹ - Xavier Bradley, Christian Descamps, **Monnaie Banque Financement**. Éditions Dalloz, Paris, 2005,

كما أن البنوك ناشطة جدا في بيع المنتجات المشتقة لعملائها، وتستخدمها أيضا في تمويل أصولها وإدارة المخاطر الخاصة.¹

وبتوفر الأسواق الآجلة، لن يصبح المستثمر مضطرا إلى تجنب استثمار معين أو تصفية استثمار بسبب مخاطره المرتفعة، إذ بإمكانه حماية استثماراته أو حماية الثقلب المزعج في أعمال تجارته من خلال اختيار عقد مناسب، يرتبط تنفيذه بفترة مستقبلية على أساس أسعار محددة يتم التفاوض بشأنها يوم التعاقد، مع الالتزام بدفع عمولة للطرف الآخر ليصبح هذا العقد ساري المفعول.

وبهذا الشكل تصبح العقود الآجلة من ضمن إستراتيجية الاستثمار الشامل بالنسبة للمستثمرين الراغبين في حماية استثماراتهم المستقبلية من تقلبات الأسعار.

ليس هذا فقط، فقد استخدمت العقود الآجلة حتى لتقليل خطر تذبذب أسعار صرف العملات، وذلك بإبرام العقود الآجلة على أسعار الصرف في الأسواق العالمية، فإذا قام الشخص A ببيع بضاعة على الحساب إلى الشخص B في دولة أخرى على أن يقبض ثمنها بعد ستة أشهر مثلا بالعملة الأجنبية، وتوقع الشخص A أن تنخفض قيمة العملة الأجنبية مستقبلا، فإن بإمكانه أن يبيع العملات الأجنبية هذه من خلال السوق الآجل بسعر صرف يتم الاتفاق عليه آتيا، على أن يتم التسليم بعد ستة أشهر، وبذلك فإن أي انخفاض بالعملة الأجنبية لن يؤثر على صافي المبلغ الذي سوف يقبضه بعملته المحلية.

2- استخدامها كآلية للمضاربة:

يعتبر نشاط الأسواق الآجلة مناسبا لعمل المضاربيين، ذلك أن موضوعها لا يتعلق في الأساس بشراء وبيع السلع والأصول الحقيقية محل العقد، وإنما موضوعها شراء وبيع مخاطر وأستخدمت فيها تلك الأصول الحقيقية والسلع كتغطية عن الأهداف الفعلية من تلك الممارسات، فهي بحسب المضاربيين المكان المفضل لتكوين الثروات والأرباح والمداخيل.

ويظهر الأسواق الآجلة وتنوع العقود المنطوية عليها، أضحت تمثل وسيلة هامة وبديلة عن المضاربة التقليدية، بحيث تتم هذه المضاربة في شكل عقود وفي إطار منظم وبوجود سماسرة وبيوت مقاصة، كما لا يترتب عليها بالضرورة تسلم وتسليم للأصل محل العقد، فقد تنتهي على فوارق سعرية بين سعر التنفيذ المحدد يوم التعاقد وسعر السوق في تاريخ تنفيذ العقد.

¹- Michel Aglietta, *Macroéconomie Financière* 1 : Finance, croissance et cycles. 4^e Édition, La Découverte, Paris, 2005, p 60.

فالواقع أن الأسواق الآجلة باتت آلية أو وسيلة متطورة لممارسة نشاط المضاربة تُسبب لعب المحترفين والمضاربين لاقتحام هذه الأسواق والمجازفة فيها بشكل منظم وفي وجود هياكل تسهر على حماية المعاملات والممارسات التي تجرى فيها.

خلاصة الفصل:

تعتبر سوق الأوراق المالية وسيطا بين أطراف الادخار من أفراد ومؤسسات وبين المشروعات المختلفة التي تحتاج إلى رؤوس أموال لتمويلها، فمن خلالها يتم تداول الأوراق المالية التي تصدرها جهات مختلفة، سواء تمثلت في صكوك تثبت حق ملكية لأصحابها (وهي الأسهم) أو تمثلت في أوراق تؤكد حق دين أو دائنية لهم (وهي السندات).

ومن أبرز الوظائف والمهام المنوطة بأسواق الأوراق المالية تتمثل في: تمويل المشروعات والحكومات، كفاءة تخصيص الموارد، تنويع الاستثمارات، توفير المؤشرات ذات الأهمية الاقتصادية، وتفعيل نشاط البنوك.

ومن أجل قيام سوق الأوراق المالية بتخصيص المدخرات على أفضل الاستثمارات، لا بد أن يكون هذا السوق كفؤا، وتعني كفاءة السوق استحالة تحقيق أرباح غير عادية (في المتوسط) باستخدام مجموعة من المعلومات عند اتخاذ قرارات البيع والشراء، لأن أسعار الأوراق المالية فيها مساوية تماما لقيمتها الحقيقية، فالسوق الكفأة في حالة توازن مستمر.

ووفقا لمعيار أجل التداول تنقسم سوق الأوراق المالية إلى قسمين رئيسيين: أسواق حاضرة وأسواق آجلة.

وتنقسم الأسواق الحاضرة (والتي تناط بالعقود الفورية) بشكل أساسي إلى أسواق أولية، ووظيفتها الرئيسية هي تمويل المشاريع الجديدة عن طريق بيع سندات أو أسهمها لأول مرة، وأسواق ثانوية، ووظيفتها الرئيسية هي توفير عنصر السيولة لحاملي الأوراق المالية السابق إصدارها، حيث يمكنهم بيع والتخلص ما بحوزتهم من أوراق مالية عند الحاجة والحصول على نقود.

أما الأسواق الآجلة (والتي تناط بالعقود التي يتم تنفيذها في وقت لاحق يُنفَق عليه) فتتنقسم بشكل أساسي إلى: العقود الآجلة الباتة، العقود المستقبلية، وعقود الخيارات.

أما عن وظائفها، فإنها تهدف أساسا إلى تحقيق وظيفتين أساسيتين: إدارة المخاطر وتوفير آلية لحماية الاستثمارات من تقلبات الأسعار المحتملة في المستقبل، وأيضا استخدامها كآلية للمضاربة، وتحقيق أرباح يمثلها الفرق بين سعر التنفيذ المحدد يوم التعاقد وسعر السوق في تاريخ تنفيذ العقد.

الفصل الثاني: التكيف الفقهي لأدوات الاستثمار في أسواق الأوراق المالية المعاصرة

تمهيد الفصل:

أضحت أسواق الأوراق المالية تحظى باهتمام بالغ في جميع الدول المتقدمة منها والنامية على حد سواء، وذلك لما توفره هذه الأسواق من وظائف اقتصادية أهمها ما يتعلق بتوفير التمويل اللازم لمختلف الأنشطة والمشاريع الاقتصادية التنموية.

وسوق الأوراق المالية كونها سوقاً لا إشكال فيه في ذاته بهذا الاعتبار، فالتخصص السوقي أمر عُرف قديماً وحديثاً، ولكن الأهم يجب معرفة مدى مشروعية التعاملات التي تجري فيها، فليس تخصيص السوق مشكلتنا، وإنما المشكلة في نوع الصفقات التي تبرم فيها.

ثم إن طبيعة التعاملات التي تجري في أسواق الأوراق المالية، لا بد وأن لها انعكاسات على وضع النشاط الاقتصادي الحقيقي، فيستفيد منها النشاط الاقتصادي ويتأثر إيجاباً إن كانت تلك التعاملات قائمة على أسس سليمة وصحيحة، ويحدث العكس، بمعنى أن الاقتصاد سوف يواجه مخاطر وأزمات إن كانت تلك التعاملات مؤسسة على أطر وقوانين جائرة.

سوف يتم تناول هذا الفصل من خلال التطرق إلى المباحث التالية:

المبحث الأول: التكيف الفقهي لأدوات الاستثمار الحاضرة (الفورية)

المبحث الثاني: التكيف الفقهي لأدوات الاستثمار الآجلة

المبحث الثالث: أسواق الأوراق المالية المعاصرة .. من مصدر للتمويل إلى مصدر

للأزمات (حالة الأزمة المالية العالمية لعام 2008م)

المبحث الأول: التكيف الفقهي لأدوات الاستثمار الحاضرة (الفورية)

المطلب الأول: التكيف الفقهي للأسهم

الفرع الأول: الأسهم (مفهومها، خصائصها)

1- التعريف اللغوي:

جاء في القاموس المحيط، أن السُّهُمَةَ: النصيب.¹

ويقال: أسهم الرجلان إذا اقتزعا، وذلك من السُّهُمَةِ والنصيب، أن يفوز كل واحد منهما بما يصيبه، قال الله تعالى: "فساهم فكان من المدحضين" (سورة الصافات / الآية: 141).²

وَأَسْهُمَ بَيْنَهُمْ: أَفْرَعٌ، وَأَسْهُمَ لَهُ: أَعْطَاهُ سَهْمًا أَوْ أَكْثَرَ، وَأَسْهُمَ فِي الشَّيْءِ: اشْتَرَكَ فِيهِ، وَأَسْهُمَ الشَّيْءَ: جَعَلَهُ سَهْمًا سَهْمًا، وَسَاهَمَهُ مَسَاهَمَةً، وَسِيَّهَامًا: قَارَعَهُ وَغَالَبَهُ وَبَارَاهُ فِي الْفَوْزِ بِالسَّهْمِ، وَسَاهَمَهُ قَاسَمَهُ، أَي أَخَذَ سَهْمًا: أَي نَصِيبًا مَعَهُ، وَمِنْهُ: شَرِكَةُ الْمَسَاهِمَةِ، وَتَسَاهَمَ الرَّجُلَانِ: تَقَارَعَا، تَسَاهَمَ الشَّيْءُ: تَقَاسَمَاهُ.³

2- التعريف الاصطلاحي:

عُرِّفَ السهم بعدة تعاريف، منها:

- ✓ "الصك أو الوثيقة المثبتة التي تعطى للمساهم إثباتا بحقه"، لأن السهم يعطي للمساهم حقوقا اتجاه الشركة، كما يُوجب عليه التزامات نحوها،⁴ وهو المعنى المقصود في المعاملات التجارية.
- ✓ "النصيب أو الحصة المساهم بها في شركة من شركات الأموال، وهي تمثل جزءا من رأس مال الشركة، ويتمثل السهم في صك يعطى للمساهم، ويكون وسيلة إلى إثبات حقوقه في الشركة".⁵

1 - مجد الدين محمد بن يعقوب الفيروز ابادي، القاموس المحيط. ط 3، مؤسسة الرسالة، بيروت، 2009م، ص 1125.

2 - أبو الحسين أحمد بن فارس بن زكريا، مرجع سابق، ص 474.

3 - إبراهيم أنيس وآخرون، مرجع سابق، ص 484.

4 - عبد الحق حميش، في حكم تداول الأسهم المختلطة، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول: الأسواق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 2007م، ص 23.

5 - نفسه.

✓ "ورقة ملكية، تمثل جزءاً من رأس مال الشركة، وهو من القيم المنقولة القابلة للتداول في سوق الأوراق المالية"¹.

ومن التعاريف المختارة للأسهم: "أنها صكوك تمثل حصصاً في رأس مال الشركة، متساوية القيمة، غير قابلة للتجزئة، وقابلة للتداول بالطرق التجارية، وتمثل حقوق المساهمين في الشركات التي أسهموا في رأس مالها"².

هذا وتحدد مسؤولية المساهم بنسبة ما يمتلكه من أسهم في رأس مال الشركة، ولا يُسأل الشريك عن أية تبعات مالية على الشركة، بل تُطالب الشركة بها باعتبارها شخصية معنوية³.

فبالأسهم، تتضمن العناصر التالية:

- مصطلح ولفظ يتعلق بشركات المساهمة.
- تعتبر أهم القيم المنقولة التي تصدرها شركات المساهمة.
- تمثل القيمة المالية التي يساهم بها كل مساهم في رأس مال الشركة.

3- خصائص الأسهم:

من التعريف الأخير للأسهم، يمكن أن نستخلص أبرز خصائص الأسهم كما يلي:

- أنها متساوية القيمة: وتشكل في مجموعها رأس مال الشركة، وقد وضعت بعض القوانين التجارية حداً أعلى وحداً أدنى للقيمة الاسمية للسهم التي يصدر بها، والهدف من جعل الأسهم متساوية القيمة هو تسهيل عمل الشركة، وتسهيل عملية توزيع الأرباح، وتسهيل تقدير الأغلبية في الجمعية العمومية للشركة، وتنظيم سعر السهم في سوق الأوراق المالية.

إلا أن بعض القوانين تجيز إصدار أسهم ممتازة تمنح أصحابها حقوقاً ومزايا تفوق الحقوق والمزايا التي تمنحها الأسهم العادية لأصحابها.

¹ - Philippe Spieser, **La Bourse**.4^e Édition, Librairie Vuibert, Paris, 2010, p 61.

² - سعد بن تركي الختلان، **الأسهم الجائزة والمحظورة**، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول: الأسواق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 2007م، ص 4.

³ - محمد محروس، **الأسواق المالية (البورصات) من المنظور الشرعي والقانوني**، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول: الأسواق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 2007م، ص 4.

- تساوي مسؤولية الشركاء: أي أن مسؤولية الشركاء تكون مقسمة عليهم بحسب قيمة السهم، فلا يُسأل المساهم عن ديون الشركة مهما بلغت إلا بمقدار أسهمه التي يملكها.

- عدم قابلية السهم للتجزئة: فلا بد أن يكون مالك السهم واحداً، وتمنع القوانين من تعدد مالكي السهم أمام الشركة، فإذا انتقلت ملكية السهم إلى أكثر من شخص نتيجة لإرث أو هبة أو وصية، فإن هذه التجزئة وإن كانت صحيحة بين هؤلاء إلا أنها لا تُقبل اتجاه الشركة، ويتعين على هؤلاء أن يختاروا شخصا واحداً يمثلهم أمام الشركة، والغرض من منع تجزئة السهم، تسهيل مباشرة الحقوق وأداء الواجبات المتبادلة بين المساهم والشركة.

- قابلية الأسهم للتداول: وهذه الخاصية من أهم خصائص الأسهم، فإذا نُصَّ على خلاف ذلك، فقدت الشركة صفة المساهمة.

والسهم يعطي صاحبه حقوقاً أساسية، هي:¹

- حق الحصول على الأرباح المتحققة والاحتياطيات.
- حق التصويت في الجمعية العمومية للشركة بصوت واحد للسهم، ويمكن أن يحدد نظام الشركة حداً أقصى لعدد الأصوات التي يستحقها من يحوز عدة أسهم، كما يكون للسهم الممتاز أكثر من صوت.
- حق التصرف بالأسهم بالتنازل عنها بالبيع أو الهبة أو غير ذلك، لأنها قابلة للتداول.
- حق أولوية الاكتتاب إذا طرحت الشركة أسهماً جديدة، وقررت زيادة رأس مالها.
- حق الحصول على ما يوازي القيمة الحقيقية للسهم من موجودات الشركة عند حلها.

الفرع الثاني: أنواع الأسهم وأحكامها الفقهية

1- أنواع الأسهم:

تتنوع الأسهم إلى عدة أشكال وفق معايير واعتبارات مختلفة نوجزها فيما يلي:

أ- باعتبار الحصة التي يدفعها الشريك: تنقسم إلى:

- أسهم نقدية: وهي التي يُدفع قيمتها نقداً.

1 - عبد السلام فيغو، البورصة والأسهم: دراسة قانونية شرعية، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول: الأسواق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 2007م، ص 38.

- **أسهم عينية:** وهي التي يكتب فيها المساهم مما يدفعه من عقار أو منقول.

ب- **باعتبار حقوقها:** تنقسم إلى:

- **الأسهم العادية:** وهي التي تتساوى في قيمتها، وتخول المساهمين حقوقاً متساوية، ويحصل المساهم بموجبها على قدر من الربح يتناسب مع ما دفعه للشركة دون أي زيادة أو ميزة أخرى، ويكون عليه من الخسارة بمقدار أسهمه.¹

- **الأسهم الممتازة:** وهي التي تختص بمزايا لا تتمتع بها الأسهم العادية، وذلك أن الشركة قد ترغب في زيادة رأس مالها، فتعطي الأسهم الجديدة امتيازات لا تتمتع بها الأسهم القديمة، لتشويق الجمهور للاكتتاب فيها، أو أن الشركة تعطي امتيازات لحملة الأسهم القديمة أو بعضهم مكافأة لهم على ما بذلوه في سبيل إنجاح الشركة، وذلك بتحويل أسهمهم العادية إلى أسهم امتياز.²

وبالتالي، الأسهم الممتازة قد تصدر من جديد، وقد تكون أسهماً عادية وتتحول إلى أسهم ممتازة.

ج- **باعتبار استهلاكها:** تنقسم إلى:

- **أسهم رأس المال:** وهي الصورة العادية للسهم، فهي الصكوك التي تمثل جزءاً في رأس مال الشركة لم يسترده المساهم بعد، أي بعبارة أخرى، هي التي يقدمها المساهم للشركة ولا تعود إليه، إلا عند فسخ الشركة، أو انقضاءها بأي سبب من أسباب الانقضاء، وهذا هو الأصل بالنسبة لجميع الأسهم كما ينص القانون.³

- **أسهم التمتع (الاستهلاك):*** هي التي يحصل عليها المساهم بعد أن يستهلك أسهمه، والمراد باستهلاك السهم هو: "رد قيمته الاسمية للمساهم أثناء حياة الشركة"⁴، ويتم استهلاك الأسهم إما بطريقة القرعة

1 - سعد بن تركي الخثلان، مرجع سابق، ص 13.

2 - نفس المرجع، ص 13

3 - عبد السلام فيغو، مرجع سابق، ص 32.

* - لا تسمح كثير من القوانين بإنشاء هذا النوع من الأسهم، إلا إذا كان غرض الشركة يتعلق باستغلال موارد الثروة الطبيعية، أو مرفق عام ممنوح لمدة محدودة، أو كانت أصولها مما يستهلك بالاستعمال أو يزول بعد مدة معينة. أنظر: سعد بن تركي الخثلان، مرجع سابق، ص 17.

4 - سعد بن تركي الخثلان، مرجع سابق، ص 17.

السنوية حتى نهاية مدة الشركة، أو برد جزء من القيمة الاسمية لجميع الأسهم سنويا، بحيث يتم الاستهلاك الكلي على المدى الزمني الذي يحدده نظام الشركة.

ويظل صاحب أسهم التمتع محتفظا بصفة الشريك في الشركة حتى بعد استهلاك أسهمه، فيشارك في الأرباح وفي التصويت، وفي الجمعية العمومية وفي فائض التصفية، إلا أن حقه في الأرباح وفي فائض التصفية أقل من حق أصحاب أسهم رأس المال، وفي حالة انقضاء الشركة يكون لأصحاب أسهم رأس المال أولوية الحصول على ما يعادل القيمة الاسمية لأسهمهم من فائض التصفية.¹

د- باعتبار شكلها: تنقسم إلى:

- الأسهم الاسمية: وهي الأسهم التي تحمل اسم المساهم، وتثبت ملكيته لها في سجل الشركة.²

- الأسهم لحاملها: وهي الأسهم التي لا تذكر فيها كلمة أنها للحامل، فأى شخص يحمل هذا السهم فهو المساهم، ويتم تداولها بالانتقال من يد لأخرى، والحيازة في دليل التملك.³

- أسهم للأمر: وهي الأسهم التي يذكر اسم صاحب الحق فيها مسبقا بعبارة لأمر أو لإذن، فتنقل ملكيته بالتظهير.⁴

هـ- باعتبار قيمتها: تنقسم إلى:

- القيمة الاسمية: وهي القيمة التي تكون مبينة في الصك عند إنشاء الشركة، أي أن مجموع القيم الاسمية تساوي رأس مال الشركة عند إنشائها.

- قيمة الإصدار: تلجأ بعض الشركات عندما ترغب في زيادة رأس مالها لدعم مشاريعها أو التوسع في أعمالها إلى إصدار أسهم جديدة للاكتتاب فيها، وتقرر لها قيمة معينة، تسمى قيمة الإصدار.

- القيمة الحقيقية: وهي النصيب الذي يستحقه السهم من صافي أموال الشركة بعد خصم ديونها، فيشمل ذلك جميع أموال الشركة من رأس المال المدفوع وموجودات الشركة وأرباحها مخصوما منه

1 - نفس المرجع، ص 18.

2 - نفس المرجع، ص 19.

3 - أحمد بن عبد العزيز الحداد، مرجع سابق، ص 24.

4 - عبد السلام فيغو، مرجع سابق، ص 27.

الديون التي على الشركة، وهذه القيمة هي القيمة الاسمية عند ابتداء الشركة، ولكنها تختلف بعد ذلك بحسب ما تصادفه الشركة من نجاح أو فشل في أعمالها، فإذا حققت الشركة ربحاً فإن القيمة الحقيقية تزيد عن القيمة الاسمية، وإذا خسرت الشركة فإن القيمة الحقيقية تقل عن القيمة الاسمية، وإذا لم تحقق الشركة ربحاً ولم تتحمل خسارة فتتبادل القيمة الحقيقية مع القيمة الاسمية.¹

- **القيمة السوقية:** وهي قيمة الأسهم عند عرضها للبيع، وهي قيمة متغيرة بحسب العرض والطلب وأحوال السوق والمضاربات والظروف السياسية والاقتصادية، وهي تختلف عن القيمة الاسمية بحسب نجاح الشركة في أعمالها، وضخامة موجوداتها، ورأس مالها الاحتياطي، وبحسب الظروف والأزمات المالية والسياسية، وبحسب الرغبة والإقبال على شرائها أو عدم الرغبة والإحجام عنها.

و- **باعتبار المنح أو الشراء:** تنقسم إلى:

- **الأسهم المشتراة:** وهي الأسهم التي يدفع أصحابها قيمتها، وهذا هو الأصل فيها.

- **أسهم المنح:** تعد ترحيلاً لجزء من أرباح الشركة المحتجزة أو رأس المال الاحتياطي إلى رأس المال الأصلي، وهذا كله من مال المساهمين.²

ز- **باعتبار الضمان أو التداول:** تنقسم إلى:

- **أسهم الضمان:** وهي الأسهم التي يقدمها أعضاء مجلس الإدارة لضمان إدارتهم، فهذه الأسهم ليست داخلة في دائرة المعاملات.

- **أسهم التداول:** هي الأسهم التي يمكن تداولها، أي التي لم تُجمد أو تُعلق، وتشمل جميع الأسهم عدا أسهم الضمان.

2- الأحكام الفقهية للأسهم:

يمكن إيجاز الأحكام الفقهية للأسهم السالفة الذكر وفق الجدول التالي:

1 - سعد بن تركي الخثلان، مرجع سابق، ص 25.

2 - أحمد بن عبد العزيز الحداد، مرجع سابق، ص 32.

الجدول (22): الأحكام الفقهية للأسهم حسب نوعها

معيار التقسيم	أنواع الأسهم	الحكم الشرعي	الترجيح
الحصة التي يدفعها الشريك	نقدية	الجواز	—
	عينية	الخلاف	الجواز
الحقوق	عادية	الجواز	—
	ممتازة	عدم الجواز إلا في حالة يعطى أصحاب الأسهم القدامى حق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم الجديدة.	—
الاستهلاك	رأس المال	الجواز	—
	التمتع أو الاستهلاك	الجواز على شرط أن يتم الاستهلاك بنسبة معينة من جميع الأسهم كل عام بشكل تدريجي، بحيث لا تصدر الشركة نوعين من الأسهم (عادية وتمتع)، وإنما يتساوى الجميع في هذا الاستهلاك.	—
الشكل	اسمية	الجواز	—
	لحامها	الخلاف	الجواز
	لأمر	الجواز	—
القيمة	الاسمية	الجواز	—
	الإصدار	الجواز إذا كانت قيمة الإصدار تساوي القيمة الاسمية، والخلاف إذا كانت قيمة الإصدار لا تساوي القيمة الاسمية.	ترجيح الخلاف هو الجواز
	الحقيقية	الجواز	—
	السوقية	الجواز	—
المنح أو الشراء	المشتراة	الجواز	—
	المنح	الجواز إن كانت بالتساوي وحسب الحصص في الشركة.	—
الضمان أو التداول	الضمان	لا يجوز تداول هذه الأسهم حتى تنتهي مدة وكالة العضو، ويصادق على ميزانية آخر سنة مالية قام فيها أعضاء مجلس الإدارة بأعماله، وعندئذ تباع وتشتري بحسب حال السوق، وحكمها عندئذ تابع لنشاط الشركة حلا وحرمة.	—
	التداول	حكمها يدور مع نشاطها.	—

المصدر: إعداد الطالب بناء على المراجع الآتية: أحمد بن عبد العزيز الحداد، مرجع سابق، ص 21-23، ص 25، ص 31-33. سعد بن تركي الخثلان، مرجع سابق، ص 13، ص 16، ص 18-26. عبد السلام فيغو، مرجع سابق، ص 27، ص 30. سيد حسن عبد الله، مرجع سابق، ص 29. محمد محروس، مرجع سابق، ص 25.

3- بعض الأحكام الأخرى التي تتعلق ببيع وتداول الأسهم:

أ- بيع الأسهم قبل بدء نشاط الشركة:

شركة المساهمة، إما أن تكون ذات أصول سابقة قبل الاكتتاب كشركة التضامن المحدودة ذات الأصول القائمة من مباني ومعدات وأراضي ونحو ذلك، فنتحول إلى مساهمة عامة، فنقوم أصولها وموجوداتها وتدخل بها مساهمة بنسبة من رأس المال المقرر، لتتحول إلى شركة مساهمة عامة.

أو تكون جديدة تحت التأسيس، لا تملك شيئاً إلا ما جمعه من أموال المساهمين لتحصيل رأس المال المعلن.

فإن كانت ذات أصول سابقة، فإن المكتتبين الجدد الذين حُصِّت لهم أسهم معينة، قد أصبحوا شركاء في أصول الشركة وموجوداتها كل بقدر نسبة ما يملك، فأصبح سهمه يمثل موجودات بالإضافة إلى السيولة النقدية، وعليه فإنه لا مانع أن يبيع الأسهم التي امتلكها بقليل أو كثير، لأنها لم تعد نقوداً صرفة.¹

أما إن لم تكن كذلك، بأن كانت تحت التأسيس، فإنها والحالة هذه لم تزل نقوداً متجمعة، فيتعين أن تجري على مبادلة أسهمها إن تمت قواعد الصرف، فلا يُباع السهم بأكثر من قيمته الاسمية، ولا بد فيه من التقابض، وهذا ما نصت عليه هيئة المعايير الشرعية، فقد جاء فيها ما نصه: "لا يجوز تداول أسهم الشركة إذا كانت موجوداتها نقوداً فقط، سواء في فترة الاكتتاب أو بعد ذلك قبل أن تزاوّل الشركة نشاطها، أو عند التصفية إلا بالقيمة الاسمية وبشرط التقابض".²

غير أن القول: "قبل أن تزاوّل الشركة نشاطها"، ليس شرطاً، فقد تزاوّل نشاطها في المعاملات المالية، وهي مع ذلك لم تؤسس البنية الأساسية لانطلاقها من عقارات وآلات ومعدات، والمهم أن يخرج السهم من حيز النقد إلى واقع الأشياء العينية، فعندئذ يجوز تداول أسهمها إذا سمح لها النظام بذلك، غير أن القوانين التنظيمية لا تجيز تداول أسهم شركة ما قبل مرور حولين على تأسيسها، وتحقيق نجاحات في السنتين الأوليتين، وهو قانون تنظيمي يتعين اتباعه.³

¹ - نفس المرجع، ص 42.

² - نفس المرجع، ص 43.

³ - نفسه.

ب- تداول الأسهم على الهامش:

يقصد بالشراء على الهامش، أن يدفع المشتري جزءا يسيرا من قيمة ما يرغب شراءه، و يسمى (هامشا)، ويقوم السمسار بدفع الباقي على سبيل القرض،* على أن تبقى العقود المشتراة لدى السمسار رهنا بمبلغ القرض، ثم يقوم المشتري ببيعه فيحقق ربحا، فيدفع الثمن للسمسار ويفوز هو بالربح، أو تحدث له خسارة يتحملها العميل إذا خالفت الأسعار توقعاته.

والواقع في هذه المعاملة أن المشتري لا يريد سلعة ولا أسهما، إنما يريد المراهنة على فوارق الأسعار من خلال البيعات التي يضارب عليها، وأيضا من خلال التسهيلات التي يقدمها له السمسار، حيث يسمح له بالتعامل بعشرة أضعاف ما دفعه، فيدخل في السوق بها، مع أنه قد لا يكون له رأس مال إلا ذلك الهامش الذي دفعه.

ويتميز التعامل بالهامش بارتفاع درجة المخاطرة فيه، ويظهر تأثيره السلبي عندما تبدأ الأسعار بالهبوط، فحينئذ يسارع السماسرة إلى مطالبة عملائهم بسداد الفروق حفاظا على نسبة الحدود (Margin)، فإن عجزوا عن السداد، باع السماسرة الأوراق المالية المودعة لديهم كضمان، وبييع السماسرة لتلك الأوراق تتعرض الأسعار لمزيد من الهبوط، حيث تزداد أوامر البيع ويقل المشترون فيؤدي إلى انهيار السوق.¹

ومن هنا كان أمر هذا التعامل واضح الحرمة كما ذهب إلى ذلك المختصون.²

* - حيث إن السمسار يقوم في العادة باقتراض المبلغ الذي يريد إقراضه للمشتري من أحد البنوك بفائدة معينة، ثم يقوم بإقراضه للمشتري بفائدة أعلى.

1 - زكريا سلامة عيسى شطناوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي. ط 1، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، 2009م، ص 131.

2 - أحمد بن عبد العزيز الحداد، مرجع سابق، ص 44.

وجاء في موقع الشبكة الإسلامية "إسلام ويب" في حرمة التعامل بنظام الهامش ما يلي: "التعامل بنظام الهامش، أو ما يسمى بالمارجن، بوصفه المعروف اليوم تعامل بالربا لكونه يتضمن قرضا من الوسيط للعمل، وهذا القرض ليس مجانيا، بل مقابل فائدة أو مقابل عمولات البيع والشراء التي تتم عن طريقه، فهو قرض جر نفعاً، كما أن المتاجرة بالهامش تتضمن قدراً كبيراً من المخاطرة في أسواق الأسهم".¹

ج- البيع على المكشوف:

معظم المستثمرين يشترون الأوراق المالية أولاً ثم يقومون ببيعها فيما بعد، ولكن قد يحدث العكس، وذلك بأن يقوم المستثمر ببيع الأوراق المالية قبل أن يملكها أو يحوزها ثم يشتريها فيما بعد، وهذا ما يسمى بمصطلح البيع على المكشوف.²

ويرتبط مفهوم البيع على المكشوف بالبيع القصير، وهو بيع أوراق مالية لا يرغب البائع تسليمها من حافظته المالية، إما لأنه لا يملكها أساساً، أو لأنه يملكها ولا يرغب أن يسلمها وقت البيع، ويقوم البائع بالبيع القصير عندما يتوقع انخفاض سعر الورقة المالية مستقبلاً، على أمل أن يقوم بشرائها فيما بعد بسعر أقل والحصول على الربح.

وهذا على خلاف البيع الطويل، الذي يعني بيع أوراق مالية بعد التملك الفعلي، حيث يشتري العميل الورقة المالية متوقفاً ارتفاع أسعارها، فيشتري بسعر منخفض لبيع بسعر أعلى منه.

ويسمى القائمون على البيع القصير بالدببة أو المتشائمين (Bearish)، أما القائمون على البيع الطويل فيصطلح عليهم بالثيران أو المتفائلين (Bullish).³

لذلك حينما يقوم شخص بالبيع على المكشوف، يُقال: إنه أخذ مركزاً قصيراً (Short Position).

1 - الشبكة الإسلامية "إسلام ويب"، على الموقع:

<http://fatwa.islamweb.net/fatwa/index.php?page=showfatwa&Option=Fatwald&Id=1574>

2 - زياد رمضان، مروان شموط، مرجع سابق، ص 143.

3 - زكريا سلامة عيسى شطناوي، مرجع سابق، ص ص 125-126.

ويمكن تعريف البيع على المكشوف على أنه: "بيع أوراق مالية لا يملكها البائع عند إتمام عملية البيع، ويتم التسليم الفعلي بواسطة أوراق مقترضة من سمساره، ثم تشتري هذه الأوراق فيما بعد عندما تنخفض قيمتها السوقية عن القيمة التي سبق أن بيعت بها، وهذا النوع من المعاملات مرهون بتوقع البائع، وغالبا ما يكون مضاربا على انخفاض القيمة السوقية للأوراق المالية محل الصفقة، وإذا حدث العكس واتجهت الأسعار للارتفاع واقترب موعد التسليم، فإن ذلك من شأنه أن يعرض المستثمر لخسائر فادحة لا يقوى عليها المستثمر العادي".¹

وبالتالي، البيع على المكشوف أو البيع القصير هو عملية تعتمد على ما يلي:²

- الاقتراض غير المشروط بفائدة ثابتة، وغير المحدد بمدة زمنية، فهو قرض حال.
- المخاطرة على نزول الأسعار، حيث فيه احتمال الربح أو الخسارة.
- الغرض من هذا البيع، استفادة العميل من الفرق بين السعرين (بيع وشراء الأوراق المالية)، وأما السمسار فيحصل على العمولة مقابل خدماته.

والبيع على المكشوف يتم في الأسواق العاجلة، لأن العميل (البائع) ملزم بتسليم الأوراق المالية المقترضة إلى المستثمرين من ناحية، وملزم أيضا بتسليم الأوراق إلى السمسار من ناحية أخرى، وذلك بشرائها من السوق، وكل هذا خلال مدة قصيرة لا تزيد عن يوم واحد في معظم البورصات، أو تصل إلى أربعة أيام في بورصة نيويورك.³

كما يقتضي البيع على المكشوف وجود بائع على المكشوف يدخل السوق مضاربا على الهبوط، ووجود مشتر لمركز طويل يدخل السوق مضاربا على الصعود.⁴

ويعتبر هذا البيع غير جائز، فهو يدخل في بيع الإنسان ما ليس عنده، وبيع الإنسان ما اشتراه قبل قبضه، التي حرمتها شريعة الإسلام، حيث جاء في الدورة السابعة لمجمع الفقهي الإسلامي الدولي

¹ - أشرف محمد دوابه، نحو سوق مالية إسلامية. ط 1، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، مصر، 2006م، ص 132.

² - زكريا سلامة عيسى شطناوي، مرجع سابق، ص 126.

³ - نفس المرجع، ص ص 126-127.

⁴ - نفس المرجع، ص 27.

لرابطة العالم الإسلامي لعام 1404هـ/1984م حول سوق الأوراق المالية والبضائع (البورصة) القرار الآتي:1

"... العقود الآجلة بأنواعها، التي تجري على المكشوف، أي على الأسهم والسلع التي ليست في ملك البائع، بالكيفية التي تجري في السوق المالية (البورصة) غير جائزة شرعا، لأنها تشتمل على بيع الشخص ما لا يملك اعتمادا على أنه سيشتريه فيما بعد، ويسلمه في الموعد، وهذا منهي عنه شرعا لما صح عن رسول الله، صلى الله عليه وسلم، أنه قال: " لا تبع ما ليس عندك "، وكذلك ما رواه الإمام أحمد وأبو داود بإسناد صحيح، عن زيد بن ثابت رضي الله عنه أن النبي، صلى الله عليه وسلم، نهى أن تباع السلع حيث تباع، حتى يحوزها التجار إلى رحالهم".

ويقول الدكتور زكريا سلامة عيسى شطناوي في حكم البيع على المكشوف: فحكمه غير جائز، باعتبار أنه من القمار ولو كان هناك عملية بيع وشراء، إلا أن هذه العملية متجهة لا إلى قصد البيع أو الشراء ولكن إلى المقامرة،² ثم أشار إلى الأدلة التي ذكرها المختصون بالفقه والاقتصاد على عدم صحة البيع القصير (البيع على المكشوف) كما يلي:³

- القمار والمغامرة على أن سعر الأوراق المالية سوف ينخفض، كما أن السمسار الذي يقرض ما لديه من أوراق مالية يملكها لعملائه، يعين القائمين بهذا البيع على القمار.
- تضليل المشتري، إذ أن البائع يسلم أوراقا مالية مقترضة وليست ملكا له.
- الحصول على الأرباح على حساب المتعاملين الآخرين دون علمهم.
- دخول تصرف السمسار ضمن تصرفات الفضولي الذي يتصرف في حال غيره بغير إذنه.

المطلب الثاني: التكيف الفقهي للسندات

الفرع الأول: السندات (مفهومها، خصائصها)

1- التعريف اللغوي:

1 - مجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لرابطة العالم الإسلامي (البيع على المكشوف)، الدورة السابعة حول "سوق الأوراق المالية والبضائع: البورصة"، جانفي/1984م، على الموقع:

<http://www.themwl.com/Bodies/Decisions/default.aspx?d=1&did=107&I=AR>

(تاريخ الاطلاع: 2017/9/28م).

2 - زكريا سلامة عيسى شطناوي، مرجع سابق، ص 129.

3 - نفسه.

سند: السين والنون والبدال أصل واحد، يدل على انضمام الشيء إلى الشيء، يُقال: سَدَدْتُ إلى الشيء أسُدُّ أسوداً، واستندت استناداً، وأسندتُ غيري إسناداً، والسند: الناقة القوية، كأنها أسندت من ظهرها إلى شيء قوي، والمُسندُ: الدهر، لأن بعضه متضام، وفلان سندٌ: أي معتمدٌ، والسند: ما أقبل عليك من الجبل، وذلك إذا علا عن السُّفح.¹

2- التعريف الاصطلاحي:

يمكن تعريف السند* على أنه: "ورقة مالية ذات قيمة اسمية واحدة، قابلة للتداول، تصدرها شركة المساهمة العامة، وتطرحها للحصول على قرض، تتعهد الشركة بموجبها بسداد القرض وفوائده وفقاً لشروط الإصدار".²

كما عرّف أيضا على أنه: "شهادة يلتزم المصدر بموجبها أن يدفع لحاملها القيمة الاسمية عند الاستحقاق، مع دفع فائدة متفق عليها منسوبة إلى القيمة الاسمية للسند أو ترتب نفع مشروط، سواء كان جوائز توزع بالقرعة أم مبلغاً مقطوعاً أو حسماً".³

ويتبين أن السند، ورقة مالية، تصدره الجهة المقترضة (قد تكون الحكومات أو الشركات أو البنوك) بالاكنتاب العام، على أساس أنه أداة تمويل طويلة الأجل تصدر في سوق الأوراق المالية، وتعطي الجهة المصدرة له دخلاً ثابتاً للجهة المستفيدة أو لمن حازه، ويسمى هذا الدخل فائدة أو ريعاً، والسند قابل للتداول، وله أنواع عدة، يجمع بينها أمران اثنان:

✓ الحصول على الفائدة بأية تسمية كانت.

✓ استيفاء قيمة السند في موعد الاستحقاق، ويسمى التسديد استهلاكاً.

1 - أبو الحسين أحمد بن فارس بن زكريا، مرجع سابق، ص ص 471-472.

* - تشير إلى أنه يُطلق على السندات عدة ألفاظ، ومن أبرزها:

شهادات الاستثمار أو سندات الاستثمار، شهادات الادخار، شهادات الإيداع، وتطلق هذه الألفاظ على السندات التي تصدرها بعض البنوك.

أذونات الخزائنة: وهي عبارة عن سندات تصدرها بعض الحكومات لأجل قصير، وتتمتع هذه الأذونات بدرجة سيولة كبيرة، لأنها قصيرة الأجل ومضمونة، ولأن البنك المركزي على استعداد لتحويلها إلى نقود عن طريق إعادة خصمها.

أسناد قرض: وتتعلق بقروض طويلة الأجل.

2 - زياد رمضان، مروان شموط، مرجع سابق، ص 106.

3 - أحمد بن عبد العزيز الحداد، مرجع سابق، ص 5.

فالسندات أوراق ديون، وهي أحد الأدوات التي يبدوا أنها الأبسط التي تتمتع بها الشركات أو الجمعيات العامة لجمع الأموال.¹

ويتم إصدار السندات عن طريق أحد الأسلوبين التاليين:²

- أن يتولى بنك استثمار أو مجموعة منها عملية إدارة الإصدار مع ضمان شراء السندات التي لم يتم الاكتتاب بها، ويسمى هذا النوع من الإصدارات إصدارا عاما.
- أن يقتصر دور بنك الاستثمار على الوساطة فقط دون التعهد بشراء السندات الفائضة عن الاكتتاب، ويتم الإصدار هنا بموجب اتفاقية تتم بين الشركة المصدرة ومجموعة من المؤسسات المالية التي تتولى شراء السندات، وذلك بناء على شروط خاصة يتم الاتفاق عليها من خلال المفاوضات، ويسمى هذا النوع من الإصدارات إصدارا خاصا.

3- خصائص السندات:

للسندات خصائص مميزة لها، وهي:

- السندات قرض جماعي (في الغالب)، وليست جزءا من رأس المال، فالجهة المصدرة للسندات تتعاقد مع مجموع المقرضين، ويكون القرض مبلغ إجمالي مقسم إلى أجزاء متساوية هي السندات.
- للسندات قيمة متساوية تصدر بها، وهي القيمة الاسمية، ولا تقبل التجزئة أمام الجهة المصدرة لها.
- ليس لصاحب السند الحق في الاشتراك في الجمعية العامة للمساهمين.
- للسندات أجل لاستيفاء قيمتها، وقد يكون طويلا أو متوسطا أو قصيرا.
- لصاحب السند الحقوق التالية:

- استرداد قيمة سندات عند تاريخ الاستحقاق.
- الحصول على فائدة ثابتة سواء ربحت الشركة أو خسرت.
- التصرف بسندات، كونه قابل للتداول بالطرق التجارية.
- الأولوية في استيفاء قيمة السند عند التصفية قبل الأسهم.

4- أوجه الشبه والاختلاف بين الأسهم والسندات:

¹ - Philippe Spieser, Op - Cit, p 33.

² - زياد رمضان، مروان شموط، مرجع سابق، ص 106.

أ- أوجه الشبه: يتشابه السند مع السهم فيما يلي:

- إصداران بقيم متساوية.
- لا يقبلان التجزئة في مواجهة الشركة.
- يمثلان حقوقاً تندمج بالصك المثبت لها، وتتداول بالطرق التجارية.
- يعتبران من القيم المسماة بالقيم المنقولة.
- يدران على صاحبهما دخلاً دورياً، كما يصدران بطريق الاكتتاب العام.

ب- أوجه الاختلاف: يختلف السند عن السهم فيما يلي:

- للسند فائدة ثابتة لا تتغير بحال الشركة ربحاً أو خسارة، ويستحقها حامل السند بقوة القانون ولو أفلسَت الشركة، بخلاف حامل السهم الذي يحصل على ربح نسبي من ربح الشركة إن وجد.
- المساهم له صوت في الجمعية العامة، وله حق الرقابة على سير عملها، بخلاف حامل السند، فإنه لا يعنيه إلا الفائدة المحددة، أيا كان حال الشركة، فليس له أن يحضر ولا أن يراقب.
- السهم لا يستهلك، ولكن يحق للشركة أن تقرر استهلاك بعض الأسهم، أما استهلاك السندات ضروري.
- الأسهم تصدر عن شركات مساهمة فقط، أما السندات فإنها تصدر عن شركات أو دول أو أفراد.
- حامل السند دائن للشركة التي أصدرته، بينما حامل السهم يعتبر شريكاً في الشركة التي أصدرته.
- يصدر السهم غالباً قبل التأسيس، بينما يصدر السند بعد التأسيس لتوسيع الأعمال.
- تستوفى قيمة السند في الوقت المحدد للوفاء، أما السهم فلا تستوفى قيمته إلا عند التصفية أو استهلاك السهم.
- لا يمكن إصدار السهم بأقل من قيمته الاسمية، بينما يمكن أن يصدر السند بأقل من قيمته الاسمية كما في السند الصادر بعلاوة إصدار.
- صاحب السند لا يتحمل خطر المشاركة، وله الأولوية في الحصول على قيمة السند، أما صاحب السهم يتحمل خطر المشاركة، فلا يأخذ شيئاً إلا بعد تصفية السندات وقضاء الديون.

الفرع الثاني: أنواع السندات:

هناك عدة أنواع للسندات وباعتبارات متعددة، أبرزها ما يلي:

1- باعتبار المنفعة العائدة منها:*

أ- **السند العادي ذو الفائدة الثابتة:** هو السند ذو الاستحقاق الثابت الصادر بسعر الإصدار، يتوجب على المكتتب فيه دفع قيمته بتاريخ الاكتتاب، ومدته عادة قصيرة، يعطي لأصحابه الحق في استيفاء فائدة ثابتة محددة المقدار منسوبة إلى قيمته الاسمية، كما يسترد أصحابه قيمته الاسمية في موعد استحقاق ثابت.

ب- **السند المستحق الوفاء بعلاوة إصدار:**** هو السند الذي يصدر بقيمة اسمية أعلى من القيمة الحقيقية التي دفعها المكتتب، وعلى أساس هذه القيمة المرتفعة يتم حساب الفوائد ويتم تداول السند، وبانتهاء مدة السند ترد القيمة الاسمية، وتكون فوائد هذا النوع في الغالب منخفضة.¹

كما أن فوائد هذا النوع من السند لا تُدفع بصفة دورية، وإنما يتم دفعها جملة واحدة في نهاية مدة القرض.

بالإضافة إلى أن بعض هذه السندات لا يحمل سعر فائدة، وتسمى في هذه الحالة بالسندات الصفريّة،² على أن تكون علاوة الإصدار هي بمثابة الفوائد التي يقبضها حاملها من تاريخ شرائه لهذه السندات وحتى موعد استحقاقها.

ج- **السند ذو النصيب:** وهو سند يتم الاكتتاب فيه بقيمته الاسمية، وتستحق عليه الفوائد المشروطة، إلا أنها تكون عادة أقل نسبياً عن مثيلاتها في السوق، وتستخدم الشركات حاصل الفرق بين سعر الفائدة المدفوع والمتاح في تكوين مبلغ يُستخدم في إعطاء جوائز أو مكافآت مالية كبيرة لعدد من السندات يجري خيارها عن طريق السحب الدوري (القرعة).³

* - هذا الاعتبار يذكره بعض الباحثين بصيغة أخرى، هي: أنواع السندات باعتبار حقوق أصحابها، وهذا الاعتبار بالصيغتين، هو الأساس في أنواع السندات.

** - ويسمى أيضاً: سند الخصم، أو: سند بخصم إصدار.

1 - أحمد محمد لطفى أحمد، مرجع سابق، ص 92.

2 - زياد رمضان، مروان شموط، مرجع سابق، ص 230.

3 - أشرف محمد دوابه، نحو سوق مالية إسلامية، مرجع سابق، ص 44.

د- السند ذو الفائدة العائمة أو المتغيرة:* وهو السند الذي يكون بسعر فائدة يتغير دوريا على فترات (كل سنة أو ستة أشهر غالبا) على أساس سعر فائدة أساسي، وسعر إضافي، ويكون السعر الأساسي متغيرا حسب حالة السوق المالية، بينما يكون السعر الإضافي ثابتا بنسبة ربع أو نصف في المائة غالبا.¹

هـ- السند ذو الفائدة المتزايدة: وهو السند الذي يصدر بسعر فائدة غالبا ما تكون منخفضة عن المستوى المتاح في الأسواق المالية، إلا أن السعر يجري تصعيده تدريجيا حتى يصل في تاريخ معين إلى آخر معدل تم تحديده مسبقا لسعر الفائدة، ويصبح السعر منذ ذلك الحين ثابتا.²

2- باعتبار المصدر:

أ- سندات المنظمات الإقليمية: يصدر هذا النوع من السندات من قبل هيئات دولية كالبنك الدولي للإنشاء والتعمير،** ويتم استخدام الأموال المقترضة في تمويل مشاريعها.³

ب- سندات حكومية: هي السندات التي تصدر عن الدولة أو وزارات المالية أو بعض الهيئات ومؤسسات الدولة لغرض تمويل الإنفاق العام أو بهدف مواجهة التضخم.^{***}

ج- سندات الشركات أو الأهلية: هي السندات التي تصدر عن المؤسسات المالية أو الشركات المساهمة العاملة في القطاع الخاص، ومن أمثلتها السندات العادية والسندات المضمونة بعقار.⁴

* - ومن أشكاله ما يسمى بسندات التخل، وهي السندات التي يكون لها فائدة ثابتة، إضافة إلى نسبة محددة من أرباح الشركة، بينما غيرها تكون فائدتها دورية دون مشاركتها في أرباح الشركة، أي أنها سندات ذات فائدة متغيرة تبعا لنتيجة استثمار المؤسسة.

1 - عبد الله بن محمد العمراني، السندات من منظور شرعي، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول: الأسواق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 2007م، ص 8.

2 - محمد شكرى الجميل العدوى، مرجع سابق، ص 278.

** - البنك الدولي للإنشاء والتعمير: هو مؤسسة مالية دولية، تأسست عام 1944م، لترتيب النظام النقدي الدولي بعد انتهاء الحرب العالمية الثانية.

3 - عبد الله بن محمد العمراني، مرجع سابق، ص 9.

*** - سيتم التطرق إلى أنواع هذه السندات لاحقا، أنظر: المطلب الثاني من المبحث الثاني من الفصل الثاني/ الباب الثالث.

4 - زياد رمضان، مروان شموط، مرجع سابق، ص 107.

3- باعتبار طريقة التملك (أو من حيث الشكل أو التداول):

أ- **السند الاسمي:** وهو الذي يسجل اسم صاحبه (اسم الدائن) على السند نفسه وفي سجلات المصدر له،¹ وينتقل بطريقة التسجيل.

ب- **السند لحامله:** يكون السند لحامله عندما يصدر خالياً من اسم المستثمر، حيث يعتبر حامله هو المالك له، وبالتالي لا يوجد في هذه الحالة سجل للملكية لدى جهة الإصدار، وتنتقل ملكية السند بمجرد الاستلام، كما يكون له الحق في الحصول على فائدة السند واستلام قيمته الاسمية عند حلول موعد استحقاق السند.²

4- باعتبار الضمان:

أ- **السندات المضمونة:** هي سندات تتميز بكونها مضمونة بضمان قد يكون شخصياً، كالسندات المضمونة من أحد البنوك أو الحكومة، أو قد يكون عينياً، كالسندات المضمونة برهن رسمي على عقارات وموجودات الشركة.³

فيكون لأصحاب السندات المضمونة بهذا الرهن الأولوية في الحصول على قيمة سنداتهم من قيمة هذه الأموال المرهونة،⁴ إلا أن عائده أقل من أي نوع آخر، ولا يلجأ إليه إلا عند إقراض الشركة بالنقد لتلافي سوء أحوالها المادية.

ب- **السندات غير المضمونة:** هي سندات تحمل نوعاً من المخاطرة، ويتطلب المستثمر فيها عناية أكبر من الأولى، لذا فإن العائد فيها يكون مرتفعاً.⁵

5- باعتبار المدة (أو طول أجلها):

أ- **السندات قصيرة الأجل:** هي السندات التي لا يتجاوز أجلها عاماً واحداً، ويعتبر هذا النوع من السندات أداة تمويل قصيرة الأجل، فيتداول في سوق النقد، ومن الأمثلة عليه سندات الخزينة، وتتمتع السندات

1 - عبد الله بن محمد العمراني، مرجع سابق، ص 10.

2 - زياد رمضان، مروان شموط، مرجع سابق، ص 108 (بتصرف).

3 - أشرف محمد دوابه، نحو سوق مالية إسلامية، مرجع سابق، ص 44-45.

4 - عادل علي المقدادي، الأحكام القانونية التي تنظم صدور السندات وفقاً لقانون الشركات العماني، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول: الأسواق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 2007م، ص 13.

5 - أحمد محمد لطفى أحمد، مرجع سابق، ص 94.

قصيرة الأجل بدرجة عالية من السيولة بسبب انخفاض درجة المخاطرة المرافقة لها، لذا تصدر بمعدلات فائدة منخفضة نسبياً.¹

ب- السندات متوسطة الأجل: هي السندات التي يزيد أجلها عن عام ولا تتجاوز سبعة أعوام، وهذا النوع من السندات يعتبر أداة تمويل متوسطة الأجل، ولذلك تصدر بمعدلات فائدة أعلى من معدلات الفائدة التي تغلها السندات قصيرة الأجل.²

ج- السندات طويلة الأجل: ومدتها من سبع سنوات إلى خمس وعشرين سنة (في الغالب)، ومن الأمثلة عليها السندات العقارية، وكلا النوعين (السندات الطويلة ومتوسطة الأجل) يباع بقيمة ثابتة، ويدفع عليه فائدة دورية طول مدته، ثم يسترد مالكة قيمته الاسمية في نهاية تلك المدة.³

6- باعتبار القابلية للتحويل:

أ- السندات القابلة للتحويل: هي السندات التي يمكن تحويلها إلى أسهم ممتازة، أو أسهم عادية، أو إلى سندات أخرى، خلال فترات زمنية معينة.*

ب- السندات العادية غير قابلة للتحويل: هي السندات التي لا يمكن تحويلها إلى أوراق مالية أخرى، وعادة ما تكون أسعار الفائدة على هذا النوع من السندات أكبر من أسعار الفائدة على السندات القابلة للتحويل لنفس فترة الاستحقاق، وذلك نظراً لفقدانها ميزة التحويل إلى نوع آخر من الأوراق المالية.

7- باعتبار القابلية للاستدعاء أو للإطفاء:

أ- السندات القابلة للاستدعاء: هي السندات التي لا يكون لصاحبها الحق في الاحتفاظ بها لحين انتهاء أجلها، حيث يكون للشركة أو الجهة المصدرة لها الحق في استدعائها قبل تاريخ استحقاقها للقيام بسدادها

¹ - زياد رمضان، مروان شموط، مرجع سابق، ص 108.

² - محمد شكرى الجميل العدوى، مرجع سابق ص 285.

³ - عبد الله بن محمد العمراني، مرجع سابق ص 12.

* - ويتم ذلك حسب القواعد المقررة لزيادة رأس المال، وفق قرار خاص، وغالبا ما يكون حق الأولوية في الاكتتاب في هذا النوع من السندات (التي تُحوّل إلى الأسهم) لمساهمي الشركة، وإذا وافق حامل السندات على تحويل سنداتهم إلى أسهم، فإنه يصبح مساهما في الشركة بقيمة السندات التي كان دائنا بها للشركة.

مبكرا بسعر محدد خلال فترة زمنية محددة، لأي سبب من الأسباب، لاشتراطها ذلك صراحة في عقد الإصدار.¹

وفي حالة استخدام الجهة المصدرة هذا الحق (الاستدعاء) تكون ملزمة بدفع قيمة تفوق القيمة الاسمية للسند، ويُطلق عليها علاوة استدعاء أو تعويض الاستدعاء، كما تشترط الشركة أو الجهة المصدرة على هذا النوع من السندات أن لا يكون للسند مدة محددة، أو تكون مدته طويلة الأجل، وترغب أن تعطي نفسها الفرصة لسداد القرض قبل نهاية مدته.²

ب- السندات غير القابلة للاستدعاء: هي السندات التي يكون لصاحبها الحق في الاحتفاظ بها لحين انتهاء أجلها، ولا يمكن للجهة أو الشركة المصدرة لها استدعاءها للسداد مبكرا لأي سبب من الأسباب.³

8- السندات الدولية:

يُطلق مصطلح السندات الدولية على السندات التي تصدر في بلد ما بعملة أجنبية تختلف عن عملته، ولصالح مقترض أجنبي، وهي بذلك تختلف عن السندات الأجنبية والتي تصدر لصالح مقترض أجنبي ولكن بنفس عملة البلد الذي تصدر فيه.⁴

الفرع الثالث: الحكم الفقهي للسندات:

من خلال تعريف السندات، وبيان أنواعها، ومعرفة خصائصها، يتبين أن حقيقة هذه المعاملة هي القرض، فصاحب السند هو المقرض، والمصدر له هو المقترض، وذلك لأن المصدر للسند يستخدم قيمته ويتصرف فيها خلال مدة السند ويكون ضامنا لها، بحيث يرد لها في المدة المتفق عليها، وهذه حقيقة القرض، إلا أن اشتراط الفائدة الزائدة على قيمة القرض تجعل هذا القرض ربويا.⁵

1 - محمد شكرى الجميل العدوى، مرجع سابق، ص 287.

2 - نفسه.

3 - نفس المرجع، ص 289.

4 - زياد رمضان، مروان شموط، مرجع سابق، ص 112.

5 - عبد الله بن محمد العمراني، مرجع سابق، ص 14.

واتفق الفقهاء على أن القرض المنوط به بفائدة مشروطة يحصل عليها المقرض أنه ربا صريح، لما جاء عن علي، رضي الله تعالى عنه، أن "كل قرض جر نفعاً فهو ربا".¹

وجاء في الإجماع لابن المنذر: "أجمعوا على أن المسلف إذا شرط على المستسلف هدية أو زيادة فأسلف على ذلك أن أخذ الزيادة ربا".

ذلك لأن الشأن في القرض أن لا يطلب عوضه إلا من الله تعالى، لأنه من عقود الإرفاق والإحسان، يبتغي صاحبه به الأجر من الله تعالى، كما ندب إليه الحق سبحانه، قال الله تعالى: "إن تقرضوا الله قرصاً حسناً يضاعفه لكم ويغفر لكم والله شكور حلِيم".²

فالأصل في القرض أن لا يترتب عليه أي فائدة أو شرط، لأنه من باب تفريج الكرب عن المسلمين المترتب عليه أجر كبير كما دلت على ذلك أحاديث كثيرة، كحديث: "من فرج عن مسلم كرباً من كرب الدنيا، فرج الله عنه كرباً من كرب يوم القيامة، والله في عون العبد ما دام العبد في عون أخيه".³

وبناء على ذلك، فإن إصدار السندات بأنواعها محرم شرعاً، ومن ثم يحرم التعامل بها شراءً وتداولاً، لأنها قروض ربوية، وذلك لأن أصحاب السندات يحصلون على فائدة محددة ثابتة، وهذه الفائدة محرمة، لأنها زيادة مشروطة في بدل القرض، تمثل دخلاً للمقرض، ولا يقابلها عوض سوى القرض، وقد تضافرت الأدلة على تحريمها من الكتاب والسنة والإجماع والمعقول.⁴

لهذا كله لم يكن وضع السندات مشكلاً للفقهاء لوضوح أمرها، فاتفقوا على تحريمها، وصدرت في ذلك قرارات مجمعية وفتاوى فردية، ومن أمثلة ذلك:

1- ما جاء في المؤتمر الثاني لمجمع البحوث الإسلامية المنعقد في محرم 1385 هـ/ماي 1965م، ومن أهم قراراته:⁵

1 - أحمد بن عبد العزيز الحداد، مرجع سابق، ص 14.

2 - سورة التغابن، الآية: 17.

3 - أحمد بن عبد العزيز الحداد، مرجع سابق، ص 14.

4 - عبد الله بن محمد العمراني، مرجع سابق، ص 15.

5 - سيد حسن عبد الله، مرجع سابق، ص 42.

- الفائدة على أنواع القروض كلها ربا محرم، لا فرق في ذلك بين ما يسمى بالقرض الاستهلاكي وما يسمى بالقرض الإنتاجي، لأن نصوص الكتاب والسنة في مجموعها قاطعة في تحريم النوعين.

- الإقراض بالربا حرام، لا تبيحه حاجة ولا ضرورة، والاقتراض بالربا محرم كذلك، ولا يرتفع إثمه إلا إذا دعت إليه الضرورة، وكل امرئ متروك لدينه في تقدير ضرورته.

2- قرار المجمع الفقهي الإسلامي الدولي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي المنعقد في دورة مؤتمره السادس بجدة في المملكة العربية السعودية من (17-23) شعبان 1410 هـ/(14-20) مارس 1990م، ومما جاء فيه القرارات التالية:¹

أولاً: أن السندات التي تمثل التزاما بدفع مبلغها مع فائدة منسوبة إليه أو نفع مشروط محرمة شرعا، من حيث الإصدار، أو الشراء، أو التداول، لأنها قروض ربوية، سواء أكانت الجهة المصدرة لها خاصة أو عامة ترتبط بالدولة، ولا أثر لتسميتها شهادات أو صكوكا استثمارية أو ادخارية أو تسمية الفائدة الربوية الملتزم بها ربحا أو ريعا أو عمولة أو عائدا.

ثانياً: تحرم أيضا السندات ذات الكوبون الصفري باعتبارها قروضا يجري بيعها بأقل من قيمتها الاسمية ويستفيد أصحابها من الفروق باعتبارها حسما لهذه السندات.

ثالثاً: كما تحرم أيضا السندات ذات الجوائز باعتبارها قروضا اشترط فيها نفع أو زيادة بالنسبة لمجموع المقرضين، أو لبعضهم لا على التعيين، فضلا عن شبهة القمار.

ولقد أدت السندات باعتبارها (إقراضا) يتضمن شروط الربا المتمثلة في الزيادة المسماة (الفائدة) إلى مساوئ جمة في الحياة الاقتصادية، فاستخدام الأسواق المالية لتمويل القروض الحكومية الضخمة، قد أدى إلى مزاحمة وإبعاد وإضعاف القطاع الخاص، وإلى إضعاف المؤسسات المالية، وقد أدى عجز الدولة عن تسديد الديون عند حلول أجلها إلى اللجوء إلى البنوك الأجنبية ذات الجنسيات المتعددة، وأدى ذلك إلى وصاية للمؤسسات المالية الأجنبية، وتباطؤ المعدلات الحقيقية للنمو في البلدان التي وقعت في هذه الطائفة، وقد تؤدي إلى زيادة التضخم المؤدي إلى خلل اقتصادي مريع.²

1 - مجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، قرار رقم: 60 (11/6) [1] بشأن السندات، مارس/1990م، على الموقع: <http://www.iifa-aifi.org/1813.html> (تاريخ الاطلاع: 2017/11/11م).

2 - محمد محروس، مرجع سابق، ص 14.

المبحث الثاني: التكيف الفقهي لأدوات الاستثمار الآجلة

المطلب الأول: الحكم الفقهي للمعاملات الآجلة الباتة

اجتهد فقهاء الإسلام المعاصرون في بيان حكم العمليات الآجلة الباتة على قولين:

القول الأول: ويرى أن العمليات الآجلة الباتة غير جائزة شرعا.

وذهب إلى هذا الرأي أغلب الفقهاء المعاصرين،* وأهم ما استدلل به أصحاب هذا الرأي ما يلي¹:

- أن هذه العمليات لا يترتب عليها تسليم أي من البديلين في مجلس العقد (أي تسليم المبيع للمشتري أو الثمن للبائع عند إنشاء العقد)، بل يتأخر فيه البدلان (الثمن والمثمن) إلى يوم التصفية المحدد لتنفيذ العقد، ومن ثم فهي تدخل في بيع الكالئ بالكالئ، أي الدين بالدين المنهي عنه شرعا.
- أن هذه العمليات مضافة إلى أجل يتم إنشاؤه في أسواق البيوع الآجلة، ولا تفيد التمليك في الحال، وبالتالي لا تؤدي إلى إحداث آثار العقد وأحكامه التي قررها الشارع في العقود.
- أن هذه العمليات تشمل على بيع الإنسان ما ليس عنده، وهذا لا يجوز شرعا، إما لأنه معدوم أثناء العقد، وإما لأن فيه غررا وجهالة يؤدي إلى النزاع والخصومة.
- أن هذه العمليات تحتوي على بيع الإنسان ما اشتراه قبل قبضة، وقد ذهب الرأي الراجح في الفقه الإسلامي إلى عدم جواز هذا النوع من البيوع مطلقا.
- أن هذه العمليات تنطوي على الربا، لأن تأجيل مركز المضارب إلى تاريخ آخر مقابل دفع مبلغ من المال (أي بدل التأجيل) نظير الزمن يدخل في معنى ربا النسئة المحرم شرعا.

وفضلا عن هذا كله، فإن هذه العمليات حتى وإن كانت واردة أو منصبة على أوراق مالية يجوز التعامل بها شرعا، إلا أنه يدخلها الجهالة من أوسع أبوابها، كما أنها تنطوي على الغش والكذب والتدليس والقمار، وتؤدي إلى الإضرار بأحد المتعاملين، حيث لا يكسب أحدهما الربح إلا على حساب الطرف الآخر.

* - ومنهم: الدكتور علي أحمد السالوس، والدكتور وهبة الزحلي، والدكتور أحمد يوسف سليمان، والدكتور علي القره داغي، والدكتور أحمد يوسف الدريوش، والدكتور الطيب محمد التكنية، والدكتور سمير عبد الحميد رضوان، والدكتور محمد صبري هارون، والدكتور عبد العزيز خليفة القصار، والدكتور خورشيد محمد إقبال. أنظر: محمد شكرى الجميل العدوى، مرجع سابق، ص ص 107-108.

1 - محمد شكرى الجميل العدوى، مرجع سابق، ص ص 129-130.

كما أنها تشتمل على وجود شرط خيار التنازل عن الأجل المخول للمشتري وحده، والذي يستعمله لإيقاف حركة الهبوط في الأسعار، وهذا يعتبر أيضا غير جائز شرعا، لما فيه من المجافاة للعدالة وعدم تحقيق المساواة بين الطرفين (البائع والمشتري).

القول الثاني: ويرى أن العمليات الآجلة الباتة جائزة شرعا،* إذا كانت الأوراق المالية مما يجوز التعامل فيها شرعا، ويملك المشتري المبيع، ويملك البائع الثمن، ويكون ملك المشتري للمبيع بمجرد عقد البيع الصحيح، ولا يتوقف على التقابض، وإن كان للتقابض أثره في الضمان، وفي حالة رغبة أحد المتعاقدين تأجيل موعد التصفية، فيجب أن يكون ذلك مجانا، فإن كان التأجيل في مقابلة زيادة من أحد الطرفين، فإنه لا يجوز، لأنه ربا.¹

ثم استدلت أصحاب هذا الرأي بما يلي:

- أن فقهاء المالكية والحنابلة ذهبوا إلى أنه يجوز أن يشترط تأجيل تسليم العين إلى المدة التي يحددها المتعاقدان.²

ورد الدكتور علي محيي الدين علي القرّة داغي على هذا قائلا: "... ولكن هؤلاء الفقهاء لم يقولوا (حسب علمنا) بجواز اشتراط تأجيل الثمن والمثمن معا، وهذا هو محل النزاع، بل إن المالكية أنفسهم صرحوا بأنه لا يجوز بيع الدين إلا إذا كان الثمن نقدا، وأجازوا للحاجة تأخير رأس مال السلم ثلاثة أيام فقط، أما الحنابلة فقد اشترطوا قبض الثمن في المجلس".³

- الأوراق التي يجري التعامل عليها في العمليات الآجلة الباتة القطعية عبارة عن ديون، لأنها لا تتعين بالتعيين، ولكن تحدد بالجنس، والنوع، كأسهم من شركة معينة.⁴

* - وذهب إلى هذا الرأي: الدكتور محمد عبد الغفار الشريف، والدكتور شعبان محمد إسلام. أنظر: محمد شكرى الجميل العدوى، مرجع سابق، ص 108.

1 - نفس المرجع، ص 108.

2 - نفس المرجع، ص 124.

3 - علي محيي الدين علي القرّة داغي، مرجع سابق، ص 119.

4 - محمد شكرى الجميل العدوى، مرجع سابق، ص 127.

ورد على هذا الدكتور علي محيي الدين علي القرّة داغي قائلاً: "... ثم إننا لا نسلم اعتبار الباحث الأسهم من الديون التي لا تتعين بالتعيين، وإنما التحقيق أنها معتبرة بما تمثله من أصول الشركة، فهي حصص مشاعة من موجودات الشركة ومعتبرة بها ديناً وعينا".¹

- أنه جاء في الموسوعة الفقهية: "ولا يمنع من انتقال الملك في المبيع أو الثمن، كونهما ديوناً ثابتة في الذمة إذا لم يكونا من الأعيان، لأن الديون تملك في الذمم، ولو لم تتعين، فإن التعيين أمر زائد عن أصل الملك، فقد يحصل مقارناً له، وقد يتأخر عنه إلى أن يتم التسليم، كما لو اشترى مقدارا معلوماً من كمية معينة من الأرز، فإن حصته من تلك الكمية لا تتعين إلا بعد التسليم، وكذلك الثمن في الذمة".²

ورداً على هذا، يقول الدكتور علي محيي الدين علي القرّة داغي: "... غير أن كلام الموسوعة في "الدين" الذي هو مقابل للعين، وهو مصطلح فقهي لا يعني التأجيل، وإنما يعني به: ما لا يتعين بالتعيين، ولذلك أوردت الموسوعة مثلاً بعد هذا الكلام مباشرة فقالت: "كما لو اشترى مقدارا معلوماً من كمية معينة من الأرز، فإن حصته من تلك الكمية لا تتعين إلا بعد التسليم، وكذلك الثمن إذا كان ديناً في الذمة"، فليس في الموسوعة أية إشارة إلى جواز عقد يشترط فيه تأجيل الثمن والمثمن إلى وقت التصفية".³

وبعد هذه الردود المذكورة، يقول الدكتور علي محيي الدين علي القرّة داغي: "... لذلك، فالذي نرى رجحانه هو عدم جواز شراء الأسهم وغيرها عن طريق العمليات الباتة القطعية".⁴

ويقول الدكتور محمد شكري الجميل العدوي: "... الرأي الراجح هو الرأي القائل بعدم جواز هذه العمليات شرعاً، وذلك لقوة أدلته وسلامتها من المناقشة، ولأن هذه المعاملات تفتقد كثيراً من شروط صحة العقد".⁵

1 - علي محيي الدين علي القرّة داغي، مرجع سابق، ص ص 119-120.

2 - محمد شكري الجميل العدوي، مرجع سابق، ص ص 127-128.

3 - علي محيي الدين علي القرّة داغي، مرجع سابق، ص 119.

4 - نفس المرجع، ص 120.

5 - محمد شكري الجميل العدوي، مرجع سابق، ص ص 128-129.

كما يقول زكريا سلامة عيسى شطناوي: "... والرأي الراجح في ذلك هو الرأي القائل بالتحريم".¹

ويقول أيضا محمد أحمد الطوابي: "... والرأي الأول (القائل بالتحريم) للأسباب المذكورة فيه".²

المطلب الثاني: الحكم الفقهي للعقود المستقبلية

ذكر الدكتور مبارك بن سلمان بن محمد آل سليمان الأدلة في تحريم العقود المستقبلية على الأسهم، منها:³

- في العقود المستقبلية يتم تأجيل تسليم الثمن والمثمن، وهذا لا يجوز، لأنه من بيع الدين بالدين المجمع على تحريمه.

- لا يملك البائع (في الغالب) الأسهم التي أبرم عليها عقدا مستقبلا، فيكون بائعا لما هو مملوك لغيره، لأن جميع الأسهم مملوكة لجميع المساهمين، وهو ليس واحدا منهم، فيكون ذلك من بيع الأعيان غير المملوكة للبائع، وهو مما لا خلاف بين أهل العلم في عدم جوازه، وهو أيضا داخل دخولا أوليا في النصوص الشرعية الثابتة عن المصطفى، صلى الله عليه وسلم، الدالة على تحريم الإنسان ما لا يملك.

- تنتهي غالب العقود المستقبلية على الأسهم بالتسوية النقدية بين المتعاقدين، وهذا قمار ظاهر إذا كان ذلك مشروطا في العقد، أو في معناه إن كان غير مشروط.

لذلك نص على تحريم العقود المستقبلية على الأسهم البيان الختامي لندوة الأسواق المالية المنعقدة في المغرب، وكذلك الدكتور وهبة الزحيلي، والدكتور علي محيي الدين القره داغي.⁴

أما أدلة تحريم العقود المستقبلية على الأوراق المالية ذات الدخل الثابت نذكر ما يلي:⁵

- الدين الذي تمثله هذه الأوراق من النقود، وإذا بيعت النقود (كما هو الحال في العقود المستقبلية) كان ذلك صرفا لم تتوفر فيه شروطه، وهي الحلول والتقابض والتماثل إذا بيعت بنقود من

1 - زكريا سلامة عيسى شطناوي، مرجع سابق، ص 137.

2 - محمد أحمد حلمي الطوابي، مرجع سابق، ص 26.

3 - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص ص 959-960.

4 - نفس المرجع، ص 960.

5 - نفس المرجع، ص ص 960-961.

جنسها، والحلول والتقابض فقط إذا بيعت بغير جنسها، وهذا مُنتفٍ في العقود المستقبلية على تلك الأوراق، حيث إنها تباع بنقود من جنسها، تقل عن قيمتها الاسمية أو تزيد عليها، مع اشتراط تأجيل التقابض إلى تاريخ لاحق، فكان تحريم العقود المستقبلية على تلك الأوراق مما يُعلم من دين الإسلام بالضرورة.

- غالباً ما يكون البائع في العقود المستقبلية غير مالك للأوراق المالية التي أبرم عليها عقد البيع، فهو يبيع مثلاً سندات على جهة معينة، وهو غير مالك لتلك السندات، أي أنه غير دائن لهذه الجهة بقيمة تلك السندات، فكان بائعاً لما لا يملك، وهو حرام في شرع الله عز وجل.
- فضلاً عن ذلك، فالتقابض (الذي هو مقصود العقود) غير مراد للمتعاقدين، إذ غالباً ما يتم تصفية تلك العقود بالتسوية النقدية بين الطرفين، وهذا يجعل التعاقد بهذا النوع من العقود داخلاً في دائرة القمار والميسر.

وفي تبيان أن العقود المستقبلية لا تدخل في عقود بيع السلم، يقول الدكتور أشرف محمد دوابه: "العقود المستقبلية ليست من قبيل بيع السلم الجائز في الشريعة الإسلامية، فالثمن في هذه العقود لا يدفع في مجلس العقد، وإنما يؤجل موعد التصفية، بينما في بيع السلم يجب أن يدفع الثمن في مجلس العقد عند جمهور الفقهاء أو خلال مدة لا تزيد على ثلاثة أيام عند المالكية، كما أن السلعة المتعاقد عليها تباع في هذه العقود وهي في ذمة البائع الأول، وقبل أن يحوزها المشتري الأول عدة بيوعات، وليس الغرض من ذلك إلا قبض أو دفع فروق أسعار، بينما لا يجوز بيع المبيع في عقد السلم قبل قبضه".¹

ويدعم ذلك ما جاء في الدورة السابعة لمجمع الفقهي الإسلامي الدولي لرابطة العالم الإسلامي لعام 1404هـ/1984م حول سوق الأوراق المالية والبضائع (البورصة)، حيث قرر الآتي:²

"... ليست العقود الآجلة في السوق المالية (البورصة) من قبيل بيع السلم الجائز في الشريعة الإسلامية، وذلك للفرق بينهما من وجهين:

¹ - أشرف محمد دوابه، المشتقات المالية في الرؤية الإسلامية، مرجع سابق، ص 23.

² - مجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لرابطة العالم الإسلامي (العقود الآجلة)، الدورة السابعة حول "سوق الأوراق المالية والبضائع: البورصة"، جانفي/1984م، على الموقع:

- في السوق المالية (البورصة)، لا يدفع الثمن في العقود الآجلة في مجلس العقد، وإنما يؤجل دفع الثمن إلى موعد التصفية، بينما الثمن في بيع السلم يجب أن يدفع في مجلس العقد.
 - في السوق المالية (البورصة) تباع السلعة المتعاقد عليها (وهي في ذمة البائع الأول) وقبل أن يحوزها المشتري الأول عدة بيوعات، وليس الغرض من ذلك إلا قبض أو دفع فروق الأسعار بين البائعين والمشتريين غير الفعليين، مخاطرة منهم على الكسب والربح، كالمقامرة سواء بسواء، بينما لا يجوز بيع المبيع في عقد السلم قبل قبضه".
- ويقول الدكتور علي محيي الدين علي القرّة داغي في حكم العقود المستقبلية على السلع والأوراق المالية المختلفة ما يلي:¹

"... هذا العقد يشترط فيه تأجيل الثمن والمثمن، وحتى النسبة التي تسلم هي في الواقع ضمان لتغطية الخسارة المحتملة في حال تخلف أي منهما عن الوفاء.

ولذلك، فإن هذه العقود وإن كان لها شبه بالسلم من حيث إنها تصف محل البيع وصفا دقيقا، وتحدد لتسليمه موعدا محددا لاحقا، لكن السلم بإجماع الفقهاء لا يجوز تأخير ثمنه عن ثلاثة أيام، بل الجمهور اشترطوا تسليمه في المجلس، والمالكية وحدهم أجازوا تأخيره إلى ثلاثة أيام، فالشريعة الإسلامية لا تجيز التبادل إلا إذا تضمنت الصفقة قبض أحد العوضين على الأقل، ولذلك حكم البيان الختامي لندوة الأسواق المالية بالمغرب بأن هذه العقود باطلة، كما أنه لا يجوز إجراء أي تصرف آخر عليها".

المطلب الثالث: الحكم الفقهي لعقود الخيارات

لقد ذهب مجمع الفقه الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي في دورته السابعة عام 1412هـ/1992م إلى عدم جواز عقود الخيارات، حيث جاء في قراره ما يلي:

"إن المقصود بعقود الاختيارات الاعتياض عن الالتزام ببيع شيء محدد موصوف أو شرائه بسعر محدد خلال فترة زمنية معينة أو في وقت معين، إما مباشرة أو من خلال هيئة ضامنة لحقوق الطرفين، وحكمها الشرعي أن عقود الاختيارات (كما تجري اليوم في الأسواق المالية العالمية) هي عقود مستحدثة لا تنطوي تحت أي عقد من العقود الشرعية المسماة، وبما أن المعقود عليه ليس مالا ولا

¹ - علي محيي الدين علي القرّة داغي، مرجع سابق، ص ص 161-162.

منفعة ولا حقا ماليا يجوز الاعتياض عنه، فإنه عقد غير جائز شرعا، وبما أن هذه العقود لا تجوز ابتداء فلا يجوز تداولها".¹

ويقول الدكتور محمد أشرف دوابه: "المعقود عليه في الخيار ليس مالا ولا منفعة ولا حقا ماليا يجوز الاعتياض عنه، لذا فإنه عقد غير جائز شرعا، كما أن الاتفاق الذي يؤدي إلى الحصول على خيار لقاء ثمن الخيار لا يعتبر عقداً، لأنه يفقد محل العقد المعتبر شرعا، فضلا عن أن العوض الذي يدفع مقابل الخيار هو في الحقيقة شراء التزام في الذمة، والالتزام حق، والحق لا يقبل المعاوضة، وبالتالي يعتبر أكلا للمال بالباطل، لأنه لم يدفع لتحقيق أو توثيق الشراء، بل هو ثمن للخيار، ولذا لم يعتبر جزءا من ثمن البيع".²

ثم يضيف: "عقد الخيار يختلف عن الخيار الشرعي، حيث إن عقد الخيار عقد مستقل عن عقد البيع، ومحلله حق لمشتريه والتزام على بائعه، وليس معاوضة على سلعة معينة، بينما الخيار الشرعي ليس له وجود مستقل، فهو يتعلق بعقد البيع، ومحلله سلعة معينة.

أيضا عقد الخيار يختلف عن بيع العربون الذي أجازته الإمام أحمد خلافا للجمهور، فالعربون جزء من ثمن سلعة، أما علاوة الخيار فهي حق أو التزام".³

ثم انتهى إلى الخلاصة قائلا: "والخلاصة أن عقود المشتقات ما هي إلا مضيعة للوقت، لكونها مقامرة على وقائع مغيبية، يخسر فيها طرف ويكسب فيها آخر، ولا يحدث فيها تسليم ولا قبض للسلع ولا دفع للثمن، وإنما تسوية عند التصفية لفروق يدفعها الخاسرون ويربحها الرابحون عن طريق لجنة التسوية بالبورصة، ومن ثم فقد أوجب الإسلام حرمتها".⁴

ويقول الدكتور علي محيي الدين علي القرة داغي في عقود الخيارات ما يلي: "... إن الاختيارات بصورتها الحالية لا ينطبق عليها ما هو مطلوب شرعا من وجود المعقود عليه وجودا حقيقيا أو موصوفا في الذمة، ثم إن محل العقد في الاختيارات هو حق محض منفصل عن الأسهم أو الأوراق

1 - مجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي (الاختيارات)، قرار رقم: 63 (1/7) [1] بشأن الأسواق المالية، ماي/1992م، على الموقع: <http://www.iifa-aifi.org/1845.html> (تاريخ الاطلاع: 2017/9/27م).

2 - أشرف محمد دوابه، المشتقات المالية في الرؤية الإسلامية، مرجع سابق، ص ص 23-24.

3 - نفس المرجع، ص 24.

4 - نفسه.

المالية التي يعطى على أساسها حق الاختيار، ولذلك أجازت السوق بيع الخيار وحده، بل هذا التداول هو الأكثر في الاختيارات، ومثل هذا لا يجوز أن يكون معقودا عليه في الفقه الإسلامي، كما أن هذه الاختيارات تقوم من حيث الغالب على المخاطرة والحظ والمقامرة، والربح على حساب الآخر، بحيث يكون ربح أحدهما على حساب خسارة الآخر، فمثل هذا يدخل في الميسر المحرم، وفي أكل أموال الناس بالباطل".¹

ثم يبين الاختلافات الموجودة بين الخيار الشرعي وخيارات السوق الراضجة في الأسواق المالية، وهي اختلافات جوهرية شكلا ومضمونا كما يلي:²

- الخيار السوقي عقد مستقل عن عقد البيع، حيث تتضمن الصيغة انفصال البيع عن الخيار، فيكون للخيار ثمن، وللسلعة أو السهم ثمن، فهو عقد منفصل مستقل، يشتري فيه المستثمر حقا يخوله البيع أو الشراء، بينما الخيار في الفقه الإسلامي، هو مجرد حق الفسخ بسبب مقتضى إرادي مشروط، أو بسبب آخر أثبته الشرع، فهو إذن ملحق وتبع للبيع نفسه، وليس حقا مستقلا، كما أنه ليس له ثمن، ولا يجوز بيعه إطلاقا عند الفقهاء.
- أن محل العقد في الخيار الشرعي موجود متحقق، بينما المحل في الاختيار السوقي مجرد حق وليس الأسهم أو السلعة، لأن للأسهم أو السلعة عقدا آخر هو عقد بيع وليس حقا، إضافة إلى ما فيه من أمور مستقبلية.
- الأغلب أن يبيع الخيار السوقي من لا يملك السلعة أو الأسهم التي تكون ملكا لآخر، بينما الخيار الشرعي تبع للعقد الذي تم ومتعلق به.
- الخيارات السوقية يمكن أن تصل إلى سنوات في مدتها، بينما في خيار الشرط الشرعي محدد بفترة محددة.*

1 - علي محيي الدين علي القرّة داغي، مرجع سابق، ص 150.

2 - نفس المرجع، ص 151.

* - حيث حددها الجمهور بثلاثة أيام، وآخرون بأكثر من ذلك.

المبحث الثالث: أسواق الأوراق المالية المعاصرة .. من مصدر للتمويل إلى مصدر للأزمات (حالة الأزمة المالية العالمية لعام 2008م)

الأصل في أسواق الأوراق المالية أنها مصدر هام للتمويل نتيجة الخصائص الهامة التي تتمتع بها، فهي سوق تجمع بين المدخرين أصحاب الفائض المالي والمستثمرين أصحاب العجز المالي في آن واحد وتوفر نتيجة لذلك للمشاريع والمستثمرين احتياجاتهم التمويلية.

إلا أن أسواق الأوراق المالية في إطار النظام الليبرالي قد تفعل العكس، حيث تسهم في نشوب الأزمات المالية، مثل ما حصل في أواخر العام 2008م، وتصبح بذلك أسواق الأوراق المالية تعمل العمل العكسي، فعوضاً أن تكون مصدراً للتمويل وتُساهم في زيادة النمو الاقتصادي أضحت مصدراً خطراً لنشوب الأزمات المالية ومن ثم الأزمات الاقتصادية.

المطلب الأول: الأزمات المالية وأنواعها

الفرع الأول: مفهوم الأزمة المالية

عندما يكون الاقتصاد في حالة التوازن، فإن العرض الكلي من السلع (الدخل الوطني + الواردات) يساوي الطلب الكلي عليها (الطلب الداخلي + الصادرات)¹، وإذا اختلف هذا التوازن، فإن الاقتصاد يكون قد وقع في حالة أزمة اقتصادية، والتي تترتب في العادة في إطار النظام الليبرالي عن وقوع أزمة مالية.

وتعددت مفاهيم الأزمة المالية بتعدد اتجاهاتها، إلا أن من المفاهيم المبسطة لمصطلح الأزمة المالية هي أنها: "حدث مفاجئ، غير متوقع، له نتائج سلبية، حيث يرتبط به حدوث خسائر في الموارد البشرية والأموال والموارد والثروات الخاصة بالنظام موضوع الأزمة"².

¹- Jean – Louis Mucchielli, Thierry Mayer, **Économie Internationale**. Normandie Roto Impression, France, 2005, p 65.

² - زكريا سلامة عيسى شطناوي، مرجع سابق، ص 161.

وبتعبير آخر، الأزمة المالية هي: "اضطراب حاد ومفاجئ في بعض التوازنات الاقتصادية، يتبعه انهيار في عدد من المؤسسات المالية، تمتد آثاره إلى القطاعات الأخرى"¹. وبالتالي، فإن مفهوم الأزمة المالية هو تذبذب يتصف بالآتي:

- يتعلق بسعر أصل مالي، كأسعار الأوراق المالية أو معدل الصرف.
- يحدث بشكل مفاجئ، على أن عنصر المفاجأة يكون في توقيت انفجار الأزمة ولا يُشترط في الأزمة ذاتها، فقد تكون الأزمة تراكمية، من خلال كونها نتاج تسلسل تراكمات ومسببات أدت إلى انفجارها، كما قد تكون الأزمة حديثة باعتبارها وليدة حدث مفاجئ، كما في الكوارث ونحوها.
- يؤثر كلياً أو جزئياً على مجمل المتغيرات المالية.

فإذا انهارت قيمة أصول ما فجأة، فإن ذلك قد يعني إفلاس المؤسسات أو انهيار قيمتها، كذلك إذا حصل انهيار مفاجئ في سوق الأسهم، أو في قيمة عملة دولة ما، أو في سوق العقارات، أو في مجموعة من المؤسسات المالية، فإن الأثر سيمتد بعد ذلك إلى باقي الاقتصاد.

مع الإشارة إلى أن الأزمات الاقتصادية الكبرى في نظام العولمة تنتقل بشكل سريع من سوق مالية إلى أخرى وذلك بالنظر إلى الترابط الهيكلي فيما بينها جميعاً.

الفرع الثاني: أنواع الأزمات المالية

تختلف الأزمات المالية، من حيث الأهمية، والتنوع، وسرعة انتقال الأثر في كل مفاصل دوائر الأزمة، وكذلك صعوبة المعالجة، لذلك يتم تقسيم الأزمات المالية إلى عدة أنواع، أهمها ما يلي:

1- الأزمة المصرفية:

تحدث هذه الأزمة عندما يقوم البنك بإقراض معظم الودائع لديه أو تشغيلها ويحتفظ بنسبة بسيطة لمواجهة طلبات السحب اليومي، ومن ثم فإنه لن يستطيع بطبيعة الحال الاستجابة لطلبات المودعين إذا ما تخطت تلك النسبة المحتفظ بها، وبذلك يحدث ما يسمى بأزمة سيولة لدى البنك، وإذا حدثت مشكلة

1 - نزهان محمد سهور، أسواق الأوراق المالية في ظل تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 26، العدد 2، 2010م، ص 659.

من هذا النوع وامتدت إلى بنوك أخرى، فتسمى في هذه الحالة أزمة مصرفية Systematic Banking Crisis، وربما تُرغم الحكومة (كمُسعف) على التدخل للحد منها بتقديم دعم مالي واسع النطاق للبنوك.

أما عندما يحدث العكس، أي تتوافر الودائع لدى البنوك، وترفض تلك البنوك منح القروض خوفاً من عدم قدرتها على الوفاء بطلبات السحب، تحدث أزمة في الإقراض، وهو ما يسمى بأزمة الائتمان Credit Crunch، وقد حدث في التاريخ المالي للبنوك العديد من حالات التعثر المالي، مثل ما حدث في إنجلترا لبنك Gurney & Over end، وما حدث في الولايات المتحدة عندما انهار بنك الولايات المتحدة Bank of United States في عام 1931م وبنك Bear Stearns¹.

2- أزمة العملة:*

تحدث عندما تتغير أسعار الصرف بسرعة بالغة بشكل يؤثر في قدرة العملة على أداء مهمتها كوسيط للتبادل أو مخزن للقيمة، لذلك تسمى هذه الأزمة أيضاً بأزمة ميزان المدفوعات Balance of Payments Crisis، وتحدث تلك الأزمات عند اتخاذ السلطات النقدية قراراً بخفض سعر العملة نتيجة عمليات المضاربة،** أو أنها تُرغم البنك المركزي على الدفاع عن العملة ببيع مقادير ضخمة من احتياطياته، أو رفع سعر الفائدة بنسبة كبيرة، ومن ثم تحدث أزمة عملة.

إلا أن بعض تلك الأزمات لها أثر محدود في القطاع غير المالي، أما بعضها الآخر فيؤدي دوراً أساسياً في تباطؤ النمو الاقتصادي وحدوث الانكماش، بل قد يصل إلى درجة الكساد.

3- أزمة الديون:

تحدث أزمة الديون عندما يتوقف المقرض عن السداد، أو عندما يعتقد المقرضون أن التوقف عن السداد ممكن الحدوث، ومن ثم يتوقفون عن تقديم قروض جديدة، ويحاولون تصفية القروض القائمة.

1 - نفسه.

* - وتسمى أيضاً: أزمة سعر الصرف، أو: أزمة النقد الأجنبي.

** - وهو شبيه بما حدث في تايلاند، وكان السبب المباشر في اندلاع الأزمة المالية في جنوب شرق آسيا عام 1997م.

4- أزمة أسواق المال:

الأزمات المالية، تعني انقطاعات عميقة في أداء ووظائف الأسواق المالية، وقد تميزت بهبوط حاد في أسعار الأصول بسبب انهيار العديد من الشركات المالية وغير المالية.¹

وتحدث العديد من الأزمات في أسواق المال نتيجة ما يعرف اقتصاديا بظاهرة الفقاعة، حيث تتكون عندما يرتفع سعر الأصول بشكل يتجاوز قيمته العادلة على نحو ارتفاع غير مبرر، وهو ما يحدث عندما يكون الهدف من شراء الأصل هو الربح الناتج عن ارتفاع سعره وليس بسبب قدرة هذا الأصل على توليد الدخل.

المطلب الثاني: وصف عام للأزمة المالية لعام 2008م

لقد بدأت بذور الأزمة تبرز للوجود منذ عام 2002م، حيث اتبعت الحكومة الأمريكية شعارا "لكل مواطن سكن"، ولتحقيق هذا الهدف قامت بتخفيض معدلات الفائدة بشكل كبير، الأمر الذي أدى إلى تهافت البنوك في تمويل العملاء، حيث توسعت البنوك في منح القروض العقارية، وازدادت حدة المنافسة فيما بينها لاجتذاب المقترضين من خلال تسهيل وتبسيط إجراءات وشروط الحصول على القروض العقارية.*

وفعلا أدى ذلك إلى توسع كبير في الائتمان العقاري، وزيادة عدد المقترضين، وظهور حراك غير مسبوق في سوق العقارات الأمريكية خلال الفترة ما بين (2001-2007م) تجسد في ارتفاع أسعار المنازل وظهور المضاربات المفرطة في الأسواق.²

ويسيطر على سوق التمويل العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية المؤسسات المالية الثلاثة (Fannie Mae, Freddie Mac, Gennie Mae) حيث تحظى بدعم من الحكومة الفيدرالية، وتقدر حصتها السوقية بنحو 45%.³

¹ - Frederic Mishkin et autres, Op – Cit, p 233.

* - شجعت البنوك على الاقتراض (إلى جانب معدلات الفائدة المنخفضة) من خلال تسهيلات أخرى: مساهمات أولية منخفضة، آجال طويلة لتسديد القرض تصل إلى 45 سنة، وزيادة فترة السماح للقروض (ثلاثة أعوام).

² - سميح مسعود، الأزمة المالية العالمية: نهاية الليبرالية المتوحشة. ط 1، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، 2010م، ص 35.

³ - عبد القادر بلطاس، تداعيات الأزمات المالية العالمية: أزمة Sub-Prime. ليجوند، 2009م، ص 34.

وفي نشاطها الإقراضي، لم تلتزم البنوك الممولة للعقارات بمعايير الجودة الائتمانية، واكتفت بتأمين القروض عند شركات التأمين، فضلا على أن المنازل الممولة تبقى مرهونة لديها.

وما زاد الأمور تعقيدا، أنه بموجب الرهن الأول، يمكن للمقترض الحصول على قرض آخر على أساس إمكانية إعادة رهنه مرة ثانية بعد تقويمه من طرف البنك الممول بسعر أعلى باعتبار سوق العقار في الولايات المتحدة وفي تلك الفترة بالذات سوقا نشطا (الأسعار تتجه إلى الارتفاع)، ويُطلق على هذه القروض عندئذ بالقروض العقارية من الدرجة الثانية أو المعروفة باسم Sub-Prime*.

هذا إلى جانب سماح هيئة الأوراق المالية الأمريكية لبنوك الاستثمار بزيادة نسبة الدين إلى رأس المال من 12 ضعفا إلى أكثر من 30 ضعفا.¹

ونتح عن ذلك كله أن تراكمت قروض الرهن العقاري وبلغت مستويات غير مألوفة، ويرجع هذا إلى التماذي في تقديم القروض لتمويل شراء العقارات بما فيها المرتفعة المخاطر، إلى جانب ذلك نشبت أزمة القروض العقارية من الدرجة الثانية المعروفة باسم Sub-Prime عام 2007م،² وقد تطورت تلك الأزمة وأدت إلى انهيار Wall Street في النصف الثاني من عام 2008م.³

حيث تشير الإحصائيات إلى حدوث زيادة في قروض الرهن العقاري بلغت نحو 10.5 تريليون دولار، أي ما يعادل نحو 71% من إجمالي الناتج المحلي للولايات المتحدة الأمريكية في عام 2007م.⁴ والواقع أن البنوك ومؤسسات التمويل العقاري لم تكتفي بهذا، بل استحدثت آلية أو طريقة تُمكنها من مواصلة ورفع نشاطها التجاري أو الإقراضي، وهي عملية التوريق.

* - ظاهرة القروض الرهنية من الدرجة الثانية برزت إلى الوجود في الولايات المتحدة بالتحديد، ولم يُعرف لها أي تطبيق في دول أخرى، فإلى غاية عام 2001م لم يكن هذا النمط معروفا خارج الولايات المتحدة، وعلى إثرها أخذت القروض العقارية قفزة نوعية ما بين 2001 و2006م إذ ارتفعت قيمتها من 94 مليار دولار إلى ما يقارب 700 مليار دولار، أي أن الزيادة قدرت بحوالي 7 مرات.

1 - سميح مسعود، مرجع سابق، ص 38.

2- Céline Choulet, Laurent Quignon, **Les Banques Américaines Après La Crise Financière: Adaptations Sous Contraintes**, Revue d'Économie Financière, N° 105, Association d'Économie Financière, Paris, mars 2012, p 135.

3- **Report: The 2008 Financial Crisis: A Wake-up Call for Enterprise Risk Management**, Risk and Insurance Management Society, New York, 2009, p 3.

4 - سميح مسعود، مرجع سابق، ص 36.

والتوريق هي عملية مالية بحتة، تبدأ بقيام بنك ما بمنح قروض إلى الخواص سواء كان ذلك في إطار شراء سكن أو بطاقات ائتمان أو شراء سيارات ... بعدها يقوم نفس البنك بجمع هذه القروض في شكل محفظة مالية وبيعها لمؤسسات مختصة في التوريق، وبذلك يتم تحويل القروض البنكية غير القابلة للسيولة في الحين إلى أوراق مالية تباع وتشتري في السوق المالية.

مع الإشارة إلى أن التوريق المالي حسب الطريقة الحديثة تمر بتعقيدات كبيرة، الأمر الذي يجعل المستثمرين في هذه الأوراق المالية غير واعين بالمخاطر التي تنطوي عليها.¹

وفي كل الأحوال، فإن عملية التوريق تسمح للبنك بتحويل مخاطر المحفظة العقارية إلى طرف ثالث وإخراج القروض المعنية من الموجودات المالية للبنك، مع البقاء على إدارة هذه القروض مقابل عمولة يُتفق عليها مع شركات التوريق، وبهذه الطريقة يتمكن البنك من رفع قدرته المالية في منح قروض عقارية جديدة ومواصلة نشاطه الإقراضي سعياً وراء تحقيق الربح السريع.

وفي غالب الأحيان، تبين أن جزءاً من هذه الأوراق المالية يتضمن قروضا عقارية من الدرجة الثانية المشكوك في سلامتها والتي تُعرَف بالقروض المسمومة.

وتشير إحصائيات إلى أن 90% من هذه القروض المسمومة قد تم تحويلها إلى أوراق مالية ثم بيعها في الأسواق المالية العالمية من طرف بنوك الاستثمار والوسطاء الماليين.²

ومن جهة أخرى، انتشرت المضاربة في الأوراق المالية المستندة على أصول مختلفة في أسواق المشتقات المالية،* والواقع أن تلك المشتقات المبنية على قروض عقارية مرتفعة الخطورة، وسرعان ما تشتريها البنوك التجارية وبنوك الاستثمار على المستوى العالمي، دونما معرفة بحيثيات تلك القروض العقارية موضوع السندات، ومن دون تقييم أيضاً لدرجة مخاطر السندات التي بحوزتهم، والاعتماد على

1 - عبد القادر بلطاس، مرجع سابق، ص ص 41-42.

2 - نفس المرجع، ص 32.

* - ومثالها: (1) سندات دين مضمونة بالعقار: هذه الأوراق تمثل قروضا عقارية من الدرجة الأولى، عندما تكون المرهونات في شكل سكنات عائلية، فيُطلق عليها اسم (Mortgage Backed Securities (MBS)، أما إذا كانت المرهونات المقدمة هي عبارة عن مباني لمؤسسات (مكاتب، محلات تجارية ...)، فإن ذلك يسمى (Commercial Backed Securities (CBS، (2) سندات دين مضمونة بضمانات إضافية، أي سندات دين مضمونة بالقروض المضمونة بالعقارات (Collateralized Debt Obligations (CDO): هذه الأوراق تمثل محافظ مكونة من ديون مصرفية أو أدوات مالية قابلة للتفاوض في السوق (السندات، أدوات أخرى ...)، (3) سندات دين مضمونة بالأصول (Asset Backed Securities (ABS): هذه الأوراق تكون ناتجة عن القروض الممنوحة في إطار الاستهلاك، بطاقة الائتمان، قروض أخرى ...

تقييم وكالات التصنيف الائتماني، مثل: Moody's، Fitch، Standard and Poors، التي منحت تصنيفات عالية مضللة وغير صحيحة لتلك السندات وبيّنت أنها منخفضة المخاطر ومأمونة.¹

وتشكلت تلك المشتقات أساساً من حزم قروض توزعت في كل الأسواق العالمية، وانتقلت من مستثمر إلى آخر، ومن مؤسسة مالية إلى أخرى، وجعلت حجم الديون المرهّن عليها هي أضعاف حجم الرهن الحقيقي.

ففي الولايات المتحدة، بلغ حجم الديون المرهّن عليها (حسب بيانات ناسداك المعلنة) في سوق المشتقات نحو 62 تريليون دولار في نهاية عام 2007م، في وقت لم يتجاوز فيه حجم ديون الرهن العقاري نحو 10.5 تريليون دولار، كما بلغت كل هذه المشتقات في العالم غداة انفجار فقاعة الرهون العقارية الأمريكية في عام 2007م حسب تقديرات بنك التسويات الدولي (BIS) نحو 596 تريليون دولار، أي أكثر من ضعفي ونصف ما كانت عليه في عام 2004م، ونحو عشرة أضعاف ما ينتجه العالم كله من السلع والخدمات.²

ولا شك أن التعرض المفرط في المشتقات الائتمانية يؤدي بدرجة أكبر إلى عدم الاستقرار.³

كما أن صناديق التحوط قد لعبت دوراً كبيراً يتخطى كل التوقعات في مشتقات الائتمان، أي تحويل قروض الرهن العقاري في الولايات المتحدة إلى سندات للتداول في الأسواق المالية، ومُنبت الكثير من تلك الصناديق بخسائر كبيرة في المضاربات، وأعلنت إفلاسها بعد نزوب فرصها الائتمانية، وساهمت بنشاطها في تفجير الأزمة المالية العالمية.⁴

وتعددت الأمور نوعاً ما في الفترة ما بين (2004-2006م)، عندما قرر البنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي رفع معدلات الفائدة من 1% إلى 5.25% وذلك خوفاً من الزيادة في معدلات التضخم، هذا الارتفاع في معدلات الفائدة كان بمثابة زلزال بالنسبة للبنوك التي أقدمت على منح قروض

¹ - سميح مسعود، مرجع سابق، ص 39.

² - نفس المرجع، ص 40، ص ص 67-68.

³ - Mark J. Roe, *Les Marchés de Produits Dérivés et la Loi Américaine Sur Les Faillites*, Revue d'Économie Financière, N° 105, Association d'Économie Financière, Paris, mars 2012, p 234.

⁴ - سميح مسعود، مرجع سابق، ص 73.

من الدرجة الثانية، حيث أن المستفيدين من هذه القروض وجدوا أنفسهم غير قادرين على تسديد الأقساط الشهرية لأنهم يُعتبرون من ذوي الدخل الضعيف،* ومنذ ذلك الحين بدأت البنوك المقرضة تسترجع العقارات التي قامت بتمويلها وتقديمها للسوق بغرض بيعها واسترجاع المبالغ المقرضة من الزبائن المفلسين.

غير أن وضعية السوق لم تكن تسمح بذلك، فالعرض من العقارات كان قد ازداد بوتيرة سريعة في مقابل انخفاض في الطلب بسبب تشبع السوق العقاري، وأدى ذلك إلى انخفاض في أسعار العقارات بدرجة كبيرة، وانتقلت الأزمة على إثر ذلك إلى قطاع التأمين** وإلى القطاع المالي والمصرفي،*** وهذا ما أدى إلى نشوب الأزمة المالية.

ولأن هذه العقارات كانت قد حُوّلت إلى أوراق مالية تباع وتشتري في البورصات العالمية، فما أن انتشر الخبر حتى عمت الكارثة في جميع أسواق العالم.****

وتجدر الإشارة إلى أنه مع تفاقم الأزمة المالية زادت صناديق التحوط من حدة مضارباتها بالبيع على المكشوف، حيث تؤكد تقارير كثيرة على أن البيع على المكشوف الذي استخدمته صناديق التحوط هو المسؤول عن انهيار Wall Street¹.

* - زادت حالات توقف المقترضين عن الدفع، وبلغ حجم القروض المتعثرة للأفراد فقط نحو 100 مليار دولار.

** - وتلاحقت الأحداث المأساوية مع تطورات أخرى خطيرة، أجبرت الحكومة الأمريكية على التدخل بشكل استثنائي وغير مسبوق لإنقاذ أكبر مجموعة تأمين في العالم مجموعة "AIG" المهددة بالإفلاس بمنحها 85 مليار دولار مقابل امتلاك حصة منها تبلغ 9.79% من رأس مالها، لأنها عجزت عن تسديد 14 مليار دولار تمثل قروضا كانت قد ضمنتها للبنوك الاستثمارية ومؤسسات التمويل العقاري، مما زاد من تفاقم الأزمة لتشمل كافة هذه المؤسسات لارتباطها المحكم مع بعضها البعض من خلال صفقات مقايضة الديون.

*** - حيث تم إفلاس عدد من بنوك ومؤسسات الإقراض الأمريكية، من بينها البنك العقاري الشهير New Century Financial الذي كان صندوق التحوط الكبير Greenlight Capital أحد أهم المساهمين فيه، كذلك انهيار بنك Lehman Brothers رابع أكبر بنك استثماري أمريكي، عُرف بصموده لأكثر من قرن ونصف في وجه العديد من الأزمات المالية التي واجهتها الولايات المتحدة الأمريكية من قبل، بالإضافة إلى ظهور بوانر انهيار وإفلاس أكبر المؤسسات المختصة بإعادة تمويل التسليفات العقارية في الولايات المتحدة الأمريكية (Freddie Mac, Fannie Mae)، حيث أشرفت السيولة لديهما على النفاذ.

**** - ومن ذلك: انهيار خامس أهم مؤسسة مصرفية بريطانية في قطاع الإقراض العقاري، وهي مؤسسة Northern Rock وتم تأميمها منعا لإشهار إفلاسها، وهي المرة الأولى منذ سبعينيات القرن الماضي الذي يتم فيه تأمين شركة بريطانية، كما جمد بنك BNB Baripas وهو من البنوك الفرنسية الكبرى استثمارات عقارية قيمتها 2.3 مليار دولار، وتراجعت القيمة السوقية لكل البورصات العالمية وفقا لبيانات Bloomberg بمقدار 29 تريليون دولار.

1 - نفس المرجع، ص 71.

لذلك هاجمت جهات قضائية كثيرة صناديق التحوط وشبهتها بعصابات اللصوص التي تسرق أسواق المدن المنكوبة في وقت الزلازل والإعصار.¹

المطلب الثالث: آثار الأزمة لعام 2008م

بشكل عام، كان من آثار ونتائج الأزمة المالية لعام 2008م ما يلي:²

- نتجت الأزمة المالية وولدت في الولايات المتحدة، ثم انتقلت إلى باقي دول العالم.
- انهيار وفشل المنظومة المصرفية العالمية.
- غياب الثقة بين المؤسسات البنكية والمالية.
- تأثر وظائف وأدوار الأسواق النقدية والبورصات.
- رجوع وعودة الدولة إلى الميدان الاقتصادي والمالي.
- ظهور آثار الركود الاقتصادي.
- حشد مبالغ هائلة من أجل إنقاذ ومساعدة القطاع المصرفي.

كما أدت الأزمة المالية لعام 2008م في بلدان كثيرة إلى مزيد من التدهور في قطاع الإسكان والأسواق المالية وانخفاض اقتصادي عالمي.³

ومع ذلك ربما لا يمكن حصر آثار الأزمة المالية لعام 2008م بشكل كامل، ذلك أنها متعددة جدا وتمس مجالات مختلفة، كما أن جزءا كبيرا من تلك الآثار تبقى بعيدة المدى، لذلك سوف نقتصر على بعض الآثار البارزة للأزمة وقت حدوثها أو خلال سنواتها الأولى، والتي يمكن تلخيصها على النحو التالي:

¹ - نفس المرجع، ص 72.

² - Salah Mouhoubi, **La Crise Financière Mondiale : La Face Cachée**. ENAG Éditions, Algérie, 2010, p p 117-128.

³ - **Economic Report on Africa 2009**, Economic Commission for Africa ,Addis Ababa (Ethiopia), 2009, p 1.

1- أثرها على البنوك وشركات التأمين:

ويعتبر الأثر الأهم والأبرز، باعتبار البنوك هي شريان اقتصاد الدول ومصدر تمويله، بل إن الآثار الأخرى المترتبة عن الأزمة انبثقت من هذا الأثر، وكانت حصيلة آثار الأزمة على البنوك ثقيلة جدا، ومن ذلك:¹

خسرت شركة ميريل لينش الاستثمارية الأمريكية 14.1 مليار دولار في الربع الأخير من العام 2007م بمعدل خسارة للسهم الواحد 12.1 دولار من جراء رهانات في قطاع الرهون العقارية عالية المخاطر، وبلغت خسائرها المرتبطة بالرهون العقارية في العام 2007م مبلغ 23 مليار دولار، وهي أكبر خسارة في تاريخ الشركة.

كما أعلن بنك ليمان براذرز (رابع أكبر بنك بالولايات المتحدة) إفلاسه، حيث انخفضت قيمة أسهمه بنسبة 94% منذ بداية العام 2008م حتى إفلاسه في 15 سبتمبر 2008م، ووصلت خسائره إلى مليارات الدولارات بسبب استثماراته في سوق الرهن العقاري.

وسجلت مجموعة فاني ماي الأمريكية للتمويل العقاري خسائر قياسية خلال الربع الثالث من العام 2008م بلغت 29 مليار دولار بما يعادل 13 دولارا لكل سهم، وذلك بعد أن شطبت أصولا بقيمة 21 مليار دولار من محفظة أصولها في ظل انهيار سوق الائتمان الأمريكية.

أما مجموعة سيتي جروب المصرفية (أكبر بنك في الولايات المتحدة من حيث الأصول) كشفت عن تكبدها خسائر في الربع الأول من العام 2008م بلغت 5.11 مليار دولار بما يعادل 02.1 دولار للسهم، وتراجعت إيراداتها بنسبة 48% لتبلغ 13.22 مليار دولار.

وارتفعت حصيلة البنوك الأمريكية المنهارة في العام 2008م إلى 19 بنكا، وتم في نهاية شهر مارس 2010م الإعلان عن إفلاس 37 بنكا، وبلغ بهذا العدد الإجمالي للبنوك التي أعلنت إفلاسها وأغلقت أبوابها إلى غاية ذلك التاريخ 227 بنكا.

ولم تتوقف سلسلة الإفلاسات والانهيارات على قطاع البنوك، بل طالت أيضا قطاع التأمين، حيث ضعفت وانهارت المراكز المالية لشركات التأمين التي توفر غطاء لمخاطر الائتمان.

1 - أنظر: أشرف محمد دوابه، الأزمة المالية العالمية: رؤية إسلامية. ط 1، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، القاهرة، 2009م، ص ص 55-56، ص 59. سميح مسعود، مرجع سابق، ص 47، ص 49، ص 56. عبد القادر بلطاس، مرجع سابق، ص 65.

فمثلا أجبرت التطورات الخطيرة الحكومة الأمريكية على التدخل بشكل استثنائي وغير مسبوق لإنقاذ أكبر مجموعة تأمين في العالم مجموعة "AIG" المهددة بالإفلاس بمنحها 85 مليار دولار مقابل امتلاك حصة منها تبلغ 9.79% من رأس مالها، لأنها عجزت عن تسديد 14 مليار دولار تمثل قروضا كانت قد ضمننتها للبنوك الاستثمارية ومؤسسات التمويل العقاري، مما زاد من تفاقم الأزمة لتشمل كافة هذه المؤسسات لارتباطها المحكم مع بعضها البعض من خلال صفقات مقايضة الديون.

وتبعت الولايات المتحدة الأمريكية في مجال عمليات الإنقاذ العديد من دول منطقة اليورو على خلفية الأحداث المالية التي شهدتها، حيث قامت بضخ الملايير من اليورو والعملات الوطنية لعل ذلك يجدي نفعاً، وفي مقدمة ذلك ألمانيا وفرنسا، حيث تم فيها اعتماد برامج ضخمت نحو 1.6 تريليون دولار لدعم البنوك والمؤسسات الأوروبية المتضررة، إلا أنه تبين أن احتياجات البنوك في أوروبا فاقت 4 تريليون دولار.

فضلا عن ذلك، قامت عدة دول أوروبية وأمريكية سواء بتأميم أو إعادة الرسملة للبنوك المتعثرة، كما لجأت أغلب البنوك المركزية إلى التخفيض في معدلات الفائدة بنسب كبيرة.

2- أثارها على الأسواق المالية:

أثر الأزمة على الأسواق المالية كان كبيرا جدا، على اعتبار أن نشاط بنوك الاستثمار ومؤسسات التوريق وعقود المشتقات وغيرها من الأطراف المتعلقة بالأزمة كانت تمارس نشاطاتها من خلال الأسواق المالية، ومن هذه الآثار نذكر ما يلي:¹

كانت البداية من السوق المالية الأمريكية، حيث تعرضت لهزة كبيرة وتقلبات عاصفة، حتى إنه لم ينته شهر سبتمبر 2008م حتى تدهورت بورصة نيويورك، وخسر مؤشر داو جونز 730 نقطة ليسجل أكبر انخفاض بالنقاط في تاريخه فور الإعلان عن فشل مجلس النواب الأمريكي في تمرير صفقة الإنقاذ الأمريكية في صورتها الأولى.

كما أن البورصات في الولايات المتحدة اضطرت إلى إغلاق تعاملاتها بعدما انخفض مؤشر داو جونز بـ 550 نقطة في العقود الأجلة، بحيث فاقت الخسارة في شهر أكتوبر لوحده من عام 2008م ما قيمته 10 آلاف مليار دولار.

1 - أنظر: أشرف محمد دوابه، الأزمة المالية العالمية: رؤية إسلامية، مرجع سابق، ص ص 63-64. عبد القادر بلطاس، مرجع سابق، ص ص 14-15، ص 63، ص 65.

ولأن مفهوم الاقتصاد الجديد الذي نشأ في الولايات المتحدة يقوم على سياسات جديدة تدعم ظاهرة العولمة،¹ فإن الأزمة سرعان ما انتقلت إلى دول العالم عن طريق الأسواق المالية العالمية (البورصات) نظرا للتكامل الاقتصادي الكبير الذي تعرفه هذه الأسواق تحت مظلة العولمة المالية واندماج الأسواق المالية الدولية.

فمنذ بداية العام 2008م، فقدت البورصة الروسية 65.5% من قيمتها، وتراجعت أسواق المال اليابانية بنسبة 33%، كما تأثرت سلبا مؤشرات البورصات في كل من آسيا وأوروبا في يوم الجمعة ما بين 8% و10%.

وعموما كان لأزمة القروض العقارية تداعيات خطيرة على الأسواق المالية، حيث ألحقت أضرارا كبيرة بالقيم المنقولة المتداولة في السوق، وفقدت أغلب المؤشرات المالية أكثر من 10% في بعض التداولات في البورصات الأمريكية، الأوروبية والآسيوية وكذلك البورصات العربية وأمريكا الجنوبية.

وتشير التقديرات إلى أن أسواق رأس المال في العالم خسرت أكثر من 20 تريليون دولار منذ مطلع العام 2008م وحتى نهاية أكتوبر 2008م.

3- أثارها على النشاط الاقتصادي:

الأثر الاقتصادي المترتب على الأزمة كان مدمرا،² وقد أدت إلى انكماش اقتصادي في أغلب الدول، وأدت إلى ارتفاع في معدلات البطالة وغلق المؤسسات والمصانع، وفيما يلي بعض هذه الآثار:³ تأثر الاقتصاد الأمريكي بلا شك من الأزمة، كما كشف عن ذلك المجلس الاحتياطي الاتحادي، وفي ظل نظام تحكمه العولمة، انعكس ذلك على اقتصاديات العالم، نظرا لضخامة الاقتصاد الأمريكي، واعتباره الاقتصاد الأكبر في العالم.

¹ - Salah Mouhoubi, Op - Cit, p 72.

² - **The Financial Crisis Inquiry Report**, Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States, Official Government Edition, U.S. Government Printing Office, 2011, p 23.

³ - أنظر: أشرف محمد دوايه، الأزمة المالية العالمية: رؤية إسلامية، مرجع سابق، ص ص 61-63، ص 68، ص 71. عبد القادر بلطاس، مرجع سابق، ص 65. سميح مسعود، مرجع سابق، ص 52.

وبالفعل، كانت بريطانيا أول الدول الأوروبية التي تعلن انكماش اقتصادها جرّاء الأزمة المالية العالمية منذ حوالي 80 عاماً، هذا الإعلان زاد الأسواق المالية رعباً، إثر ذلك تبيّن أن أغلب الدول الأوروبية أصبح اقتصادها في خبر كان، أي أنها أصبحت تعاني من الانكماش وهذا خلال الفصل الرابع من عام 2008م.

وسجل اقتصاد منطقة اليورو نسب نمو ضعيفة في العام 2008م، كما سجل معدل النمو الحقيقي للاقتصاد العالمي خلال عام 2008م نحو 3.2% مقارنة بـ 5.2% في عام 2007م، تشكل البلدان الناشئة قوة دافعه الأساسية.

وفي سياق متصل، أدت الأزمة إلى تنامي البطالة وفقدان عشرات الآلاف من وظائفهم، وقد حذر رئيس البنك الدولي في ذلك الوقت (Robert Bruce Zoellick) من إمكانية تحول الأزمة المالية العالمية إلى أزمة بطالة في كافة أنحاء العالم، وأضاف قائلاً: "إن أزمة البطالة ستزيد من تفاقم أزمتي الغذاء والوقود اللتين ستؤديان إلى تدهور الأوضاع الإنسانية في عدد من دول العالم".

وفي الولايات المتحدة، تم الاستغناء عن 195 ألف وظيفة في شهر جويلية 2008م، وعن أكثر من 70 ألف وظيفة في نوفمبر 2008م، لتضاف إلى نحو 150 ألف وظيفة تم الاستغناء عنها من قبل المؤسسات المالية في مختلف أنحاء العالم بسبب الأزمة المالية.

كما تشير تقديرات وزارة العمل الأمريكية في شهر نوفمبر 2008م إلى أن عدد الذين يطلبون إعانة البطالة في زيادة مستمرة، وأن عدد الباحثين عن عمل وصل إلى أكثر من 10 ملايين شخصاً، وارتفع معدل البطالة إلى 6.5% وهو الأعلى في 14 عاماً.

فضلاً عن ذلك، ساهمت الأزمة المالية بالفعل في زيادة أعداد الفقراء حتى في الولايات المتحدة نفسها، حيث فقد أكثر من مليون أمريكي منازلهم المرهونة من جرّاء أزمة الرهن العقاري وأصبحوا في تعداد المشرّدين والأجئيين والمُهَجَّرين والفقراء، كما افتقر العديد من المتعاملين في البورصة نتيجة للخسائر التي تكبّدها من جرّاء الاستثمار والمضاربات في تلك البورصات.

وإلى جانب تفاقم البطالة والفقير، تراجعت مستويات الأجور من جرّاء الأزمة المالية العالمية، وهذا سوف يؤدي إلى ارتفاع نسبة طالبي الإعانات الاجتماعية الحكومية وغيرها، مما يلقي بمزيد من الأعباء على ميزانيات الدول، ويوقف العديد من المشروعات الاستثمارية الجديدة، ويزيد من القلاقل الاجتماعية.

4- أثرها على الدول العربية:

لم تسلم الدول العربية ولا سيما دول الخليج منها من تداعيات الأزمة المالية على الرغم من تفاوت أثارها من دولة إلى أخرى، ويعود ذلك بالأساس إلى درجة انفتاحها على الأسواق الدولية وحجم استثماراتها في الأصول المالية الأجنبية، ومن تلك الآثار نذكر ما يلي:¹

قدرت الأمم المتحدة خسائر الدول العربية من جرّاء الأزمة المالية العالمية بنحو 350 مليار دولار، وقدرت جامعة الدول العربية خسائر الدول العربية المتوقعة من جرّاء الأزمة بنحو 5.2 تريليون دولار، وقد أعلنت عدة بنوك خليجية (خصوصاً في الكويت والإمارات والبحرين) عن تأثرها المباشر بأزمة الرهن العقاري، فيما تكثمت بنوك أخرى على خسائرها.

وقد كشف البنك المركزي الكويتي عن تكبّد بنك الخليج (ثاني أكبر البنوك المقرضة في الكويت) لخسائر نتيجة لتعاملاته التجارية خارج الكويت، وعزا تلك الخسائر لانخفاض اليورو مقابل الدولار، كما كشفت بعض البيانات على أن خسائر بنك الخليج من عمليات المشتقات المالية وحدها بلغت 375 مليون دينار كويتي، فيما قدرتها مصادر أخرى بنحو مليار دولار .

وفي دولة الإمارات العربية المتحدة، تم دمج شركتي أملاك للتمويل، وتمويل في إطار المصرف العقاري على خلفية تداعيات الأزمة المالية.

كما أعلن بنك أبو ظبي التجاري بالإمارات أنه باشر اتخاذ إجراءات قانونية في نيويورك لاسترداد بعض خسائر استثماراته في الصناديق الاستثمارية في الولايات المتحدة، وقد برّر ذلك بأنه لم يتم الإفصاح حسب الأصول عن المخاطر المحيطة بالاستثمار في صندوق (تشين الاستثماري) الذي كان يحظى بتصنيف عال من البنوك الاستثمارية الرئيسية في أمريكا وبواسطة مؤسسات التصنيف الائتماني، كما أنه لم تكن إدارة الصندوق بالاهتمام والكفاءة المطلوبين.

وأعلنت بعض البنوك الخليجية العاملة في مملكة البحرين عن تكبّد خسائر فادحة من أزمة الرهن العقاري قاربت 2 مليار دولار.

و تشير التوقعات أن حجم خسائر البنوك الخليجية يتجاوز 5 مليار دولار، بينما تصل خسائر الصناديق السيادية الخليجية وحدها إلى 400 مليار دولار.

1 - أنظر: أشرف محمد دوايه، الأزمة المالية العالمية: رؤية إسلامية، مرجع سابق، ص ص 57-58، ص 61، ص ص 64-67. سميح مسعود، مرجع سابق، ص 69.

كما تراجعَت القيمة السوقية لبورصات الأسهم في دول مجلس التعاون الخليجي بنسبة 47.5% منخفضة بمقدار 538 مليار دولار أمريكي، وشهدت انخفاضا بمقدار 373 مليار دولار منذ بداية شهر أكتوبر فقط من العام 2008م.

ويرجع ذلك بصفة رئيسية إلى فقدان عوامل الثقة نتيجة أزمة الرهن العقاري، مما دفع المستثمرين في الأسواق العربية لسحب أموالهم من البورصات لتغطية مراكزهم المالية في أماكن أخرى، وكان في مقدمة ذلك المستثمرون الأجانب الذين يبحثون عن تنويع أوعيتهم الاستثمارية في الخارج لتقليل حجم المخاطر.

وفضلا عن ذلك كله، أن الأزمة أَلقت بظلالها على أسواق النفط، فانخفضت أسعاره بما يزيد عن 77% نتيجة لتراجع معدلات النمو ليبلغ سعر البرميل أقل من 34 دولار مقارنة بمستويات قياسية قاربت 150 دولار في جويلية 2008م، وهو أكبر انخفاض لسعر النفط منذ ما يزيد عن 4 أعوام، وهو ما يعني انخفاض في قيمة واردات الدول النفطية وفي مقدمتها الدول العربية، حيث يشكل النفط فيها جزءا هاما من إجمالي صادراتها.

المطلب الرابع : الأزمة المالية لعام 2008 م .. من منظور إسلامي

الواقع أن الأزمات المالية والاقتصادية التي شهدتها النظام الليبرالي تتشابه في جوهرها وإن اختلفت في أسبابها الشكلية، ولقد أضحت ظاهرة الأزمة ظاهرة متجددة في النظام الليبرالي، حتى أصبحت الدورات والأزمات الاقتصادية تشكل التطور التاريخي للنظام الليبرالي.¹

وتعود حيثيات الأزمة المالية الأخيرة لعام 2008م التي شهدتها العالم الليبرالي والتي لاحت بآثارها لسنوات عديدة إلى عدة ممارسات وعمليات معقدة ومتداخلة على مستوى الجهاز المصرفي والأسواق المالية، حيث شهدت الاقتصاديات الليبرالية طفرة غير مسبوقه في حجم الاقتصاد المالي نتجت أساسا عن آليات التعامل السيئة والرديئة في أسواق المال.

وربما بدأت الأزمة من ظاهرة الجشع والطمع التي كانت وراء الالتزامات المعقدة التي تولدت على مستوى كل الأطراف المتعاملة سواء في السوق النقدي أو في السوق المالي، وبالقطع كانت الآليات التي فسرت ذلك الجشع المتولد الأكثر شؤما، وتظهر الصورة الأولى في الجشع لدى مؤسسات التمويل العقاري والمؤسسات البنكية عندما استرسلت في منح القروض وتمويل القطاع العقاري والمساكن

¹- Philippe Gilles, *Crises et Cycles Économiques*. Armand Colin / Masson, Paris, 1996, p 67.

بطريقة غير مألوفة، وأوقعت النظام الليبرالي في فقاعة مديونية متعددة الأطراف، وجعلت الاقتصاد المالي في توازن هش خارج نطاق السيطرة، فالمقترضون أصحاب العقارات اشتروا المنازل بقيمة أعلى من الواقع واستدانوا عليها بأكبر من قيمتها، ثم قامت البنوك ومؤسسات التمويل العقاري في مرحلة لاحقة بتصكيك هذه الديون وبيعها مخصومة إلى شركات متخصصة تسمى بشركات التوريق.

لاشك أن مؤسسات التوريق كانت عاملا رئيسيا في حدوث الأزمة، حيث عملها ساعد المؤسسات البنكية ومؤسسات التمويل العقاري على تكرار العملية الإقراضية إلى حدود بعيدة تحت دافع جني أكبر العوائد الممكنة، ونتج عن استمرار هذه التعاملات كآثار أولية سقوط أكبر شركات التمويل العقاري الأمريكية (Fannie Mae, Freddie Mac) لكن تدخلت الحكومة بدعم رؤوس أموالها وحينها ظهرت عدة حقائق فسرت نمو الجشع الذي كاد أن يؤدي بها إلى الزوال.

وعلى الرغم من أهمية هذه الأعراض الأولية التي تُوشر عن بداية أزمة مالية حقيقية قريبة، إلا أنها لم تؤخذ على محمل الجد واسترسلت تلك العمليات البنكية تحت تعقيد مؤسسات التوريق فنتج عنها التزامات مالية ضخمة جدا جعلت الاقتصاد المالي يفوق عشرات المرات مستوى الاقتصاد العيني.

وبعدما أخذت هذه العمليات المعقدة النفس الكامل لها ووصلت في مضاعفة الديون إلى أقصاها عجز المقترضون (المستفيدون من العقارات والمنازل) عن تسديد الديون التي عليهم بسبب قرار البنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي رفع معدلات الفائدة، في الوقت الذي لم تشفع فيه رهونات العقارية للمدينين لتسديد ما عليهم من ديون، لأن العرض من العقارات كان قد ازداد بوتيرة سريعة في مقابل انخفاض في الطلب بسبب تشبع السوق العقاري، وأدى ذلك إلى انخفاض في أسعار العقارات بدرجة كبيرة، وانفجرت الفقاعة المالية ووقعت الأزمة، مما يعني أن تلك القروض العقارية كانت رديئة غير قابلة للتحويل، وبالتالي إفلاس البنوك وشركات التأمين ومؤسسات التوريق والمضاربين في المشتقات المالية، وبهذه الطريقة انهار القطاع المالي كلية وصاحبه قصور شديد في الطلب الاستهلاكي والاستثماري (الطلب الكلي) بالشكل الذي أثر مباشرة على القطاع الحقيقي (أزمة انكماش وكساد اقتصادي).

من خلال ما سبق، يتبين أن الأسباب الحقيقية للأزمة كانت تتعلق أساسا بميكانيزم وآليات التعامل سواء في السوق النقدية أو في سوق الأوراق المالية، وفيما يلي وقفة موجزة على أهم هذه الأسباب:

1- الرهن العقاري:

مشكلة الرهن العقاري هي أساس الأزمة المالية ومصدرها الأول، وصورة الرهن العقاري كانت تجري من خلال ثلاثة أطراف أساسية، المالك للعقار والمشتري والممول (البنك)، حيث يقوم المشتري بدفع جزء من قيمة العقار (وليكن مثلا 10%) والباقي يدفعه البنك مباشرة للبائع مالك العقار على أساس اعتباره قرض طويل المدى على المشتري، ويمكن لهذا الأخير أن يتصرف في العقار عن طريق الرهن أو البيع، وإذا اعتبرنا أن المشتري رغب في الاقتراض من بنك آخر مرة أخرى لتوسعة نشاطه والحصول على أرباح أكبر، فيمكن أن يحقق ذلك بموجب رهن العقار الأول وسوف يحصل على تمويل أكبر ... وهكذا ينمو القطاع المالي ويتوسع بمعزل عن نمو القطاع الحقيقي، وهذه هي نقطة الخطر !.

وبالتالي الإشكال المرتبط بالرهن العقاري هو إمكانية رهن العقار من جديد أو حتى بيعه، الأمر الذي جعل المقترضين يستفيدون من تمويل جديد من بنوك أخرى أو مؤسسات التمويل العقاري بعد إعادة رهن العقار المرهون أصلا على القرض الأول، مما جعل القطاع المالي يتضخم ويزيد بمعدل أكبر من الزيادة الحاصلة في القطاع الحقيقي أو العيني، وتُعبرُ الفجوة الواقعة بينهما عن ظاهرة الفقاعة المالية.

ثم إن الإشكال الرئيسي الآخر هو أن سوق العقارات شهد مضاربات كبيرة على الأسعار كون العقار أصبح قادرا على جلب قروض هائلة، حيث البنك المقرض يُقيّمه على أساس قيمة اسمية أعلى من قيمته الحقيقية، هذه الأوضاع ولدت فقاعات مالية ضخمة وأحدثت شرخا بين القيم الحقيقية والاسمية للعقارات بموجب تلك القروض الممنوحة بموجب الرهن العقاري.

والفقه الإسلامي يقرّر أنه لو رهن الشخص الشيء المرهون بدين آخر غير الأول بدون إذن المرتهن لا يصح، ولو بإذن يصح الرهن الثاني ويبطل الرهن الأول، لأن الرهن حق على عين، ولا يجتمع حقان على عين واحدة، وكذا إذا باع الراهن الشيء المرهون، يصير الثمن رهنا لا يجوز التصرف فيه، فإذا أذن المرتهن للراهن بالبيع والتصرف في الثمن سقط حقه في الرهن، وبالتالي يكون القرض خاليا من الرهن.¹

1 - أشرف محمد دوابه، الأزمة المالية العالمية: رؤية إسلامية، مرجع سابق، ص 129.

2- التعامل الربوي:

خلال الأزمة تظهر الصورة الربوية جلية في القروض التي منحتها بنوك الاستثمار ومؤسسات التمويل العقاري للمقترضين والتي بلغت حوالي 10.5 تريليون دولار، بل تسبقها الصورة في تملك العقار وطريقة شرائه عن طريق وسيط البنك (الممول) الذي اعتبر مدفوعاته للبائع (مالك العقار) من قبيل القرض الربوي يلتزم به المشتري، وتكررت تلك العمليات الإقراضية عدة مرات متتالية بموجب إمكانية إعادة الرهن وأنتجت التزامات مالية جديدة ضخمت من حجم الاقتصاد المالي.

والجدير بالإشارة، أن ملامح الصورة الربوية في وقت الأزمة كانت أشد وضوحاً أيضاً من خلال التعامل بالبطاقات الائتمانية، وتُعبّر تلك البطاقات عن تعامل أكثر تطوراً بين البنك وعميله يمثل صورة للقرض الاستهلاكي، تصدرها البنوك بترخيص من المؤسسات الراعية لهذه البطاقات، وهي مؤسسات مالية دولية قد تكون مصرفية أو غير مصرفية، كما أن هذه البطاقات ذات أنواع مختلفة يتم منحها على حسب المركزي المالي لعميل البنك.

والتعامل بالبطاقات الائتمانية وأد الجشع لدى العملاء لتوسيع ورفع مستوى الاستهلاك خاصة إذا تساهلت المؤسسات البنكية في منح هذه البطاقات بغرض التوسع في الإقراض كما حدث وقت الأزمة، مما ترتب على ذلك أيضاً مزيداً من الالتزامات الإضافية أضيفت إلى حجم الاقتصاد المالي.

ولا شك أن الفقه الإسلامي يدين بشدة التعامل الربوي، ويعتبره سبباً لمحق الرزق والبركة.*

3- المضاربات قصيرة الأجل:

إن طبيعة النظام الربوي تدفع بالكثير من المتعاملين إلى التفكير في الربح السريع بالاعتماد على التنبؤات والتقديرات بخصوص أسعار الأصول الحقيقية والمالية التي يمكن أن يحوزونها بأسعار منخفضة.

ونشاط المضاربات القصيرة انتشر بشكل واسع وجعل أسواق الأوراق المالية المكان المفضل للجشعيين والراغبين في تحقيق الأرباح في وقت قياسي، كما أن نشاط المضاربة يتعلق بمختلف الأنشطة ذات الأصول المالية وغيرها، أهمها التعامل في العملات الأجنبية والأوراق المالية ... حيث يعتمد المضارب لشراء هذه الأدوات بأسعار منخفضة حين يتوقع إمكانية بيعها بأسعار أعلى،

* - لقد تم الإشارة سابقاً إلى بعض المضار الاقتصادية للربا، أنظر: الفرع الأول من المطلب الثالث من المبحث الأول من الفصل الأول/الباب الأول.

وعلى هذا الأساس فنشاط المضارب لا يختلف في الجوهر عن نشاط المرابين الذين يحصلون على أموال تفوق قيمتها الاسمية مع فارق التوقعات من جانب المضارب حيث يمكن أن يتجرّع الخسارة إذا كانت توقعاته مخالفة للواقع.

إن نشاط المضارب في النظام الليبرالي لا يتعلق أساسا بالاقتصاد العيني، فهو لا يدخل هذا الاقتصاد ولا يهتم به، وإنما هو نشاط قائم على تقدير أسعار الأصول المرتبطة بالنشاط الحقيقي، لذا فواقع أرباح المضارب إن تحققت هي هامشية لا أرباح اقتصادية، أي لا تبرّرها قيم حقيقية في الاقتصاد العيني، لذلك نشاط المضاربة والأرباح المحققة منها ليس لها اعتبار عند تقدير وحساب إجمالي الناتج المحلي أو الوطني وهذا باعتراف النظام الليبرالي نفسه.

ونشاط المضارب، يُعَيَّر أيضا عن حالة متنامية للجشع المتولد لدى المضارب بالشكل الذي يجعله نشاطا اعتياديا، وبالتالي يحل هذا النشاط محل الجهد الحقيقي كمصدر في تحقيق الثروة.

وحسب التحليل النقدي الكينزي، يُعدُّ نشاط المضاربة مؤثر سلبي على النشاط الحقيقي، ذلك أنه يقوم على ظاهرة التفضيل النقدي، وبالتالي يطرد جزءا من النقود الموجهة لأغراض الإنتاج والتبادل، لذلك يتم تصنيفه في الخانة السلبية في دالة الطلب على النقود.

وفي إطار نفس التحليل، نلاحظ أيضا أن نشاط المضاربة تجمعه علاقة وطيدة بالنظام الربوي، فمثلا عند المضاربة على أسعار السندات سوف يسترشد المضارب بمستويات سعر الفائدة في السوق النقدي، فيشتري السند عند سعر فائدة أكبر ويبيعه عند سعر فائدة أقل، ويربح الفارق.

ولاشك أن هذا النشاط والسلوك بهذه الطريقة له أثر خطر وحاد على النشاط الاقتصادي، وبالأخص عندما يكون الاقتصاد في حالة أزمة اقتصادية انكماشية أو تضخمية، حيث مثل ذلك السلوك المشار إليه يزيد من حدة تلك الأزمات.*

وفضلا عن ذلك كله، أن المضاربين في الأسواق يستخدمون أساليب الغش والاحتيال والترويج الكاذب والإشاعات المضللة للتأثير على أسعار الأصول التي بحوزتهم في الاتجاه الذي يرغبون فيه وعلى النحو الذي يحقق لهم أرباحا من هذا النشاط.

* - للمزيد، أنظر: مروان عطون، مرجع سابق، ص ص 144-145.

وهكذا فإن نشاط المضارب يولد مزيدا من الالتزامات والديون في الاقتصاد المالي ويجعل الأسواق المالية أماكن أكبر من حجمها، وبالتالي هو يساهم في تضخم الفقاعة المالية التي لا تعكس إطلاقا مستوى الوضع الاقتصادي الحقيقي السائد.

والفقه الإسلامي ينهى عن القمار والمضاربات المضررة بالأفراد والاقتصاد، بحيث يكسب الرابحون على حساب خسارة الآخرين، فضلا عن ذلك أنها تؤدي إلى إشاعة البغضاء والعداوة وسط المجتمع.*

4- التوريق من خلال بيع الديون:

تشير عملية التوريق إلى بيع الديون (بعد تصكيكها في المؤسسة البنكية أو في مؤسسات التمويل العقاري) إلى مؤسسات وشركات متخصصة، تسمى بمؤسسات التوريق، حيث يتم بيع الديون مقابل خصم معين.

و يبدووا بالمنطق الليبرالي أن عملية التوريق تُظهر إفادة مزدوجة لأطرافها، حيث يستفيد البنك من الديون في الحاضر بقيمة أقل من قيمتها الاسمية، بينما تستفيد مؤسسات التوريق من قيمة الخصم (الذي يُعبر عن الفارق بين سعر شراء الدين وبيعه)، حيث أن مؤسسات التوريق عند شرائها للديون تقوم بطرح سندات بموجبها في الأسواق المالية لبيعها ثمكّنها من تحقيق فارق السعر، وأيضا من مواصلة عملها ونشاطها بهذا الشكل.

إلا أن نشاط مؤسسات التوريق المتمثل في شراء المحافظ العقارية إبان الأزمة المالية كان يتم باللجوء أساسا إلى الاقتراض من السوق قصيرة الأجل، بمعنى أنه كانت هناك مشكلة أساسية منذ البداية، تمثلت في اقتراض أموال قصيرة الأجل وتوظيفها في شراء محافظ عقارية ذات الأمد البعيد.¹

والجدير بالذكر، أن المؤسسات البنكية ومؤسسات التمويل العقاري وعلى الرغم من بيع ديونها إلى مؤسسات التوريق تبقى مسؤولة عن تحصيل القروض من المقترضين أصحاب العقارات وتسديدها لصالح مؤسسات التوريق نظير عمولة معينة.

وما نخلص إليه أن نشاط مؤسسات التوريق يمثل عاملا مساعدا يشجع المؤسسات البنكية وكذا مؤسسات التمويل العقاري على التوسع في الإقراض، أو أنه بمثابة الأداة أو الآلية التي تستخدمها البنوك

* - للمزيد، أنظر: الفرع الثالث من المطلب الأول من المبحث الأول من الفصل الأول/الباب الثالث.

1 - عبد القادر بلطاس، مرجع سابق، ص 53.

بغرض تدوير نشاطها الإقراضي، كما أن هذه العملية في جوهرها لا تختلف عن عملية إقراض ربوي، هذا ويلاحظ عليها أنها تجري بعيدة عن مجال الأصول الحقيقية.

وهكذا تتعدد المعاملات المالية بوجود مؤسسات التوريق، كونها تنشئ التزامات جديدة تضاف إلى تلك الموجودة في السابق.

ومن ناحية الفقه الإسلامي، فإن التوريق في صورته الراهنة ببيع محفظة القروض لغير من عليه الدين لا يجوز شرعا باتفاق الفقهاء، فهو في حقيقته بيع كالى بكالى، كما أن محفظة القروض تباع بأقل من قيمتها، وهذا يقع في دائرة الربا المحرم.¹

5- المشتقات المالية والعقود الآجلة:

تعتبر المشتقات المالية من القضايا الأساسية في إحداث الأزمة المالية، وعلى وجه الدقة كانت مسرعة في ظهورها، والمشتقات المالية وكما يبدو من اسمها لا تمثل أصولا بذاتها، وإنما هي قائمة على أصول مالية ترتبط قيمتها بأصول حقيقية، أي إذا كانت الأصول المالية تبتعد عن الأصول الحقيقية بمقدار خطوة كاملة، فإن هذه المشتقات تبتعد عن الأصول الحقيقية بمقدار خطوتين كاملتين، الأمر الذي يطرح مدى خطورتها وكذا حساسيتها في اتجاه الأزمة.

والمشتقات المالية أوجدتها دوافع مرتبطة بتوسيع نطاق الاستثمار إلى الأسواق الآجلة، وكذلك ترتبط بالاستثمار في تقلبات أسعار الأوراق المالية وأسعار العملات (أسعار الصرف) وأسعار الفائدة أو حتى مؤشرات البورصات في تاريخ لاحق.

وحقيقة المشتقات المالية ما هي إلا مجرد اتفاقات بين البائع والمشتري قابلة للتداول في سوق منفصلة (حيث يوجد على مستوى دول العالم العشرات من البورصات التي تتعامل بالمستقبليات)²، وعن دورها يزعم أنها توفر حماية للمستثمر من مخاطر تقلبات الأسعار في المستقبل، لكن الأزمة المالية أثبتت أنها هي التي أوجدت المخاطر ثم عملت على إدارتها تحت مسمى الهندسة المالية من خلال المتاجرة في المخاطر.

1 - أشرف محمد دوابه، الأزمة المالية العالمية: رؤية إسلامية، مرجع سابق، ص 115.

2 - كمال توفيق حطاب، مستقبليات السلع من منظور إسلامي، مرجع سابق، ص 3.

كما أن المشتقات المالية استحدثت أسواقا خاصة بها، هي الأسواق الآجلة، توفر آلية في السوق لتوقعات العميل بشأن مستقبل الأسعار الحالية،¹ ويجري فيها بيع مخاطر محتملة وتقديرات مستقبلية من شأنها أن تولد المزيد من الالتزامات الجديدة بالنسبة للمتعاملين فيها.

وبهذا الشكل، يكون النظام الليبرالي قد وُفّر بامتياز أدوات ووسائل جديدة للقمار والمضاربات عند استحدثته للمشتقات المالية، كون هذه المشتقات لا أحد يطالب بها فطالما هناك أغبياء جدد يدخلون أسواقها للتعامل بها، فإن القدامى يجنون أرباحا وهمية، وهكذا فإن هذه المشتقات لها قدرة كبيرة في إنشاء مزيد من الالتزامات الجديدة تساهم في اتجاه الفقاعة المالية (كونها معاملات شكلية قائمة على الاحتمالات والمجازفة ولا يترتب عنها في الغالب مبادلات فعلية حقيقية).

ووفقا لذلك، زادت حجم الالتزامات والديون الناشئة في الاقتصاد المالي وساهمت المشتقات المالية في اكتمال حجم الفقاعة المالية التي كانت تزيد مع كل معاملة مالية جديدة، وهذه الفقاعة هي حقيقة في حراكها تشبه كرة ثلج تزيد من حجمها بتدحرجها ولكن سوف تنتهي إلى لا شيء!..!

والفقه الإسلامي يعتبر التعامل بالمشتقات المالية من قبيل القمار ومن الأدوات التي تتركس نشاط المضاربات.²

6- البيع على المكشوف أو البيع القصير:

يعتبر البيع على المكشوف أو البيع القصير صورة من صور المضاربات التي تجري في النظام الليبرالي، وهو بيع قائم على القمار، حيث يتم بيع أوراق مالية لا يملكها البائع عند إتمام عملية البيع، ويتم التسليم الفعلي بواسطة أوراق مقترضة من سمساره، ثم تشتري هذه الأوراق فيما بعد عندما تنخفض قيمتها السوقية عن القيمة التي سبق أن بيعت بها على نحو يحقق ربحا للعميل، وإلا يتعرض إلى خسائر فادحة إن حدث العكس واتجهت الأسعار نحو الارتفاع.

وبالتالي، فإن الغرض من البيع على المكشوف لا يتعلق بتملك الأوراق المالية وإنما بتحقيق الربح من خلال القمار والمغامرة على أن سعر الأوراق المالية سوف ينخفض، فضلا عن ذلك أنه يقوم على تضليل المشتري، حيث إن البائع يسلم أوراقا مالية مقترضة وليست ملكا له.

¹ - Abdul Rahim Al-Saati, **Sharia Compatible Futures**, Journal of King Abdulaziz University: Islamic Economics, Vol. 15, Islamic Economics Institute, Jadda, 2002, p 4.

² - أشرف محمد دوابه، الأزمة المالية العالمية: رؤية إسلامية، مرجع سابق، ص ص 116-117.

لذلك حرم الإسلام هذا البيع، واعتبره نوع من القمار، حيث يدخل في بيع الإنسان ما ليس عنده، وبيع الإنسان ما اشتراه قبل قبضه، التي حرمتها شريعة الإسلام.¹ فضلا عن ذلك أنه أسلوب للمضاربة السريعة لكسب فروق الأسعار على أوراق مالية من دون تملكها.

والجدير بالإشارة إلى أن البيع على المكشوف على غرار مساهمته في الأزمة المالية لعام 2008م تسبب أيضا في اندلاع أزمة 1929م والأزمة المالية في آسيا 1997م وساهم أيضا في انهيار صناديق تحوط من قبل، وفي مقدمتها صندوق تحوط LTCM الذي أسسه John Meriwether وأعتبر أكثر الصناديق جرأة على القمار والمغامرة.²

7- مشكلة العولمة المالية وارتباط أسواق الأوراق المالية:

تعتبر ظاهرة العولمة المالية القضية الجوهرية والأساسية وراء ما حصل من تدهور مالي وفي تحول الاقتصاد المالي إلى اقتصاد رديء (اقتصاد الفقاعة)، وكما هو معلوم فإن التعامل البنكي بخصوص التمويل العقاري خلال الأزمة كان مدعوما بنشاط الأسواق المالية التي كانت توسع من حجم أي التزام ينشأ في السوق النقدية، كما أنها كانت تمثل المصدر الأساسي لتمويل نشاط المؤسسات البنكية ومؤسسات التمويل العقاري، فجل التعاملات وفعالات المديونية تكونت وترعرعت في أحضان هذه الأسواق.

والواقع أن وجود أسواق الأوراق المالية ليس مشكلة بذاته من حيث الأصل، بل بالعكس فوجودها يشكل أكثر من ضرورة لتوفير التمويل اللازم للمشاريع الاقتصادية التنموية التي تعرف نموا موسعا مع مرور الوقت،* حتى قيل أن العولمة هي المحرك الأساسي للنمو الاقتصادي في اقتصاديات كثيرة،³ وإنما المشكلة في طبيعة تلك المعاملات التي كانت تجري في الأسواق المالية من مضاربات وعقود خيار ومستقبليات وطرح سندات ربوية حولت هذه الأسواق إلى مكان أكبر من حجمه انعكس تأثيره على الاقتصاد العيني بكساد حقيقي.

1 - نفس المرجع، ص 126.

2 - سميح مسعود، مرجع سابق، ص 72.

* - للاطلاع على الوظائف والأهمية الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية في إجمالها وعموم تقسيماتها، أنظر: الفرع الثاني من المطلب الأول من المبحث الأول من الفصل الأول/الباب الثاني.

3- Michael Böhrer and others, **Globalization Report 2016: Who benefits most from globalization?**, Bertelsmann Stiftung, Hans Kock Buch- und Offsetdruck, Bielefeld (Germany), 2016, p 20.

وما زاد الطين بلة، هو ارتباط تلك الأسواق بعضها البعض تحت ذريعة التحرير المالي وحرية انتقال رؤوس الأموال دون قيود، على اعتبار أن العولمة لا تعرف الحدود السياسية وتدمج الحيز الاقتصادي.¹

كما أن ظاهرة التحول من اقتصاد المديونية إلى اقتصاد أسواق رأس المال، يأتي في سياق عولمة الأسواق.²

وانطلاقاً من هذا الوضع الأخير من تطور النظام المالي العالمي (العولمة المالية)، فإن ما يحدث في سوق ما يكون له انعكاس على الأسواق الأخرى المرتبطة، ويُعبّر ذلك عن حالة البحث عن وضع التوازن بين تلك الأسواق، فارتباط الأسواق المالية الأوروبية بالأسواق الأمريكية يجعل النتيجة واحدة في أوروبا وأمريكا عند سقوط وانهيار أسواق هذه الأخيرة.

والفقه الإسلامي، يعتبر الأسواق المالية من حيث الأصل أنها من المصالح المرسلّة التي تعين على تحقيق مقاصد مشروعة، لكن استخدمت في غير ذلك، وأصبحت مكاناً للمضاربات والقمار وبيع الديون وأكل أموال الناس بالباطل ...

وما نخلص إليه، هو أنه ما دامت التيارات المالية ذات تأثير مباشر على القطاع العيني الذي ظل مهمشاً طيلة عمليات الائتمان أو بالأحرى كان جزءاً منه يمثل تغطية محدودة جداً لتلك الالتزامات المالية المتنامية، فإن العدوى سرعان ما انتقلت إليه (بانفجار الفقاعة المالية) بتخفيض حاد في الطلب الكلي على السلع والخدمات أحدثت انهياراً في أسعارها وتخفيضاً في مستويات الأجور والأرباح وكذا مستوى التوظيف والإنتاج، وهكذا يكون النظام الليبرالي قد انتقل من تضخم مالي فقاعي إلى كساد اقتصادي حقيقي مثلها عجز المقترضين (المستفيدين من العقارات والمنازل) كسبب ظاهري ومثلتها آليات التعامل التي كانت تجري في السوق النقدية وفي سوق الأوراق المالية كأسباب حقيقية.

¹ - Céline Hervieux-Payette, Pierre S. Pettigrew, **La Conciliation de l'Économique et du Social**, Revue d'Économie et Solidarités, Volume 32, N° 1-2, Centre Interdisciplinaire de Recherche et d'Information sur les Entreprises Collectives-Canada, 2001, p 48.

² - Sylvie de Coussergues, **Gestion de la Banque du Diagnostic à la Stratégie**. 5^e Édition, Dunod, Paris, 2007, p 26.

خلاصة الفصل:

تنقسم سوق الأوراق المالية وفقا لمعيار أجل التداول إلى قسمين: أسواق حاضرة وأسواق آجلة، ومن أبرز أدوات الأسواق الحاضرة: الأسهم والسندات.

وتتنوع الأسهم إلى عدة أشكال ووفقا لعدة معايير، وعلى أساس ذلك، إذا افترضنا أن أصل الشركة حلال وأنه ينتفي أي محظور شرعي آخر، فإن الأحكام الفقهية للأسهم تختلف حسب نوع السهم.

أما السندات، هي الأخرى لها عدة أنواع، يجمع بينها أمران إثنان: الحصول على الفائدة بأية تسمية كانت، واستيفاء قيمة السند في موعد الاستحقاق، ويسمى التسديد استهلاكاً، ولم يكن وضع السندات في الواقع مشكلاً للفقهاء لوضوح أمرها، فاتفقوا على تحريمها، وصدرت في ذلك قرارات جمعية وفتاوى فردية.

أما الاستثمار في الأسواق الآجلة، يعني الاستثمار في المشتقات المالية، والتي تشمل: العمليات الآجلة الباتة، العقود المستقبلية وعقود الخيارات، وجميع هذه الأصناف محرمة، لكونها قمار على وقائع مغيبية، يخسر فيها طرف ويكسب فيها آخر، ولا يحدث فيها تسليم ولا قبض للسلع ولا دفع للثمن، وإنما تسوية عند التصفية لفروق يدفعها الخاسرون ويربحها الرابحون عن طريق لجنة التسوية بالبورصة، ومن ثم فقد أوجب الإسلام حرمتها.

أما عن آثار جميع أصناف المعاملات غير المشروعة سواء في الأسواق الحاضرة أو الأسواق الآجلة هي أنها حولت تلك الأسواق من أصلها كمصدر للتمويل إلى أسواق مصدرة للأزمات.

ولا أدل على ذلك من الأزمة المالية العالمية لعام 2008م وأسبابها الحقيقية، حيث تبين أنها لم تكن ناتجة أو منبثقة عن أسباب عابرة يمكن احتواؤها بإجراءات تصحيحية، وإنما تبين فشل رؤية مدرسة فكرية عريقة في تجسيد مبادئها ونظرياتها على أرض الواقع بصورة سليمة، إذن هذه الأزمة هيكلية بطبعها، فآليات التعامل والتمويل في الجهاز المصرفي من خلال الربا وإعادة رهن الأصل المرهون، ووجود مؤسسات التوريق الممولة لنشاط المؤسسات البنكية عن طريق شراء الديون مقابل خصم، ثم ما حصل من تعاملات على مستوى أسواق الأوراق المالية (ربا ومجازفات، مضاربات قصيرة الأجل، عقود آجلة من مستقبلات وعقود خيار، العولمة المالية وارتبطت الأسواق الدولية...)، كل ذلك كان شؤماً على مثل تلك الممارسات والعمليات التي تمت سواء في الأسواق الحاضرة أو الأسواق الآجلة، بل وعلى النظام الاقتصادي الليبرالي نفسه الذي أصبح لا يفرق بين النقود والسلع، والحال هذه تعني تردي عام للأوضاع المالية ومن ثم الأوضاع الاقتصادية المُعَبَّر عنها بأزمة الكساد.

الباب الثالث:

سوق الأوراق المالية الإسلامية (البديل الشرعي)
وآثارها على نشاط البنوك الإسلامية

الفصل الأول

الإطار العام لسوق الأوراق المالية الإسلامية

تمهيد:

تعتبر أسواق الأوراق المالية من حيث الأصل مظهر من مظاهر استثمار المال وتنميته بما يعود نفعه على الاقتصاد ككل، وهذا من الأمور التي يسعى الإسلام لتحقيقها، لكن يضع لها الشروط والضوابط حتى لا تتنافى مع مبادئه وقواعده العامة، فهي بلا شك من التنظيمات المفيدة التي يمكن أن تحقق مصالح مشروعة.

وبما أن نشاط البنوك الإسلامية يطغى عليه الطابع التجاري، في الوقت الذي تتوفر فيه تلك البنوك على موارد مالية هامة، فإن سوق الأوراق المالية سيكون الحل المناسب لتوسيع نشاطها وفتح مجال واسع أمامها نحو الاستثمار طويل الأجل وتنويع نشاطها.

لكن تبقى استثمارات البنوك الإسلامية في تلك الأسواق مرهونة بمدى تقيدها والتزامها بالضوابط الشرعية، فالممارسات غير المشروعة وتضليل المعلومات والبيانات في تلك الأسواق والمجازفات والقمار والمضاربات على فوارق الأسعار وبيع الغرر والممارسات الاحتكارية للتحكم في الأسواق وأكل أموال الناس بالباطل كل ذلك لا يصلح ولا يتلاءم مع طبيعة النشاط في البنوك الإسلامية.

ومن البدائل المقترحة في هذا الإطار هو سوق الأوراق المالية الإسلامية، وهي بلا شك البديل المناسب لحفظ المال وتنميته واستثماره بأفضل الوسائل وفي إطار الأساليب المشروعة، وفي هذا الفصل سوف نتطرق إلى هذا البديل والضوابط التي تحكم عمل سوق الأوراق المالية الإسلامية، وأيضا بعض المسائل الأخرى المرتبطة بها.

سوف يتم تناول هذا الفصل من خلال التطرق إلى المبحثين التاليين:

المبحث الأول: سوق الأوراق المالية الإسلامية وبعض المسائل المتعلقة بها

المبحث الثاني: أدوات الاستثمار المتاحة في سوق الأوراق المالية الإسلامية

المبحث الأول: سوق الأوراق المالية الإسلامية وبعض المسائل المتعلقة بها

المطلب الأول: ماهية سوق الأوراق المالية الإسلامية

الفرع الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية الإسلامية

يمكن تعريف سوق الأوراق المالية الإسلامية بأنها السوق التي تُعنى بإصدار وتداول الأوراق المالية الإسلامية المبنية على صيغ المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، وتركز على التعامل المتوسط وطويل الأجل، هدفها تجميع المدخرات واستثمارها بما يخدم التنمية الاقتصادية والاجتماعية.

فوجود سوق أوراق مالية إسلامية تتمتع بكافة العناصر والأدوات الاستثمارية التي يمكن تسهيلها بشكل سريع يعد ضرورة حيوية هامة في الحديث عن الآفاق المستقبلية للعمل المصرفي والمالي الإسلامي، حيث إن توافر أدوات استثمارية شرعية لاستثمار فوائض الأموال يُمكن من إقامة وتوسعة وتنويع الاستثمار بما يسهم في تحقيق التنمية الاقتصادية.

ولما كانت البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية لا تستطيع ولوج سوق المال التقليدي، وذلك لعدم تقيّد تلك السوق بالضوابط الشرعية، فإن وجود سوق مالي خاص بها أصبح في غاية الأهمية والضرورة.

وما يؤكد أهمية الأسواق المالية ما انتهى إليه المشاركون من نتائج وتوصيات في الندوة الأولى للسوق المالية المنعقدة بالرباط عام 1989م بين البنك الإسلامي للتنمية ومجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، حيث جاء فيه:¹

1- في ضوء ما هو مقرّر في الشريعة الإسلامية من الحث على الكسب الحلال واستثمار المال وتنمية المدخرات، ولما للأسواق المالية من دور في تداول الأموال وتنشيط استثمارها، فإن العناية بأمر هذه الأسواق هي من تمام إقامة الواجب في حفظ المال وتنميته باعتبار ذلك أحد مقاصد الشريعة، وباعتبار ما يستتبعه هذا من التعاون لسد الحاجات العامة وأداء ما في المال من حقوق دينية أو دنيوية.

¹ - مجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، الندوة الأولى للأسواق المالية، أكتوبر/1989م، على الموقع:

<http://www.iifa-aifi.org/113.html> (تاريخ الاطلاع: 2017/9/21م).

2- إن الاهتمام بدراسة الأسواق المالية في عصرنا الحاضر والبحث في أحكامها، يلبي حاجة ماسة لتعريف الناس بفقهم دينهم في المستجدات العصرية، ويتلاقى مع الجهود الأصلية لفقهاء الشريعة الإسلامية في بيان أحكام المعاملات المالية وبخاصة أحكام السوق ونظام الحسبة على الأسواق.

3- بعد استعراض المشاركين في الندوة لما تناولته البحوث المقدمة والمناقشات المستفيضة في قوانين الأسواق المالية القائمة وأنظمتها وآلياتها وأدواتها، تبين بوضوح أن هذه الأسواق (مع الحاجة إلى أصل فكرتها) هي في حالتها الراهنة ليست النموذج المحقق لأهداف تنمية المال واستثماره من الوجهة الإسلامية، وهذا الوضع يتطلب بذل جهود علمية مشتركة من الاقتصاديين والفقهاء لمراجعة ما تقوم عليه من أنظمة وما تعتمد من آليات وأدوات وتعديل ما ينبغي تعديله في ضوء مقررات الشريعة الإسلامية.

4- عن أهمية الأسواق المالية، لا تقتصر على السوق الأولية (سوق الإصدارات)، بل تشمل الأسواق الثانوية أيضاً، لأنها تتيح للمستثمرين المتعاملين فيها أن يعاودوا دخول السوق الأولية، كما أن وجودها يشكل فرصة للحصول على السيولة، وهو بدوره يشجع على الإقدام على توظيف المال في الأسواق الأولية ثقة بإمكان الخروج منها عند الحاجة.

5- إن أسس الاستثمار الإسلامي تقوم على المشاركة في الأعباء وتحمل المخاطر، ونظام المشاركة لا تنتج عنه مديونية، وإن المديونية العالمية التي تعاني منها الشعوب والأفراد هي نتيجة ما هو غالب في التعامل المالي والأسواق المالية من نظام الاقتراض الربوي للحصول على المال، وإن الحل البديل لمشكلة المديونية العالمية يقدمه الإسلام من خلال نظام المشاركة في تحمل المخاطر، وإلغاء فوائد الديون (الربا)، لأن الالتزام بتحريم الفوائد يوجه المدخرات كلها إلى أوراق مالية تمثل حقوق ملكية مشتركة.

كما جاء في قرار مجمع الفقهاء الإسلامي التابع لرابطة العالم الإسلامي لعام 1404هـ/1984م في دورته السابعة حول سوق الأوراق المالية والبضائع (البورصة) ما يلي:

"إن غاية السوق المالية (البورصة) هي إيجاد سوق مستمرة ودائمة، يتلاقى فيها العرض والطلب، والمتعاملون بيعة وشراء، وهذا أمر جيد ومفيد، ويمنع استغلال المحترفين للغافلين والمسترسلين الذين يحتاجون إلى بيع أو شراء، ولا يعرفون حقيقة الأسعار، ولا يعرفون المحتاج إلى البيع، ومن هو محتاج إلى الشراء.

ولكن هذه المصلحة الواضحة، يواكبها في الأسواق المذكورة (البورصة) أنواع من الصفقات المحظورة شرعاً، والمقامرة، والاستغلال، وأكل أموال الناس بالباطل، ولذلك لا يمكن إعطاء حكم شرعي عام بشأنها، بل يجب بيان حكم المعاملات التي تجرى فيها كل واحدة منها على حدة".¹

ويؤكد أيضاً أهمية الأسواق المالية ما جاء في قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي في دورة مؤتمره السادس عام 1410هـ/ 1990م، حيث نص على الآتي:²

أولاً: إن الاهتمام بالأسواق المالية هو من تمام إقامة الواجب في حفظ المال وتنميته، باعتبار ما يستتبعه هذا من التعاون لسد الحاجات العامة وأداء ما في المال من حقوق دينية أو دنيوية.

ثانياً: إن هذه الأسواق المالية (مع الحاجة إلى أصل فكرتها) هي في حالتها الراهنة ليست النموذج المحقق لأهداف تنمية المال واستثماره من الوجهة الإسلامية، وهذا الوضع يتطلب بذل جهود علمية مشتركة من الفقهاء والاقتصاديين لمراجعة ما تقوم عليه من أنظمة، وما تعتمد من آليات وأدوات، وتعديل ما ينبغي تعديله في ضوء مقررات الشريعة الإسلامية.

ثالثاً: إن فكرة الأسواق المالية تقوم على أنظمة إدارية وإجرائية، ولذا يستند الالتزام بها على تطبيق قاعدة المصالح المرسله فيما يندرج تحت أصل شرعي عام ولا يخالف نصاً أو قاعدة شرعية، وهي لذلك من قبيل التنظيم الذي يقوم به ولي الأمر في الحرف والمرافق الأخرى، وليس لأحد مخالفة تنظيمات ولي الأمر أو التحايل عليها ما دامت مستوفية الضوابط والأصول الشرعية.

وبما أن سوق الأوراق المالية الإسلامية تخضع في نشاطها لأحكام الشريعة الإسلامية، فلا بد أن تشمل في أجهزتها وهيكلها الإداري على هيئة للرقابة الشرعية تضمن التزامها في جميع نواحي نشاطها بأحكام الشريعة الإسلامية.

1 - مجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لرابطة العالم الإسلامي، الدورة السابعة حول "سوق الأوراق المالية والبضائع: البورصة"، جانفي/1984م، على الموقع:

<http://www.themwl.com/Bodies/Decisions/default.aspx?d=1&did=107&i=AR>

(تاريخ الاطلاع: 2017/9/26م).

2 - مجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، قرار رقم: 59 (10/6) [1] بشأن الأسواق المالية، مارس/1990م، على الموقع: <http://www.iifa-aifi.org/1808.html> (تاريخ الاطلاع: 2017/9/26م).

تعريف هيئة الرقابة الشرعية:

جاء تعريف هيئة الرقابة الشرعية في معيار المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية رقم (4) بقوله: "هي جهاز مستقل من الفقهاء المتخصصين في فقه المعاملات، ويجوز أن يكون أحد الأعضاء من غير الفقهاء على أن يكون من المتخصصين في مجال المؤسسات المالية الإسلامية، وله إمام بفقهِ المعاملات، ويُعهد لهيئة الرقابة الشرعية توجيه نشاطات المؤسسة ومراقبتها والإشراف عليها للتأكيد من التزامها بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، وقراراتها ملزمة للمؤسسة"¹.

وإن كان هذا التعريف يرتبط أصلاً بتعريف هيئة الرقابة الشرعية في المؤسسة، إلا أنه يمكن من حيث المضمون تعميمه أيضاً على هيئة الرقابة الشرعية لسوق الأوراق المالية الإسلامية.

مهام هيئة الرقابة الشرعية:

تتلخص مهام هيئة الرقابة الشرعية على أسواق الأوراق المالية في جانبين من الرقابة:

الرقابة الشرعية على الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية:

لهذه الرقابة الشرعية دور هام في ترشيد المعاملات المالية للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية، ويمكن أن يظهر ذلك من خلال:²

- ✓ دراسة العقد والنظام الأساسي للشركات التي تطرح أسهمها للاكتتاب العام، للتأكد من عدم وجود ما يخالف أحكام الشريعة الإسلامية.
- ✓ متابعة أنشطة الشركة للتحقق من عدم تعاملها بموجودات محرمة.
- ✓ التحقق من تنقية الأرباح مما دخل فيها من عوائد محرمة سواء بالتعامل الجزئي في الموجودات الممنوعة شرعاً، أو بالتخلص من الربيع المحرم الناتج عن الفوائد الربوية.
- ✓ حساب زكاة الأسهم وإخطار المساهم بها في حالة عدم قيام الشركة.
- ✓ صرف الزكاة في مصارفها الشرعية في حالة قيام الشركة بحساب وإخراج الزكاة.

1 - علي محيي الدين الفرة داغي، بحوث في فقه البنوك الإسلامية. ط 1، شركة البشائر الإسلامية، بيروت، 2007م، ص 527.

2 - عصام أبو النصر، الحكم الشرعي في تملك الأسهم وكيفية تطهير أسهم الشركات التي اختلط فيها الحرام بالحلال، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول: الأسواق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 2007م، ص ص 27-28.

الرقابة الشرعية على الأسواق الأولية والثانوية:

تنقسم سوق الأوراق المالية إلى نوعين: السوق الأولية التي يتم من خلالها إصدار الأدوات المالية الجديدة، والسوق الثانوية التي يتم فيها تداول (بيع وشراء) تلك الأدوات.

وبالتالي الرقابة الشرعية على أسواق الأوراق المالية تكون في جانبين:

الجانب الأول: رقابة إصدار الأدوات المالية.

الجانب الثاني: رقابة تداول الأدوات المالية.

أما في الجانب الأول، فإن الرقابة تكون بالنظر في سلامة الأدوات المالية التي يتم إصدارها من المحاذير الشرعية كالربا، وأكل المال بالباطل، وحيث يصدر في الأسواق المالية عدة أنواع من الأدوات المالية، فينبغي أن تكون شروط إصدارها متفقة مع أحكام وقواعد الشركة المقررة في الفقه الإسلامي، ومن ذلك أن يكون للأسهم نصيب شائع في الربح، لا مبلغا معينا، ولا نسبة محددة من رأس مال الشركة.

كما يُشترط في أدوات الاقتراض، أن لا تتضمن شروط إصدارها رد القرض بأكثر منه، أو نحو ذلك مما فيه منفعة للمقرض، لأن ذلك من الربا المحرم في كتاب الله، وسنة رسوله، صلى الله عليه وسلم، وإجماع علماء الأمة.¹

وينبغي أن يكون القائمون على رقابة تلك الأسواق على علم بالأحكام الشرعية المتعلقة بالأدوات المالية، ليتم إصدارها وفق معيار السلامة الشرعية وسعيا في إصلاح معاملات الناس، وتطهير مكاسبهم من الحرام.

أما في الجانب الثاني، وهو رقابة تداول الأدوات المالية، فيُراد بذلك رقابة المعاملات التي تتم في سوق الأوراق المالية، من حيث مشروعيتها تلك المعاملات، وخلوها من القمار، والجهالة، والغرر، وبيع الدين بالدين، وغير ذلك من المحاذير الشرعية.²

¹ - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص 99.

² - نفس المرجع، ص 100.

وكذلك رقابة الأسعار، واتخاذ الإجراءات التي تحول دون الارتفاع أو الانخفاض غير المبرر في الأسعار، مثل نشر المعلومات عن الشركات لعموم المتعاملين بعد التأكد من صحتها، وتكذيب الشائعات عنها قبل انتشارها، ومنع المعاملات غير الحقيقية التي يُراد بها التأثير على الأسعار.¹

الفرع الثاني: وظائف سوق الأوراق المالية الإسلامية

إن السوق المالية المنضبطة بالضوابط الشرعية تزيد من ثقة الأفراد والمؤسسات في سلامة الوضع الاقتصادي، مما يزيد من جذب المدخرات وزيادة الاستثمارات، وبالتالي زيادة معدلات الأداء والنمو الاقتصادي، بما يزيد من تقدم البلد ورفاهية مواطنيه.

وتؤدي سوق الأوراق المالية الإسلامية بشكل خاص وظائف هامة على مستوى الاقتصاد القومي والمؤسسات والأفراد.

بالنسبة للاقتصاد القومي: تحقق سوق الأوراق المالية الإسلامية المزايا التالية:

- ✓ تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار في المشاريع المنتجة.
- ✓ توزيع رأس المال على مختلف الأنشطة الاستثمارية.
- ✓ تمثل حلقة اتصال بين الوحدات والفعاليات الاقتصادية المختلفة.
- ✓ تعتبر مؤشرا هاما على حقيقة الوضع الاقتصادي واتجاهات الأسعار ومعدلات الادخار والاستثمار.
- ✓ زيادة الادخار الحقيقي وتعبئة المدخرات في المجتمع من خلال نشر الوعي الادخاري الإسلامي.
- ✓ استقطاب الأموال المكنزة لأسباب شرعية.
- ✓ تعبئة المدخرات طويلة الأجل.
- ✓ المساهمة في تدعيم وزيادة حجم الاستثمار القومي عن طريق ترشيد استخدام الموارد التمويلية وتوجيهها للمجالات والمشروعات الاستثمارية الأكثر أهمية للمجتمع.
- ✓ المساهمة في تحقيق العدالة في توزيع الدخل عن طريق الاعتماد على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة.

1 - نفسه.

بالنسبة للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية: تسعى سوق الأوراق المالية الإسلامية إلى تحقيق الآتي:

- ✓ دعم الاستثمار طويل الأجل في البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية عن طريق تطوير أساليب الاستثمار إلى الأوراق المالية.
- ✓ تحقيق الاستثمار المالي من خلال إنشاء صناديق استثمار القيم المنقولة أو إدارة وتكوين محفظة أوراق مالية.
- ✓ تنويع الخيارات الاستثمارية أمام المدخرين للاستثمار الشرعي الخالي من شبهة الربا، وبما يتناسب مع حاجتهم لتملك الأوراق أو السيولة.
- ✓ تنويع مصادر التمويل طويل الأجل أمام البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، وبالتالي المساهمة في تصحيح تجربة المصرفية الإسلامية* على النحو الذي يُمكن البنوك الإسلامية من استثمار أموالها استثماراً طويل الأجل، وبما يساهم في تحقيق أهدافها التنموية، والرغبة في الموازنة بين الربحية والسيولة والأمان.

بالنسبة للأفراد والشركات: أهم مزاياها ما يلي:

- ✓ تسهيل عمليات الاستثمار للأجل القصيرة في أوراق مالية طويلة الأجل.
- ✓ تساعد على سرعة تداول الأوراق المالية ومعرفة أسعارها وتحويلها إلى نقد سائل.
- ✓ التعرف على المراكز المالية للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية.

الفرع الثالث: الضوابط الشرعية لسوق الأوراق المالية الإسلامية

لا نبالغ إن قلنا أن ما تقدمه الشريعة الإسلامية لكفاءة أسواق الأوراق المالية لم تقدمه أية لوائح تنظيمية، فلقد أوجبت الشريعة الإسلامية مبادئ وأخلاقاً، تشكل أساساً تنظيمياً وتشريعياً لعمل تلك الأسواق، وأهم تلك المبادئ ما يلي:

1- الخلو من الربا:

وقد أجمع علماء الأمة على تحريم الربا، وهو ما يعني عدم جواز دفع أية عوائد نتيجة تأجيل دفع الثمن، أو التعامل بأدوات مالية تشتمل على الربا مثل السندات الربوية.

* - نقصد هنا الاعتماد المفرط للبنوك الإسلامية على صيغ التمويل القصير الأجل بشكل يتعارض وتحقيق أهدافها الاستثمارية التنموية.

ولم يبلغ أمر أراد الإسلام إبطاله من أمور الجاهلية ما بلغ الربا من تفضيع، ولا بلغ من التهديد في اللفظ والمعنى ما بلغ أمر الربا، فقال الله عز وجل: "يا أيها الذين ءامنوا اتقوا الله وذروا ما بقي من الربا إن كنتم مؤمنين، فإن لم تفعلوا فأنونا بحرب من الله ورسوله".¹

يقول صاحب الظلال: "والله الحكمة البالغة، فلقد كانت للربا في الجاهلية مفسده وشورره، ولكن الجوانب الشائنة القبيحة من وجهه الكالح ما كانت كلها بادية في مجتمع الجاهلية كما بدت اليوم، وتكشفت في عالمنا الحاضر... والبشرية الضالة التي تأكل الربا وتوكله تنصب عليها البلايا الماحقة الساحقة من جرّاء هذا النظام الربوي في أخلاقها ودينها وصحتها واقتصادها، وتتلقى - حقا - حربا من الله تنصب عليها النعمة والعذاب".²

ولا بد من الإشارة إلى أن سعر الفائدة (الربا) في السوق النقدي هو المحرك والموجه لسلوك المضاربين اتجاه قرار تصرفاتهم بخصوص السندات تحديدا في السوق المالي، وقد أشار كينز منذ القرن الماضي إلى هذه الآفة، فحينما يرتفع سعر الفائدة في السوق النقدي يتم عرض فائض من السندات في السوق المالي ومؤديا إلى انخفاض قيمتها السوقية، والحال هذه يتجه المضاربون إلى اقتناء السندات انتظارا لانخفاض سعر الفائدة (الربا) في السوق النقدي الذي من شأنه أن يرفع من القيمة السوقية للسندات في السوق المالي، ليتخذوا قرار البيع ويحصلوا على فارق السعر.

وإذا كانت المضاربة سلوك سيء لها تأثير حاد وخطر على النشاط الاقتصادي، مما يعيق تطوره ونموه، فإن سعر الفائدة (الربا) كان الأسوأ، إذ هو المحرك لتلك المضاربة وهو المحدد لاتجاهاتها، فجميع التغيرات في سعر الفائدة النقدي لها انعكاسات في شكل قرارات يتخذها المضارب في السوق المالي، باختصار كان الأسوأ لأنه شق وحدات النقد إلى شقين مختلفين تماما: نقود عاملة تتعلق بالمبادلة، ونقود عاطلة تتعلق بالمضاربة.*

1 - سورة البقرة، الآية: 278-279.

2 - أشرف محمد دوابه، دور الأسواق المالية في تدعيم الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية، مرجع سابق، ص 282.

* - لمزيد من التفصيل عن نشاط المضاربة وتأثيرها السلبي على النشاط الاقتصادي وفق التحليل الكنزي، راجع: مروان عطون، مرجع سابق، ص ص 136-145.

2- الخلو من الغرر:

لغة، نقول: غَرَّ الرجلُ، غَرَارَةً، وَغَرَّةً: جَهَلَ الأمورَ وَغَفَلَ عنها، فهو غِرٌّ، وَغَرَّ الماءُ: نَضَبَ، وَغَرَّ فلاناً، غَرّاً، وَغُروراً: خدعه وأطمعه بالباطل، وَغَرَّ فلاناً: أصاب غرته ونال منه ما أراد، وَغَرَّرَ به تغريراً، وَتَغَرَّرَ، عَرَّضَهُ للهَلَكَةِ، وَاعْتَرَّ فلان: غَفَلَ، وَاعْتَرَّ بكذا: خُدِعَ به، وَاعْتَرَّ فلاناً: طلب غَفْلَتَهُ، وَاعْتَرَّ الأمرُ فلاناً: أتاه على غفلة منه، وَالعَرَرُ: الخطر، وَالتعريض للهَلَكَةِ، وَحَبَلٌ غَرَرٌ: غير موثوق به.¹

والغرر في الاصطلاح: "هو الشيء الذي يكون مجهول العاقبة، لا يدري الإنسان أيكون أم لا، وقيل: هو ما انطوى عنه أمره وخفى عليه عاقبته، وقيل: هو استتار عاقبة الشيء وتردده بين جهتين ممكنتين، وقيل: هو ما تردد بين أمرين ليس أحدهما أظهر".²

وبيع الغرر: "هو البيع الذي ينطوي على جهالة في عين المبيع، أو في صفة من صفاته الجوهرية، أو في ثمن المبيع".³

والغرر ينتفي عن الشيء بأن يكون: معلوم الوجود، معلوم الصفة، معلوم القدر، مقدورا على تسليمه وذلك في الطرفين: الثمن والمثمن، وأيضا معلوم الأجل إن كان بيعا مؤجلا.⁴

إن كل التعاقدات والصفقات يجب أن تكون خالية من الغرر، لأنه يتضمن خطرا يلحق بأحد المتعاقدين، فيؤدي إلى ضياع ماله، ذلك أن بيع الغرر هو بيع الشيء الاحتمالية غير المحققة الوجود أو الحدوث لما فيه من مغامرة وتغريير.⁵

وقد نهى عنه الشارع ومنعه في الحديث الصحيح: "نهى رسول الله، صلى الله عليه وسلم، عن

بيع الغرر".⁶

1 - إبراهيم أنيس وآخرون، مرجع سابق، ص 680-681.

2 - محمد شكرى الجميل العدوى، مرجع سابق، ص 121.

3 - نفس المرجع، ص 122.

4 - نفسه.

5 - خالد محمود الزهار، رامي صالح عبده، مرجع سابق، ص 14.

6 - زكريا سلامة عيسى شطناوي، مرجع سابق، ص 136.

ويشمل الغرر صوراً عديدة، منها الجهالة في الوجود، أو الحصول، أو الأجل، وفي بعض الصور غير محدد في نوعه ومقداره، وفي بعضها مجهول الحالة والصفة جرياً وراء ربح يزيد عن الحد في مقابل خسارة تفوق المعتاد، ومن أعراضه تعلق العقد على خطر.¹

والحكمة من تحريم الغرر هو منع الظلم، وما يؤدي إليه من عداوة وبغضاء، ففي الغرر أكل المال بالباطل.²

ويدخل في بيع الغرر النهي إجماعاً عن مسائل كثيرة، منها بيع المعدوم والمجهول وما لا يُقدر على تسليمه.*

قال النووي، رحمه الله: "النهي عن بيع الغرر أصل من أصول الشرع يدخل تحته مسائل كثيرة"³، وهذا يعني أن التعاقد في ظروف عدم تأكد مفرط (Uncertainty) غير مشروع.⁴

وتعتبر المضاربة بالمفهوم الوضعي من الصور الحديثة لبيع الغرر،⁵ بحيث يقوم بها الأفراد أو المضاربون بهدف الحصول على عائد من فروق الأسعار فقط، وتؤدي هذه العمليات إلى عدم استقرار السوق، لما ينتج عنها من تغيرات في الأسعار تحت تأثير المضاربة على الصعود والهبوط، ولا يخفى ما يؤدي إليه اختلال الأسعار من اضطراب في النشاط الاقتصادي بصفة عامة.⁶

كما أن العديد من العمليات في سوق الأوراق المالية يتم بغرض كسب فروق الأسعار ودون إحضار للسلعة أو الأوراق المالية موضوع التعامل، فلا البائع يسلم ما باعه ولا المشتري يستلم ما اشتراه، والثمن في العقود الأصلية يؤجل إلى موعد التصفية ولا يُدفع في مجلس العقد، والسلع تُباع وهي في ذمة البائع الأول قبل أن يحوزها المشتري الأول.

1 - أشرف محمد دوابه، دور الأسواق المالية في تدعيم الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية، مرجع سابق، ص 284.

2 - أميرة عبد اللطيف مشهور، مرجع سابق، ص 247.

* - بيع المعدوم: هو الذي لا يوثق حصوله، كبيع الثمر قبل بدو صلاحه، حيث قد يكون معرض للتلف. وبيع المجهول: قد يكون مجهولاً مطلقاً، أو مجهول الجنس أو القدر. وبيع ما لا يقدر على تسليمه: كبيع الطير في الهواء والسماك في الماء.

3 - خالد محمود الزهار، رامي صالح عبده، مرجع سابق، ص 14.

4 - نفسه.

5 - أميرة عبد اللطيف مشهور، مرجع سابق، ص 249.

6 - نفسه.

ومن العمليات الأكثر شيوعاً والتي تشتمل على الغرر، هي:

- بيع الإنسان ما لا يملك.
- البيع قبل القبض.
- بيع الدين بالدين.

3- الخلو من القمار والميسر:

إن الغرر المفرط يماثل القمار،¹ أما الميسر فهو الربح الناتج عن لعبة الحظ، قال الله عز وجل: "يا أيها الذين ءامنوا إنما الخمر والميسر والأنصاب والأزلام رجس من عمل الشيطان فاجتنبوه لعنكم تغفلون، إنما يريد الشيطان أن يوقع بينكم العداوة والبغضاء في الخمر والميسر ويصدكم عن ذكر الله وعن الصلاة فهل أنتم منتهون".²

إن النشاط الرئيسي لسوق الأوراق المالية يتحول بفعل سلوك المقامرين من الاستثمار الحقيقي إلى عمليات صورية، يؤجل فيها كلا طرفي المعاوضة (الثمن والسلعة) سعياً وراء انتهاز الفرص الناشئة عن تغيرات الأسعار، فإن صحت توقعاتهم ربحوا، وإن لم تصح انتكسوا وخسروا. وبهذا أدى القمار إلى سلوكيات ضارة لكسب فروق الأسعار من خلال الإشاعات الكاذبة، اعتماداً على حساسية السوق اتجاه تلك الإشاعات.

وإلى جانب الإشاعات الكاذبة، توجد الأوامر المتقابلة التي يهدف المقامرون منها إيجاد حركة مصطنعة في السوق عن طريق زيادة عمليات الشراء الصورية إذا كان هدفهم رفع الأسعار، وزيادة عمليات البيع الصورية إذا كان هدفهم خفض الأسعار.³

كما أن عقود المشتقات تمثل قيماً تُشتق من قيم أخرى بقصد المضاربة، وهي علاقات تعاقدية غير مرتبطة بأصول، ولكن التزام بين طرفين يتعلق بسعر فائدة أو عملة أو سهم، ينتج عنها سلع وهمية في السوق، يتم المقامرة على أسعارها بين من يضاربون على الصعود، ومن يضاربون على الهبوط، ويكسب المضارب أو يخسر الفرق.⁴

1 - خالد محمود الزهار، رامي صالح عبده، مرجع سابق، ص 14.

2 - سورة المائدة، الآية: 90-91.

3 - أشرف محمد دوابه، دور الأسواق المالية في تدعيم الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية، مرجع سابق، ص 279.

4 - نفسه.

فمثلا عقود المستقبلات، يتم فيها الاتفاق على شراء أو بيع كمية من أدوات مالية (مؤشر بورصة، عملات ...) لتاريخ محدد في المستقبل، وبسعر متفق عليه الآن في سوق المال، وهي لا تتضمن بالضرورة دفع ثمن أو تسليم سلعة، بل تُصَفَّى المراكز غالبا قبل موعد الاستحقاق، والغرض كسب فروق أسعار بين توقعات المراهنين أو المغطيين للمخاطر.¹

وحق الخيار أيضا له ظاهر وباطن، فظاهره أنه عقد بيع عادي مع خيار الشرط، وحقيقته أنه رهان لا يمدُّ إلى عقد البيع بأي صلة، ففي حالة تغير السعر لغير صالح مشتري الخيار، فإن محرر الخيار يكسب ثمن الخيار، أما في حالة تغير السعر لصالحه، فإن مشتري الخيار يكسب فرق السعر.

كما أن مصطلح المضاربة (Speculation) المستخدم في أسواق الأوراق المالية عندما يتعلق بأي عملية يغيب عنها بشكل كامل المعلومات المتعلقة بقيمة الورقة المالية أو تشوبها ظروف حالة عدم تأكد مفرطة، فإن الأمر يتعلق بمضاربة مماثلة للعبة الحظ أو القمار، وبالتالي تكون محرمة.²

إن القمار يؤثر تأثيرا سيئا في رأس المال، فهو يعتمد على تخمين تقلبات الأسعار في المستقبل، بعكس المخاطرة والتي تعتمد على جدوى الاستثمار، وتتأثر سوق الأوراق المالية في الواقع بالقمار أكثر منها بالمخاطرة، وهكذا تضطرب أسعار القيم ذات الأجل الطويلة ولا تُعَبَّر عن جدوى الاستثمار الحقيقية، وبهذا يصبح الاستثمار وبالتالي الاقتصاد القومي ألعوبة في يد المقامرین يحركونها حسب أهوائهم وطمعهم، وعلى حد قول كينز تحولت البورصة من سوق منافسة حرة تُحسِن تخصيص الموارد إلى نادٍ للقمار يلعب فيه المقامرون بمقدرات الأمم الاقتصادية.³

4- النهي عن بيع الدين بالدين:

وبيع الدين نسيئة، هو ما يعرف ببيع الكالئ، وهو بيع ممنوع شرعا، سواء كان البيع للمدين أم لغير المدين، لأن النبي، صلى الله عليه وسلم، نهى عن بيع الكالئ بالكالئ.⁴

1 - نفس المرجع، ص 280.

2 - خالد محمود الزهار، رامي صالح عبده، مرجع سابق، ص 15.

3 - أشرف محمد دوابه، دور الأسواق المالية في تدعيم الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية، مرجع سابق، ص 281.

4 - أشرف محمد دوابه، الأزمة المالية العالمية: رؤية إسلامية، مرجع سابق، ص 111.

يقول ابن القيم: "والكالي هو المؤخر الذي لم يقبض، كما لو أسلم شيئاً في الذمة وكلاهما مؤخر، فهذا لا يجوز بالاتفاق، وهو بيع كالي بكالي".¹

وبالتالي، فإن بيع الدين بالدين غير جائز، دلّ على عدم جوازه النص والإجماع.²

وأصل التحريم في بيع الدين بالدين هو ما جاء في الحديث الصحيح الذي ينهى عن بيع الغرر، واتفاق الفقهاء على أن بيع الكالي بالكالي يدخل في الغرر الكثير، وليس الأصل في تحريمه كما يتوهم البعض حديث النهي عن بيع الكالي بالكالي، وهو حديث ضعيف الإسناد.*

وفي هذا الصدد، يقول ابن عرفة المالكي: "وتلقي الأمة هذا الحديث بالقبول يغني عن طلب الإسناد فيه، كما قالوا لا وصية لوارث، وهذا أصل تشريعي وأساس مقرّر في نظر المحققين من المحدثين والفقهاء".³

فلا يجوز في البيع الاتفاق على التسليم المؤجل للثمن والسلعة، لأنه بيع كالي بكالي.⁴

5- النهي عن بيع النجش:

النجش هو الزيادة في ثمن السلعة ممن لا يريد شراءها ليقع غيره فيه، وقد سمي هذا البيع بذلك لأن الناجش يثير الرغبة في السلعة، ويرتفع سعر السلعة دون مبرر، كما يدخل في النجش من يُخبر بأنه اشترى سلعة بأكثر مما اشتراها به ليُغرّ غيره بذلك.

ويظهر النجش في أسواق الأوراق المالية عن طرق الإشاعات الكاذبة والأوامر المتقابلة التي تهدف إلى إيجاد حركة مصطنعة في الطلب والعرض على الأوراق المالية في السوق، واستغلال الظواهر النفسية لجماهير المتعاملين في السوق الذين يتحركون بغريزة الخوف لا بدافع العقل.⁵

1 - نفس المرجع، ص ص 111-112.

2 - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص 812.

* - روي عن ابن عمر "أن النبي، صلى الله عليه وسلم، نهى عن بيع الكالي بالكالي"، هذا الحديث ولو كان ضعيفاً، إلا أن هذا لا يعني الحكم بجواز بيع الكالي بالكالي، لأن الفقهاء مجمعون على تحريمه. أنظر: محمد صبري هارون، أحكام الأسواق المالية: الأسهم والسندات. ط 2، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2009م، ص ص 245-246.

3 - أشرف محمد دوابه، الأزمة المالية العالمية: رؤية إسلامية، مرجع سابق، ص ص 112-113.

4 - نفس المرجع، ص 113.

5 - أشرف محمد دوابه، دور الأسواق المالية في تدعيم الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية، مرجع سابق، ص 282.

والإسلام يرفض هذا الخداع الباطل، فقد روى البخاري عن ابن أبي أوفى: "الناجش آكل ربا خائن، وهو خداع باطل لا يحل"¹، وروى ابن عمر أن الرسول، صلى الله عليه وسلم، نهى عن النجش.²

6- الخلو من التحكم في الأسعار والاحتكار:

وقد حرم الشارع الحكيم الاحتكار ونهى عنه لما فيه من الجشع والطمع وسوء الخلق والتضييق على الناس، والاحتكار هو شراء الشيء وحبسه ليقل بين الناس فيغلوا سعره ويصيبهم بذلك الضرر،³ فعن ابن عمر، رضي الله عنهما، قال: قال رسول الله، صلى الله عليه وسلم: "الجالب مرزوق والمحتكر ملعون"⁴، وعن معقل بن يسار قال: قال رسول الله، صلى الله عليه وسلم: "من دخل في شيء من أسعار المسلمين ليغليه عليهم كان حقا على الله أن يقعه بعظم من النار يوم القيامة"⁵.

وعن معمر بن عبد الله، رضي الله عنه، أن النبي، صلى الله عليه وسلم، قال: "لا يحتكر إلا خاطئ"⁶.

ويظهر الاحتكار في أسواق الأوراق المالية فيما يسمى "عمليات الإحراج"، والتي يسعى من خلالها المتآمرون إلى جمع وحبس الأوراق المالية ذات النوع الواحد في يد واحدة، ثم التحكم في السوق واستغلال حاجة المتعاملين بالسوق تعاملًا آجلًا للوفاء بالتزامهم، عن طريق فرض سعر معين عليهم بالنسبة لتلك الأوراق.⁷

1 - أميرة عبد اللطيف مشهور، مرجع سابق، ص 252.

2 - نفسه.

3 - خالد محمود الزهار، رامي صالح عبده، مرجع سابق، ص 15.

4 - أشرف محمد دوابه، نحو سوق مالية إسلامية، مرجع سابق، ص 143.

5 - نفسه.

6 - أشرف محمد دوابه، دور الأسواق المالية في تدعيم الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية، مرجع سابق، ص ص 283-284.

7 - نفس المرجع، ص 283.

7- حرية التعاقد:

لقد ضمن الإسلام حرية التعاقد، فلا يتم ولا يصح التعاقد إلا برضى الطرفين، قال الله عز وجل: "يا أيها الذين ءامنوا لا تأكلوا أموالكم بينكم بالباطل إلا أن تكون تجارة عن تراض منكم"¹.

8- حرية المنافسة:

ومعناه التقاء قوى العرض والطلب لتحديد أسعار الأوراق المالية المتداولة، والأصل في الإسلام عدم التدخل بفرض سعر معين للسلع المتداولة بالأسواق، حيث التعامل مبني على الحرية وصحة ما يترضى عليه المتعاقدان، ولا يتم التسعير إلا إذا حدث تعدي فاحش على السوق وانتشر الاحتكار، ويكون التسعير هنا دفعا للظلم وصيانة لحقوق الناس.

فلا ينبغي التسعير إلا إذا تعلق بدفع الضرر العام تطبيقاً لمبدأ الضرورة تقدر بقدرها، فلا تدخل في شؤون التسعير إلا بقدر ما يكفي حاجة الناس ويدفع الضرر عنهم.²

9- الإفصاح عن المعلومات بشكل دقيق وكاف ومتساو:

لقد أعطى الإسلام أهمية كبيرة لدور المعلومات في السوق، فحرم إعطاء معلومات غير صحيحة للمشتري، يقول النبي، صلى الله عليه وسلم: "البيعان بالخيار ما لم يفترقا أو قال حتى يفترقا، فإن صدقا وبيئنا بورك لهما في بيعهما، وإن كتما وكذبا محقت بركة بيعهما"³.

وهنا "صدقا وبيئنا"، تفيد ضرورة الإفصاح والبيان، فالغش في إعطاء معلومات عن سعر السلعة وأية معلومات أخرى مضللة أمر محرّم، وأكد علماء الإسلام على أن أية عملية تعاقد يجب أن تخلو من الغش والجهالة، وبالتالي فإن تأسيس سوق يتسم بالشفافية هو أمر في غاية الأهمية، ويجب أن تُعقد الصفقات من خلاله بعد الأخذ بعين الاعتبار كل المعلومات ذات العلاقة.⁴

¹ - سورة النساء، الآية: 29.

² - ماهر حامد محمد الحولي، التسعير شروطه وحكمه: دراسة فقهية مقارنة، بحث مقدم لليوم الدراسي حول: تحديد الأسعار والأرباح في الفقه الإسلامي، كلية الشريعة والقانون بالجامعة الإسلامية، غزة، 2006/8/8م، ص 28.

³ - خالد محمود الزهار، رامي صالح عبده، مرجع سابق، ص 15.

⁴ - نفس المرجع، ص ص 15-16.

كذلك فإن الإسلام يفرض أن يتم تمكين كل المستثمرين في السوق وبشكل متساو من الحصول على كافة المعلومات ذات العلاقة بالتدفق النقدي المتوقع وبقيمة الأصل، وهذا بالتأكيد يشمل حق المستثمرين في الحصول على المعلومات بدون أي غش.

10- المصالح المرسلّة:

لقد أطلق على الفقه الإسلامي "فقه المصالح"، بمعنى أنه يراعي في المقام الأول تحقيق مصالح العباد، كما رتب الأولويات، فمن مبادئ الأصولية أن الحكم الشرعي يدور مع المصلحة وجوداً وعدمًا، والأصل في المنافع الحل، وفي المضار المنع، وأن التصرف على الرعية منوط بالمصلحة، وكلما وجدت مصلحة أحيطت بما يلزمها من قواعد تحفظها.

وتندرج مصالح المجتمع التي تقرها الشريعة الإسلامية تحت الكليات الخمس التي تسمى مقاصد الشريعة، وكل مصلحة تظهر مع تطور الزمن يُطلق عليها مصلحة مرسلّة،¹ وتحقيق المصالح المرسلّة أصل هام من أصول النظام الإسلامي، حيث تحقق أساساً ديناميكياً في التشريع والتنظيم الإسلامي، وهذه الديناميكية ضرورية لمواجهة التحديات والعوامل المتغيرة والمتقلبة التي تواجه المجتمع الإسلامي.

ويدخل في نطاق المصالح المرسلّة، ما يتعلق بباقي القضايا التنظيمية لسوق الأوراق المالية، حيث تقع ضمن إطار ديناميكية النظام الإسلامي الذي توفره المصالح المرسلّة والتي تدور مع المنفعة الاجتماعية والتكلفة الناتجة عن تلك الإجراءات التنظيمية.

ومرّة أخرى، لا نبالغ إن قلنا أن ما تقدمه الشريعة الإسلامية لكفاءة سوق الأوراق المالية لم تقدمه أي من اللوائح والأنظمة، ففي سوق الأوراق المالية الإسلامية الأولويات واضحة جداً وكفاءة السوق مصانة من خلال المصالح المرسلّة.²

المطلب الثاني: بعض المسائل المتعلقة بسوق الأوراق المالية الإسلامية

الفرع الأول: مسألة السمسرة وحكمها الفقهي

يقوم السمسرة والوسطاء في سوق الأوراق المالية بدور مهم، فهم الذين يقومون بمهمة إدارة وتنظيم عمليات تبادل الأوراق المالية، وتوفير المعلومات اللازمة للبائعين والمشتريين، ولا يمكن التعامل في السوق إلا من خلالهم.

1 - نفس المرجع، ص 17.

2 - نفس المرجع، ص ص 17-18.

ويرجع اشتراط التعامل في سوق الأوراق المالية على السماسرة المرخص لهم إلى عدة أمور،

منها:¹

- حماية المستثمرين من استغلال المضاربين المحترفين.
- ضمان كفاءة الأداء العملي في سوق الأوراق المالية، كما يؤدي أيضا إلى توحيد قواعد التعامل.
- الدقة المتناهية للتعامل في الأوراق المالية (من ناحية السعر)، وأيضا خطورة تداولها (صعوبة إدراك ما يلحق بها من أخطاء شديدة الاحتمال).
- تحقيق نوع من المثالية في سوق الأوراق المالية، حيث المنافسة فيها تتم بشكل آمن مع السرعة في تحديد السعر.

1 - تعريف السمسار:

السمسار هو: "شخص تتم من خلاله عملية بيع وشراء الأوراق المالية لعملائه، إذ يتم توسطه لخبرته ومعرفته بالسوق، وهو في مقابل ذلك يستحق أجرا محددًا، يتم تحديده في إطار قانون سوق الأوراق المالية".²

التمييز بين السمسار والألفاظ المشابهة له:

يوجد تداخل في المهام بين وسطاء وسماسرة السوق، لذلك من المهم أن نوضح بإيجاز هذه المهام على النحو التالي:³

السمسار Broker: لا يمتلك الأوراق المالية، وتنحصر مهمته في الجمع بين البائع والمشتري وإتمام الصفقة بينهما لقاء عمولة محددة.

الوسيط المتعامل لمحفظته Dealer: يشتري الأوراق المالية لحسابه، ثم يبيعه لمن يرغب في الشراء، وهو أيضا يقوم بعمل السمسار.

الوكيل Agent: يحوز على الأوراق المالية، ولكن لا يملكها ولا يتعامل بها لمصلحته، ووظيفته الأساسية هو بيع وشراء الأوراق المالية لحساب عملائه بصفته وكيلًا عنهم.

1 - أحمد محمد لطفى أحمد، مرجع سابق، ص 245 (بتصرف).

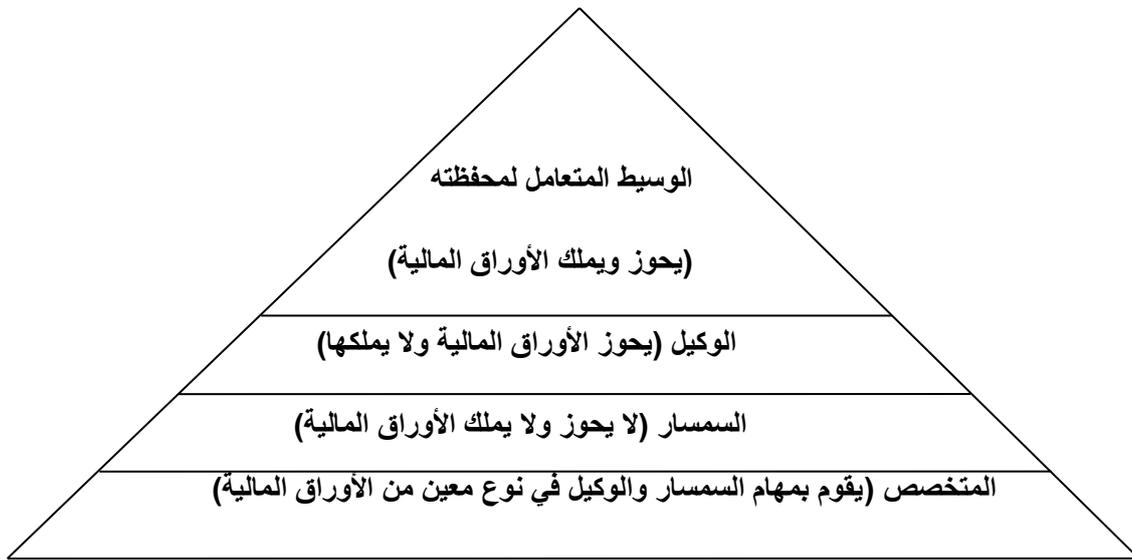
2 - نفس المرجع، ص 241 (بتصرف).

3 - أنظر: زياد رمضان، مروان شموط، مرجع سابق، ص 27. أشرف محمد دوابه، نحو سوق مالية إسلامية، مرجع سابق، ص ص 92-93.

المختص Specialist: يتخصص في التعامل في ورقة مالية معينة دون غيرها، ويجمع نشاطه بين السمسرة والاتجار، فهو يشبه السمسار من حيث أنه ينفذ معاملات لسماسرة آخرين مقابل عمولة، كما يشبه التاجر في أنه يتاجر لحسابه بيعا وشراء بهدف تحقيق الربح.

ويعمل المختص بطريقة تعمل على إبقاء السوق في حالة أداء منضبط ومنتظم ومستمر من خلال إحداث التوافق بين البائعين والمشتريين، وإذا لزم الأمر القيام بالبيع والشراء للمحافظة على الحركة المنتظمة للسوق، فهو في حقيقته صانع سوق Market Maker.

الشكل (3): مهام وسطاء وسماسرة سوق الأوراق المالية



المصدر: زياد رمضان، مروان شموط، مرجع سابق،، ص ص 26-27 (بتصرف).

والجدير بالإشارة إلى أن السماسرة قد يوظفون سماسرة آخرين، وكذلك المتعاملون لحسابهم (الوسطاء) قد يتعاملون مع متعاملين آخرين، وهكذا فالحدود بينهم ليست فاصلة، ولكن أهم نقطة اختلاف بينهم هي مدى إمكانية امتلاك الأوراق المالية وحيازتها.

2- الحكم الفقهي للسمسرة:

من خلال عرضنا لتعريف السمسار والمهام التي يقوم بها، يتبين أن السمسرة تعني التوكيل الذي يعطيه العميل للسمسار لبيع أو شراء أوراق مالية معينة نيابة عنه.

ومن هذا المنطلق، فإن عمل السمسار في سوق الأوراق المالية يدخل في باب الوكالة.

والوكالة هي: "تفويض شخص لغيره ما يفعله عنه حال حياته مما يقبل النيابة شرعا".¹

يقول أشرف محمد دوابه: " .. ولا نعلم خلافا في جواز التوكيل في البيع والشراء .. ".²

فالحكم الفقهي للسمسرة لا حرج فيها، لأنها نوع من الدلالة والتوسط بين البائع والمشتري، لتسهيل عمليات تبادل الأسهم والسلع والمنافع،³ بل أصبحت الوساطة التجارية في عصرنا الحاضر ضرورة لعقد المعاملات التجارية، ما بين استيراد وتصدير، وتجار تجزئة، وأصبح السماسرة يؤدون دورا مهما.

كما أن ما يأخذه السمسار من عمولة مقابل عمله، هو أمر جائز شرعا.⁴

قال ابن عباس: لا بأس بأن يقول: بع هذا الثوب فما زاد على كذا وكذا فهو لك، وقال ابن سيرين: إذا قال: بعه بكذا فما كان من ربح فهو لك أو بيني وبينك، فلا بأس به،⁵ وقال الرسول، صلى الله عليه وسلم: "المسلمون على شروطهم".⁶

الفرع الثاني: مسألة الأوامر وحكمها الفقهي

1- الأوامر (مفهومها، شروطها):

أ- مفهوم أوامر السوق:

الأوامر في اللغة:

الأمر هو نقيض النهي، قولك: اعمل كذا، قال الأصمعي: يقال: لي عليك أمرٌ مطاعةً، أي لي عليك أن أمرك مرة واحدة فتطيعني.⁷

1 - شعبان محمد إسلام البروراري، مرجع سابق، ص 61.

2 - أشرف محمد دوابه، نحو سوق مالية إسلامية، مرجع سابق، ص ص 94-95.

3 - محمد صبري هارون، مرجع سابق، ص 56.

4 - أشرف محمد دوابه، نحو سوق مالية إسلامية، مرجع سابق، ص 95.

5 - سيد سابق، مرجع سابق، ص 102.

6 - نفسه.

7 - أبو الحسين أحمد بن فارس بن زكريا، مرجع سابق، ص 73.

وجاء في المعجم الوسيط في معنى الأمر: الحال والشأن، والطلب أو المأمور به.¹

الأوامر في الاصطلاح:

يُراد بالأمر في اصطلاح المتعاملين في الأسواق المالية: "الطلب الصادر من شخص أو جهة ما إلى الوسيط، ببيع أو شراء أوراق مالية معينة".²

ب- شروط أوامر السوق:

يجب تحديد أمر السوق بكل وضوح منعا لأي التباس قد يحصل، ويتحقق الوضوح المطلوب ببيان:

- نوع الأوراق المالية موضوع الصفقة.
- كمية الأوراق موضوع الصفقة.
- السعر المطلوب موضوع الصفقة.

ولما كان السمسار مسؤولا عن تنفيذ الأمر، فله أن يطلب من عميله تقديم ضمانات مالية لتغطية الأوامر الصادرة عنه، وتكون هذه الضمانات في حالة البيع عبارة عن الأوراق المالية موضوع الصفقة، وفي حالة الشراء، فإن التغطية تكون عبارة عن مبلغ من المال يقدمه العميل إلى السمسار.³

هذا ويتم إصدار الأوامر من العميل إلى السمسار من خلال أمر مكتوب أو شفهي أو تليفوني أو بالفاكس أو الحاسب الآلي.⁴

2- أنواع الأوامر:

يمكن تقسيم أوامر السوق وفقا لعدة اعتبارات، من أهمها:

أ- أنواع الأوامر من حيث تحديد السعر، أو عدمه، وطريقة التحديد:

وفقا لهذا الاعتبار تتنوع الأوامر إلى ما يلي:

¹ - إبراهيم أنيس وآخرون، مرجع سابق، ص 46.

² - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص 525.

³ - محمد صبري هارون، مرجع سابق، ص 60 (بتصرف).

⁴ - أشرف محمد دوابه، نحو سوق مالية إسلامية، مرجع سابق، ص 97.

- الأمر محدد السعر (الأمر بالسعر المحدد):

وهو الأمر الذي يحدد فيه العميل للسمسار حدا معيناً للسعر الذي يجب أن يشتري أو يبيع به، فيحدد له السعر الأدنى في حالة البيع، والسعر الأعلى في حالة الشراء.¹

وهذا يقتضي أن يبادر السمسار إلى تنفيذ أمر الموكل، عندما يصل سعر الورقة في السوق إلى السعر المحدد أو أقل منه في حالة الأمر بالشراء، أو إلى السعر المحدد أو أعلى منه في حالة الأمر بالبيع.

وأهم ميزة لهذا النوع من الأوامر أن المستثمر يعرف مقدماً وعلى وجه اليقين الحد الأقصى للقيمة التي سيدفعها في حالة الأمر بالشراء، أو الحد الأدنى للقيمة التي سيحصل عليها في حالة الأمر بالبيع.

أما أهم عيوب هذا الأمر، هو أن سعر السوق قد لا يصل إلى السعر المحدد، ومن ثم لا تنفذ الصفقة حتى لو كان الفرق بين السعرين ضئيلاً.²

- الأمر بالسعر الأحسن: *

وهو الأمر الذي لا يحدد فيه العميل السعر الذي يرغب في إبرام التعامل به، وإنما يترك الأمر للسمسار لكي يتعاقد له بأفضل الأسعار الموجودة في السوق وقت تنفيذ العملية.³

ويتطلب هذا الأمر بعض المهارة الخاصة من السمسار وأن يجتهد في تحصيل أفضل الأسعار لعميله، فهو مطالب بأن يبيع بأعلى الأسعار التي يعرضها طالبو الشراء، في حالة الأمر بالبيع، وأن يشتري بأدنى الأسعار التي يطلبها مريدو البيع، في حالة الأمر بالشراء.

وهذا النوع من الأوامر يجري تنفيذه من قبل السماسرة فور تسلمهم لهذا الأمر من موكلهم، ووفقاً لأفضل الأسعار السائدة وقت التنفيذ.

1 - محمد صبري هارون، مرجع سابق، ص 63 (بتصرف).

2 - أشرف محمد دوابه، نحو سوق مالية إسلامية، مرجع سابق، ص 99.

* - وهو من أكثر الأوامر شيوعاً، ويُطلق عليه أيضاً: الأمر بالسعر الأفضل أو الأمر السوقي.

3 - أحمد محمد لطفى أحمد، مرجع سابق، ص 323.

ولذا عدّها بعضهم من قبيل الأوامر الفورية، التي لا تخضع لمدة محددة، بينما يرى آخر أنها من قبيل الأوامر اليومية، التي تنتهي بنهاية اليوم الذي صدرت فيه، إذا لم يتم تنفيذها خلال اليوم.

ومن أهم مزايا هذا النوع من الأوامر هي السرعة وضمن التنفيذ، أما أهم عيوبه، فهي أن المستثمر لا يمكن أن يعرف السعر الذي سينفذ به الأمر إلا عند إخطاره به، كما أن عليه قبول السعر السائد في السوق كقضية مسلم بها.¹

- الأمر بسعر الفتح أو بسعر الإقفال:

وهو الأمر الذي يوكل فيه العميل سمساره ببيع أوراق مالية أو شرائها بسعر الفتح (السعر الأول)، وهو السعر الذي تبلغه الورقة المالية عند افتتاح التعامل في السوق، أو بسعر الإقفال، وهو السعر الذي يتحدد للورقة المالية المعنية في آخر جلسة التداول قبيل إقفال السوق، وهذا الأمر يدخل في نطاق الوكالة المقيدة.

- الأمر بالبيع أو الشراء بسعر تقريبي:

وهو الأمر الذي يتم فيه تحديد السعر بطريقة تقريبية، وبمقتضاه يلتزم السمسار بالتعاقد بسعر يرتفع أو يقل قليلا عن السعر الذي حدده العميل، وذلك إذا لم يستطع التعاقد بنفس السعر أو التعاقد بسعر أفضل.²

وهذا الأمر يكون أكثر مرونة بالنسبة إلى الأمر بالسعر المحدد، حيث يترك للسمسار حرية تنفيذ الصفقة بسعر أعلى بقليل من السعر المطلوب عند الشراء، أو أدنى بقليل من السعر المطلوب عند البيع، لكن هذا الأمر غير مرغوب فيه عند العملاء العاديين بسبب المشكلات والاعتراضات التي تُثار عند تطبيقه.³

- الأمر الموقوف:

وهو الأمر الموقوف تنفيذه على بلوغ الأسعار في السوق سعرا محددًا، فهو أمر بالبيع إذا انخفض السعر إلى حد معين أو أقل منه، وأمر بالشراء إذا ارتفع السعر إلى مستوى معين أو أكثر منه،

¹ - أشرف محمد دوابه، نحو سوق مالية إسلامية، مرجع سابق، ص 98.

² - أحمد محمد لطفى أحمد، مرجع سابق، ص 325.

³ - محمد صبري هارون، مرجع سابق، ص 66.

بحيث لا يمكن للسماز تنفيذ الأمر إلا إذا وصلت الأسعار في السوق إلى ذلك السعر المحدد أو تجاوزته.

ويلاحظ أنه بمجرد بلوغ سعر السوق للسعر المحدد في الأمر يصبح الأمر الموقوف أمرا سوقيا، وعلى ذلك، فإن على السماسر أن يُبادر إلى تنفيذ الأمر بأفضل سعر ممكن، حتى لو انخفضت الأسعار عن السعر المحدد في حالة الأمر بالبيع، أو زادت عليه في حالة الأمر بالشراء.

ومن مزايا الأمر الموقوف أنه أداة للحد من تضاول هامش الربح أو زيادة الخسائر التي يمكن أن يمني بها العميل، كما تعفيه من ملاحظة حركة السوق طوال اليوم بهدف حماية نفسه من تغيرات سعر السوق.

أما من أهم عيوب هذه الأوامر، أنه إذا كان السعر المحدد قريبا من سعر السوق، فإن تغيرا مؤقتا في السعر يعني تنفيذ الأمر، مما يلحق الضرر بالمستثمر بدلا من حماية مصالحه، وفي المقابل إذا كان السعر المحدد بعيدا عن سعر السوق، فإن تنفيذ الأمر قد يصبح مستحيلا، كذلك فإنه طالما الأمر الموقوف يتحول إلى أمر سوق بعد أن يتعدى سعر السوق السعر المحدد في الأمر، فإن الأمر قد ينفذ عند سعر قد لا يكون مقبولا للمستثمر خاصة إذا ما كانت التغيرات السعرية سريعة ومتلاحقة.¹

ب- أنواع الأوامر من حيث الشروط المقرونة بالأمر

وتتنوع هذه الأوامر إلى ما يلي:²

- الأمر بالبيع أو الشراء، مع اشتراط تنفيذ الأمر فور تسلمه من الموكل، أو إلغائه إذا لم يتمكن السماسر من ذلك.

- الأمر بالبيع أو الشراء، مع اشتراط تنفيذ الأمر كله، وذلك ببيع أو شراء العدد المنصوص عليه من الأوراق، أو إلغاء الأمر إذا لم يتمكن السماسر من ذلك.

- الأمر بالبيع أو الشراء، مع اشتراط تنفيذ الأمر كله أو جزء منه فور تسلمه، وإلغاء الأمر إذا لم ينفذ.

- الأمر ببيع أو شراء أوراق مالية معينة، بشرط أن يكون السماسر قد اشترى أو باع أوراقا مالية أخرى وُكِّلَ بشرائها أو بيعها قبل ذلك.

1 - أشرف محمد دوابه، نحو سوق مالية إسلامية، مرجع سابق، ص 104.

2 - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص ص 535-536.

ج- الأمر المؤقت:

ويتضمن هذا الأمر النوعين التاليين:

- الأمر المحدد بزمن أو بمدة:

يكون لهذا الأمر حد معين من حيث فترات زمنية تمثل فترة سريان الأوامر الصادرة من العملاء بسعر محدد سواء كانت بيعا أو شراء، وتفصيل ذلك على النحو التالي:

- بالنسبة للأوامر الصادرة بسعر السوق، فإنه يتم تنفيذها فوراً بسعر السوق، ولذلك فليس هناك مدة لسريانها.

- أوامر سارية المفعول ليوم واحد، وهذه الأوامر صالحة لليوم الذي صدر فيه الأمر فقط، كما أنه إذا ورد الأمر مطلقاً من غير توقيت بمدة محددة، فإنه يعتبر أمراً يومياً، أي أنه يبطل بنهاية العمل في اليوم الذي صدر فيه إذا لم يتم تنفيذه.

- أوامر سارية المفعول لتاريخ معين، ويتم إلغاؤها تلقائياً بعد هذا التاريخ.

- أوامر سارية المفعول لمدة أسبوع.

- أوامر سارية المفعول صالحة لمدة شهر.

- الأمر مفتوح المدة:

وهو الأمر الذي يظل قائماً إلى أن يتم تنفيذه، أو إلغاؤه من طرف العميل الموكل.

وما يؤخذ على هذا الأمر، أنه ليس له أولوية في التنفيذ، ففي حالة ارتفاع السعر السوقي، يعطي السمسار الأولوية لأوامر البيع المحددة التي سبق الإشارة إليها، بينما قد لا تتاح فرصة بالمرّة لأوامر البيع المفتوحة، وكذلك الحال عند انخفاض السعر السوقي، حيث يعطي السمسار الأولوية لأوامر الشراء المحددة قبل أوامر الشراء المفتوحة.

د- الأمر المطلق (الأمر الحر):

وهو نوع من الأوامر، يترك فيه العميل لسمساره الحرية في بيع أو شراء ما يراه مناسباً من الأوراق المالية، حيث يفوضه في اختيار نوع الأوراق، وعددها، وسعرها، والوقت المناسب لتنفيذ الأمر.

كما قد تكون حرية السمسار مقيدة، فيقتصر الأمر على حرية السمسار في السعر واختيار وقت تنفيذ الأمر فقط، أو تكون له حرية مطلقة في الشراء أو البيع ولكن في حدود مبلغ معين.

وفي كل الأحوال، يقتصر التعامل بهذا النوع من الأوامر على العملاء الذين تتوافر لديهم ثقة كاملة في كفاءة وأمانة السمسار.

وما يميز هذا النوع من الأمر، أنه يمنح السمسار قدرا كبيرا من المرونة، حيث يمكنه اغتنام الفرص المتاحة في السوق بما يراه مناسباً، كما أنه يناسب العملاء الذين لا يرغبون بالانشغال بمحفظه الأوراق المالية.

إلا أن هذا الأمر نادر الاستخدام نتيجة بعض العيوب المرتبطة به، ومن ذلك أنه يُحْمَل السمسار عبئا وجهدا إضافيا، كما أنه قد يحقق نتائج غير مرضية في نظر بعض العملاء، فضلا عن ذلك الصعوبة التي يواجهها العميل في معرفة مركزه المالي مع سمساره نتيجة التذبذب الشديد والمستمر في أرصدة حساباته.¹

3- الحكم الفقهي للأوامر:

تدخل أوامر السوق المشار إليها في باب الوكالة المطلقة أو المقيدة، وقد جاء في شأن الوكالة أنها مشروعة لحاجة الناس إليها، فليس كل إنسان قادرا على مباشرة أموره بنفسه، فيحتاج إلى توكيل ليقوم بها بالنيابة عنه.

وبناء على ذلك، تكون الأوامر السابق الإشارة إليها جائزة شرعا ما دامت الأوراق المالية محل الأوامر مشروعة وينتفي وجود محظور شرعي يخل بجوازها.*

الفرع الثالث: مسألة التسعير وحكمه الفقهي

1- مفهوم التسعير:

¹ - أشرف محمد دوابه، نحو سوق مالية إسلامية، مرجع سابق، ص 106.

* - للاطلاع على أحكام الأوامر المشار إليها على الترتيب المذكور، أنظر: مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص ص 540-541، ص ص 541-545، ص ص 545-546، ص 546، ص 547، ص ص 553-554، ص ص 548-553، ص ص 554-562.

التسعير في اللغة:

السِعْرُ: الذي يقومُ عليه الثمنُ، وجمعه: أَسْعَارٌ، وقد أَسْعَرُوا وسَعَّرُوا بمعنى واحد: اتفقوا على سِعْرٍ، والتَّسْعِيرُ: تقدير السِعْرِ،¹ والتَّسْعِيرُ الجَبْرِيُّ: أن تحدّد الدولة بما لها من السلطة العامة ثمنا رسميا للسلع، لا يجوز للبائع أن يتعدّاه.²

التسعير في الاصطلاح:

المراد بالتسعير في اصطلاح المتعاملين في أسواق الأوراق المالية: تحديد السعر الذي تلتقي عنده عروض البيع وطلبات الشراء، بحيث يتم عنده تداول أكبر عدد ممكن من الأسهم، وذلك عند بدء التعامل على سهم معين، ليتم تدوينه على لوحة الأسعار.

ويسمى هذا السعر بـ (سعر البورصة)، كما يُسمى أيضا بسعر السوق، حيث يشير إلى: "القيمة التي تبلغها ورقة مالية معينة أثناء إحدى جلسات سوق الأوراق المالية، والذي يسجل بعد انتهاء الجلسة في لوح التسعيرة، ويعكس سعر ورقة مالية معينة القيم المختلفة التي تلاقت عندها طلبات البيع والشراء لهذه الورقة".³

والتسعير بهذا المعنى، يتفق مع جاءت به الشريعة الإسلامية، حيث إن التعامل في شريعة الإسلام مبناه على الحرية وصحة ما يتراضى عليه المتعاقدان، والتراضي الكامل لطرفي العقد يعني ترك تحديد السعر لظروف العرض والطلب، وفي هذا منع للضرر الذي يعوق حركة التعامل في الأسواق.⁴

2- أنواع الأسعار التي تعلن عنها سوق الأوراق المالية:

يتم الإعلان في سوق الأوراق المالية عن الأسعار الآتية:⁵

1 - أبو الفضل جمال الدين محمد بن مكرم ابن منظور الإفريقي المصري، لسان العرب. المجلد الرابع، دار صادر، بيروت، ص 365.

2 - إبراهيم أنيس وآخرون، مرجع سابق، ص 456.

3 - محمد صبري هارون، مرجع سابق، ص 68.

4 - أشرف محمد دوابه، نحو سوق مالية إسلامية، مرجع سابق، ص 109-110.

5 - شعبان محمد إسلام البروراري، مرجع سابق، ص 77.

- سعر الفتح (Opening Price): وهو أول سعر يحدد للورقة المعنية بعد افتتاح السوق.

- أعلى سعر للورقة المالية (Higher Price).

- أدنى سعر للورقة المالية (Lower Price).

- سعر الإقفال (Closing Price): وهو آخر سعر في جلسة السوق يسجل للورقة المالية المعنية.

إن الوقوف على هذه الأسعار، ومعرفة كيفية أخذ متوسط الأسعار، وتحليل الاتجاه العام لتطور السعر من خلال بناء جداول الأسعار والرسومات البيانية يساعد على اتخاذ قرار الاستثمار بشكل سليم خلال فترة زمنية محددة.

3- طرق التسعير وأحكامها الفقهية:

يتم تسعير أي سهم من الأسهم عند بداية التعامل اليومي، وذلك من خلال عدة طرق تختلف من حيث الأسلوب، ومنها ما يلي:

أ- التسعير بالمناداة:

ويتم ذلك بأن يجتمع مندوبو الوسطاء، أو الوسطاء أنفسهم، ومعهم عروض البيع وطلبات الشراء، وذلك في صباح كل يوم داخل منطقة مُسَيَّجة، يقف وسطها الدَّالُّ المختص،* ومعه جهاز مكبر الصوت، يُسَهِّلُ له الاتصال بالشخص المكلف بكتابة الأسعار على اللوحة المعدة لكل سهم.¹

وعند افتتاح التعامل يكون كل سمسار قد أخذ مقعده في مكان مخصص له، وعند ذلك يفتتح الدَّالُّ المُسَعِّرُ باب المبادلة بالمناداة على سهم معين، مقترحا سعرا معيناً، يكون في العادة سعر الإقفال لذلك السهم في اليوم السابق، حيث يتم إبلاغ الموظف المختص بهذا السعر، ليقوم بتدوينه على لوحة الأسعار.²

عند ذلك يبدأ السماسرة الذين يحملون أوامر شراء أو بيع بالسعر الأفضل بالمناداة بصوت عال، يقول الراغب في الشراء: (أنا آخذ)، ويقول الراغب في البيع: (أنا معي).

* - الدَّالُّ: من يعرض بضائع البائعين على عدة مشترين أمام المأ على أن يسلمها لمن يعطي أعلى سعر.

1 - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص 567.

2 - نفس المرجع، ص ص 567-568.

ويرفقون بمناداتهم الشفهية هذه إشارة من اليد،* وذلك بوضع الساعد أفقياً في اتجاه الجسم في حالة الشراء، ورأسياً في حالة البيع، وذلك حتى يتم التوازن المطلوب.¹

في هذه الأثناء يتم عقد صفقات مبدئية بين السماسرة بالسعر المعلن، فإن انقطعت الأصوات بعد ذلك، تم اعتماد هذا السعر وتدوينه على اللوحة، ليكون هو السعر الرسمي، وعند ذلك تتحول الصفقات المبدئية إلى عقود نهائية.

أما لو افترضنا أن عدد الأسهم التي تضمنتها طلبات الشراء التي تتوافق مع السعر المحدد تفوق عدد الأسهم التي تضمنتها عروض البيع عند نفس السعر (وجود فائض في طلب الشراء)، فهذا يعني أنه ستظل هناك أصوات تنادي (أنا آخذ)، مما يعني أن هذا السعر لم يحقق التوازن بين عروض البيع وطلبات الشراء.

عند ذلك يعلن الدَّالُّ سعراً أعلى، وعند هذا السعر قد تختفي طلبات الشراء، وتظهر عروض بيع جديدة، فإن بقيت هناك أصوات تنادي (أنا آخذ)، فهذا يعني أن هذا السعر لم يحقق التوازن أيضاً.

وفي هذه الحالة يستمر الدَّالُّ في إعلان سعر أعلى حتى يصل السوق إلى أول فائض في عرض البيع، في هذه الحالة يقارن الدَّالُّ بين السعرين الأخيرين، وسوف يختار الدَّالُّ السعر الرسمي الذي يتم عنده إبرام عقود البيع والشراء على أكبر كمية ممكنة من الأسهم و يحقق أقل نسبة من عدم الرضا، وبموجب ذلك تتحول الصفقات المبدئية بالسعر الرسمي إلى عقود نهائية.

حكم التسعير بالمناداة:

في حكم التسعير بالمناداة، يقول الدكتور مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان: "والذي يظهر لي جواز اتباع هذه الطريقة في الوصول إلى السعر الذي يحقق رغبة أكثر المتعاملين، وذلك أنه لا ظلم فيها لأحد من الأطراف، لأنه وإن ترتب عليها خروج عدد من المتعاملين من السوق عند تغيير السعر، إلا أنه يترتب على ذلك في الوقت نفسه دخول عدد آخرين، تزيد بدخولهم عدد الأوامر التي يمكن تنفيذها، وذلك لأنه لا يُعتمد إلا السعر الذي تُعقد عنده صفقات على أكبر عدد ممكن من الأسهم.

* - وذلك نظراً للفوضى والضجيج الذي يصاحب هذه الطريقة.

1 - محمد صبري هارون، مرجع سابق، ص 68.

ثم إن المتعاملين قد ارتضوا هذه الطريقة، وتعارفوها بينهم، ولا يترتب عليها مخالفة حكم شرعي، فكانت جائزة¹.

ومما هو محل بحث في هذا الطريقة، ما يحصل من عدم إتمام العقود التي أبرمت بالسعر الأول عند اعتماد سعر آخر ليكون هو السعر الرسمي للبورصة، حيث تعتبر هذه العقود ملغاة، ويتم إبرام عقود جديدة بالسعر الجديد، وذلك أنه عند تغيير السعر إلى سعر أعلى، فإن جميع البائعين بالسعر السابق سيكون من مصلحتهم إبرام عقود البيع بالسعر الجديد، لا بالسعر الأول.

وفي هذا الصدد، يقول مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان: "لم يظهر لي ما يعكر على جواز ذلك من الناحية الشرعية، وذلك لاتفاق طرفي العقد على أنه عقد مبدئي، وليس عقدا نهائيا، فهو في حقيقته عقد بيع مع اشتراط الخيار لكل منهما في إمضاء البيع أو فسخه مدة لا تتجاوز في العادة جلسة التداول التي هي محددة بساعات معينة من اليوم، وشرط الخيار جائز باتفاق الأئمة الأربعة، بل حكى غير واحد الإجماع عليه"².

ب- التسعير بالمقارنة أو الاعتراض:

يُدوّن في سجل خاص لكل ورقة مالية مختلف عروض البيع أو طلبات الشراء عليها، وتؤدي مجموع هذه التسجيلات إلى معرفة مقدار ما يُطلب بيعه أو شراؤه من الأوراق المالية، وحدود الأسعار المعروضة، وذلك عن طريق وسيط متخصص³.

وهذه الطريقة تسمى بالمعارضة، لأن كل واحد من الوسطاء (الذين سجلوا طلباتهم في حدود سعر معين) يعارض التسعيرة التي لا تلبي حاجته على الوجه المطلوب، وتتم التسعيرة بعد أن يهيئ المسعر (موظف السوق) سجلا بناء على البطاقات التي يتلقاها من الوسطاء كل صباح، ثم يقوم "الخبير" بدراسة العروض، وبناء على ذلك يحدد سعر السوق، بحيث يؤدي السعر المختار إلى تلبية أكبر عدد ممكن للعروض والطلبات⁴.

1 - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص 574.

2 - نفس المرجع، ص ص 574-575.

3 - شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص 76.

4 - محمد صبري هارون، مرجع سابق، ص 69.

ويتم حالياً استخدام الحاسب الآلي للقيام بهذه المهمة، بعد أن حل التداول بواسطة أنظمة التداول الإلكترونية محل التداول اليدوي.

ولأن سعر الافتتاح هو السعر الذي تتلاقى عنده أكبر كمية تراكمية لطلبات الشراء مع أكبر كمية تراكمية لعروض البيع، فإن هذه الطريقة تكون مناسبة في تحديد سعر الافتتاح لسهم معين، ويتم ذلك باتباع الخطوات الآتية:

- تحدد الكميات التراكمية للطلبات، وذلك بترتيبها من السعر الأدنى إلى السعر الأعلى (التكرار المتجمع الصاعد).

- تحدد الكميات التراكمية للعروض، وذلك بترتيبها من السعر الأعلى إلى السعر الأدنى (التكرار المتجمع النازل).

- يتم اختيار السعر الذي سيتم به تداول أكبر كمية ممكنة من الأسهم.

ويمكن توضيح ذلك بالمثال الآتي:

الجدول (23): طريقة تحديد سعر الافتتاح لسهم معين من خلال مثال افتراضي

السعر	45	30	25	15	12
عدد الأسهم المطلوبة	10	12	16	24	32
الكميات التراكمية لطلبات الشراء	10	22	38	62	94
عدد الأسهم المعروضة	60	45	25	15	5
الكميات التراكمية لعروض البيع	150	90	45	20	5
أكبر كمية تداول عند السعر المقابل	10	22	38	20	5

المصدر: إعداد الطالب.

وفق بيانات هذا الجدول، يتبين أن أعلى كمية تداول ممكنة هي 38، وتقابل السعر 25، فيكون هو سعر الافتتاح.

وإذا لم يتم التوصل إلى سعر التوازن في فترة الافتتاح، فإن النظام الآلي يعتبر سعر الإغلاق في اليوم السابق هو سعر الافتتاح.

حكم التسعير بالمقارنة:

تتفق هذه الطريقة مع طريقة المناذة في جوهرها، وما ترمي إليه من تحديد سعر التوازن، وتنفيذ أكبر عدد ممكن من أوامر البيع والشراء، إلا أنها تختلف عنها في أسلوب التنفيذ، فإذا كان التسعير في طريقة المناذة يتم شفهيًا، فإنه يتم في هذه الطريقة بأسلوب الفرز الكتابي لعروض البيع وطلبات الشراء، ثم استخراج السعر الذي يحقق التوازن بينهما، ولذلك فإن الحكم على هذه الطريقة، كالحكم في طريقة المناذة، وهو الجواز.¹

ج- التسعير بالصندوق:

وهي صورة من صور التسعير بالمقارنة، حيث تستخدم هذه الطريقة عندما تكون عروض البيع وطلبات الشراء في البورصة كثيرة ومتعددة، فيعمد الوسطاء إلى وضع عروضهم وطلباتهم في صندوق خاص، ثم تقوم لجنة السوق بحساب العروض والطلبات بعد فرزها، ومن ثم تحديد السعر بالأسلوب المتبع في الطريقة السابقة (طريقة المقارنة).

حكم التسعير بالصندوق:

لا يختلف التسعير وفقا لهذه الطريقة عنه في طريقة المقارنة، إلا في أن الأوامر تُجمع أولاً في صندوق، ثم يتم تجميعها من قبل الموظف المختص تمهيدا لفرزها، وهذا لا أثر له في الحكم من الناحية الشرعية، ولذلك فإن الحكم على هذه الطريقة هو الجواز.²

¹ - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص 576.

² - نفسه.

المبحث الثاني: أدوات الاستثمار المتاحة في سوق الأوراق المالية الإسلامية

لا شك أن تطوير أساليب وأدوات تعبئة الموارد المالية في البنوك الإسلامية أصبح أمراً مهماً وضرورياً في ضوء ما أفرزته الممارسات العملية للبنوك الإسلامية من نتائج خلال الفترات الماضية، حيث يجب تنويع الأوعية الادخارية التي تقدمها تلك البنوك بما يكفي لإشباع رغبات شرائح أكبر من المتعاملين معها.

وبما أن البنوك الإسلامية تواجه صعوبة تتمثل في عدم موافقتها بين مواردها والتي اتسمت في أغلبها بكونها قصيرة الأجل وأهدافها الاستثمارية طويلة الأجل، لذلك فإن إقبالها على التعامل في الأوراق المالية سوف يحد من هذه المشكلة.

ونظراً لأهمية سوق الأوراق المالية في المدى الطويل، فإن وجود أوراق وصكوك أو بالأحرى منتجات مالية إسلامية يعتبر شرطاً أساسياً لنجاح سوق الأوراق المالية الإسلامية وتحقيق غاياتها.

المطلب الأول: مفهوم الأوراق المالية الإسلامية ودورها في التمويل

الفرع الأول: مفهوم الأوراق المالية الإسلامية

يمكن تعريف الأوراق المالية الإسلامية (الصكوك الإسلامية) على أنها عبارة عن أوراق مالية، تصدرها جهات مختلفة (بنوك، شركات وحكومات)، وتقوم على أساس شرعي، ويتم تسويقها عبر البنوك أو شركات متخصصة أو شركات الوساطة المالية للجمهور في داخل الدولة وخارجها، تكون الصكوك متوسطة أو طويلة الأجل في العادة، وهي في شكل وثائق أو شهادات، وتصدر بموجب عقود شرعية وضوابط تفصل مالكيها ومصدريها، ويحدد العقد شروط إدارتها وتداولها، وتصدر الصكوك مستندة إلى أصول حقيقية أو منافع أو خدمات، وتعطي لصاحبها ملكية جزئية في هذه الأصول والخدمات والمنافع (ملكية على الشبوع).

وأهم ما تتميز به الأوراق المالية الإسلامية نذكر ما يلي:

- تمثل ملكية حصص شائعة في الموجودات، بعكس السندات الربوية التي يملك حاملها حقوق الورقة المالية فقط، دون استحقاق ثابت في أصل الموجودات.
- قابلية الورقة المالية الإسلامية للتداول (باستثناء صكوك السلم والاستصناع).

- تصدر الورقة المالية الخاصة بمشروع معين بفئات متساوية، لأنها تمثل حصصاً متساوية في ملكية المشروع.

- ضبط الإصدار والتداول بضوابط شرعية، شأنها في ذلك شأن كافة المعاملات المالية التي يجب أن تتم وفق القواعد المالية الإسلامية.

- الاعتماد على مبدأ المشاركة المتنوعة وتوزيع المخاطر.

الفرع الثاني: دور الأوراق المالية الإسلامية في التمويل

الصكوك الإسلامية لها أهمية اقتصادية تتمثل في:¹

- ✓ تساهم في إنعاش الاقتصاد، وذلك بالاستفادة من رؤوس الأموال التي تعزف عن المشاركة في المشاريع التي تُموَّل ربوياً.
- ✓ تتيح للحكومات والشركات الحصول على تمويلات مشروعة تساعد في التوسع في نشاطاتها.
- ✓ تحقيق عوائد مجزية للمستثمرين.
- ✓ بديل شرعي لشهادات الاستثمار والسندات الربوية.
- ✓ نشر الوعي الادخاري بين الجمهور، وهذا بدوره يؤدي إلى زيادة الوعي الاستثماري.
- ✓ المساعدة في تطوير أسواق المال المحلية الإسلامية من خلال إيجاد أوراق مالية إسلامية.
- ✓ تغطية جزء من العجز في الموازنة العامة للدولة الذي كان من المعتاد تغطيته بطباعة أوراق نقدية.
- ✓ تنويع وزيادة موارد الدولة، وبالتالي الصرف على المشاريع التنموية ومشاريع البنية التحتية.
- ✓ توفير تمويل مستقر وحقيقي للدولة ومن موارد موجودة أصلاً في الدورة الاقتصادية، مما يقلل من الآثار التضخمية.
- ✓ استقطاب الأموال الموجودة خارج الجهاز المصرفي.

كما أن التعامل بالصكوك الإسلامية يترتب عليه العديد من الفوائد والميزات على مستوى البنوك الإسلامية بصفة خاصة والتي يمكن إيجازها فيما يلي:²

1 - حسام الدين عبد الوهاب محمد، تطبيقات الصكوك الإسلامية في المصارف الإسلامية، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، العدد 1، 2013م، ص 40.

2 - أشرف محمد دوابه، دور الأسواق المالية في تدعيم الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية، مرجع سابق، ص 168.

✓ تمثل الصكوك الإسلامية تطويراً لمفهوم الوديعة المصرفية، حيث تتميز بدرجة عالية من المرونة التي تفتقر إليها تلك الوديعة، وذلك بقابلية هذه الشهادات للتداول، وتحقيقها الانسجام بين آجال الاستخدامات وآجال الموارد.

✓ توفر مصدراً أساسياً للتمويل طويل الأجل اللازم للنشاط الاستثماري في البنوك الإسلامية، مما يصحح من مسيرة هذه البنوك، ويمنحها قدرة أكبر على تحقيق أهدافها الاقتصادية والاجتماعية المأمولة.

✓ تخلص البنوك الإسلامية من عبء الأرصدة العاطلة دون تشغيل، والتي تمثل عبئاً على صافي الربح بالنسبة للودائع المشغلة، وذلك من خلال ربط الموارد بالاستخدامات.

✓ تحقيق رغبة أصحاب الأموال في توفير القدرة على استرداد أموالهم في آجال قصيرة، دون أن يؤثر ذلك على قدرة البنوك الإسلامية في توجيه هذه الأموال إلى المشروعات الاستثمارية طويلة الأجل، كما تتيح لأصحاب الأموال اختيار النشاط الاستثماري المناسب لرغباتهم.

المطلب الثاني: أنواع الأوراق المالية الإسلامية*:

اقترح العديد من الباحثين أدوات عديدة، يمكن أن تمثل البدائل الشرعية للأوراق المالية التقليدية، والتي من الممكن أن تُقام عليها سوق أوراق مالية إسلامية.

والواقع أن تلك الأوراق الإسلامية مبنية على أساس صيغ التمويل الإسلامي، ويعتبر هذا بمثابة تطوير في طريقة وآلية استخدام تلك الصيغ بما يمكن الاستفادة منها أكثر في مجال تحسين وتطوير العمل المصرفي الإسلامي.

الفرع الأول: صكوك المشاركة

يمكن تعريف صكوك المشاركة على أنها: "صكوك استثمارية، تمثل ملكية رأس مال المشاركة"¹.

وتهدف صكوك المشاركة إلى:

- إنشاء مشروع جديد.
- تطوير وتوسعة مشاريع قائمة.

* - نشير إلى أن التطبيقات العملية لهذه الأوراق أو الصكوك الإسلامية سيتم التطرق إليها في إطار الفصل الموالي.

1 - عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية: دورها في إنشاء وتطوير السوق المالية الإسلامية وإمدادها بالأدوات المالية الشرعية، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول: الأسواق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 2007م، ص 23.

- تمويل نشاط معين.

وصكوك المشاركة لها صور متعددة، أهمها:¹

1- الأسهم المباحة شرعا بجميع أنواعها.

2- صكوك المشاركة في مشروع معين والإدارة لمصدرها أو لجهة أخرى:

وذلك بأن يطرح البنك الإسلامي مجموعة من الصكوك بحصص متساوية، تخصص لمشروع معين سواء كان مشروعا صناعيا أو زراعيا أو تجاريا أو نحو ذلك، وتشارك جهة الإصدار نفسها بنسبة محددة (كالنصف أو الربع مثلا)، فيكون الجميع شركاء بما فيهم مصدر الصكوك، ثم تقوم جهة الإصدار أو جهة أخرى بإدارة هذا المشروع نظير نسبة من الأرباح إن تحققت.

ويمكن تصنيف صكوك المشاركة من حيث مدة المشروع إلى الآتي:²

أ- صكوك المشاركة الدائمة:

وهذه الصكوك لها تطبيقاتها من خلال الأسهم المباحة شرعا بجميع أنواعها، وكذلك يمكن للبنك الإسلامي أن يطرح صكوكا لمشروع معين، يشترك فيها البنك نفسه بنسبة معينة، ويُخصص الباقي لفئة المدخرين، على أن يتولى إدارة المشروع البنك الإسلامي، أو المجموعة المشاركة، أو جهة أخرى.

ب- صكوك المشاركة المؤقتة بفترة زمنية محددة:

ولها عدة صور:

- صكوك المشاركة المستردة بالتدرج:

وصورتها أن تُدفع القيمة الاسمية لشراء الصكوك، ثم يسترد صاحبها قيمتها على عدة أقساط متساوية، كما يُصرف لحاملها سنويا ما يتقرر توزيعه من حساب الربح أو الخسارة مثله مثل حاملي الأسهم الأخرى على أن يكون فقط بنسبة الرصيد الذي لم يحن موعد استرداده.

1 - أشرف محمد دوابه، الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق. ط 1، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، القاهرة، 2009م، ص ص 37-38 (بتصرف).

2 - نفس المرجع، ص ص 38-39 (بتصرف).

• صكوك المشاركة المستردة خلال زمن محدد:

وصورتها أن يطرح البنك الإسلامي صكوكا للمشاركة في مشروع معين، أو في مشروعات عامة دون تخصيص، وتحددها بفترة زمنية، كأن تكون خمس سنوات أو عشر أو أكثر أو أقل، ويشترك فيها البنك بنسبة معينة، ثم يُصَفَّى المشروع ويأخذ كل واحد نصيبه.

• صكوك المشاركة المنتهية بالتملك:

وهذه الصورة من الصكوك تشبه الصورة السابقة، إلا أن المشروع في هذه الصورة ينتهي بتملكه لحملة الصكوك، وذلك بأن يتخلص البنك من الصكوك التي بحوزته (يقوم ببيعها) إلى شركائه بطريقة يتم الاتفاق عليها.

والجدير بالإشارة أن تداول صكوك المشاركة إن تم ينبغي أن يكون بما تمثله هذه الشهادات من أصول المشروع محل المشاركة، مما يعني أن هذا الاسترداد أو التسييل يجب أن يتم بالقيمة السوقية لهذه الصكوك وليس بقيمتها الاسمية، حيث يتم تقييم أصول المشروع وتُحدَّد قيمتها السوقية، ومن ثم يتم تحديد قيمة الصكوك بناء على ذلك.¹

الفرع الثاني: صكوك المضاربة أو المقارضة

عرّف مجمع الفقه الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي المنعقد في دورة مؤتمره الرابع بجدة صكوك المضاربة على أنها: "أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس مال القراض (المضاربة) بإصدار صكوك ملكية برأس مال المضاربة على أساس وحدات متساوية القيمة، ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصا شائعة في رأس مال المضاربة وما يتحول إليه بنسبة ملكية كل منهم فيه".*

والفرق بين القرض الربوي وصكوك المضاربة، هو أن لصاحب القرض الربوي الحق في رأسماله مضافا إليه فوائد مؤكدة محددة ومشروطة، في حين أن لصاحب صك المضاربة الحق في رأسماله مضافا إليه حصته من الربح المعلوم نسبتها فقط، أو مطروحا منه الخسارة عند حصولها:²

¹ - محمد محمود المكاوي، مرجع سابق، ص 333.

* - أنظر: الملحق (1).

² - كردودي صبرينة، تمويل عجز الموازنة العامة للدولة في الاقتصاد الإسلامي: دراسة تحليلية مقارنة. ط 1، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، الجزائر، 2007م، ص 192 (بتصرف).

القرض الربوي ← رأس مال (زائدا) فوائد محددة.

صكوك مضاربة ← رأس مال (زائدا) نسبة محددة من الربح أو (ناقصا) الخسارة.

وصكوك المضاربة لها مزايا للبنك الإسلامي المصدر لها، تتمثل فيما يلي:¹

- تتيح هذه الصكوك للبنك المصدر لها الحصول على موارد تمويلية متوسطة أو طويلة الأجل مع إمكانية الممولين أو المستثمرين التنازل عنها عن طريق البيع.

وللإشارة، فإن بيع وتسييل الصكوك ينبغي أن يتم بما تمثله من أصول في المشروع الاستثماري، أي أن الاسترداد يجب أن يتم بالقيمة السوقية لهذه الصكوك لا بالقيمة الاسمية، حيث يتم تقييم أصول المشروع وتحدد قيمة الصكوك بناء على ذلك.

- هذا الأسلوب الاستثماري يتيح للبنك القيام وتنفيذ مشاريع استثمارية ضخمة من خلال مساهمة رؤوس الأموال الصغيرة.

- يمكن للبنك المصدر لهذه الصكوك تنويع مجالات الاستثمار، مما يقلل مستوى المخاطر التي تواجهه. وصكوك المضاربة لها عدة صور وأشكال:

1- صكوك المضاربة المقيدة:

يمكن للبنك الإسلامي عن طريق صكوك المضاربة المقيدة من إيجاد مصدر جديد متميز لتعبئة الموارد التمويلية والاستفادة منها في تمويل مجالات أو قطاعات محددة من الاقتصاد القومي كتمويل الصناعة والزراعة والعقارات.

وبموجب هذه الصكوك، يقوم البنك الإسلامي بالبحث عن الفرص الاستثمارية المتاحة، ثم اختيار الملائمة منها بعد دراسة الجدوى من كل جوانبها المتعددة، ثم يقوم بطرح المشروع الذي وقع عليه الاختيار على أصحاب الأموال الراغبين في استثمار أموالهم في شكل صكوك استثمارية على أساس المضاربة، حيث إن المشروع أو النشاط الاستثماري الذي يجري تمويله بواسطة صكوك المضاربة له ذمة مالية مستقلة تماما عن الذمة المالية للبنك مصدر تلك الصكوك.

ويمكن أن توزع الأرباح كل سنة حسب ميزانية الأعمال، ولا مانع من ترحيل جزء منها للاحتياطي الذي سوف يوزع على أصحاب الصكوك والبنك حسب النسب المتفق عليها وعلى ضوء

1 - محمد محمود المكاوي، مرجع سابق، ص 336.

الضوابط التي بينها مجمع الفقه الإسلامي،* حيث أجاز أن يقوم طرف ثالث بالوعد بالتبرع (دون مقابل) بمبلغ مخصص لجبر الخسارة في مشروع معين.¹

ويتقيد إصدار صكوك المضاربة المقيدة بالخطوات التالية:2

- يقوم البنك بتحديد خصائص كل مشروع محتمل ونتائج الدراسات التي أجريت بشأنه.
- يطرح البنك صكوك المضاربة المقيدة للبيع من خلال إعلان يبين فيه طبيعة المشروع وكافة الشروط التي تحكم العلاقة بين المستثمرين والبنك.
- وفقا لهذا الأسلوب، فإن لائحة أو نشرة الإصدار تنص على استخدام أو تخصيص الأموال في مجالات محددة.
- تحديد تاريخ حساب نتائج الأعمال وتوزيع ما قد يتحقق من أرباح وفق نسبة المشاركة في الربح بين البنك بصفته قائم بأعمال المضارب جزئيا أو كليا وأصحاب الصكوك بصفته الممولين وملاك المشروع.
- بعد أن يكتمل حجم التمويل اللازم، يقوم البنك بتنفيذ المشروع الاستثماري المحدد ووفقا لقواعد المضاربة المقيدة.

2- صكوك المضاربة المطلقة:

هي صكوك غير مخصصة لمشروع معين، وإنما تُحوّل المضارب حق الاستثمار المطلق (المضاربة المطلقة)، ويبين في كل سنة مثلا الأرباح التي تحققت أو الخسارة التي لحقت، فينال كل صك حصته من الأرباح أو الخسائر.³

وبالتالي، هي لا تختلف عن المضاربة المقيدة إلا ما يتعلق بإمكانية استخدام البنك للموارد المالية محل هذه الصكوك دون أي قيد أو تخصيص.

* - القرار رقم: 30 (3/4) [1] بشأن: "سندات المقارضة وسندات الاستثمار"، أنظر: الملحق (1).

1 - علي محيي الدين علي القرّة داغي، بحث في الاقتصاد الإسلامي، مرجع سابق، ص 336.

2 - محمد محمود المكاوي، مرجع سابق، ص ص 335-336.

3 - علي محيي الدين علي القرّة داغي، بحث في الاقتصاد الإسلامي، مرجع سابق، ص 335.

فيموجب هذه الصكوك، يفوض مشترو هذه الصكوك البنك المصدر لها أن يستخدم أموالهم دون أي قيد في جميع مجالات الاستثمار التي تحوز على السلامة الشرعية.

وبالإضافة إلى هذين النوعين الأساسيين من صكوك المضاربة، هناك صور أخرى لصكوك المضاربة، منها:¹

• صكوك المضاربة المستردة بالتدرج:

وصورة هذه الصكوك هو أن يسترد حملة الصكوك جزءاً من رأس مالهم مع كل مرة تُوزَّع فيها الأرباح، فضلاً عن أرباحهم، حتى يُستهلك رأس مالهم بالكامل، حينها تؤول ملكية المشروع لجهة الإصدار (البنك الإسلامي).

• صكوك المضاربة المستردة في آخر المشروع:

وصورة هذه الصكوك هو أن يسترد حملة الصكوك في آخر المشروع القيمة الاسمية للصكوك (مع ملاحظة الأرباح والخسائر إن وجدت)، كما يمكن أن تُوزَّع الأرباح بشكل دوري، ويبقى استرداد القيمة الاسمية للصكوك في آخر المشروع.

الفرع الثالث: صكوك الإجارة

تقوم هذه الصكوك على فكرة قيام البنك الإسلامي بطرح صكوك إجارة تخصص حصيلتها لشراء المباني وشراء الأصول الثابتة بأنواعها من آلات ومعدات ثقيلة... وذلك على أساس الوعد باستئجار هذه الأصول بأقساط شهرية أو ربع سنوية أو سنوية، على نحو يحقق عائداً من الإيجار، ويحقق لحامل الصك ربحاً مناسباً.²

وتتميز صكوك الإجارة بأنها تحوز على السلامة الاقتصادية، حيث لا توزع ثروة صورية، كما أنها تتسم بالمرونة، حيث لا تقيد الجهة المصدرة لهذه الصكوك بنوع معين من الأنشطة أو الاستعمالات للأموال المحصلة، وإنما يمكنها من تمويل ما تراه مناسباً من الأنشطة المتاحة، بالإضافة إلى أنها تنطوي على إيراد ثابت محدد مسبقاً، كما أنها نوع من الاستثمارات الإيرادية التي لا تتعرض لكثير من التغيرات في القيمة السوقية.

¹ - أشرف محمد دوابه، الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق، ص 41 (بتصرف).

² - محمد محمود المكاوي، مرجع سابق، ص 338 (بتصرف).

ورغم ما للتمويل بالإجارة من أهمية، فإن استخدام البنوك الإسلامية له لم يكن على الوجه الذي يتفق وهذه الأهمية* ويرجع ذلك إلى أن الإيداعات في البنوك الإسلامية قصيرة الأجل مع أن التأجير عادة ما يكون متوسط أو طويل الأجل.¹

وفي صكوك الإجارة، يكون حملة الصكوك مالكين للأصل المؤجر، ومن حق المالك شرعا أن يتصرف في ملكه بالبيع حتى ولو كان مؤجرا للغير، على أن يلتزم المالك الجديد بشروط الإيجار، وطالما أن العملية هي بيع لجزء من العين المؤجرة (باعتبار مالك الصك شريكا للآخرين من حملة الصكوك) فإن ثمن بيع الصك يجوز أن يكون أكبر أو أقل أو مثل القيمة الاسمية له.²

ويمكن إصدار صكوك إجارة متناقصة، وهي تمثل نوعا من المساهمة المتناقصة، حيث تشمل أقساط الإيجار أرباح المؤجر، إضافة إلى استهلاك رأس المال، وعلى هذا فإن صكوك الإجارة هذه سوف تصفى تدريجيا حتى تنتهي تماما مع آخر الأقساط.

إلا أن صكوك الإجارة الثابتة قد تحقق معدل ربح أعلى من صكوك الإجارة المتناقصة، نتيجة إمكانية إعادة استثمار الأقساط المدفوعة، بحيث يقوم البنك مثلا باستثمار حصيلة الأقساط المدفوعة (إذا رغب حملة الصكوك في ذلك) في عقود إيجارات جديدة.

الفرع الرابع: صكوك التمويل

تقوم هذه الصكوك على فكرة تمويل البيوع، وتشمل صكوك المرابحة والسلم والاستصناع.

1- صكوك المرابحة:

قد طرح هذه الفكرة الدكتور سامي حمود في ندوة البركة الثانية التي عُقدت بتونس من 4 إلى 7 نوفمبر 1984م، حيث قال: "وقد كان بيع المرابحة من أبرز الأمثلة المختارة لبيع الحصص الاستثمارية، باعتبار أن بيع المرابحة بعد أن يتم يمكن فيه تماما معرفة الربح، وموعد تحققه، ونسبة ما يستحق من الزمن، وما يتبقى لما هو باق من الأيام، وإذا كانت الديون بحد ذاتها لا تباع إلا مثلا بمثل، فإن هذه

* - أنظر مثلا (في الفصل الثاني/الباب الأول) نتائج تقييم التمويل بالإجارة في: بنك البركة الإسلامي البحريني (الجدول:3)، بنك البلاد الإسلامي السعودي (الجدول:9).

1 - نفسه.

2 - نفس المرجع، ص ص 338-339.

الديون إذا كانت جزءا من موجودات مختلطة مع النقود والأعيان، فإنها تصبح قابلة للبيع، ولذا جاز في المخارحة¹.

وعلى ضوء ذلك، يمكن تعريف صكوك المرابحة على أنها صكوك يتم استخدام حصيلة الاكتتاب فيها لشراء سلعة معينة، ثم بيعها في الأسواق، على أن يكون العائد على الصكوك هو الفارق بين سعر شراء السلعة وسعر بيعها في الأسواق.

وتستخدم صكوك المرابحة في تمويل السلع المادية والمعادن الأساسية بما يوفر الدعم المالي للأعمال والصناعات التي تواجه ضائقة في المخزون.

ويتم التمويل بصكوك المرابحة وفق الخطوات التالية:

- يتقدم طالب الشراء (سواء كان من الشركات أو الأفراد أو الدولة أو المؤسسات الحكومية) إلى البنك، ويعلن رغبته في شراء سلعة معينة محددة الأوصاف، مع استعداده لشراء تلك السلعة بثمن التكلفة وزيادة هامش ربح معين، مع بيان طريقة السداد ومدته.

- يقوم البنك بدراسة الطلب، فإذا تبين للبنك فرصة النجاح لهذا التمويل، فإنه يقوم بتحديد إجمالي حجم التمويل اللازم لشراء ما هو مطلوب.

- بعد تأكد البنك من نجاح هذه الصفقة، يقوم بطرح صكوك المرابحة للبيع، ويتم الاكتتاب فيها.

- بعد أن تتجمع لدى البنك الأموال اللازمة لتمويل الصفقة، يقوم البنك بشراء ما هو مطلوب، ثم يبيعه لجهة الطلب، كما يتولى البنك قبض الأقساط وتوزيع الحصص على المالكين.

إلا أن مشكلة هذا النوع من الصكوك أنه مبني على الديون، لذلك فإنه لصحة تداول صكوك المرابحة لا بد أن تكون موجوداتها من الأعيان والمنافع هي الغالب أو الأصل، والباقي يكون تبعا².

هذا ويتم تصفية صكوك المرابحة بسداد الدين في مواعده، وسداد الصكوك بعوائدها لأصحابها.

والجدير بالإشارة، أننا لا نشجع كثيرا على التعامل بصكوك المرابحة، إذ أن هذا الأسلوب من التمويل قد أثبت جدارته في السوق النقدي المصرفي المعتمد في التمويل لفترات قصيرة الأجل، أما سوق

¹ - علي محيي الدين علي القرّة داغي، بحوث في الاقتصاد الإسلامي، مرجع سابق، ص 348.

² - نفس المرجع، ص 349.

الأوراق المالية الإسلامية، فإنها قامت أساسا على تشجيع التمويل المتوسط والطويل الأجل بما يخدم بشكل مباشر الأهداف الاستثمارية التنموية.

2- صكوك السلم:

عقد السلم يعني: "دفع ثمن السلعة عاجلا للبائع وتسلم المشتري لها منه أجلا".¹

أو هو: "بيع شيء موصوف في الذمة، ويُشترط فيه الثمن في المجلس عند الجمهور، وفي حدود ثلاثة أيام عند المالكية".²

ويُعرّف أيضا بأنه: "بيع موصوف في الذمة محصور في الصفة بوزن معلوم وكيل معلوم إلى أجل معلوم، وقد أُجيز هذا البيع استثناء، لشدة الحاجة إليه كما أشار جمهور الفقهاء، حيث يصعب على المزارعين قضاء حوائجهم وتسيير أمورهم إذا كانوا سينتظرون جني محاصيلهم أو قطف ثمارهم ثم بيعها والحصول على ثمنها، وقد لا يجدوا من يشتري هذه المحاصيل بالسعر المناسب لها".³

كما اشترط الفقهاء أن يكون المسلم فيه من السلع أو البضائع المنضبطة الأوصاف، وذهب بعضهم إلى عدم جواز السلم في الحيوان أو بعض أصناف الفواكه لصعوبة ضبط صفاتها، غير أن الكثير من السلع التي لم يكن من الممكن تقديرها أو ضبط صفاتها قديما، أصبح من الممكن تقديرها وضبط صفاتها في الوقت الحاضر، مع تقدم المقاييس الكمية والنوعية ومقاييس الجودة، حيث أصبح لكل سلعة خبراؤها، وكلهم يقوم بعمله على أسس علمية متفق عليها، بما يمكن من ضبط هذه المنتجات وأوصافها بدقة لا تتفاوت كثيرا ... وبناء على ذلك، فإنه يمكن القول بجواز السلم في كافة المنتجات الزراعية والحيوانية والصناعية والخدمية ما دام من الممكن تقديرها وضبط صفاتها.⁴

كما يمكن إصدار صكوك على أساس عقد السلم تُنظم فيه مسائله، حيث إنه يعالج العقود التي ترد على السلع المستقبلية.

1 - محمد محمود المكاوي، مرجع سابق، ص 341.

2 - علي محيي الدين علي القرّة داغي، بحوث في الاقتصاد الإسلامي، مرجع سابق، ص 152.

3 - كمال توفيق حطاب، نحو سوق مالية إسلامية، مرجع سابق، ص 18.

4 - نفس المرجع، ص 19.

وتُعرَّف صكوك السلم على أنها: "صكوك تمثل بيع سلعة مؤجلة التسليم بثمن معجل، والسلعة المؤجلة التسليم هي من قبيل الديون العينية، لأنها موصوفة تثبت في الذمة، والمبيع لا يزال في ذمة البائع بالسلم".¹

وبعبارة أخرى، صكوك السلم هي أداة أو وسيلة تم استخدامها لتحصيل رأس مال السلم، وعلى أساسها تصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك.

وقد رأى مؤتمر المستجدات الفقهية الأول جواز استعمال السلم والاستصناع الموازي مع مراعاة عدم الربط التعاقدى بين العقدين المتوازيين في السلم والاستصناع، وعدم إساءة استعمال الصيغتين باتخاذهما ذريعة للمحذور.²

وبالتالي، يمكن تطبيق صكوك السلم في البنوك الإسلامية على طريقة السلم الموازي، والتي يمكن إيجازها كما يلي:

بعد التأكد من الثقة في مقدرة البائع بالسلم على تسليم البضاعة بالموصفات المطلوبة وفي التاريخ المحدد، ودراسة اتجاهات الأسعار المستقبلية، وأيضاً بعد دراسة إمكانيات المشتري، وبعد التأكد من السيطرة على مخاطر هذه العملية، يأتي ما يلي:

- يقوم البنك بطرح صكوك السلم للبيع والاكتتاب فيها، حيث تتجمع لديه الأموال اللازمة للسلم المطلوب.
- يقوم البنك بعد ذلك بدفع التمويل للمنتجين (البائعين) الذين يتعهدون بتسليم البضاعة آجلاً.
- في المرحلة الأخيرة وبعد استلامه للبضاعة، يقوم البنك بتسليم البضاعة من جديد إلى عميله المشتري الذي سبق وأن أبرم معه عقد سلم منفصل على هذه البضاعة وبثمن أعلى.
- ونشير إلى أن تصفية صكوك السلم يتم بسداد الدين في موعده وسداد الصكوك بعوائدها لأصحابها.

1 - أشرف محمد دوابه، الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق، ص 34.

2 - كمال توفيق حطاب، نحو سوق مالية إسلامية، مرجع سابق، ص 19.

أوجه الشبه بين عقد السلم والعقود الآجلة:

هناك تشابه كبير بين عقد السلم والعقود الآجلة، حيث يوجد عقد بيع يتفق فيه الطرفان على التعاقد على بيع بثمن معلوم، يتأجل فيه تسليم السلعة الموصوفة بالذمة وصفا مضبوطا إلى أجل معلوم، ومع ذلك فإن العقود الآجلة تختلف عن عقد السلم في عدة أمور:¹

- أن السلعة أو الأوراق المالية تباع قبل قبضها.
- أن رأس المال في العقود الآجلة والمستقبليات، لا يُدفع معجلا بل يقتصر على دفع نسبة منه، فكان البديلين فيه مؤجلان.
- أنه لا غرض للبائع والمشتري بالسلعة أو الأوراق المالية، وإنما غرضهما تحقيق الربح.

3- صكوك الاستصناع:

إن مجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي قد خطا خطوة هامة في دورة مؤتمره السابع بجدة الذي حسم فيه خلافا كبيرا بين الفقهاء، إذ قرّر أن عقد الاستصناع عقد ملزم للطرفين، ولأهمية القرار ذكره هنا بنصه:²

إن مجلس مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنعقد في دورة مؤتمره السابع بجدة في المملكة العربية السعودية من 7 إلى 12 ذي القعدة 1412 هـ الموافق 9-14 مايو 1992م.

بعد اطلاعه على البحوث الواردة إلى المجمع بخصوص موضوع عقد الاستصناع، وبعد استماعه للمناقشات التي دارت حوله، ومراعاة لمقاصد الشريعة في مصالح العباد والقواعد الفقهية في العقود والتصرفات، ونظرا لأن عقد الاستصناع له دور كبير في تنشيط الصناعة، وفي فتح مجالات واسعة للتمويل والنهوض بالاقتصاد الإسلامي، قرّر ما يلي:

أولاً: إن عقد الاستصناع (وهو عقد وارد على العمل والعين في الذمة) ملزم للطرفين إذا توافرت فيه الأركان والشروط.

ثانياً: يُشترط في عقد الاستصناع ما يلي:

1 - نفسه (بتصرف).

2 - مجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، قرار رقم: 65 (3/7) [1] بشأن عقد الاستصناع، ماي/1992م، على الموقع: <http://www.iifa-aifi.org/1852.html> (تاريخ الاطلاع: 2017/9/25م).

أ- بيان جنس المستصنع ونوعه وقدره وأوصافه المطلوبة.

ب- أن يُحدّد فيه الأجل.

ثالثاً: يجوز في عقد الاستصناع تأجيل الثمن كله، أو تقسيطه إلى أقساط معلومة لأجل محددة.

رابعاً: يجوز أن يتضمن عقد الاستصناع شرطاً جزائياً بمقتضى ما اتفق عليه العاقدان ما لم تكن هناك ظروف قاهرة.

وبناء على هذه القرارات، أصبح للاستصناع مجال كبير ودائرة واسعة جداً في سوق المال الإسلامية للاستفادة منه كأحد العقود الممكن صياغة صكوك منه.

- أهمية التمويل بالاستصناع:

يمكن استناداً إلى عقد الاستصناع أن يقوم البنك بدور الوساطة بين شركة كبرى خاصة أو عامة أو هيئة من الهيئات الحكومية (تطلب تسليم سلعا معينة محددة المواصفات بمقادير معينة في تاريخ آجل) من جهة وبعض أصحاب الأعمال الصناعية من جهة أخرى.

وهذا العقد يسد حاجة من حاجات المجتمع لم يكن مسموحاً بها من خلال عقد السلم، وهي السماح بتأخر تسلم الثمن نقداً، خاصة عندما تكون العين المطلوب صنعها باهضة القيمة، يقول الشيخ مصطفى الزرقا: "ستبقى دوماً في كل عصر بعض سلع لا يتيسر أبداً أن تُصنَع أو تُنتَج قبل وجود مشتر معين ملتزم بشرائها، ففي مثل هذه السلع يمكن للمشتري شرعاً أن يتولى هو تمويل البائع"¹، كما أن مجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي في دورة مؤتمره السابع عام 1412هـ المشار إليه أعلاه قد قرّر عدم اشتراط تعجيل الثمن في الاستصناع.

وتعزو هذه الأهمية للاستصناع في كون الاستصناع ليس كالسلم حتى يُشترط فيه قبض رأس المال في المجلس، أو خلال ثلاثة أيام عند المالكية، وليس كالبيع الآجل حيث ينبغي وجود المبيع، وإنما هو عقد وارد على العمل والعين في الذمة، يجوز فيه تأجيل الثمن، أو تقسيطه، وبذلك يعطي مرونة كبيرة لسوق المال أن تتعاقد عقوداً كثيرة في السلع والمعادن والبضائع المصنعة التي لا توجد في السوق، أو هي موجودة لكن المشتري ليس له مال كاف لشرائها، كما أن له دوراً في تنشيط الصناعة

1 - كمال توفيق حطاب، نحو سوق مالية إسلامية، مرجع سابق، ص 23.

والزراعة والتجارة والحرف من خلال عقود تضمن لأصحابها الكمية التي تنتجها مصانعهم مثلا أو التي طلبها المستصنع.¹

وبالتالي، عقد الاستصناع من العقود الجائزة في الفقه الإسلامي، والتي تسمح بتأخير تسلم الثمن والمبيع (المستصنع) في مجلس العقد، ويعني ذلك أنه يمكن إصدار صكوك استصناع من قبل الشركات أو البنوك، وتكون هذه الصكوك أشبه بالعقود المستقبلية.²

- صكوك الاستصناع:

يُعرّف مصطفى الزرقا عقد الاستصناع بأنه: "عقد يشتري به في الحال شيء مما يصنع صنعا، يلتزم البائع بتقديمه مصنوعا بمواد من عنده، بأوصاف مخصوصة، وبثمن محدد".³

وعليه، فإن صكوك الاستصناع: "هي وثائق أو أوراق متساوية القيمة، تصدر لاستخدام حسيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة، ويصبح المصنوع مملوكا لحامل الصكوك".⁴

ويتحقق العائد من صيغة عقد الاستصناع بعد أن يقوم البنك الإسلامي بطلب تصنيع شيء معين من أحد الصناع لحسابه، ويقوم بعملية التمويل، ثم إعادة بيع الشيء المصنّع للغير نظير ربح معين.⁵

كما يمكن تطبيق صكوك الاستصناع في البنوك الإسلامية على طريقة الاستصناع الموازي، والتي يمكن إيجازها كما يلي:

- يقوم البنك بدراسة طلب الاستصناع وتكلفته وفرص الربحية، وكذلك دراسة واقية عن إمكانيات الصانع والتزامه الدقيق بالعقد وشروطه من جهة والمقدرة الوفاية للجهة الطالبة (المشتري النهائي) من جهة أخرى.

- بعد تأكد البنك من نجاح هذه الصفقة، يقوم بطرح صكوك الاستصناع للبيع ويتم الاكتتاب فيها.

1 - علي محبي الدين علي القرّة داغي، بحث في الاقتصاد الإسلامي، مرجع سابق، ص 394.

2 - كمال توفيق حطاب، نحو سوق مالية إسلامية، مرجع سابق، ص 24.

3 - نفس المرجع، ص 23.

4 - صافية أحمد أبو بكر، الصكوك الإسلامية، بحث مقدم إلى مؤتمر: المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، 31 ماي-3 جوان 2009م، ص 11.

5 - محمد محمود المكاوي، مرجع سابق، ص 340.

- بعد أن تتجمع لدى البنك الأموال اللازمة للاستصناع المطلوب، يقوم البنك بتمويل الصانع الذي يتعهد بتسليم السلع المتعاقد عليها كما هو مطلوب.

- يقوم البنك بعد تسلّم السلع بالموصفات المطلوبة بتسليمها إلى الجهة الطالبة أيضا بنفس المواصفات المطلوبة مقابل الثمن المتفق عليه.

وتتيح هذه الوساطة المصرفية فرصة للربح طالما أن تكلفة الاستصناع (وهي الثمن الذي يتفق عليه البنك مع الصانع) تقل عن الثمن الذي يحصل عليه البنك عند تسليم البضاعة للمشتري النهائي.

أما عن تصفية صكوك الاستصناع، فيتم بسداد الدين في موعده وسداد الصكوك بعوائدها لأصحابها.

وأخيرا، بقي أن نشير إلى أن الإشكال المطروح في صكوك الاستصناع وهو أيضا مطروح في صكوك السلم، هو مسألة التداول، حيث إن جمهور الفقهاء يرى بعدم جواز بيع السلع قبل قبضها.¹

الفرع الخامس: صكوك القرض الحسن

صكوك القرض الحسن، هي مجرد صكوك تثبت دينا في ذمة الجهة الذي أصدرتها ولصالح الدائن الذي حاز على هذه الصكوك بموجب صيغة القرض الحسن، و ينبغي أن يتوفر في صكوك القرض الحسن بعض الشروط، منها:

✓ التعامل بها يكون على أساس قيمتها الاسمية.

✓ لا تتضمن أي نفع مشروط مهما كان.

✓ عدم وجود أي موانع شرعية أخرى لإصدار أو التعامل بصكوك القرض الحسن.

ويتعلق صكوك القرض الحسن بتمويل البرامج والمشاريع الاجتماعية والتي لا تنطوي على عوائد مادية، فهي من عقود الإرفاق والإحسان التي تدخل في نطاق التكافل والتضامن الاجتماعي.

ووفقا لهذا المعنى، فإن صكوك القرض الحسن، لا تقل أهمية عن الصكوك الأخرى، ذلك أن الأهداف الاجتماعية في البنوك الإسلامية تشكل قسما هاما من أهدافها النهائية.

كما يمكن أن تكون صكوك القرض الحسن الحل الأفضل للأطراف التي تعاني من العجز في السيولة طالما كانت تحوز تلك الصكوك على السلامة الشرعية.

¹ - كمال توفيق حطاب، نحو سوق مالية إسلامية، مرجع سابق، ص 20.

هذا ونشير إلى أن تداول صكوك القرض الحسن، يعني تسديد قيمة الدين المثبت على هذه الصكوك، والذي يجب أن يتم بالقيمة الاسمية.

المطلب الثالث: الضوابط الشرعية المتعلقة بالأوراق المالية الإسلامية (حالة صكوك المضاربة)

ينبغي الإشارة إلى أن صكوك المضاربة تتعلق بها بعض القواعد العامة في الاستثمار، مثل الأحكام المتعلقة بالجهة المصدرة لها أو الشروط الخاصة بالربح والخسارة أو الذمة المالية للنشاط الاستثماري الذي يجري تمويله بواسطة صكوك المضاربة، وأهم تلك القواعد ما يلي:¹

✓ من الممكن إصدار الورقة المالية الإسلامية على أساس عقد المضاربة المطلقة أو المقيدة، وفي حالة المضاربة المطلقة يفوض مشترو الأوراق المالية الجهة المصدرة أن تستخدم أموالهم دون أي قيد في جميع مجالات الاستثمار التي تسمح بها الشريعة الإسلامية، أما في الحالة الثانية (المضاربة المقيدة) فإن لائحة الإصدار تنص على استخدام أو تخصيص الأموال في مجالات محددة.

✓ يتحدد تاريخ حساب نتائج الأعمال وتوزيع ما قد يتحقق من أرباح (نسبة المشاركة في الربح) بين الهيئة المصدرة بصفتها قائمة بأعمال المضارب (الإدارة الفعلية للمشروع) جزئياً أو كلياً، وأصحاب الأوراق المالية بصفتهم الممولين وملاك المشروع.

وقد تكون الهيئة المصدرة مجرد وسيط أو وكيل عن المضارب الحقيقي إذا كان ثمة مشروع لغير الهيئة المصدرة سيقوم باستخدام الأموال المجمعة، وحينئذ سيتم توزيع ما قد يتحقق من أرباح بين أصحاب الأوراق المالية وإدارة المشروع الذي استخدم التمويل وتأخذ الهيئة المصدرة نصيباً عن وكالتها في عملية المضاربة.

✓ في حالة تحقق الخسارة في المشروعات أو العمليات الممولة بالأوراق المالية، قد تتمكن الهيئة المسؤولة عن الإدارة الفعلية بصفتها المضارب من تحمل هذه الخسارة مما لديها من احتياطات مالية مستقطعة من الأرباح المحققة في فترات سابقة، أما إذا لم يكن هذا ممكناً، فإنها ستضطر إلى تصفية أعمالها جزئياً أو كلياً، وسوف تتعرض القيمة الحالية للأوراق المالية للتناقص حسب

¹ - عبد الرحمان يسري أحمد، تجربة الأوراق المالية الإسلامية وأوضاعها في الأسواق المالية للبلدان الإسلامية وتقدير الحاجة لسوق إسلامية ثانوية، مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، المجلد 3، العدد 1، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب (البنك الإسلامي للتنمية)، جدة، ديسمبر 1995م، ص ص 15-16.

مدى الخسارة أو الاضطرار إلى التصفية، وهكذا يتحمل أصحاب الأوراق المالية بصفتهم (أصحاب المال) نتائج الخسارة في حالة حدوثها تماما كما يغمنون في الربح في حالة تحققه.

✓ يعتبر إغفال الشروط الخاصة بالربح أو الخسارة أو عدم وضوحها بتفصيل ودقة في لائحة الإصدار بمثابة إخلال بعقد المضاربة من الناحية الشرعية، ويُلاحظ مثلا أن لائحة الإصدار كانت مفصلة تماما ودقيقة في حالة محفظة البنك الإسلامي للتنمية على حين لا يجري في بعض الحالات ذكر أية تفاصيل بشأن الوضع في حالة تحقق خسارة، وكان هذا أمر مستبعد، وهو مما يثير الشبهات.

✓ يجب التنبيه إلى أن الجهة المصدرة للأوراق المالية مسؤولة شرعا عن المحافظة على الشروط اللائحية التي أصدرت بموجبها الأوراق المالية سواء كانت هي المستخدم النهائي للأموال المبيعة أم وكلاء عنه، وفي حالة الإخلال بالشروط تصبح الهيئة المصدرة للأوراق المالية ضامنة لقيمتها أمام مالكيها وفقا لصيغة عقد المضاربة.

✓ يُلاحظ في جميع الحالات أن المشروع أو النشاط الاستثماري الذي يجري تمويله بواسطة الأوراق المالية له ذمة مالية مستقلة تماما عن الذمة المالية للهيئة المصدرة للأوراق، لذلك تُعدّ الموجودات أو الأصول المملوكة للهيئة المصدرة منفصلة تماما عن موجودات المشروع أو أصوله أو النشاط الاستثماري الممول عن طريق الأوراق المالية.

وهناك أيضا انفصال تام من ناحية الالتزامات القائمة على الهيئة المصدرة بصفتها المستقلة والالتزامات التي تقوم على المشروع الممول (عن طريق الإصدار) خلال نشاطه، وبالتالي يصبح للمشروع أو للنشاط الممول عن طريق الإصدار حسابات وميزانية مستقلة تماما، ويتحمل ملاك الأوراق المالية المسؤولية في حدود ملكيتهم لهذه الأوراق فقط لا أكثر ولا أقل، فإذا تعرضت الهيئة المصدرة لمديونية نتيجة أي نوع من أنواع النشاط الخارج عن المشروع الممول بالأوراق المالية، فليس للدائنين في هذه الحالة أي حق في المساس بموجودات المشروع، حيث إنه منفصل ومستقل عن موجودات الهيئة المصدرة.

هذا ويمكن أن نستخلص من قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار بشكل أساسي مجموعة من الأحكام التي تتعلق بصكوك المضاربة كما يلي*:

* - القرار رقم: 30 (3/4) [1] بشأن: "سندات المقارضة وسندات الاستثمار"، أنظر: الملحق (1).

1- طبيعة الصكوك:

يمثل صك المضاربة ملكية حصة شائعة في المشروع الذي أصدرت الصكوك لإنشائه أو تمويله، وتستمر هذه الملكية طيلة المشروع من بدايته إلى نهايته، وترتب عليها جميع الحقوق والتصرفات المقررة شرعا للمالك في ملكه، من بيع وهبة ورهن وإرث وغيرها.

2- طبيعة العقد وأطراف التعاقد:

- طبيعة العقد: هو عقد المضاربة (القراض)، وهي بالتأكيد مضاربة مشتركة، لأنه يشارك أكثر من شخص في المساهمة بالمال، كما أنها قد تكون مضاربة مطلقة أو مقيدة.
- الجهة المصدرة لهذه الصكوك هي: البنك الإسلامي.
- المكتتبون في هذه الصكوك يمثلون: أصحاب المال.
- حصيلة الاكتتاب في هذه الصكوك تمثل: رأس مال المضاربة.

3- الإيجاب والقبول في العقد:

يتمثل الإيجاب من خلال الاكتتاب في صكوك المضاربة وفقا لما جاء في نشرة الإصدار، أما القبول فيُعبر عنه بموافقة البنك الإسلامي على تخصيص هذه الصكوك للمكتتبين مقابل أموالهم.

4- نشرة الإصدار:

يقوم العقد في صكوك المضاربة على أساس أن شروط التعاقد تحدها نشرة الإصدار، ولا بد أن تشمل نشرة الإصدار على جميع البيانات المطلوبة شرعا في عقد المضاربة، وتبين كل ما هو ضروري لصحتها، ومن ذلك:

- نوع المضاربة المنتهج (مطلقة أو مقيدة).
- مواعيد الإصدار للاكتتاب العام وإقاله.
- رأس المال المطلوب.
- القيمة الاسمية للإصدار.
- مدة الصكوك.
- حصة المضارب وأصحاب رأس المال في الأرباح، وتواريخ توزيع الأرباح المحققة.
- قابلية الصكوك للتداول في سوق الأوراق المالية، وعدم جواز استردادها إلا في نهاية المدة المحددة لها.

- أي بيانات أخرى لازمة لصحة عقد المضاربة.

5- اكتتاب البنك الإسلامي المصدر للصكوك:

يمكن للبنك الإسلامي بصفته المضارب الاكتتاب في جزء من الصكوك المصدرة، وبالتالي له أن ينص في نشرة الإصدار على حقه في الاكتتاب في هذه الصكوك، وفي هذه الحالة يتحدد ربحه (إن وجد) من عقد المضاربة على أساس ملكيته في المشروع وعلى أساس أنه المضارب.

والبنك الإسلامي باعتباره المضارب، فهو من يتلقَّى حصيلة الاكتتاب في الصكوك لاستثمارها، وإقامة المشروع بها، لا يملك من المشروع إلا بمقدار ما قد يسهم به بشراء بعض الصكوك، وأن يده على حصيلة الاكتتاب في الصكوك وعلى موجودات الشركة هي يد أمانة لا يضمن إلا بسبب من أسباب الضمان الشرعية.

6- التداول:

يعني أن تكون الصكوك قابلة للتداول بعد انتهاء الفترة المحددة للاكتتاب، باعتبار ذلك مأذونا فيه من المضارب عند نشوء الصكوك، مع مراعاة الضوابط التالية:

- ✓ إذا كان مال القراض المتجمع بعد الاكتتاب وقبل المباشرة في العمل ما يزال نقوداً، فإن تداول الصكوك يعتبر مبادلة نقد بنقد، وتطبق عليه أحكام الصرف.
- ✓ إذا أصبح مال القراض ديوناً، تطبق على تداول الصكوك أحكام التعامل بالديون.
- ✓ إذا صار مال القراض موجودات مختلطة من النقود والديون والأعيان والمنافع، فإنه يجوز تداول الصكوك وفقاً للسعر المتراضى عليه، على أن يكون الغالب في هذا الحالة أعياناً ومنافع.

7- تخصيص الربح:

يشير الربح إلى: "العائد الزائد على أصل رأس المال نتيجة تقليبه في النشاط التشغيلي، بحيث يختلف مقداره حسب درجة المخاطرة، والمقابلة بين الإيرادات والتكاليف"¹.

ولا يجوز للبنك الإسلامي باعتباره الجهة المصدرة للصكوك أن يخصص مبلغاً محددًا من الربح أو منسوباً إلى رأس المال في نشرة الإصدار، كما لا يجوز لحملة الصكوك أن يشترطوا لأنفسهم ذلك في الصكوك الصادرة بناءً على نشرة الإصدار، وإذا حصل ذلك كان العقد باطلاً.

1 - عيسى ضيف الله المنصور، مرجع سابق، ص 63.

8- توزيع الربح:

يُعرّف مقدار الربح إما بالتنضيق (التصفية) أو بتقويم المشروع بالنقد، ويوزع بين حملة الصكوك وعامل المضاربة وفقا لشروط العقد.

كما ينبغي أن يُعدّ حساب أرباح وخسائر للمشروع، وأن يكون معلنا، وتحت تصرف حملة الصكوك.

9- توزيع الربح تحت الحساب:

يمكن في حالة المشروع الذي يدر إيرادا أو غلة، أن تُوزع غلته، على أن ما يُوزع على طرفي العقد قبل التنضيق (التصفية) يُعتبر مبالغ مدفوعة تحت الحساب.

ويمكن أن يتم توزيع دفعات تحت الحساب إلى غاية تصفية المشروع في نهاية مدته، وحينئذ يتم تعديل التوزيعات وفقا للنتائج الفعلية المحققة.

10- تكوين الاحتياطي:

نشير إلى أن مسألة الاستفادة من الاحتياطي في المضاربة كانت محل خلاف فقهي، وذلك على أساس أن هذه الاحتياطات تُستقطع كل فترة معينة، وقد يستفيد منها نفس المستثمرين الذين استقطعت منهم تلك المبالغ، أو قد يستفيد منها مستثمرون آخرون غيرهم، حيث إن صكوك المضاربة قابلة للتداول، وبالتالي المستثمرون فيها قابلة للتبديل والتغيير من فترة لأخرى.¹

فذهب جمهور الفقهاء إلى أن الربح مختص بالمتعاقدين ولا يعدوهما إلى غيرهما، فالأصل عندهم أن توزع الأرباح بين الطرفين، ويمنع تخصيص أي جزء منها للغير، وهذا بخلاف رأي المالكية القائل بجواز اتفاق طرفي العقد على تخصيص جزء من الربح أو كله إلى الغير، لأن المتعاقدين يكونان قد تبرعا بذلك الجزء من الربح، فكان ذلك هبة وقربة إلى الله تعالى ولا يمتنعان منها.²

وفي هذا الإطار جاءت فتوى بنك دبي الإسلامي التي نصت على ما يلي: "المقرر شرعا هو وجوب الوفاء بالعقود، وأن الشروط جائزة بين المسلمين إلا شرطا حرم حلالا أو أحل حراما، فإذا تضمن عقد الشركة حكما خاصا بشأن الاحتياطي عند خروج أحد الشركاء تعيّن العمل به، ويجوز

1 - أشرف محمد دوابه، دور الأسواق المالية في تدعيم الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية، مرجع سابق، ص 158 (بتصرف).

2 - نفس المرجع، ص ص 158-159.

الاتفاق على أن يذهب الاحتياطي كله إلى أغراض الخير، وإذا لم ينص العقد على شيء من ذلك، كان من حق الشريك الحصول على نصيبه في الاحتياطي، طالما كان العقد يكفل له الخروج من الشركة في أي وقت يشاء".¹

أما ما جاء في قرار مجلس مجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، فيتعلق بالهدف من تكوين الاحتياطي، وقد جاء فيه أنه يمكن تكوين احتياطي لمواجهة مخاطر رأس مال المضاربة، على أن يتم تكوينه من اقتطاع نسبة معينة في نهاية كل دورة إما من حصة حملة الصكوك في الأرباح في حالة وجود تنضيض دوري، وإما من حصصهم في الإيراد أو الغلة الموزعة تحت الحساب.

وفي هذه الحالة يجب أن تنص نشرة الإصدار أن تقتطع الاحتياطات من حصة أصحاب الصكوك في الربح وحدهم، ولا مجال لمشاركة المضارب في هذا الاحتياطي، لأنه يكون بذلك قد ضمن جزءاً من خسارة رأس المال، وهذا الضمان غير جائز باتفاق الفقهاء.

أما إذا كانت الأرباح المقتطعة مخصصة لمواجهة انخفاض محتمل في الأرباح، وتحقيق موازنة في التوزيعات، بحيث يتفق المتعاقدون على توزيع مستوى معين من الأرباح، والاحتفاظ بالجزء المتبقى لاستخدامه مستقبلاً في حالة انخفاض الأرباح عن المستوى المطلوب، فإنه يجوز هنا اقتطاع تلك الاحتياطات من الربح الإجمالي قبل توزيعه بين أصحاب الصكوك والمضارب، إذ كلاهما له الحق في الربح ومستفيد من الاحتياطي، وفي هذه الحالة يمكن لنشرة الإصدار أن تنص على مثل ذلك.

11- ضمان رأس المال:

لا يجوز أن تشمل نشرة الإصدار أو صكوك المضاربة على نص بضمان عامل المضاربة رأس المال، فإن وقع النص على ذلك صراحة أو ضمناً بطل شرط الضمان.

ويستثنى في ضمان رأس المال حالات التعدي والتقصير المثبتة في حق المضارب، وقد أشار إلى ذلك قرار مجمع الفقه الإسلامي بقوله: "وأن يد المضارب على حصيلة الاكتتاب في الصكوك وعلى موجودات المشروع هي يد أمانة لا يضمن إلا بسبب من أسباب الضمان الشرعية".

¹ - نفس المرجع، ص 159.

12- الإلزام بالبيع:

لا يجوز أن تتضمن نشرة الإصدار على نص يلزم بالبيع (ولو كان معلقاً أو مضافاً للمستقبل)، وإنما يجوز أن يتضمن صك المضاربة وعدا بالبيع، على أن يتم البيع بعد ذلك بعقد وبالقيمة المقدرة من الخبراء وبرضا الطرفين.

13- ضمان طرف ثالث لقيمة إصدار صك المضاربة:

يمكن في صكوك المضاربة إدخال مبدأ ضمان الطرف الثالث لقيمة إصدار الصك (رأس مال المضاربة) بتوافر شروط ثلاثة:

- الذمة المالية المستقلة للضامن.
- التبرع بالضمان.
- استقلال عقد الضمان عن عقد المضاربة.

خلاصة الفصل:

سوق الأوراق المالية الإسلامية، هي السوق التي تُعنى بإصدار وتداول الأوراق المالية الإسلامية المبنية على صيغ متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، وتُركّز على التعامل المتوسط وطويل الأجل، هدفها تجميع المدخرات واستثمارها بما يخدم التنمية الاقتصادية والاجتماعية.

وفكرة الأسواق المالية تقوم على أنظمة إدارية وإجرائية، وهذا يستند في الأصل إلى تطبيق قاعدة المصالح المرسلّة.

ولا نبالغ إن قلنا أن ما تقدمه الشريعة الإسلامية لكفاءة أسواق الأوراق المالية لم تقدمه أية لوائح تنظيمية أخرى، فلقد أوجبت الشريعة الإسلامية مبادئ وأخلاقاً، تشكل أساساً تنظيمياً وتشريعياً لعمل تلك الأسواق، وأهم تلك المبادئ: الخلو من الربا، الخلو من الغرر، الخلو من القمار والميسر، النهي عن بيع الدين بالدين، الخلو من التحكم في الأسعار والاحتكار ...

ومن المسائل الأخرى المتعلقة بسوق الأوراق المالية الإسلامية: السمسرة، الأوامر، والتسعير، وكل هذه المسائل لها أصل في هذه السوق.

كما توجد عدة أنواع من الأوراق المالية الإسلامية، والتي تقوم على صيغة من صيغ الاستثمار أو التمويل الإسلامي، وهي متاحة للبنوك الإسلامية لتحقيق غرضها التنموي، إلا أنها تختلف من حيث إمكانية تداولها على النحو التالي:

- صكوك المشاركة، المضاربة، والإجارة: يمكن تداولها في السوق على أساس قيمتها السوقية.
- صكوك المرابحة: يمكن تداولها على شرط أن تكون موجوداتها من الأعيان والمنافع هي الغالب أو الأصل، والباقي يكون تبعا.
- صكوك الاستصناع والسلم: لا يمكن تداولها في السوق، لأنها ترتبط ببيع السلع قبل القبض، وهو غير جائز عند جمهور الفقهاء.
- صكوك القرض الحسن: لا يمكن تداولها في السوق إلا بقيمتها الاسمية، كما أن تداولها يعني تسديد قيمة الدين المسجل عليها والصادر بموجب هذه الصكوك.

والجدير بالإشارة إلى أن العقود الآجلة والمستقبليات، هي أشبه ما تكون بعقود السلم والاستصناع الجائزين شرعا، وبالتالي تم إيجاد البديل الشرعي للعقود الآجلة والمستقبليات في الأسواق التقليدية الليبرالية.

الفصل الثاني

الآثار المرتقبة للبنوك الإسلامية من خلال الاستثمار في أسواق الأوراق المالية الإسلامية

تمهيد:

تعتبر الأهداف الاستثمارية التنموية الهدف الأسمى للبنوك الإسلامية، ذلك لأنها الأكثر تأثيراً في التنمية الاقتصادية، فمن خلالها تنشأ الصناعات والمشاريع المختلفة ويتسع نطاق القائمة منها وينعكس هذا على الإنتاج والعمالة وتحقيق مستوى معيشي أفضل.

ولا شك أن استثمار البنوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية الإسلامية سيحقق لها مثل تلك الأهداف، وذلك نظراً للطبيعة الخاصة لتلك الأسواق ودورها المتميز في توفير التمويل المتوسط والطويل الأجل، وتكتسب بذلك البنوك الإسلامية طابعاً تنموياً جديداً أساسه الاتجاه نحو الاستثمار والتنمية بأتم معنى الكلمة.

سوف يتم تناول هذا الفصل من خلال التطرق إلى المبحثين التاليين:

المبحث الأول: الآثار المباشرة لأسواق الأوراق المالية الإسلامية

المبحث الثاني: الآثار غير المباشرة لأسواق الأوراق المالية الإسلامية

المبحث الأول: الآثار المباشرة لأسواق الأوراق المالية الإسلامية

المطلب الأول: انتهاء الوظيفة الاستثمارية بدلا من الوظيفة التجارية في البنوك الإسلامية

بانتهاء الوظيفة الاستثمارية، يتم تصحيح المسار العملي للتجربة المصرفية الإسلامية،* حيث إن الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية من خلال اعتماد الصكوك الإسلامية، سوف يُمكن البنوك الإسلامية من توظيف مواردها المالية لأجل طويلة في مشروعات وأنشطة منتجة مع مراعاة اعتبارات الربحية والسيولة والأمان، أي سوف يحقق لها الوظيفة الاستثمارية ويدعمها بما يتوافر عليه سوق الأوراق المالية الإسلامية من خصائص وسمات اقتصادية هامة تتناسب وأداء تلك الوظيفة.

وتكمن أهمية الوظيفة الاستثمارية في البنوك الإسلامية في تحقيق ما يلي:

1- المساهمة في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية:

يعتبر هذا الهدف سمة أساسية وعامل رئيسي وجوهري للاستثمار طويل الأجل في البنوك الإسلامية، فإذا كانت هذه الأخيرة كغيرها من المؤسسات المالية تسعى إلى تحقيق الربح، إلا أنها تبقى بالأساس ذات رسالة أسمى من ذلك بكثير، تقتضي منها تحسس حاجات المجتمع في المحيط الذي تعمل فيه، وربط نشاطها الاستثماري بتلك الحاجات، والعمل على قضائها قدر الإمكان.

فالبنوك الإسلامية بطبيعتها بنوك تنموية، وتنعكس هذه الصفة التنموية بصورة مباشرة في تنظيمها الداخلي، وفي إستراتيجيتها الاستثمارية، وكذلك في معاييرها لتقويم واختيار المشروعات.

فلا بد أن تراعي في نشاطها الاستثماري ما يعود على المجتمع من منافع، وتجنب ما يلحق به من أضرار، مراعاة لحق المجتمع في استثمار المال وتنميته انطلاقا من مبدأ الاستخلاف.

قال الله، عز وجل: "هو أنشأكم من الأرض واستعمركم فيها"¹، والاستعمار هو طلب العمارة، وهذا الطلب للوجوب، فلا تدل قرينة على صرفه عن غيره، فالتعمير والتنمية واجب على المسلمين كافة، كل بحسب طاقته وما يُسّر له من الأعمال، فمن قصر أو أهمل فإنه آثم، لأنه خالف ما أوجب الله عليه.²

* - أنظر: خلاصة تقييم الدور الاقتصادي للبنوك الإسلامية محل الدراسة، الفصل الثاني/الباب الأول.

1 - سورة هود، الآية: 61.

2 - أشرف محمد دوابه، دور الأسواق المالية في تدعيم الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية، مرجع سابق، ص 19.

ونظرا لأهمية الاستثمار طويل الأجل في البنوك الإسلامية، حرصت هذه البنوك عند إنشائها على اعتبار المساهمة في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية من أهدافها الرئيسية والجوهرية.*

ويتعلق هدف التنمية بالبحث عن التشغيل الكامل لموارد المجتمع، لأن تعويض البطالين يعتبر تكلفة بالنسبة للمجتمع، والتي تحد من إمكانية النمو الاقتصادي، إلا أن التشغيل الكامل بمفهومه الواسع ينصرف إلى الاستعمال الكامل لكلا عاملي الإنتاج رأس المال والعمل.

فتشغيل الموارد العاطلة في المجتمع، وبالأخص اليد القادرة على العمل، ضرورة ملحة، على أنه يمكن تقدير حجم البطالة في المجتمع كما يلي:

إجمالي السكان: ويضم فئتين من السكان: النشطين وغير النشطين.

وينقسم السكان النشطون إلى عاملين وإلى عاطلين.

ومنه، فإن: معدل البطالة = عدد العاطلين / مجموع السكان النشطين.¹

2- تعظيم أرباح البنوك الإسلامية:

يعتبر سعر الفائدة (الربا) من العناصر الأساسية من العناصر الأساسية المؤثرة على اتخاذ قرار الاستثمار في النظام الليبرالي، إلا أن هذا العنصر غير وارد في الاقتصاد الإسلامي، حيث إن الربا محرم شرعا، وكبديل عن ذلك، فإن معدل الربح في الاقتصاد الإسلامي، يعتبر من العوامل المحددة للاستثمار.

* - ومن أمثلة ذلك: ما جاء في النظام الأساسي للبنك الإسلامي للتنمية: "مادة 1: إن هدف البنك الإسلامي للتنمية هو دعم التنمية الاقتصادية والتقدم الاجتماعي لشعوب الدول والمجتمعات الإسلامية مجتمعة ومنفردة وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية".

كما جاء في النظام الأساسي لبنك دبي الإسلامي: "مادة 4، بند: 2: القيام بأعمال الاستثمار مباشرة، أو بشراء مشروعات، أو بتمويل مشروعات، أو أعمال مملوكة للغير".

وفي النظام الأساسي لبيت التمويل الكويتي: "مادة 5، بند: 2: القيام بأعمال الاستثمار مباشرة، أو بشراء مشروعات، أو أعمال مملوكة للغير على غير أساس الربا".

وجاء في قانون إنشاء البنك الإسلامي الأردني: "مادة 6: يهدف البنك إلى تغطية الاحتياجات الاقتصادية والاجتماعية في ميدان الخدمات المصرفية، وأعمال التمويل والاستثمار المنظمة على غير أساس الربا".

1 - عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية: دراسة تحليلية تقييمية. ط 3، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2006م، ص 38.

ولا شك أن تعظيم الربح للمساهمين والمودعين بالبنوك الإسلامية، يمثل أحد الأهداف الأساسية للنشاط الاستثماري طويل الأجل بتلك البنوك،* كما يمثل أحد المعايير الرئيسية لتفضيلها للمشروعات الاستثمارية عند دراستها، وتقويمها، والاختيار بينها.¹

وترجع أهمية هذا الهدف من هذا الجانب لسببين:

الأول: أن الربح هو أساس وجود واستمرارية البنك الإسلامي، حيث إن تحقيق البنك الإسلامي للربح أمر ضروري لتغطية نفقاته، وتوزيع عوائد على المساهمين والمودعين، مما يسهم في استمرارية الانتفاع من المصدر الخارجي للتمويل.

وكذلك الأمر بالنسبة للمساهمين، حيث سيؤدي عدم حصولهم على أرباح إلى التلخص وتصفية ما بحوزتهم من أسهم البنك ولو بسعر أقل، وهو ما يعني تعرض القيمة السوقية للأسهم للتدهور المستمر.

الثاني: أن الإسلام يحث على الربح من خلال الدعوة إلى استثمار المال وعدم تركه عاطلاً، للمحافظة عليه وتنميته.

فمن المبادئ الفقهية المعروفة أن: "الربح وقاية لرأس المال"، وأن: "الخسارة مصروفة إلى رأس المال"، وأن: "النفقة مصروفة إلى الربح"، كما جعل الإسلام حفظ المال أحد الضروريات الخمس التي جاءت الشريعة الإسلامية برعايتها.

كما أن الربح في الاقتصاد الإسلامي، هو عائد تحمل المخاطرة بالمشاركة في النشاط الاستثماري، ويسمى تبعاً لذلك بالربح الحلال أو الكسب المشروع، ويحكمه مجموعة من المبادئ الأساسية، منها:

أ- مبدأ الغنم بالغرم:**

أي أنه لا يحق للفرد أن يحصل على كسب دون تحمل المخاطرة، أو بذل جهد، وهذا هو أساس النشاط الاقتصادي الصحيح، الذي يتعافى دوماً من الأزمات المالية والاقتصادية التي شهدتها باستمرار

* - والجدير بالإشارة إلى أن تعظيم الربح المادي لا يتعارض مع تعظيم الربح الاجتماعي الذي يتحقق من خلال الاهتمام بأساليب وأدوات التكافل الاجتماعي، فالبنوك الإسلامية تُزاج بين هذين الهدفين.

1 - أشرف محمد دوابه، دور الأسواق المالية في تدعيم الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية، مرجع سابق، ص 21.

** - لقد تم الإشارة إلى هذا المبدأ سابقاً، أنظر: الفرع الأول من المطلب الثالث من المبحث الثاني من الفصل الأول/الباب الأول.

الاقتصاد الليبرالي، فهذا المبدأ أساس الوساطة المالية العادلة الذي كان وراء التوازن الاقتصادي الكلي وفق المنظور الإسلامي.

ب- مبدأ لا ضرر ولا ضرار:

كل حق في الإسلام مقيد بمنع الضرر، وشُرِّع لتحقيق مصلحة الأفراد، والنشاط الإنساني يجب أن يتسم بالمنفعة التبادلية، وإحساس الفرد بمسؤولية اتجاه المجتمع، فلا يخضع أي تصرف للطلبات الشخصية المطلقة دون اعتبار لحقوق الغير ومصالحهم.

وقد نهى القرآن الكريم عن الضرر لأنه اعتداء، وتبعاً لذلك فإن الحقوق الخاصة تذوب في الحقوق العامة إن كانت تؤدي إلى ضرر، حيث إن حق الجماعة مقدم على حق الفرد بالنسبة لدفع الأضرار.¹

ج- الجزاء والثواب في الآخرة:

حيث إن عائد العمل لا يقتصر على الحياة الدنيا، وهذا التزاوج بين العائد الأخرى والكسب الدنيوي هو أحد خصائص الاستثمار الإسلامي.

وتتجلى أيضاً المكاسب الأخرى من الاستثمار في إخراج الزكاة من دخل الاستثمار، التبرعات والأعمال الخيرية، الإقراض الحسن ...

فكل تلك المكاسب تدخل في نطاق الربحية الاجتماعية للبنوك الإسلامية والتي أثبتت محدوديتها لحد الآن في عدد من البنوك الإسلامية.*

وبما أن الاستثمار يتأثر بنوع الصكوك المنتهجة أو المستخدمة في البنوك الإسلامية، فإن الصكوك الإسلامية الأكثر تأثيراً على الوظيفة الاستثمارية هي تلك الصكوك التي تتعلق بالأجل المتوسطة والطويلة، والتي تشمل تحديداً الأنواع التالية:

- صكوك المشاركة.
- صكوك المضاربة.
- صكوك الإجارة.
- صكوك الاستصناع.

1 - أميرة عبد اللطيف مشهور، مرجع سابق، ص ص 47-48.

* - أنظر: التقييم الاجتماعي للبنوك الإسلامية محل الدراسة، الفصل الثاني/الباب الأول.

ونشير إلى أن جميع هذه الصكوك المذكورة يمكن تداولها في سوق الأوراق المالية الإسلامية (ما عدا صكوك الاستصناع)، وهذا من شأنه أن يوفر إمكانية تسييل وتصفية هذه الصكوك بقيمتها السوقية، مما يسهم في جعل تلك الصكوك أكثر كفاءة وفعالية في أداء وظيفتها الاستثمارية التنموية.

المطلب الثاني: تفعيل التعاون المتبادل بين البنوك الإسلامية

يمكن أن تحل البنوك الإسلامية مشكلة احتياجها إلى سيولة وفق الأجل الزمنية لاستحقاقها، فإذا كانت الحاجة للسيولة تتعلق بأجل متوسطة أو طويلة، يُمنح التمويل على أساس المشاركة في الربح والخسارة (صكوك المشاركة أو المضاربة)، ويكون ذلك من الأموال المخصصة للاستثمار، أما إن تعلقت بأجل قصيرة، فالأنسب منح التمويل على أساس صكوك القرض الحسن، ويكون ذلك من حساب الودائع الجارية.

صكوك القرض الحسن:

ليس هناك ما يمنع شرعا من اللجوء إلى القروض الحسنة المتبادلة بدون فوائد ربوية لا أخذًا ولا عطاءً، لأنها تحقق مقصودا شرعيا، ولا تفضي إلى محرم، ولا تقتضي زيادة في القدر ولا في الوصف¹، ويدخل قيام البنوك الإسلامية بهذا الدور ضمن دورها الاجتماعي الذي يُفترض أن تؤديه اتجاه المجتمع، لأن ذلك مرتبط بالدور التنموي المنوط بها.

وبناء على ذلك، يمكن إمداد أي بنك من البنوك الإسلامية يكون في حاجة إلى سيولة بالتمويل اللازم على شكل قرض حسن، والبنوك الإسلامية هي مدعوة لمثل هذا التعاون أكثر من غيرها خاصة في ظل تعنت البنك المركزي لتقديم لها العون "كملجأ أخير للإقراض" بما يراعي وخصوصيتها المتعلقة بالتمويل بالضوابط الشرعية.

ويتم منح التمويل وفق صكوك القرض الحسن بأن يصدر البنك الإسلامي صاحب العجز المالي صكوك قرض حسن للاكتتاب فيها، على أن تحدد البنوك الإسلامية ذات الفائض المالي نسبة من الودائع الجارية لديها وتخصصها لشراء صكوك القرض الحسن، كأن تكون 5% مثلا، ثم تسدد الديون بإطفاء هذه الصكوك في أجل استحقاق محدد، على أن يتم بالقيمة الاسمية للصكوك لا غير.

إلا أن التزام البنوك الإسلامية بنسبة الاحتياطي القانوني اتجاه البنك المركزي لا يسهم في نجاح فكرة صكوك القرض الحسن بالمستوى المطلوب.

1 - عبد الحميد محمود البعلي، تنظيم العلاقة بين المصارف الإسلامية والبنوك المركزية والبنوك التقليدية الأخرى، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر حول: المؤسسات المالية الإسلامية، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 2005م، ص 1512.

وإن كان من مبررات استخدام نسبة الاحتياطي القانوني لدى البنك المركزي هو تنظيم الائتمان والتحكم فيه وفق متطلبات الوضع الاقتصادي السائد، فإنه لا مخاوف من أن تثار ظاهرة التوسع النقدي وتوليد النقود جَزَاءَ التعامل بالقرض الحسن، لأن ذلك التعامل لا ينطوي على عوائد مادية، كما تبرره الحاجة الاقتصادية أو الاجتماعية المرتبطة بمصالح مشروعة.

كما تجدر الإشارة إلى أن مسألة اشتراط تبادل السيولة على أساس القرض الحسن كان محل خلاف شرعي على أساس أنها (في واحدة من وجهات النظر) من قبيل القرض الذي جر نفعاً*. إلا أنه توجد طريقة ملائمة لتبادل السيولة بين البنوك الإسلامية ذات الفائض والأخرى ذات العجز مع تفادي أسلوب المعاملة بالمثل أو اشتراط تبادل السيولة على أساس القرض الحسن، وهي إدخال وسيط (ويكون البنك المركزي) بين البنوك ذات الفائض والأخرى ذات العجز، حيث بإمكانه تنظيم هذه العملية على أساس صكوك القرض الحسن وانطلاقاً من السيولة المودعة لديه من قبل البنوك ذات الفائض، وهذا يدخل في إطار وظيفته "بنك البنوك وملاذها الأخير".

وفي إطار هذا الخلاف المذكور والطريقة المُشار إليها لتجاوز ذلك الخلاف، تقول الدكتورة هناء محمد هلال الحنيطي في إطار بحثها عن البدائل الشرعية للمسعف الأخير التقليدية: "الواقع أن كل عملية ذات استقلال عن العملية الأخرى، وهي منفصلة عنها عقداً وزماناً، وليس منح القرض الأول مؤكداً لحدوث القرض الثاني المقابل، بل قد يتم الأول ومع ذلك لا تتحسن حالة السيولة، فلا يتمكن المصرف من تقديم القرض المقابل، ثم إنه إن أصبح هذا الأسلوب متبعاً من البنك المركزي، فسوف يكون مصدر منح القرض الأول من بين الموارد المتاحة من فوائض السيولة المودعة من قبل المصارف لدى المصرف المركزي، ومن ثم فإن هذه الصيغة تعتبر ملائمة، كما أنها ممكنة التطبيق"¹.

* - في تفصيل هذا الخلاف، أنظر: نفس المرجع، ص ص 1512-1516.

1 - هناء محمد هلال الحنيطي، بدائل المسعف الأخير للمصارف الإسلامية من البنوك المركزية، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، 31 ماي-3 جوان 2009م، ص 47.

المبحث الثاني: الآثار غير المباشرة لأسواق الأوراق المالية الإسلامية

المطلب الأول: تطوير علاقة البنك المركزي بالبنوك الإسلامية

الفرع الأول: البنك المركزي (المفهوم والوظائف)

1- تعريف البنك المركزي:

البنك المركزي هو: "تلك المؤسسة التي تقف على قمة النظام المصرفي في الدولة، والتي تتولى إصدار أوراق النقد، والرقابة على البنوك الأخرى، والرقابة على الائتمان وتنظيمه لخدمة المصلحة العامة".¹

ويمكن تعريفه أيضا على أنه: "المؤسسة المسؤولة عن تنظيم الهيكل النقدي والمصرفي للدولة، وعن قيادة السياسة النقدية والائتمانية على النحو الذي يحقق منفعة للاقتصاد القومي".²

فتعريف البنك المركزي يشمل على العناصر التالية:

- مؤسسة عامة غالبا، أي أنه مملوك للدولة.
 - هو الذي يقع على قمة الجهاز المصرفي في الدولة، ويمثل السلطة العليا على البنوك وغيرها من المؤسسات المالية الخاضعة لرقابته.
 - أنه "المصرف الوحيد" من نوعه في الدولة، ففي الوضع الغالب، لا يُتصوّر وجود أكثر من بنك مركزي واحد في الدولة.
 - المؤسسة العامة الأهم من حيث الدور المنوط بها في تنظيم النقد والائتمان المصرفي في الدولة.
- ويختلف البنك المركزي عن البنوك الأخرى، من حيث ملكيته، وأهدافه، وكذلك طبيعة العمليات التي يقوم بها، وطبيعة المتعاملين معه.

فمن حيث الملكية، فإن البنوك المركزية تكون مملوكة بالكامل للدولة غالبا، أما من حيث الأهداف، فإن الهدف من إنشاء البنوك المركزية ليس تحقيق الربح، بل خدمة المصلحة العامة وتحقيق أهداف قومية، كما أن عملياتها يغلب عليها الطابع القومي والمصلحة العامة، ومن ناحية المبدأ، لا تتعامل البنوك المركزية مع الأفراد في المجتمع حتى لا تقوم بمنافسة البنوك التجارية الأخرى، ويكون تعاملها عادة مع الهيئات العامة، وبصفة خاصة البنوك التجارية والمتخصصة والهيئات والمصالح الحكومية، ولذلك يُطلق على البنك المركزي: بنك البنوك وبنك الحكومة.

1 - محمود حسن صوان، مرجع سابق، ص 56.

2 - هناء محمد هلال الحنيطي، مرجع سابق، ص 12.

2- وظائف البنك المركزي:

في أواخر القرن التاسع عشر وأوائل القرن العشرين، تطورت وظائف وأهداف البنوك المركزية، حيث أوكلت لها الحكومات وظائف إضافية جديدة، مثل الرقابة على البنوك، وتقديم المساعدة لها، والرقابة على الائتمان وتنظيمه*.

وخلال القرن العشرين، أصبحت الوظائف الأساسية للبنوك المركزية تتمثل فيما يلي:¹

- إصدار الأوراق النقدية.
- تقديم الخدمات المصرفية والمالية للحكومة.
- تقديم العون للمصارف الأخرى.
- الرقابة على الائتمان.

كذلك وفي إطار مهامه العامة، فإن البنك المركزي يقوم بما يلي:²

- وضع وتنفيذ السياسة النقدية.
- إدارة نظم المدفوعات والتسويات.
- إدارة المخاطر والإشراف المصرفي.
- الخدمات ونشر المعلومات النقدية والمالية.

ويمارس البنك المركزي مهامه الأساسية كمسؤول عن الإستراتيجيات النقدية التي تجري انطلاقا من وظيفته كمصدر ومنظم للنقود،³ إلا أنه يبقى الهدف الرئيسي للبنك المركزي هو تحقيق الاستقرار النقدي، ومن ثم تشجيع عملية النمو الاقتصادي في المجتمع، وتحقيق هذا الهدف يمارس البنك المركزي مجموعة من الوظائف والأنشطة التي ترتبط مباشرة بمتغيرات الاقتصاد الكلي، والتي تتمثل فيما يلي:

* - حيث كانت وظائف البنوك المركزية قبل ذلك تتمثل في تلقي الودائع الحكومية وإصدار الأوراق النقدية وتقديم الخدمات المصرفية المتنوعة لتلبية الاحتياجات المالية للحكومة.

1 - محمود حسن صوان، مرجع سابق، ص 56.

2 - Sylvie Lecarpentier-Moyal, Pascal Gaudron, **Économie Monétaire et Financière**. 6^e Édition, Economica, Paris, 2011, p 110.

3 - Michel Ruimy, **Économie Monétaire**. Ellipses, Paris, 2004, p 123.

أ- الوظيفة المصرفية (بنك الدولة وبنك البنوك):

يحتل البنك المركزي بالنسبة للبنوك الأخرى في الدولة مكانة "بنك البنوك"، وتحتفظ البنوك لديه بنسبة معينة من ودائعها كاحتياطي نقدي قانوني، وذلك حتى يتمكن البنك المركزي من أداء وظيفته الخاصة بالرقابة على الائتمان.

ويقدم البنك المركزي للبنوك المرخصة خدمة "المقاصة فيما بينها" لتسوية حساباتها المختلفة، وخدمة تبادل معلومات الائتمان المتعلقة بعملائها.

كما يمدُّ العون إلى البنوك وقت الأزمات بصفته "الملاذ أو الملجأ الأخير" عن طريق تقديم قروض مباشرة للبنوك التجارية التي تقع في أزمة سيولة أو عسر مالي، أو بإعادة خصم الأوراق التجارية التي بحوزتها.

وفي إطار وظيفته "بنك البنوك"، يقدم البنك المركزي العديد من الخدمات للبنوك التجارية، ويقوم بالإشراف عليها لضمان الاستقرار المصرفي، وذلك من خلال قيامه بأربعة وظائف فرعية، هي:¹

✓ الإشراف على البنوك.

✓ الاحتفاظ بالاحتياطيات النقدية.

✓ المسعف الأخير للإقراض.

✓ عمليات المقاصة بين البنوك.

وتعد وظيفة المسعف أو الملجأ الأخير للإقراض إحدى أهم الوظائف المناطة بأي بنك مركزي، ويسعى من خلالها تحقيق هدف مهم هو: "حماية أموال المودعين، واستقرار الجهاز المصرفي".²

كما يعتبر البنك المركزي "بنك الحكومة"، إذ أن الحكومة تقوم بإيداع حساباتها لديه، وهو يقوم بتنظيم مدفوعاتها، ويقدم لها سلفاً قصيرة الأجل في حالة حدوث عجز مؤقت أو موسمي في موازنتها العامة، كما يقوم البنك المركزي بإصدار وإدارة القروض العامة التي تُطرح للاكتتاب العام.

ويعمل البنك المركزي على تنظيم إصدار سندات الدين العام وأذونات الخزينة، ويتولى إدارة احتياطات الدولة من العملات الأجنبية، ومراقبة أسعار صرف العملة الوطنية، فضلاً عن قيامه بالخدمات المصرفية الأخرى للحكومة، كتقديم القروض وتوفير التسهيلات الائتمانية، وتقديم المشورة النقدية والمالية لها، وضمان تعهدات الحكومة للغير خاصة للمؤسسات النقدية الدولية.

1 - أحمد محمد السعد، محمد وجيه الحنيني، بدائل المسعف الأخير للمصارف الإسلامية من البنوك المركزية، بحث مقدم إلى مؤتمر: المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، 31 ماي-3 جوان 2009م، ص 10.

2 - نفسه.

ب- الوظيفة النقدية (إصدار النقد):

يقوم البنك المركزي بإصدار العملة القانونية،¹ وتعتبر هذه الوظيفة أولى وظائف البنك المركزي ظهوراً، وهو الامتياز الذي مُنح له لتمييزه عن البنوك الأخرى حتى لقب البنك المركزي بهذه الوظيفة، أي "بنك الإصدار".*

وهذه الوظيفة كانت نتيجة تطور تاريخي للأعمال المصرفية، حيث كان هناك أكثر من بنك يقوم بعملية الإصدار للأوراق النقدية التي تمثل وعوداً بالدفع عند الطلب، ولكن مع تطور الزمن، نتيجة للتجارب النقدية التي مرت بها الدول، أصبح تركيز عملية الإصدار في بنك واحد فقط لضمان عدم الإفراط في الإصدار النقدي الذي كان من الممكن أن تقوم به عدة بنوك، وتأكيداً للثقة في الأوراق النقدية الصادرة من بنك واحد هو البنك المركزي.

ويتم إصدار أوراق النقد والمسكوكات في كل دولة حسب متطلبات النشاط الاقتصادي، وبما يتفق مع أهداف السياسة النقدية والمالية من أجل تحقيق الاستقرار النقدي والمحافظة على القوة الشرائية لسعر صرف العملة الوطنية.

ج- الوظيفة الرقابية (الرقابة على الائتمان):

يمارس البنك المركزي وظيفة الرقابة على حجم النقود والائتمان،² وتعتبر من أهم الوظائف التي يقوم بها حتى يمكن أن تُعدّ بمثابة الوظيفة الأساسية للبنك المركزي.³

فموجب هذه الوظيفة، يقوم البنك المركزي بتنظيم السيولة المصرفية، أي التأثير في قدرة البنوك على منح الائتمان،⁴ ذلك لأن البنوك في إطار التحليل الليبرالي من السهل أن تقوم بالتوسع في الائتمان وعرض النقود،⁵ ومن ثم التأثير على القوة الشرائية للنقود، وكذا التأثير على مستوى النشاط الاقتصادي في الدولة، الأمر الذي يؤكد الحاجة إلى الرقابة على كمية الائتمان ونوعيته حتى لا يتجه نحو إلحاق الضرر بالنشاط الاقتصادي.

وتستهدف الرقابة التي يمارسها البنك المركزي على البنوك والمؤسسات المالية ما يلي:

¹ - Blanche Sousi-Roubi, **Lexique de Banque et de Bourse**. 3^e Édition, Dalloz, Paris, 1990, p 20.

* - يقوم البنك المركزي بتنظيم إصدار العملة الوطنية بحسب متطلبات الاقتصاد الوطني، وتقتصر عليه دون غيره مهمة الإصدار النقدي بالاستناد إلى مجموعة من التشريعات والقوانين، والتي تُعدّ بمثابة الحدود الواجب التقيد بها عند قيامه بهذه الوظيفة.

² - Ibidem.

³ - هناء محمد هلال الحنيطي، مرجع سابق، ص 16.

⁴ - Françoise Renversez et autres, Op - Cit, p 345.

⁵ - Jesús Huerta de Soto, **Monnaie, Crédit Bancaire et cycles Economiques**. L'harmattan, Paris, 2011, p 177.

✓ التأكد من سلامة الوضع المالي لكل بنك ومؤسسة مالية، وبصورة خاصة التأكد من الكفاءة المالية وضمن السيولة اللازمة والمحافظة على أموال المودعين.

✓ التأكد من أن البنوك تتقيد بالقوانين والأنظمة والتعاليم الصادرة عن البنك المركزي، ومتابعة ما يطرأ على البنوك من متغيرات.

كما تهدف إلى تحقيق الاستقرار النقدي عن طريق حماية القوة الشرائية وسعر صرف العملة الوطنية، وفرض الرقابة على الائتمان بحيث يتجاوب مع متطلبات النمو الاقتصادي، ويدخل هذا كله في إطار أهداف السياسة النقدية التي يديرها ويشرف عليها البنك المركزي.

مع الإشارة إلى أن السياسة النقدية تكون سليمة عندما تقوم على الحد من التقلبات في النشاط الاقتصادي.¹

الفرع الثاني: واقع العلاقة بين البنك المركزي والبنوك الإسلامية

تواجه البنوك الإسلامية صعوبات عديدة بخصوص علاقتها بالبنك المركزي بالشكل الذي يؤثر على نشاطها التمويلي والاستثماري، بل تجعل مستقبل وآفاق الصيرفة الإسلامية رهون بمدى تدليل تلك الصعوبات التي تواجهها في إطار علاقتها بالبنك المركزي.

1- منشأ اختلال العلاقة القانونية بين البنك المركزي والبنوك الإسلامية

يعود منشأ الاختلال لواقع العلاقة المتبادلة بين البنك المركزي والبنك الإسلامي إلى عدم وجود صياغة شرعية ملائمة لطبيعة عمل الجهاز المصرفي الإسلامي، فالتشريعات القانونية السائدة لا تفصل في مبدأ الرقابة بين بنك إسلامي وآخر غير إسلامي، مما ينتج عن ذلك إخضاع عمليات الجهاز المصرفي الإسلامي لنفس الإجراءات القانونية مع عدم تجانسها وتباينها الواضح مقارنة بالبنوك الأخرى.²

فالبنوك بوجه عام، إما أن تكون تجارية أو غير تجارية، والبنوك التجارية تساهم في إعادة تدوير الأموال وسرعة تسهيلها أكثر من البنوك غير التجارية، لأنها تعتمد بالدرجة الأولى على الودائع تحت الطلب المسحوبة بشيك، وودائع أخرى قصيرة الأجل، ولا شك أن هذه الآلية تؤثر على القاعدة النقدية وعرض النقود، مما يدخل مباشرة في إطار أهداف البنك المركزي الرامية لضبط عرض النقد وسياسات الائتمان، وخلافاً لذلك فإن البنوك الإسلامية لا تعتبر تجارية بالمعنى الشائع، حيث لم تباشر عملياتها

¹ - Bernard Landais, **Leçons de Politique Monétaire**. 1^{re} Édition, De Boeck, Bruxelles, 2008, p 142.

² - ياسر عبد الكريم محمد الحوراني، تقييم بعض جوانب اختلالات العلاقة الوظيفية بين البنك المركزي والمصرف الإسلامي، مجلة إسلامية المعرفة، العدد 16، المعهد العالمي للفكر الإسلامي (فرجينيا)، 1999م، ص 78.

المصرفية وفق الأساليب المعتمدة من البنوك التجارية، ولذلك لا تؤثر بنفس الدرجة على العرض النقدي.¹

ويمكن تصنيف علاقة البنوك المركزية بالبنوك الإسلامية في الدول الإسلامية وفق ثلاثة أنماط:
النمط الأول: بنوك إسلامية في بلاد إسلامية، قامت بتغيير نظامها المصرفي بالكامل إلى النظام المصرفي الإسلامي.

النمط الثاني: بنوك إسلامية في بلاد إسلامية، تسود فيها النظم المصرفية التقليدية، وتنظمها قوانين مصرفية على النمط الغربي، وفي الوقت نفسه أصدرت قوانين خاصة لتنظيم عمل البنوك الإسلامية، أو تضمنت مواد قانونها التقليدي مواد خاصة بتنظيم عمل البنوك الإسلامية مراعاة لخصوصية تلك البنوك.

النمط الثالث: بنوك إسلامية في بلاد إسلامية، تسود فيها النظم المصرفية التقليدية، وتنظمها قوانين مصرفية على النمط الغربي، وتسري تلك القوانين على البنوك التقليدية والبنوك الإسلامية على حد سواء.

2- مشكلات البنوك الإسلامية مع البنوك المركزية

- بصرف النظر عن نمط العلاقة بين البنك المركزي والبنوك الإسلامية، فإن أبرز المشكلات التي تواجهها معظم البنوك الإسلامية من قبل البنوك المركزية ما يلي:²
- ✓ تطبق عليها ضوابط الترخيص نفسها والتأسيس التي تُطالب بها البنوك التقليدية.
 - ✓ تطبق على البنوك الإسلامية نفس نسبة السيولة بالرغم من اختلاف مكونات بسط النسبة.
 - ✓ تطبق على البنوك الإسلامية نفس نسبة الاحتياطي القانوني.
 - ✓ تطلب البنوك المركزية من بعض البنوك الإسلامية إيداع نسبة من الودائع بالعملات الأجنبية لدى البنك المركزي بفائدة ثابتة.
 - ✓ تطبق على البنوك الإسلامية السقوف الكلية للتوسع الائتماني في حدود سقف أقصى للتوظيف، لا يتجاوز نسبة معينة من إجمالي الودائع وحقوق الملكية مما يضعف من قدرتها الاستثمارية.
 - ✓ تحظر بعض التشريعات المصرفية على البنوك الإسلامية التعامل بالعقار والمنقولات.
 - ✓ المطالبة بتطبيق أسعار الخدمات المصرفية كما هي في البنوك التقليدية.

1 - نفسه.

2 - كمال توفيق حطاب، علاقة البنوك الإسلامية بالبنوك المركزية: المشكلات والعقبات وكيفية التغلب عليها، ندوة حول: دور المؤسسات المصرفية الإسلامية في الاستثمار والتنمية، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة الشارقة، 7-9 ماي 2002م، ص 117 (بتصرف).

- ✓ صعوبة الحصول على تمويل من البنوك المركزية عند الحاجة، بحيث لا يمكنها الاستفادة من وظيفة البنك المركزي "كمسعف أخير" بخصم الأوراق التجارية أو الإقراض الربوي المباشر.
- ✓ هناك نسبة معينة لتمويل العميل الواحد بما لا يتجاوز نسبة معينة من رأس المال المدفوع والاحتياطات.
- ✓ تلتزم البنوك الإسلامية بعدم تجاوز ما تملكه من أسهم مقدار رأس المال المدفوع والاحتياطات.
- ✓ يطبق عليها نفس أساليب التفتيش.
- ✓ أساليب التصحيح والجزاءات المطبقة عليها تماثل تلك المطبقة على البنوك التقليدية.

الفرع الثالث: البدائل المقترحة للعلاقة بين البنك المركزي والبنوك الإسلامية

1- أهمية الأوراق المالية الإسلامية في العلاقة بين البنك المركزي والبنوك الإسلامية:

تعتبر الأوراق المالية الإسلامية أداة تمويلية متفقة وأحكام الشريعة الإسلامية، ويمكن أن تقوم على أساس صيغة من صيغ الاستثمار الإسلامي، ومنها ما يقبل التداول، كصكوك: المضاربة، أو المشاركة، أو الإجارة، إلا أن بعضها الآخر لا يقبل التداول، كصكوك: السلم والاستصناع.* ويستطيع البنك الإسلامي صاحب الأمانة المالية المؤقتة أن يستفيد من هذه الصكوك كثيرا ويحل ما قد يحتاجه من عسر مالي وأن يخفف من حدته، دون الحاجة إلى المسعف الأخير التقليدي،¹ وهذه الأوراق المالية أو الصكوك لها من القيود والشروط والخصائص والميزات ما يناسب المدخرين الراغبين في الاستثمار وأصحاب المشروع المصدرين لهذه الأوراق المالية.

وبإمكان البنك الإسلامي إذا كان مستثمرا أمواله في مشاريع وأصول حقيقية تسهيل أصوله بإصدار صكوك في هذه الأصول،² وتكون محددة ومؤقتة، ويمكن تداولها في سوق الأوراق المالية، وتُطرح للراغبين في شرائها، وعن طريق هذه الصكوك يستطيع البنك الإسلامي الحصول على السيولة المطلوبة، وتخفيف حدة الأزمة المالية وتجاوزها.

كما يُفضّل أن يقوم البنك المركزي بشراء هذه الصكوك والإفادة منها كأداة مضافة إلى أدوات السياسة النقدية البديلة عن السياسة النقدية التقليدية.

ويقتضي التعامل بالصكوك المالية الإسلامية وبالتالي إيجاد البديل لوظيفة المسعف الأخير تعديلا في أنظمة ولوائح البنك المركزي، ووضع أسس وقواعد ومعايير التي يمكن من خلالها أن تلجأ البنوك الإسلامية إلى البنك المركزي، وأن يعمل هذا الأخير على إصدار أوراق مالية حكومية منضبطة

* - على اعتبار أن جمهور الفقهاء لا يجيز البيع قبل القبض.

1 - أحمد محمد السعد، محمد وجيه الحنيني، مرجع سابق، ص 26.

2 - نفسه.

بالمضاربات الشرعية من حيث النشاط الحلال، والتمويل القائم على المشاركة، والعائد القائم على الغنم بالغرم.¹

2- الأوراق المالية الإسلامية المقترحة في إطار علاقة البنك المركزي بالبنوك الإسلامية:

يمكن تطوير وتحسين علاقة البنك المركزي بالبنوك الإسلامية من خلال اعتماد الأوراق المالية الإسلامية التالية:

أ- صكوك المضاربة:

تقوم هذه الصكوك على تجزئة رأس مال المضاربة عن طريق إصدار صكوك ملكية (مجموعها يساوي رأس مال المضاربة) على أساس وحدات متساوية القيمة، ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصاً شائعة في رأس مال المضاربة.

وإذا وقع البنك الإسلامي في حالة عجز في السيولة، فإنه يمكنه اللجوء إلى البنك المركزي للحصول منه على التمويل المطلوب على أساس هذه الصيغة (حيث يمثل البنك المركزي دور صاحب رأس المال، ويمثل البنك الإسلامي دور المضارب) وضمن حدود وقيود متفق عليها.

ويتم معاملة هذا التمويل على نفس أسس معاملة أموال "حساب الاستثمار العام"، من حيث معدل العائد الفعلي الذي يتم توزيعه عن المدة التي تم الانتفاع بالتمويل فيها، إلا أنه يجب أن يُتاح التمويل لمدة كافية تسمح بتشغيله فعلاً، ويتولد من تشغيله عائد حقيقي قابل للقياس والتوزيع الفعلي، وهذه المدة لا تقل عن ثلاثة أشهر في أغلب البنوك الإسلامية، وقد تصل إلى شهرين في بعض البنوك، وهذه الصيغة يمكن أن تناسب النظام المختلط كما تناسب من باب أولى النظام الإسلامي.²

ومن جهة أخرى، يستطيع البنك المركزي أن يدخل (كبديل عن سياسة سعر الخصم) في صيغة المضاربة مع البنك الإسلامي من خلال التعديل في حصة أرباح البنك الإسلامي في أرباح المضاربة حسب ما يقتضيه الوضع الاقتصادي السائد.

وفي هذه الحالة، يستطيع البنك المركزي أن يستثمر الفكرة كودائع استثمارية عامة أو مخصصة لفترة محددة مقابل هامش ربح على أساس المضاربة واعتماد آلية الربح محل آلية سعر الفائدة، بحيث تكون هي المحرك الأساسي للعرض والطلب على النقد.

1 - هناء محمد هلال الحنيطي، مرجع سابق، ص 41.

2 - أحمد محمد السعد، محمد وجيه الحنيطي، مرجع سابق، ص 21.

وعلى البنك المركزي أن يقبل بفكرة عقد المضاربة واحتمالية الخسارة، وبإمكانه أن يضع شروطاً لمثل هذا التمويل لتنمية مشروعات تريدها الدولة وتشجع البنوك الإسلامية عليها.¹

ولا شك أن التمويل بهذا الشكل سوف يتيح مواجهة مشكلة "نقص السيولة" (Liquidity Shortage) ويعمل بذلك على تحسين مستوى السيولة في البنوك الإسلامية، وأن يقوم البنك المركزي في الدولة باعتبارها جزءاً من مكونات الموجودات السائلة لدى البنك الإسلامي بدلا من السندات المالية التقليدية.²

ونشير إلى أن البنك الإسلامي قد لا يتمكن من العمل بنفسه لأنه يمثل وسيطا ماليا في الأصل، فيمكنه في هذه الحالة أن يلعب دور "المضارب الوسيط"، وقد أجاز الفقهاء نيابة المضارب كوسيط مالي بتحويل رأس المال إلى مضارب آخر، واشترطوا لصحة هذا الإجراء لكي يتمكن المضارب الأول (البنك الإسلامي) من تمثيل دور وسيط أن يحصل على تفويض عام أو إذن خاص صريح من صاحب المال.³

وصكوك المضاربة تتضمن هذا الشرط، حيث يعجز البنك الإسلامي إبرام عدة عقود مع أصحاب المال كل على حدة، فكانت نشرة الإصدار تلقائياً تتضمن ذلك.

ب- صكوك المشاركة:

ومن أهم المقترحات المطروحة التي تعالج العلاقة بين البنك المركزي والبنوك الإسلامية، أن يتم إصدار أوراق مالية تعتمد على مبدأ المشاركة في الأرباح والخسائر، وتكون على شكل قسائم تحمل نسب أرباح متغيرة بدلا من السندات التي تحمل فائضا ربويا ثابتا.

وتتيح فرصة تغيير فوائد السندات الثابتة بأرباح القسائم المتغيرة مشاركة أفضل للبنك الإسلامي في إجراءات البنك المركزي وأهداف السياسة النقدية، لأن البنك الإسلامي يتمتع بفائض سيولة مرتفع في معظم الأحيان بفضل ما لديه من احتياطيّات وودائع كبيرة، فيمكنه وضعه النقدي وسلامة مركزه المالي من لعب دور مهم في اتجاهات التعامل في عمليات السوق وتحقيق قدر أفضل من أهداف السياسة النقدية.

وبالتالي، يستطيع البنك المركزي أن يتبنى بدلا من آلية سعر الخصم صيغة ملائمة لأحكام العمل المصرفي الإسلامي كالمشاركة في الربح والخسارة، وعن طريق تطبيق هذه الصيغة الجديدة يستبدل

1 - نفس المرجع، ص 22.

2 - محمود حسن صوان، مرجع سابق، ص 236 (بتصرف).

3 - ياسر عبد الكريم محمد الحوراني، مرجع سابق، ص 85.

الحد الأدنى والأعلى لأسعار الفائدة بالحد الأدنى والأعلى لنسب الأرباح والخسارة، وتخضع بذلك جميع أشكال السلف والودائع والتحويلات الممنوحة للبنك الإسلامي لآلية العمل الاستثماري الذي بدوره يخضع للربح والخسارة.¹

ويمكن توزيع الأرباح في عمليات المشاركة على أساس التحكم في حجم علاوة الإدارة، ويُقصد بهذه العلاوة أن الأرباح الموزعة في اتفاق المشاركة بين البنك المركزي والبنك الإسلامي يتم صرف نسبة منها كمكافأة عن إدارة نشاط الأعمال، أو ما يسمى "الوظيفة الاستثمارية"، ويتم تخصيص الجزء المتبقى لتوزيعه بين الطرفين حسب رأس المال.²

ويتحدد شكل مشاركة البنك المركزي في إطار الصيغة الشرعية على نمط مماثل للتأثير الذي يحدثه التغيير في سعر الفائدة، فيقوم البنك المركزي باعتماد سياسة تغيير نسب المشاركة في الأرباح للتمويلات الممنوحة بما يتماشى مع أهدافه الرامية لضبط الائتمان وتنظيم الطلب على التمويل المصرفي بوجه عام.

وتبعاً لذلك سوف يتأثر الهامش الصافي للربح الذي يحققه البنك الإسلامي بالشكل الذي يتناسب ومتطلبات الوضع الاقتصادي السائد وبما يخدم أهداف السياسة النقدية.

كما يمكن للبنك المركزي التكيف مع السياسة الائتمانية من خلال مراعاة مبدأ المشاركة التفضيلية لقطاعات محددة وكذلك الحد من انسياب التمويل لقطاعات غير مرغوب فيها حسب ما تقتضيه متطلبات ضبط الائتمان والتحكم بنسب السيولة التمويلية،³ وفي حالة انتهاجه لأسلوب المشاركة في الربح والخسارة على هذا الأساس، فإن البنك المركزي يكون قد أوجد البديل لأسعار الحسم أو الخصم التفضيلية.

ج- صكوك القرض الحسن:

إن قيام البنك المركزي بدور "الملجأ أو المسعف الأخير" على أساس المشاركة في الربح والخسارة (أي باستخدام صكوك المشاركة أو المضاربة) يعد صعب التطبيق عملياً، لسببين يتعلقان باستخدام الأموال موضوع المشاركة، وهما:

- التمويل عادة ما يكون محلاً للاستخدام قصير الأجل، قد يصل إلى أيام معدودة فقط.
- التمويل قد يوجه لتلبية مسحوبات على الودائع، ولا يدخل في عمليات استثمارية.

1 - نفس المرجع، ص ص 86-87.

2 - نفس المرجع، ص 87.

3 - نفسه.

بينما يتطلب نجاح التمويل على أساس المشاركة في الربح والخسارة على توفر شروط، أهمها:

- الفترة الزمنية الكافية، لاستخدام أموال المضاربة أو المشاركة.
- أن تُصرف أموال المضاربة أو المشاركة في مشاريع استثمارية ذات عوائد مجزية.

ومن هنا تبرز الصعوبة العملية لقيام البنك المركزي بدور "الملجأ أو المسعف الأخير" اتجاه البنوك الإسلامية على أساس التمويل وفق مبدأ المشاركة في الربح والخسارة (صكوك المشاركة أو المضاربة)، ومن البدائل الأكثر تفضيلاً والمقترحة في هذه الحالة هي صكوك القرض الحسن.

ف عند الحالات الطارئة حينما تواجه البنوك الإسلامية عجزاً في السيولة، يقوم البنك المركزي بتقديم قروض حسنة لها بالاكتتاب في صكوك القرض الحسن التي تطرحها البنوك ذات العجز. وكذلك الأمر إذا ما أراد البنك المركزي تنفيذ سياسة نقدية توسعية، فحينئذٍ يقوم أيضاً بالاكتتاب في صكوك القرض الحسن، وذلك وفق ما يقتضيه الوضع الاقتصادي السائد.

ولا مجال في صكوك القرض الحسن لتطبيق قاعدة المشاركة في الربح والخسارة، إذ الأصل فيها أنها دين في ذمة المصدر لها، كما ينبغي أن تكون تلك الصكوك اسمية لا لحاملها التزاماً بمبدأ توثيق الدين.

والواقع أن التعامل بصكوك القرض الحسن يدخل في نطاق الدور الاجتماعي والتكافلي، والذي ينبغي أيضاً على البنوك الإسلامية التقيد والالتزام به عند إقراضها للبنك المركزي باعتباره ممثلاً للدولة يوفر لها التمويل اللازم أثناء أدائها نشاطها المالي، على أن يتم هذا التمويل المتبادل بصكوك القروض الحسنة دون سابقة شروط بين الطرفين.

كما نشير إلى أن الاكتتاب في القرض، وأيضاً تسديد أصل القرض بموجب صكوك القرض الحسن بين البنوك الإسلامية والبنك المركزي يخضع لقواعد الدين، مما يعني أن التعامل سوف يكون بالقيمة الاسمية لصكوك القرض الحسن لا غير.

فمثلاً في حالة شراء البنك الإسلامي صكوك القرض الحسن من البنك المركزي (تمويل البنك المركزي باعتباره ممثلاً للدولة)، يمكن لهذا الأخير إعادة شرائها بنفس السعر (تسديد الدين) عند حلول تاريخ استحقاق الدين أو عندما يكون البنك الإسلامي في حاجة إلى سيولة.

المطلب الثاني: توفير البدائل الشرعية للبنوك الإسلامية لتمويل عجز الموازنة العامة للدولة

الأصل في النظام المالي الإسلامي (كما في أي نظام اقتصادي آخر) هو توازن طرفي الموازنة العامة للدولة من إيرادات ونفقات، إلا أنه يمكن للدولة أن تستخدم النفقات والإيرادات العامة لتعديل التوازن العام للاقتصاد، ويشكل هذا بعدا هاما في تحديد حالة الموازنة.¹

وإذا نشأت ظروف تقتضي تحمل الدولة نفقات تفوق إيراداتها العامة، فإن ذلك سيوقع الموازنة العامة في حالة عجز.

وحالات العجز وارادة على الموازنة العامة، لا سيما وأن النفقات العامة تشهد زيادة مستمرة، حيث ومنذ بداية القرن العشرين، أصبحت الزيادة في النفقات العامة بشكل متسارع.²

في المقابل وبالنظر إلى فائض السيولة الذي تتمتع به البنوك الإسلامية في أغلب الأحيان، يُعتبر ذلك فرصة لصرفه اتجاه تمويل العجز الموازني للدولة باستخدام أوراق مالية إسلامية تؤدي ذلك الغرض.

ولا شك أن ذلك يُمكن البنوك الإسلامية من الإسهام في تمويل العجز الموازني للدولة بما يُنتج نشاطها ويُسهّم في إيجاد مخرج لفائض السيولة لديها، فضلا عن ذلك تمتع الموازنة العامة للدولة بتمويل حقيقي يُمكنها من أداء دورها داخل المجتمع بطريقة أفضل.

الفرع الأول: المنظور الإسلامي لتمويل العجز الموازني للدولة بسندات القرض العام**1- تعريف سندات القرض العام:**

سند القرض العام في حقيقته يعتبر قرضا يكون مصدره الدولة، حيث تطلب هذه الأخيرة قرضا من عموم الأطراف ذات الفائض المالي، وإذا كان السند يمثل حق الدائن، فمن الطبيعي أن يكون حامل سند القرض العام دائنا للدولة.

والدولة تقوم بتقسيم احتياجاتها المالية الممثلة في القرض العام إلى سندات متساوية، ثم يبيعها لمن يرغب في شرائها مقابل فائدة، فهو يبيع مال بمال بالتفاضل، فأصل السندات هو طلب تمويل الدولة، وهذا التمويل يأخذ شكل قرض بفائدة من عدة أشخاص.

¹ - Xavier Greffe, *Économie des Politiques Publiques*. 2^e Édition, Dalloz, Paris, 1997, p 438.

² - Bachir Yelles Chaouche, *Le Budget de L'État et des Collectivités Locales*. Office des Publications Universitaires, Ben-Aknoun (Alger), 1990, p 13.

والسندات الحكومية تحديدا على أنواع متعددة، منها: ¹

- ✓ سندات حكومية بقيمة اسمية ثابتة وبفوائد ثابتة.
- ✓ سندات بقيمة اسمية ثابتة، لا يحصل مشتروها على فوائد دورية، ولكن يُدفع عند شرائها أقل من قيمتها الاسمية، فتكون الفائدة مقبوضة تلقائيا عند شراء السند.
- ✓ سندات حكومية بقيمة اسمية ثابتة، وبدون فوائد تعاقدية، ولكن الحكومة تلتزم بإجراء قرعة بين حاملي السندات، وتعطي الفائزين مبالغ مجزية (أكبر بكثير في العادة من الفوائد)، ويفوز بها في العادة نسبة كبيرة من حاملي السندات.
- ✓ سندات حكومية بقيمة اسمية ثابتة، وبدون فوائد تعاقدية، ولكن الحكومة تعطي في آخر كل سنة عائدا غير ثابت وغير تعاقدية لجميع حاملي السندات.
- ✓ سندات حكومية بقيمة اسمية ثابتة، وبدون فوائد تعاقدية، ولكن الحكومة توزع في آخر كل سنة عائدا تقوّل إنه ربح نابع من استثمارات غير مخصصة، وهو في الواقع فائدة ربوية.

2- الحكم الفقهي لسندات القرض العام:

لقد سبق الإشارة إلى الحكم الشرعي للسندات، وهو التحريم بلا شك، وفي هذا الإطار يقول الدكتور عبد الستار أبو غدة: "ويبدو من سرد أنواع السندات أنها كلها تجر نفعاً (فائدة) للمقرض، والإقراض والاقتراض بفائدة محرم شرعا، لأنه من الربا، وهو أحد الكبائر الموبقات، وهو من دواعي المحق المعبر عنه بقوله تعالى: "يحق الله الربا".²

وهذه السندات أو الأذونات قروض تثبت في ذمة الدولة بصورة مضمونة في جميع الأحوال مع الالتزام بأداء زيادة على مبلغ القرض، فهي فضل خال عن عوض بعقد، كما هو تعريف الربا. ومن الواضح جدا أن المكتتب في الأذونات أو السندات لا علاقة له بالنشاط الذي تُصرف فيه المبالغ المقترضة، أو نتائجه من ربح وخسارة، وهو في الغالب نشاط لا يحقق عائدا إذا وُضع في مرتبات أو مرافق ونحوها مما لا يأخذ طابع الاستثمار".³

1 - سالم بن حمزة بن أمين مدني، الأحكام الفقهية المترتبة على تحريم سندات القرض، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول: الأسواق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 2007م، ص ص 3-4.

2 - سورة البقرة، الآية: 276.

3 - سالم بن حمزة بن أمين مدني، مرجع سابق، ص 4.

وهذا ما اتفق عليه علماء العصر وأفتوا به، كما اتفق على تحريمها المجمع الفقهي التابع لرابطة العالم الإسلامي، ومنظمة المؤتمر الإسلامي، وهيئات الرقابة الشرعية في البنوك الإسلامية،* ولا عبرة من المحاولات اليائسة لتخريج السندات أو الأذونات ونحوها من الودائع البنكية بفائدة بتخريجات مزيفة للحقائق، ولا تغير جوهر التصرف.¹

الفرع الثاني: البدائل الشرعية المقترحة لتمويل العجز الموازني للدولة

قبل التطرق إلى أهم الصيغ الإسلامية التي تُعنى بتصحيح العجز الموازني للدولة، نشير إلى أن النظام المالي الإسلامي تضمّن بالأساس تشريعات مالية هامة من شأنها أن تُسهّم وبشكل كبير في تخفيف العبء عن الموازنة العامة للدولة وربما تفادي حالات العجز فيها، ومن بينها: الزكاة، الوقف، وغيرها من صور التكافل الاجتماعي، لذلك لا بد من الاهتمام والحرص على مؤسستي الزكاة والأوقاف، بشكل يجعلهما يتحملان العبء المناسب في تقديم السلع والخدمات العامة، بحيث يُقلّص ذلك نفقات كبيرة عن الموازنة العامة للدولة.

ولقد تبين في إطار المنظور الإسلامي أنه لا مجال للدولة (بغية تمويل العجز الموازني) إصدار سندات القرض العام كونها تنطوي على فوائد ربوية، كما أنه لا يُنصح باللجوء إلى البنك المركزي للتمويل عن طريق طبع النقود، ذلك لأن هذه العملية إن تمت دون مقابل حقيقي فستؤدي إلى ظهور التضخم وانخفاض قيمة النقود.²

إلا أنه في المقابل وانطلاقاً من صيغ التمويل الإسلامي، تم تطوير مجموعة من الأدوات المالية التي يمكن للدولة أن تستخدمها في تمويل عجز موازنتها العامة، مع العلم أن استخدام هذه الأدوات يختلف باختلاف طبيعة التمويل المطلوب، والذي يعتمد بدوره على طبيعة البنود المراد تمويلها.

1- صكوك الأعيان المؤجرة:

صكوك الأعيان المؤجرة، هي صكوك ملكية أعيان، يصدرها البنك الإسلامي، ويطحها للاكتتاب، ومجموع أموالها يُخصص لشراء معدات أو عقارات، ثم تُؤجر لأجل متوسطة وطويلة، فيكون ثمن الإيجار هو العائد الذي يحصل عليه أصحاب الصكوك.

* - أنظر على سبيل المثال: مجمع الفقه التابع لرابطة العالم الإسلامي في دورته السادسة المنعقدة بجدة في الفترة 17-23 شعبان 1420هـ / 14-20 مارس 1990م، مجمع الفقه التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي في دورته الرابعة المنعقدة بجدة في الفترة 18-23 جمادى الآخر 1408هـ، الندوة الفقهية الثانية لبيت التمويل الكويتي المنعقدة في الكويت، هيئة الرقابة الشرعية لكل من: البنك الإسلامي السوداني، البنك الإسلامي الأردني، وشركة الراجحي المصرفية.

¹ - نفس المرجع، ص 5.

² - Mohamed Kobtan, *Le Trésor Public*. Office des Publications Universitaires, Ben-Aknoun (Alger), 1990, p 92.

وبناء على ذلك، يمكن للدولة بدلا من امتلاك عقارات وآلات أو معدات، أن تستأجر تلك الأعيان، على أن تكون هذه الحالة أفضل من عملية شرائها.

كما يمكن للبنك الإسلامي أن يشتري (من خلال الأموال التي تتجمع لديه من الاكتتاب في صكوك الأعيان المؤجرة) ما تكون الدولة في حاجة إليه، ثم يقوم بإيجارها للدولة لمدة زمنية معينة.

وإذا افترضنا أن عدد المكتتبين في هذه الصكوك هم 1000 شخصا، فإن كل واحد منهم يمتلك 1000 / 1 من الأعيان المؤجرة للدولة، وتبعاً لذلك يكون من حق صاحب الصك الحصول على 1000 / 1 من الأجرة.

وبشكل مشابه، يمكن أن يتولى هذه المهمة عوضاً عن البنك الإسلامي وزارة المالية أو البنك المركزي، بحيث تنشئ قسماً متخصصاً للإجارة، يكون من مهامه إصدار صكوك أعيان مؤجرة للجمهور، والقيام بشراء العقار أو الآلة أو حتى إقامة مشاريع إنشائية جديدة نيابة عن أصحاب الصكوك،* ثم تأجيرها للدولة.

وفي صيغة أخرى، يمكن للدولة أن تبيع بعض عقاراتها القائمة بإصدار صكوك ملكية أعيان عقارية وتستأجرها ثانية من حملة الصكوك، فتحصل بذلك على ما يساعدها في تغطية العجز في الموازنة العامة من حصيلة بيع العقارات، في حين تبقى هذه العقارات تحت تصرف الدولة بصفتها مستأجراً، والرأي الفقهي على جواز بيع العين واشتراط استئجارها من المشتري لأنها مما يجوز اجتماعه من العقود.¹

وتتميز صكوك الأعيان المؤجرة بخصائص هامة، أبرزها:

- ثبات العائد.
- قابليتها للتداول من خلال عوامل العرض والطلب.**
- انخفاض مستوى المخاطر.
- مرونتها العالية، حيث يمكن إصدارها بأجال متعددة ولأعيان متنوعة.

* - وإذا استخدمت صكوك الأعيان المؤجرة لهذا الغرض (إقامة مشاريع جديدة)، فينبغي أن توصف تلك الإنشاءات وصفا دقيقا، ثم تباع صكوك أعيان بملكيته بعد بنائها، كلها مجموعة بعضها ببعض، بما فيها من أرض وبناء وأثاث وآلات، شريطة تعيينها بدقة.

1 - منذر قحف، تمويل العجز في الميزانية العامة للدولة من وجهة نظر إسلامية: دراسة حالة ميزانية الكويت. ط 1، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب (البنك الإسلامي للتنمية)، جدة، 1997م، ص 43.

** - إن القابلية للتداول تبدأ بعد تحول حصيلة الصكوك إلى أعيان مادية، وليس قبل ذلك، لأن حصيلة بيع الصكوك تكون نقوداً أو ديوناً أو أمانات في يد الجهة التي تتسلمها، أما بعد تحويلها إلى أعيان مؤجرة فيجوز بيعها بسعر سوقي.

وإذا لاحظنا (خلال كل فترة إيجار) أن الأجرة عادلة تمثل القيمة الحقيقية للمنفعة، فإن ثمة تقابلا وتناسبا بين قيمة الكلفة ومقدار الانتفاع من الأعيان المؤجرة، الأمر الذي يعني أن الأجيال القادمة لا تتحمل أعباء المنافع التي يحصل عليها الجيل الحالي، أي أنها لا تمثل مديونية على الخزانة العامة.

وإذا كانت الدولة ترغب في تملك العين المستأجرة، فإنه يمكن إصدار صكوك أعيان مؤجرة متوسطة الأجل، تنتهي بالتنازل عن العين المؤجرة للحكومة بعد انقضاء أجلها تبرعا أو بيعا.*

بقي أن نشير إلى أن صكوك الأعيان المؤجرة هي مما يمكن استعماله من قبل البنك المركزي في عمليات السوق المفتوحة.¹

2- صكوك المضاربة أو المقارضة:

عرّف عبد العزيز الخياط صك المضاربة الحكومية بأنه: "الصك القابل للتداول الذي تصدره الحكومة أو أحد مؤسساتها، ويمثل تمويلا طويل الأجل، يُعقد عادة عن طريق الاكتتاب العام".² وتتمتع هذه الأداة بفعالية كبيرة في تعبئة الموجودات النقدية، وإدخالها في دائرة النشاط الاقتصادي، من خلال جهد مشترك يتم بين العمل ورأس المال.

وطالما كان رأس مال المضاربة مقسما إلى حصص متساوية بموجب صكوك المضاربة، فيمكن للبنوك الإسلامية أن تمتلك جزءا من تلك الحصص، وتكون قد ساهمت في تمويل الدولة، وتثبت حقها في ذلك بالحصول على بعض صكوك المضاربة.

ويكون عائد البنوك الإسلامية في صكوك المضاربة جزءا من ربح المشروع، يتناسب مع القيمة الاسمية للصكوك التي بحوزتها إلى مجموع رأس مال المضاربة.

والتعامل بصكوك المضاربة لا مجال فيه لمشاركة الجهة الممولة (أصحاب الصكوك) في اتخاذ القرار الإداري والاستثماري للمشروع، لتبقى الإدارة بيد الدولة وتحت تصرفها، وهذه مزية في غاية الأهمية بالنسبة للدولة.

* - تنتهي بالتنازل تبرعا إذا وعد المؤجر المستأجر بذلك في وعد سابق، وتنتهي بالتنازل بيعا يأتي من ضمن أحد الخيارات التي يقترحها المؤجر على المستأجر بعد الانتهاء من وفاء جميع الأقساط الإيجارية المستحقة خلال مدة الإيجار. أنظر: الأحكام الصادرة في الإجارة المنتهية بالتملك، الفرع الرابع من المطلب الثالث من المبحث الثاني من الفصل الأول/الباب الأول.

¹ - نفس المرجع، ص 44.

² - حسين راتب يوسف ريان، عجز الموازنة وعلاجه في الفقه الإسلامي. ط 1، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، 1999م، ص 188.

إلا أنه يُشترط في صلاحية صكوك المضاربة لاستخدامها في تغطية عجز الموازنة العامة بعض الشروط، أهمها:

- أن يكون المشروع محددًا.
 - أن يكون المشروع ذي طابع ربحي، أي مشروعات إنتاج السلع والخدمات القابلة للبيع في السوق.
 - أن يكون المشروع بطبيعته له ذمة مالية مستقلة، بحيث تتضح في نهاية السنة المالية أرباحه المعدة لإطفاء الصكوك.
- وبموجب صكوك المضاربة، تقوم الدولة بإصدار نشرة إصدار تتضمن كل ما هو ضروري لصحة التمويل بالمضاربة، ويمكن أن تشمل:
- القيمة الاسمية للإصدار.
 - تحديد فئة الصكوك.
 - مواعيد الاكتتاب العام ودفع الأرباح وإطفاء الصكوك.
 - وصف المشروع وبيان جدواه الاقتصادية.
 - نسبة توزيع الأرباح السنوية على حاملي الصكوك.
 - أية بنود أخرى تعتبر شرطًا لصحة المضاربة.
- ثم تقوم الدولة ممثلة في إحدى مؤسسات القطاع العام، بإصدار قدر معين من هذه الصكوك وطرحها للاكتتاب العام لتمويل أو توسعة مشروع معين، بحيث تُعبّر قيمة صكوك المضاربة عن قيمة الأموال التي تحتاجها الدولة، فتكون مضاربة يخلط فيها المضارب ماله مع مال المضاربة، وهو جائز في المذهب الحنفي والحنبلي والمالكي، وهذا قبل بدأ المضارب عمله.¹
- ولا بد أن يُدار المشروع كوحدة مستقلة، بحيث تتضح في نهاية السنة المالية أرباحه المعدة لإطفاء الصكوك، وتُوزع الأرباح حسب النسبة المقررة في نشرة الإصدار.²
- هذا ويمكن للدولة المصدرة لهذه الصكوك أن تتفق مع البنوك الإسلامية على إدارة إصدار صكوك المضاربة، وتغطيتها وتسويقها لقاء أتعاب مقررة تدفع من حصيلة الإصدار.³
- وصكوك المضاربة على نوعين:⁴

1 - كردودي صديريئة، مرجع سابق، ص ص 192-193.

2 - حسين راتب يوسف ريان، مرجع سابق، ص 190.

3 - نفسه.

4 - منذر قحف، مرجع سابق، ص 45 (بتصرف).

- صكوك مضاربة خاضعة للاستهلاك (أو الإطفاء): بحيث ينتهي الأمر إلى تملك الدولة للمشروع بعد إطفاء أو استهلاك جميع الصكوك، ولهذا النوع شروط أهمها أن يكون إطفاء الصك بقيمته السوقية.
- صكوك مضاربة دائمة: بحيث لا تتضمن شروط الاستهلاك أو الإطفاء، وتبقى ملكية الصك دائمة لصاحبه مادام المشروع قائما.

وبصرف النظر عن نوعها، فإن صكوك المضاربة قابلة للتداول بسعر السوق، شريطة أن يكون ذلك بعد بدء المشروع فعلا وتحول موجوداته إلى أن تغلب عليها الأعيان لا الديون والنقود.¹ ويمكن في صكوك المضاربة وحسب قرار مجمع الفقه الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي* إدخال مبدأ ضمان الطرف الثالث لقيمة إصدار الصك (رأس مال المضاربة) بتوافر شروط ثلاثة:

- الذمة المالية المستقلة للضامن.
- التبرع بالضمان.
- استقلال عقد الضمان عن عقد المضاربة.

بقي أن نشير إلى أن صكوك المضاربة هي قابلة أيضا للاستعمال في عمليات السوق المفتوحة.²

3- صكوك المشاركة (أسهم الإنتاج):

لا تختلف صكوك المشاركة كثيرا عن صكوك المضاربة إلا من حيث أن صاحب الصك في المشاركة يكون له حق المشاركة في الإدارة، بينما صاحب الصك في المضاربة لا يكون له ذلك، كما أن جميع الأطراف تساهم في رأس المال المشروع وفق التمويل بالمشاركة، على خلاف التمويل بالمضاربة الذي ينفرد فيه طرف واحد بالتمويل، وهذا جوهر الاختلاف بين صيغتي المشاركة والمضاربة.

إلا أنه إذا أرادت الدولة في صكوك المشاركة أن يكون لها الأغلبية في أعضاء مجلس الإدارة

فلها ذلك إذا ساهمت بما يزيد عن نصف تكاليف المشروع، ولها كذلك رئاسة مجلس الإدارة.³

وصكوك المشاركة يمكن تطبيقها فقط في المشروعات ذات الإيراد، مثلها مثل صكوك المضاربة، كما أنها أكثر مخاطرة من صكوك الإجارة، لأن الأخيرة تتضمن تعاقدًا على ثمن الخدمة،

1 - نفسه.

* - قرار مجمع الفقه الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي رقم: 30 (3/4) [1] بشأن "سندات المقارضة وسندات الاستثمار"، أنظر: الملحق (1).

2 - نفس المرجع، ص 46.

3 - حسين راتب يوسف ريان، مرجع سابق، ص ص 186-187.

فهي أكثر تحديدا لإيرادها من صكوك المشاركة، إلا أن جميع هذه الصكوك يتمتع بنفس القابلية للتداول بالسعر السوقي.¹

ويتلاءم التمويل بصكوك المشاركة مع أهداف الدولة الرامية إلى توفير رؤوس الأموال لتنفيذ المشروعات الكبيرة والمشروعات المتعلقة بالخدمات العامة، أو الصناعات الثقيلة، وفي هذه الحالة يمكنها أن تحصل على رأس المال اللازم للمشروع من الأطراف التي تملك رأس المال بما فيهم البنوك الإسلامية.

ولهذا الغرض، يمكن لوزارة المالية أو البنك المركزي كمثل للدولة أن يمثل السوق الأولي بإصداره هذه الصكوك وطرحها للبيع للمرة الأولى، بهدف تمويل مشروع جديد، على أساس المشاركة في الربح والخسارة، وعلى أن يتم تداولها في سوق الأوراق المالية بالقيمة السوقية.

وبموجب صكوك المشاركة، يعد كل حائز للصك مساهما في المشروع بنسبة ما يمثله الصك إلى إجمالي رأس مال المشروع، وتبعاً لذلك يكون استحقاقه من الربح على نفس النسبة بعد حسم عائد الإدارة مقابل العمل الذي من المتوقع أن يكون من جانب الدولة.

وبهذا الشكل، يصبح حملة الصكوك ملاكا لهذه المشاريع، ولهم الحق في إدارتها وتسييرها في إطار الشروط المتفق عليها في العقد أو في شروط الإصدار، مما يكون له وعلى الأرجح فعالية أكبر في تسييرها.²

وباعتماد نفس الآلية، أي التمويل بالمشاركة، يمكن للدولة أو من يمثلها خوصصة مشروع (بيع مشروع) ذو إيراد وقائم فعلا، على أن تساهم فيه بعد ذلك بالإدارة أو بامتلاك بعض الصكوك، وتخصص حصيلة البيع أو جزء منه لتمويل العجز الموازني.

والتمويل بالمشاركة يتيح إشراك القطاع الخاص في ملكية مشروعات قائمة وتمكينهم من إدارتها، ومراقبة عمليات تسييرها، مع احتفاظ الدولة بنسبة معينة من رأس مالها تُمكنها من اتخاذ بعض القرارات الإدارية الهامة، كما يمكن أن تقوم بإنشاء مشاريع اقتصادية جديدة، أو توسيع وحدات اقتصادية ناجحة قائمة، أو إنجاز مشروعات خدمية ...³

وهذا بلا شك، سيجعل صكوك المشاركة تعتبر من أفضل الحلول التي يمكن أن تحقق فعالية في القضاء على المشاكل التي تعاني منها مؤسسات القطاع العام في أغلب الدول النامية عموماً، والدول

1 - منذر قحف، مرجع سابق، ص 47.

2 - كردودي صيرينة، مرجع سابق، ص ص 196-197 (بتصرف).

3 - نفس المرجع، ص 196.

الإسلامية خصوصا، هذه المشاكل التي حدثت نتيجة لعدة عوامل أهمها البيروقراطية، التسيير الفوضوي ... والتي أدت إلى خسائر كبيرة ومتركمة.¹

كما يُعتبر هذا أفضل من أن تقوم الدولة ببيع تلك المؤسسات بأثمان منخفضة للقطاع الخاص المحلي أو الأجنبي، وبالتالي هدر المال العام، مادام إعادة تأهيل تلك المؤسسات باتت ممكنة، إذا انتهجنا صيغة المشاركة بين الحكومة والقطاع الخاص على النحو المُشار إليه.

كما نشير أيضا إلى أن صكوك المشاركة يمكن استخدامها في عمليات السوق المفتوحة من قبل البنك المركزي.²

4- صكوك السلم (صكوك النفط):

هي صكوك تقوم على بيع السلم المعروف، فهي تمثل بيع كمية محددة من البترول محددة الوصف والنوع وغيرها من الصفات النافية للجهالة، بحيث تُدفع قيمتها حالا (وهي تمثل قيمة الصكوك)، على أن تُسَلَّم الكمية للمشتري (أصحاب الصكوك) في أجل محدد متفق عليه.*

ويكون ربح الصك هو الفرق بين سعر شراء البترول (الذي تحدده الدولة بحيث يغري المشتري) و سعر بيعه عند استحقاق أجله (الذي يحدده السوق في حينه)،³ ولا يتحقق هذا الربح إلا عند التسليم.

إلا أنه يمكن عند استحقاق الأجل، أن يُوكَّل أصحاب الصكوك (بما في ذلك البنوك الإسلامية) الدولة نفسها ممثلة في وزارة النفط مثلا ببيع البترول في الأسواق العالمية نيابة عنهم، ثم تُوزع الإيرادات على أصحاب الصكوك كل حسب نصيبه.**

وتستطيع الدولة استعمال حصيلة صكوك النفط لتغطية عجز الموازنة العامة بشكل عام دون ارتباط هذه الحصيلة بمشروع معين.

وبهذا الشكل، يكون صك السلم بديلا عن أذونات الخزينة (سندات لأجل قصير) لتمويل العجز المؤقت في الخزينة العامة للدولة، بحيث يُعتمد في هذه الصيغة على أي إنتاج قومي في العالم الإسلامي، كالقمح وسائر الحبوب ... وأيضا البترول بالنسبة للدول النفطية.

ويمكن طرح صكوك السلم للاكتتاب عن طريق البنك المركزي كممثل عن الدولة، ويقوم بشرائها البنوك الإسلامية ومختلف الهيئات الأخرى، إلا أن هذه الصكوك قد تواجه إشكالا في التخلص

1 - نفسه.

2 - مندر قحف، مرجع سابق، ص 48.

* - يتلاءم هذا الأسلوب من التمويل بالأخص مع الدول المنتجة للنفط، حيث يتيح لها تمويل العجز في موازنتها العامة.

3 - نفس المرجع، ص ص 48-49.

** - وعقد الوكالة يمكن أن يُنص عليها في صكوك السلم نفسها.

منها (أي بيعها) قبل استحقاقها إذا اعتمدنا على رأي جمهور الفقهاء القائل بعدم جواز بيع السلعة قبل قبضها.

وبالتالي، فإن صكوك البترول قد تعترضها عقبة التداول أو البيع عندما تكون الأسعار مضطربة، بحيث يصعب التنبؤ بما ستكون عليه الأسعار عند الاستحقاق، ويصعب التغلب على هذه العقبة، لأن ذلك يتطلب التعاقد على بيع دين السلم قبل قبضه، وهو أمر يخالف الرأي السائد بين الفقهاء قديماً وما اعتمده مؤتمراتهم ومجامعهم المعاصرة حديثاً، وبخاصة أن الأخذ بالرأي الذي يبيح التعاقد على دين السلم قبل قبضه (على الرغم من صعوبة إيجاد مستند فقهي له) يصطدم بصعوبة أخرى، وهي أن الصك قد يصبح سورياً فقط، يمثل نقداً حالاً بنقد مؤجل أكثر منه مع استعمال كلمة بترول في الصك، دون وجود حقيقة البيع.¹

ولقد كانت هناك محاولات لإيجاد مخرج لهذا الإشكال، حيث تم اقتراح فكرة السلم الموازي، بحيث يتم إبرام وفق صيغة السلم عقدين منفصلين، عن طريق ترتيب إصدارات السلم الأول، ثم السلم الموازي، بحيث تراعى آجال التسليم وأسعار البيع، بالشكل الذي يُمكن من تحقيق ربح من هذه العملية.

5- صكوك الاستصناع:

الصورة العامة للاستصناع، أن يطلب شخص من آخر صناعة شيء ما له، على أن تكون المواد من عند الصانع، وذلك نظير ثمن معين يُدفع حالاً أو مؤجلاً على أقساط، ولا يقف نطاق الاستصناع عند مادة معينة أو صورة محددة، بل كل ما يُصنع ويُحتاج إليه يدخل في نطاق الاستصناع، طالما كان هناك وضوح وتحديد يمنع المخاصمة والتنازع.²

وتُمكن هذه الصيغة حينما تكون الدولة في حاجة إلى أموال على المدى المتوسط أو الطويل من تحقيق إيجابيتين على الأقل:

- إيجاد البديل عن سندات القرض العام ذات الأجل المتوسطة والطويلة المنطوية على الفوائد الربوية.
 - عدم اللجوء إلى البنك المركزي لإصدار نقود وتجنب التمويل التضخمي.
- ويمكن للبنك الإسلامي أن يصدر صكوك استصناع، على أن يُخصص مجموع الأموال المتأتية من الاكتتاب فيها لتمويل بناء العقارات وما تكون الدولة في حاجة إليه استصناعاً، على أن يحقق ذلك

¹ - نفس المرجع، ص 49.

² - جمال لعامرة، اقتصاد المشاركة: نظام اقتصادي بديل لاقتصاد السوق. ط 1، مركز الإعلام العربي، مصر، 2000م، ص 77 (بتصرف).

هامش ربح، يمثل الفرق بين كلفة الإنشاءات وثمان بيعها للدولة بعقد الاستصناع،¹ وعلى أن يكون جزء من ذلك الهامش هو عائد الصكوك.

ومن الطرق المفضلة لتطبيق صكوك الاستصناع انتهاج أسلوب الاستصناع الموازي، بحيث يقوم البنك الإسلامي بعقد استصناع لتقديم الإنشاءات أو المواد المصنوعة اللازمة للدولة على أن تدفع قيمتها بعد ثلاث سنوات مثلا، ثم يتعاقد البنك في عقد استصناع ثاني منفصل مع آخرين على القيام بالإنشاءات نفسها، على أن يراعي تحقيق شرطين لنجاح هذه العملية:

✓ مدة التسليم في العقد الثاني أقل بوقت قصير عن مدة التسليم التي التزم بها للجهة الحكومية حتى يتيح فرصة للكشف عن المبنى وتسلمه.

✓ يكون الثمن في العقد الثاني أقل من الثمن في العقد الأول على الوجه الذي يحقق ربحا للبنك الإسلامي من هذه العملية.

أما في حالة كون السلعة مما يشتريه البنك الإسلامي من السوق مباشرة، نحو حافلات نقل أشخاص مثلا أو صهاريج نقل الماء، فإن عقد الاستصناع فيها لا يختلف عن المرابحة إلا بالاسم فقط.

والجدير بالإشارة إلى أن صكوك الاستصناع من الأدوات غير القابلة للتداول إذا اعتمدنا على رأي جمهور الفقهاء القائل بعدم جواز بيع السلعة قبل قبضها، وهي لا تختلف عن صكوك السلم في هذا الشأن.

ولأنها لا تقبل التداول، لا يمكن للبنك الإسلامي (باعتباره من حاملي صكوك الاستصناع) في هذه الحالة أن يستخدم صكوك الاستصناع كوسيلة في مواجهة حالات العسر المالي وأزمات السيولة. ولنفس السبب أيضا، لا يمكن للبنك المركزي الاستفادة من صكوك الاستصناع في إطار عمليات السوق المفتوحة، شأنها في ذلك شأن صكوك السلم.

6- صكوك القرض الحسن:

يُعدُّ اقتراض الدولة في الاقتصاد الليبرالي من الوسائل المستخدمة في معالجة حالات العجز الموازني، ويتم ذلك من خلال إصدار سندات القرض، وهذه الوسيلة فضلا عن أنها تنطوي على التعامل الربوي، فإنها من حيث الأصل مكلفة اقتصاديا ولا تتلاءم في العادة مع تمويل المشاريع والخدمات الاجتماعية كونها لا تؤدي إلى تحقيق أرباح مادية.

1 - منذر قحف، مرجع سابق، ص 50.

كما أن الاقتراض من البنك المركزي ليس بمنأى عن المخاطر، فالنقود غير المغطاة والتي يصدرها البنك المركزي لتمويل العجز الموازي تؤدي إلى تدهور القوة الشرائية للنقود بفعل عامل التضخم.

أما في النظام المالي الإسلامي، يمكن للدولة أن تحل مشكلة احتياجها إلى سيولة وفق الآجال الزمنية لاستحقاقها، فإذا كانت الحاجة للسيولة تتعلق بآجال متوسطة أو طويلة، يُمنح التمويل على أساس المشاركة في الربح والخسارة على النحو الذي ذكرناه سابقاً، وفي هذه الحالة يمكن للبنوك الإسلامية أن تساهم في ذلك من الأموال المخصصة للاستثمار، أما إن تعلقت الحاجة إلى السيولة بآجال قصيرة، فالأنسب منح التمويل على أساس صكوك القرض الحسن، وتكون مساهمة البنوك الإسلامية حينئذ من حساب الودائع الجارية على أساس الالتزام بقاعدة الخراج بالضمان.

وليس هناك ما يمنع شرعاً من اللجوء إلى القروض الحسنة المتبادلة بدون فوائد ربوية لا أخذاً ولا عطاءً، لأنها تحقق مقصوداً شرعياً، ولا تفضي إلى محرم، ولا تقتضي زيادة في القدر ولا في الوصف¹، ويدخل قيام البنوك الإسلامية بهذا الدور ضمن دورها الاجتماعي الذي يُفترض أن تؤديه اتجاه المجتمع.

كما أن التمويل بصكوك القرض الحسن هو الأسلوب المناسب لتمويل المشاريع الاجتماعية والتي في العادة لا تدر إيرادات أو دخلاً، وهو صورة من أساليب التكافل الاجتماعي، كدعم مشاريع التعليم العام والصحة.

ووفق هذا الأسلوب (صكوك القرض الحسن)، سوف يعتمد البنك الإسلامي بشكل أساسي على ودائع الائتمان من الحسابات الجارية، والتي لن تشارك في أية أرباح متحققة لدى الدولة من جرّاء استخدام أموال صكوك القرض الحسن.

ويستطيع البنك الإسلامي القيام بذلك مادام ملتزماً بقاعدة "الخراج بالضمان"، حيث يضمن البنك الإسلامي أموال المودعين في الحسابات الائتمانية عند استخدامها أو الانتفاع بها وفق ما يراه مناسباً.

ويتم منح التمويل وفق صكوك القرض الحسن بأن تصدر الحكومة صكوك القرض الحسن للاكتتاب فيها، على أن تحدد البنوك الإسلامية ذات الفائض المالي نسبة من الودائع الجارية لديها وتخصصها لشراء صكوك القرض الحسن، كأن تكون 20% مثلاً، ثم تسدد الحكومة الديون بإطفاء هذه الصكوك في أجل استحقاق محدد على أن يتم بالقيمة الاسمية للصكوك لا غير.

1 - عبد الحميد محمود البعلي، مرجع سابق، ص 1512.

ويمكن لأغراض تحفيزية اللجوء إلى الاقتراض من الأفراد مع المحافظة على قيمة القرض في حالة التضخم المتوقع، بحيث يكون القرض بعملة أجنبية ذات قيمة مستقرة نسبياً.¹

إلا أنه يُشكّل التزام البنوك الإسلامية بنسبة الاحتياطي القانوني اتجاه البنك المركزي عائقاً لا يسهم في نجاح فكرة صكوك القرض الحسن بالمستوى المطلوب.

وإن كان من مبررات استخدام نسبة الاحتياطي القانوني لدى البنك المركزي هو تنظيم الائتمان والتحكم فيه وفق متطلبات الوضع الاقتصادي السائد، فإن البنوك الإسلامية غير مسؤولة عن عمليات اشتقاق الودائع وتوليد النقود، وذلك حتى في حالة التمويل على أساس القرض الحسن.

¹ - منذر قحف، مرجع سابق، ص 32.

خلاصة الفصل:

تؤدي سوق الأوراق المالية الإسلامية عدة أدوار ووظائف جد هامة، ولها تأثير واضح على المسار العملي لنشاط البنوك الإسلامية، ويمكن تقسيم هذه الآثار إلى آثار مباشرة وآثار غير مباشرة.

أما الآثار المباشرة، فتتعلق بتحقيق الوظيفة الاستثمارية في البنوك الإسلامية، وذلك نظرا لما تتوافر عليه سوق الأوراق المالية الإسلامية من خصائص وسمات اقتصادية هامة تتناسب وأداء تلك الوظيفة.

كما أنها تسهم في تفعيل التعاون المتبادل بين البنوك الإسلامية، بحيث إذا كانت الحاجة للسيولة تتعلق بأجال متوسطة أو طويلة، يُمنح التمويل على أساس المشاركة في الربح والخسارة (صكوك المشاركة أو المضاربة)، ويكون ذلك من الأموال المخصصة للاستثمار، أما إن تعلق بأجال قصيرة، فالأنسب منح التمويل على أساس صكوك القرض الحسن، ويكون ذلك من حساب الودائع الجارية.

أما بالنسبة للآثار غير المباشرة، فتتصل بمسائل أخرى ذات علاقة بنشاط البنوك الإسلامية، ومن ذلك أنها تُسهم في تطوير وتحسين علاقة البنك المركزي بالبنوك الإسلامية، ويتضمن ذلك جانبين: الجانب الأول، يتعلق بتمويل البنوك الإسلامية وإيجاد البديل لوظيفة المقرض أو الملاذ الأخير التقليدي، أما الجانب الثاني، فيتعلق بممارسة عمليات السوق المفتوحة بطريقة إسلامية.

وأیضا من الآثار غير المباشرة، أن السوق تُمكن البنوك الإسلامية من الإسهام في تمويل العجز الموازني للدولة، وتُسهم بذلك في إيجاد مخرج لفائض السيولة لديها، فضلا عن ذلك تمتع الموازنة العامة للدولة بتمويل حقيقي يُمكنها من أداء دورها داخل المجتمع بطريقة أفضل.

ويمكن لسوق الأوراق المالية الإسلامية أن تقوم بهذا الدور من خلال عدة أنواع من الصكوك، بحيث كل نوع من الصكوك يتناسب مع تمويل نوع معين من احتياجات الدولة.

الباب الرابع:

دراسة حالة سوق الخرطوم للأوراق المالية بالسودان

الفصل الأول: الأوراق المالية الإسلامية المصدرة في سوق الخرطوم للأوراق المالية وتقييم استثمارات قطاع البنوك فيها

تمهيد:

لقد تبنى بلد السودان النظام المصرفي والمالي الإسلامي منذ ثمانينيات القرن الماضي، ولما كانت معظم الدول والبنوك المركزية تستخدم النظام المصرفي التقليدي، فإن بنك السودان المركزي لم يجد إرثاً عملياً ممارساً يعتمد عليه في تطبيق التجربة الإسلامية في الجهاز المصرفي، ونسبة لذلك، فإن بنك السودان المركزي قد واجه ظروفًا بالغة التعقيد في إدارته للسياسة النقدية والتمويلية، ومع ذلك تواصلت الخطوات لتعميق الأسلمة.

وتجدر الإشارة إلى أنه بعد عام 1990م تم العمل بالنظام المصرفي الإسلامي لجميع البنوك، وفي الفترة من 2005م (اتفاقية السلام) وحتى 2010م تم العمل بالنظام المصرفي المزدوج (إسلامي في الشمال وتقليدي في الجنوب)، ولكن بعد انفصال جنوب السودان عام 2011م صارت كل البنوك في السودان تعمل بالنظام المصرفي الإسلامي.

وكذلك الأمر بالنسبة لسوق الخرطوم للأوراق المالية والتي نشأت عام 1995م، حيث تشكل جزءاً هاماً من النظام المالي، فقد شملها النظام الإسلامي أيضاً وأصبحت هيئة الرقابة الشرعية مكونة أساسية في هيكلها التنظيمي.

ومن ميزات سوق الخرطوم تعدد الأطراف الفاعلة في هذه السوق، ومن بينها قطاع البنوك، وأيضاً بنك السودان المركزي وجهاز الدولة أو الحكومة التي يمثلها شركة السودان للخدمات المالية المحدودة، كما يتميز هذا السوق بتنوع الأوراق المالية الإسلامية المتداولة فيه، مما يتيح فرصاً ملائمة لقطاع البنوك للاستثمار فيها بالشكل الذي يفتح له مجالاً واسعاً للاستثمار طويل الأجل وفي اتجاه تحقيق أهدافه التنموية المنشودة.

سوف يتم تناول هذا الفصل من خلال التطرق إلى المباحث التالية:

المبحث الأول: سوق الخرطوم للأوراق المالية (النشأة والتطور)

المبحث الثاني: أبرز الأوراق المالية الإسلامية المصدرة في سوق الخرطوم للأوراق المالية

المبحث الثالث: تقييم استثمارات قطاع البنوك في الأوراق المالية الإسلامية

المبحث الأول: سوق الخرطوم للأوراق المالية (النشأة، التطور والأداء)

ترجع فكرة قيام سوق الأوراق المالية في السودان لعام 1962م¹ حيث تم تأسيس هيئة للأسواق المالية، وتضمنت أهداف الخطة الخماسية للتنمية الاقتصادية والاجتماعية 1971/70م-1975/74م ضرورة إشراك رأس المال الخاص الوطني والأجنبي للاستثمار في المشاريع ذات الأهمية².

إلا أن قانون سوق الأوراق المالية قد وُضع عام 1993م بعدما نصت عليه الإستراتيجية القومية الشاملة 1992-2002م ضمن الموجهات الأساسية للإستراتيجية الاقتصادية على ضرورة مكافحة التضخم بتفعيل قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية، هذا وقد أجاز السوق في جوان 1994م، وافتتح السوق رسمياً في جانفي 1995م كسوق ثانوية لتداول الأسهم³.

وحدد قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية لعام 1994م هيئة رقابة شرعية للسوق،* مبيناً اختصاصاتها كما يلي:⁴

- ✓ تكون للسوق هيئة للرقابة الشرعية، وتتشكل من ثلاثة أعضاء من علماء الشريعة الإسلامية ممن لهم إلمام بالمعاملات المالية تختارهم الجمعية العمومية.
- ✓ تختص هيئة الرقابة الشرعية بالرقابة على أعمال السوق والتأكد من التزامها بأحكام الشريعة الإسلامية.

المطلب الأول: التعريف بسوق الخرطوم للأوراق المالية

الفرع الأول: النشأة ومراحل تطور سوق الخرطوم

1 - عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق. ط 1، مؤسسة الرسالة ناشرون، دمشق، 2008م، ص 244.

2 - نفس المرجع، ص ص 244-245.

3 - نفس المرجع، ص 245.

* - أنظر مثلاً تقرير هيئة الرقابة الشرعية للجمعية العمومية لسوق الخرطوم للأوراق المالية للسنة المنتهية في 2015/12/31م، الملحق (2).

4 - قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية لعام 1994م، ص 7.

شهدت مسيرة سوق الخرطوم للأوراق المالية مراحل وانتقالات متعددة كان من شأنها دفع عجلة التقدم في السوق، حيث كان آخرها البداية الفعلية للعمل بالتداول الإلكتروني، وفيما يلي لمحات عن أهم المراحل في عمر السوق:¹

- بدأت فكرة إنشاء سوق للأوراق المالية في السودان منذ العام 1962م، حيث تم إجراء العديد من الدراسات والاتصالات بدأتها وزارة المالية وبنك السودان بمشاركة مؤسسة التمويل الدولية التابعة للبنك الدولي.
- في العام 1982م، تمت إجازة قانون سوق الأوراق المالية من قبل مجلس الشعب لكي ينظم إنشاء سوق للأوراق المالية في السودان، ولكن لم يتم أي شيء في هذا المجال حتى عام 1992م.
- بدأت الخطوات الجادة لإنشاء سوق للأوراق المالية في أوت 1992م، وذلك في ظل سياسة التحرير الاقتصادي التي نادى بها البرنامج الثلاثي للإنقاذ الاقتصادي (1990-1993م).
- تم تأسيس هيئة الأسواق المالية في عام 1992م، وفي نوفمبر من نفس العام أقر مجلس الوزراء تعديلاً على قانون سوق الأوراق المالية لعام 1982م، ولكن هذا القانون المعدل لم يفي بكل الأغراض لإنشاء سوق للأوراق المالية.
- في عام 1994م، أجاز المجلس الوطني الانتقالي قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية والذي أصبحت بموجبه سوق الخرطوم للأوراق المالية كياناً قانونياً مستقلاً.
- بدأ العمل في السوق الأولية (سوق الإصدارات) في 10 أكتوبر 1994م.
- بدأ العمل في السوق الثانوية (سوق التداول) في جانفي 1995م بعدد 34 شركة مدرجة في السوق.
- في العام 1996م، ارتفع عدد الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية من 34 إلى 40 شركة.
- في العام 1997م، زيادة مقدرة في رأس المال السوقي لسوق الخرطوم للأوراق المالية من ما يعادل 31 مليون دولار أمريكي إلى 139 مليون دولار أمريكي، وتأسيس بنك الاستثمار المالي للمساهمة في تنشيط التعامل في سوق الأوراق المالية.
- في العام 1999م، بدأ العمل بنظام السوق الموازية، وتم تصنيف الشركات وفقاً لاستيفائها الشروط المنظمة لإدراج الشركات في أي من السوقين النظامي أو الموازي.

1 - أنظر: التقرير السنوي لسوق الخرطوم للأوراق المالية لعام 2013م، ص ص 11-12. لعام 2015م، ص 15.

- في العام 2001م، بداية إصدار العديد من صكوك الصناديق الاستثمارية وشهادات المشاركة الحكومية (شهامه).
- في العام 2002م، توسع في علاقات السوق مع المؤسسات المالية الإقليمية والدولية.
- في العام 2003م، تم إعلان مؤشر الخرطوم، وإدراج السوق في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، وإدراج سهم سوداتل تقاطعيا في سوق أبو ظبي للأوراق المالية.
- في العام 2004م، بلغ حجم التداول أعلى معدل له منذ إنشاء السوق، وتوقيع اتفاقية تعاون مشترك بين سوق الخرطوم للأوراق المالية وبورصتي القاهرة والإسكندرية.
- في العام 2005م، ارتفاع قياسي في حجم التداول إلى 1.21 مليار جنيه، وارتفاع في مؤشر السوق بنسبة نمو بلغت 97.3%، وارتفاع في القيمة السوقية إلى 7.47 مليار جنيه، وحسب قاعدة بيانات صندوق النقد العربي احتل السوق المرتبة الأولى من حيث نمو القيمة السوقية مقارنة ببقية الأسواق العربية بنسبة بلغت 50.8%.
- في العام 2006م، ارتفاع كبير في معدلات التداول، حيث سجل حجم التداول 2.06 مليار جنيه بنسبة نمو بلغت 70%.
- في عام 2007م، تم انضمام السوق لاتحاد البورصات الإفريقية مما فتح أفقا جديدة للتعاون الإقليمي بين أسواق المنطقة، كما بدأ العمل الفعلي في مركز الإيداع.
- في العام 2008م، ارتفاع ملحوظ في حجم التداول، كما اكتمل إيداع أسهم جميع الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية، الأمر الذي مهّد الطريق لإكمال إجراءات التحول للتداول الإلكتروني، وإدراج مصرف السلام في سوق دبي المالي.
- في العام 2009م، سجل سوق الخرطوم أعلى معدل تداول منذ إنشاء سوقها الثانوي، حيث ارتفع حجم التداول إلى 2.2 مليار جنيه مقارنة بـ 1.8 مليار جنيه في العام 2008م، كما بدأ نظام التحول للتداول الإلكتروني.
- في العام 2010م:

- حقق حجم التداول أكبر معدلاته منذ بداية عمل السوق الثانوية في 1995م، متفوقا على العام 2009م الذي بلغ 2.2 مليار جنيه مقارنة بمبلغ 2.4 مليار جنيه، كما ارتفع عدد الأسهم المتداولة من 164712836 سهما إلى 166548512 سهما، وكذلك عدد العقود من 8065 عقدا إلى 8265 عقدا، فيما شهد عدد الصكوك المتداولة انخفاضا من 7646614 صكا إلى 5848016 صكا.

- تم اعتماد السوق بصفة مراقب في اتحاد البورصات العربية، على أن يتمتع بكامل العضوية عند انعقاد الاجتماع القادم للاتحاد.

- في إطار التحول للتداول الإلكتروني، تم توقيع عقود توريد وتركيب وتشغيل أجهزة البرامج، وبداية تركيب شاشات العرض الداخلية الثابتة والمتحركة.

• في العام 2011م:

- واصل حجم التداول الارتفاع عن العام 2010م، حيث بلغ 2.6 مليار جنيه، وارتفاع عدد الصكوك من 5 مليون صكا إلى 11 مليون صكا.

- تم إدراج شركة واحدة، وهي بنك الجزيرة السوداني الأردني.

- وصول وتركيب وتشغيل كل معدات التداول الإلكتروني.

- الانتهاء من اختبارات أنظمة التداول الإلكتروني وتدريب كل العاملين بالسوق والوسطاء المعتمدين على هذه الأنظمة.

- اعتماد سوق الخرطوم للأوراق المالية عضوا دائما باتحاد البورصات العربية.

- بداية التشغيل التجريبي لبرنامج التداول الإلكتروني.

• في عام 2012م:

- افتتح وزير المالية والاقتصاد الوطني منظومة التداول الإلكتروني تحت رعاية رئيس الجمهورية.

- ارتفعت معدلات التداول ارتفاعا كبيرا عن العام السابق له نسبة لتطبيق نظام التداول الإلكتروني، حيث بلغ حجم التداول 3.1 مليار جنيه مقارنة بـ 2.6 مليار جنيه في العام 2011م، وقفز عدد العقود المنفذة من 7870 عقدا في العام 2011م إلى 12719 عام 2012م.

• في عام 2013م:

- واصل حجم التداول الارتفاع عن العام 2012م، حيث بلغ 3.9 مليار جنيه مقارنة بـ 3.1 مليار جنيه في العام 2012م، كما ارتفع عدد الصفقات المنفذة ارتفاعا كبيرا، حيث بلغت 16435 مقارنة بـ 12719 في العام 2012م.

- توقيع مذكرة تفاهم مع المجلس القومي للصحافة والمطبوعات.

- بداية تشغيل المرحلة الثانية للتداول الإلكتروني.

- تم إدراج شركتين في السوق، وهما شركة البركة للخدمات المالية وشركة مستشفى السلام المحدودة.

• في عام 2014م:

- تمت إجازة قانون جهاز تنظيم سوق المال السوداني، وقانون سوق الخرطوم للأوراق المالية للعام 2014م بواسطة مجلس الوزراء، وفي ذات العام أجاز مجلس إدارة السوق لائحة مكافحة غسيل الأموال لشركات الأوراق المالية ولائحة حوكمة شركات المساهمة العامة للعام 2014م.

- تم افتتاح موقع السوق الإلكتروني بعد إعادة تصميمه، وتوقيع اتفاقية مع بنك البركة السوداني ليصبح بموجبها هذا الأخير بنكا للتسوية النقدية لعمليات التداول، إلى جانب توقيع اتفاقية تعاون بين سوق الخرطوم للأوراق المالية وشركة مصر للمقاصة وشركة النيل للتكنولوجيا ونشر المعلومات، وتفعيل التعاون المشترك مع البورصة المصرية، وفي ذات الإطار شهدت علاقات السوق الخارجية انضمام السوق لعضوية منظمة اتحاد مراكز الإيداع بإفريقيا والشرق الأوسط.

• في عام 2015م:

- تم تعديل جلسات التداول لمواكبة نظام عمل بنك التسوية.

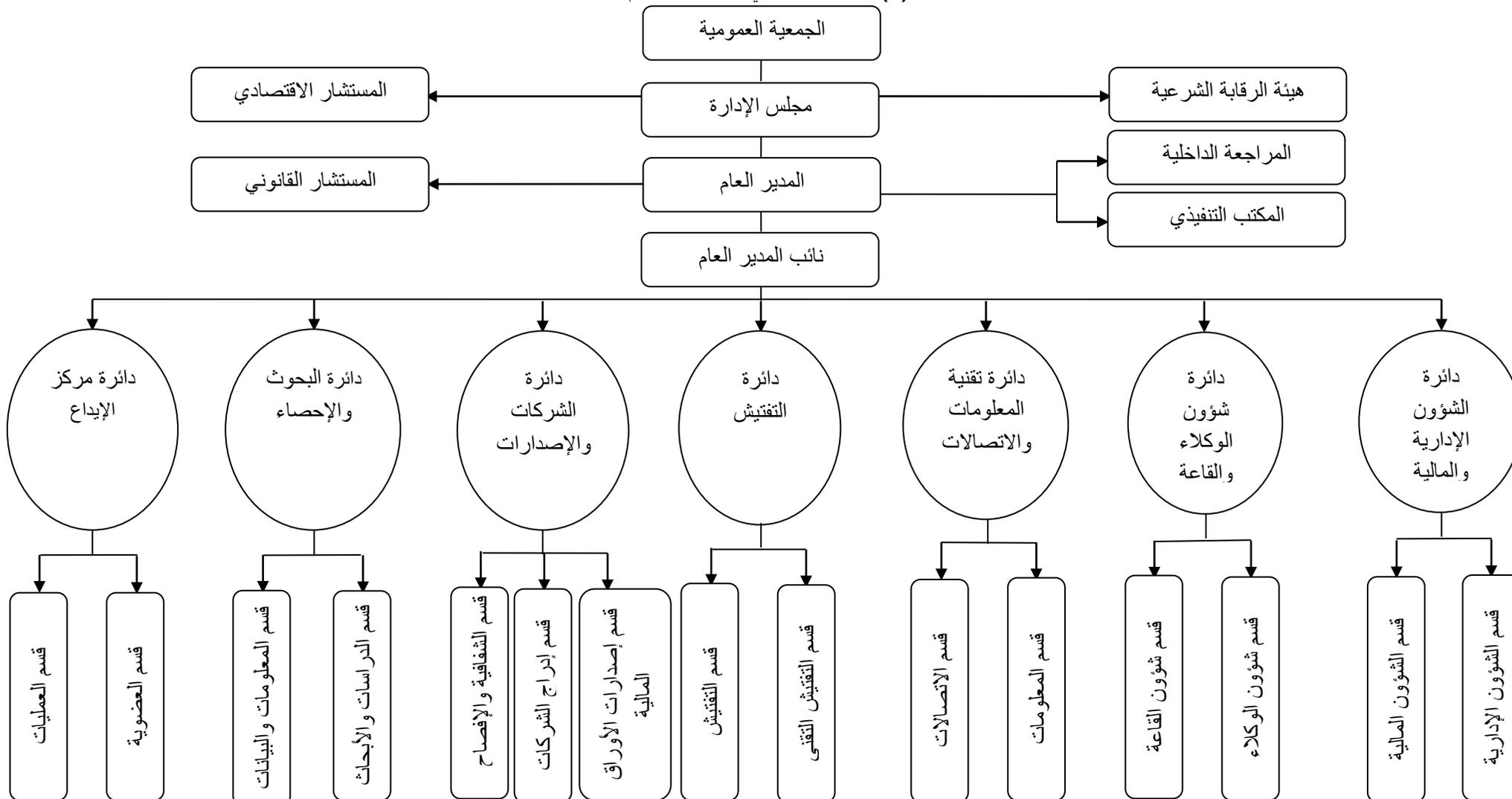
- إصدار منشور بإعادة هيكلة شركات الوساطة المالية العاملة في السوق وذلك في جويلية 2015م.

الفرع الثاني: الهيكل التنظيمي لسوق الخرطوم

يتضمن الهيكل التنظيمي لسوق الخرطوم مجلس الإدارة وهيئة الرقابة الشرعية ومستشارين، كما

يتضمن العديد من الدوائر والتي تندرج تحتها عدة أقسام على النحو المشار إليه في الشكل الآتي:

الشكل (4): الهيكل التنظيمي لسوق الخرطوم للأوراق المالية



المصدر: التقرير السنوي لسوق الخرطوم للأوراق المالية لعام 2009م، ص 10.

الفرع الثالث: أغراض وأهداف سوق الخرطوم للأوراق المالية

حدد قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية لعام 1994م أغراض وأهداف سوق الخرطوم كما يلي:¹

- ✓ تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بيعا وشراء.
- ✓ تشجيع الادخار وتنمية الوعي الاستثماري بين المواطنين، وتهيئة الظروف الملائمة لتوظيف المدخرات في الأوراق المالية بما يعود بالنفع على المواطن والاقتصاد الوطني.
- ✓ تطوير وتنمية سوق الإصدارات، وذلك بتنظيم ومراقبة إصدارات الأوراق المالية، وتحديد الشروط والمتطلبات الواجب توافرها في نشرات الإصدار عند طرح الأوراق المالية للاكتتاب العام من قبل الجمهور.
- ✓ تطوير وتشجيع الاستثمار بالأوراق المالية والعمل على تهيئة المناخ الاستثماري المناسب لها.
- ✓ توفير كافة العوامل التي تساعد على تسهيل وسرعة تسهيل الأموال المستثمرة في الأوراق المالية بما يخدم رغبات المستثمرين.
- ✓ ترسيخ أسس التعامل السليم والعاقل بين فئات المستثمرين، وضمان تكافؤ الفرص للمتعاملين في الأوراق المالية حماية لصغار المستثمرين.
- ✓ جمع المعلومات والبيانات والإحصائيات، وتوفيرها لكافة المستثمرين والمهتمين بذلك.
- ✓ دراسة التشريعات ذات العلاقة بالسوق، واقتراح تعديلها بما يتناسب والتطورات التي تتطلبها السوق.
- ✓ اقتراح كيفية تنسيق السياسات المالية والنقدية وحركة رؤوس الأموال، والإشراف على السياسة المتعلقة بتنمية مصادر التمويل المتوسط والطويل الأجل في السودان، وذلك بما يحقق الاستقرار المالي والاقتصادي، ومن ثم تحقيق أهداف التنمية الاقتصادية.
- ✓ العمل على تبادل الخبرات، وذلك بالاتصال بالأسواق المالية العالمية والإقليمية والعربية والانضمام لعضويتها.
- ✓ إنشاء جهاز موحد لتنظيم تحويل ملكية الأوراق المالية وإيداعها، ومتابعة شؤون المساهمين وإدارة المركز أو الإشراف والرقابة عليه.
- ✓ ترسيخ قواعد السلوك المهني والمراقبة الذاتية والانضباط بين الوكلاء والعاملين في مجال التعامل بالأوراق المالية.

¹ - قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية لعام 1994م، ص ص 4-5.

✓ تأهيل موظفي الوكلاء بما يتناسب والمستجدات التي تطرأ على صناعة الأوراق المالية بهدف رفع كفاءتهم العلمية والعملية.

المطلب الثاني: تطور آلية العمل والتداول في سوق الخرطوم

الفرع الأول: شركات الوساطة المالية

يتم بيع وشراء الأسهم والصكوك وشهادات المشاركة الحكومية عبر الوكلاء المعتمدين لدى سوق الخرطوم، وفي حالتها البيع أو الشراء، تتم العملية بتفويض (بيع أو شراء) لإحدى شركات الوكالة العاملة، يتم فيها تحديد الكمية المباعة أو المشتراة، وسعر الشراء أو البيع، وجلسة التداول التي يريد المشتري أو البائع تنفيذ أوامره فيها، وتتم عمليات البيع أو الشراء عبر نظام المزايمة المكتوبة، ويمكن أن يكون التفويض مكتوباً أو هاتفياً أو بأي وسائل الاتصال الحديثة، بعدها يستلم المشتري إشعاراً من الشركة يفيد بتحويل ملكية الأسهم أو الصكوك أو الشهادات، ويستلم البائع الثمن.¹

مهام شركات الوساطة المالية:

شركات الوساطة المالية، هي شركات تقوم بدور الوسيط بين المستثمرين والسوق، حيث تقوم شركات الوساطة بتلقي الأوامر من المستثمرين بالبيع أو الشراء وتنفيذها في السوق، فلا يمكن الاستثمار في السوق إلا من خلال تلك الشركات المالية التي تختص بأنظمة التداول في السوق. وفي العام 2015م، بلغ عدد شركات الوساطة العاملة في سوق الخرطوم 41 شركة وساطة مالية.²

وتنحصر أغراض شركات الوساطة في القيام بأعمال الوساطة فقط كما نصت عليه المادة (34)

من قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية والتي تشمل الأعمال التالية:³

- الوكالة بالعمولة لشراء وبيع الأوراق المالية لصالح العملاء.
- الوكالة بالشراء والبيع لصالح محفظة الوكيل.
- الوكالة في تغطية إصدارات الأوراق المالية.
- العمل كمستشار مالي وإدارة محافظ الغير واستثماراتها في الأوراق المالية.

¹ - التقرير السنوي لسوق الخرطوم للأوراق المالية لعام 2008م، ص 28.

² - التقرير السنوي لسوق الخرطوم للأوراق المالية لعام 2015م، ص 48.

³ - نفسه.

الفرع الثاني: التداول الإلكتروني

1- نشأة التداول الإلكتروني:

بدأ سوق الخرطوم للأوراق المالية خطوات عملية لتنفيذ مشروع واجهة الربط الإلكتروني والذي يعتبر بوابة السوق الإلكترونية لشركات الوساطة المالية وجميع قطاعات المستثمرين، حيث إنه يوفر إمكانية تداول الأوراق المالية من على البعد ودون الحضور لقاعة التداول بمبنى السوق.¹

ويعتبر العام 2013م مميزاً، فهو العام الأول بعد انطلاقة التداول الإلكتروني، وأدى ذلك إلى ارتفاع في معدلات التداول وتضاعف عدد الصفقات المنفذة.²

وصاحب مرحلة التداول الإلكتروني التفكير في طرق أسواق جديدة لم تكن متاحة في ظل التداول اليدوي، مثل: سوق السلع، سوق المعادن (الذهب)، سوق النقد الأجنبي، وسوق العقارات، بالإضافة إلى الإدراج المشترك مع أسواق المال العربية والإقليمية.

ونظام التداول الإلكتروني سوف يكون بديلاً عن النظام اليدوي التقليدي، وفي هذا الشأن فقد تم تحديث قاعة التداول بأحدث صورة وتركيب أجهزة وبرامج نظام التداول الإلكتروني المهداة إلى سوق الخرطوم للأوراق المالية من سوق مسقط المالي (عمان)، وتدريب كل موظفي السوق وموظفي شركات الوكالة، على أن تشهد المرحلة الثانية من عملية التحديث والتطوير إنشاء بنك لتسوية المعاملات إلكترونياً.

وفعلاً، في العام 2014م تم افتتاح موقع السوق الإلكتروني بعد إعادة تصميمه، وشهد العام ذاته توقيع اتفاقية مع بنك البركة السوداني ليصبح بموجبها هذا الأخير بنكاً للتسوية النقدية لعمليات التداول.

أما المرحلة الثالثة، فتختص بربط شركات الوساطة المالية وعملائها بالنظام الإلكتروني بما يمكنهم من إجراء عمليات التداول الإلكتروني من مكاتبهم دون تكبد مشاق الحضور للسوق لإجراء تلك العمليات.

1 - مجلة البورصة (سوق الخرطوم للأوراق المالية) لعام 2014م، ص 17.

2 - التقرير السنوي لسوق الخرطوم للأوراق المالية لعام 2013م، ص 9.

2- مزايا التداول الإلكتروني في سوق الخرطوم للأوراق المالية:

لا شك أن نظام التداول الإلكتروني سوف يوفر الأدوات الفنية والرقابية المناسبة للسوق والتي يستطيع من خلالها أن يرفع من كفاءته، حيث إنه يوفر بيئة تداول فعالة، وقد انعكس ذلك منذ بدايته في زيادة حجم التداول خلال العام 2012م (عام تشغيل التداول الإلكتروني) حيث بلغ حوالي 3.12 مليار جنيه بنسبة زيادة بلغت حوالي 22% مقارنة بالعام 2011م.¹

ومن المكاسب التي حدثت في السوق بعد دخول نظام التداول الإلكتروني وقبل اكتماله النقلة الكبيرة في حجم التداول وعدد الصفقات التي تم تنفيذها،* كما أن سرعة عملية التداول سهلت على شركات الوساطة تعاملاتها داخل قاعة التداول، ونجد أن عملية التحويل في سجلات المساهمين أصبحت تتم في نفس يوم التداول في مركز الإيداع والحفظ المركزي، وهذا يسهل على المستثمرين سهولة التداول.²

وكذلك وفر النظام عملية الشفافية في العروض، حيث يتم عرضها في آن واحد في شاشات التداول لشركات الوساطة، وكذلك سيوفر النظام بعد المرحلتين الثانية والثالثة عملية تداول شركات الوساطة المالية عبر مكاتبها دون الحضور للسوق، كما يمكن للمستثمر التداول مباشرة خلال ساعات التداول من مكان وجوده مباشرة عبر حسابه عند شركة الوساطة المالية وتحت مسؤوليتها المباشرة.³

كما يسهم تطبيق التداول الإلكتروني في تقليل تكاليف المعاملات المالية، حيث يقوم السوق المالي بنقل الأموال من المقرضين إلى المقترضين (تحويل المدخرات إلى استثمارات)، وقد يعزز وجود نظام للتداول الإلكتروني من الكفاءة الرقابية والإدارية والتشغيلية للسوق، كما يسهم في زيادة سيولة الأوراق المالية بسبب توفر عامل السرعة في تنفيذ عمليات التداول، مما ينعكس إيجاباً على حجم التداول واعتمادية السوق (Market Reliability).⁴

1 - الطيب الجعلي الطيب، سوق الخرطوم للأوراق المالية والمرحلة الثانية للتداول الإلكتروني، مجلة البورصة (سوق الخرطوم للأوراق المالية) لعام 2014م، ص 17.

* - أنظر الجدول (25)، الفصل الأول/الباب الرابع.

2 - مجلة البورصة (سوق الخرطوم للأوراق المالية) لعام 2014م، ص 20.

3 - نفس المرجع، ص ص 20-21.

4 - الطيب الجعلي الطيب، مرجع سابق، ص 17.

واستكمالاً لدور نظام التداول الإلكتروني، لا بد للسوق من توفير آلية للتوسع في معاملات السوق المالي وتوفير إمكانية الانتشار الواسع لثقافة الاستثمار في الأوراق المالية تحقيقاً لمبدأي السرعة والسهولة في دوران رأس المال السوقي اللذين تقاس بهما كفاءة أسواق المال، وهنا يأتي دور واجهة الربط الإلكتروني بالسوق، حيث يعتبر المشروع خطوة مهمة ومنطقية بعد تشغيل التداول الإلكتروني ليساهم في سرعة وكفاءة السوق، بالإضافة أنه يعكس صورة إيجابية عن نشاط السوق عبر توفير إمكانية التداول عن بعد لشركات الوساطة المالية، بالإضافة لتسهيل ربط برامج التداول عبر الإنترنت والتداول عبر الهاتف المحمول مستقبلاً.

فنظام التداول الإلكتروني، يعتبر أداة هامة وفاعلة تهدف لنشر ثقافة الاستثمار في الأوراق المالية عبر تمليك معلومات التداول وأسعار الأوراق المالية بصورة فورية، تتسم بالدقة والشفافية للمستثمرين الأجانب والمحليين من خلال إتاحة التداول عبر الإنترنت، مما يشجع الاستثمار في الأوراق المالية الوطنية، كما أن مثل هذه النظم تتيح إمكانية الربط مع الأسواق الإقليمية والعربية من خلال استخدامها للبروتوكولات القياسية المستخدمة عالمياً في المعاملات المالية (Financial Information Exchange)

إن نظام التداول الإلكتروني يعتبر أداة مهمة من أدوات جذب رؤوس الأموال، حيث يساعد المستثمرين على اتخاذ قرارات بالاستثمار في القطاعات الاقتصادية المختلفة في السودان، وبالتالي تزيد من سرعة عمليات التداول، وتوفير بيئة تحكيمية عالية للسوق، مما يساهم في تفعيل دور السوق في تحقيق الاستقرار والنماء الاقتصادي بالسودان.¹

المطلب الثالث: أداء سوق الخرطوم للأوراق المالية

لاشك أن الأحداث السياسية والاجتماعية التي شهدتها السودان ولا سيما الحدث انفصال جنوب السودان عام 2011م كان لها تأثير على اقتصاد البلد بشكل عام وعلى نشاط سوق الخرطوم بشكل خاص، وفيما يلي وقفة للنظر في تطور سوق الخرطوم بشكل عام.

الفرع الأول: نشاط السوق الأولية

السوق الأولية، هي السوق التي تختص بإصدارات الأوراق المالية لأول مرة، لذلك تُسمى بسوق الإصدار، والجدول التالي يبين نشاط السوق الأولية:

1 - نفسه.

الجدول (24): نشاط السوق الأولية للفترة (2008-2015م)

الفترة	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
قيمة الإصدارات (جنيه سوداني)	5887484225	7498649587	11578950167,9	13232042415	15284968555	15171000000	23948090000	21281070000
معدل النمو (%)	1	27.36	54.41	14.28	15.51	-0.74	57.85	-11.14

المصدر: إعداد الطالب بناء على التقرير السنوي لسوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة 2013 و2015م، وتقرير شركة السودان للخدمات المالية للفترة 2015م.

يتبين من خلال بيانات الجدول أن السوق الأولية تشهد إصدارات في أغلب الحالات بمعدلات موجبة، وهذا يدل على وجود انتعاش في سوق الإصدار.

الفرع الثاني: نشاط السوق الثانوية

السوق الثانوية، هي السوق التي تختص بتداول الأوراق المالية التي سبق إصدارها، لذلك تُسمى بسوق التداول، والجدول التالي يبين نشاط السوق الثانوية:

الجدول (25): نشاط السوق الثانوية للفترة (2008-2015م)

الفترة	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
عدد الأسهم المتداولة	281609805	164712836	166548512	106512121	172580585	80857419	175035760	272436635
معدل النمو (%)	-	-41.51	1.11	-36.05	62.03	-53.15	116.47	55.65
حجم التداول الكلي (مليون جنيه سوداني)	1879.2	2246.5	2422.3	2562.6	3073.6	3885.4	5761.7	6250.4
معدل النمو (%)	-	19.54	7.82	5.79	19.94	26.41	48.29	8.48
عدد الصفقات المنفذة	8569	8069	8266	7870	12719	16435	22670	30307
معدل النمو (%)	-	-5.83	2.44	-4.79	61.61	29.22	37.94	33.69
عدد الشركات المدرجة	53	53	55	56	59	60	65	67
رأس المال السوقي (جنيه سوداني)	8131776590	7589316950	6391200061	7062982659	9634988645	11188777913	12817683858.8	13759624800.78
معدل النمو (%)	-	-6.67	-15.79	10.51	36.41	16.13	20.67	1.91

المصدر: إعداد الطالب بناء على التقرير السنوي لسوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة 2013 و2015م، وتقرير شركة السودان للخدمات المالية للفترة 2015م.

من خلال بيانات الجدول، يتبين أن السوق الثانوية تشهد بشكل عام تطوراً ونمواً في أغلب السنوات محل الدراسة، فمؤشر حجم التداول سجل معدلات موجبة، وكذلك مؤشر العقود المنفذة سجل

معدلات نمو موجبة باستثناء عامي 2009 و2011م، كما شهد رأس المال السوقي هو الآخر معدلات موجبة باستثناء عامي 2009 و2010م.

وربما تعزو أسباب انخفاض عدد العقود المنفذة وانخفاض رأس المال السوقي في عام 2009م عن مستواها في عام 2008م إلى تراجع أداء الاقتصاد السوداني في العام 2009م، حيث سجل معدل النمو في الناتج المحلي الحقيقي 6%، ومعدل التضخم 11.2%، وسعر صرف 2.24 جنيه سوداني مقابل 1 دولار.¹

كما شهد السوق زيادة في عدد الشركات المدرجة من 53 شركة عام 2008م إلى 67 شركة مدرجة في السوق عام 2015م.

المبحث الثاني: أبرز الأوراق المالية الإسلامية المصدرة في سوق الخرطوم للأوراق المالية

ظل القطاع المصرفي السوداني يعمل بالنظام التقليدي حتى السبعينيات من القرن الماضي، حيث قامت بعض البنوك على النظام الإسلامي وأصبح النظام مزدوجاً بوجود بنوك إسلامية و أخرى تقليدية، وفي عام 1984م كانت أولى خطوات أسلمة النظام المصرفي وتحويله من النظام التقليدي إلى النظام الإسلامي، وفي عام 1992/1991م بدأت خطوات تعميق أسلمة النظام المصرفي، ويعمل القطاع المصرفي السوداني حالياً بأكمله وفق النظام الإسلامي بما في ذلك البنك المركزي.

ويكون بذلك النظام المصرفي السوداني هو النظام الرائد في تطبيق إسلام النظام المصرفي في الوطن العربي والدول الإسلامية وفي مجال إصدار الصكوك الإسلامية والتي بدأت منذ العام 1998م.²

المطلب الأول: نبذة عن شركة السودان للخدمات المالية المحدودة

الفرع الأول: نشأة وتأسيس الشركة

كانت جهود بنك السودان المركزي ووزارة المالية والاقتصاد الوطني تسعى لابتكار أدوات نقدية جديدة لإدارة السيولة في الاقتصاد الوطني واستخدامها في عمليات السوق المفتوحة كبديل للأدوات المستخدمة في النظام التقليدي، فضلاً عن ذلك يتم استخدامها كألية تُمكن وزارة المالية والاقتصاد

1 - التقرير السنوي لشركة السودان للخدمات المالية المحدودة لعام 2009م، ص 24.

2 - التقرير السنوي لشركة السودان للخدمات المالية المحدودة لعام 2014م، ص 10.

الوطني من الاستدانة من موارد نقدية حقيقية موجودة أصلا داخل الدورة الاقتصادية، وبالتالي لا يكون لمثل هذه الأدوات تأثير يذكر على التضخم عكس ما هو الحال فيما لو تمت هذه الاستدانة من الجهاز المصرفي.

وفي إطار تلك الجهود، فقد تم ابتكار أدوات مالية تقوم على أسس شرعية، وتتميز بدرجة من المرونة والواقعية، وتستند على الصيغ الشرعية الإسلامية بدلا عن المداينة، وبما أن بنك السودان المركزي ووزارة المالية والاقتصاد الوطني لا يتعاملان بالمتاجرة في الأوراق المالية مع الجمهور مباشرة، فقد تم إنشاء شركة السودان للخدمات المالية المحدودة لتقوم بهذا الدور بعد أن تنازلت كل من وزارة المالية وبنك السودان المركزي عن أصولهما في البنوك المملوكة لهما كلياً أو جزئياً لصالح الشركة، وأصبحت الشركة مملوكة بنسبة 99% لبنك السودان المركزي و1% لوزارة المالية والاقتصاد الوطني، وتم تسجيلها لدى المسجل العام للشركات تحت قانون الشركات لعام 1925م في عام 1998م برأس مال مصرح به 10 مليون دينار ورأس مال مدفوع قدره 2 مليون دينار ويمثل الشريحة (ب) من رأس مال الشركة، أما الشريحة (أ) من رأس مال الشركة فتتكون من القيمة المحاسبية لكل البنوك المملوكة كلياً أو جزئياً لبنك السودان المركزي ووزارة المالية، وقد بلغت القيمة المحاسبية لهذه البنوك في نهاية أبريل 1998م نحو 3.94 بليون دينار سوداني، أصدرت بموجبها عدد 3940 شهادة من شهادات مشاركة بنك السودان المركزي (شمم) بقيمة اسمية قدرها 1 مليون دينار للشهادة الواحدة، وذلك بعد أن قام كل من بنك السودان المركزي ووزارة المالية بتحويل أصولهما في هذه البنوك للصندوق تحت إدارة شركة السودان للخدمات المالية.¹

هذا وقد تحددت الأغراض الأساسية التي من أجلها تم إنشاء الشركة، والتي تلخصت في القيام بأعمال الخدمات المالية المتعلقة بالإدارة والتصرف الإداري الكامل في الأنصبة والحصص المملوكة لبنك السودان المركزي ووزارة المالية، ومساعدة بنك السودان المركزي في إدارة السيولة العامة بهدف تحقيق أهداف السياسة النقدية العامة، والدخول في اتفاقيات أو ترتيبات مع بنك السودان المركزي أو أي هيئة أو مؤسسة أو شركة أو شخص يبدو فيها ما يحقق أغراض الشركة، إلى جانب إنشاء وإدارة صناديق متخصصة في الخدمات المالية.

1 - نفسه.

باشرت الشركة أعمالها فعلياً اعتباراً من أوت 1998م برأس مال مصرح به ومدفوع قدره 100 مليون جنيه،¹ وأصدرت التقرير السنوي الأول لنشاطها في العام 2009م.

الفرع الثاني: الهيكل التنظيمي للشركة

تعمل شركة السودان للخدمات المالية على تحقيق التنمية الاقتصادية المستدامة والتطور الاجتماعي من خلال تقديم خدمات مالية إسلامية مستقرة ومميزة تلبي رغبات المجتمع.

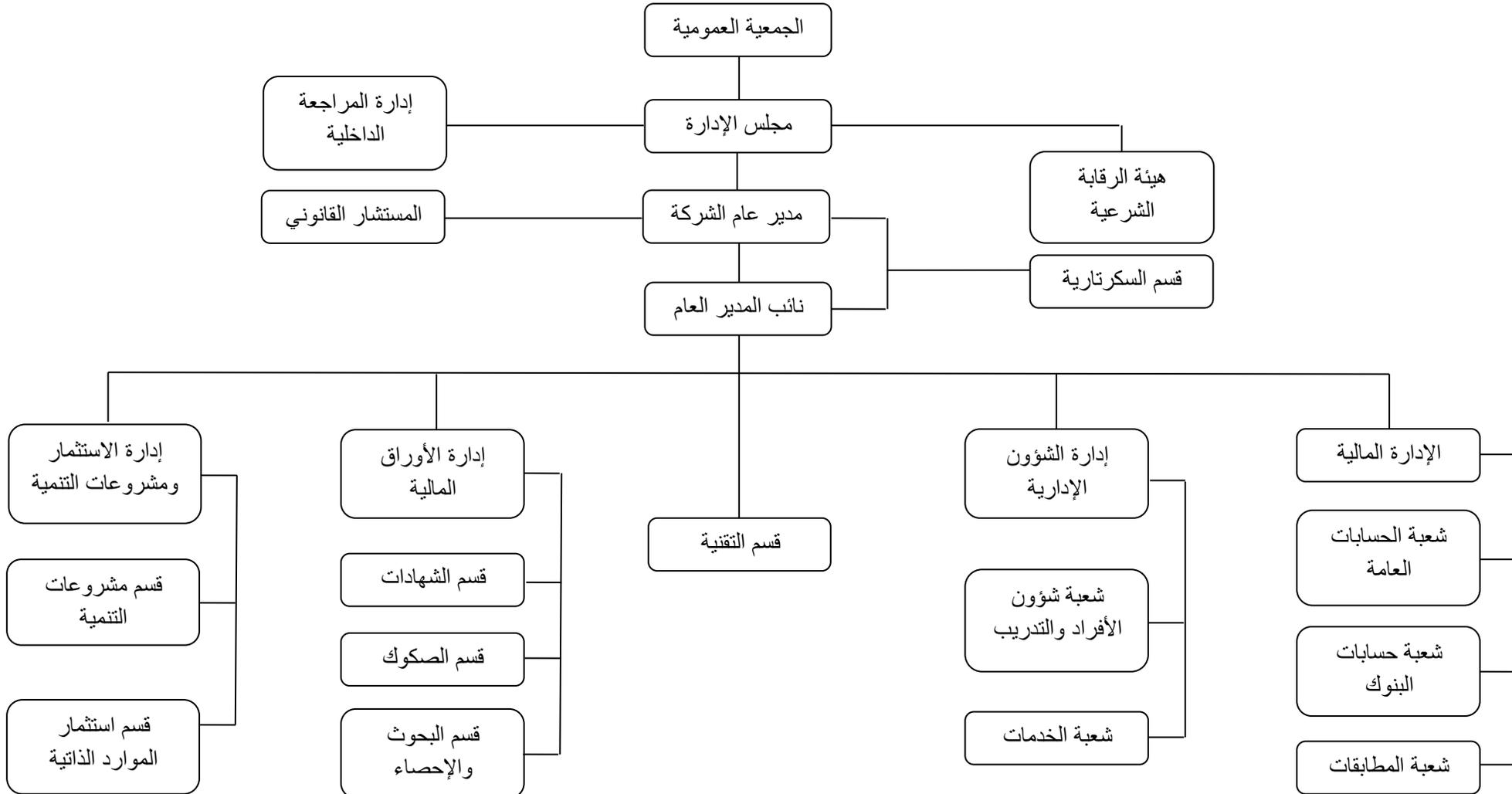
وبما أن الشركة مملوكة بنسبة 99% لبنك السودان المركزي، فإنها تعمل باستشارة المستشار القانوني لبنك السودان المركزي.²

¹ - نفس المرجع، ص 11.

² - شركة السودان للخدمات المالية المحدودة (المستشار القانوني للشركة)، على الموقع:

<http://www.shahama-sd.com/ar/content/lhykl-ltnzym-llshrk> (تاريخ الاطلاع: 2015/12/3م).

الشكل (5): الهيكل التنظيمي لشركة السودان للخدمات المالية المحدودة



المصدر: التقرير السنوي لشركة السودان للخدمات المالية المحدودة لعام 2010م، ص 25.

يتكون الهيكل التنظيمي لشركة السودان للخدمات المالية من الأقسام التالية:

مجلس الإدارة.

1- الإدارات الرئيسية:

أ- إدارة الأوراق المالية: وتشمل كافة الأوراق المالية من صكوك وشهادات، وأيضا قسم البحوث والإحصاء.

ب- إدارة الاستثمار ومشروعات التنمية: ويتبع لها قسم مشروعات التنمية، وقسم استثمار الموارد الذاتية.

2- الإدارات المساعدة:

أ- الإدارة المالية: ويتبع لها شعبة الحسابات العامة وشعبة حسابات البنوك وشعبة المطابقات.

ب- إدارة الشؤون الإدارية: ويتبع لها شعبة شؤون الأفراد والتدريب وشعبة الخدمات.

كما تشمل الإدارات المساعدة على قسم التقنية.

هيئة الرقابة الشرعية لشركة السودان للخدمات المالية:

كانت شركة السودان في السابق تخضع لإشراف الهيئة العليا للرقابة الشرعية للمصارف والمؤسسات المالية والتي أنشئت عام 1992م، إلا أنها أسست هيئة الرقابة الشرعية للشركة في 10 أبريل 2004م بموجب قرار رئيس مجلس إدارة الشركة،¹ وتضم في عضويتها 5 أعضاء من:²

✓ علماء الشريعة مع مراعاة الخبرة والإلمام بالمعاملات المصرفية.

✓ خبراء في مجالات عمل الصكوك.

وتهدف الهيئة لمراجعة ومراقبة كافة أعمال الشركة المتعلقة بالجوانب الشرعية والتأكد من التزام الشركة وتقيدها بالضوابط الشرعية.

1 - بدر الدين قرشي مصطفى، التجربة السودانية في إدارة السيولة: تطبيق عمليات السوق المفتوح عبر الصكوك الحكومية. شركة السودان للخدمات المالية المحدودة، الخرطوم، 2009م، ص 30.

2 - نفسه.

أما المهام الأساسية التي أوكلت لهيئة الرقابة الشرعية فتتمثل فيما يلي:

- إصدار الفتاوى الشرعية حول نشاط الشركة.
- تقديم المشورة في المسائل الشرعية المتعلقة بالنشاط المالي للشركة، ومتابعة نشاطها بغرض إخضاعه لأحكام وقيم الشريعة الإسلامية.
- تنقية قوانينها ولوائحها ونشاطها العام من أي صورة من صور الربا ومن شبهة المعاملات الربوية.
- مساعدة الشركة في سعيها لاستنباط أدوات مالية إسلامية تعين البنك المركزي في إدارة السيولة وتنشيط السوق الأولية والثانوية للأوراق المالية، باعتبار أن ذلك الهدف يعتبر من الأهداف الرئيسية التي أنشأت من أجلها الشركة.
- أي جوانب شرعية ومهام أخرى تراها هيئة الرقابة الشرعية ضرورية لعمل ونشاط الشركة، وتقويم أدائها وفق الضوابط الشرعية.

المطلب الثاني: أهم الأوراق المالية التي تصدرها شركة السودان للخدمات المالية المحدودة

تقوم الشركة بدورها في صناعة الأوراق المالية المتعلقة بإصدار وإدارة الصكوك الحكومية والمساهمة في المشروعات التنموية الاقتصادية والاجتماعية للدولة، والمساعدة في إدارة السيولة على المستوى القومي، وتمويل عجز الموازنة العامة، حيث قامت الشركة منذ إنشائها بإصدار العديد من الأوراق المالية.

الفرع الأول: إصدارات الجيل الأول

وتتمثل إصدارات الجيل الأول في شهادات مشاركة البنك المركزي (شمم) وشهادات مشاركة الحكومة (شهامه).

1- شهادات مشاركة البنك المركزي (شمم):

شهادات مشاركة البنك المركزي (شمم)، عبارة عن صكوك تمثل أنصبة محددة في صندوق خاص، يحتوي على الأصول المملوكة للبنك المركزي ووزارة المالية في القطاع المصرفي.¹

1 - بدر الدين قرشي مصطفى، التجربة السودانية في إصدار وإدارة الصكوك الإسلامية، المصرفي، العدد 49، سبتمبر 2008م، ص 5.

كما أن مشتري هذه الشهادات يكون مشاركا في الصندوق بقيمة شهادته، وتصدر هذه الشهادات استنادا على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة للأصول المكونة من الشهادات، ويستخدمها البنك المركزي لإدارة السيولة في الاقتصاد في إطار عمليات السوق المفتوحة، وهي شهادات قابلة للتداول فقط بين البنوك.¹

وبالتالي، شهادة شمم هي شهادة مشاركة، تُمكن حاملها من مشاركة بنك السودان المركزي في ملكيته لأسهمه بالبنوك، وتنشأ الشهادة بعد حصر مساهمات بنك السودان المركزي وتحديد قيمتها ومن ثم تجزئتها إلى شهادات مشاركة بقيم متساوية.²

وأهم خصائص هذه الشهادات ما يلي:³

- لها قيمة اسمية محددة، تكون مظهرة في الشهادة.
- لها قيمة محاسبية، يتم إعلانها كل 3 أشهر، وتعكس الأرباح الحقيقية النقدية والزيادة الرأس مالية في قيمة الأصول المسنودة عليها هذه الشهادات.
- لها سعر للتبادل، ويتحدد عن طريق التفاوض بين البائع والمشتري عند تبادل الشهادة.
- ليست لها فترة سريان محددة، وهي قابلة للتداول في السوق الثانوية وسهلة التسييل.
- البيع والشراء يتم أساسا من خلال مزادات، إلا أنه توجد معاملات خارج المزاد.

كما هدفت شهادات (شمم) إلى تحقيق الآتي:⁴

- ✓ إدارة السيولة داخل الجهاز المصرفي.
- ✓ منح البنوك فرصة لاستثمار فوائضها لأجل قصيرة.

1 - حسام الدين عبد الوهاب محمد، مرجع سابق، ص 38.

2 - التقرير السنوي لشركة السودان للخدمات المالية المحدودة لعام 2014م، ص 11.

3 - بدر الدين قرشي مصطفى، التجربة السودانية في إصدار وإدارة الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 5.

4 - التقرير السنوي لشركة السودان للخدمات المالية المحدودة لعام 2014م، ص 11.

آلية عمل شهادات (شمم):

تبنى العلاقة في شهادات شمم وفقا للآتي:¹

- المستثمرون (البنوك).
- شركة السودان للخدمات المالية (مدير الصندوق).
- بنك السودان المركزي (المالك لمكون الشراكة والجهة المستفيدة من هذه الشهادات في إدارة السيولة).

- تبنى العلاقة بين المستثمرين والشركة على قيام هذه الأخيرة بتمليك المستثمرين المعلومات المرتبطة بالأداء المالي للأصول المكونة للشراكة.

- تنشئ الشركة الصندوق نيابة عن بنك السودان المركزي، ويوضع تحت إدارتها بغرض إصدار الصكوك.

- يمثل الصك بعد استثماره موجودات قائمة وحقيقية لمكون الشراكة.

- يتحدد العائد على الصكوك وفق الأداء المالي لمكون الشراكة.

وللإشارة فإنه بدأ العمل بشهادات شمم في العام 1998م، وانتهى العمل بها في العام 2004م.²

2- شهادات مشاركة الحكومة (شهامه):

هي عبارة عن صكوك تقوم على أساس صيغة المشاركة، تصدرها وزارة المالية والاقتصاد الوطني نيابة عن حكومة السودان، ويتم تسويقها عبر شركة السودان للخدمات المالية المحدودة وشركات الوكالة المعتمدة.³

وعلى الرغم من أن هذه الشهادات تهدف بالأساس إلى توفير آليات للبنك المركزي تعينه في إدارة السيولة، إلا أنها أصبحت خلال فترة وجيزة وسيلة فعالة لتمويل الموازنة العامة، تستطيع من

1 - نفسه.

2 - نفسه.

3 - نفسه.

خلالها الحكومة الحصول على موارد حقيقية من الجمهور لتغطية عجز الموازنة العامة بدلا من اللجوء للاستدانة من القطاع المصرفي.¹

وتتميز شهادات شهامة بما يلي:²

- ذات عائد مرتفع ومخاطر متدنية.
- لها فترة سريان قصيرة لمدة عام.
- تقبل كضمان من الدرجة الأولى للتمويل الممنوح من البنوك.
- مدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية وتتميز بسهولة التسجيل.

كما تهدف شهادات شهامة إلى تحقيق الآتي:³

- ✓ استقطاب المدخرات القومية وتشجيع الاستثمار.
- ✓ توفير أداة إسلامية شرعية لبنك السودان المركزي لإدارة السيولة على مستوى الاقتصاد الكلي.
- ✓ تطوير أسواق رأس المال المحلية والإقليمية.
- ✓ تحقيق عائد مجز للمستثمرين من خلال مشاركتهم في مكون الشراكة الذي يحتوي على أكثر الشركات كفاءة وذات أداء مالي وإداري عالي.
- ✓ تمكين وزارة المالية من التمويل من موارد مالية حقيقية، مما يقلل من اعتمادها على الاستدانة من البنك المركزي.

آلية عمل شهادات شهامة:

تبنى العلاقة في شهادات شهامة وفقا للآتي:⁴

- المستثمرون.
- شركة السودان للخدمات المالية.

¹ - بدر الدين قرشي مصطفى، التجربة السودانية في إصدار وإدارة الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 5.

² - التقرير السنوي لشركة السودان للخدمات المالية المحدودة لعام 2014م، ص 12.

³ - نفس المرجع، ص ص 11-12 (بتصرف).

⁴ - نفس المرجع، ص 12.

• وزارة المالية والاقتصاد الوطني، وهي الجهة المالكة لمكون الشراكة.

- تبنى العلاقة بين المستثمرين والشركة على قيام هذه الأخيرة بتقديم المشورة المالية الشرعية وتمليك المستثمرين المعلومات المرتبطة بالأداء المالي للأصول المكونة للشراكة.

- تقوم الشركة بتسويق الشهادات المصدرة من الوزارة وإدارتها مقابل عمولة يتم تحصيلها من الوزارة.

- يمثل الصك بعد استثماره موجودات قائمة وحقيقية لمكون الشراكة.

- يتحدد العائد على الصكوك وفق الأداء المالي لمكون الشراكة.

- لا يمكن للمستثمر سحب رأس ماله أو أي جزء منه قبل تاريخ الاستحقاق، ولكن له حق تداوله في سوق الخرطوم للأوراق المالية وأي أسواق مالية أخرى تُدرج فيها هذه الشهادات.

وللإشارة فإنه بدأ العمل بإصدار شهادات المشاركة الحكومية (شهادة) منذ العام 1999م، ولا يزال العمل جارياً بها، كما أن الشركة تُصدر هذه الشهادات ربع سنوي.¹

الفرع الثاني: إصدارات الجيل الثاني

على الرغم من النجاح الكبير الذي حققته شهادات المشاركة الحكومية (شهادة) وشهادات البنك المركزي (شمم)، إلا أنه قد بات واضحاً وفي ظل برنامج خصخصة المؤسسات الحكومية أن هذه الشهادات أصبحت محدودة من حيث القيمة والعدد، وبالتالي فإن الاستمرار في استخدامها كأداة للسياسة النقدية لإدارة السيولة في المستقبل قد يكتنفه بعض المصاعب.²

وعليه رأت السلطات النقدية بالسودان أن هناك حاجة ماسة لاستنباط واستحداث أوراق مالية إسلامية جديدة، تتوفر فيها شروط العقود الشرعية، وتتسم بالمرونة، والتنوع، وبأجال مختلفة، بحيث تلبي رغبات كافة المستثمرين بما يتناسب مع مواردهم المالية ومواقفهم السيولية وتصلح في ذات الوقت أن تكون آليات تعيين البنك المركزي في إدارة السياسة النقدية.³

¹ - التقرير السنوي لشركة السودان للخدمات المالية المحدودة لعام 2015م، ص 15.

² - بدر الدين قرشي مصطفى، التجربة السودانية في إصدار وإدارة الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 5-6.

³ - نفس المرجع، ص 6.

1- صكوك الاستثمار الحكومية (صرح):

صكوك صرح، يتم إصدارها على صيغة المضاربة، وهي عبارة عن صكوك مالية، تصدرها وزارة المالية والاقتصاد الوطني، وتتم إدارتها وتسويقها في السوق الأولي عبر شركة السودان للخدمات المالية، وتستخدم إيرادات هذه الصكوك في تمويل مشروعات البنى التحتية وقطاعات الصحة والتعليم والمياه في ولايات السودان المختلفة.¹

وقد أصدرت الدولة بالتعاون مع البنك المركزي هذه الصكوك لتمويل بعض مشروعات التنمية متوسطة وطويلة الأجل نسبياً، إذن تمثل صندوق استثماري متوسط الأجل، الغرض منه جذب موارد مالية من المستثمرين عن طريق المضاربة المقيدة، وتُوظف أموال الصندوق في تمويل المشاريع التنموية لوزارة المالية، ويمثل تمويل حقيقي للدولة، مما يقلل من آثار التضخم.²

وتتميز صكوك صرح بما يلي:³

- ثبات معدل الأرباح طيلة عمر الإصدار (من 2 إلى 6 سنوات) مقارنة مع الأرباح المتغيرة سنوياً في شهامة والصناديق الاستثمارية.
- التوزيع الربع والنصف سنوي لأرباح الصكوك يجعلها إيرادات ثابتة للمستثمرين خلال العام.
- أدت إلى تنشيط سوق الأوراق المالية وترسيخ ثقافة الأوراق المالية.

كما تهدف صكوك الاستثمار الحكومية (صرح) إلى تحقيق الآتي:⁴

- ✓ تجميع المدخرات القومية وتشجيع الاستثمار.
- ✓ إدارة السيولة على مستوى الاقتصاد الكلي عبر ما يُعرف بعمليات السوق المفتوحة.
- ✓ تطوير أسواق رأس المال المحلية والإقليمية.
- ✓ توظيف المدخرات في التمويل الحكومي لمقابلة الصرف على المشاريع التنموية ومشاريع البنية التحتية.
- ✓ تقليل الآثار التضخمية وذلك بتوفير تمويل مستقر وحقيقي للدولة في شكل سلع وخدمات.

1 - التقرير السنوي لشركة السودان للخدمات المالية المحدودة لعام 2014م، ص ص 12-13.

2 - حسام الدين عبد الوهاب محمد، مرجع سابق، ص 39.

3 - التقرير السنوي لشركة السودان للخدمات المالية المحدودة لعام 2014م، ص 13.

4 - نفسه.

آلية عمل صرح:

تبنى العلاقة في صكوك صرح على ثلاثة أطراف¹:

- حملة الصكوك (أصحاب المال).
- شركة السودان للخدمات المالية (المضارب).
- وزارة المالية والاقتصاد الوطني (الجهة الطالبة للتمويل).

تقوم العلاقة بين حملة الصكوك والشركة على أساس عقد المضاربة الشرعي، وبين الوزارة والشركة على أساس عقود صيغ التمويل الإسلامية.

وللإشارة فإنه بدأ العمل بإصدار صكوك الاستثمار الحكومية (صرح) في العام 2003م، ولا يزال العمل جارياً بها، وقد صدر منها إلى غاية 2015م عدد 17 إصداراً².

2- شهادات إجازة بنك السودان المركزي (شهاب):

شهادات شهاب، يتم إصدارها على صيغة الإجازة، ويتم تداولها بين بنك السودان المركزي والبنوك.

وتتميز شهادات شهاب بما يلي³:

- يلتزم بنك السودان المركزي بإجازة الأصول والاستمرار في إجازتها لمدة 10 سنوات من تاريخ الإصدار، تُجدد برضا الطرفين.
- الصندوق الذي تصدر بموجبه الصكوك ليس له نهاية (مفتوح).
- الاكتتاب في هذه الصكوك حصراً على البنوك فقط.

1 - نفسه.

2 - التقرير السنوي لشركة السودان للخدمات المالية المحدودة لعام 2015م، ص 16.

3 - شركة السودان للخدمات المالية المحدودة (الصيغ الإسلامية)، على الموقع:

<http://www.shahama-sd.com/ar/content/lsyg-lslmy> (تاريخ الاطلاع: 2015/12/3م).

كما تهدف شهادات شهاب إلى إصدار أدوات مالية، بغرض تمكين بنك السودان المركزي من إدارة السيولة داخل الجهاز المصرفي والاقتصاد الوطني، وتوفير فرص استثمارية تحقق ربحاً لحملة هذه الصكوك، ويتحقق ذلك بتصكيك أصول البنك المركزي وعرضها للمستثمرين.¹

آلية عمل شهادات شهاب:

تبنى العلاقة في شهادات شهاب على ثلاثة أطراف:²

- المستثمرون.
- شركة السودان للخدمات المالية (الوكيل المؤجر).
- البنك المركزي، وهو البائع للأصل والمستأجر له.

تكيف العلاقة بين المستثمرين والشركة على أساس عقد الوكالة، وبين الشركة (الوكيل) والبنك المركزي على أساس شراء الأصل وتأجييره له (إجارة العين لمن باعها المجازة من الهيئة العليا للرقابة الشرعية للجهاز المصرفي والمؤسسات المالية).

خطوات التعامل بشهادات شهاب:

يتم التعامل بشهادات شهاب باتباع الخطوات التالية:³

- تدعو الشركة المستثمرين للاكتتاب في الصندوق، بغرض شراء أصول البنك المركزي وفق الجدول المُعدّ، وذلك بقيم محددة، وتصدر الشركة لكل مستثمر صكوكاً بقيمة استثماره.
- تُكوّن الأموال المكتتب بها الصندوق، ويُوضع تحت إدارة الشركة بصفتها الوكيل.
- تقوم الشركة باستثمار أموال الصندوق بصفتها وكيلًا عن المستثمرين لشراء أصول البنك المركزي وتأجيرها له.
- تمثل شهادة شهاب بعد استثمارها موجودات قائمة وحقيقية، هي الأصول المملوكة للصندوق.
- يمكن تداول شهادات شهاب في سوق الخرطوم أو بيعها في سوق ما بين البنوك.

¹ - التقرير السنوي لشركة السودان للخدمات المالية المحدودة لعام 2014م، ص 13.

² - نفس المرجع، ص ص 13-14.

³ - بدر الدين قرشي مصطفى، التجربة السودانية في إصدار وإدارة الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 6.

- تتمثل مستحقات حامل شهادة شهاب في الأجرة الشهرية وقيمة الشهادة في السوق.

- يُوزَّع العائد من الإجارة على النحو التالي: 95% لحملة الشهادات، و5% للشركة (الوكيل).

وللإشارة فإنه بدأ العمل في إصدار شهادات إجارة البنك المركزي (شهاب) في العام 2005م، وانتهى العمل بها في العام 2014م.¹

3- شهادات الاستثمار الجماعي بالعملات الأجنبية (شموخ):

وهي شهادات تمنح المستثمرين الفرصة في الاستثمار في صندوق تمويل استيراد سلع إستراتيجية وفقاً لصيغ التمويل الإسلامي.

وتهدف شهادات شموخ إلى تمكين بنك السودان المركزي من إدارة موارد البلاد من النقد الأجنبي وتحقيق عائد مجز للمستثمرين بالعملة الأجنبية.

آلية عمل شهادات شموخ:

تبنى العلاقة في شهادات شموخ على الأطراف التالية:²

- المستثمرون (حملة شهادات شموخ).
- شركة السودان للخدمات المالية (المضارب).
- الوحدات بالجهاز المصرفي، وهي الجهة المستفيدة من التمويل.

تقوم العلاقة بين حملة شهادات شموخ والشركة على أساس عقد المضاربة الشرعي، والعلاقة بين الشركة والوحدات بالجهاز المصرفي على أساس المضاربة المقيدة بغرض تمويل استيراد سلع وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية.

وللإشارة فإنه تم إصدار شهادات شموخ في أكتوبر 2009م، وانتهى العمل بها في أكتوبر 2010م.³

¹ - التقرير السنوي لشركة السودان للخدمات المالية المحدودة لعام 2015م، ص 16.

² - التقرير السنوي لشركة السودان للخدمات المالية المحدودة لعام 2014م، ص 14.

³ - نفسه.

4- شهادات إجازة أصول مصفاة الخرطوم للبتروول (شامة):

شهادات شامة، يتم إصدارها على صيغة الإجازة، بغرض حشد الموارد من المستثمرين عن طريق عقد الوكالة الشرعية لتوظيفها لشراء أصول المصفاة وتأجيرها لوزارة المالية إجازة تشغيلية لتحقيق عوائد مجزية للمستثمرين فيها،¹ كما تُعتبر من ضمن الشهادات الاستثمارية متوسطة الأجل.

وتهدف شهادات شامة (إلى جانب توفير فرص استثمارية تحقق ربحاً لحملة هذه الشهادات) إلى توسيع وزيادة عرض الأوراق المالية المسجلة بسوق الخرطوم من خلال إضافة ورقة مالية جديدة توفر موارد مناسبة للدولة بجانب تطوير صناعة الصناديق الاستثمارية في البلاد.²

آلية عمل شهادات شامة:

تقوم العلاقات التعاقدية بين الأطراف الآتية:³

- المستثمرون.
- شركة السودان للخدمات المالية.
- وزارة المالية والاقتصاد الوطني، وهي البائع للأصل والمستأجر له إجازة تشغيلية.

تكيف العلاقة بين المستثمرين والشركة على أساس عقد الوكالة بأجر، وبين الشركة (الوكيل) والوزارة على أساس شراء الأصل منها وتأجيرها لها.

وللإشارة فإنه بدأ العمل بشهادات شامة في العام 2010م، ولا يزال العمل جارياً بها.⁴

5- شهادات إجازة أصول الشركة السودانية لنقل الكهرباء (نور):

شهادات نور، عبارة عن صندوق استثماري متوسط الأجل (عمر الصندوق 3 سنوات)، أنشئ بغرض حشد الموارد من المستثمرين عن طريق عقد المضاربة المقيدة لتوظيفها لشراء أصول الشركة السودانية لنقل الكهرباء وتأجيرها لوزارة المالية إجازة تشغيلية لتحقيق عوائد مجزية للمستثمرين فيه.

1 - نفسه.

2 - أزهري الطيب الفكي أحمد، تقييم أداء الصكوك الحكومية في السودان وأثره على الاقتصاد الوطني للفترة (1998م-2012م). مركز البحوث والنشر والاستشارات، أكاديمية السودان للعلوم المصرفية والمالية، أكتوبر 2013م، ص 10.

3 - التقرير السنوي لشركة السودان للخدمات المالية المحدودة لعام 2014م، ص ص 14-15.

4 - التقرير السنوي لشركة السودان للخدمات المالية المحدودة لعام 2015م، ص 17.

وتهدف شهادات نور إلى إصدار أدوات مالية، بغرض توفير فرص استثمارية تحقق ربحاً لحملة هذه الشهادات بتصكيك أصول الشركة السودانية لنقل الكهرباء وعرضها للمستثمرين، بالإضافة إلى توفير موارد نقد أجنبي مناسبة للدولة (حيث يتم الاكتتاب في هذه الشهادات بعملة الدولار) إلى جانب تطوير صناعة الصناديق الاستثمارية في البلاد.

آلية عمل شهادات نور:

تقوم العلاقات التعاقدية بين الأطراف الآتية:¹

- المستثمرون (أصحاب المال).
- شركة السودان للخدمات المالية (المضارب).
- وزارة المالية والاقتصاد الوطني، وهي البائع للأصل والمستأجر له إجازة تشغيلية.

تكيف العلاقة بين المستثمرين والشركة على أساس عقد المضاربة المقيدة، وبين الشركة (المضارب) والوزارة على أساس شراء الأصل منها وتأجيرها لها.

وللإشارة فإنه بدأ العمل بشهادات نور في العام 2012م، وانتهى العمل بها في العام 2013م.²

6- شهادات إجازة أصول الشركة السودانية لتوزيع الكهرباء (شاشة):

شهادات شاشة، عبارة عن صندوق استثماري متوسط الأجل (عمر الصندوق 4 سنوات)، أنشئ بغرض حشد الموارد من المستثمرين عن طريق عقد المضاربة لتوظيفها لشراء أصول الشركة السودانية لتوزيع الكهرباء وتأجيرها لوزارة المالية إجازة تشغيلية لتحقيق عوائد مجزية للمستثمرين فيه.

ويهدف الصندوق إلى إصدار أدوات مالية، بغرض توفير فرص استثمارية تحقق عائداً لحملة هذه الشهادات بتصكيك أصول الشركة السودانية لتوزيع الكهرباء وعرضها للمستثمرين، بالإضافة إلى توفير موارد للدولة بجانب تطوير صناعة الصناديق الاستثمارية في البلاد.

¹ - التقرير السنوي لشركة السودان للخدمات المالية المحدودة لعام 2014م، ص 15.

² - نفسه.

آلية عمل شهادات شاشة:

تقوم العلاقات التعاقدية بين الأطراف الآتية:¹

- المستثمرون.
- شركة السودان للخدمات المالية.
- وزارة المالية والاقتصاد الوطني، وهي البائع للأصل والمستأجر له إجازة تشغيلية.

تكيف العلاقة بين المستثمرين والشركة على أساس عقد المضاربة، وبين الشركة (المضارب) والوزارة على أساس شراء الأصل منها وتأجيرها لها.

وللإشارة فإنه بدأ العمل بشهادات شاشة في العام 2013م، ولا يزال العمل جارياً بها.²

المبحث الثالث: تطور الأوراق المالية الإسلامية وتقييم استثمارات قطاع البنوك فيها

المطلب الأول: تطور شهادات الاستثمار الحكومية في سوق الخرطوم

الفرع الأول: تطور السوق الأولية

تتمثل شهادات الاستثمار الحكومية أساساً في شهادات شهامة،³ والجدول الآتي يبين تطور إصدار هذه الشهادات وكذلك مدى أهميتها ووزنها في سوق الخرطوم:

¹ - نفس المرجع، ص ص 15-16.

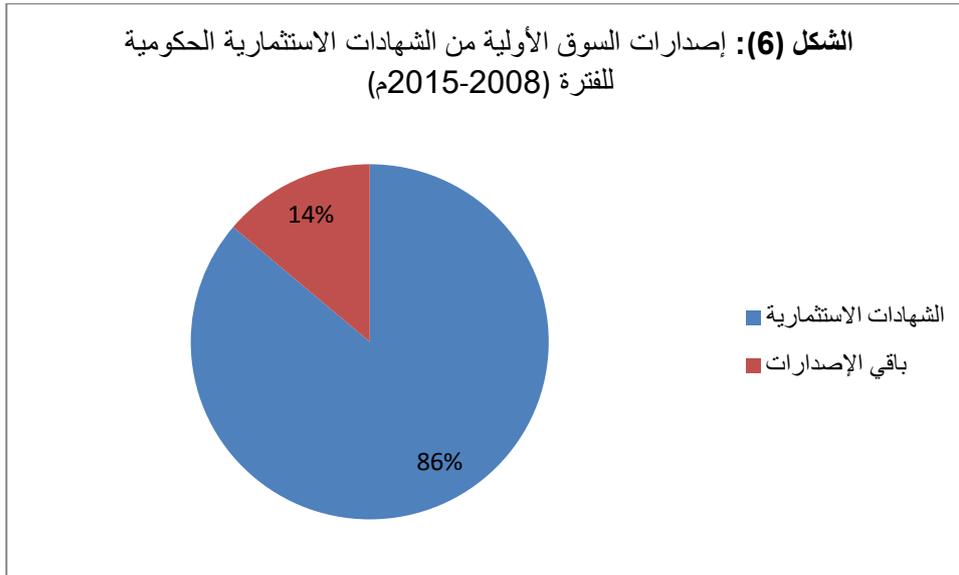
² - التقرير السنوي لشركة السودان للخدمات المالية المحدودة لعام 2015م، ص 18.

³ - أنظر: التقرير السنوي لسوق الخرطوم للأوراق المالية لعام 2011م، ص ص 42-43. لعام 2013م، ص ص 55-56. لعام 2015م، ص ص 65-66.

الجدول (26): تطور إصدار الشهادات الاستثمارية الحكومية في السوق الأولية للفترة (2008-2015م)

الفترة	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
قيمة إصدارات الشهادات الاستثمارية الحكومية (مليون جنيه سوداني)	5511	7432	9452	11140	13026	14131	15773	18446
قيمة الإصدارات الإجمالية (مليون جنيه سوداني)	5887	7499	11579	13232	15285	15171	23948	21281
النسبة (%)	93.61	99.11	81.63	84.19	85.22	93.14	65.86	86.68

المصدر: إعداد الطالب بناء على التقرير السنوي لسوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة 2013 و2015م وتقرير شركة السودان للخدمات المالية للفترة 2015م.



المصدر: إعداد الطالب بناء على معطيات الجدول (26).

من خلال بيانات الجدول والشكل، يتبين أن الشهادات الاستثمارية الحكومية الممثلة أساساً في شهادات شهامة تسيطر على إصدارات السوق الأولية، حيث سجلت متوسط نسبي سنوي 86.18%.

الفرع الثاني: تطور السوق الثانوية

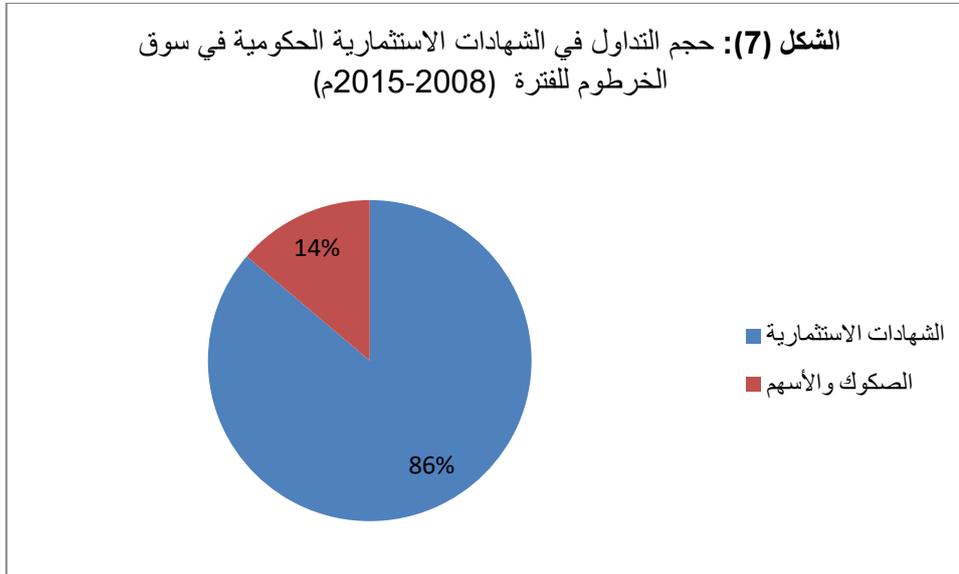
سوف نتطرق إلى تطور السوق الثانوية للشهادات الاستثمارية الحكومية والتي تمثلها أساساً شهادات شهامة من خلال المؤشرين: حجم التداول فيها، وعدد العقود المنفذة منها.

الجدول (27): حجم التداول في الشهادات الاستثمارية الحكومية للفترة (2008-2015م)

الفترة	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
حجم التداول في الشهادات الحكومية (مليون جنيه سوداني)	1283.2	1836.2	2157.9	2059.1	2713.7	3679.7	5281.6	5994.4
حجم التداول الكلي (مليون جنيه سوداني)	1879.2	2246.5	2422.3	2562.6	3073.6	3885.4	5761.7	6250.4
النسبة (%)	68.28	81.74	89.08	80.35	88.29	94.7	91.67	95.9

المصدر: إعداد الطالب بناء على التقرير السنوي لسوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة 2013 و2015م.

الشكل (7): حجم التداول في الشهادات الاستثمارية الحكومية في سوق الخرطوم للفترة (2008-2015م)



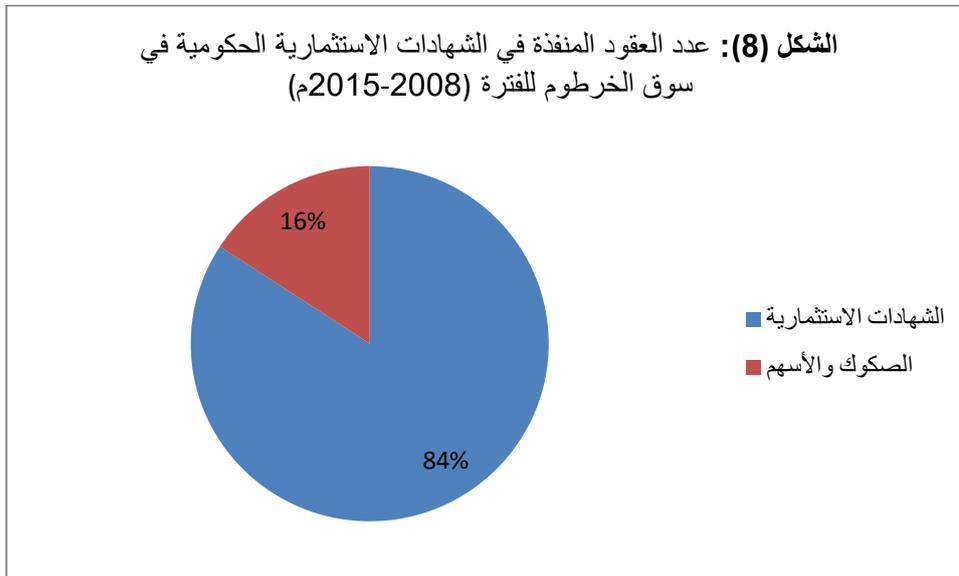
المصدر: إعداد الطالب بناء على معطيات الجدول (27).

حسب بيانات الجدول والشكل، يتبين أن حجم التداول في الشهادات الاستثمارية والممثلة أساسا في شهادات شهامة سجلت متوسط نسبي سنوي 86.25%، وبذلك تسجل أعلى نسبة في السوق من حيث حجم التداول.

الجدول (28): عدد العقود المنفذة في الشهادات الاستثمارية الحكومية في سوق الخرطوم للفترة (2008-2015م)

الفترة	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
عدد العقود المنفذة في الشهادات الحكومية	5259	5865	6798	6505	11404	15185	21781	29303
إجمالي عدد العقود المنفذة	8569	8069	8266	7870	12719	16435	22670	30307
النسبة (%)	61.37	72.68	82.24	82.65	89.66	92.39	96.08	96.69

المصدر: إعداد الطالب بناء على التقرير السنوي لسوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة 2013 و2015م.



المصدر: إعداد الطالب بناء على معطيات الجدول (28).

حسب بيانات الجدول والشكل، يتبين أن عدد العقود المنفذة في الشهادات الاستثمارية والممثلة أساسا في شهادات شهامة سجلت متوسط نسبي سنوي 84.22%، وبذلك تسجل أعلى نسبة في السوق من حيث عدد العقود المنفذة.

ونتيجة لذلك، يمكن القول أن قطاع الشهادات الاستثمارية الحكومية الممثلة أساساً في شهادات شهامة سيطرت على السوق الأولية (سوق الإصدار)، حيث كانت أكثر الأوراق المالية اكتتاباً وإصداراً، كما سيطرت أيضاً على السوق الثانوية (سوق التداول) من حيث حجم التداول وعدد العقود المنفذة.*

المطلب الثاني: تقييم استثمارات قطاع البنوك في الأوراق المالية الإسلامية

من خلال ما سبق، يتضح أن قطاع الشهادات الاستثمارية الحكومية الممثلة أساساً في شهادات شهامة كانت أكثر الشهادات اكتتاباً وإصداراً، وسجلت أيضاً النسبة الأهم والأبرز في حجم التداول وفي عدد العقود المنفذة.

كما أن صكوك الاستثمار الحكومية (صرح) والتي تنشط ضمن قطاع الصناديق الاستثمارية، تعتبر من ضمن الأوراق المالية البارزة في سوق الخرطوم.¹

لذلك سوف يتم التركيز في تقييم استثمارات قطاع البنوك على شهادات المشاركة الحكومية (شهامة) وأيضاً على صكوك الاستثمار الحكومية (صرح) والتي تنشط ضمن قطاع الصناديق الاستثمارية.

الفرع الأول: شهادات المشاركة الحكومية (شهامة)

الجدول الآتي يبين مبيعات شهادات المشاركة الحكومية (شهامة) خلال الفترة (2011-2015م):

* - عن الشهادات التي يصدرها قطاع الشهادات الاستثمارية الحكومية والمعنية بنشاط سوق الخرطوم لعام 2015م، أنظر: الملحق(3).

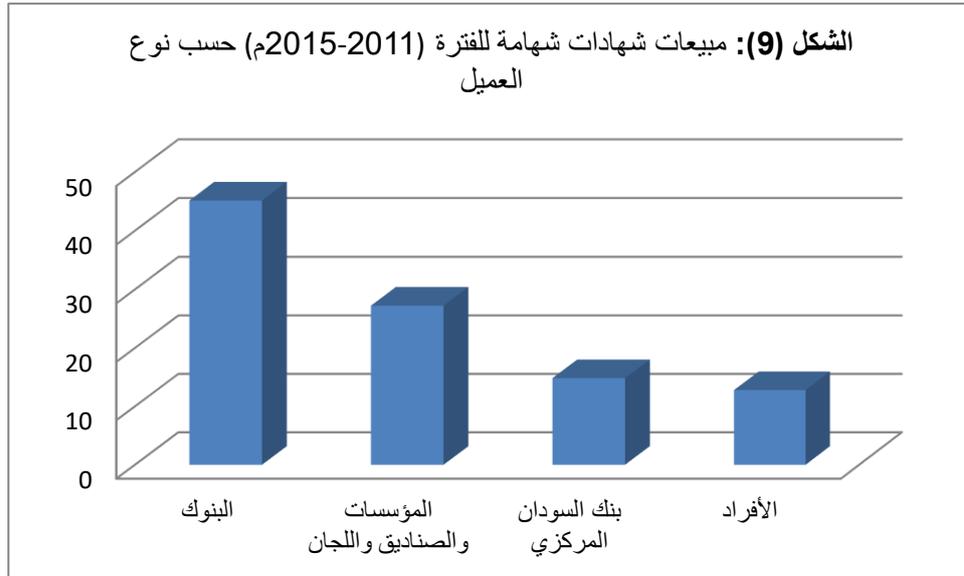
1 - أنظر: التقرير السنوي لسوق الخرطوم للأوراق المالية لعام 2011م، ص 39. لعام 2013م، ص 52. لعام 2015م، ص 64.

الجدول (29): مبيعات شهادات شهامة للفترة (2011-2015م) حسب نوع العميل

الوحدة: مليون جنيه سوداني

المتوسط السنوي لنسب المساهمة (%)	2015			2014			2013			2012			2011			البيان
	النسبة (%)	القيمة	عدد الشهادات المباعة	النسبة (%)	القيمة	عدد الشهادات المباعة	النسبة (%)	القيمة	عدد الشهادات المباعة	النسبة (%)	القيمة	عدد الشهادات المباعة	النسبة (%)	القيمة	عدد الشهادات المباعة	
100	12.79	45.14	14.83	27.23	14.83	45.14	12.79	45.14	14.83	27.23	14.83	45.14	12.79	45.14	14.83	الأفراد
100	10.75	49.79	9.96	29.49	9.96	49.79	10.75	49.79	9.96	29.49	9.96	49.79	10.75	49.79	9.96	البنوك
18445.99	1983.76	9184.88	1837.81	5439.54	1837.81	9184.88	1983.76	9184.88	1837.81	5439.54	1837.81	9184.88	1983.76	9184.88	1837.81	بنك السودان المركزي
36891981	3967517	18369755	3675621	10879088	3675621	18369755	3967517	18369755	3675621	10879088	3675621	18369755	3967517	18369755	3675621	المؤسسات والصناديق واللجان
100	13.2	41.48	17.8	27.52	17.8	41.48	13.2	41.48	17.8	27.52	17.8	41.48	13.2	41.48	17.8	الإجمالي
15772.9	2081.9	6542.77	2808.15	4340.08	2808.15	6542.77	2081.9	6542.77	2808.15	4340.08	2808.15	6542.77	2081.9	6542.77	2808.15	
31545804	4163792	13085544	5616300	8780168	5616300	13085544	4163792	13085544	5616300	8780168	5616300	13085544	4163792	13085544	5616300	
100	12.79	43.09	21.66	22.45	21.66	43.09	12.79	43.09	21.66	22.45	21.66	43.09	12.79	43.09	21.66	
14131.34	1807.27	6089.95	3061.63	3172.04	3061.63	6089.95	1807.27	6089.95	3061.63	3172.04	3061.63	6089.95	1807.27	6089.95	3061.63	
28262676	3615445	12179898	6123252	6344081	6123252	12179898	3615445	12179898	6123252	6344081	6123252	12179898	3615445	12179898	6123252	
100	12.47	45.37	14.19	27.97	14.19	45.37	12.47	45.37	14.19	27.97	14.19	45.37	12.47	45.37	14.19	
13025.84	1624.27	5909.51	1848.5	3643.56	1848.5	5909.51	1624.27	5909.51	1848.5	3643.56	1848.5	5909.51	1624.27	5909.51	1848.5	
26051660	3248534	11819014	3696990	7287122	3696990	11819014	3248534	11819014	3696990	7287122	3696990	11819014	3248534	11819014	3696990	
100	14.72	45.99	10.56	28.73	10.56	45.99	14.72	45.99	10.56	28.73	10.56	45.99	14.72	45.99	10.56	
11139.7	1639.5	5123.3	1176.1	3200.8	1176.1	5123.3	1639.5	5123.3	1176.1	3200.8	1176.1	5123.3	1639.5	5123.3	1176.1	
22279547	3279001	10246673	2352219	6401654	2352219	10246673	3279001	10246673	2352219	6401654	2352219	10246673	3279001	10246673	2352219	

المصدر: إعداد الطالب بناء على التقارير السنوية لشركة السودان للخدمات المالية للفترة (2011-2015م).



المصدر: إعداء الطالب بناء على معطيات الجدول (29).

من خلال بيانات الجدول والشكل، يتبين أن البنوك تمتلك النصيب الأكبر من شهادات شهامة بمتوسط نسبي سنوي 45.14%، تليها المؤسسات والصناديق واللجان بمتوسط 27.23%، ثم بنك السودان المركزي بمتوسط 14.83%، وأخيراً الأفراد بمتوسط 12.79%.

الفرع الثاني: صكوك الاستثمار الحكومية (صرح)

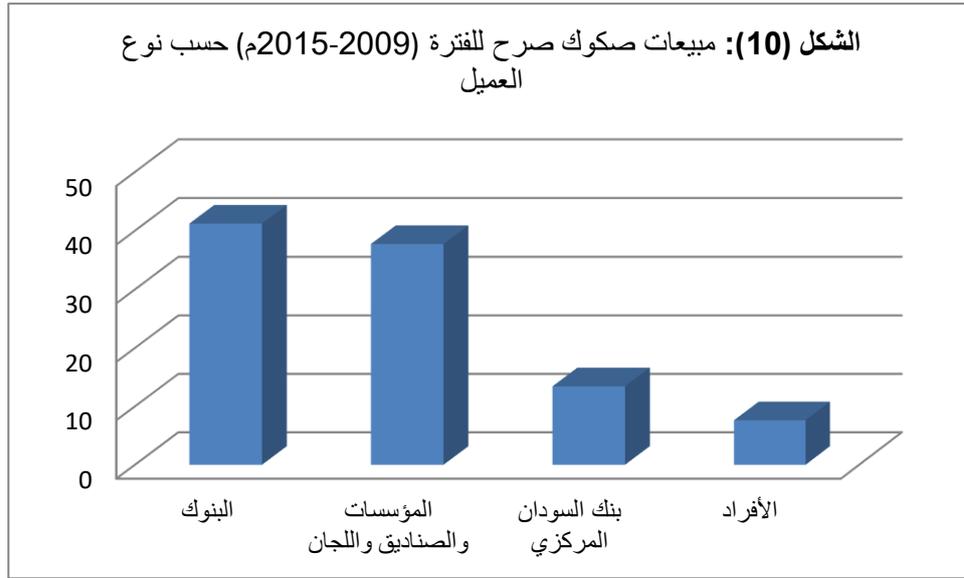
تنشط صكوك الاستثمار الحكومية صرح في سوق الخرطوم ضمن قطاع الصناديق الاستثمارية، والجدول الآتي يبين مبيعات هذه الصكوك لمختلف الفئات الاستثمارية:

الجدول (30): مبيعات صكوك صرح للفترة (2009-2015م) حسب نوع العميل

الوحدة: مليون جنيه سوداني

	2015			2014			2013			2012			2011			2010			2009			البيان			
	المتوسط السنوي (%)	النسبة (%)	القيمة	النسبة (%)	القيمة	عدد الشهادات المباعة	النسبة (%)	القيمة	عدد الشهادات المباعة	النسبة (%)	القيمة	عدد الشهادات المباعة	النسبة (%)	القيمة	عدد الشهادات المباعة	النسبة (%)	القيمة	النسبة (%)	القيمة	عدد الشهادات المباعة	النسبة (%)		القيمة		
100	7.63	41.21	13.43	41.21	7.63	815949	49.73	6.12	506817	7.71	34.67	30.49	34.67	7.71	648923	36.07	6.32	38.81	8.38	1229321	8.38	8.38	184.57	الأفراد	
100	9.02	46.09	20.34	46.09	9.02	815949	411.73	50.68	506817	64.9	291.7	256.5	291.7	64.9	648923	701.3	122.9	1064.32	229.93	1229321	229.93	229.93	184.57	البنوك	
904.21	81.59	416.73	183.91	416.73	81.59	815949	183.91	183.91	506817	256.5	256.5	256.5	256.5	256.5	648923	146.9	122.9	1064.32	229.93	1229321	229.93	229.93	184.57	بنك السودان المركزي	
9042101	815949	4167298	1839072	4167298	815949	815949	1839072	1839072	506817	256.5	256.5	256.5	256.5	256.5	648923	7013179	1229321	106432	22993	1229321	22993	22993	18457	المؤسسات والصناديق واللجان	
100	6.12	49.73	22.21	49.73	6.12	815949	22.21	22.21	506817	7.71	34.67	30.49	34.67	7.71	648923	36.07	6.32	38.81	8.38	1229321	8.38	8.38	184.57	بنك السودان المركزي	
827.99	50.68	411.73	183.91	411.73	50.68	815949	183.91	183.91	506817	64.9	291.7	256.5	291.7	64.9	648923	701.3	122.9	1064.32	229.93	1229321	229.93	229.93	184.57	البنوك	
8279969	506817	4117298	1839072	4117298	506817	815949	1839072	1839072	506817	256.5	256.5	256.5	256.5	256.5	648923	7013179	1229321	106432	22993	1229321	22993	22993	18457	المؤسسات والصناديق واللجان	
100	7.71	34.67	30.49	34.67	7.71	648923	30.49	30.49	506817	64.9	291.7	256.5	291.7	64.9	648923	701.3	122.9	1064.32	229.93	1229321	229.93	229.93	184.57	بنك السودان المركزي	
841.3	64.9	291.7	256.5	291.7	64.9	648923	256.5	256.5	506817	256.5	256.5	256.5	256.5	256.5	648923	146.9	122.9	1064.32	229.93	1229321	229.93	229.93	184.57	المؤسسات والصناديق واللجان	
8413256	648923	2916737	2565290	2916737	648923	648923	2565290	2565290	506817	256.5	256.5	256.5	256.5	256.5	648923	7013179	1229321	106432	22993	1229321	22993	22993	18457	المؤسسات والصناديق واللجان	
—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	المؤسسات والصناديق واللجان
—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	المؤسسات والصناديق واللجان
—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	المؤسسات والصناديق واللجان
100	6.32	36.07	7.55	36.07	6.32	648923	36.07	6.32	506817	7.71	34.67	30.49	34.67	7.71	648923	36.07	6.32	38.81	8.38	1229321	8.38	8.38	184.57	بنك السودان المركزي	
1944.2	122.9	701.3	146.9	701.3	122.9	648923	701.3	122.9	506817	64.9	291.7	256.5	291.7	64.9	648923	701.3	122.9	1064.32	229.93	1229321	229.93	229.93	184.57	البنوك	
19442477	1229321	7013179	1468560	7013179	1229321	648923	7013179	1468560	506817	256.5	256.5	256.5	256.5	256.5	648923	7013179	1229321	106432	22993	1229321	22993	22993	18457	المؤسسات والصناديق واللجان	
100	8.38	38.81	—	38.81	8.38	648923	38.81	8.38	506817	7.71	34.67	30.49	34.67	7.71	648923	36.07	6.32	38.81	8.38	1229321	8.38	8.38	184.57	بنك السودان المركزي	
2742.58	229.93	1064.32	—	1064.32	229.93	648923	1064.32	229.93	506817	64.9	291.7	256.5	291.7	64.9	648923	701.3	122.9	1064.32	229.93	1229321	229.93	229.93	184.57	البنوك	
100	8.23	41.87	—	41.87	8.23	648923	41.87	8.23	506817	7.71	34.67	30.49	34.67	7.71	648923	36.07	6.32	38.81	8.38	1229321	8.38	8.38	184.57	بنك السودان المركزي	
2242.58	184.57	938.94	—	938.94	184.57	648923	938.94	184.57	506817	256.5	256.5	256.5	256.5	256.5	648923	7013179	1229321	106432	22993	1229321	22993	22993	18457	المؤسسات والصناديق واللجان	
الإجمالي																									

المصدر: إعداد الطالب بناء على التقارير السنوية لشركة السودان للخدمات المالية للفترة (2009-2015م).



المصدر: إعداد الطالب بناء على معطيات الجدول (30).

بيانات الجدول والشكل، تبين أن البنوك استحوذت على النصيب الأكبر من صكوك الاستثمار الحكومية (صرح) بمتوسط نسبي سنوي 41.21%، تليها المؤسسات والصناديق واللجان بمتوسط 37.73%، ثم بنك السودان المركزي بمتوسط 13.43%، وأخيراً الأفراد بمتوسط 7.63%.

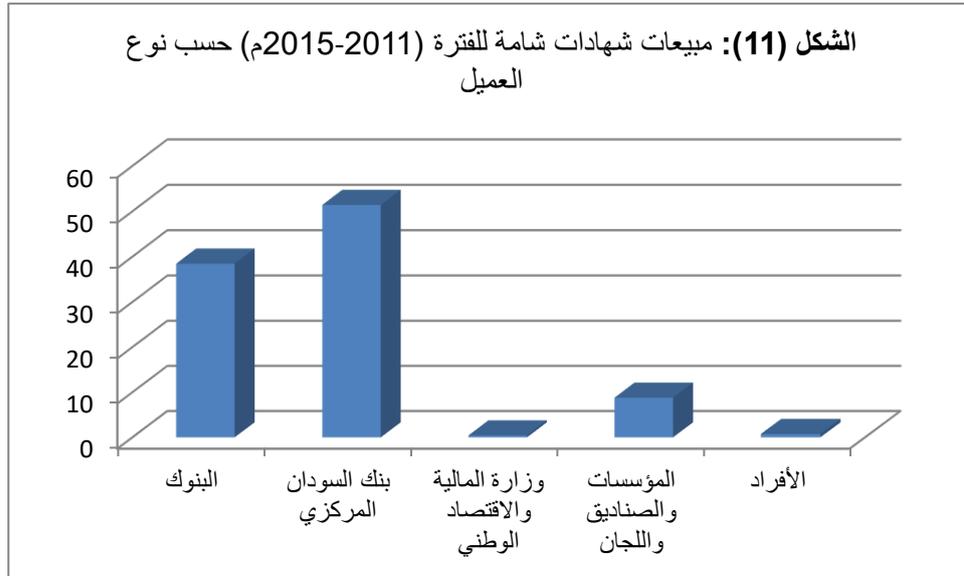
الفرع الثالث: شهادات إجازة أصول مصفاة الخرطوم للبتترول (شامة)

الجدول الآتي يبين مبيعات شهادات إجازة أصول مصفاة الخرطوم للبتترول (شامة) خلال الفترة (2011-2015م):

الجدول (31): مبيعات شهادات شامة للفترة (2011-2015م) حسب نوع العميل

المتوسط (%)	النسبة (%)					القيمة (مليون جنيه)					عدد الشهادات المباعة					البيان
	2015	2014	2013	2012	2011	2015	2014	2013	2012	2011	2015	2014	2013	2012	2011	
0.76	0.9	0.54	0.55	0.9	0.9	16.97	10.29	10.4	17	17	33950	20582	20736	33950	33950	الأفراد
38.47	58.32	28.71	27	31.81	46.53	1103.46	543.12	510.9	601.8	880.3	2209911	1086246	1021847	1203520	1760633	البنوك
51.42	30.13	63.46	63.45	57.95	42.11	570	1200.6	1200.5	1096.4	796.8	1140000	2401233	2400924	2192851	1593578	بنك السودان المركزي
8.81	9.11	7.29	8.99	9.34	9.34	180.49	137.97	170.2	176.8	176.8	360979	275939	340493	353679	353679	المؤسسات والصناديق واللجان
0.44	1.11	0	0	0	1.11	21.08	0	0	0	21.1	42160	0	0	0	42160	وزارة المالية والاقتصاد الوطني
100	100	100	100	100	100	1892	1892	1892	1892	1892	3784000	3784000	3784000	3784000	3784000	الإجمالي

المصدر: إعداد الطالب بناء على التقارير السنوية لشركة السودان للخدمات المالية للفترة (2011-2015م).



المصدر: إعداد الطالب بناء على معطيات الجدول (31).

من خلال بيانات الجدول والشكل، يتبين أن بنك السودان المركزي استحوذ على النصيب الأكبر من صكوك شامة بمتوسط نسبي سنوي 51.42%، يليه البنوك بمتوسط 38.47%، ثم المؤسسات والبنوك بمتوسط 8.81%، ثم الأفراد بمتوسط 0.76%، وأخيراً وزارة المالية والاقتصاد الوطني بمتوسط 0.44%، حيث إن مساهمتها اقتصرت على عامي 2011 و2015م.

الفرع الرابع: شهادات إجازة أصول الشركة السودانية لنقل الكهرباء (نور)

بدأ العمل بشهادات إجازة أصول الشركة السودانية لنقل الكهرباء (نور) في منتصف العام 2012م، حيث يتم الاكتتاب في هذه الشهادات بعملة الدولار.

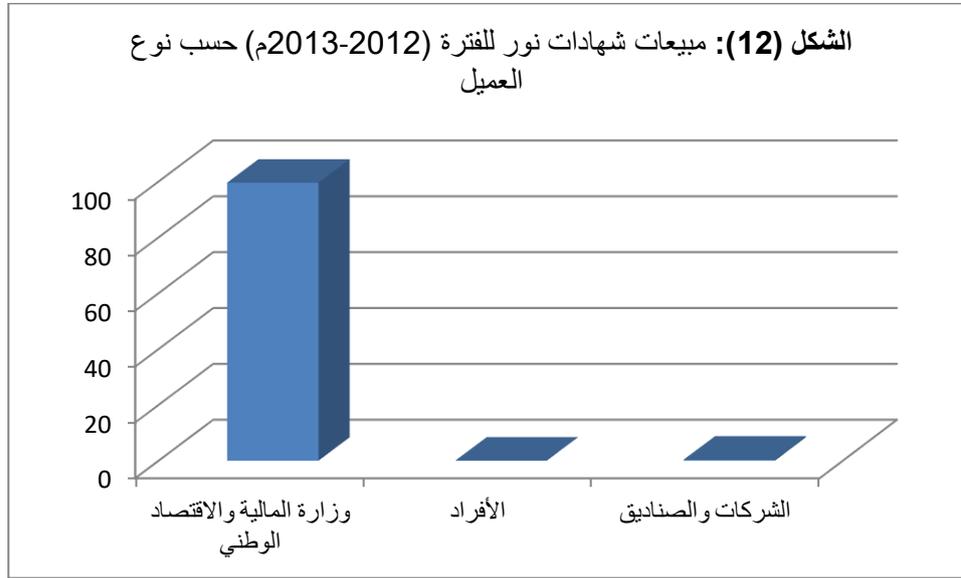
إلا أنه ولعدم جدوى استمرار الصندوق، تم الاتفاق بين الشركة ووزارة المالية والاقتصاد الوطني على تصفية الصندوق بشراء الشهادات من السوق الثانوي بالقيمة السوقية أو القيمة العادلة¹.

¹ - التقرير السنوي لشركة السودان للخدمات المالية المحدودة لعام 2013م، ص 40.

الجدول (32): مبيعات شهادات نور للفترة (2012-2013م) حسب نوع العميل

المتوسط السنوي (%)	النسبة (%)		القيمة (ألف دولار)		عدد الشهادات المباعة		البيان
	2013	2012	2013	2012	2013	2012	
0.395	0.57	0.22	4325	1655.2	43250	3519	الشركات والصناديق
0.055	0.06	0.05	444.5	351.9	4445	16552	الأفراد
99.55	99.37	99.73	753230.5	756345.6	7532305	7563456	وزارة المالية والاقتصاد الوطني
100	100	100	758000	758352.7	7580000	7583527	الإجمالي

المصدر: إعداد الطالب بناء على التقرير السنوي لشركة السودان للخدمات المالية للفترة 2012 و2013م.



المصدر: إعداد الطالب بناء على معطيات الجدول (32).

من بيانات الجدول والشكل، يتضح أن قطاع البنوك لم يسجل أي اكتتاب في شهادات نور، حيث استحوذت وزارة المالية والاقتصاد الوطني على القدر الأكبر من هذه الشهادات بمتوسط نسبي 99.55%، تليها الشركات والصناديق بنسبة 0.395%، وأخيراً الأفراد بنسبة 0.055%.

ولعدم جدوى استمرار الصندوق، تم الاتفاق بين الشركة ووزارة المالية والاقتصاد الوطني على تصفية الصندوق بشراء الشهادات من السوق الثانوي بالقيمة السوقية أو القيمة العادلة، وتمت تصفيته تدريجياً خلال العام 2014م.¹

¹ - التقرير السنوي لشركة السودان للخدمات المالية المحدودة لعام 2014م، ص 51.

الفرع الخامس: شهادات إجارة بنك السودان المركزي (شهاب)

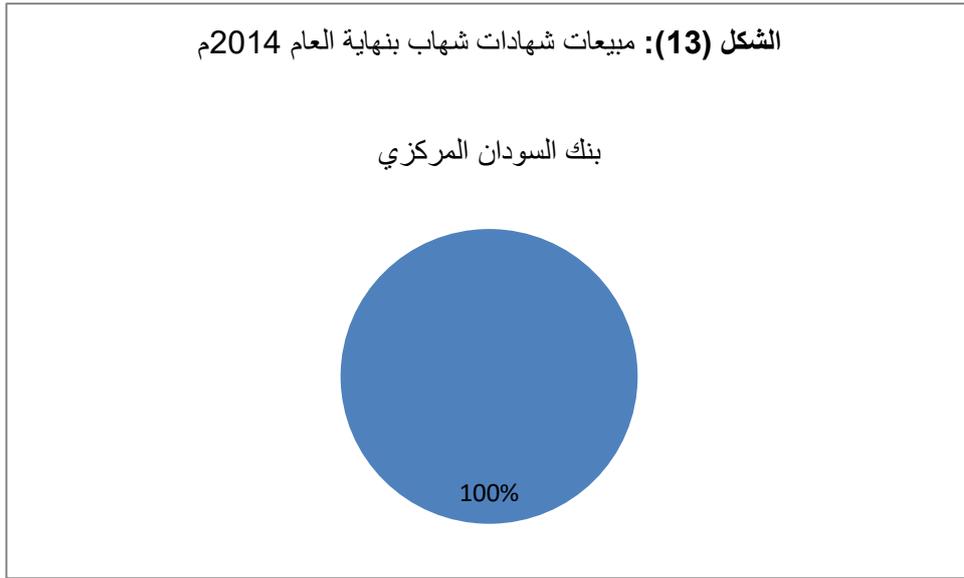
الجدول الآتي يبين مبيعات شهادات إجارة بنك السودان المركزي (شهاب) خلال الفترة (2012-2014م):

الجدول (33): مبيعات شهادات شهاب للفترة (2012-2014م)

الوحدة: مليون جنيه سوداني

2014		2013		2012		البيان
القيمة	عدد الشهادات	القيمة	عدد الشهادات	القيمة	عدد الشهادات	
185.8	185830	60.6	60609	42.6	42619	رصيد بنك السودان المركزي عند بداية العام
58	58041	125.2	125221	28	27990	الشهادات المشتراة بواسطة البنك المركزي
0	0	0	0	10	10000	الشهادات المباعة بواسطة البنك المركزي
243.9	343871	185.8	185830	60.6	60609	رصيد بنك السودان المركزي عند نهاية العام
0	0	58	58041	183.3	183262	صافي الشهادات لدى البنوك

المصدر: التقرير السنوي لشركة السودان للخدمات المالية للفترة 2013 و2014م وتقرير بنك السودان المركزي للفترة 2013م.



المصدر: إعداد الطالب بناء على معطيات الجدول (33).

من بيانات الجدول، يُلاحظ أن شهادات شهاب المشتراة بواسطة البنك المركزي تفوق الشهادات المباعة، مما يعكس موقفا استدعائيا لهذه الشهادات.

وفي عام 2012م، تم إيداع كل الشهادات التي تصدرها الشركة في مركز الإيداع والحفظ المركزي بالسوق، مما يُمكن السوق من التعامل شراء وبيعا لهذه الشهادات دون الرجوع للشهادة الأصلية¹.

وخلال عام 2013م، يُلاحظ أن شهادات شهاب المشتراة بواسطة البنك المركزي قد بلغت 125221 شهادة، بينما لم يتم بيع أي شهادة خلال ذات الفترة وذلك رغبة من بنك السودان المركزي في استدعاء الشهادات لنهاية عمر صندوق شهادات شهاب، مما يعكس موقفا استدعائيا بمبلغ 125.2 مليون جنيه.

وأخيرا في عام 2014م، وحسب الشكل، يُلاحظ أنه تم امتلاك شهادات شهاب بالكامل بواسطة بنك السودان المركزي بنهاية العام 2014م، وقد تمت تصفيته بصدد إصدار شهاب (2)².

¹ - التقرير السنوي لشركة السودان للخدمات المالية المحدودة لعام 2012م، ص 38.

² - التقرير السنوي لشركة السودان للخدمات المالية المحدودة لعام 2014م، ص 52.

خلاصة الفصل:

تعتبر سوق الخرطوم للأوراق المالية جزءاً من النظام المالي السوداني والذي تبنى المنهج المصرفي والمالي الإسلامي منذ ثمانينيات القرن الماضي.

وفي هذا السياق، حدد قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية لعام 1994م هيئة رقابة شرعية للسوق، تختص بالرقابة على أعمال السوق والتأكد من التزامها بأحكام الشريعة الإسلامية.

وقد شهدت مسيرة سوق الخرطوم للأوراق المالية مراحل وانتقالات متعددة كان من شأنها دفع عجلة التقدم في السوق، حيث كان آخرها البداية الفعلية للعمل بالتداول الإلكتروني.

وعلى الرغم من الأحداث السياسية والاجتماعية التي شهدتها السودان ولا سيما الحدث انفصال جنوب السودان عام 2011م والتي كان لها آثار اقتصادية واسعة، فإن سوق الخرطوم شهد بشكل عام تطوراً ونمواً في أغلب السنوات محل الدراسة.

وبالنسبة للأوراق المالية المتداولة في سوق الخرطوم، فإن شركة السودان للخدمات المالية المحدودة (المملوكة بنسبة 99% لبنك السودان المركزي و1% لوزارة المالية والاقتصاد الوطني) تتولى إصدار وإدارة الصكوك والشهادات الاستثمارية الحكومية.

وقد سيطرت الشهادات الاستثمارية الحكومية الممثلة أساساً في شهادات شهامة على السوق الأولية (سوق الإصدار)، حيث كانت أكثر الأوراق المالية اكتتاباً وإصداراً، كما سيطرت أيضاً على السوق الثانوية (سوق التداول) من حيث حجم التداول وعدد العقود المنفذة.

كما أن صكوك الاستثمار الحكومية صرح (والتي تنشط ضمن قطاع الصناديق الاستثمارية) تعتبر أيضاً من ضمن الأوراق المالية البارزة في سوق الخرطوم، خاصة وأنها تُعنى بتمويل بعض مشروعات التنمية متوسطة وطويلة الأجل نسبياً.

وخلُص تقييم استثمارات البنوك في الصكوك والشهادات الاستثمارية الحكومية إلى أن البنوك كانت الجهة الأكثر حيازة لشهادات شهامة بمتوسط نسبي سنوي (45.14%)، وأكثر حيازة لصرح بمتوسط نسبي سنوي (41.21%)، واحتلت المركز الثاني في حيازة شهادات شامة بعد البنك المركزي بواقع متوسط نسبي سنوي (38.47%)، إلا أنها لم تمتلك وتحز على شهادات نور التي سيطرت عليها بالكامل تقريباً وزارة المالية والاقتصاد الوطني (99.55%)، إلا أنه انتهى العمل بهذه الشهادات في 2013م، كما أنها قامت بتصفية (بيع) ما امتلكته من شهادات شهاب تدريجياً لصالح بنك السودان المركزي الذي امتلكها بالكامل بنهاية العام 2014م، وقد تمت تصفيتها بصدد إصدار شهاب (2).

الفصل الثاني: الآثار المكتسبة لقطاع البنوك من خلال الاستثمار في سوق الخرطوم للأوراق المالية

تمهيد:

لا شك أن سوق الخرطوم للأوراق المالية يعتبر مكسبا هاما للبنوك الإسلامية الناشطة في السودان، بل وللاقتصاد السوداني ككل، ذلك أن دورها ينطوي على تحقيق عدة مزايا تتعلق أساسا بالاستثمار والمساهمة في المشاريع التنموية على النحو الذي يُسهم في رفع وتيرة مستوى الأداء الاقتصادي السوداني.

وعلى الرغم من الأحداث السياسية والاجتماعية التي عرفها السودان، إلا أن سوق الخرطوم كان بمثابة القلب النابض للاقتصاد السوداني واستطاع أن يتجاوز بنجاح تلك الأحداث، بل وساهم في تجنب الاقتصاد السوداني من آثار أكثر سوءا جرّاء تلك الوقائع والأحداث التي شهدها بلد السودان.

ويُعدُّ من الصعب تتبع كل الآثار الإيجابية والمكاسب التي كان مصدرها سوق الخرطوم أو كان لهذا السوق إسهام فيها، لذلك سوف ينصب تركيزنا أساسا على أثر هذا السوق على نشاط ومسيرة البنوك الإسلامية، وبمعنى أكثر وضوح سوف نتعرّف على مختلف المكاسب التي تحققت للبنوك الإسلامية والتي تتماشى مع أهدافها المنطلق منها.

سوف يتم تناول هذا الفصل من خلال التطرق إلى المبحثين التاليين:

المبحث الأول: الآثار المباشرة لسوق الخرطوم للأوراق المالية

المبحث الثاني: الآثار غير المباشرة لسوق الخرطوم للأوراق المالية

المبحث الأول: الآثار المباشرة لسوق الخرطوم للأوراق المالية**المطلب الأول: أثر سوق الخرطوم في توسع النشاط المصرفي الإسلامي****الفرع الأول: تطور عدد البنوك المدرجة بسوق الخرطوم**

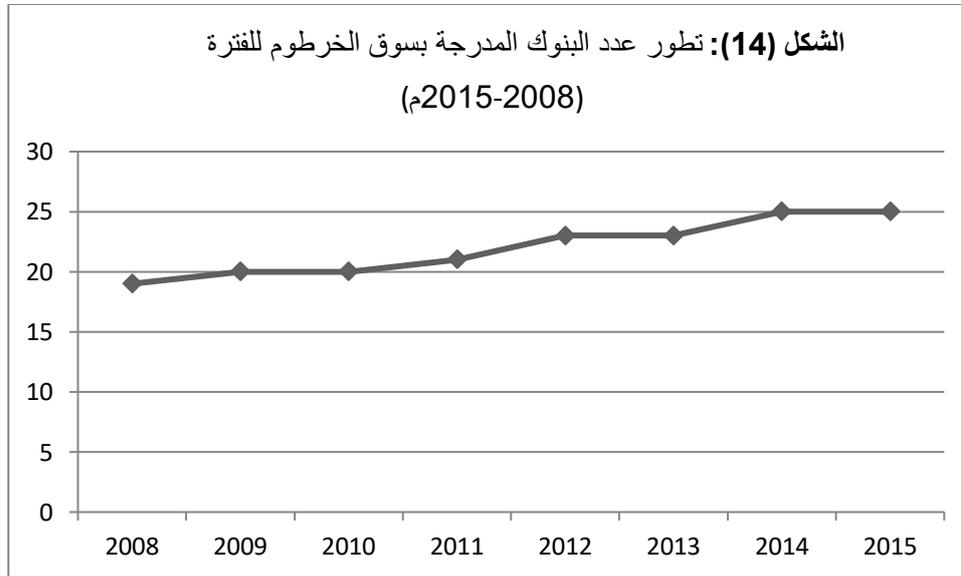
شهد قطاع البنوك تطورا في عدد البنوك المدرجة في سوق الخرطوم خلال الفترة (2008-

2015م)، ويمكن ملاحظة ذلك من خلال الجدول التالي:

الجدول (34): تطور عدد البنوك المدرجة بسوق الخرطوم للفترة (2008-2015م)

الفترة	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
عدد البنوك المدرجة	19	20	20	21	23	23	25	25
إجمالي عدد الشركات المدرجة	53	53	55	56	59	60	65	67
النسبة (%)	35.85	37.74	36.36	37.5	38.98	38.33	38.46	37.31

المصدر: إعداد الطالب بناء على التقرير السنوي لسوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة 2013 و2015م.



المصدر: إعداد الطالب بناء على معطيات الجدول (34).

من خلال بيانات الجدول والشكل، يتبين أن قطاع البنوك شهد تطوراً في عدد البنوك المدرجة في سوق الخرطوم، حيث وصل عددها 25 بنكا عام 2015م.*

ويُشكّل عدد البنوك نسبة 37.57% من إجمالي عدد الشركات المدرجة في سوق الخرطوم، مما يعني أن لها وزناً معتبراً ومهما في التركيبة الكلية للسوق، وبالتالي فإن نشاط قطاع البنوك له تأثير معتبر على نشاط سوق الخرطوم.

الفرع الثاني: تطور عدد الأسهم المتداولة لقطاع البنوك في سوق الخرطوم

الجدول الآتي يوضح تطور مؤشر عدد الأسهم المتداولة لقطاع البنوك في سوق الخرطوم خلال الفترة (2008-2015م):

الجدول (35): تطور عدد الأسهم المتداولة لقطاع البنوك للفترة (2008-2015م)

الفترة	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
عدد الأسهم المتداولة لقطاع البنوك	195786403	85025219	144345968	64428590	165181664	12521586	92549978	230834204
إجمالي عدد الأسهم المتداولة	281609805	164712836	166548512	106512121	172580585	80857419	175035760	272436635
النسبة (%)	69.52	51.62	86.67	60.49	95.71	15.49	52.87	84.73

المصدر: إعداد الطالب بناء على التقرير السنوي لسوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة 2013 و2015م.

* - عن البنوك الإسلامية المستثمرة في سوق الخرطوم لعام 2015م، أنظر: الملحق (4).



المصدر: إعداد الطالب بناء على معطيات الجدول (35).

من خلال بيانات الجدول، سجل قطاع البنوك أكبر نسبة تداول للأسهم بمتوسط نسبي سنوي 64.64%، إلا أن القطاع في عام 2013م وكما يبدو من الشكل سجل أدنى تداول للأسهم (12521586 سهماً متداولاً)، وربما يعزو ذلك إلى تأثره بالوضع الاقتصادي العام، حيث سجل معدل التضخم 37.1% وكان ذلك ناتجا أساسا عن أثر تطبيق حزمة من الإجراءات الاقتصادية، وأهمها تخفيض سعر الصرف ورفع الدعم جزئيا عن المحروقات.¹

الفرع الثالث: تطور رأس المال السوقي لقطاع البنوك في سوق الخرطوم

يشير رأس المال السوقي أو القيمة السوقية للشركات إلى عدد الأسهم المكتتب بها مضروبا في القيمة السوقية للسهم عند نهاية فترة زمنية محددة،² والجدول الآتي يبين تطور هذا المؤشر في قطاع البنوك:

¹ - التقرير السنوي لبنك السودان المركزي لعام 2013م، ص 124.

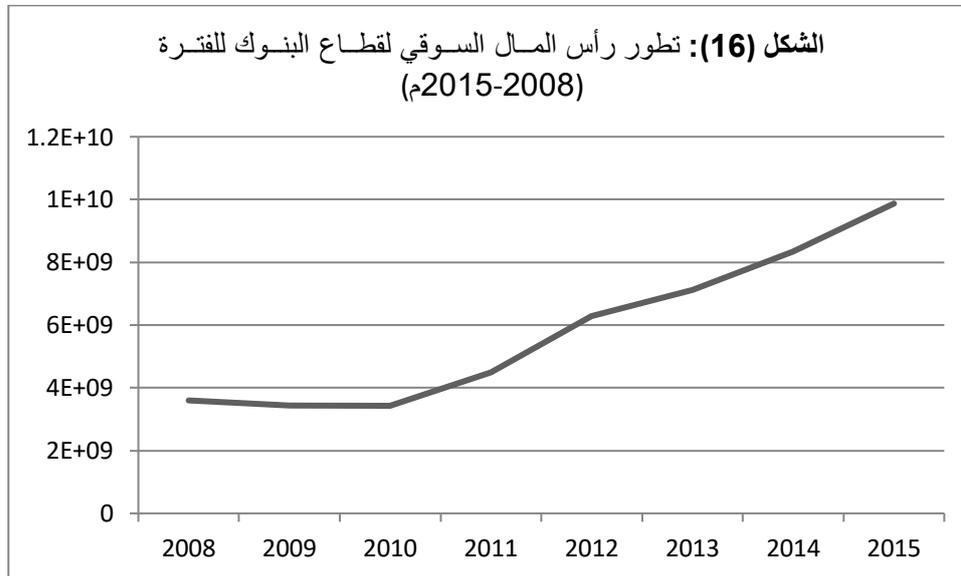
² - التقرير السنوي لسوق الخرطوم للأوراق المالية لعام 2013م، ص 21.

الجدول (36): تطور رأس المال السوقي لقطاع البنوك للفترة (2008-2015م)

الوحدة: جنيه سوداني

2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	الفترة
9871540155.32	8345194838	7124851067	6289706226.51	4491974496.49	3427544370	3434958475	3591900268	رأس المال السوقي لقطاع البنوك
13759624800.78	12817683858.8	11188777913	9634988645	7062982659	6391200061	7589316950	8131776590	إجمالي رأس المال السوقي
71.74	65.11	63.68	65.28	63.6	53.63	45.26	44.17	النسبة (%)

المصدر: إعداد الطالب بناء على التقرير السنوي لسوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة 2013 و2015م.



المصدر: إعداد الطالب بناء على معطيات الجدول (36).

يُظهر الشكل أن مؤشر رأس المال السوقي في قطاع البنوك يشهد نمواً متزايداً في معظم فترة الدراسة، كما تؤكد بيانات الجدول الموافق أن مؤشر رأس المال السوقي لقطاع البنوك سجل متوسط نسبي سنوي 59.06%، مما يدل على أن قطاع البنوك يحوز على حصة هامة من سوق الخرطوم.

المطلب الثاني: الأثر الاقتصادي والاجتماعي للأوراق المالية الإسلامية (حالة صكوك الاستثمار الحكومية صرح)

لقد تبين سابقا أن قطاع البنوك استثمر في صكوك صرح، بل استحوذ على النصيب الأكبر منها بمتوسط نسبي سنوي 41.21%، مما يعني أن البنوك قد ساهمت في الاستثمارات والمشاريع التي تم تمويلها بتلك الصكوك.

الفرع الأول: الموارد المحققة من صكوك صرح وصرفها على مختلف القطاعات الاقتصادية

1- الموارد المالية المحققة من صكوك صرح:

بلغت جملة الموارد المالية المحصلة بموجب صكوك صرح بنهاية عام 2009م مبلغ 2242.58 مليون جنيه،¹ وبنهاية عام 2010م مبلغ 2742.58 مليون جنيه،² وبنهاية عام 2011م مبلغ 3238.8 مليون جنيه،³ وبنهاية عام 2012م مبلغ 220.75 مليون جنيه.⁴

وخلال العام 2013م، لم تقم الشركة بإصدار صكوك استثمار حكومية (صرح)، أما خلال العام 2014م، فقد قامت الشركة بإصدار صكوك استثمار حكومية (صرح) بالرقم (16.1) بمبلغ 482.9 مليون جنيه، كما قامت الشركة في عام 2015م بإصدار صكوك استثمار حكومية (صرح) بالرقم (18) بمبلغ 76.21 مليون جنيه، إلا أن كل الموارد المستخدمة خلال الأعوام 2013، 2014 و2015م هي عبارة عن مخصصات لمشروعات مؤجلة أو جاري تنفيذها.⁵

2- الفئات المستثمرة في صكوك الاستثمار الحكومية (صرح) حتى نهاية العام 2015م:

تنوعت الفئات المستثمرة في صكوك الاستثمار الحكومية (صرح) حتى نهاية العام 2015م من أفراد وبنوك وبنك مركزي ومؤسسات وصناديق ولجان.

1 - التقرير السنوي لشركة السودان للخدمات المالية المحدودة لعام 2009م، ص 30.

2 - التقرير السنوي لشركة السودان للخدمات المالية المحدودة لعام 2010م، ص 45.

3 - التقرير السنوي لشركة السودان للخدمات المالية المحدودة لعام 2011م، ص 40.

4 - التقرير السنوي لشركة السودان للخدمات المالية المحدودة لعام 2012م، ص 41.

5 - أنظر: التقرير السنوي لشركة السودان للخدمات المالية المحدودة لعام 2013م، ص 43. لعام 2014م، ص 57. لعام 2015م، ص 55.

وتبين أن البنوك استحوذت على النصيب الأكبر من صكوك الاستثمار الحكومية (صرح) بمتوسط نسبي سنوي 41.21%، تليها المؤسسات والصناديق واللجان بمتوسط 37.73%، ثم بنك السودان المركزي بمتوسط 13.43%، وأخيرا الأفراد بمتوسط 7.63%*.

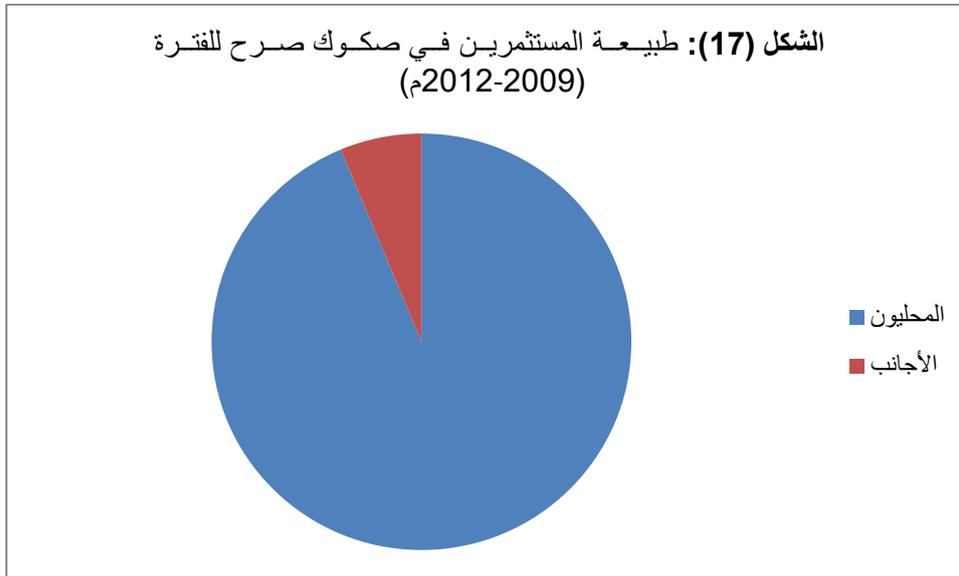
3- مساهمة الأجانب في صكوك صرح:

عند بداية مشروع صكوك الاستثمار الحكومية (صرح) في العام 2003م، سُمح للأجانب بالاستثمار في السوق الأولي وفق ضوابط محددة، وذلك باعتبار أن الهدف الأساسي لهذه الصكوك هو تمويل مشروعات التنمية والبنية التحتية وتسترد على مدى زمني طويل مقارنة بالأوراق المالية الحكومية الأخرى.**

الجدول (37): طبيعة المستثمرين في صكوك صرح للفترة (2009-2012م)

المتوسط (%)	2012	2011	2010	2009	الفترة
93.62	96.6	94.4	92.9	91	المستثمرون المحليون (%)
6.27	3.4	5.6	7.1	9	المستثمرون الأجانب (%)
100	100	100	100	100	المجموع (%)

المصدر: إعداد الطالب بناء على التقارير السنوية لشركة السودان للخدمات المالية المحدودة للفترة (2009-2012م).



المصدر: إعداد الطالب بناء على معطيات الجدول (37).

* - أنظر: الجدول (30)، الفصل الأول/الباب الرابع.

** - يمكن للأجانب التعامل في الأوراق المالية المصدرة من خلال الاكتتاب فيها في السوق الأولية، كما يمكنهم التعامل بالأوراق المالية السودانية المدرجة بالسوق الثانوية. أنظر: قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية لعام 1994م، ص ص 30-31.

من بيانات الجدول والشكل، نلاحظ أن المستثمرين المحليين يشكلون نسبة 93.62% من إجمالي المستثمرين في صكوك الاستثمار الحكومية (صرح)، وأن نسبة 6.27% فقط هم من الأجانب.

وإن كانت هناك تقارير تشير إلى تنامي مساهمة المستثمر الأجنبي من خلال نافذة سوق الخرطوم للأوراق المالية،¹ إلا أنه يبدو أن السودان لا زال يعاني من مشكل الاستثمار الأجنبي.

4- توزيع موارد صكوك صرح حسب القطاعات الاقتصادية:

ساهمت صكوك الاستثمار الحكومية (صرح) في دعم العديد من القطاعات الاقتصادية، وذلك بتوفير موارد حقيقية لتمويل مشروعات التنمية في البلاد باستقطاب المدخرات المحلية وتوجيهها لتلك المشروعات في مختلف القطاعات سواء كانت خدمية أو إنتاجية.

¹ - التقرير السنوي لشركة السودان للخدمات المالية المحدودة لعام 2009م، ص 32.

الجدول (38): استخدامات موارد صكوك صرح حسب القطاعات الاقتصادية خلال الفترة (2009-2015م)

الوحدة: مليون جنيه سوداني

البيان	2009		2010		2011		2012		2013		2014		2015	
	النسبة (%)	المبلغ	النسبة (%)	المبلغ	النسبة (%)	المبلغ	النسبة (%)	المبلغ	النسبة (%)	المبلغ	النسبة (%)	المبلغ	النسبة (%)	المبلغ
الخدمات (مياه، صحة وتعليم)	31.5	666.39	28.67	786.39	87.7	69.33	50.97	62.79	97.6	6.52	0.81	9.44	29.17	100
البنيات التحتية الأساسية	22.77	481.66	23.29	638.66	13.9	10.99	23.88	29.42	-	-	-	-	-	-
المشروعات الإنتاجية والزراعة والري	7.07	149.57	8.37	229.57	3.3	2.61	3.11	3.83	2.39	0.16	7.77	90.56	-	-
مشاريع أخرى (تنموية)	4.25	89.87	4.73	129.87	9.5	7.51	-	-	-	-	-	-	-	-
تدفقات نقدية لوزارة المالية	29.27	619.28	30.6	839.28	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
المعلوماتية	1.44	30.47	1.47	40.47	0.6	0.47	-	-	-	-	-	-	-	-
أخرى	3.7	78.34	2.86	78.34	11.5	9.09	3.21	3.95	-	-	-	-	-	-
جملة الموارد*	100	2115.58	100	2742.58	126.5	100	81.17	100	6.68	100	8.58	100	29.17	100

المصدر: إعداد الطالب بناء على التقارير السنوية لشركة السودان للخدمات المالية المحدودة للفترة (2009-2015م).

* - في عام 2009م، هناك مبلغ 127 مليون جنيه متبقي من الإصدار (14) لم يتم تخصيصها، أنظر: التقرير السنوي لشركة السودان للخدمات المالية المحدودة لعام 2009م، ص 32.

بيانات الجدول تُظهر التقسيم القطاعي لمشروعات الصكوك، وتباينت أهمية المشروعات الممولة عن طريق الصكوك من فترة إلى أخرى، فمثلاً انخفضت جملة الموارد المخصصة لمشروعات البنية التحتية الأساسية (وتشمل: الري، الطرق، مطار الخرطوم الجديد، السكة الحديدية...) في عامي 2011 و2012م عن جملة الموارد المخصصة في عامي 2009 و2010م، وابتداءً من عام 2013م، لم يُخصَّص لتلك المشروعات موارد مالية.

أيضاً المشروعات الإنتاجية والزراعة والري تضاربت أهميتها من فترة إلى أخرى، حيث سجلت المبالغ الأهم في عامي 2009 و2010م، ولم يُسجَل أي تخصيص في عام 2015م.

كذلك بالنسبة للتدفقات النقدية لوزارة المالية حازت على مبالغ معتبرة من تخصيص الصكوك في العامين 2009 و2010م، ولم تحز على أي تخصيص منذ عام 2011م.

ولم يختلف الأمر في مشروعات الخدمات الأساسية (صحة، مياه وتعليم)، حيث سجلت المبالغ الأهم في عامي 2009 و2010م، وعلى الرغم من أنها حازت على كامل الموارد المالية عام 2015م، إلا أنه كان أقل أهمية مقارنة بتخصيص عامي 2009 و2010م.

وبشكل عام، تؤشر بيانات الجدول إلى سياسة التنوع المنتهجة في المشاريع الممولة من موارد الصكوك، إلا أن هذا التنوع يختلف في أهميته ووزنه النسبي من فترة إلى أخرى، حيث يخضع للسياسة والخطة المنتهجة بما تلبي وتشبع حاجات المجتمع السوداني في أهم المجالات.

كما أنه يُلاحظ على جملة الموارد المالية أنها كانت أكثر أهمية في عامي 2009 و2010م عن الفترات الأخرى ولمختلف القطاعات الاقتصادية الإنتاجية منها والخدمية.

الفرع الثاني: الأثر الاقتصادي والاجتماعي لصكوك صرح

1- الأثر الاقتصادي:

تتمثل أهم الآثار الاقتصادية لمشروعات صكوك صرح فيما يلي:¹

1 - أنظر: التقرير السنوي لشركة السودان للخدمات المالية المحدودة لعام 2009م، ص ص 33-34، ص ص 36-39. لعام 2010م، ص ص 48-49، ص ص 51-53. لعام 2011م، ص ص 42-46. لعام 2012م، ص ص 43-44. لعام 2013م، ص ص 46-48. لعام 2014م، ص ص 60-62. لعام 2015م، ص ص 57-58.

أ- دعم المشروعات الإستراتيجية:

وتم ذلك من خلال:

- ✓ تمويل سد مروى ومطار الخرطوم الجديد.
- ✓ تمويل شبكة المياه ومحطة تحلية المياه ببور تسودان.
- ✓ تجميع وكهربية مشاريع النيل الأبيض (الملاحة).
- ✓ تمويل: المدينة السكنية بسد مروى، محطة مياه مطار الخرطوم الجديد، الخط الناقل للكهرباء (دنقلا وادي حلفا)، مشروعات إسكان الطلاب في الولايات المختلفة.
- ✓ تنفيذ الأعمال المدنية لقواعد الأبراج العابرة للنيل بالولاية الشمالية في مدن (جرة، صاي، بدين) وتنفيذ لقواعد الأبراج العابرة للنيل بالولاية الشمالية بمدينتي مروى ووارو، وتنفيذ الأعمال المدنية لمشروع دنقلا – وادي حلفا قطاع رقم 9، وتنفيذ أعمال الخط الناقل لكهرباء وادي حلفا القطاع (6)، القطاع (7) والقطاع (8).
- ✓ توريد أجهزة ومعدات التدريب المهني (ماكينات وسيارات) لصالح وزارة المالية والاقتصاد الوطني – ولاية الخرطوم.
- ✓ توريد معدات وأنظمة طاقة شمسية.
- ✓ توريد سور شبكي لصالح مدينة إفريقيا التكنولوجية.

ب- قطاع الصحة:

وتم ذلك من خلال:

- ✓ دعم برامج توظيف العلاج بالداخل (المرحلة الأولى والثانية) من خلال مراكز غسيل الكلى بالعاصمة والولايات والمعمل القومي الصحي بتوفير معدات تشخيصية متطورة ومعدات متخصصة في المجالات المختلفة بالمستشفيات الاتحادية والولائية، ومثال لذلك: تشييد مركز القلب ومستشفى جراحة الكلى ومباني المعهد القومي للسرطان بود مدني.
- ✓ دعم برامج توظيف العلاج بالداخل من خلال توفير الأجهزة الطبية المتطورة بالعاصمة والولايات والمعمل القومي الصحي، وتشييد المجمعات الجراحية بالمستشفيات الاتحادية والولائية.
- ✓ إنشاء الوحدات الصحية بالمناطق الريفية.

- ✓ تشييد مستشفى حوادث شرق النيل لصالح وزارة المالية والاقتصاد ولاية الجزيرة، وتشييد مستشفى الفاشر جنوب، وتشييد مبنى الإدارة (5 طوابق) والطابق الأرضي من مبنى العيادات بمستشفى عبد العال الإدريسي لصالح دائرة الصحة النفسية.
- ✓ توريد وتركيب أجهزة صحية.
- ✓ تشييد الأعمال التكميلية المتبقية بمستشفى النهود والمجد، وتوريد وتركيب وتشغيل والتدريب على عدد 5 أجهزة طبية.
- ✓ تشييد مركز الجزيرة لمناظير الجهاز الهضمي وجراحة المناظير.
- ✓ تشييد وتوريد عدد 4 أجهزة طبية لصالح مستشفى الشعب التعليمي.
- ✓ إعادة تأهيل مستشفى سوبا الجامعي.
- ✓ تمويل أجهزة مختبرات.
- ✓ تمويل مجمع الخرطوم الجراحي الحديث.

ج- قطاع التعليم العام والعالي:

وتم ذلك من خلال:

- ✓ توفير معامل تقنية متطورة للكليات التقنية.
- ✓ توفير أجهزة حاسوب بملحقاتها.
- ✓ إنشاء المدارس بالولايات المختلفة.
- ✓ تمويل الوحدات التعليمية بولاية القضارف.
- ✓ تمويل مدرسة قلسا القرآنية.
- ✓ تمويل مشروعات تأمين الكتاب المدرسي.

د- قطاع المياه:

وتم ذلك من خلال:

- ✓ حفر وتركيب مئات الآبار وبناء شبكات المياه.
- ✓ بناء السدود والتي ساعدت في توفير المياه لعدد من الولايات.
- ✓ توفير التمويل لمشروع درء آثار الجفاف والتصحر.
- ✓ محطة المياه بمطار الخرطوم الجديد.
- ✓ محطات مياه بولاية الجزيرة.

هـ- مجال الزراعة والري:

وتم ذلك من خلال:

- ✓ دعم البنيات الأساسية للري وتوفير مدخلات الإنتاج (مضخات ري، حاصدات ...).
- ✓ دعم مشروع النهضة الزراعية بالولايات.
- ✓ توفير آليات زراعية لصالح مشروع خور أبو حبل الزراعي.
- ✓ تشييد مركز نقل التقنية والإرشاد بكسلا لصالح وزارة الزراعة والغابات والري – ولاية كسلا.
- ✓ تمويل آليات زراعية بولاية القضارف .
- ✓ تمويل البيوت المحمية بولاية القضارف.
- ✓ تأهيل مضخات مياه هيئة السوكي الزراعية.

و- مجال الثروة الحيوانية:

وتم ذلك من خلال:

- ✓ توفير الأمصال والأدوية للإمدادات البيطرية.
- ✓ إنشاء المحاجر البيطرية.
- ✓ تمويل مشروعات الرحل.

ز- مجال البنية الأساسية:

وتم ذلك من خلال:

- ✓ دعم السكة الحديدية بالآليات البنيات الأساسية.
- ✓ تشييد طريق كترانج – الجنيد.
- ✓ تشييد الطرق الأسفلتية.
- ✓ تأمين أنظمة الطاقة الشمسية بولايات مختلفة.

ح- أخرى:

- ✓ تمويل تأهيل قطاع النسيج.
- ✓ توفير الأجهزة التقنية المتطورة التي وضعت السودان في مصاف الدول المتقدمة في هذا المجال.
- ✓ تمويل وحدة الآليات بمشروع درء آثار الجفاف بولاية شمال كردفان.

- ✓ المساهمة في إنشاء بعض المشروعات المصاحبة لمشروع سد مروى (مدينة السد).
- ✓ دعم القطاع الخاص من خلال مشاركته في تنفيذ المشروعات المختلفة.

هذا بالإضافة إلى استلام مجموعة من العقود خلال الأعوام 2013 و2014 و2015م تتصل بمشروعات صكوك الاستثمار الحكومية صرح*.

2- الأثر الاجتماعي:

تتمثل أهم الآثار الاجتماعية لمشروعات صكوك صرح فيما يلي:¹

- حققت الاستقرار للمجتمعات الريفية، وذلك بتوفير الخدمات الأساسية بحفر الآبار وبناء الوحدات الصحية والتعليمية.
- أعادت الثقة لجمهور المستثمرين لمشاركة الدولة في الاستثمار.
- التمويل الذي تم توجيهه لهذه المشروعات، تم توفيره من موارد الجمهور المحلية، وهذا يعتبر مساهمة من المستثمر المحلي في تمويل التنمية.
- العمل في تنفيذ هذه المشروعات أوجد فرصا للعمل، مما ساهم في مكافحة البطالة بين الشباب.
- تراكم الخبرات لدى الشركات المحلية، وذلك من خلال تنفيذ المشروعات ووفق الشروط والمواصفات المطلوبة.
- عملت على ترسيخ مبدأ الشفافية والتشغيل من خلال العطاءات التنافسية المفتوحة وتنشيط سوق العمل المحلي، حيث تم تنفيذ مشروعات الصكوك بواسطة مقاولين وشركات محلية تفاصيلها كالتالي:

* - أنظر في تفاصيل تلك العقود الملحق (5).

1 - أنظر: التقرير السنوي لشركة السودان للخدمات المالية المحدودة لعام 2009م، ص ص 34-35. لعام 2010م، ص ص 49-50. لعام 2011م، ص 43. لعام 2012م، ص 44. لعام 2013م، ص 45. لعام 2014م، ص 59. لعام 2015م، ص 56.

الجدول (39): تفاصيل تنفيذ مشروعات صكوك صرح خلال الفترة (2009-2015م)

2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	القطاع
	-	-	10 مقاولين	5 مقاولين	233 مقاول محلي	220 مقاول محلي	البنيات الأساسية
	5 شركات محلية	5 شركات محلية	16 شركة محلية	29 شركة محلية	117 شركة محلية	98 شركة محلية	الصحة
	-	-	-	3 شركات محلية	106 شركة محلية	75 شركة محلية	المياه
	1 شركة محلية	1 شركة محلية	13 شركة محلية	20 شركة محلية	115 شركة محلية	80 شركة محلية	التعليم
	-	-	-	3 شركات محلية	99 شركة محلية	88 شركة محلية	المشروعات الإنتاجية
	-	-	4 شركات محلية	4 شركات محلية	-	-	الزراعة
	-	-	-	-	55 شركة محلية	55 شركة محلية	الآليات والمعدات
	-	-	4 شركات محلية	8 شركات محلية	135 شركة محلية	124 شركة محلية	مشروعات أخرى
4	6	6	47	72	860	740	الإجمالي

المصدر: التقارير السنوية لشركة السودان للخدمات المالية للفترة (2009-2015م).

المطلب الثالث: تقييم دور سوق الخرطوم في تنشيط سوق ما بين البنوك

على الرغم من الأهمية القصوى لسوق ما بين البنوك الذي يمكن من خلاله معالجة مشكل فائض السيولة من جهة وتوفيرها للبنوك الأخرى ذات العجز من جهة أخرى، إلا أن سوق ما بين البنوك غير نشط وغير فعال في إدارة السيولة على الرغم من تشجيع البنك المركزي لتنشيط وتحريك هذا السوق، ويعود هذا بالأساس إلى عدم استجابة إدارات تلك البنوك¹.

وقبل انفصال جنوب السودان عام 2011م، شجعت سياسة البنك المركزي البنوك العاملة (الإسلامية والتقليدية) على تكوين محافظ لتمويل الأنشطة الاقتصادية المختلفة خاصة القطاعات الإنتاجية، وحفظ الودائع والتمويل بالعملتين المحلية والأجنبية، وبيع وشراء الأوراق المالية فيما بينها، وبيع وشراء شهادات الإيداع والصكوك والسندات الحكومية وأذونات الخزانة والتعامل بالنقد الأجنبي وخصم الأوراق المالية فيما بين البنوك التقليدية، وساعد بنك جنوب السودان الفرع في تسهيل إجراءات

¹ - التقرير السنوي لبنك السودان المركزي لعام 2009م، ص 26.

المعاملات، كما يسمح بإصدار شهادات الإيداع والعمل بها في جنوب السودان وفق موجهات بنك السودان المركزي.¹

هذا وقد بلغ حجم المحافظ الاستثمارية للبنوك خلال العام 2011م نحو 238 مليون جنيه، تم توظيفها لشراء وتصدير الصمغ العربي والثروة الحيوانية، وقد حققت تلك المحافظ عوائد مجزية للبنوك بلغت في بعضها نحو 17%.²

إلا أنه وبعد مرحلة انفصال جنوب السودان عام 2011م، أجازت الهيئة العليا للرقابة الشرعية مقترح صندوق إدارة السيولة لسوق ما بين البنوك والذي بدأ العمل به في سبتمبر 2014م.³

وحسب تقرير بنك السودان المركزي لعام 2015م لم ترد تفاصيل عن صندوق إدارة السيولة لسوق ما بين البنوك، إلا أنه جاء في محور الاستقرار النقدي في سياسات بنك السودان المركزي لعام 2015م ما يلي: "وقد ساهمت الجهود المبذولة من قبل بنك السودان المركزي ووزارة المالية بالنزول بمعدل التضخم من 25.7% بنهاية ديسمبر 2014م إلى 12.6% في ديسمبر 2015م، ومن أهم تلك الجهود إطلاق صندوق إدارة السيولة بين المصارف منذ سبتمبر 2014م والذي ساهم في امتصاص جزء مقدر من التوسع النقدي في عام 2015م، وذلك عن طريق تقليل تدخل بنك السودان المركزي لتغطية العجز السيولي المؤقت للمصارف".⁴

ويدل هذا أن صندوق إدارة السيولة وبالرغم من حداثة نشأته، إلا أنه أسهم في تحقيق جزء هام في توفير التمويل المطلوب للعجز السيولي المؤقت للبنوك وقلل بذلك من تدخل بنك السودان المركزي للقيام بهذا الدور.

ومع ذلك لم نعثر على أي بيانات أو إثباتات بخصوص أن الأهداف المحققة من خلال صندوق إدارة السيولة قد تمت عبر سوق الخرطوم للأوراق المالية.

1 - التقرير السنوي لبنك السودان المركزي لعام 2010م، ص 25.

2 - التقرير السنوي لبنك السودان المركزي لعام 2011م، ص 29.

3 - التقرير السنوي لبنك السودان المركزي لعام 2014م، ص 33.

4 - التقرير السنوي لبنك السودان المركزي لعام 2015م، ص 27.

المبحث الثاني: الآثار غير المباشرة لسوق الخرطوم للأوراق المالية

المطلب الأول: دور سوق الخرطوم في تطوير العلاقة بين البنك المركزي والبنوك الإسلامية

الفرع الأول: تطور النظام المصرفي في السودان

يرجع تاريخ الصناعة المصرفية السودانية إلى أوائل القرن 20م، عندما قامت بعض البنوك العالمية بفتح فروع لها (مثل بنك Barclays في عام 1903م).¹

وفي السبعينيات من نفس القرن، قامت بعض البنوك على المنهج الإسلامي، وأصبح النظام المالي مزدوجاً، وفي عام 1984م اتخذ بنك السودان المركزي أولى الخطوات من أجل أسلمة النظام المصرفي والمالي السوداني كله، وفي عام 1991-1992م بدأت خطوات تعميق الأسلمة، وعليه تخلص بنك السودان المركزي من أدونات الخزنة والسندات الحكومية، وقام بإصدار أوراق مالية تتوافق مع النظام الإسلامي، وهي ما يُطلق عليه اليوم بالصكوك الإسلامية، وبدأ يعمل النظام جميعه وفق النظام المالي الإسلامي.²

1- تعريف الجهاز المصرفي السوداني:

يتكون الجهاز المصرفي السوداني من ثلاثة أقسام تحت إشراف بنك السودان المركزي، وهي:³

- ✓ بنوك حكومية.
- ✓ بنوك تجارية.
- ✓ بنوك متخصصة.

وكما أشرنا، فقد تبنى بنك السودان النظام المصرفي الإسلامي منذ ثمانينيات القرن الماضي، ولما كانت معظم الدول والبنوك المركزية تستخدم النظام المصرفي التقليدي، فإن بنك السودان لم يجد إرثاً عملياً ممارساً يعتمد عليه في تطبيق التجربة الإسلامية في البنوك، ونسبة لذلك، فإن بنك السودان قد واجه ظروفًا بالغة التعقيد في إدارته للسياسة النقدية والتمويلية، وذلك لأن أدوات إدارة السياسة النقدية المعروفة في الاقتصاد الغربي لا تلبّي حاجة النظام المصرفي الإسلامي، وقبل ذلك هي تتعارض معه

1 - خولة فريز عوض النوباني، هيكلية الصكوك بين الفقه والممارسة، أطروحة دكتوراه الفلسفة في تخصص المصارف الإسلامية، جامعة العلوم المالية والمصرفية، عمان، 2011م، ص 86.

2 - نفسه.

3 - حسام الدين عبد الوهاب محمد، مرجع سابق، ص 37.

بالأساس نظرا لاعتمادها على الفوائد الربوية، ومن هنا كان لابد من الاجتهاد لاستنباط صيغ وأدوات مالية إسلامية لإدارة السياسة النقدية والتمويلية فيما يخص إدارة السيولة في الاقتصاد، وتمويل عجز الموازنة العامة للدولة، وإدارة السيولة النقدية لدى البنوك الإسلامية.¹

2- بنك السودان المركزي:

أ- نبذة تعريفية (النشأة):*

بعد أن نال السودان استقلاله، برزت الحاجة لوجود بنك مركزي يحل محل الجهات التي تقوم بتنفيذ مهامه، وذلك لتنظيم عملية إصدار النقود، ورسم وتنفيذ السياسات النقدية والتمويلية، بغرض توجيه التمويل لخدمة القطاعات الاقتصادية، وبناء جهاز مصرفي قوي وفاعل لخدمة متطلبات التنمية الاقتصادية في البلاد، ومما زاد الحاجة لوجود بنك مركزي تبني الدولة لبرامج اقتصادية طموحة في ذلك الوقت، مما حتم ضرورة إيجاد سياسات نقدية وتمويلية تواكب وتلائم تلك البرامج الطموحة للاقتصاد السوداني.

ولتحقيق ذلك، وفي أواخر ديسمبر 1956م، تم تشكيل لجنة من ثلاثة خبراء من بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي لعمل دراسة مستفيضة في هذا الشأن والنظر في إمكانية إنشاء بنك مركزي بالسودان، بعد أن فرغت اللجنة من الدراسة ورفعت توصياتها، تبع ذلك إصدار قانون بنك السودان لسنة 1959م، وبدأ العمل في 22 فيفري 1960م كهيئة قائمة بذاتها لها شخصيتها الاعتبارية وصفة تعاقدية وخاتم عام، يمكن لها التقاضي باسمها بصفتها مدعية أو مدعى عليها.²

¹ - نفس المرجع، ص ص 37-38.

* - كانت بعض وظائف البنك المركزي قبل تأسيس بنك السودان مقسمة بين: وزارة المالية والاقتصاد، لجنة العملة السودانية، وفرع البنك الأهلي المصري.

² - بنك السودان المركزي (نبذة تاريخية)، على الموقع:

<http://www.cbos.gov.sd/node/123> (تاريخ الاطلاع: 2014/12/30م).

الجدول (40): ميزانية بنك السودان المركزي

الأصول	الخصوم
أوراق نقدية وأرصدة مصارف	العملة الورقية والمعدنية المتداولة
سندات أجنبية (مساهمات في بنوك أجنبية)	التزامات اطلاق
تمويل وسلفيات للمصارف	الحكومة المركزية
سلفيات مؤقتة للحكومة تحت المادة (48- 1)	الحكومات الولائية والمحليات
تمويل طويل الأجل للحكومة	المؤسسات العامة
فروقات سعر بيع الذهب	المصارف
تمويل وسلفيات للمؤسسات العامة	مراسلون بالخارج
المساهمة في رؤوس أموال المصارف المحلية	التزامات لأجل
مساهمات أخرى (مساهمات في مؤسسات عامة محلية)	اتفاقيات الدفع
حسابات أخرى	رأس المال والاحتياطيات
مجموع الأصول	حسابات أخرى
	مجموع الخصوم

المصدر: التقرير السنوي لبنك السودان المركزي للفترة 2014م، ص 52.

ب- الأهداف، الوظائف والأغراض الأساسية:

قام بنك السودان المركزي بأداء دوره الوظيفي وفقا لأغراضه الأساسية ووفقا لقانونه الذي أدخلت عليه عدة تعديلات لتواكب التطورات السياسية والاقتصادية والاجتماعية التي مرت بها الدولة، ويمكن حصر تلك التطورات في أربعة مراحل على النحو الآتي:

- المرحلة الأولى: قبل أسلمة الجهاز المصرفي (1960-1984م)

ظل بنك السودان المركزي منذ إنشائه عام 1960م وحتى عام 1984م يستخدم العديد من أدوات السياسة النقدية والمالية المباشرة وغير المباشرة التي تُمكنه من أداء دوره كبنك مركزي، ومن ضمنها التحكم في الكتلة النقدية باستخدام معدلات أسعار الفائدة وتغيير نسب الاحتياطي النقدي، والتوجيه المباشر عن طريق وضع حدود قصوى للتمويل (سقف ائتمانية) وغيرها من الوسائل الرقابية التقليدية.

- المرحلة الثانية: بعد أسلمة الجهاز المصرفي (1984-2005م)

قام بنك السودان المركزي بعد أسلمة الجهاز المصرفي بالتخلص من أدونات الخزنة والسندات الحكومية التي كانت تطبق عليها أسعار الفائدة، ومن ثم تم إصدار صكوك مالية تتوافق مع النظام الإسلامي، وقام البنك بدوره في تعميق أسلمة الجهاز المصرفي، حيث تم إنشاء الهيئة العليا للرقابة

الشرعية للجهاز المصرفي والمؤسسات المالية في عام 1992م، وذلك لضمان تنقية المعاملات المصرفية من شبهة الربا.

وظل بنك السودان يؤدي دوره في تعميق أسلمة الجهاز المصرفي وفي وضع سياسة نقدية تواكب الموجات العامة للدولة وبرامج الإستراتيجية القومية الشاملة، فمنذ بداية البرنامج الثلاثي للإنقاذ الاقتصادي (1990-1993م) اتخذ بنك السودان سياسات تمويلية بغرض تحريك جمود الاقتصاد السوداني.

وصدر قانون بنك السودان في ديسمبر لسنة 2002م، حيث حددت المادة (6) أغراض البنك في

الآتي:

- إصدار العملة بأنواعها، وتنظيمها، ومراقبتها، والإشراف عليها.
- إصدار السياسات النقدية والتمويلية وإدارتها بالتشاور مع وزير المالية والاقتصاد الوطني بما يحقق الأهداف القومية للاقتصاد الوطني.
- تنظيم العمل المصرفي، ورقابته، والإشراف عليه، والعمل على تطويره، وتنميته، ورفع كفاءته، بما يحقق التنمية الاقتصادية والاجتماعية المتوازنة.
- العمل على تحقيق الاستقرار الاقتصادي، واستقرار سعر صرف الجنيه السوداني.
- العمل باعتباره بنكا للحكومة ومستشارا ووكيلا لها في الشؤون النقدية المالية.
- الالتزام في أدائه لواجباته، وتحقيق أغراضه، وممارسة سلطاته، وإشرافه على النظام المصرفي بأحكام الشريعة الإسلامية.

• المرحلة الثالثة: بعد توقيع اتفاقية السلام الشامل مع جنوب السودان (2005-2011م)

بعد أن تم توقيع اتفاقية السلام الشامل في عام 2005م، تم تعديل قانون بنك السودان لعام 2002م ليستوعب المتغيرات التي طرأت على القطاع المصرفي، حيث حدد طبيعة النظام المصرفي والبنك وفروعه في المادة (5) كما يلي:

- يتكون النظام المصرفي السوداني من نظام مصرفي مزدوج، أحدهما إسلامي في شمال السودان، والآخر تقليدي في جنوب السودان.
- يكون المركز الرئيسي للبنك بالخرطوم، ويمكن له أن ينشئ فروعاً أو وكالات داخل السودان، وأن يعين مراسلين خارج السودان.

- ينشأ بنك جنوب السودان كفرع من البنك المركزي، ليقدم بالإضافة إلى مهامه الأخرى الخدمات المصرفية التقليدية بجنوب السودان بما في ذلك إصدار التراخيص للمؤسسات المالية وفق الأسس والضوابط التي يصدرها مجلس إدارة بنك السودان المركزي، ويتولى إدارة بنك جنوب السودان أحد نائبي المحافظ، ويكون مسؤولاً أمام المحافظ الآخر عن إدارة النظام المصرفي التقليدي بجنوب السودان، كنافذة من نوافذ البنك وفقاً لقوانينه وسياساته وضوابطه.
- تكون للبنك شخصية اعتبارية قائمة بذاتها وخاتم عام وله حق التقاضي باسمه.

• المرحلة الرابعة: بعد انفصال جنوب السودان (منذ عام 2011م)

بعد 9 جويلية 2011م، تاريخ انفصال جنوب السودان، أصبح بنك جنوب السودان هو البنك المركزي لدولة جنوب السودان، يتبع له كل فروع بنك السودان المركزي في الولايات الجنوبية سابقاً، وتم تجميد كل ما يختص بالبند (14) من بروتوكول قسمة الثروة المتعلقة بالسياسة النقدية والمصرفية والعملة والإقراض، كما تم تعليق العمل بالفصل الخاص بسياسات النظام المصرفي التقليدي بجنوب السودان الواردة بمنشور سياسات بنك السودان المركزي، وتجميد العمل بكل المنشورات المصرفية الصادرة بموجبها.*

الفرع الثاني: تطور أدوات السياسة النقدية

في المراحل الأولى وفي غياب بدائل لآليات السياسة النقدية غير المباشرة والقائمة على سعر الفائدة اعتمد بنك السودان في تنفيذ السياسة النقدية وإدارة السيولة على الآليات المباشرة، وقد شملت هذه الوسائل الإقناع الأدبي وإصدار التوجيهات المباشرة للبنوك لكيفية توظيف التمويل بالطريقة التي تساعد على تحقيق الأهداف الكمية، ومن أهم هذه الموجهات السقوفات الفردية لكل بنك والسقوفات القطاعية وفق تقسيم الاقتصاد إلى قطاعات ذات أولوية (كالزراعة والصادرات مثلاً) وقطاعات أخرى غير ذات الأولوية (التجارة المحلية)، ونشاطات محظور تمويلها (تجارة العملة والعقار بغرض التجارة)، ويشير تقييم التجربة إلى أن هذه الآليات مكّنت بنك السودان من تحقيق الأهداف الكمية المحددة، وبالتالي يمكن اعتبارها آليات فعالة في إطار الاقتصاد السوداني، إلا أنه وكما هو معلوم فإن التدخل المباشر بهذه الطرق في توظيف التمويل المصرفي له تكاليف اقتصادية عالية من ضمنها إيجاد تشوهات في سوق

* - على إثر التطورات الحاصلة في هذه المرحلة (انفصال جنوب السودان)، تم إجراء تعديل في قانون بنك السودان المركزي لعام

التمويل، وعدم الكفاءة في توظيف الموارد، هذا إلى جانب عدم المرونة التي تتميز بها هذه الآليات، بحيث يجعل من الصعب توظيفها في إدارة السيولة بطريقة مستمرة على أساس أسبوعي أو شهري.¹

لهذه الأسباب ظلت مجهودات بنك السودان مستمرة في البحث عن آليات غير مباشرة تتفق مع الأسس الشرعية لتنفيذ السياسة النقدية وإدارة السيولة ولتخفيض التكلفة الاقتصادية والإدارية للوسائل المباشرة.

وتركزت المجهودات في البداية على إيجاد بديل شرعي لسعر الفائدة يمكن استهدافه وتوظيفه كآلية للسياسة النقدية، وكانت أول محاولة هي تجربة "العائد التعويضي" الذي يقوم أساساً على التفريق بين سعر الفائدة الاسمي أو النقدي (Nominal Interest Rate) وسعر الفائدة الحقيقي (Real Interest Rate)، والمقصود بسعر الفائدة الحقيقي هو سعر الفائدة النقدي مطروحاً منه معدل التضخم (أو قيمة التآكل في القوة الشرائية للعملة)، والعائد التعويضي يساوي سعر الفائدة النقدي بحيث يكون سعر الفائدة الحقيقي صفراً (Zero Real Interest Rate).²

ونشير هنا إلى أن الفكرة القائلة بجواز العائد التعويضي شرعاً فكرة قديمة وليست مقولة جديدة، وقد وردت كثيراً في أدبيات الاقتصاد الإسلامي (Zero Real Interest Rate is not Riba)، والشيء الجديد في تجربة السودان هو محاولة تطبيق الفكرة عملياً، على كل حال لم تجد فكرة العائد التعويضي قبولا، بل تعرضت لانتقادات شديدة من قبل الجمهور والفقهاء ووصفت بأنها محاولة للالتفاف حول سعر الفائدة أو إعادة تسمية له، مما أجبر بنك السودان على التخلي عنه بعد تطبيقه لفترة محددة.³

الخطوة التالية التي لجأ إليها بنك السودان كآلية غير مباشرة للسياسة النقدية وإدارة السيولة هي "هوامش المربحات ونصيب العميل في عقود المشاركة وهوامش الإدارة في عقود المضاربة"، وقد اتضح من التجربة بأن التغيير في هذه النسب يمكن أن يؤثر بطريقة مباشرة على جانبي العرض والطلب للتمويل المصرفي، وذلك من خلال أثره على قدرة ورغبة كل من البنك والعميل، مثلاً لتنفيذ سياسة نقدية توسعية يتم تخفيض هوامش المربحات ومساهمة العميل في عقود المشاركة والعكس صحيح لتنفيذ

1 - صابر محمد حسن، إدارة السياسة النقدية في ظل النظام المصرفي الإسلامي: تجربة السودان، سلسلة الدراسات والبحوث (سلسلة بحثية تصدر عن إدارة البحوث)، الإصدار رقم (2)، الإدارة العامة للبحوث والإحصاء، بنك السودان، ماي 2004م، ص 11.

2 - نفسه.

3 - نفس المرجع، ص ص 11-12.

سياسة انكماشية، وقد قام بنك السودان بتوظيف التغيير في هذه النسب كألية لإدارة السيولة بطريقة فاعلة في عامي 1996 و1997م، وكانت النتائج لتلك التجربة سريعة وطيبة.¹

ومن الوسائل الأخرى التي لجأ إليها بنك السودان كألية للسياسة النقدية وإدارة السيولة إجراء تعديلات من وقت لآخر في "نسبة الاحتياطي النقدي القانوني" بغرض التأثير على قدرة البنوك في توفير التمويل، بالرغم من أن البنوك المركزية عادة لا تلجأ إلى تعديل نسبة الاحتياطي النقدي القانوني إلا في فترات متباعدة ولأسباب قوية (وذلك بسبب قوة تأثيره)، إلا أن بنك السودان قام خلال عام 2000م بإجراء تعديلات في نسبة الاحتياطي القانوني في فترات متقاربة نسبياً (6 أشهر) بغرض التأثير على حجم السيولة في الاقتصاد، وبالطبع فإن أثره كان أيضاً قوياً وسريعاً كما هو متوقع.²

وإن كان الأصل وكما أشرنا سابقاً أنه لا ينبغي إخضاع البنوك الإسلامية إلى نسبة الاحتياطي النقدي القانوني، وإن كان من مبررات استخدام نسبة الاحتياطي القانوني لدى البنك المركزي هو تنظيم الائتمان والتحكم فيه وفق متطلبات الوضع الاقتصادي السائد، فإن البنوك الإسلامية غير مسؤولة عن عمليات اشتقاق الودائع وتوليد النقد، وذلك حتى في حالة التمويل على أساس القرض الحسن.

كما لجأ بنك السودان في تجربته في إدارة السياسة النقدية إلى "عمليات مبادلة النقد الأجنبي"، ففي أوقات معينة خلال عام 2000م، قام بنك السودان بعمليات بيع وشراء النقد الأجنبي كوسيلة للتأثير على حجم السيولة المتاحة للبنوك التجارية، ونشير هنا إلى أن نجاح عمليات مبادلة النقد الأجنبي كوسيلة لتنظيم السيولة تتطلب توفر ظروفا معينة قد لا تتوفر في كل وقت أو في كل اقتصاد.³

وللإشارة، فإن ممارسة عمليات مبادلة النقد الأجنبي من الناحية الشرعية تتطلب توفر ثلاثة

شروط، وهي:

- ✓ أن يتم التبادل في مجلس واحد.
- ✓ التقابض يدا بيد.
- ✓ عدم تأجيل تسليم أو تسلم أحد البديلين.

¹ - نفس المرجع، ص 12.

² - نفسه.

³ - نفسه.

وفي غياب إمكانية خصم الكمبيالات من قبل البنوك، ابتكر بنك السودان ما عرف بـ "نوافذ البنك المركزي للتمويل أو نوافذ التمويل"، ليس فقط للاستعانة بها في تنظيم وضع السيولة في البنوك عن طريق لعب دور الممول (المقرض) الأخير، وإنما أيضا كآلية من آليات تنفيذ السياسة النقدية، وتتكون نوافذ البنك المركزي من نافذتين: أولاهما ما يُعرف بـ "نافذة العجز السيولي"، والثانية تُعرف بـ "نافذة تمويل الاستثمار"، استهدفت النافذ الأولى (العجز السيولي) القيام بدور الممول (المقرض) الأخير، بحيث يلجأ إليها أي بنك يواجه مشكلة سيولة مؤقتة، وتحكم النافذة أسس وضوابط محددة تضمن مساعدة البنك في مواجهة مشكلة السيولة المؤقتة، أما النافذة الثانية (تمويل الاستثمار) فلها هدفان: الهدف الكلي، ويتعلق بمعالجة القصور في موارد البنوك لتوفير السيولة المطلوبة لحركة الاقتصاد وفق البرنامج على المستوى الكلي، أما الهدف الجزئي فيتعلق بمعالجة مشكلة الموسمية في طلب التمويل المصرفي.¹

وأيضا من الوسائل الأخرى التي لجأ إليها بنك السودان في تجربته في إدارة السياسة النقدية هي "عمليات السوق المفتوحة بأوراق مالية إسلامية"، وتشير هذه الوسيلة إلى قيام البنك المركزي بعمليات بيع وشراء الأوراق المالية بما يتماشى وتحقيق أهداف السياسة النقدية.

وتعتبر عمليات السوق المفتوحة واحدة من أهم الأدوات المستخدمة للتحكم في عرض النقود، وذلك لسرعة حدوث الأثر المطلوب، وكذلك خلوها من أي آثار تضخمية قد توجد في الأدوات الأخرى.² ويقوم البنك المركزي بعرض أوراق مالية حكومية لبيعها للبنوك في حالة الحاجة إلى سحب نقود لتقليل عرض النقود، فيما يُعرف بالسياسة الانكماشية، ويحدث العكس في حالة الحاجة إلى ضخ نقود، حيث يقوم البنك المركزي بشراء الأوراق المالية من البنوك والمؤسسات المالية، ويُعرف هذا بالسياسة التوسعية.

ويستخدم البنك المركزي عدة طرق لتنفيذ عمليات السوق المفتوحة، يمكن إيجازها فيما يلي:³

- ✓ البيع والشراء عن طريق التفاوض المباشر.
- ✓ البيع والشراء عن طريق مزادات السعر الثابت.

1 - نفس المرجع، ص ص 12-13.

2 - بنك السودان المركزي (عمليات السوق المفتوحة)، على الموقع: <http://www.cbos.gov.sd/node/86>

(تاريخ الاطلاع: 2015/1/1م).

3 - نفسه.

✓ البيع والشراء عن طريق المزادات المفتوحة.

وبالتالي، إصدار شركة السودان للخدمات المالية للشهادات والصكوك يحقق لبنك السودان المركزي أداة من أهم أدوات السياسة النقدية للتحكم في إدارة السيولة في الاقتصاد قبضا وبسطا عبر مزادات البيع والشراء (عمليات السوق المفتوحة)¹، والجدول التالي يبين عمليات البيع والشراء التي تمت خلال الفترة 2009م وحتى 2013م.

الجدول (41): عمليات السوق المفتوحة لشهادات (شهادة، شامة، وشاشة) وصكوك صرح خلال الفترة (2009-2013م)

الوحدة: شهادة، صك

شهادات شهامة			
الفترة	عمليات البيع	عمليات الشراء	ملاحظات
2009	337967	89246	ابتداء من 13 / 9 / 2009م
2010	1848044	4749029	
2011	2650378	2523425	
2012	5074430	3139003	
2013	2861904	1851231	حتى 31 / 7 / 2013م
صكوك صرح			
2009	684000	507204	ابتداء من 13 / 9 / 2009م
2010	1435130	508121	
2011	1664788	1255560	
2012	1882322	3086223	
2013	422105	854441	حتى 31 / 7 / 2013م
شهادات شامة			
2011	565998	453578	
2012	672465	448327	
2013	61504	182132	حتى 31 / 7 / 2013م
شهادات شاشة			
2013	840890	93720	حتى 31 / 7 / 2013م

المصدر: أزهرى الطيب الفكى أحمد، مرجع سابق، ص 16.

يبين الجدول مختلف عمليات البيع والشراء للصكوك والشهادات التي تمت عبر سياسة السوق المفتوحة في إطار تحقيق أهداف السياسة النقدية، حيث عمليات البيع تستهدف سياسة نقدية تقييدية وانكماشية، أما عمليات الشراء تستهدف سياسة نقدية توسعية.

¹ - أزهرى الطيب الفكى أحمد، مرجع سابق، ص 16.

وحسب بيانات ذات الجداول تباينت عمليات البيع والشراء من فترة إلى أخرى، ويعود ذلك بالأساس إلى تباين الأوضاع الاقتصادية السائدة.

وأخيراً يمكن تلخيص تطور أدوات السياسة النقدية المستخدمة في السودان للفترة (2008-2015م) كما في الجدول التالي:

الجدول (42): تطور أدوات السياسة النقدية في السودان خلال الفترة (2008-2015م)

الفترة	أدوات السياسة النقدية المستخدمة
2008	عمليات السوق المفتوحة من خلال (شهامة، صرح، وشهاب)، بيع النقد الأجنبي، الاحتياطي النقدي القانوني، السيولة الداخلية، هوامش أرباح المراجحات، نافذة العجز السيولي من خلال شراء الأوراق المالية الحكومية، نافذة التمويل الاستثماري، نافذة التمويل الاستثماري.
2009	الاحتياطي النقدي القانوني، السيولة الداخلية، هوامش أرباح المراجحات ونسب المشاركات، نافذة العجز السيولي من خلال شراء الأوراق المالية الحكومية، نافذة التمويل الاستثماري، عمليات السوق المفتوحة من خلال بيع وشراء (شهامة، صرح، وشهاب)، بيع النقد الأجنبي.
2010	الاحتياطي النقدي القانوني، السيولة الداخلية، هوامش أرباح المراجحات ونسب المشاركات، نافذة العجز السيولي من خلال شراء الأوراق المالية الحكومية، نافذة التمويل الاستثماري من خلال التمويل المباشر، عمليات السوق المفتوحة من خلال بيع وشراء (شهامة، صرح، وشهاب، وشامة)، سياسة النقد الأجنبي.
2011	الاحتياطي النقدي القانوني، السيولة الداخلية، هوامش أرباح المراجحات ونسب المشاركات، نافذة العجز السيولي من خلال شراء الأوراق المالية الحكومية، نافذة التمويل الاستثماري من خلال التمويل المباشر، عمليات السوق المفتوحة من خلال بيع وشراء (شهامة، صرح، وشهاب، وشامة)، سياسة النقد الأجنبي.
2012	نسبة الاحتياطي القانوني، عمليات السوق المفتوحة، بيع وشراء النقد الأجنبي.
2013	التركيز على تمويل سلع البرنامج الثلاثي (2012-2014م) إنتاجاً وتصديراً، حث البنوك على التوسع في التمويل المصرفي والتوسع في منح التمويل للقطاع الخاص بالتركيز على القطاعات ذات الأولوية.
2014	التركيز على تمويل سلع البرنامج الثلاثي (2012-2014م) إنتاجاً وتصديراً، حث البنوك على التوسع في التمويل المصرفي والتوسع في منح التمويل للقطاع الخاص بالتركيز على القطاعات ذات الأولوية.
2015	أهم الأدوات هو صندوق إدارة السيولة بين البنوك الذي بدأ العمل به منذ سبتمبر 2014م والذي ساهم في امتصاص جزء مقدر من التوسع النقدي.

المصدر: التقارير السنوية لبنك السودان المركزي للفترة (2008-2015م).

بقي أن نشير إلى أنه يصعب تقييم السياسة النقدية الإسلامية في السودان وإسهاماتها في تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية الكلية خلال الفترة محل الدراسة (2008-2015م)، ذلك لأن السودان خلال هذه الفترة عايش مرحلتين، مرحلة اتفاقية السلام عام 2005م، وامتدت إلى غاية 2011م، حيث كانت السياسة النقدية مزدوجة (إسلامية في الشمال وتقليدية في الجنوب)، ومرحلة ما بعد الانفصال عام 2011م، حيث السياسة النقدية تكون لا محال متأثرة بأوضاع الحدث انفصال جنوب السودان.

المطلب الثاني: إسهامات قطاع البنوك في تمويل عجز الموازنة العامة للدولة

ينبغي أن نشير إلى أن موازنة الحكومة الاتحادية، لا تعكس الصورة الكلية لمجمل الإيرادات والإنفاق الحكومي، إذ أن السودان يطبق نظام الحكم الفيدرالي والذي يقسم البلاد إلى عدد من الولايات، حيث تقوم كل ولاية بإعداد وإجازة موازنتها الجارية والتنمية من مصادر الإيرادات التي كفلها لها القانون من ضرائب ورسوم ودعم من الحكومة الاتحادية لمقابلة الإنفاق على الخدمات الأساسية، مثل الصحة والتعليم والمياه، كما أن الحكومة الاتحادية تقوم من جانبها بتمويل بعض المشروعات التنموية الولائية من الموازنة الاتحادية.¹

الفرع الأول: الأداء المالي للموازنة العامة للدولة

في إطار نشاطها المالي، تقوم حكومة السودان سنويا بمجموعة من النفقات العامة، تتعلق بعدة مجالات وقطاعات، في المقابل ترصد لذلك الغرض مجموعة من الإيرادات العامة تتنوع بين الضرائب والإيرادات الأخرى غير الضريبية (البترولية وغير البترولية) بالإضافة إلى المنح الأجنبية.

وتدخل جملة هذه النشاطات سواء المتعلقة بالإيرادات العامة أو النفقات العامة في إطار ما يسمى بالأداء المالي للموازنة العامة، ويُعبر الفارق بين إجمالي الإيرادات العامة والنفقات العامة عن رصيد الموازنة العامة للدولة.

1 - التقرير السنوي لبنك السودان المركزي لعام 2014م، ص 97.

الجدول (43): الأداء المالي الفعلي للموازنة العامة للدولة للفترة (2008-2015م)

الوحدة: مليون جنيه سوداني

2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	الفترة
54499.8	51227.7	34311.5	22168.1	22766.9	20737.9	20045.6	24707.9	إجمالي الإيرادات العامة
54854.3	50380.1	36179	26272	28578.3	24162.1	21025.9	22724.8	إجمالي المصروفات الجارية
(354.5)	847.6	(1867.5)	(4103.9)	(5811.4)	(3424.2)	(980.3)	1983.1	فائض أو عجز (-) الموازنة الجارية
6012.4	4837.1	3927	3332.5	3330.4	3899.7	3569	3260.8	صافي اقتناء الأصول غير المالية (مصروفات التنمية)
630.8	435.6	662	217	284.3	262.2	346.2	—	صافي اقتناء الأصول المالية (المساهمة في رؤوس الأموال)
61497.5	55652.8	40768	29821.5	32193	—	—	—	إجمالي المصروفات العامة
(6976.4)	(4425.1)	(6456.5)	(7653.4)	(9426.1)	(7586.1)	(4895.5)	(1277.7)	العجز الكلي للموازنة
6976.4	4425	6456.5	7653.4	9426.1	7586.1	4895.5	1277.7	تمويل العجز
1425.2	1610.1	2060.3	1053.1	2047.5	1324.3	1310.8	—	التمويل الخارجي (السحوبات)
(1830.6)	(853.8)	(987)	(784.8)	(2084.9)	(2030.9)	399.9	—	التمويل الخارجي (السدادات)
(405.4)	756.3	1073.3	268.3	(37.4)	(706.6)	910.9	811.4	صافي التمويل الخارجي
9531	14537.3	11953.2	12544.4	7133.8	14954.4	10146.3	—	التمويل المحلي (السحوبات)
(2149.3)	(10868.7)	(6570)	(7159.4)	(5053.6)	(6661.7)	(6161.7)	—	التمويل المحلي (السدادات)
7381.8	3668.8	5383.2	5385	2080.2	8292.7	3984.6	466.3	صافي التمويل الداخلي
—	—	—	2000.1	7383.3	—	—	—	أخرى

المصدر: التقارير السنوية لبنك السودان المركزي للفترة (2008-2016م).

يظهر الجدول الأداء المالي للموازنة العامة، حيث يتبين أن الموازنة العامة شهدت حالة العجز على طول فترة الدراسة.

والعجز الكلي للموازنة العامة شهد ارتفاعا سنويا خلال الفترة (2008- 2011م) ليكون في الذروة في العام 2011م بواقع 9426.1 مليون جنيه، وهو العام الذي يصادف الحدث انفصال جنوب السودان، ثم شهد انخفاضا بداية من العام 2012م حيث سجل في العام 2014م ما قيمته 1.4425 مليون جنيه، إلا أنه ارتفع في العام 2015م إلى 6976.4 مليون جنيه.

الفرع الثاني: مصادر تمويل عجز الموازنة العامة للدولة

لا زالت الآثار السالبة للحصار الاقتصادي المضروب على السودان وتداعيات الأزمة المالية العالمية الممتدة منذ العام 2008م،* بالإضافة لتداعيات انفصال الجنوب تؤثر سلبا على جهود الإصلاح الاقتصادي طوال الفترة الماضية، كذلك كان لتباطؤ تدفق التمويل الخارجي الأثر البالغ في هذا الصدد، وهذا الواقع أدى إلى تزايد الاعتماد على التمويل الداخلي لسد فجوة الموارد الداخلية وتغطية العجز الناتج عن انخفاض التمويل الخارجي.¹

كما أوضحت تجربة الدين الداخلي الأهمية المتزايدة للتمويل بصيغ التمويل الإسلامية كأداة لتمويل عجز الموازنة والمساعدة في التنمية والمساهمة في القضاء على تراكمات سداد الفوائد الربوية.

* - على اعتبار أن هذا التأثير غير مباشر، حيث قد يؤثر سلبا على تدفق التمويل الخارجي والمنح الأجنبية.

1 - التقرير السنوي لشركة السودان للخدمات المالية المحدودة لعام 2015م، ص 39.

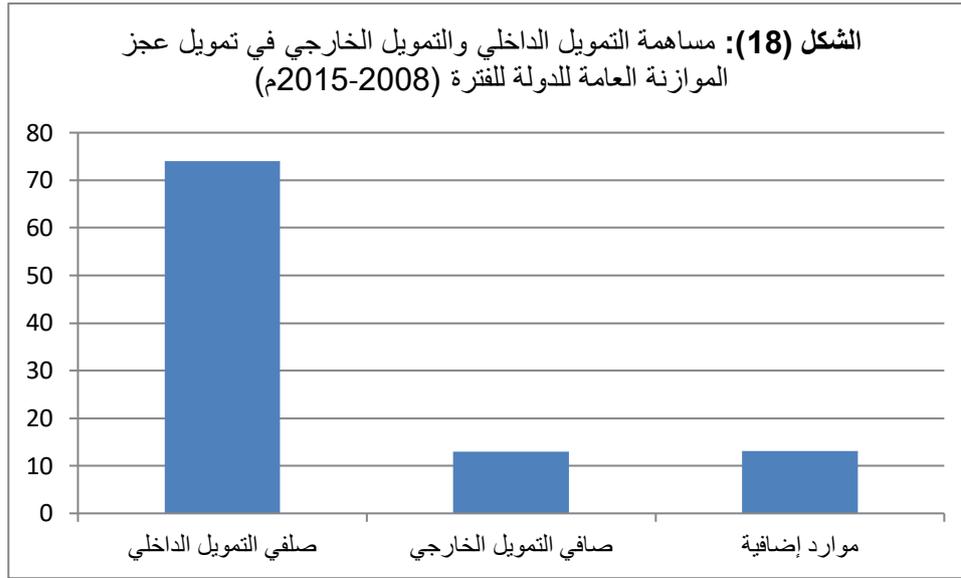
الجدول (44): العجز الكلي للموازنة العامة للدولة ومصادر تمويله خلال الفترة (2008-2015م)

الوحدة: مليون جنيه سوداني

البيان	2008		2009		2010		2011		2012		2013		2014		2015	
	نسبة المساهمة (%)	الأداء الفعلي														
العجز الكلي للموازنة	(100)	(1277.7)	(100)	(4895.5)	(100)	(7586.1)	(100)	(9426.1)	(100)	(7653.4)	(100)	(6456.5)	(100)	(4425.1)	(100)	(6976.4)
التمويل الخارجي (السحوبات على القروض والمنح)	-	-	-	1310.8	(17.46)	1324.3	(21.72)	2047.5	(13.76)	1053.1	(31.91)	2060.3	(36.38)	1610.1	(20.43)	1425.2
التمويل الخارجي (سدادات)	-	-	8.17	(399.9)	26.77	(2030.9)	22.12	(2084.9)	10.25	(784.8)	15.29	(987)	19.29	(853.8)	26.24	(1830.6)
صافي التمويل الخارجي	(63.5)	811.4	(18.61)	910.9	9.31	(706.6)	0.4	(37.4)	(3.5)	268.3	(16.62)	1073.3	(17.09)	756.3	(405.4)	5.81
التمويل الداخلي (سحوبات)	-	-	(207.26)	10146.3	(197.13)	14954.4	(75.68)	7133.8	(63.91)	12544.3	(185.13)	11953.2	(328.52)	14537.3	(136.62)	9531

-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	الأوامر المستديمة	
28.06	(50.17)	28.06	(50.17)	28.06	(50.17)	28.06	(50.17)	28.06	(50.17)	28.06	(50.17)	28.06	(50.17)	28.06	(50.17)	28.06	(50.17)	28.06	المتأخرات
(1957.6)	3500	(1957.6)	3500	(1957.6)	3500	(1957.6)	3500	(1957.6)	3500	(1957.6)	3500	(1957.6)	3500	(1957.6)	3500	(1957.6)	3500	(1957.6)	الاستدانة من بنك السودان المركزي
48.14	(50.62)	48.14	(50.62)	48.14	(50.62)	48.14	(50.62)	48.14	(50.62)	48.14	(50.62)	48.14	(50.62)	48.14	(50.62)	48.14	(50.62)	48.14	السحب من حساب تركيز البترول
(2130.2)	2240	(2130.2)	2240	(2130.2)	2240	(2130.2)	2240	(2130.2)	2240	(2130.2)	2240	(2130.2)	2240	(2130.2)	2240	(2130.2)	2240	(2130.2)	تعويض الخط الناقل
7.36	(36.79)	7.36	(36.79)	7.36	(36.79)	7.36	(36.79)	7.36	(36.79)	7.36	(36.79)	7.36	(36.79)	7.36	(36.79)	7.36	(36.79)	7.36	موارد إضافية
(475.1)	2375.5	(475.1)	2375.5	(475.1)	2375.5	(475.1)	2375.5	(475.1)	2375.5	(475.1)	2375.5	(475.1)	2375.5	(475.1)	2375.5	(475.1)	2375.5	(475.1)	
32.26	(26.13)	32.26	(26.13)	32.26	(26.13)	32.26	(26.13)	32.26	(26.13)	32.26	(26.13)	32.26	(26.13)	32.26	(26.13)	32.26	(26.13)	32.26	
(2469)	2000	(2469)	2000	(2469)	2000	(2469)	2000	(2469)	2000	(2469)	2000	(2469)	2000	(2469)	2000	(2469)	2000	(2469)	
9.71	(15.91)	9.71	(15.91)	9.71	(15.91)	9.71	(15.91)	9.71	(15.91)	9.71	(15.91)	9.71	(15.91)	9.71	(15.91)	9.71	(15.91)	9.71	
(915)	1500	(915)	1500	(915)	1500	(915)	1500	(915)	1500	(915)	1500	(915)	1500	(915)	1500	(915)	1500	(915)	
19.51	(4.15)	19.51	(4.15)	19.51	(4.15)	19.51	(4.15)	19.51	(4.15)	19.51	(4.15)	19.51	(4.15)	19.51	(4.15)	19.51	(4.15)	19.51	
(1480.2)	315	(1480.2)	315	(1480.2)	315	(1480.2)	315	(1480.2)	315	(1480.2)	315	(1480.2)	315	(1480.2)	315	(1480.2)	315	(1480.2)	
20.05	(48.82)	20.05	(48.82)	20.05	(48.82)	20.05	(48.82)	20.05	(48.82)	20.05	(48.82)	20.05	(48.82)	20.05	(48.82)	20.05	(48.82)	20.05	
(981.7)	2390	(981.7)	2390	(981.7)	2390	(981.7)	2390	(981.7)	2390	(981.7)	2390	(981.7)	2390	(981.7)	2390	(981.7)	2390	(981.7)	
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
0.17	(13.3)	0.17	(13.3)	0.17	(13.3)	0.17	(13.3)	0.17	(13.3)	0.17	(13.3)	0.17	(13.3)	0.17	(13.3)	0.17	(13.3)	0.17	

المصدر: إعداد الطالب بناء على التقارير السنوية لبنك السودان المركزي للفترة (2008-2016م).



المصدر: إعداد الطالب بناء على معطيات الجدول (44).

حسب بيانات الجدول والشكل، ساهم صافي التمويل الداخلي بمتوسط نسبي سنوي 73.96% في تمويل عجز الموازنة العامة، وبالتالي مساهمة صافي التمويل الداخلي أكثر نجاعة من صافي التمويل الخارجي لتمويل إجمالي العجز، بل إن صافي التمويل الخارجي قد يكون سالبا في بعض الأحيان، وذلك حينما تكون السحوبات على القروض والمنح الأجنبية أقل من قيمة السدادات كما حصل في الفترات 2010، 2011 و 2015م.

وبالتالي، البيانات الواردة تؤكد على أهمية صافي التمويل الداخلي بما يشتمله من عناصر في تمويل عجز الموازنة العامة للدولة.

ومن جانب آخر، توضح بيانات الجدول عناصر التمويل الداخلي والتي أسهمت في تمويل عجز الموازنة العامة للدولة، وتظهر هذه البيانات أن التمويل الداخلي يركز على ثلاثة عناصر أساسية، هي:

- الأوراق المالية ممثلة أساسا في شهادات شهامة و صكوك الاستثمار صرح.
- الضمانات.
- الاستدانة من بنك السودان المركزي.

كما تبين معطيات الجدول أن مساهمة شهادات شهامة 24.2% أكثر نجاعة من مساهمة صكوك الاستثمار صرح 6.68% في تمويل العجز الموازني على طول فترة الدراسة، كما تبرز أهمية عنصر الضمانات التي تحصلت عليها الدولة وأيضا الاستدانة من البنك المركزي كعناصر هامة في تمويل عجز الموازنة العامة للدولة.

والاستدانة من بنك السودان المركزي متاحة بموجب المادة (1-48) والمادة (2-48) من قانون بنك السودان لعام 2002م (تعديل 2012م)، الذي ينص على أنه يمكن للبنك المركزي منح تمويل مؤقت للحكومة بالشروط التي يقرها على أن لا يتجاوز التمويل في أي وقت 15% من تقديرات الإيرادات العامة للحكومة في السنة المالية التي يمنح فيها التمويل، على أن يُسَدَّد ذلك التمويل في مدة لا تتجاوز السنة أشهر التالية لنهاية السنة المالية التي منح فيها التمويل.¹

الفرع الثالث: أهمية الأوراق المالية الإسلامية في تمويل عجز الموازنة العامة للدولة

لمعرفة مدى أهمية الأوراق المالية الإسلامية في تمويل عجز الموازنة العامة للدولة، نقوم بتحديد حصتها في صافي التمويل الداخلي، ونقوم أيضا بمقارنتها بمصادر التمويل الأخرى لتمويل العجز.

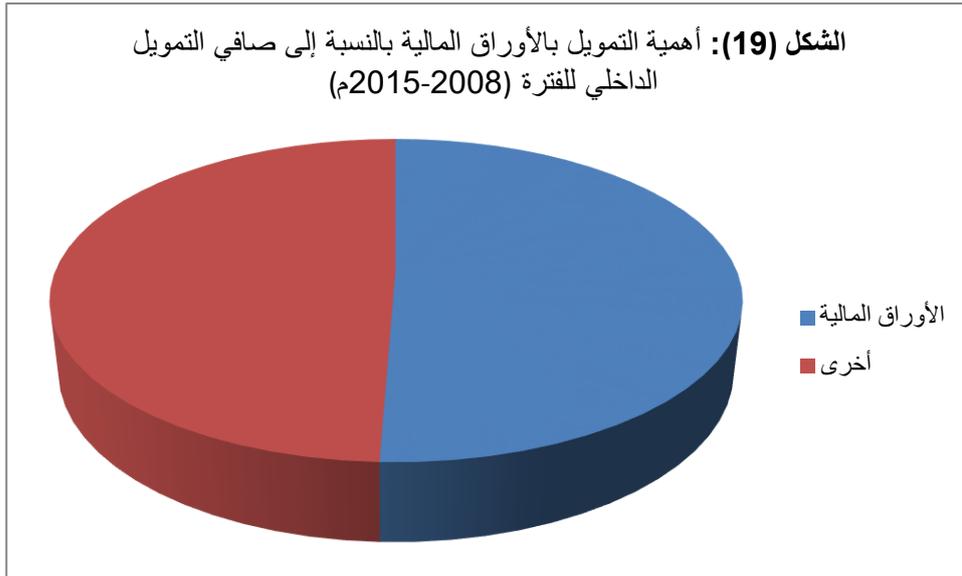
الجدول (45): أهمية التمويل بالأوراق المالية بالنسبة إلى صافي التمويل الداخلي للفترة (2008-2015م)

الوحدة: مليون جنيه سوداني

الفترة	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
الأوراق المالية (شهادة وصرح و صكوك التنمية)	1	2115	3682	2209	2387.5	1234.4	1784.7	2560.9
صافي التمويل الداخلي	466.3	3984.6	8292.7	2080.2	5385	5383.2	3668.8	7381.8
النسبة (%)	1	53.08	44.4	106.19	44.34	22.93	48.64	34.69

المصدر: إعداد الطالب بناء على التقارير السنوية لبنك السودان المركزي للفترة (2008-2015م).

¹ - نفس المرجع، ص 42.



المصدر: إعداد الطالب بناء على معطيات الجدول (45).

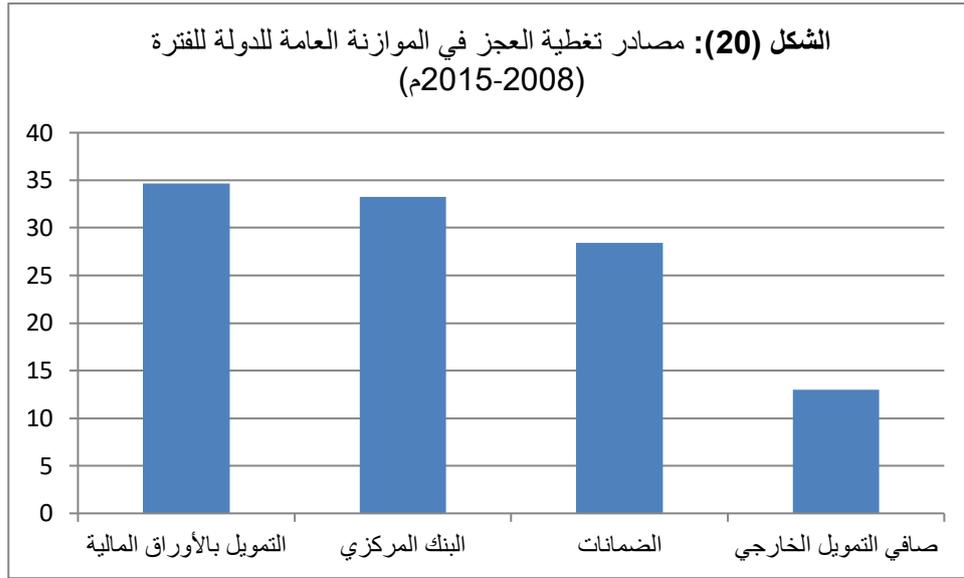
بيانات الجدول والشكل تشير إلى أن الأوراق المالية الممثلة أساساً في شهادات شهامة و صكوك الاستثمار الحكومية صرح تمثل نسبة هامة في إجمالي صافي التمويل الداخلي، وسجلت هذه الأهمية متوسط نسبي سنوي 50.61%، بمعنى أن نصف الموارد الداخلية لتغطية العجز الموازي للدولة تم تمويلها أساساً بشهادات شهامة و صكوك صرح على اعتبار أن صكوك التنمية ساهمت في تمويل العجز الموازي في عام 2009م فقط بنسبة 25.96%.

الجدول (46): مصادر تغطية العجز في الموازنة العامة للدولة للفترة (2008-2015م)

الوحدة: مليون جنيه سوداني

البيان	2008		2009		2010		2011		2012		2013		2014		2015	
	النسبة (%)	القيمة														
الاستدانة من البنك المركزي	-	-	48.82	2390	4.15	315	15.91	1500	26.13	2000	36.79	2375.5	50.62	2240	50.17	3500
الأوراق المالية (شهادة وصرح وصكوك التنمية)	-	-	43.2	2115	48.54	3682	23.43	2209	31.19	2387.5	19.12	1234.4	40.33	1784.7	36.71	2560.9
الضمانات	-	-	(1.47)	72	(15.95)	1210.2	4.44	(418.6)	(45.71)	3498.8	(41.83)	2700.8	(49.51)	2190.8	(49.02)	3419.8
صافي التمويل الخارجي	63.5	811.4	18.61	910.9	(9.31)	(706.6)	(0.4)	(37.4)	3.5	268.3	16.62	1073.3	17.09	756.3	(5.81)	(405.4)
العجز الكلي للموازنة	-	(1277.7)	-	(4895.5)	-	(7586.1)	-	(9426.1)	-	(7653.4)	-	(6456.5)	-	(4425.1)	-	(6976.4)
	12.97	28.43	28.43	34.64	28.43	34.64	28.43	34.64	28.43	34.64	28.43	34.64	28.43	34.64	28.43	34.64
	(5.81)	(49.02)	(49.02)	36.71	(49.02)	36.71	(49.02)	36.71	(49.02)	36.71	(49.02)	36.71	(49.02)	36.71	(49.02)	36.71
	(405.4)	3419.8	3419.8	2560.9	3419.8	2560.9	3419.8	2560.9	3419.8	2560.9	3419.8	2560.9	3419.8	2560.9	3419.8	2560.9
	17.09	(49.51)	(49.51)	40.33	(49.51)	40.33	(49.51)	40.33	(49.51)	40.33	(49.51)	40.33	(49.51)	40.33	(49.51)	40.33
	756.3	2190.8	2190.8	1784.7	2190.8	1784.7	2190.8	1784.7	2190.8	1784.7	2190.8	1784.7	2190.8	1784.7	2190.8	1784.7
	16.62	(41.83)	(41.83)	19.12	(41.83)	19.12	(41.83)	19.12	(41.83)	19.12	(41.83)	19.12	(41.83)	19.12	(41.83)	19.12
	1073.3	2700.8	2700.8	1234.4	2700.8	1234.4	2700.8	1234.4	2700.8	1234.4	2700.8	1234.4	2700.8	1234.4	2700.8	1234.4
	3.5	(45.71)	(45.71)	31.19	(45.71)	31.19	(45.71)	31.19	(45.71)	31.19	(45.71)	31.19	(45.71)	31.19	(45.71)	31.19
	268.3	3498.8	3498.8	2387.5	3498.8	2387.5	3498.8	2387.5	3498.8	2387.5	3498.8	2387.5	3498.8	2387.5	3498.8	2387.5
	(0.4)	4.44	4.44	23.43	4.44	23.43	4.44	23.43	4.44	23.43	4.44	23.43	4.44	23.43	4.44	23.43
	(37.4)	(418.6)	(418.6)	2209	(418.6)	2209	(418.6)	2209	(418.6)	2209	(418.6)	2209	(418.6)	2209	(418.6)	2209
	(9.31)	(15.95)	(15.95)	48.54	(15.95)	48.54	(15.95)	48.54	(15.95)	48.54	(15.95)	48.54	(15.95)	48.54	(15.95)	48.54
	(706.6)	1210.2	1210.2	3682	1210.2	3682	1210.2	3682	1210.2	3682	1210.2	3682	1210.2	3682	1210.2	3682
	18.61	(1.47)	(1.47)	43.2	(1.47)	43.2	(1.47)	43.2	(1.47)	43.2	(1.47)	43.2	(1.47)	43.2	(1.47)	43.2
	910.9	72	72	2115	72	2115	72	2115	72	2115	72	2115	72	2115	72	2115
	63.5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	811.4	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

المصدر: إعداد الطالب بناء على التقارير السنوية لبنك السودان المركزي للفترة (2008-2015م).



المصدر: إعداد الطالب بناء على معطيات الجدول (46).

تظهر بيانات الجدول والشكل مقارنة بين أهم مصادر تمويل العجز الموازني للدولة الممثلة أساسا في الاستدانة بين المركزي والأوراق المالية والضمانات وصافي التمويل الخارجي، حيث يتبين أهمية التمويل بالأوراق المالية بمتوسط نسبي سنوي 34.64%، ثم الاستدانة من البنك المركزي 33.23%، ثم الضمانات 28.43%، بينما لا يمثل صافي التمويل الخارجي أهمية كبيرة في تمويل العجز، حيث سجل 12.97%، فضلا عن أنه قد يكون سالباً في بعض الأحيان وذلك حينما تكون السحوبات تفوق قيمة السدادات كما حصل في السنوات 2011، 2010 و 2015م.

المطلب الثالث: أثر سوق الخرطوم في مواجهة الأزمات المالية الدولية (حالة الأزمة لعام 2008م)

الفرع الأول: أثر الأزمة لعام 2008م على سوق الخرطوم للأوراق المالية

أهم حدث اقتصادي في العام 2008م، كان تلك الأزمة التي عصفت بمعظم أسواق العالم، حيث بدأت كأزمة رهن عقاري، وامتدت بعد ذلك إلى أسواق المال التي شهدت موجة من الانهيارات والانخفاضات الحادة في مؤشراتها المالية.

وعلى الرغم من تلك الانهيارات، إلا أن سوق الخرطوم للأوراق المالية كان في منأى عن هذا الهبوط الحاد، بل إن العكس تماما هو ما حدث، حيث سجل السوق ارتفاعا ملحوظا في حجم التداول من 1.7 إلى 1.8 مليار جنيه، كما ارتفع عدد الصكوك والشهادات المتداولة من 4733723 إلى 7398962 صكا وشهادة، هي عبارة عن صكوك الصناديق الاستثمارية التي ارتفعت من 2717193 إلى 4977907 صكا وشهادات المشاركة الحكومية (شهامه) التي ارتفعت أيضا من 2016530 إلى

2421055 شهادة، كما ارتفع أيضا في عام 2008م عدد العقود المنفذة من 7195 إلى 8569 عقدا منفذاً، في حين انخفض عدد الأسهم المتداولة إلى 281609805 سهما، والسبب في انخفاض عدد الأسهم هو تجميع بعض الشركات لأسهمها بعد حذف صفرين من العملة السودانية عند التحول من الدينار إلى الجنيه.¹

إن الأمر الذي جعل سوق الخرطوم في منأى من موجة الانهيارات التي اجتاحت أسواق العالم هو في الأساس اتباع النظام الإسلامي القائم على نظام المشاركة في الربح والخسارة، واستخدام الصكوك الإسلامية بدلا عن السندات الربوية.

مؤشر الخرطوم خلال سنوات الأزمة:

الهدف من عمل المؤشر، هو قياس التغير الذي يطرأ على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية خلال فترة معينة، وقد ساعد صندوق النقد العربي بإعداد المعادلات والصيغة التي يُحسب بها مؤشر الخرطوم الذي تم الإعلان عنه في شهر سبتمبر من العام 2003م والذي استهل بـ 1000 نقطة حتى بلغ 2858.533 نقطة بنهاية ديسمبر 2015م.²

طريقة حساب المؤشر:³

مؤشر الخرطوم 30، هو عبارة عن القيمة المرجحة للتداول، يتم حساب المؤشر من 30 شركة والتي تمثل الشركات الأكثر سيولة في السوق، حيث يتم وضع 10% كحد أقصى لضمان تمثيل أكبر قدر من الشركات الصغيرة في حساب المؤشر.

كما أن لسوق الخرطوم للأوراق المالية ثلاثة مؤشرات أخرى تضم أكبر 30 شركة في كل قطاع، هذه المؤشرات هي: مؤشر البنوك والاستثمار، مؤشر الصناعة، ومؤشر الخدمات والتأمين، وكل هذه المؤشرات تستخدم القيمة المرجحة، وهي نفس طريقة حساب مؤشر الخرطوم 30.

¹ - التقرير السنوي لسوق الخرطوم للأوراق المالية لعام 2008م، ص 8.

² - التقرير السنوي لسوق الخرطوم للأوراق المالية لعام 2015م، ص 24.

³ - سوق الخرطوم للأوراق المالية، على الموقع:

<http://www.kse.com.sd/Pages/default.aspx?c=550&sid=1> (تاريخ الاطلاع: 2014/12/29م).

معادلة المؤشر:

$$\text{Index } t = \frac{\sum_{i=1}^{30} P_{it} C_{it} F_{it} Q_{it}}{\text{Divisor } adj} 100$$

حيث إن:

Index t: قيمة المؤشر في اليوم t.

 P_{it} : أسعار إغلاق شركات المؤشر في اليوم t. Q_{it} : إجمالي عدد أسهم شركات المؤشر في اليوم t. C_{it} : معامل الحد الأقصى للورقة المالية في اليوم t. F_{it} : معامل التعويم الحر.

Divisor adj: معامل قسمة المؤشر.

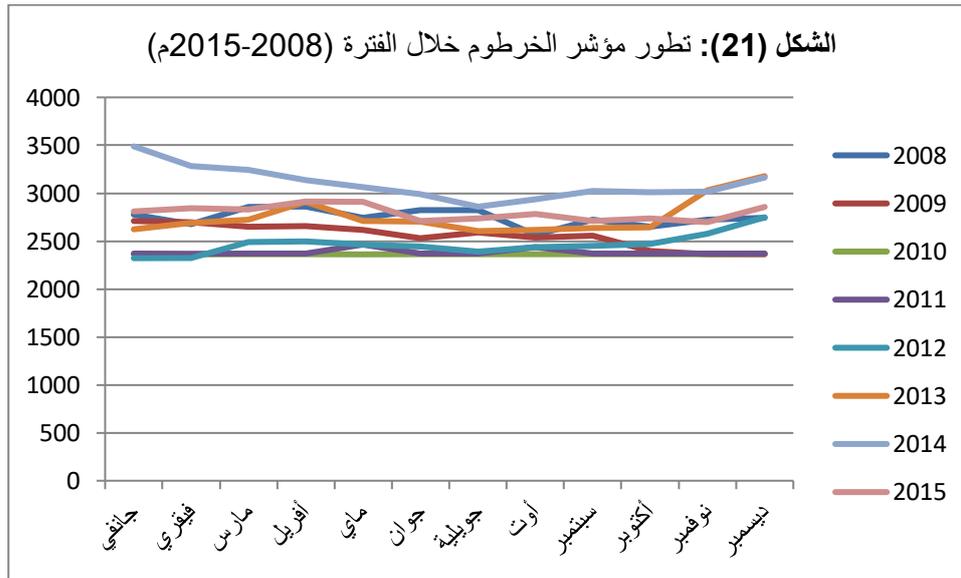
يتم حساب معامل التعويم الحر والقيمة المرجحة كل ثلاثة أشهر (ربع سنوية) بنهاية شهر مارس، جوان، سبتمبر، وديسمبر، بينما يتم إعادة تعيين شركات المؤشر في بداية شهر جويلية من كل عام، ويتم اختيار العينة بناء على معايير، تتضمن كل من رأس المال السوقي، سيولة الورقة المالية، ومعدل العائد على السهم.

الجدول (47): تطور مؤشر الخرطوم خلال الفترة (2008-2015م)

الوحدة: نقطة

الفترة	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
جانفي	2776.4	2710.02	2362.36	2367.55	2322.17	2625.79	3488.58	2808.13
فيفري	2674.73	2696.78	2361.86	2367.37	2324.52	2690.7	3284.4	2844.1
مارس	2859.02	2652.55	2361.85	2367.9	2487.97	2725.56	3241.91	2829.94
أفريل	2860.97	2659.52	2362.78	2368.22	2495.5	2907.19	3133.95	2913.47
ماي	2744.35	2616.37	2361.81	2464.1	2464	2710.56	3064.23	2912.24
جوان	2824.98	2531.87	2363.12	2368.41	2440.5	2704.94	2989.76	2709.78
جويلية	2826.81	2589.33	2365.29	2368.94	2391.87	2605.1	2859.39	2737.37
أوت	2564.79	2539.52	2365.29	2435.34	2435.34	2617.69	2935.95	2781.73
سبتمبر	2723	2555.52	2365.29	2368.95	2451.62	2640.21	3020.13	2707.29
أكتوبر	2650	2396.46	2365.25	2369.41	2472.09	2641.19	3011.68	2740.03
نوفمبر	2720.65	2363.47	2365.67	2368.95	2577.8	3028.93	3017.64	2697.742
ديسمبر	2745.85	2363.35	2367.92	2368.46	2748.26	3178.07	3161.62	2858.53
المتوسط	2747.63	2556.23	2364.04	2381.97	2467.64	2756.33	3100.77	2795.03

المصدر: إعداد الطالب بناء على التقرير السنوي لسوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة 2013 و2015م.



المصدر: إعداد الطالب بناء على معطيات الجدول (47).

من خلال بيانات الجدول والشكل، يتضح أن مؤشر الخرطوم لم يتأثر بالأزمة المالية العالمية لعام 2008م، حيث إن المؤشر خلال سنوات الأزمة لم يسجل اضطرابات أو ارتفاعات معتبرة، وظل محافظاً على استقراره النسبي.

الفرع الثاني: أثر الأزمة لعام 2008م على أسواق المال العربية والدولية*:

شهدت أسواق المال العربية في عام 2008م انخفاضا هائلا تبعا للأزمة المالية العالمية التي امتدت يدها لتتطال الأسواق العربية أيضا، حيث تفاوتت فيها نسب الانخفاض بشكل كبير، وسجلت بورصة دبي أعلى معدل انخفاض بنسبة 65%، يليها مؤشر سوق الأسهم السعودي الذي انخفض بنحو 59.2%، ثم يأتي على التوالي انخفاض البورصة المصرية بنسبة 50.9% وسوق أبو ظبي للأوراق المالية بنحو 44.6% وسوق الكويت للأوراق المالية بنسبة 40.3% وسوق الدوحة للأوراق المالية بنسبة 22.2% وبورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء بنسبة 19.1%¹.

وفيما يتعلق بالقيمة السوقية لأسواق المال العربية، فقد انخفضت بنهاية العام 2008م بنسبة 42.5% لتبلغ حوالي 769.58 مليار دولار مقارنة بـ 1137.75 مليار دولار بنهاية العام 2007م، حيث انخفضت القيمة السوقية لسوق الأسهم السعودي بنحو 52.2% لتصل إلى حوالي 246.34 مليار دولار، تمثل هذه القيمة ما نسبته 32% من القيمة السوقية الإجمالية للأسواق العربية، وانخفضت القيمة السوقية لسوق دبي المالي بنحو 54.3%، وسوق الكويت بنحو 48.1%، وسوق أبو ظبي للأوراق المالية بنسبة 43.2%، والبورصة المصرية بنسبة 38.1%².

كذلك بالنسبة لعدد الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية، فقد انخفض في نهاية العام 2008م ليبيلغ 1542 شركة مقارنة بعدد 1550 شركة مدرجة بنهاية عام 2007.

أما فيما يتعلق بحجم التداول، فقد بلغت قيمة الأسهم المتداولة في أسواق المال العربية 997.87 مليار دولار منخفضة بنسبة 9.9% مقارنة مع 2007م، حيث انخفض عدد الأسهم المتداولة خلال عام 2008م بنسبة 5.9% ليبيلغ 304 مليار سهما مقارنة مع 323 مليار سهما تم تداولها خلال عام 2007م.

* - لقد تم الإشارة إلى جانب من هذه الآثار سابقا، أنظر: المطلب الثالث من المبحث الثالث من الفصل الثاني/الباب الثاني.

1 - التقرير السنوي لسوق الخرطوم للأوراق المالية لعام 2008م، ص 10.

2 - نفسه.

كذلك يُلاحظ الانخفاض في عدد من المؤشرات العالمية، مثل مؤشر Standard & Poor's (S&P 500) في الولايات المتحدة الذي انخفض بنسبة 38.5%، وانخفض مؤشر (FTSE100) البريطاني بنحو 31.3%، كما انخفض مؤشر (Nikkei 225) الياباني بنسبة 42.1%، وأيضاً مؤشر (CAC 40) الفرنسي بنسبة 42.7%¹.

¹ - نفسه.

خلاصة الفصل:

ساهمت سوق الخرطوم للأوراق المالية في تحقيق عدة مكاسب لقطاع البنوك، يمكن تقسيمها إلى قسمين: آثار مباشرة، تتمثل في توسع النشاط المصرفي الإسلامي، حيث شهد قطاع البنوك تطورا في عدد البنوك المدرجة في سوق الخرطوم، وسجل أكبر نسبة في تداول الأسهم وأكبر نسبة في مؤشر رأس المال السوقي، ويدل هذا على أن قطاع البنوك يحوز على حصة هامة من السوق.

بالإضافة إلى الآثار الاقتصادية والاجتماعية والتي أسهم قطاع البنوك في تحقيقها من خلال تملكها وحيازتها على الأوراق المالية الإسلامية المختلفة ولا سيما صكوك الاستثمار الحكومية صرح والتي أسهمت فيها البنوك بأكثر نسبة 41.21%، حيث تم من خلالها تحقيق آثار اقتصادية في مختلف المجالات، وأيضا آثار أخرى اجتماعية.

وبالنسبة لدور السوق في تنشيط سوق ما بين البنوك، فإن صندوق إدارة السيولة لسوق ما بين البنوك والذي بدأ العمل به في سبتمبر 2014م ساهم في امتصاص جزء مقدر من التوسع النقدي في عام 2015م، وذلك عن طريق تقليل تدخل بنك السودان المركزي لتغطية العجز السيولي المؤقت للبنوك.

إلا أنه لم نعثر على أي بيانات أو إثباتات بخصوص أن الأهداف المحققة من خلال صندوق إدارة السيولة قد تمت عبر سوق الخرطوم.

أما بالنسبة للآثار غير المباشرة، تم تطوير علاقة بنك السودان المركزي بالبنوك الإسلامية، وتم التخلُّص من أدوات السياسة النقدية التقليدية التي تتعارض ومبادئ الشريعة الإسلامية، مثل: إعادة الخصم، التعامل بالسندات الحكومية الربوية ...

وقد تم تطوير عمليات السوق المفتوحة من خلال التعامل بشهادات شهامة، صكوك صرح، شهادات شهاب وشامة، كما أن سوق الخرطوم قد أتاح فرصا للجهاز المصرفي ممثلا في البنك المركزي والبنوك للمساهمة في تمويل عجز الموازنة العامة للدولة، وتم ذلك أساسا بشهادات شهامة وصكوك صرح.

وفضلا عن ذلك كله، أن سوق الخرطوم كانت بمنأى عن التأثير بالأزمات المالية الدولية، وكدليل على ذلك أنه لم يتأثر بتداعيات الأزمة المالية العالمية لعام 2008م، حيث إن مؤشر الخرطوم خلال سنوات الأزمة لم يسجل اضطرابات أو ارتياحات معتبرة، وظل محافظا على استقراره النسبي، في الوقت الذي شهدت فيه عدد من أسواق المال العالمية انخفاضات في مؤشراتها، بل امتدت الأزمة لتطال الدول العربية أيضا، حيث لم تسلم أسواقها المالية من انخفاضات هائلة في أدائها.

الخاتمة

يُواجه التطبيق العملي لنشاط البنوك الإسلامية عدة صعوبات اختزلت وبشكل كبير دورها المُفترض في إحداث التنمية الاقتصادية، وكان يُنظر إلى البنوك الإسلامية أنها سوف تؤدي دورا استثماريا تنمويا متميزا يتعلق بتنمية الإنتاج وزيادة تشغيل الموارد الإنتاجية ودعم المستوى المعيشي نحو الأفضل ... لكن واقع النشاط المصرفي الإسلامي يُوشر إلى خلاف ذلك، إذ أن سمته ذو طبيعة تجارية قصيرة الأجل ذات الربحية العالية والمخاطر الأقل، الأمر الذي جعلها في مأزق حقيقي.

كما أن فائض السيولة لديها في ظل غياب أدوات أو قنوات لصرفه اتجاه بنوك إسلامية أخرى تعاني العجز أو اتجاه تمويل العجز الموازني الحكومي (في حالة حدوثه) يشكل عائقا آخر على النشاط المصرفي الإسلامي.

أضف إلى ذلك، أن كثيرا من البنوك الإسلامية تنشط في بيئة اقتصادية غير ملائمة، فالضغوطات التي يمارسها البنك المركزي في إطار تنفيذ السياسة النقدية (عندما تخالف مبدأ الصيرفة الإسلامية) تشكل عائقا يُحجّم من نشاط البنوك الإسلامية ويحد من نموه.

وبالنظر إلى الدور المتميز المنوط بنشاط أسواق الأوراق المالية المتعلق بأداء وظائف اقتصادية هامة تتم من خلال نقل الأموال الفائضة (المدخرات) إلى تلك القطاعات التي تعاني من عجز في الأموال (الاستثمارات)، فإن ذلك سيساعد البنوك الإسلامية على عمليات الاستثمار طويل الأجل وتكوين المحافظ المالية بما يضمن تحقيق الكفاءة الاقتصادية التي تساهم في زيادة الإنتاج وتحقيق الرفاهية في المجتمع.

ولا تتوقف إسهامات تلك السوق في تحقيق ذلك فحسب، وإنما ستوفر للبنوك الإسلامية أدوات تُمكنها من معالجة مسائل أخرى ترتبط بنشاطها، ومن ذلك تحسين علاقتها بالبنك المركزي وإيجاد إمكانية للإسهام في تمويل العجز الموازني الحكومي وتفعيل التعاون بين البنوك الإسلامية من خلال نقل الأموال من البنوك ذات الفائض إلى البنوك ذات العجز.

نتائج اختبار الفرضيات:

الفرضية الأولى:

"اعتبارا من أن صيغ التمويل الإسلامي قصيرة الأجل تعتبر الأكثر عائدا والأكثر ضمانا، فإن النشاط في البنوك الإسلامية سوف يرتبط بتلك الصيغ، وعليه يكون ذلك النشاط ذي طبيعة تجارية مستهدفا أكبر الأرباح الممكنة". نتائج الدراسة تثبت صحة هذه الفرضية، وتم تأكيد ذلك في الباب الأول، حيث تم تقييم الدور الاستثماري والتنموي للبنوك الإسلامية من خلال عينة تتكون من أربعة بنوك إسلامية تنشط في دول مختلفة، وتبيّن أن تلك البنوك بشكل عام حققت نتائج إيجابية في مجمل النشاط،

وإن بدت متأثرة بتداعيات الأزمة المالية العالمية لعام 2008م وبالأخص تلك الناشطة في دول الخليج، كما تبيّن أن اتجاه النشاط ينحاز لفترات قصيرة الأجل، حيث يتم التركيز على صيغ البيوع وتمويل القطاع التجاري، فيما لم تسجل قطاعات التنمية وصيغ المشاركات والمضاربات أهمية تعكس بها تلك البنوك واقعها التنموي.

الفرضية الثانية:

"انطلاقاً من أن أسواق الأوراق المالية المعاصرة ذات اتجاه ليبرالي وقائمة أساساً على نظام الفائدة الربوي، فإنها تتناقض مع مبادئ الفكر المالي الإسلامي، وبالتالي عدم إمكانية البنوك الإسلامية الاستثمار فيها". نتائج الدراسة تثبت صحة هذه الفرضية نسبياً، حيث تبيّن في الباب الثاني من هذه الدراسة أن قسماً هاماً من نشاط أسواق الأوراق المالية المعاصرة ذات الاتجاه الليبرالي يجري من خلال التعامل بالسندات الربوية ووفق أشكال مختلفة ومتنوعة، إلا أن هناك قسماً آخر من التعامل له أصل وفق المنظور المالي الإسلامي، كالتعامل ببعض أنواع الأسهم التي تحوز على الشرعية الشرعية، أي بتوفر شروط وضوابط محددة، إلا أن النظام الليبرالي أساء استخدامها حينما اعتمدها في إطار العقود الآجلة كعقود المستقبلات وعقود الخيارات، حيث يتم بيع وشراء المخاطر المتعلقة بها في أسواق منفصلة ومنظمة ومنضبطة، يربح الرابحون فيها على حساب خسارة الآخرين، تماماً كما يحدث في القمار، فضلاً عن أن تلك الأسواق أسهمت في نشوء المضاربات السعرية وتكوين ظاهرة الفقاعة المالية.

الفرضية الثالثة:

"في إطار البحث عن البديل لأسواق الأوراق المالية المعاصرة بُغية تصحيح مسيرة البنوك الإسلامية وفتح مجال واسع لها نحو الاستثمار والتنمية، فإن سوق الأوراق المالية الإسلامية سيكون البديل الأنسب، حيث يوفر الصكوك والأوراق المالية الإسلامية عوضاً عن السندات الربوية". نتائج الدراسة تثبت صحة هذه الفرضية، حيث تبيّن في الباب الثالث من هذه الدراسة أن توفر بديل شرعي هو سوق الأوراق المالية الإسلامية سيكون الحل الأنسب والملاذ الآمن للبنوك الإسلامية للاستثمار فيها وتنويع نشاطها بما يخدم مختلف مجالات المجتمع، كما يُفترض أن تشمل تلك السوق على هيئة للرقابة الشرعية، تسهر على سلامة المعاملات التي تُعقد فيها، ولا مانع أيضاً أن تشمل تلك السوق على بعض الإجراءات الإدارية أو المسائل المعهودة في الأسواق الأخرى طالما كانت تحوز على السلامة الشرعية، وتبعاً لذلك سيكون لمسائل السمسرة والأوامر والتسعير أصل في تلك السوق، ويبقى أهم ما يميز تلك السوق هو طبيعة أدواتها المالية والمنبثقة أساساً من صيغ التمويل الإسلامي، حيث تقوم على الغنم بالغرم والإجارة والريح والتكافل والتضامن الاجتماعي.

الفرضية الرابعة:

"باعتبار بلد السودان يقوم على النظام المصرفي والمالي الإسلامي، فإن البنوك الإسلامية تقوم بنشاط استثماري في سوق الخرطوم للأوراق المالية بما يحقق لها مزايا ومكتسبات من تلك السوق وبما يخدم أهدافها الاستثمارية التنموية". نتائج الدراسة تثبت صحة هذه الفرضية، حيث تبين في الباب الرابع من هذه الدراسة أن بلد السودان والذي بدأ أولى خطوات أسلمة النظام المصرفي والمالي منذ عام 1984م أنشأ سوق الخرطوم للأوراق المالية في عام 1995م، وقد حدد قانون سوق الخرطوم لعام 1994م هيئة رقابة شرعية للسوق تختص بالرقابة على أعمال السوق والتأكد من التزامها بأحكام الشريعة الإسلامية، كما أثبتت الدراسة أن البنوك كانت طرفا هاما في استثمارات سوق الخرطوم، حيث كانت الجهة الأكثر حيازة لشهادات شهامة، وأكثر حيازة لصكوك صرح، واحتلت المركز الثاني في حيازة شهادات شامة بعد البنك المركزي، ولقد تحققت عدة مزايا ومكتسبات لقطاع البنوك من خلال الاستثمار في سوق الخرطوم، حيث شهد قطاع البنوك تطورا في عدد البنوك المدرجة في سوق الخرطوم، وسجل أكبر نسبة في تداول الأسهم وأكبر نسبة في مؤشر رأس المال السوقي (تحقيق توسع في النشاط المصرفي الإسلامي)، وأيضا من خلال صكوك صرح مثلا (والتي كانت البنوك طرفا مساهما فيها) تحققت عدة آثار اقتصادية في مختلف المجالات، وأيضا آثار أخرى اجتماعية، كما تم تطوير علاقة بنك السودان المركزي بالبنوك الإسلامية، وتم التخلُّص من أدوات السياسة النقدية التقليدية التي تتعارض ومبادئ الشريعة الإسلامية، مثل: إعادة الخصم، التعامل بالسندات الحكومية الربوية ... وقد تم تطوير عمليات السوق المفتوحة من خلال التعامل بشهادات شهامة، صكوك صرح، شهادات شهاب وشامة، كما أن سوق الخرطوم قد أتاح فرصا للجهاز المصرفي ممثلا في البنك المركزي والبنوك للمساهمة في تمويل عجز الموازنة العامة للدولة، وتم ذلك أساسا بشهادات شهامة وصكوك صرح.

ومن خلال هذه الدراسة تم التوصل إلى مجموعة من النتائج، هي كالتالي:

- التعامل بالربا يؤدي إلى آثار اقتصادية سيئة، ومن ذلك أنه: معيق للاستثمار والإنتاج، مظهر من مظاهر احتكار المال وسوء توزيعه، أداة رديئة ومضللة في تخصيص الموارد الاقتصادية، مؤثر سلبي على النقد ووظائفه ومنشئ للتضخم المالي ومنشئ للمضاربات السعرية غير الإنتاجية ...
- يقوم نشاط البنوك الإسلامية على ثلاثة أسس: أساس عقائدي، أساس تنموي وأساس اجتماعي، وتبعاً لذلك انبثقت أهداف البنوك الإسلامية من تلك المبادئ، وكانت أهدافها: تعظيم الربحية المادية، تأمين السيولة، وتوفير الأمان، وانبثقت من الأساس التنموي، أما هدف تحقيق الربحية الاجتماعية،

انبثق من الأساس الاجتماعي، وكل هذه الأهداف ينبغي تحقيقها انطلاقاً من مشروعية الوسائل المؤدية لها، وهذا بدوره منبثق من الأساس العفائدي للبنوك الإسلامية.

➤ النشاط في البنوك الإسلامية، يقوم على أساس الربط بين الجانب النقدي والجانب السلعي، فالنقود تظهر بظهور الإنتاج وتخفي باختفائه، ويضمن ذلك التقيد بأساليب الاستثمار الشرعية، فيما يختص نشاط البنوك التقليدية بالطبيعة التجارية وعملية توليد أو اشتقاق نقود الودائع التي تنتهي بظاهرة الفقاعة المالية المُعبّر عنها بالتضخم المالي الذي ينتهي بدوره في العادة بأزمة اقتصادية هي ظاهرة الكساد.

➤ النشاط في البنوك الإسلامية محل الدراسة ينحاز أكثر إلى فترات قصيرة الأجل (لا تتجاوز سنة)، مما يعني أن النشاط يغلب عليه الطابع التجاري في الوقت الذي تبقى البنوك الإسلامية عملياً مطالبة بتحقيق أهداف استثمارية تنموية.

➤ تأثرت البنوك الإسلامية بالأزمة المالية العالمية لعام 2008م، وذلك على قدر تأثر اقتصاديات الدول التي تنشط فيها، فالبنوك الأكثر تأثراً (بنك البركة الإسلامي بالبحرين، بنك البلاد الإسلامي بالسعودية، بنك بوبيان بالكويت)، أي: دول الخليج وبدرجة أقل البنك الإسلامي الأردني للتمويل والاستثمار.

➤ يُظهر التقييم الاجتماعي للبنوك الإسلامية محل الدراسة أن دورها في مجال المسؤولية الاجتماعية جد محدود وغير كاف، وإن كان من البنوك من أبدى اهتمامه بخدمة المجتمع، إلا أننا لم نعثر على إحصائيات وأرقام تثبت ذلك، كما هو الحال في بنك بوبيان الكويتي.

وبالتالي، نتائج تقييم الدور التنموي للبنوك الإسلامية تخلص إلى ضرورة توجه البنوك الإسلامية إلى الاستثمار في أسواق الأوراق المالية، حيث توصلنا بخصوص ذلك أيضاً إلى مجموعة من النتائج، هي كالتالي:

➤ إذا افترضنا أن أصل الشركة حلال وأنه ينتفي أي محظور شرعي آخر، فإن الاستثمار في الأسهم يرتبط بنوع السهم حلاً وحرمة.

كما أن هناك أحكاماً أخرى تتعلق ببيع وتداول الأسهم، منها:

- بيع الأسهم قبل بدء نشاط الشركة:

إن كانت ذات أصول سابقة قبل الاكتتاب (كشركة التضامن المحدودة)، يجوز بيع الأسهم، لأنه لم تعد نقوداً صرفة.

أما إن كانت تحت التأسيس (لم تزل نقوداً) يتعين أن تجري على مبادلة أسهمها إن تمت قواعد الصرف، فلا يُباع السهم بأكثر من قيمته الاسمية، ولا بد فيه من التقابض.

- تداول الأسهم على الهامش: لا يجوز.

- البيع على المكشوف: لا يجوز.

أما الاستثمار في السندات: لا يجوز.

➤ تتنوع وتتعدد أساليب الاستثمار في الأسواق الآجلة، إلا أنها تتمثل أساساً في العقود الآجلة الباتة، العقود المستقبلية، وعقود الخيارات، وجميعها غير جائز لما تشتمل عليه من الغرر والقمار والمضاربات على فوارق الأسعار وبيع ما لا يملك ...

➤ سوق الأوراق المالية المعاصرة ذات الاتجاه الليبرالي تحولت من أصلها كمصدر للتمويل إلى مصدر للأزمات، كما حدث في الأزمة المالية العالمية لعام 2008م بسبب ما جرى من تعاملات سيئة على مستوى تلك الأسواق (ربا ومجازفات، مضاربات قصيرة الأجل، مشتقات مالية وعقود خيار، وعمليات التوريق من خلال بيع الديون ...) ولم تفرق تلك المعاملات بين النقود والسلع.

➤ فكرة سوق الأوراق المالية الإسلامية، البديل الشرعي للملائم، تقوم على قاعدة المصالح المرسلّة، ويدعم أهمية تلك السوق عدد من المجامع الفقهية الإسلامية، مع ضرورة التزامها بالضوابط الشرعية في كل جوانبها، لذلك يجب أن نضفي على تلك السوق هيئة للرقابة الشرعية تمارس أعمال الرقابة على إصدار الأدوات المالية والرقابة على تداولها، وتراقب كل ما يتعلق بشؤون السوق.

وفي السودان، كانت أولى خطوات أسلمة النظام المالي والمصرفي وتحويله من النظام التقليدي إلى النظام الإسلامي عام 1984م، حيث أجاز سوق الخرطوم للأوراق المالية في جوان 1994م، وافتتح السوق رسمياً في جانفي 1995م كسوق ثانوية لتداول الأسهم، كما أن للسوق هيئة رقابة شرعية تسهر على سلامة المعاملات فيها.

وسجل سوق الخرطوم نمواً إيجابياً في أغلب مؤشراتته (عدد الأسهم المتداولة، حجم التداول، عدد الصفقات المنفذة، ورأس المال السوقي).

كما شهد السوق زيادة في عدد الشركات المدرجة من 53 شركة عام 2008م إلى 67 شركة مدرجة في السوق عام 2015م.

بالإضافة إلى أن أبرز تطور شهده سوق الخرطوم هو بداية تشغيل نظام التداول الإلكتروني في عام 2012م، وأحدث هذا النظام لغاية 2015م نقلة كبيرة في حجم التداول وعدد الصفقات التي تم تنفيذها،

كما وفر النظام عملية الشفافية في العروض، حيث يتم عرضها في آن واحد في شاشات التداول لشركات الوساطة.

➤ ينطوي التعامل في سوق الأوراق المالية الإسلامية على ضوابط يجب التقيد بها، ومن ذلك: الخلو من الربا، الخلو من الغرر، الخلو من القمار والميسر، النهي عن بيع الدين بالدين، النهي عن بيع النجش، الخلو من التحكم في الأسعار والاحتكار، حرية التعاقد، الإفصاح عن المعلومات بشكل دقيق وكاف ومتساو، الخلو من الضرر، وتقوم أيضا على المصالح المرسلّة، حيث إن التقيد بمثل هذه الضوابط الشرعية في سوق الأوراق المالية يُكسبها عنصر الكفاءة بشكل تلقائي.

➤ يمكن أن تتضمن سوق الأوراق المالية الإسلامية السماسرة باعتبارهم وكلاء يقومون بمهمة إدارة وتنظيم عمليات تبادل الأوراق المالية، وتوفير المعلومات اللازمة للبائعين والمشتريين، كما يمكن التعامل بعدة أنواع من الأوامر (الأمر محدد السعر، الأمر بالسعر الأحسن، الأمر بسعر الفتح أو بسعر الإقفال، الأمر بالبيع أو الشراء بسعر تقريبي، الأمر الموقوف، الأمر المحدد بزمن)، هذا ويمكن تسعير الأسهم التي يجري تداولها عن طريق: التسعير بالمناداة، التسعير بالاعتراض (المقارنة)، والتسعير بالصندوق.

➤ يمكن للبنوك الإسلامية أن تستثمر في سوق الأوراق المالية الإسلامية من خلال عدة أوراق وصكوك إسلامية، وهي: الأسهم الجائزة، صكوك المشاركة بأنواعها المختلفة، صكوك المضاربة (المقارضة) بأنواعها المختلفة، صكوك الإجارة، صكوك التمويل (وتشمل صكوك المرابحة والسلم والاستصناع)، وصكوك القرض الحسن.

وتختلف الصكوك الإسلامية من حيث إمكانية تداولها على النحو التالي:

- صكوك المشاركة، المضاربة، والإجارة: يمكن تداولها في السوق على أساس قيمتها السوقية.
- صكوك المرابحة: يمكن تداولها على شرط أن تكون موجوداتها من الأعيان والمنافع هي الغالب أو الأصل، والباقي يكون تبعا، وإذا تحقق ذلك، يتم تداولها بالقيمة السوقية.
- صكوك القرض الحسن: تقصد بتداول صكوك القرض الحسن تسديد قيمة الدين المثبت على هذه الصكوك، ويجب أن يتم بالقيمة الاسمية.
- صكوك الاستصناع والسلم: لا يمكن تداولها في السوق، لأنها ترتبط ببيع السلع قبل القبض، وهو غير جائز عند جمهور الفقهاء، إلا أنه يمكن أن يتم استخدام صكوك السلم والاستصناع على طريقة السلم أو الاستصناع الموازي، حيث يتم ترتيب ذلك من حيث الأجل والمبالغ على نحو يحقق عوائد ودخل لحملة الصكوك.

كما أن صكوك السلم والاستصناع الجائزين شرعا، من ضمن العقود الآجلة في الأسواق الأوراق الإسلامية، وبالتالي التعامل بهذه الصكوك يُكسب سوق الأوراق المالية الإسلامية بشكل تلقائي جانبا من الأسواق الآجلة، وبالتالي إيجاد البديل المناسب عن العقود الآجلة في إطار النظام الليبرالي.

وفي سوق الخرطوم، فإن الأوراق المالية الإسلامية المتداولة، تتمثل أساسا في: الأسهم ويتم إصدارها في عدة قطاعات ناشطة في السوق بما فيها قطاع البنوك، الصكوك وتنشط ضمن قطاع الصناديق الاستثمارية بما في ذلك صكوك الاستثمار الحكومية (صرح)، والشهادات وتنشط ضمن قطاع الشهادات الاستثمارية الحكومية.

مع الإشارة إلى أن شركة السودان للخدمات المالية المحدودة هي الجهة المخول لها إصدار وإدارة الأوراق المالية الحكومية، حيث إن للشركة هيئة رقابة شرعية تسهر على سلامة نشاطها.

وأهم شهادات الاستثمار الحكومية التي أصدرتها شركة السودان للخدمات المالية المحدودة هي: الجيل الأول، ويشمل: شهادات مشاركة البنك المركزي (شمم)، ويقتصر التعامل فيها على البنوك فقط، وشهادات مشاركة الحكومة (شهامه).

وفي ظل برنامج خصخصة المؤسسات الحكومية، تم تطوير الجيل الأول من الأوراق المالية إلى الجيل الثاني والذي يشمل: صكوك الاستثمار الحكومية (صرح)، شهادات إجارة بنك السودان المركزي (شهاب) ويقتصر التعامل فيها على البنوك فقط، شهادات الاستثمار الجماعي بالعملات الأجنبية (شموخ)، شهادات إجارة أصول مصفاة الخرطوم للبترول (شامة)، شهادات إجارة أصول الشركة السودانية لنقل الكهرباء (نور)، وشهادات إجارة أصول الشركة السودانية لتوزيع الكهرباء (شاشة).

إلا أنه لم يتبقى من الأوراق المالية إلى غاية 2015م إلا شهادات شهامة من الجيل الأول وصكوك صرح وشهادات شامة وشاشة من الجيل الثاني.

➤ على الرغم من تعدد أنواع الأوراق المالية الإسلامية، ينبغي أن تركز البنوك الإسلامية عند استثمارها في سوق الأوراق المالية الإسلامية على الصكوك المتوسطة والطويلة الأجل، وهي: صكوك المشاركة، المضاربة، الإجارة والاستصناع لكونها تتعلق بالاستثمارات ذات الأجل المتوسطة والطويلة، أو لأنها الأكثر تأثيرا في دورها التنموي، ولإبراز دورها الاجتماعي ينبغي أن تركز أيضا على صكوك القرض الحسن.

وفي سوق الخرطوم، تتنوع الأوراق المالية التي أصدرتها شركة السودان للخدمات المالية من حيث الأجل إلى ما يلي: شهامة (قصيرة الأجل)، شامة (شهادات استثمارية متوسطة الأجل)، صرح (متوسطة وطويلة الأجل نسبيًا)، وشاشة (متوسطة الأجل)، إلا أنه لم يُلاحظ إصدارات لصكوك القرض الحسن في سوق الخرطوم.

➤ تسجل الشهادات الاستثمارية ممثلة أساسًا في شهادات شهامة أعلى نسبة في الإصدار (السوق الأولية) بمتوسط نسبي سنوي 86.18%.

كما تسجل نفس الشهادات في السوق الثانوية أعلى نسبة من حيث حجم التداول 86.25%، وأعلى نسبة في السوق من حيث عدد العقود المنفذة 84.22%.

وبالتالي، فإن قطاع الشهادات الاستثمارية ممثلًا أساسًا في شهادات شهامة تسيطر على السوق الأولية (سوق الإصدار) حيث كانت أكثر الأوراق المالية اكتتابًا وإصدارًا، وأيضًا تسيطر على السوق الثانوية (سوق التداول) وذلك من حيث حجم التداول وعدد العقود المنفذة، وذلك نظرًا لما تتميز به هذه الشهادات من خصائص لاسيما العائد المرتفع والمخاطر المتدنية.

كما أن صكوك الاستثمار الحكومية صرح (والتي تنشط ضمن قطاع الصناديق الاستثمارية) تعتبر أيضًا من ضمن الأوراق المالية البارزة في سوق الخرطوم.

➤ في سوق الخرطوم، يُبرز تقييم استثمارات قطاع البنوك في الصكوك الإسلامية أن البنوك كانت الجهة الأكثر حيازة لشهادات شهامة بمتوسط نسبي سنوي (45.14%)، وأكثر حيازة لصكوك صرح بمتوسط نسبي سنوي (41.21%)، واحتلت المركز الثاني في حيازة شهادات شامة بعد البنك المركزي بواقع متوسط نسبي سنوي (38.47%)، إلا أنها لم تمتلك وتحز على شهادات نور والتي سيطرت عليها بالكامل تقريبًا وزارة المالية والاقتصاد الوطني (99.55%) إلا أنه انتهى العمل بها في 2013م، كما أنها قامت بتصفية (بيع) ما امتلكته من شهادات شهاب تدريجيًا لصالح بنك السودان المركزي الذي امتلكها بالكامل بنهاية العام 2014م، وقد تمت تصفيتهما بصدد إصدار شهاب (2).

➤ تؤثر سوق الأوراق المالية الإسلامية على نشاط البنوك الإسلامية بالشكل التالي:

الآثار المباشرة:

- تُمكن سوق الأوراق المالية الإسلامية من قيام البنوك الإسلامية بانتهاج الوظيفة الاستثمارية بدلًا من الوظيفة التجارية (تصحيح مسيرة البنوك الإسلامية) بالتركيز على الصكوك المتوسطة والطويلة الأجل المُشار إليها.

وأثر سوق الخرطوم في توسع النشاط المصرفي الإسلامي في السودان، حيث شهد قطاع البنوك تطوراً في عدد البنوك المدرجة وصل عددها 25 بنكا عام 2015م، كما سجل قطاع البنوك أكبر نسبة في تداول الأسهم بمتوسط سنوي 64.64%، وأكبر نسبة في مؤشر رأس المال السوقي بمتوسط نسبي 59.06%، مما يدل على أن قطاع البنوك يحوز على حصة هامة من السوق.

بالإضافة إلى ذلك، وباعتبار البنوك في السودان كانت طرفاً مساهماً في صكوك صرح، فإن الأثر الاقتصادي لهذه الصكوك كان إيجابياً على عدة مجالات، من ذلك: المشروعات الإستراتيجية، قطاع الصحة، قطاع التعليم العام والعالي، قطاع المياه، مجال الزراعة والري، مجال الثروة الحيوانية، مجال البنية الأساسية... وأيضاً تحقيق آثار أخرى اجتماعية، تمثلت في تحقيق الاستقرار للمجتمعات الريفية، وذلك بتوفير الخدمات الأساسية كالوحدات الصحية والتعليمية، وأوجدت فرصاً للعمل مما ساهم في مكافحة البطالة، بالإضافة إلى تراكم الخبرات لدى الشركات المحلية، وأيضاً تنشيط سوق العمل المحلي، حيث تم تنفيذ مشروعات صكوك صرح بواسطة مقاولين وشركات محلية.

- تعمل سوق الأوراق المالية الإسلامية على تفعيل التعاون المتبادل بين البنوك الإسلامية وإيجاد حل لمشكلة احتياجاتها المتبادلة إلى السيولة وذلك بمراعاة الأجل الزمنية لاستحقاقها، فإذا كانت الحاجة للسيولة تتعلق بأجل متوسطة أو طويلة، يُمنح التمويل على أساس المشاركة في الربح والخسارة (صكوك المشاركة أو المضاربة)، ويكون ذلك من الأموال المخصصة للاستثمار، أما إن تعلق بأجل قصيرة، فالأنسب منح التمويل على أساس صكوك القرض الحسن، ويكون ذلك من حساب الودائع الجارية، إلا أن التزام البنوك الإسلامية بنسبة الاحتياطي القانوني اتجاه البنك المركزي لا يسهم في نجاح فكرة صكوك القرض الحسن بالمستوى المطلوب.

وبالنسبة لدور سوق الخرطوم في تنشيط سوق ما بين البنوك، فإن صندوق إدارة السيولة لسوق ما بين البنوك والذي بدأ العمل به في سبتمبر 2014م ساهم في امتصاص جزء مقدر من التوسع النقدي في عام 2015م، وذلك عن طريق تقليل تدخل بنك السودان المركزي لتغطية العجز السيولي المؤقت للبنوك.

إلا أنه لم نعثر على أي بيانات أو إثباتات بخصوص أن الأهداف المحققة من خلال صندوق إدارة السيولة قد تمت عبر سوق الخرطوم.

الآثار غير المباشرة:

- تساهم سوق الأوراق المالية الإسلامية في تطوير وتحسين علاقة البنك المركزي بالبنوك الإسلامية، ويتعلق ذلك بتوفير أدوات لتمويل البنوك الإسلامية وإيجاد البديل لوظيفة المقرض أو الملاذ الأخير التقليدي، وذلك على النحو التالي:

● التمويل بصكوك المضاربة والمشاركة: يتطلب الفترة الزمنية الكافية لاستخدام أموال المضاربة أو المشاركة، وأن يكون موضوع التمويل مشاريع استثمارية ذات إيراد ودخل.

● التمويل بصكوك القرض الحسن: عادة ما يكون محلا للاستخدام قصير الأجل، قد يُوجّه لمقابلة مسحوبات على الودائع، ولا يدخل في نطاق عمليات استثمارية.

هذا ويمكن للبنك المركزي ممارسة عمليات السوق المفتوحة باستخدام الأوراق المالية الإسلامية التي يراها مناسبة لتحقيق أغراض وأهداف السياسة النقدية على شرط أن يكون التعامل بها (بيعها وشراؤها) يتفق وأحكام الشريعة الإسلامية.

وفي السودان، ساهمت سوق الخرطوم في تطوير العلاقة بين البنك المركزي والبنوك الإسلامية، وبالتالي في تطوير إدارة السياسة النقدية، فإلى جانب الأدوات الإسلامية الأخرى، فقد استخدم البنك المركزي السوداني عددا من الأوراق المالية الإسلامية لتنفيذ عمليات السوق المفتوحة، وهي: شهادات مشاركة الحكومة (شهامه)، صكوك الاستثمار الحكومية (صرح)، شهادات إجازة بنك السودان المركزي (شهاب)، وشهادات إجازة أصول مصفاة الخرطوم للبترول (شامة)، حيث عمليات بيع هذه الصكوك يوافق سياسة نقدية تقييدية وانكماشية، أما عمليات شرائها توافق سياسة نقدية توسعية.

- تساهم سوق الأوراق المالية الإسلامية في توفير البدائل الشرعية للبنوك الإسلامية لتغطية العجز في الموازنة العامة للدولة، حيث يمكن تمويل احتياجات الدولة من خلال عدة أنواع من الصكوك، بحيث كل نوع من الصكوك يتناسب مع تمويل نوع من احتياجات الدولة على النحو التالي:

● صكوك المضاربة والمشاركة الحكومية: تستخدم في تمويل مشروع اقتصادي يدر دخلا أو إيرادا، ويكون عائدها متغيرا حسب نتيجة المشروع محل تلك الصكوك.

● صكوك الأعيان المؤجرة: تستخدم في توفير الأصول والمعدات والآلات للانتفاع بخدماتها من طرف الدولة لقاء دفع أقساط الإيجار، وعائدها ثابت.

● صكوك الاستصناع: تستخدم في توفير الأجهزة المصنعة للمؤسسات الحكومية، مثل المستلزمات التي تحتاجها بعض المرافق العامة، المعدات الزراعية، وبعض وسائل النقل ...

● صكوك السلم: تلائم الاحتياجات العاجلة للسيولة للإنفاق على الحاجات العامة، حيث تستخدم لتوفير سلع بكميات محددة وبمواصفات معينة في وقت محدد، كالمنتجات الزراعية في بعض الدول أو النفط بالنسبة للدول النفطية.

● صكوك القرض الحسن: تستخدم في تمويل المشاريع الاجتماعية التي لا تدر إيرادا أو دخلا، وهو أسلوب من أساليب التكافل الاجتماعي، كدعم مشاريع التعليم العام والصحة.

أما بالنسبة لمصادر تمويل البنوك الإسلامية لاحتياجات الدولة باستخدام الصكوك الإسلامية، فيتوقف ذلك على الآجال الزمنية لحاجة الدولة إلى السيولة، وأيضاً على العوائد والمدخيل المتأتية منها على النحو التالي:

- إذا كانت الحاجة للسيولة تتعلق بآجال متوسطة أو طويلة تنطوي على تحقيق إيرادات ودخول، في هذه الحالة يتم تمويل الاحتياجات الحكومية على أساس المشاركة أو المضاربة أو الإجارة أو الاستصناع، وفي هذه الحالة يمكن للبنوك الإسلامية أن تساهم في ذلك من الأموال المخصصة للاستثمار.
- وإذا كانت الحاجة للسيولة تتعلق بآجال قصيرة تنطوي على تحقيق إيراد أو دخل، تستهدف سلع ومنتجات محددة الوصف والنوع وغيرها من الصفات النافية للجهالة، فالأنسب منح التمويل على أساس صكوك السلم، وتكون مساهمة البنوك الإسلامية حينئذ أيضاً من الأموال المخصصة للاستثمار.
- أما إذا كانت الحاجة للسيولة تتعلق بآجال قصيرة لا تدر إيرادا أو دخلا، فالأنسب في هذه الحالة منح التمويل على أساس القرض الحسن، وتكون مساهمة البنوك الإسلامية حينئذ من حساب الودائع الجارية على أساس الالتزام بقاعدة الخراج بالضمان.

وفي السودان، كان لسوق الخرطوم دور في مساهمة البنوك الإسلامية في تمويل عجز الموازنة العامة للدولة، حيث تبين بخصوص العجز الموازني للدولة ما يلي:

- ساهم في تمويل العجز الموازني للدولة العناصر الآتية: صافي التمويل الداخلي 73.96%، صافي التمويل الخارجي 12.97%، وموارد إضافية 13.06%.

وبالتالي، مساهمة صافي التمويل الداخلي أكثر نجاعة من صافي التمويل الخارجي لتمويل إجمالي العجز في الموازنة العامة، بل إن صافي التمويل الخارجي قد يكون سالبا في بعض الأحيان وذلك حينما تكون السحوبات على القروض والمنح الأجنبية أقل من قيمة السدادات كما حصل في الفترات 2010، 2011 و2015م، وهذا يبين أهمية صافي التمويل الداخلي في تمويل عجز الموازنة العامة للدولة.

وكان تركيز حكومة السودان على الموارد الداخلية لتمويل العجز الموازني مدعوماً بأسباب، أهمها: الآثار السالبة للحصار الاقتصادي المضروب على السودان وتداعيات الأزمة المالية العالمية الممتدة منذ العام 2008م، بالإضافة لتداعيات انفصال الجنوب عام 2011م التي أثرت سلباً على جهود الإصلاح الاقتصادي، وأيضاً تباطؤ تدفق التمويل الخارجي الذي كان له الأثر البالغ في هذا الصدد.

• عناصر التمويل الداخلي والتي أسهمت في تمويل عجز الموازنة العامة للدولة، تركز على ثلاثة عناصر أساسية، هي: الأوراق المالية، الضمانات، والاستدانة من بنك السودان المركزي.

والأوراق المالية المعتمدة في تمويل عجز الموازنة العامة (والتي أسهم الجهاز المصرفي فيها) ممثلة أساسا في شهادات شهامة و صكوك الاستثمار صرح، حيث سجلت نسبة هامة في إجمالي صافي التمويل الداخلي، وسجلت هذه الأهمية متوسط نسبي سنوي 50.61%، بمعنى أن نصف الموارد الداخلية لتغطية العجز الموازني للدولة تم تمويلها أساسا بشهادات شهامة و صكوك صرح.

كما تبين أن مساهمة شهادات شهامة 24.2% أكثر نجاعة من صكوك الاستثمار صرح 6.68% في تمويل العجز الموازني على طول فترة الدراسة.

• بمقارنة مصادر تمويل العجز الموازني للدولة الممثلة أساسا في الاستدانة من البنك المركزي والأوراق المالية والضمانات وصافي التمويل الخارجي، يتبين أهمية التمويل بالأوراق المالية بمتوسط نسبي سنوي 34.64%، ثم الاستدانة من البنك المركزي 33.23%، ثم الضمانات 28.43%، بينما لا يمثل صافي التمويل الخارجي أهمية كبيرة في تمويل العجز، حيث سجل متوسط نسبي سنوي 12.97%.

وبالإضافة إلى آثارها في تطوير وتحسين العلاقة بين البنك المركزي والبنوك الإسلامية وأيضا المساهمة في تمويل العجز الموازني للدولة، فإن سوق الخرطوم للأوراق المالية كان في منأى عن التأثير بالأزمات المالية الدولية، فمثلا في العام 2008م عصفت الأزمة المالية بمعظم أسواق العالم، حيث بدأت كأزمة رهن عقاري، امتدت بعد ذلك إلى أسواق المال التي شهدت موجة من الانهيارات والانخفاضات الحادة في مؤشراتها، كما لم تسلم الدول العربية من تبعات تلك الأزمة، حيث شهدت أسواقها المالية انخفاضات هائلة، إلا أنه تفاوتت فيها نسب الانخفاض بشكل كبير.

وعلى الرغم من تلك الانهيارات، إلا أن سوق الخرطوم للأوراق المالية لم يتأثر بذلك الهبوط الحاد، بل إن العكس تماما هو ما حدث، حيث سجل السوق في عام 2008م ارتفاعا ملحوظا في حجم التداول من 1.7 إلى 1.8 مليار جنيه، كما ارتفع عدد الصكوك والشهادات المتداولة من 4733723 إلى 7398962 صكا وشهادة، هي عبارة عن صكوك الصناديق الاستثمارية التي ارتفعت من 2717193 إلى 4977907 صكا وشهادات المشاركة الحكومية (شهامة) التي ارتفعت أيضا من 2016530 إلى 2421055 شهادة، كما ارتفع أيضا في عام 2008م عدد العقود المنفذة من 7195 عقدا ليصل إلى 8569 عقدا منفذا.

التوصيات:

على ضوء النتائج المتوصل إليها، تُوصي بما يلي:

- ❖ الاهتمام بسوق الأوراق المالية الإسلامية لما تنطوي عليه من إيجابيات ومكاسب عديدة، تتصل بالاستثمار وتنمية الاقتصاد بطرق شرعية، وأيضاً تجنب الآثار السيئة للاستثمار التقليدي الفقاعي والأزمات المالية والاقتصادية المتعلقة بها.
- ❖ بالنظر إلى طبيعة نشاط البنوك الإسلامية والمبادئ التي تقوم عليها، ينبغي على البنك المركزي في إطار إدارته للسياسة النقدية إعفاء البنوك الإسلامية من نسبة الاحتياطي القانوني بالشكل الذي يتيح إمكانية التعامل بصكوك القرض الحسن بفعالية أكبر سواء لتنمية وتنشيط سوق ما بين البنوك أو لتحسين إسهامات البنوك الإسلامية في تمويل الموازنة العامة.
- وبالتالي ذلك الإجراء إن تم سوف يُسهم في تحقيق جانب هام من الأهداف الاجتماعية للبنوك الإسلامية، كما يعطي انطباعاً متميزاً عن الدور الاجتماعي لسوق الأوراق المالية الإسلامية.
- ❖ ضرورة توجه البنوك المركزية إلى انتهاج السياسة النقدية الإسلامية خاصة بعد إيجاد البدائل الملائمة التي تعوض بشكل أفضل أدوات السياسة النقدية التقليدية، فضلاً عن ذلك سوف يساعد البنوك الإسلامية في التغلب على الصعوبات التي تواجهها في إطار علاقتها بالبنك المركزي خاصة في جانب التمويل بالشكل الذي يعمل على استقرارها ويدعم نموها.
- ❖ دعم الدولة وكذا البنك المركزي في الدول الإسلامية لمساعي وجهود تطوير فكرة وإنشاء أسواق الأوراق المالية الإسلامية وذلك من خلال الإسهام فيها وكذا تداول منتجاتها وتيسير القوانين التي تكفل قيامها وتدعم نموها.
- ❖ ينبغي الاهتمام وبشكل مستمر في سوق الخرطوم بالقطاعات الاقتصادية الأكثر تأثيراً في التنمية، ومنها: قطاع الصناعة بالتركيز على صكوك المضاربة والمشاركة والإجارة والاستنواع، وأيضاً قطاع الزراعة، والسودان مثلاً تزرع بموارد طبيعية وزراعية في غاية الأهمية، وأيضاً في ظل توفر صيغ إسلامية ملائمة لتنمية هذا القطاع، ومن ذلك: صيغة المغارسة، المزارعة، المساقاة وبيع السلم.
- ❖ ضرورة تركيز الاستثمار في سوق الخرطوم وبشكل مستمر على الأوراق المالية المتوسطة والطويلة الأجل، كونها أكثر تأثيراً في التنمية الاقتصادية كما هو الحال بالنسبة لصكوك صرح.
- ❖ ينبغي على البنوك الإسلامية السودانية أن تتحول من مجرد قطاع يتعامل في الصكوك الإسلامية إلى قطاع مصدر ومتعامل في الصكوك لتفعيل دورها التنموي الاقتصادي والاجتماعي.

❖ أن تحذو الدول العربية والإسلامية بما فيها الجزائر حذو السودان في تجربة سوق الأوراق المالية الإسلامية لجني مكاسب تلك السوق والآثار الناجمة عنها، مع العمل على تحسين وتطوير تلك المكاسب باستمرار.

آفاق الدراسة:

امتدادا لهذه الدراسة، وبُغية إثراء هذا الموضوع من جوانب أخرى، نقتراح تناول البحوث التالية:

- مخاطر الصكوك الإسلامية وآليات السيطرة عليها.
- سبل تطوير الصناعة المصرفية الإسلامية في الجزائر.
- المنتجات المالية الإسلامية ودورها في تطوير أسواق المال.

قائمة المراجع

المراجع باللغة العربية

أولاً: القرآن الكريم

ثانياً: الكتب

- 1- إبراهيم عبد الحليم عباده، مؤشرات الأداء في البنوك الإسلامية. ط 1، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، 2008م.
- 2- أبو الفضل جمال الدين محمد بن مكرم ابن منظور الإفريقي المصري، لسان العرب. المجلد الرابع، دار صادر، بيروت.
- 3- أحمد محمد لطفى أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية. ط 1، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2011م.
- 4- أزهري الطيب الفكي أحمد، تقييم أداء الصكوك الحكومية في السودان وأثره على الاقتصاد الوطني للفترة (1998م - 2012م). مركز البحوث والنشر والاستشارات، أكاديمية السودان للعلوم المصرفية والمالية، أكتوبر 2013م.
- 5- أشرف محمد دوابه، الأزمة المالية العالمية: رؤية إسلامية. ط 1، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، القاهرة، 2009م.
- 6- أشرف محمد دوابه، الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق. ط 1، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، القاهرة، 2009م.
- 7- أشرف محمد دوابه، دور الأسواق المالية في تدعيم الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية. ط 1، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، القاهرة، 2006م.
- 8- أشرف محمد دوابه، صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق. ط 2، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، مصر، 2006م.
- 9- أشرف محمد دوابه، نحو سوق مالية إسلامية. ط 1، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، مصر، 2006م.
- 10- بدر الدين قرشي مصطفى، التجربة السودانية في إدارة السيولة: تطبيق عمليات السوق المفتوح عبر الصكوك الحكومية. شركة السودان للخدمات المالية المحدودة، الخرطوم، 2009م.
- 11- جمال لعمارة، اقتصاد المشاركة: نظام اقتصادي بديل لاقتصاد السوق. ط 1، مركز الإعلام العربي، مصر، 2000م.

- 12- حسين بلعجوز، مخاطر صيغ التمويل في البنوك الإسلامية والبنوك الكلاسيكية: دراسة مقارنة. مؤسسة الثقافة الجامعية، 2009م.
- 13- حسين راتب يوسف ريان، عجز الموازنة وعلاجه في الفقه الإسلامي. ط 1، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، 1999م.
- 14- حسين محمد سمحان، موسى عمر مبارك، محاسبة المصارف الإسلامية في ضوء المعايير الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة والضوابط للمؤسسات المالية الإسلامية. ط 2، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2011م.
- 15- حمزة عبد الكريم محمد حماد، الرقابة الشرعية في المصارف الإسلامية. ط 1، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، 2006م.
- 16- حمزة عبد الكريم محمد حماد، مخاطر الاستثمار في المصارف الإسلامية. ط 1، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، 2008م.
- 17- زكريا سلامة عيسى شطناوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي. ط 1، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، 2009م.
- 18- زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي. ط 3، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2005م.
- 19- زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية. الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، 2007م.
- 20- سميح مسعود، الأزمة المالية العالمية: نهاية الليبرالية المتوحشة. ط 1، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، 2010م.
- 21- سيد سابق، فقه السنة. ج 3، ط 1، دار المؤيد للنشر والتوزيع، الرياض، 2001م.
- 22- شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي: دراسة تحليلية نقدية. ط 1، دار الفكر، دمشق، 2002م.
- 23- عائشة الشرقاوي المالقي، البنوك الإسلامية: التجربة بين الفقه والقانون والتطبيق. ط 1، المركز الثقافي العربي، بيروت (لبنان)، الدار البيضاء (المغرب)، 2000م.
- 24- عبد الرحمان يسرى أحمد، قضايا إسلامية معاصرة في النقود والبنوك والتمويل. الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2001م.
- 25- عبد القادر بلطاس، تداعيات الأزمات المالية العالمية: أزمة Sub-Prime. ليجوند، 2009م.

- 26- عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق. ط 1، مؤسسة الرسالة ناشرون، دمشق، 2008م.
- 27- عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية: دراسة تحليلية تقييمية. ط 3، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2006م.
- 28- علي محيي الدين القرّة داغي، بحوث في فقه البنوك الإسلامية. ط 1، شركة البشائر الإسلامية، بيروت، 2007م.
- 29- علي محيي الدين علي القرّة داغي، بحوث في الاقتصاد الإسلامي. ط 3، دار البشائر الإسلامية، بيروت، 2009م.
- 30- عوف محمود الكفراوي، بحوث في الاقتصاد الإسلامي. مؤسسة الثقافة الجامعية، الإسكندرية، 2004م.
- 31- عيسى ضيف الله المنصور، نظرية الأرباح في المصارف الإسلامية. ط 1، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، 2007م.
- 32- فليح حسن خلف، البنوك الإسلامية. ط 1، عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، إربد، 2006م.
- 33- قيصر عبد الكريم الهيتي، أساليب الاستثمار الإسلامي وأثرها على الأسواق المالية (البورصات). ط 1، دار رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، دمشق، 2006م.
- 34- كردودي صبرينة، تمويل عجز الموازنة العامة للدولة في الاقتصاد الإسلامي: دراسة تحليلية مقارنة. ط 1، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، الجزائر، 2007م.
- 35- كمال توفيق حطاب، نحو سوق مالية إسلامية. طبعة تمهيدية، قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية، جامعة اليرموك (إربد).
- 36- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة. ط 1، دار كنوز إشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض، 2005م.
- 37- محمد أحمد حلمى الطوابى، البورصات وسوق الأوراق المالية. ط 1، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2011م.
- 38- محمد الأمين ولد عالي، التنظيم الفقهي والتنظيم القانوني للسوق المالية الإسلامية وعلاقة ذلك بمقاصد الشريعة الإسلامية (السوق المالية الإسلامية في ماليزيا والبحرين كمثال تطبيقي). ط 1، دار ابن حزم، بيروت، 2011م.
- 39- محمد شكري الجميل العدوى، المعاملات الآجلة في بورصة الأوراق المالية من منظور الشريعة الإسلامية. ط 1، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2012م، ص 144.

- 40- محمد صبري هارون، أحكام الأسواق المالية: الأسهم والسندات. ط 2، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2009م.
- 41- محمد محمود العجلوني، البنوك الإسلامية: أحكامها - مبادئها - تطبيقاتها المصرفية. ط 2، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2010م.
- 42- محمد محمود المكاوي، البنوك الإسلامية: النشأة، التمويل، التطوير. ط 1، المكتبة العصرية للنشر والتوزيع، مصر، 2009م.
- 43- محمود حسن صوان، أساسيات العمل المصرفي الإسلامي: دراسة مصرفية تحليلية مع ملحق بالفتاوى الشرعية. ط 2، دار وائل للنشر، الأردن، 2008م.
- 44- محمود حسين الوادي، حسين محمد سمحان، المصارف الإسلامية: الأسس النظرية والتطبيقات العملية. ط 4، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2012م.
- 45- محمود سحنون، الاقتصاد النقدي والمصرفي. ط 1، دار بهاء الدين للنشر والتوزيع، قسنطينة، 2003م.
- 46- مروان عطون، النظريات النقدية. نشر ابيليوس.
- 47- مصطفى كمال السيد طایل، القرار الاستثماري في البنوك الإسلامية. مطابع غباشي، طنطا، 1999م.
- 48- منذر قحف، تمويل العجز في الميزانية العامة للدولة من وجهة نظر إسلامية: دراسة حالة ميزانية الكويت. ط 1، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب (البنك الإسلامي للتنمية)، جدة، 1997م.
- 49- يزن خلف سالم العطيات، تحول المصارف التقليدية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية. ط 1، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، 2009م.
- 50- يوسف القرضاوي، فوائد البنوك هي الربا الحرام. ط 3، دار الصحوة للنشر والتوزيع، القاهرة، 1994م.

ثالثاً: المعاجم

- 1- إبراهيم أنيس وآخرون، المعجم الوسيط. ط 2، دار المعارف، القاهرة، 1972م.
- 2- أبو الحسين أحمد بن فارس بن زكريا، معجم مقاييس اللغة. ط 1، دار إحياء التراث العربي للطباعة والنشر والتوزيع، بيروت، 2001م.
- 3- مجد الدين محمد بن يعقوب الفيروز ابادي، القاموس المحيط. ط 3، مؤسسة الرسالة، بيروت، 2009م.

رابعاً: المجلات والدوريات

- 1- بدر الدين قرشي مصطفى، التجربة السودانية في إصدار وإدارة الصكوك الإسلامية، المصرفي، العدد 49، سبتمبر 2008م.
- 2- حسام الدين عبد الوهاب محمد، تطبيقات الصكوك الإسلامية في المصارف الإسلامية، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، العدد 1، 2013م.
- 3- صابر محمد حسن، إدارة السياسة النقدية في ظل النظام المصرفي الإسلامي: تجربة السودان. سلسلة الدراسات والبحوث (سلسلة بحثية تصدر عن إدارة البحوث)، الإصدار رقم (2)، الإدارة العامة للبحوث والإحصاء، بنك السودان، ماي 2004م.
- 4- الطيب الجعلي الطيب، سوق الخرطوم للأوراق المالية والمرحلة الثانية للتداول الإلكتروني، مجلة البورصة (سوق الخرطوم للأوراق المالية) لعام 2014م.
- 5- عبد الرحمان يسري أحمد، تجربة الأوراق المالية الإسلامية وأوضاعها في الأسواق المالية للبلدان الإسلامية وتقدير الحاجة لسوق إسلامية ثانوية، مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، المجلد 3، العدد 1، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب (البنك الإسلامي للتنمية)، جدة، ديسمبر 1995م.
- 6- مجلة البورصة (سوق الخرطوم للأوراق المالية) لعام 2014م.
- 7- نزهان محمد سهو، أسواق الأوراق المالية في ظل تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 26، العدد 2، 2010م.
- 8- ياسر عبد الكريم محمد الحوراني، تقييم بعض جوانب اختلالات العلاقة الوظيفية بين البنك المركزي والمصرف الإسلامي، مجلة إسلامية المعرفة، العدد 16، المعهد العالمي للفكر الإسلامي (فرجينيا)، 1999م.

خامساً: المؤتمرات والندوات

- 1- أحمد بن عبد العزيز الحداد، الأسهم والسندات: تصور وأحكام، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول: الأسواق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 2007م.
- 2- أحمد محمد السعد، محمد وجيه الحنيني، بدائل المسعف الأخير للمصارف الإسلامية من البنوك المركزية، بحث مقدم إلى مؤتمر: المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، 31 ماي-3 جوان 2009م.

- 3- أحمد محمد خلف المومني، الأسواق المالية من النوازل في القرون الأخيرة: حكمها وتكييفها الشرعي، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول: الأسواق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 2007م.
- 4- أشرف محمد دوابه، المشتقات المالية في الرؤية الإسلامية، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول: الأسواق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 2007م.
- 5- خالد محمود الزهار، رامي صالح عبده، نحو أسواق مالية إسلامية، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الأول حول: الاستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة، المنعقد بكلية التجارة في الجامعة الإسلامية، 8-9 ماي 2005م.
- 6- سالم بن حمزة بن أمين مدني، الأحكام الفقهية المترتبة على تحريم سندات القرض، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول: الأسواق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 2007م.
- 7- سعد بن تركي الخثلان، الأسهم الجائزة والمحظورة، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول: الأسواق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 2007م.
- 8- سيد حسن عبد الله، الأسواق المالية والبورصات من المنظور الشرعي والقانوني، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول: الأسواق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 2007م.
- 9- شوقي أحمد دنيا، البورصة حلم وكابوس، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول: أسواق الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 2007م.
- 10- صفية أحمد أبو بكر، الصكوك الإسلامية، بحث مقدم إلى مؤتمر: المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، 31 ماي-3 جوان 2009م.
- 11- عادل علي المقدادي، الأحكام القانونية التي تنظم صدور السندات وفقا لقانون الشركات العماني، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول: الأسواق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 2007م.
- 12- عبد الحق حميش، في حكم تداول الأسهم المختلطة، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول: الأسواق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 2007م.

- 13- عبد الحميد محمود البعلي، تنظيم العلاقة بين المصارف الإسلامية والبنوك المركزية والبنوك التقليدية الأخرى، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر حول: المؤسسات المالية الإسلامية، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 2005م.
- 14- عبد السلام فيغو، البورصة والأسهم: دراسة قانونية شرعية، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول: الأسواق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 2007م.
- 15- عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية: دورها في إنشاء وتطوير السوق المالية الإسلامية وإمدادها بالأدوات المالية الشرعية، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول: الأسواق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 2007م.
- 16- عبد الله بن محمد العمراني، السندات من منظور شرعي، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول: الأسواق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 2007م.
- 17- عصام أبو النصر، الحكم الشرعي في تملك الأسهم وكيفية تطهير أسهم الشركات التي اختلط فيها الحرام بالحلال، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول: الأسواق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 2007م.
- 18- كمال توفيق حطاب، علاقة البنوك الإسلامية بالبنوك المركزية: المشكلات والعقبات وكيفية التغلب عليها، ندوة حول: دور المؤسسات المصرفية الإسلامية في الاستثمار والتنمية، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة الشارقة، 7-9 ماي 2002م.
- 19- كمال توفيق حطاب، مستقبلات السلع من منظور إسلامي، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول: الأسواق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 2007م.
- 20- ماجد راغب الحلو، الرقابة الإدارية على أسواق الأوراق المالية، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول: أسواق الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 2007م.
- 21- ماهر حامد محمد الحولي، التسعير شروطه وحكمه: دراسة فقهية مقارنة، بحث مقدم لليوم الدراسي حول: تحديد الأسعار والأرباح في الفقه الإسلامي، كلية الشريعة والقانون بالجامعة الإسلامية، غزة، 8/8/2006م.

22- محمد بن علي العقلا، **الوظائف الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية**، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول: الأسواق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 2007م.

23- محمد محروس، **الأسواق المالية (البورصات) من المنظور الشرعي والقانوني**، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول: الأسواق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 2007م.

24- نادية أمين محمد علي، **تحليل أسواق الأوراق المالية**، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول: الأسواق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 2007م.

25- هناء محمد هلال الحنيطي، **بدائل المسعف الأخير للمصارف الإسلامية من البنوك المركزية**، بحث مقدم إلى مؤتمر: المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، 31 ماي-3 جوان 2009م.

سادسا: الأطروحات والرسائل الجامعية

1- خولة فريز عوض النوباني، **هيكلية الصكوك بين الفقه والممارسة**، أطروحة دكتوراه الفلسفة في تخصص المصارف الإسلامية، جامعة العلوم المالية والمصرفية، عمان، 2011م.

2- عبد القادر بن عزوز، **فقه استثمار الوقف وتمويله في الإسلام: دراسة تطبيقية عن الوقف الجزائري**، رسالة دكتوراه في العلوم الإسلامية، جامعة الجزائر، 2004/2003م.

سابعا: التقارير والقوانين

- 1- التقرير السنوي لبنك البركة الإسلامي (البحرين) لعام 2007م.
- 2- التقرير السنوي لبنك البركة الإسلامي (البحرين) لعام 2009م.
- 3- التقرير السنوي لبنك البركة الإسلامي (البحرين) لعام 2010م.
- 4- التقرير السنوي لبنك البركة الإسلامي (البحرين) لعام 2011م.
- 5- التقرير السنوي لبنك البركة الإسلامي (البحرين) لعام 2012م.
- 6- التقرير السنوي لبنك البركة الإسلامي (البحرين) لعام 2013م.
- 7- التقرير السنوي لبنك البركة الإسلامي (البحرين) لعام 2014م.
- 8- التقرير السنوي لبنك البركة الإسلامي (البحرين) لعام 2015م.
- 9- التقرير السنوي لبنك بنك البلاد الإسلامي (السعودية) لعام 2008م.
- 10- التقرير السنوي لبنك بنك البلاد الإسلامي (السعودية) لعام 2009م.

- 11- التقرير السنوي لبنك بنك البلاد الإسلامي (السعودية) لعام 2010م.
- 12- التقرير السنوي لبنك بنك البلاد الإسلامي (السعودية) لعام 2011م.
- 13- التقرير السنوي لبنك بنك البلاد الإسلامي (السعودية) لعام 2012م.
- 14- التقرير السنوي لبنك بنك البلاد الإسلامي (السعودية) لعام 2013م.
- 15- التقرير السنوي لبنك بنك البلاد الإسلامي (السعودية) لعام 2014م.
- 16- التقرير السنوي لبنك بنك البلاد الإسلامي (السعودية) لعام 2015م.
- 17- التقرير السنوي لبنك الإنماء (السعودية) لعام 2009م.
- 18- التقرير السنوي لبنك بوبيان (الكويت) لعام 2008م.
- 19- التقرير السنوي لبنك بوبيان (الكويت) لعام 2009م.
- 20- التقرير السنوي لبنك بوبيان (الكويت) لعام 2010م.
- 21- التقرير السنوي لبنك بوبيان (الكويت) لعام 2011م.
- 22- التقرير السنوي لبنك بوبيان (الكويت) لعام 2012م.
- 23- التقرير السنوي لبنك بوبيان (الكويت) لعام 2013م.
- 24- التقرير السنوي لبنك بوبيان (الكويت) لعام 2014م.
- 25- التقرير السنوي لبنك بوبيان (الكويت) لعام 2015م.
- 26- التقرير السنوي للبنك الإسلامي الأردني للتمويل والاستثمار (الأردن) لعام 2008م.
- 27- التقرير السنوي للبنك الإسلامي الأردني للتمويل والاستثمار (الأردن) لعام 2009م.
- 28- التقرير السنوي للبنك الإسلامي الأردني للتمويل والاستثمار (الأردن) لعام 2010م.
- 29- التقرير السنوي للبنك الإسلامي الأردني للتمويل والاستثمار (الأردن) لعام 2011م.
- 30- التقرير السنوي للبنك الإسلامي الأردني للتمويل والاستثمار (الأردن) لعام 2012م.
- 31- التقرير السنوي للبنك الإسلامي الأردني للتمويل والاستثمار (الأردن) لعام 2013م.
- 32- التقرير السنوي للبنك الإسلامي الأردني للتمويل والاستثمار (الأردن) لعام 2014م.
- 33- التقرير السنوي للبنك الإسلامي الأردني للتمويل والاستثمار (الأردن) لعام 2015م.
- 34- التقرير السنوي لشركة السودان للخدمات المالية المحدودة لعام 2009م.
- 35- التقرير السنوي لشركة السودان للخدمات المالية المحدودة لعام 2010م.
- 36- التقرير السنوي لشركة السودان للخدمات المالية المحدودة لعام 2011م.
- 37- التقرير السنوي لشركة السودان للخدمات المالية المحدودة لعام 2012م.
- 38- التقرير السنوي لشركة السودان للخدمات المالية المحدودة لعام 2013م.
- 39- التقرير السنوي لشركة السودان للخدمات المالية المحدودة لعام 2014م.

- 40- التقرير السنوي لشركة السودان للخدمات المالية المحدودة لعام 2015م.
- 41- التقرير السنوي لبنك السودان المركزي لعام 2008م.
- 42- التقرير السنوي لبنك السودان المركزي لعام 2009م.
- 43- التقرير السنوي لبنك السودان المركزي لعام 2010م.
- 44- التقرير السنوي لبنك السودان المركزي لعام 2011م.
- 45- التقرير السنوي لبنك السودان المركزي لعام 2012م.
- 46- التقرير السنوي لبنك السودان المركزي لعام 2013م.
- 47- التقرير السنوي لبنك السودان المركزي لعام 2014م.
- 48- التقرير السنوي لبنك السودان المركزي لعام 2015م.
- 49- التقرير السنوي لبنك السودان المركزي لعام 2016م.
- 50- التقرير السنوي لسوق الخرطوم للأوراق المالية لعام 2009م.
- 51- التقرير السنوي لسوق الخرطوم للأوراق المالية لعام 2013م.
- 52- التقرير السنوي لسوق الخرطوم للأوراق المالية لعام 2015م.
- 53- قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية لعام 1994م.

ثامنا: المواقع الإلكترونية

1- بنك السودان المركزي (عمليات السوق المفتوحة):

<http://www.cbos.gov.sd/node/86> (تاريخ الاطلاع: 2015/1/1م).

2- بنك السودان المركزي (نبذة تاريخية):

<http://www.cbos.gov.sd/node/123> (تاريخ الاطلاع: 2014/12/30م).

3- سوق الخرطوم للأوراق المالية:

<http://www.kse.com.sd/Pages/default.aspx?c=550&sid=1>

(تاريخ الاطلاع: 2014/12/29م).

4- الشبكة الإسلامية "إسلام ويب":

<http://fatwa.islamweb.net/fatwa/index.php?page=showfatwa&Option>

[=Fatwald&Id=157465](http://fatwa.islamweb.net/fatwa/index.php?page=showfatwa&Option) (تاريخ الاطلاع: 2017/11/11م).

5- شركة السودان للخدمات المالية المحدودة (الصيف الإسلامية):

<http://www.shahama-sd.com/ar/content/lisyq-lslmy>

(تاريخ الاطلاع: 2015/12/3م).

6- شركة السودان للخدمات المالية المحدودة (المستشار القانوني للشركة):

<http://www.shahama-sd.com/ar/content/lhykl-ltnzym-lshrk>

(تاريخ الاطلاع: 2015/12/3م).

7- المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية:

<http://www.cibafi.org/Products.aspx?id=j2NysvhwP+E>

(تاريخ الاطلاع: 2017/9/23م)

8- مجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لرابطة العالم الإسلامي (البيع على المكشوف)، الدورة السابعة حول "سوق الأوراق المالية والبضائع: البورصة"، جانفي/1984م:

<http://www.themwl.com/Bodies/Decisions/default.aspx?d=1&did=10>

[7&I=AR](#) (تاريخ الاطلاع: 2017/9/28م).

9- مجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لرابطة العالم الإسلامي (العقود الآجلة)، الدورة السابعة حول "سوق الأوراق المالية والبضائع: البورصة"، جانفي/1984م:

<http://www.themwl.com/Bodies/Decisions/default.aspx?d=1&did=10>

[7&I=AR](#) (تاريخ الاطلاع: 2017/9/28م).

10- مجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لرابطة العالم الإسلامي، الدورة السابعة حول "سوق الأوراق المالية والبضائع: البورصة"، جانفي/1984م:

<http://www.themwl.com/Bodies/Decisions/default.aspx?d=1&did=10>

[7&I=AR](#) (تاريخ الاطلاع: 2017/9/26م).

11- مجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي (الاختيارات)، قرار رقم: 63 (1/7) [1] بشأن الأسواق المالية، ماي/1992م:

<http://www.iifa-aifi.org/1845.html> (تاريخ الاطلاع: 2017/9/27م).

12- مجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي (الإسهام في الشركات)، قرار رقم: 63 (1/7) [1] بشأن الأسواق المالية، ماي/1992م:

<http://www.iifa-aifi.org/1845.html> (تاريخ الاطلاع: 2017/12/28م).

13- مجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، القرار رقم: 30 (3/4) [1] بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار، فيفري/1988م:

<http://www.iifa-aifi.org/1713.html> (تاريخ الاطلاع: 2017/12/6م).

14- مجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، الندوة الأولى للأسواق المالية، أكتوبر/1989م:

<http://www.iifa-aifi.org/113.html> (تاريخ الاطلاع: 2017/9/21م).

15- مجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، قرار رقم: 60 (11/6) [1] بشأن السندات، مارس/1990م: <http://www.iifa-aifi.org/1813.html>

(تاريخ الاطلاع: 2017/11/11م).

16- مجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، قرار رقم: 59 (10/6) [1] بشأن الأسواق المالية، مارس/1990م: <http://www.iifa-aifi.org/1808.html>

(تاريخ الاطلاع: 2017/9/26م).

17- مجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، قرار رقم: 65 (3/7) [1] بشأن عقد الاستصناع، ماي/1992م: <http://www.iifa-aifi.org/1852.html>

(تاريخ الاطلاع: 2017/9/25م).

18- مجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، قرار رقم: 44 (6/5) [1] بشأن الإيجار المنتهي بالتمليك، ديسمبر/1988م:

<http://www.iifa-aifi.org/1760.html> (تاريخ الاطلاع: 2017/9/27م).

المراجع الأجنبية:

1- Ouvrages:

- 1- Ahmed Silem, Jean-Marie Albertini, **Lexique d'Économie**. 3^e Édition, Dalloz, Paris, 1989.
- 2- Bachir Yelles Chaouche, **Le Budget de L'État et des Collectivités Locales**. Office des Publications Universitaires, Ben-Aknoun (Alger), 1990.
- 3- Bernard Landais, **Leçons de Politique Monétaire**. 1^{re} Édition, De Boeck, Bruxelles, 2008.
- 4- Blanche Sousi-Roubi, **Lexique de Banque et de Bourse**. 3^e Édition, Dalloz, Paris, 1990.
- 5- Christian Descamps, Jacques Soichot, **Économie et gestion de la banque**. Éditions Management & Societe, Paris, 2002.
- 6- Daniel Goyeau, Amine Tarazi, **La Bourse**. Éditions La Découverte, France, 2007.
- 7- Françoise Renversez et autres, **Dictionnaire encyclopédique: Économie**. Imprimerie Chirat, France, 1998.
- 8- Frederic Mishkin et autres, **Monnaie, Banque et Marchés Financiers**. 8^e Édition, Distribution Nouveaux Horizons, Paris, 2007.
- 9- Jacques Hamon, **Bourse et Gestion de Portefeuille**. 2^e Édition, Economica, Paris, 2005.
- 10- Jean – Louis Mucchielli, Thierry Mayer, **Économie Internationale**. Normandie Roto Impression, France, 2005.

- 11- Jean Gadrey, Florence Jany-Catrice, **Les Nouveaux Indicateurs de Richesse**. Éditions La Découverte, Paris, 2005.
- 12- Jesús Huerta de Soto, **Monnaie, Crédit Bancaire et cycles Economiques**. L'harmattan , Paris, 2011.
- 13- Matouk Belattaf, **Économie du développement**. Office des Publications Universitaires, Ben-Aknoun (Alger), 2010.
- 14- Michel Aglietta, **Macroéconomie Financière1 : Finance, croissance et cycles**. 4^e Édition, La Découverte, Paris, 2005.
- 15- Michel Ruimy, **Économie Monétaire**. Ellipses, Paris, 2004.
- 16- Mohamed Kobtan, **Le Trésor Public**. Office des Publications Universitaires, Ben-Aknoun (Alger), 1990.
- 17- Paul – Jacques Lehmann, **Bourse et Marchés Financiers**. 2^e Édition, Dunod, Paris, 2005.
- 18- Philippe Gilles, **Crises et Cycles Économiques**. Armand Colin / Masson, Paris, 1996.
- 19- Philippe Spieser, **La Bourse**.4^e Édition, Librairie Vuibert, Paris, 2010.
- 20- Salah Mouhoubi, **La Crise Financière Mondiale : La Face Cachée**. ENAG Éditions, Algérie, 2010.
- 21- Seddik Taouti, **Vers Un Systeme Bancaire Conforme a la Chari'a Islamique**. Entreprise Algerienne de Presse, Algerie, 1986.
- 22- Stéphane Ceaux-Dutheil, **Bourse et Analyse Technique**. 2^e Édition, Economica, Paris, 2005.
- 23- Sylvie de Coussergues, **Gestion de la Banque du Diagnostic à la Stratégie**. 5^e Édition, Dunod, Paris, 2007.
- 24- Sylvie Lecarpentier-Moyal, Pascal Gaudron, **Économie Monétaire et Financière**. 6^e Édition, Economica, Paris, 2011.
- 25- Xavier Bradley, Christian Descamps, **Monnaie Banque Financement**. Éditions Dalloz, Paris, 2005.

26- Xavier Greffe, **Économie des Politiques Publiques**. 2^e Édition, Dalloz, Paris, 1997.

2- Revues:

- 1- Amara Djamila, **Le Management par les Valeurs : Éclairages Islamiques**, Revue : Reformes Economiques et Intégration en Economie Mondiale, N° 10, Publiée par le laboratoire des Reformes Economiques, Développement et Stratégies d'Intégration en Economie Mondiale, Ecole Supérieure de Commerce, Alger, 2011.
- 2- Aude Hubrecht et autres, **Mesure de la Performance des Agences Bancaires par une Approche DEA**, Revue: Finance Contrôle Stratégie, Volume 8, N° 2, Economica, Paris, juin 2005.
- 3- Céline Choulet, Laurent Quignon, **Les Banques Américaines Après La Crise Financière: Adaptations Sous Contraintes**, Revue d'Économie Financière, N° 105, Association d'Économie Financière, Paris, mars 2012.
- 4- Céline Hervieux-Payette, Pierre S. Pettigrew, **La Conciliation de l'Économique et du Social**, Revue d'Économie et Solidarités, Volume 32, N° 1-2, Centre Interdisciplinaire de Recherche et d'Information sur les Entreprises Collectives –Canada, 2001.
- 5- Mark J. Roe, **Les Marchés de Produits Dérivés et la Loi Américaine Sur Les Faillites**, Revue d'Économie Financière, N°105, Association d'Économie Financière, Paris, mars 2012.
- 6- Nasser Bouyahiaoui, Sofiane Hammi, **Les Marchés Financiers Seraient- Ils Gouvernés par les Émotions ?**, Revue : Reformes Economiques et Intégration en Economie Mondiale, N° 09, Publiée par le laboratoire des Reformes Economiques, Développement et Stratégies d'Intégration en Economie Mondiale, Ecole Supérieure de Commerce, Alger, 2010.

3- Reports:

- 1- **Capital Market Report**, The Securities & Exchange Commission, Nigeria,2008.
- 2- **Economic Development in Africa Report 2014: Catalysing Investment for Transformative Growth in Africa**, United Nations,2014.
- 3- **Economic Report on Africa 2009**, Economic Commission for Africa ,Addis Ababa (Ethiopia), 2009.
- 4- Michael Böhmer and others, **Globalization Report 2016: Who benefits most from globalization ?**, Bertelsmann Stiftung, Hans Kock Buch- und Offsetdruck, Bielefeld (Germany), 2016.
- 5- **Report: The 2008 Financial Crisis: A Wake-up Call for Enterprise Risk Management**, Risk and Insurance Management Society, New York, 2009.
- 6- **The Financial Crisis Inquiry Report**, Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States, Official Government Edition, U.S. Government Printing Office, 2011.

4- Journals:

- 1- Abdul Rahim Al-Saati, **Sharia Compatible Futures**, Journal of King Abdulaziz University: Islamic Economics, Vol. 15, Islamic Economics Institute, Jadda, 2002.
- 2- Hussein Kotby, **Financial Engineering for Islamic Banks: The Option Approach**, Journal of King Abdulaziz University: Islamic Economics, Vol. 8, Islamic Economics Institute, Jadda, 1996.

الملاحق

الملحق (1)

القرار رقم: 30 (3/4) [1]

بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار¹

إن مجلس مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنعقد في دورة مؤتمره الرابع بجدة في المملكة العربية السعودية من 18-23 جمادى الآخرة 1408 هـ الموافق 6-11 شباط (فبراير) 1988م.

بعد اطلاعه على الأبحاث المقدمة في موضوع "سندات المقارضة وسندات الاستثمار" والتي كانت حصيلة الندوة التي أقامها المجمع بالتعاون مع المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب بالبنك الإسلامي للتنمية بتاريخ 6-9 محرم 1408 هـ الموافق 2-8 أيلول 1987م تنفيذًا لقرار رقم (10/3) المتخذ في الدورة الثالثة للمجمع، وشارك فيها عدد من أعضاء المجمع وخبرائه وباحثي المعهد وغيره من المراكز العلمية والاقتصادية، وذلك للأهمية البالغة لهذا الموضوع وضرورة استكمال جميع جوانبه، للدور الفعال لهذه الصيغة في زيادة القدرات على تنمية الموارد العامة عن طريق اجتماع المال والعمل. وبعد استعراض التوصيات العشر التي انتهت إليها الندوة ومناقشتها في ضوء الأبحاث المقدمة في الندوة وغيرها، قرر ما يلي:

أولاً: من حيث الصيغة المقبولة شرعاً لصكوك المقارضة:

1- سندات المقارضة، هي أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس مال القراض (المضاربة) بإصدار صكوك ملكية برأس مال المضاربة على أساس وحدات متساوية القيمة، ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصاً شائعة في رأس مال المضاربة وما يتحول إليه بنسبة ملكية كل منهم فيه.

2- ويفضل تسمية هذه الأداة الاستثمارية صكوك المقارضة.

الصورة المقبولة شرعاً لسندات المقارضة بوجه عام لا بد أن تتوافر فيها العناصر التالية:

¹ - مجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، القرار رقم: 30 (3/4) [1] بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار، فيفري/1988م، على الموقع: <http://www.iifa-aifi.org/1713.html> (تاريخ الاطلاع: 2017/12/6م).

العنصر الأول:

أن يمثل الصك ملكية حصة شائعة في المشروع الذي أصدرت الصكوك لإنشائه أو تمويله، وتستمر هذه الملكية طيلة المشروع من بدايته إلى نهايته.

وترتب عليها جميع الحقوق والتصرفات المقررة شرعا للمالك في ملكه، من بيع وهبة ورهن وإرث وغيرها، مع ملاحظة أن الصكوك تمثل رأس مال المضاربة.

العنصر الثاني:

يقوم العقد في صكوك المقارضة على أساس أن شروط التعاقد تحددها نشرة الإصدار، وأن الإيجاب يعبر عن الاكتتاب في هذه الصكوك، وأن القبول تعبر عنه موافقة الجهة المصدرة.

ولا بد أن تشتمل نشرة الإصدار على جميع البيانات المطلوبة شرعا في عقد القراض (المضاربة)، من حيث بيان معلومية رأس المال وتوزيع الربح، مع بيان الشروط الخاصة بذلك الإصدار، على أن تتفق جميع الشروط مع الأحكام الشرعية.

العنصر الثالث:

أن تكون صكوك المقارضة قابلة للتداول بعد انتهاء الفترة المحددة للاكتتاب، باعتبار ذلك مأذونا فيه من المضارب عند نشوء السندات، مع مراعاة الضوابط التالية:

أ- إذا كان مال القراض المتجمع بعد الاكتتاب وقبل المباشرة في العمل بالمال ما يزال نقودا، فإن تداول صكوك المقارضة يعتبر مبادلة نقد بنقد، وتطبق عليه أحكام الصرف.

ب- إذا أصبح مال القراض ديونا، تطبق على تداول صكوك المقارضة أحكام تداول التعامل بالديون.

ج- إذا صار مال القراض موجودات مختلطة من النقود والديون والأعيان والمنافع، فإنه يجوز تداول صكوك المقارضة وفقا للسعر المتراضى عليه، على أن يكون الغالب في هذه الحالة أعيانا ومنافع، أما إذا كان الغالب نقودا أو ديونا، فتراعى في التداول الأحكام الشرعية التي ستبينها لائحة تفسيرية، تُوضع وتُعرض على المجمع في الدورة القادمة.

وفي جميع الأحوال، يتعين تسجيل التداول أصوليا في سجلات الجهة المصدرة.

العنصر الرابع:

أن من يتلقى حصيلة الاكتتاب في الصكوك لاستثمارها وإقامة المشروع بها هو المضارب، أي: عامل المضاربة، ولا يملك من المشروع إلا بمقدار ما قد يسهم به بشراء بعض الصكوك، فهو رب مال بما أسهم به، بالإضافة إلى أن المضارب شريك في الربح بعد تحققه بنسبة الحصة المحددة له في نشرة الإصدار، وتكون ملكيته في المشروع على هذا الأساس.

وأن يد المضارب على حصيلة الاكتتاب في الصكوك وعلى موجودات المشروع، هي يد أمانة لا يضمن إلا بسبب من أسباب الضمان الشرعية.

3- مع مراعاة الضوابط السابقة في التداول، يجوز تداول صكوك المقارضة في أسواق الأوراق المالية إن وُجدت بالضوابط الشرعية، وذلك وفقا لظروف العرض والطلب، ويخضع لإرادة العاقدين.

كما يجوز أن يتم التداول بقيام الجهة المصدرة في فترات دورية معينة بإعلان أو إيجاب يُوجه إلى الجمهور تلتزم بمقتضاه خلال مدة محددة بشراء هذه الصكوك من ربح مال المضاربة بسعر معين، ويحسن أن تستعين في تحديد السعر بأهل الخبرة وفقا لظروف السوق والمركز المالي للمشروع، كما يجوز الإعلان عن الالتزام بالشراء من غير الجهة المصدرة من مالها الخاص على النحو المشار إليه.

4- لا يجوز أن تشمل نشرة الإصدار أو صكوك المقارضة على نص بضمان عامل المضاربة رأس المال، أو ضمان ربح مقطوع أو منسوب إلى رأس المال، فإن وقع النص على ذلك صراحة أو ضمنا بطل شرط الضمان واستحق المضارب ربح مضاربة المثل.

5- لا يجوز أن تشمل نشرة الإصدار ولا صك المقارضة الصادر بناء عليها على نص يلزم بالبيع ولو كان معلقا أو مضافا للمستقبل، وإنما يجوز أن يتضمن صك المقارضة وعدا بالبيع، وفي هذه الحالة لا يتم البيع إلا بعقد بالقيمة المقدرة من الخبراء وبرضا الطرفين.

6- لا يجوز أن تتضمن نشرة الإصدار ولا الصكوك الصادرة على أساسها نصا يؤدي إلى احتمال قطع الشركة في الربح، فإن وقع كان العقد باطلا.

ويترتب على ذلك:

أ- عدم جواز اشتراط مبلغ محدد لحملة الصكوك أو صاحب المشروع في نشرة الإصدار وصكوك المقارضة الصادرة بناء عليها.

ب- أن محل القسمة هو الربح بمعناه الشرعي، وهو الزائد على رأس المال وليس الإيراد أو الغلة، ويعرف مقدار الربح إما بالتنضيف أو بالتقويم للمشروع بالنقد، وما زاد عن رأس المال عند التنضيف أو التقويم فهو الربح الذي يوزع بين حملة الصكوك وعامل المضاربة وفقاً لشروط العقد.

ج- أن يُعد حساب أرباح وخسائر للمشروع، وأن يكون معلناً، وتحت تصرف حملة الصكوك.

7- يُستحق الربح بالظهور، ويُملك بالتنضيف أو التقويم، ولا يلزم إلا بالقسمة، وبالنسبة للمشروع الذي يدر إيرادا أو غلة، فإنه يجوز أن تُوزع غلته، وما يُوزع على طرفي العقد قبل التنضيف (التصفية) يُعتبر مبالغ مدفوعة تحت الحساب.

8- ليس هناك ما يمنع شرعاً من النص في نشرة الإصدار على اقتطاع نسبة معينة في نهاية كل دورة، إما من حصة حملة الصكوك في الأرباح في حالة وجود تنضيف دوري، وإما من حصصهم في الإيراد أو الغلة الموزعة تحت الحساب ووضعها في احتياطي خاص لمواجهة مخاطر خسارة رأس المال.

9- ليس هناك ما يمنع شرعاً من النص في نشرة الإصدار أو صكوك المقارضة على وعد طرف ثالث منفصل في شخصيته وذمته المالية عن طرفي العقد بالتبرع بدون مقابل بمبلغ مخصص لجبر الخسران في مشروع معين، على أن يكون التزاماً مستقلاً عن عقد المضاربة، بمعنى أن قيامه بالوفاء بالتزامه ليس شرطاً في نفاذ العقد وترتب أحكامه عليه بين أطرافه، ومن ثم فليس لحملة الصكوك أو عامل المضاربة الدفع ببطان المضاربة أو الامتناع عن الوفاء بالتزاماتهم بها بسبب عدم قيام المتبرع بالوفاء بما تبرع به، بحجة أن هذا الالتزام كان محل اعتبار في العقد.

الملحق (2)

تقرير هيئة الرقابة الشرعية للجمعية العمومية لسوق الخرطوم للأوراق المالية للسنة المنتهية

في 2015/12/31م¹

التاريخ: 28 جمادى الآخرة 1437 هـ

الموافق له السادس من أبريل 2016م

الحمد لله رب العالمين والصلاة والسلام على رسول الله الهادي الأمين وعلى آله وصحبه ومن اهتدى بهديه إلى يوم الدين.

السيد / رئيس وأعضاء الجمعية العمومية لسوق الخرطوم للأوراق المالية:

نشير إلى الأسس التي يتم على ضوئها تعيين هيئة الرقابة الشرعية وإلى واجباتها في مراقبة أداء سوق الخرطوم للأوراق المالية وفق معايير الضبط للمؤسسات المالية الإسلامية رقم (1) و (2) الصادرة من هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية والمعايير الأخرى ذات الصلة وإلى قانون ولوائح السوق، نتقدم لكم بهذا التقرير مبينين الآتي:

1. إن الهيئة واصلت هذا العام اجتماعاتها مع الإدارة التنفيذية للسوق ووقفت من خلال هذه الاجتماعات على نشاط التداول للأسهم والصكوك المالية واطمأنت على سلامة هذا النشاط.

2. إن الهيئة ظلت طوال السنوات الماضية تطالب بمراجعة قانون صكوك التمويل لسنة 1995م ونجحت الإدارة التنفيذية في استكمال إجراءات إجازة مشروع قانون سلطة تنظيم أسواق المال لسنة 2016م ومشروع قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية للعام 2016م وتمت مراجعة هذين القانونين من قبل هيئة الرقابة الشرعية. ويعكس مشروع القانونين التطورات التي تمت في الأدوات المالية الإسلامية واستيعابها في سوق الخرطوم للأوراق المالية، ويتوقع أن تتم إجازتهما خلال العام 2016م إن شاء الله.

3. راجعت الهيئة مع الإدارة نشاط السوق وفق المؤشرات التالية:

أ. أن التداول للأسهم لا يعكس أية مضاربات غير شرعية.

¹ - التقرير السنوي لسوق الخرطوم للأوراق المالية لعام 2015م، ص 54.

ب. أن إدراج الصكوك في السوق لا يتم إلا بعد الاستيثاق من أن أصولها العينية تعادل 51% فأكثر مع استيفائها لجميع المعايير الشرعية الأخرى.

ج. أن الشركات حديثة التكوين لا يتم أي تداول لأسهمها إلا بعد استيفاء الشروط القانونية لتحويل أصولها النقدية إلى أصول عينية غالبية.

4. إن الهيئة عقدت اجتماعاً موسعاً مع الإدارة التنفيذية لمناقشة التقرير السنوي للسنة المالية المنتهية في 31 ديسمبر 2015م وتقدمت الهيئة بجملة من الاستفسارات أجابت الإدارة التنفيذية عنها بوضوح طمأن الهيئة على صحة ما ورد في التقرير من معلومات متعلقة بشرعية المعاملات ودونت الاستفسارات وإجاباتها بمحاضر الهيئة.

5. إنه ينبغي التنويه إلى أن مسؤولية الالتزام بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية تقع على إدارة السوق، وتساعد هيئة الرقابة الشرعية الإدارة بالإجابة عن الاستفسارات وإصدار الفتاوى والتوجيهات والوقوف على نماذج من عمل السوق، وتنحصر مسؤولية الهيئة في إبداء رأي مستقل بناء على مراقبتها لأعمال ونشاط السوق، وعليه تود الهيئة أن تعلم الجمعية العمومية والمتعاملين معها والمستفيدين من تقاريرها بأن وثائق السوق ومعاملاته التي اطلعت عليها الهيئة متسقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.

وتشكر الهيئة المجلس والإدارة على تعاونهم معها واستجابتهم لكل ما طلب منهم من معلومات ومستندات.

والله ولي التوفيق

د. أحمد علي عبد الله

الملحق (3)

الشهادات الاستثمارية المعنية بنشاط سوق الخرطوم للأوراق المالية لعام 2015م

عدد الصفقات المنفذة	قيمة الشهادات المتداولة (الجنيه)	عدد الشهادات المتداولة	الشهادة الاستثمارية
401	60022173.74	111027	شهادة 500 سنوية (63.5) 01/10/2014 (1.63.5)
1928	385555462.64	723575	شهادة 500 سنوية (63.8) 01/10/2014 (1.63.8)
1022	139784193.1	260208	شهادة 500 سنوية (63.7) 01/10/2014 (1.63.7)
818	121610688.5	222668	شهادة 500 سنوية (63.6) 01/10/2014 (1.63.6)
451	106434389.24	203650	شهادة 500 سنوية (63.1) 01/10/2014 (1.63.1)
634	83113942.23	152312	شهادة 500 سنوية (63.3) 01/10/2014 (1.63.3)
1973	495076552.49	930338	شهادة 500 سنوية (63.9) 01/10/2014 (1.63.9)
203	28278608.64	51281	شهادة 500 سنوية (62) 01/07/2014 (1.62)
265	74385255.93	139110	شهادة 500 سنوية (63) 01/10/2014 (1.63)
560	75964029.98	137564	شهادة 500 سنوية (62.2) 01/07/2014 (1.62.2)
1374	303339699.24	552566	شهادة 500 سنوية 01/07/2014 (1.62) (1.62.1)
1491	323441099.17	601201	شهادة 500 سنوية 01/07/2014 (9.62) (1.62.9)
918	134731859	249962	شهادة 500 سنوية (8.62) 01/07/2014 (1.62.8)
553	84857056.74	152700	شهادة 500 سنوية (62.6) 01/07/2014 (1.62.6)
465	63773437.46	118299	شهادة 500 سنوية (63.2) 01/10/2014 (1.63.2)
363	54603225.01	99888	شهادة 500 سنوية 01/07/2014 (62.7) (1.62.7)
108	35751475.12	66812	شهادة 500 سنوية 01/01/2015 (64.3) (1.64.3)
599	206713727.41	394022	شهادة 500 سنوية 01/01/2015 (64.5) (1.64.5)
1686	364451501.38	685913	شهادة 500 سنوية 01/01/2015 (64.9) (1.64.9)

418	149407867.63	285464	شهامة (64.8) 01/01/2015 سنوية 500 (1.64.8)
581	87451103.95	165437	شهامة (64.7) 01/01/2015 سنوية 500 (1.64.7)
1393	294311146.59	553737	شهامة (64.11) 01/01/2015 سنوية 500 (1.64.11)
645	94515190.83	177169	شهامة (64.2) 01/01/2015 سنوية 500 (1.64.2)
425	47808198.31	90513	شهامة (64) 01/01/2015 سنوية 500 (1.64)
736	171381189.01	322021	شهامة (64.1) 01/01/2015 سنوية 500 (1.64.1)
734	126543989.42	232509	شهامة 01/04/2014 (61.6) سنوية 500 (1.61.6)
448	67392438.63	123791	شهامة 01/04/2014 (61.2) سنوية 500 (1.61.2)
251	52092920.08	95716	شهامة 01/04/2014 (61.5) سنوية 500 (1.61.5)
285	23025448.12	42024	شهامة 01/04/2014 (61.1) سنوية 500 (1.61.1)
501	116108320.66	214162	شهامة 01/04/2014 (61) سنوية 500 (1.61)
2026	299565174.9	548119	شهامة 01/04/2014 (61.8) سنوية 500 (1.61.8)
1165	111872796.01	203745	شهامة 01/04/2014 (61.7) سنوية 500 (1.61.7)
53	84809210.86	165018	شهامة 01/04/2015 إصدار (65.1) سنوية 500 (65.1)
71	20965411.37	41505	شهامة 01/04/2015 إصدار (65.5) سنوية 500 (65.5)
124	38337677.85	74059	شهامة 01/04/2015 إصدار (65) سنوية 500 (1.65)
132	106657242.03	203209	شهامة 01/04/2015 إصدار (65.2) سنوية 500 (65.2)
196	45381010.33	88343	شهامة 01/04/2015 إصدار (65.6) سنوية 500 (65.6)
306	164085435.98	317741	شهامة 01/04/2015 إصدار (65.8) سنوية 500 (65.8)
198	29136024.95	57026	شهامة 01/04/2015 إصدار (65.7) سنوية 500 (65.7)
387	165346686.36	319251	شهامة 01/04/2015 إصدار (65.9) سنوية 500 (65.9)
149	50429148.91	89854	شهامة 01/01/2014 (60.7) سنوية 500 (1.60.7)
287	27610917.6	49033	شهامة 01/01/2014 (60) سنوية 500 (1.6)

67	8375457.5	15070	شهادة 01/01/2014 (60.2) سنوية 500 (1.60.2)
101	7844071.45	13988	شهادة 01/01/2014 (60.3) سنوية 500 (1.60.3)
303	28699101.42	51355	شهادة 01/01/2014 (60.9) سنوية 500 (1.60.9)
21	2127263	4159	شهادة 01/07/2015 إصدار (66) سنوية 500 (1.66)
339	41627925.42	74348	شهادة 01/01/2014 (60.5) سنوية 500 (1.60.5)
128	22887653.66	40925	شهادة 01/01/2014 (60.1) سنوية 500 (1.60.1)
73	40964207.29	80884	شهادة 01/07/2015 إصدار (66.8) سنوية 500 (1.66.8)
394	57352353.72	102776	شهادة 01/01/2014 (60.8) سنوية 500 (1.60.8)
44	13384916.31	26354	شهادة 01/07/2015 إصدار (66.6) سنوية 500 (1.66.6)
33	10135272.02	19784	شهادة 01/07/2015 إصدار (66.7) سنوية 500 (1.66.7)
119	30953183.68	60923	شهادة 01/07/2015 إصدار (66.9) سنوية 500 (1.66.9)
34	10293048	20265	شهادة 01/07/2015 إصدار (2.66) سنوية 500 (1.66.2)
162	96622847.86	189422	شهادة 01/07/2015 إصدار (66.11) سنوية 500 (1.66.11)
156	99601220.2	195106	شهادة 01/07/2015 إصدار (66.1) سنوية 500 (1.66.1)
5	7395998	14728	شامة 1- (7.1)
-	-	-	شامة 3- (7.3)
-	-	-	شامة 2- (7.2)
-	-	-	شهادة 01/01/2015 (64.6) سنوية 500 (1.64.6)
1	20120	40	شامة 1-3- (7.3.1)
-	-	-	شامة 3.2 (7.3.2)
-	-	-	شهادة إجازة بنك السودان - شهاب (3.1)
-	-	-	شهادة 01/01/2014 (60.6) سنوية 500 (1.60.6)
29303	5994407567	11222669	الإجمالي

المصدر: التقرير السنوي لسوق الخرطوم للأوراق المالية لعام 2015م، ص ص 65-66.

الملحق (4)

البنوك الناشطة في سوق الخرطوم للأوراق المالية لعام 2015م

اسم البنك	عدد الأسهم المتداولة	قيمة الأسهم المتداولة (الجنيه)	عدد الصفقات المنفذة	معدل دوران السهم
بنك التضامن الإسلامي (TAIB)	521286	973772.74	54	0.002
مصرف السلام (ASBA)	117578	287326.7	3	0.001
بنك فيصل الإسلامي السوداني (FIBS)	2339637	11871389.23	91	0.005
بنك الرواد للتنمية والاستثمار (RWAD)	19151669	19153219.9	13	0.192
بنك البركة السودان (BRKA)	74084	258627.32	8	0.002
البنك السوداني الفرنسي (SFBA)	909099	2752345.89	15	0.007
بنك الشمال الإسلامي (SHBA)	33265	24616.1	2	0
بنك الخرطوم (KHBA)	6583924	10223090.97	90	0.017
بنك النيل الأزرق المشرق (BNMB)	102	381.48	5	0
بنك النيل للتجارة والتنمية (NCDB)	118387808	7103268.48	135	0.073
بنك بيبيلوس إفريقيا (BYBA)	—	—	—	—
بنك تنمية الصادرات (EDBA)	10000	900	1	0
شركة بنك الأسرة المحدودة (FMBA)	—	—	—	—
بنك امدرمان الوطني (OMNB)	1565322	15653220	1	0.02
بنك إيفوري (VOB)	—	—	—	—
البنك السعودي السوداني (SSBA)	100	38	1	0
البنك السوداني المصري (SEBA)	472	588.72	5	0
البنك الإسلامي السوداني (SIBA)	72855526	11656884.16	46	0.074
البنك الأهلي السوداني (SNBH)	—	—	—	—

0.002	2	353502.42	346571	بنك الاستثمار المالي (FIBA)
0	1	80	100	بنك العمال الوطني (WONB)
–	–	–	–	بنك المال المتحد (UCBA)
0	2	282.15	3135	بنك الثروة الحيوانية (ARBA)
0.079	6	24081420	7658370	بنك الجزيرة السوداني الأردني المحدودة (JSJB)
0.001	64	390516.01	276156	مصرف المزارع التجاري (FCBA)
–	545	104785470	230834204	الإجمالي

المصدر: التقرير السنوي لسوق الخرطوم للأوراق المالية لعام 2015م، ص 62.

معدل دوران السهم: يمثل عدد الأسهم المتداولة منسوبا إلى عدد الأسهم المكتتب بها.

الملحق (5)

تفاصيل العقود المستلمة في إطار صكوك الاستثمار الحكومية صرح للفترة (2013-2015م)

1- العقود المستلمة خلال العام 2013م:

تم خلال العام 2013م استلام عدد 7 مشروعات منها 6 مشروعات صحية ومشروع واحد تعليمي تفاصيلها كالتالي:

الجدول (1): مشروعات صكوك صرح المستلمة خلال العام 2013م

العقد	الجهة المستفيدة	قيمة العقد (ألف جنيه)
تشبيد مباني إضافية للمستشفى التركي	ولاية الخرطوم	5032.6
توريد وتركيب وتشغيل عدد 5 تريبز عملية عامة والتدريب عليها	وزارة الصحة الاتحادية	232
تشبيد مبنى امتداد العيادات المحولة بمستشفى الشعب التعليمي	مستشفى الشعب التعليمي	1667.4
توريد وتركيب وتشغيل جهاز كوبات 60	المعهد القومي للسرطان	3938.6
توريد وتركيب وتشغيل أجهزة طبية	مستشفى الجزيرة لأمراض وجراحة الكلى	221
توريد وتركيب وتشغيل أجهزة طبية	مستشفى الجزيرة لأمراض وجراحة الكلى	51.7
تشبيد مدرسة الرواشدة بولاية القضايف بدلا عن مدرسة كسلا الشعبية	صندوق إعادة بناء وتنمية الشرق	1172.3
المجموع	-	12315.6

المصدر: التقرير السنوي لشركة السودان للخدمات المالية لعام 2013م، ص 44.

2- العقود المستلمة خلال العام 2014م:

تم خلال العام 2014م استلام عدد 3 مشروعات تفاصيلها كالتالي:

الجدول (2): مشروعات صكوك صرح المستلمة خلال العام 2014م

العقد	الجهة المستفيدة	قيمة العقد (ألف جنيه)
توريد وتركيب وتشغيل عدد (2) مصعد لمبنى العيادات المحولة	مستشفى الشعب التعليمي	855.68
توريد أليات زراعية لصالح ولاية جنوب دارفور	وزارة الزراعة - ولاية جنوب دارفور	1305.04
تأهيل ظلمبات هيئة السوكى الزراعية	ولاية سنار	20267.88
المجموع	-	22428.6

المصدر: التقرير السنوي لشركة السودان للخدمات المالية لعام 2014م، ص 58.

3- العقود المستلمة خلال العام 2015م:

تم خلال العام 2015م استلام 4 مشروعات تفاصيلها كالتالي:

الجدول (3): مشروعات صكوك صرح المستلمة خلال العام 2015م

العقد	الجهة المستفيدة	قيمة العقد (ألف جنيه)
عقد تشييد حوادث النساء والتوليد - جبرة	وزارة الصحة الاتحادية	3324.66
تكملة تنفيذ المرحلة الثالثة لعنابر السرطان - ود مدني	وزارة الصحة - ولاية الجزيرة	6825.44
تشييد مباني حوادث الأطفال بالخرطوم بحري	وزارة الصحة الاتحادية	4576.89
توريد جهاز أشعة مقطعية لصالح المستشفى الأكاديمي	وزارة الصحة - ولاية الخرطوم	3500
المجموع	-	18226.99

المصدر: التقرير السنوي لشركة السودان للخدمات المالية لعام 2015م، ص 56.