

جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية - قسنطينة -
كلية الشريعة والاقتصاد
قسم الاقتصاد والإدارة

محاضرات في مادة المالية الإسلامية

موجهة لطلبة السنة الثالثة تخصص اقتصاد اسلامي
من إعداد : الأستاذة بزاز حليلة
أستاذ محاضر أ

الأدوات المالية الإسلامية: (تابع للفصل الرابع: السوق المالي الإسلامي)
أولا الأدوات المالية المتداولة في السوق النقدية :

هي أدوات مالية قصيرة الأجل يتم تداولها في السوق النقدية، ومن أهمها:

1- إصدارات الاستثمار الحكومي: أصدرت هذه الشهادات لأول مرة في ماليزيا في جويلية 1983 وكان الغرض من هذه الأداة المالية توفير تسهيلات متوافقة مع الشريعة الإسلامية للمصارف الإسلامية لتلبية احتياجاتها من السيولة. وتمت هيكلتها سنة 2001 على عقد العينة.

2- أذونات الخزينة الماليزية الإسلامية: وهي سندات حكومية قصيرة الاجل تصدرها الحكومة الماليزية كبديل لأذونات الخزينة التقليدية وتصدر لتمويل نفقات تشغيل الحكومة.

3- شهادات الديون الإسلامية القابلة للتفاوض: وهي وثيقة صادرة عن مؤسسة مالية إسلامية لإثبات إيداع مبلغ مالي لفترة محددة وتنص هذه الشهادة على التزام الجهة المصدرة بدفع المبلغ المالي مع ربح لحاملها في تاريخ محدد.

4- الأذونات الإسلامية المقبولة: الإذن الإسلامي المقبول هو كميالة تدفع للمصرف أو تحسم منه في موعد مستقبلي محدد لإثبات الدين الذي نشأ من معاملة تجارية.

5- سندات كاجاماس للمضاربة: أصدرت في مارس 1994 بهدف تمويل شراء ديون الإسكان الإسلامي من المؤسسات المالية التي توفر سبل تمويل الإسكان الإسلامي إلى السكان المحليين وتعتمد هذه السندات على مبدأ المضاربة. حيث يتقاسم حاملو السندات الأرباح مع شركة كاجاماس وفقاً للنسب المتفق عليها.

6- الأسهم الإسلامية: وتتميز بـ:

- يجب أن يكون نشاط الشركة حلالاً.

- يجب هيكلة منتجات المشاركة وفقاً لاحكام الشريعة بحيث تكون مقاصدها وعقودها متوافقة مع أحكام الشريعة.

7- الصكوك الإسلامية:

1/- تعريف الصكوك الإسلامية: لصكوك المالية الإسلامية عدة تعاريف ولعل أبرزها

تعريف هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار الشرعي رقم: (17) (ج) - "هي وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب و بدء استخدامها فيما أصدرت من أجلها"

2-نشأتها:

ظهر إهتمام الباحثون الإقتصاديون المعاصرون لإيجاد أوراق مالية إسلامية بديلاً عن السندات المحرمة من خلال إنعقاد أول مؤتمر عالمي للإقتصاد الإسلامي سنة 1976 ثم جاءت بعد ذلك عدة دراسات إهتمت بموضوع الأوراق المالية الإسلامية ، حيث عقد في القاهرة سنة 1986.

مؤتمر حول "موارد الدولة المالية في المجتمع الحديث من وجهة النظر الإسلامية " ، وكذلك المؤتمر الذي إنعقد في كوالالمبور في ماليزيا سنة 1986. حيث قدم في هذين المؤتمرين دراسات حول محاولة إيجاد أوراق مالية إسلامية كبديل للسندات المحرمة إلا أن الفكرة الأساسية التي عملت على إظهار صورة الصكوك الإسلامية بوضوح أكثر جاءت من طرف الدكتور سامي حمود في بحثه سندات المقارضة الذي قدمه ضمن مشروع إنشاء البنك الإسلامي بالأردن سنة 1987. وكان الهدف من الدراسة إيجاد بديل إسلامي لسندات القرض التي تقوم على أساس الفائدة وتطورت

الفكرة أكثر عند عرضها على وزارة الأوقاف في الأردن للأستفادة منها في إعمار أراضي الأوقاف ، كما عرضت الفكرة على مجمع الفقه الإسلامي في دورته المنعقدة بجدة سنة 1988

حيث عمل المجمع الفقه الإسلامي على إخراج صورة الصكوك الإسلامية متكامل من حيث الضوابط الشرعية ، و أصدر بخصوص ذلك القرار رقم 30(4/5) المتعلق بسندات المقارضة و سندات الإستثمار (صكوك) ، مما فتح الباب أمام الشركات و المؤسسات المالية الإسلامية لإصدار صكوك تبني على أساس ما جاء في هذا القرار. كما كان للبنك الإسلامي الأول في ماليزيا الفضل في إصدار شهادات الإستثمار سنة 1983

م ، بعد عدم قبول هذا البنك تملك سندات حكومة بمعدلات فائدة ثابتة التي أصدرتها الحكومة بواسطة البنك المركزي و بذلك كان إنتشار فكرة التعامل بالصكوك الإسلامية في بعض الدول الإسلامية بهدف مواجهة العجز في الموازنة و تعزيز الإنفاق العام و توفير الأموال اللازمة لبناء المنشآت الحيوية و البنية التحتية و من هذه الدول الإسلامية ماليزيا، السودان، باكستان، البحرين و الإمارات و أندونيسيا.

3/- خصائص الصكوك المالية الإسلامية: هناك خصائص تميز الصكوك الإسلامية عن غيرها من أدوات الاستثمار الأخرى، ساهمت في انتشارها انتشارا واسعا، تتلخص فيما يلي:

أ - هي وثيقة تصدر باسم مالكيها أو لحاملها بفئات متساوية القيمة لإثبات حق مالكيها من حقوق والتزامات مالية لها قيمة اسمية موضحة في نشرة الإصدار؛
ب -التداول فيها يكون وفق شروط وضوابط شرعية، لتداول الأصول والمنافع والخدمات التي تمثلها؛

ج -تمثل حصة شائعة في ملكية موجودات مخصصة للمتاجرة أو الاستثمار.

4/- أهمية الصكوك الإسلامية: للصكوك عدة مزايا للأطراف التي تتعامل بها، كما لها أهمية بالنسبة للاقتصاد ككل، ويمكن تلخيص هذه الأهمية في العناصر التالية:

أ)- أهمية الصكوك بالنسبة للمصدر الأصلي:

✓ تتيح الصكوك للمنشآت مصادر متنوعة للتمويل وذلك بمختلف آجالها، وذلك لتأمين السيولة التي تلزمها.

✓ تعتبر عملية الصكوك من العمليات خارج الميزانية وبالتالي تحسن كفاية رأس المال.

أي يكون تحصيلها ومنحها على

✓ تساهم الصكوك في التقليل من مخاطر عدم تماثل بين آجال الموارد واستخدامها، أي

يكون تحصيلها ومنحها على فترات مختلفة.

✓ للصكوك ميزة تتميز بها وهي إمكانية تحصيلها في فترة قصيرة، وبالتالي تجنب المصارف

وجميع المؤسسات المالية وغير المالية تكوين مخصصات للديون المشكوك في تحصيلها.

✓ تزيد الصكوك من قدرة المنشأة على زيادة نشاطها، وذلك دون اللجوء إلى زيادة

رأس مالها.

ب)- أهمية الصكوك بالنسبة للمستثمرين:

- ✓ تعتبر الصكوك بديل للقروض المصرفية، وذلك لأنها قليلة التكلفة وقلة الوسطاء.
- ✓ للصكوك الإسلامية ميزة وهي إمكانية التنبؤ بتدفقاتها المالية.
- ✓ تتيح الصكوك للمستثمرين فرصا استثمارية متنوعة (الأفراد، المؤسسات، الحكومات...)، وذلك لاستثمار السيولة المتوفرة بصورة مربحة.
- ✓ تعطي الصكوك الإسلامية عوائد أعلى مقارنة ببقية الاستثمارات المالية الأخرى كالأوراق المالية الحكومية.

ج)- أهمية الصكوك بالنسبة للاقتصاد الكلي:

- ✓ تساهم الصكوك في نمو الناتج الداخلي الإجمالي، وذلك دون الحاجة إلى استثمارات جديدة.
- ✓ تعتبر الصكوك كبديل للجهاز المصرفي، الذي يعتبر المزود الوحيد للتمويل.
- ✓ يمكن الاعتماد على الصكوك في تمويل البنى التحتية للدول كالمطارات والمدارس... الخ.
- ✓ تعتبر كبديل للمستثمر المحلي بحيث تمكنه من الاستثمار داخل البلد، وبالتالي الاستفادة من رؤوس أموال جديدة.
- ✓ يمكنها تغطية العجز في موازنة الدولة أو احد هيئاتها، حيث توفر موارد حقيقة لا تؤثر على المستوى العام للأسعار.

ه)- أهمية الصكوك في تفعيل الأسواق المالية: هناك أهمية كبيرة للصكوك الإسلامية

- المدرجة في الأسواق المالية، وهذا يتضح من خلال العناصر التالية:
- 1/- تعد الصكوك الإسلامية بديلا للمعاملات المصرفية، فعندما تتنوع هذه الأدوات الاستثمارية في سوق الأوراق المالية تصبح أكثر إغراء للمدخرين (يمكن استخدامها لتمويل المشاريع في مختلف القطاعات، كالزراعة، الصناعة، العقار...).
 - 2/- إن تبني خطط التنمية الاقتصادية يستدعي ضرورة العمل على التوسع في إصدار الصكوك وخلق سوق ثانوي لتداول هذه الصكوك، وبالتالي يساهم في تعظيم المدخرات وتوسيع الاستثمار.

3/- إن ارتفاع إصدار وتداول الصكوك الإسلامية سينتج عنه ارتفاع كفاءة السوق المالي وهذا يترتب عليه تعميق

السوق واتساعه، حيث ستزداد تداولات الصكوك، والذي يعود بالنفع على السوق المالية في تغطية مختلف الاحتياجات التمويلية والاستثمارية.

5/- أنواع الصكوك الإسلامية وضوابط إصدارها : نظرا لأن آلية إصدار الصكوك

الإسلامية تتم وفق صيغ التمويل الإسلامي، فإنه يمكن تصنيف تلك الأصول إلى الآتي:

5-1- الصكوك المعتمدة على المشاركة في الربح والخسارة:

أ/- **صكوك المضاربة** : وهي " أوراق مالية تعرض للاكتتاب على أساس قيام الشركة المصدرة بإدارة العمل على أساس المضاربة ، ويمثل فيها الملاك أصحاب رأس المال ،بينما المستثمر يمثل عامل المضاربة، ويحصل مالكوها على نسبة شائعة من الربح، وتتوافر فيها شروط عقد المضاربة من الايجاب والقبول، ومعلومية رأس المال ونسبة الربح ".
وتأخذ صكوك المضاربة العديد من الصور كصكوك المضاربة المطلقة، صكوك المضاربة المقيدة .

ب/- **صكوك المشاركة** : وهي "عبارة عن وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب في إنشاء مشروع استثماري، ويصبح موجودات المشروع ملكاً لحملة الصكوك، وتدار الصكوك على أساس عقد المشاركة بتعيين أحد الشركاء لإدارتها بصيغة الوكالة بالاستثمار". ولصكوك المشاركة العديد من الأنواع كصكوك المشاركة المستمرة والمؤقتة وصكوك المشاركة في مشروع معين والإدارة لمصدرها، وصكوك المشاركة في مشروع معين تكون الإدارة لجهة أخرى.

ت/- **صكوك المزارعة** : وهي عبارة عن وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تمويل مشروع للمزارعة ويصبح لحملة الصكوك حصة في المحصول.

ث/**صكوك المساقاة**: وهي عبارة عن وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في سقي أشجار مثمرة ورعايتها على أساس عقد المساقاة، ويصبح لحملة الصكوك حصة من الثمرة.

ج/**صكوك المغارسة** : وهي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام الاكتتاب فيها في غرس الأشجار على أساس عقد المغارسة،. ويصبح لحملة الصكوك حصة في الأرض والغرس.

5-2-الصكوك المعتمدة على المعاوضة:

أ/- **صكوك المراجعة** : "وهي عبارة عن وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المراجعة، وتصبح سلعة المراجعة مملوكة لحملة الصكوك". والهدف من إصدار صكوك المراجعة هو تمويل عقد بيع بضاعة مراجعة، كالمعدات والأجهزة، فتقوم المؤسسة المالية بتوقيعه مع المشتري مراجعة نيابة عن حملة الصكوك، وتستخدم المؤسسة المالية حصيلة الصكوك في تملك بضاعة المراجعة وقبضها قبل بيعها مراجعة.

ب/- **صكوك الاستصناع** : هي صكوك تطرح لجمع مبلغ لإنشاء مبنى أو صناعة آلة أو معدات مطلوبة من مؤسسة معينة بمبلغ يزيد عن المبلغ اللازم لصناعتها، وحقوق حملة الصكوك تتمثل فيما دفعوه ثمنها لهذه الصكوك إضافة إلى الربح الذي يمثل الفرق بين تكلفة الصناعة وثن البيع.

ت/- **صكوك السلم** : تمثل ملكية شائعة في رأسمال السلم لتمويل شراء سلع يتم استلامها في المستقبل ثم تسوق على العملاء ويكون العائد على الصكوك هو الربح الناتج عن البيع، ولا يتم تداول هذه الصكوك إلا بعد أن يتحول رأس المال إلى سلع ، وذلك بعد استلامها وقبل بيعها، وتمثل الصكوك حينها ملكية شائعة في هذه السلع .وتعتبر صكوك السلم أداة متميزة لجذب الموارد المالية للحكومات والشركات والأفراد الذين يعملون في إنتاج زراعي أو صناعي أو تجاري، فمن ثمن بيع بضاعة آجلة يستطيع المنتج أن يمول عمليات الإنتاج.

5-3-الصكوك المعتمدة على الإجارة:

تعرف **صكوك الإجارة** على أنها: عبارة عن وثائق متساوية القيمة تمثل حصة شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات في مشروع استثماري يدر دخلا ، والغرض منها تحويل الأعيان والمنافع والخدمات التي تتعلق عقد الإجارة إلى أوراق مالية صكوك قابلة للتداول في الأسواق الثانوية

.وتعتبر صكوك الإجارة صكوك ملكية شائعة في أعيان مؤجرة مملوكة للملكي الصكوك، ويتم توزيع عائد الإجارة على الملاك حسب حصص ملكيتهم، وهي قابلة للتداول وتقدر

قيمتها حسب قيمتها السوقية، كما تمثل صكوك الإجارة حصة مشاعة في ملكية أصول متاحة للاستثمار، وهي أشهر أنواع الصكوك انتشاراً. وتتميز صكوك الإجارة بصلاحياتها للوسائط المالية لتمويل العديد من المشروعات، كما تتمتع بمرونة على مستوى الإصدار أو على مستوى التداول، وتوفر للمؤجر إيرادات ثابتة وشبه مستقر. وصنفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية صكوك الإجارة إلى صكوك ملكية الموجودات المؤجرة، وصكوك ملكية المنافع وصكوك ملكية الخدمات.

- **شروط إصدار الصكوك الإسلامية:** وجب توفر العديد من الشروط لإصدار الصكوك وأهمها:

1/- لا بد من وجود أصول مملوكة للمنشأة المصدرة للصكوك، وأن تكون قادرة على توليد دخل بشكل منتظم ومستمر، وعليه فالأصول التي تخضع للتصكيك هي مجموعة معينة من الموجودات، والتي تظهر في الميزانية العمومية للمنشأة.

2/- يجب أن تتمتع الأصول المراد تصكيكها بالجاذبية بالنسبة للمستثمر، وهذا يتطلب وجود جدارة ائتمانية في الأصول، مثل: انتظام السداد، ووجود ضمانات عينية.

3/- يجب أن تكون قيمة الأصول المراد تصكيكها كبيرة، لأنه إذا كانت المبالغ صغيرة لا يمكن تقسيمها، كما أن يجب تكون ذات آجال استحقاق طويل حتى يمكن تسويقها، ومن ثم الأصول ذات آجال استحقاق قصيرة لا تصلح للتصكيك.

4/- لا بد من توافر الضوابط الشرعية في جميع مراحل عملية التصكيك، ومن ثم إخضاعها إلى هيئة الرقابة الشرعية بالمؤسسة أو البلد.

5/- لا من وجود تشريعات قانونية، وجهات رسمية لضبط عملية التصكيك، وحفظ حقوق المتعاملين.

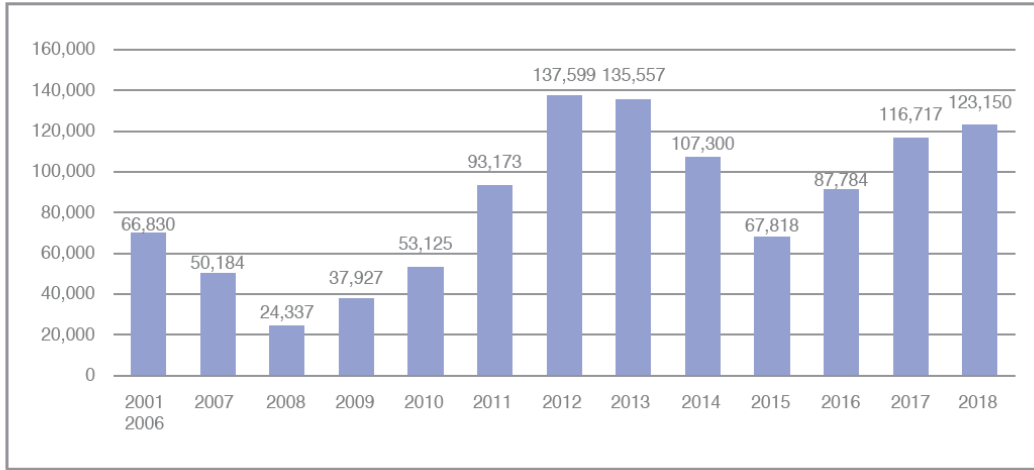
6/- **طرق التصكيك:** إن عملية التصكيك لها طريقتين رئيسيتين وهما:

أ- **طريقة التصكيك البسيط (المباشر):** تصدر الصكوك لجمع الموارد المالية، ثم يتم استثمارها في مشروع معين مثل: مشاريع البنى التحتية والمرافق العامة...، وفي هذه الحالة يتم طرح الصكوك على أساس صيغة من صيغ التمويل الإسلامي (المراجحة، المضاربة، المشاركة...) في السوق الأولية، وحصيلة الاكتتاب هي رأس مال المشروع المراد إنجازه.

ب)- التصكيك المهيكل (غير المباشر): في هذه الحالة تصدر الصكوك بهدف تحويل المشاريع والأصول القائمة إلى سيولة نقدية، ويتم هذا من خلال تحويل الأصول المالية أو المعنوية المدرة للدخل إلى وحدات متساوية تتمثل في الصكوك، ثم طرحها في السوق المالي لجذب الأموال.

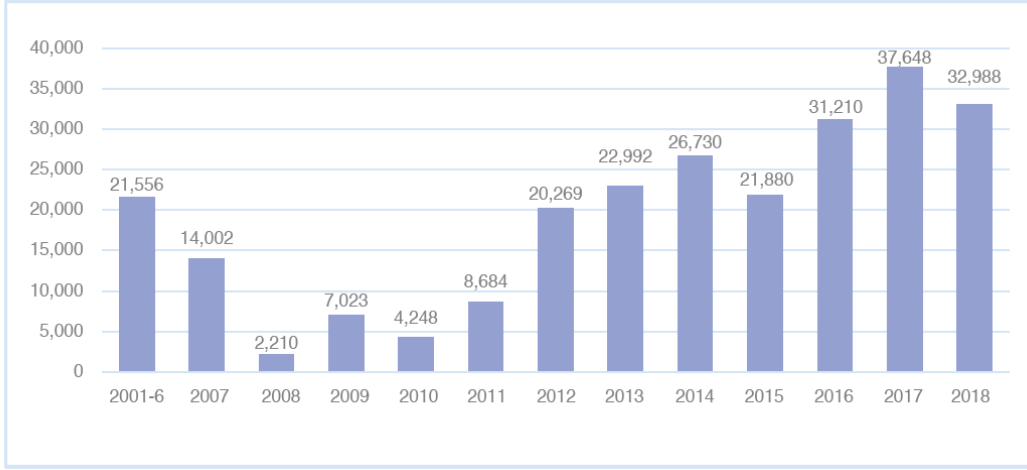
بعض الإحصاءات حول الصكوك العالمية:

إجمالي إصدارات الصكوك (جانفي 2001-ديسمبر 2018) الوحدة مليون دولار أمريكي



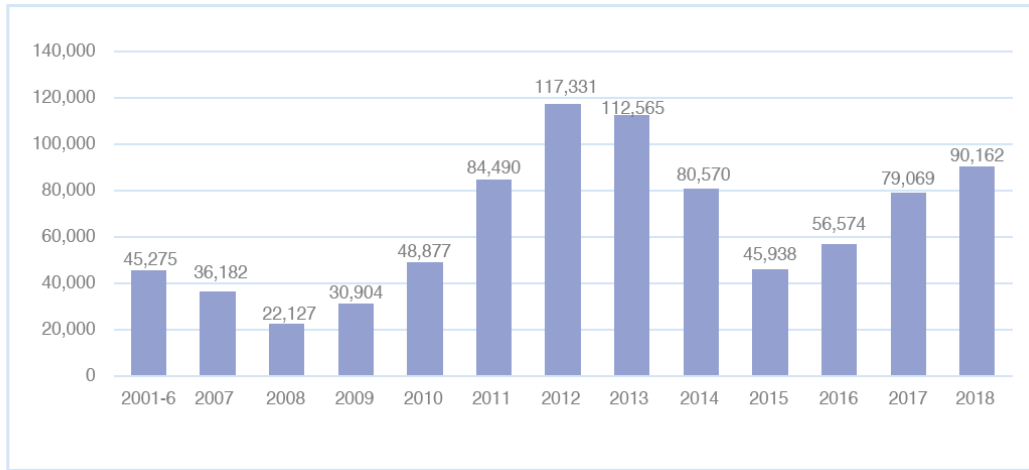
Source, IIFM SUKUK REPORT JULY 2019 | 8th EDITION

إجمالي إصدارات الصكوك العالمية (جانفي 2001-ديسمبر 2018) الوحدة مليون دولار أمريكي



Source, IIFM SUKUK REPORT JULY 2019 | 8th EDITION

إجمالي إصدارات الصكوك المحلية (جانفي 2001-ديسمبر 2018) الوحدة مليون دولار أمريكي



Source, IIFM SUKUK REPORT JULY 2019 | 8th EDITION

8-أدوات المشتقات المالية الإسلامية :

تم تطوير عدد من المشتقات المالية الإسلامية وتم استخدامها في الخدمات المصرفية والمالية الإسلامية، وقد كان الغرض من معظمها التحوط ضد مخاطر أسعار الصرف ومعدلات الربح، وهي: العقود الآجلة الإسلامية المبنية على الوعد، المقايضات الإسلامية في سوق العملات.

أ-العقود الآجلة الإسلامية المبنية على الوعد: العقد الآجل مع وعد من طرف واحد

في هذا العقد يعد الطرف الأول الطرف الثاني بشراء أو بيع عملة تسلم لاحقاً. بضمن يتفق عليه اليوم. ويجب على الطرف الأول (الواعد) الوفاء بوعدده، أما الطرف الثاني فهو غير ملزم بهذا الوعد.

ب - المقايضات الإسلامية في سوق العملات:

ينبغي هيكل المقايضة في سوق العملات على مفهوم الوعد. وتتكون هذه المقايضة من بيع صرف في البداية يعقبه وعد من الزبون يلتزم بموجبه ببيع صرف آخر في المستقبل بسعر صرف اليوم. وفي التاريخ المستقبلي المحدد. يجري بيع الصرف حسب معدل الصرف الموعود به مستقبلاً.

ث - مبادلة معدل الربح: يتيح ذلك للعملاء إدارة مخاطر تعرض الأصول والالتزامات لمعدلات السوق بطريقة متوافقة مع الشريعة الإسلامية. ويتيح هذا الحلّ للعملاء مقايضة معدّل ربح ثابت بمعدّل ربح متغير والعكس صحيح. وبإمكان المصرف تحليل محافظ العملاء لتأمين حلول تحوطية بالمعدّل الأعلى بهدف الحدّ من مخاطر تعرض العملاء لاحتمال تبدّل المعدلات.

المراجع المعتمدة:

1- قط سليم ، مفاضلة الاستثمارين سوق الأوراق المالية المعاصرة وسوق الأوراق المالية الإسلامية، دراسة مقارنة، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 015-2016.

2- عبد اللطيف بن عبد الحليم اللطيف، صكوك الاستثمار - دراسة فقهية تأصيلية - رسالة دكتوراه، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، المملكة العربية السعودية، 1432-1433.

3- بزاز حليلة، فيروز عريب، دور الصكوك المالية الإسلامية في تمويل مشاريع البنية التحتية باستخدام عقود B.O.T مقدمة للندوة العلمية المتخصصة حول: آليات إدماج الصكوك الإسلامية في الاقتصاد الجزائري يوم 18 نوفمبر 2019.

4- النظام المالي الإسلامي الأسس والمبادئ، كرسي سابق لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، 1435.