

الخصائص الهيكلية لسوق رأس المال في النظام المالي الإسلامي

د.مظهر سيف أحمد نصر

أستاذ الاقتصاد الإسلامي المساعد - جامعة عمران

Muanasr7@gmail.com

الملخص

هدفت الدراسة إلى استقصاء وإبراز الخصائص التي تتفرد بها أسواق رأس المال في النظام المالي الإسلامي . ولتحقيق هذا الهدف أعدت الدراسة في مقدمة ، بينت هدف الدراسة ، وأهميتها ، والمشكلة التي تحاول التغلب عليه ، تتبع ذلك مصطلحات الدراسة التي عرفت الأنواع المختلفة لصكوك سوق رأس المال الإسلام، وعداداً من المصطلحات ذات العلاقة ، أعقب ذلك المبحث الأول الذي تناول غايات ووظائف النظام المالي الإسلامي، وتناول المبحث الثاني الخصائص الهيكلية لسوق رأس المال الإسلامي ، وقسمت تلك الخصائص إلى قسمين تم في القسم الأول بيان الخصائص الهيكلية التي تحكم السوق الأولية (سوق الإصدار)، وتناول القسم الثاني الخصائص الهيكلية التي تحكم السوق الثانوية (سوق تداول الصكوك المالية الإسلامية) وخصص المبحث الثالث للحديث عن العوامل المحددة لحجم سوق رأس المال في النظام المالي الإسلامي ، وتناول المبحث الرابع ، المصادر الداخلية والخارجية للتمويل الإنمائي متوسط وطويل الأجل ، في ظل النظام المالي الإسلامي ، وكان موضوع المبحث الخامس أوجه المآخذ القائمة على الصكوك المصدرة من الهيئات الحكومية ، والكيانات المالية والاقتصادية الخاصة في البلدان العربية والإسلامية والأسواق المالية المنظمة في البلدان غير الإسلامية ، وأشتمل في نهايته على خاتمة أبرزت فيها أهم نتائج وتوصيات الدراسة .

2

Abstract

The current Study aimed to investigated the structure properties of the capital market in Islamic Financial System(I F S).The study was divided to Fifth section. the first section was listed the general objectives of (I F S) , the structure properties of capital market in I (I F S) was discussed in the second section , the structure properties were divided in two part ; primary and secondary properties , the third section determined the factors related size of capita market in (I F S) . the forth section emphasized on the internal and external long and midterm term developmental , the main concerns of issuances of Islamic sukuk for goveral ,financial institutions, and corporate in some Islamic countries were take in consideration in the search, conclusion and recomendations were listed in the latest.

المقدمة:

توفير التمويل قصير ومتوسط ، وطويل الأجل في أوقات الحاجة ، وبالمقادير الكافية لاقتصاد ما يعد أمراً ضروريا لتحقيق التنمية الاقتصادية والرخاء الاجتماعي ، والرفاهة الإنسانية ، في أي مجتمع من المجتمعات ، وهذه من الوظائف الأساسية لأي نظام مالي ، وقد مرت المجتمعات الإنسانية بكثير من التجارب التي تستهدف توفير الأموال اللازمة لتحقيق الرخاء الاقتصادي والتقدم الاجتماعي ، والنظم المالية المعاصرة هي وليدة الحاجة إلى التمويل بأجاله المختلفة (الطويلة والمتوسطة ، والقصيرة) وكان ولا يزال النظام الاقتصادي والمالي الرأسمالي مهيمناً بأهدافه ، وأدواته ، ومنهجيته ، ونظرياته في مجالات التمويل والتنمية ، وقد استطاع ذلك النظام في إطار هيمنته أن يدمج النظم المالية ، ويجعل منها وحدة واحدة على المستوى العالمي ، حيث بلغ التكامل المالي ذروته بين بلدان العالم ، ومنذ أكثر من ثلاثة عقود والنظام المالي والاقتصادي الرأسمالي دون منافس ، وقد حقق ذلك النظام من منظور مناصريه الكثير من النجاحات ، والعديد من الإخفاقات ، وقد كانت معظم الإخفاقات من داخل النظام ، لا من خارجه ، فقد نجم عن النظام التمويلي القائم على المداينات : تركيز الثروة ، وتكرر الأزمات المالية ، وظهور إمبراطوريات المال ، وتواري دور الدولة في تحقيق التوازن الاقتصادي والاجتماعي ، والإثراء المريب ، وتعذر عملية إصلاح النظام الرأسمالي .. الخ وكان من نتائج ذلك استدامة الركود الاقتصادي وضمور الطبقة الوسطى ، وارتفاع معدلات البطالة

وتفاقم المديونية على مستوى الأفراد والمؤسسات والبلدان ، واتساع نطاق الفقر وصور البؤس في البلدان النامية ، وتزايد التفاوت وتركز الثروة في البلدان الرأسمالية الصناعية نفسها التي تستأثر بالشرط الأكبر من ثروة العالم ، وقد حفزت هذه الوقائع علماء الاقتصاد البارزين إلى الدعوة إلى القيام بإصلاحات جذرية للنظام الرأسمالي ، والبحث عن نظم أكثر كفاءة ورخاء ، ومن المعلوم أن الوظيفة الأولى لسوق رأس المال في النظام المالي الإسلامي هي الإسهام في توفير التمويل الانمائي متوسط وطويل الأجل ؛ ولذا فإن هذه الدراسة تحاول استقصاء وإبراز الخصائص الهيكلية لسوق رأس المال الإسلامي التي تحقق الكفاءة و العدالة في تعبئة الموارد للأجل القصيرة والمتوسطة والطويلة ، وتوظيفها في قطاعات الاقتصاد الحقيقي المنتج للطيبات من السلع والخدمات ، وتحول في الوقت نفسه دون الوقوع في تكاليف الاحتكارات ، والأزمات المالية ، وتركز الثروة .

ويمكن إبراز أهمية الدراسة من الجوانب الآتية :

- الإسهام في إبراز الخصائص الهيكلية لسوق رأس المال الإسلامي التي تمنع المضاربات القمارية على فروق الأسعار ، والمتاجرة بحالة عدم اليقين ، وتلافي أضرار التسعير المستمر ، وتخفيض تكاليف التعامل المرتفعة نسبيا في الأسواق المالية المنظمة القائمة على نظام المداينات ..

- الإسهام في تعميق المعرفة بسوق رأس المال المنظمة التي تحكمها مبادئ النظام المالي الإسلامي وقواعده وتشريعاته .

— الاسهام في التعرف على واقع " اصدار الصكوك وتداولها قي في أسواق رأس المال "والذي يتسع يوما بعد آخر ويتسارع غير متوقع في الصكوك المصدرة والمتداولة في أسواق رأس المال العربية والإسلامية والرأسمالية .

— الإسهام في بيان المآخذ على الصكوك الإسلامية المصدرة والمتداولة في أسواق رأس المال القائمة على نظام المداينات .

مشكلة الدراسة : الصكوك المالية الإسلامية محكومة من حيث إصدارها وتداولها بمبادئ وقواعد وتشريعات النظام المالي الإسلامي ، إلا أن الكثير من المتخصصين في الأسواق المالية التقليديه القائمة على نظام المداينات ، ليس لديهم القدر الكافي من المعرفة عن تلك المبادئ والقواعد والتشريعات في النظام المالي الإسلامي ،المنظمة لتداول الأموال على سبيل المعاوزات المالية ، والتي يسعى أطرافها إلى تحقيق الكسب الحلال ، أو تلك الأموال التي تحصل ، وتمول ذوي الاحتياجات دون مقابل (مجانا) كما هو الحال في

التمويل غير الربحي القائم على الزكاة ، والوقف ، والوصية والقرض الحسن ، والهبة ، وإحياء الموات ، والإقطاع ، والكفارات ، وإذا أخذنا في الحسبان أن عددا كبيرا من القيادات المخولة اتخاذ القرارات المالية في المؤسسات المالية الإسلامية هي من القيادات المتخصصة في نظام المدائيات ، ويترتب على ذلك تزايد التجاوزات للمبادئ الموجهة والتشريعات الإجرائية في مجالات التطبيق ، ومن هنا تظهر الحاجة إلى إزالة اشكالية القصور المعرفي المتعلق بخصائص سوق رأس المال الإسلامي المشتقة من المبادئ والقواعد والتشريعات المنظمة لتداول الأموال في النظام المالي الإسلامي ،

منهج الدراسة : استخدمت الدراسة المنهج الوصفي القائم على دراسة الحالة وكذلك المنهج الاستقرائي القائم على الاستقصاء الاستقرائي والتعميم .

المصطلحات ذات العلاقة .

النظام المالي الإسلامي : مجموعة المبادئ والقواعد والتشريعات التي تحكم تدبير الشأن المالي والاقتصادي على مستوى الكليات الاقتصادية ، والكيانات الاقتصادية والمالية الخاصة ، بالأفراد : إنتاجا واستهلاكاً وتوزيعاً وادخاراً^(١) .

التمويل التجاري : هو التمويل الائتماني قصير الأجل لأغراض الإنتاج ، والاستهلاك .

التمويل غير الربحي الملزم وغير القابل للتصكيك : هو الفرائض المالية المخصصة المصارف التي تتكون من الزكاة ، والتوظيف ، والكفارات ونفقات الأقارب الواجبه على أقربائهم الموسرين .
التمويل غير الربحي القابل للتصكيك :

ويتكون من الأموال والمنافع التي تنازل عنها ملاكها من الأفراد والكيانات المالية والاقتصادية للمحتاجين من الفقراء والمساكين تقريبا إلى الله ، ومنها الوقف والوصية .

(١) وهذا :شرح التعريف : مجموعة المبادئ (مثل : وجوب تحقيق العدالة في المبادلات المالية ، وتحريم الربا ، ومنع تركيز الثروة ، ومنع وأكل أموال الناس بالباطل) والقواعد (مثل : الغنم بالغرم ، والخراج بالضمان ،) والتشريعات (مثل : تشريعات عقود البيع ، والمشاركات ، والمضاربات ، وتشريعات نظم الزكاة ، والخراج ، والوقف والوصية ، والقرض الحسن ، والإحياء ، والإقطاع ، والصلاحيات الممنوحة لولي الأمر في تحصيل المصالح ودرء المفسد في السياسات المالية والنقدية .. الخ) السياسات العامة (مثل : السياسة المالية ، والسياسة النقدية ، والسياسة الجمركية ، وسياسة التجارة الداخلية والخارجية ...) والكيانات الاقتصادية (مثل المؤسسات والشركات (والمالية) مثل المصارف والتأمين والخدمات المالية الأخرى .

- السهم : صك مالي يمثل حصة المساهم في رأس مال شركة عامة اوخاصة .^(١)
- رأس المال المساهم : هو رأس المال المتحصل من إصدار أسهم ملكية^(٢) .
- السند : صك دين مصدر من مقترض لمقترض بأسعار فائدة ثابتة^(٣) .
- السوق الأولية : هي : السوق التي تباع فيها الأوراق المالية المصدرة لأول مرة^(٤) ..
- السوق الثانوية : هي السوق التي يتاجر فيها بالأوراق المالية^(٥)
- سوق الأسهم : سوق لبيع وشراء الأوراق المالية التي يتحكم في أسعارها صناع العرض والطلب^(٦)
- التمويل الإسلامي : تقديم ثروة عينية أو نقدية أو منافع قابلة للتأمين بالقيم السوقية بقصد الاسترباح لقاء عائد تبيحه الشريعة الإسلامية^(٧) .
- السوق الإسلامية للأوراق المالية : سوق منظمة تنعقد في مكان معين، وفي أوقات دورية ، للتعامل الشرعي بيبعا وشراء بمختلف الأوراق المالية ، وتهدف إلى تعبئة المدخرات النقدية وتوجيهها نحو المشروعات المنتجة^(٨)
- للطبيبات من الأعيان والمنافع (السلع والخدمات) .
- صكوك السلم : هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتحصيل رأس مال السلم، وتصبح سلعة السلم (المسلم فيه) مملوكة لحملة الصكوك.^(٩)

(١) انظر : احمد محي الدين احمد حسن ، سوق الأوراق المالية وأثارها الإئمانية في الاقتصاد اسلامي الطبعة الأولى (جدة : مؤسسة دلة البركة / سلسلة طباعة الرسائل الجامعية ١٤١٥هـ-١٩٩٥ م) ص ٢٢ .

^٢ OXFORD UNIVERISTY , A Dictionary of Finance 1First edition (British :Biddles ltd 1993) p. 26 (3)

op.cit.p32 (٣)

op. cit. p260 (٤)

op.cit.p 2 (٥)

op. cit. p 287 (٦)

(٧) انظر : شوقي احمد دنيا ، تمويل التنمية في الاقتصاد الإسلامي ، الطبعة الأولى (بيروت : مؤسسة الرسالة ، ١٤٠٤ - ١٩٨٤) ص ١٠٨ ، ومنذر قحف ، مفهوم التمويل الإسلامي ، الطبعة الأولى (جدة : البنك الإسلامي للتنمية ١٤١٢هـ-١٩٩١) ص ١٢ .

(٨) انظر احمد محي الدين احمد حسن ، سوق الأوراق المالية وأثارها الإئمانية في الاقتصاد اسلامي ، مرجع سابق ص ١٢٦

(٩) هيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية ، المعايير الشرعية ، (النماة : ١٤٣١هـ-٢٠١٠) ص ٢٣٩

صكوك الاستصناع: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة ، ويصبح المصنوع مملوكا لحملة الصكوك.^(١)

صكوك المربحة: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المربحة وتصبح سلعة المربحة مملوكة لحملة الصكوك.^(٢)

صكوك المشاركة: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع ، أو تطوير مشروع قائم ، أو تمويل نشاط على أساس عقد من عقود المشاركة، ويصبح المشروع أو موجودات النشاط ملكاً لحملة الصكوك في حدود حصصهم، وتدار صكوك المشاركة على أساس الشركة أو على أساس المضاربة أو على أساس الوكالة بالاستثمار.^(٣)

صكوك الشركة: هي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الشركة بتعيين أحد الشركاء أو غيرهم لإدارتها.^(٤)

صكوك المضاربة: هي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس المضاربة بتعيين مضارب من الشركاء أو غيرهم لإدارتها.^(٥)

صكوك الوكالة بالاستثمار: هي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الوكالة بالاستثمار بتعيين وكيل عن حملة الصكوك لإدارتها.^(٦)

صكوك المزارعة: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تمويل مشروع على أساس المزارعة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في المحصول وفق ما حدده العقد.^(٧)

صكوك المساقاة: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في سقي أشجار مثمرة والإنفاق عليها ورعايتها على أساس عقد المساقاة، ويصبح لحملة الصكوك حصة من الثمرة وفق ما حدده العقد.^(٨)

(١) المرجع السابق : ص ٢٣٩

(٢) المرجع نفسه ص ٢٣٩

(٣) المرجع نفسه ص ٢٣٩

(٤) المرجع نفسه ص ٢٣٩

(٥) هيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية ، المعايير الشرعية ص ٢٣٩ .

(٦) المرجع نفسه ص ٢٣٩

(٧) المرجع نفسه ص ٢٣٩

(٨) المرجع نفسه ص ٢٣٩

صكوك المغارسة هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في غرس أشجار وفيما يتطلبه هذا الغرس من أعمال ونفقات على أساس عقد المغارسة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الأرض والغرس.^(١)

صكوك الاستثمار: هي وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله.^(٢)

صكوك ملكية الموجودات المؤجرة: هي وثائق متساوية يصدرها مالك عين مؤجرة أو عين موعود باستئجارها، أو يصدرها وسيط مالي ينوب عن المالك، بغرض بيعها واستيفاء ثمنها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح العين مملوكة لحملة الصكوك.^(٣)

صكوك ملكية منافع الأعيان الموجودة وهي نوعان:

النوع الأول : وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين موجودة بنفسه ، أو عن طريق وسيط مالي، بغرض إجارة ، منافعها واستيفاء أجرتها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك. النوع الثاني "وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك منفعة عين موجودة (مستأجر)، بنفسه أو عن طريق وسيط مالي، بغرض إعادة إيجارها واستيفاء أجرتها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك .^(٤)

صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة : هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض إجارة أعيان موصوفة في الذمة واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين الموصوفة في الذمة مملوكة لحملة الصكوك. **صكوك ملكية الخدمات من طرف معين^(٥) ،**

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض تقديم الخدمة من طرف معين (كمنفعة التعليم من جامعة مسمّاة) واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح تلك الخدمات مملوكة لحملة الصكوك.^(٦)

(١) هيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية مرجع نفسه ص ٢٤٠

(٢) المرجع نفسه ص ٢٣٨

(٣) المرجع نفسه ص ٢٣٨

(٤) المرجع نفسه ص ٢٣٨

(٥) المرجع نفسه ص ٢٣٨ .

(٦) المرجع نفسه ص ٢٣٩ .

شركة المساهمة: شركة المساهمة هي الشركة التي يكون رأس مالها مقسماً إلى أسهم متساوية قابلة للتداول، ولا يكون كل شريك فيها مسئولاً إلا بمقدار حصته في رأس المال، وهي من شركات الأموال، ولها أحكام شركة العنان إلا ما يتعلق بتحديد مسئولية الشركاء وامتناع الفسخ من أحد الشركاء.^(١)

التمويل الإسلامي: تقديم ثروة عينية أو نقدية أو منافع قابلة للتأمين بالقيم السوقية بقصد الاسترباح لقاء عائد تبيحه الشريعة الإسلامية^(٢)

المبحث الأول: النظام المالي الإسلامي: الأهداف والوظائف وترتيب الاحتياجات الإنسانية.

أهداف النظام المالي ووظائفه، وترتيب الاحتياجات وفقاً للإلحاح الحاجة من المنظور الإنساني هي الأطار المرجعي لخصائص سوق رأس المال في النظام المالي الإسلامي، ولذا لزم التعرف على وظائف النظام المالي الإسلامي، وترتيب الاحتياجات الإنسانية وذلك على النحو التالي:

أولاً: أهداف ووظائف النظام المالي الإسلامي.

المحاور الرئيسية للنظام المالي الإسلامي هي: محور المبادئ الموجهة للنظام، ومحور القواعد التشريعية الاستراتيجية للنظام، أما المحور الثالث فيشمل التشريعات التفصيلية للنظام، على مستوى الفرد، ومؤسسات الأعمال والدولة، التي تنظم الاستهلاك، والإنتاج والمبادلات المالية في الأسواق المختلفة، وكذلك التشريعات التفصيلية في مجالات التوزيع، وصيانة الموارد المالية، أما المحور الرابع فيتناول تدبير السياسات المالية والنقدية، والسياسات التجارية، وشؤون التخطيط، والتوقعات الاقتصادية المستقبلية. الخ أما المحور الخامس فهو محور الإيرادات العامة وتنقسم تلك الإيرادات إلى قسمين رئيسيين هما: الإيرادات المخصصة للمصارف، وأهمها في هذا القسم: الموارد المالية المتحصلة من الأموال الزكوية، ويشمل القسم الثاني عدداً من الإيرادات غير المخصصة مثل: إيرادات مشروعات الثروات المعدنية التي لا يحق لغير الدولة تملكها والضرائب العادلة، وإيرادات المشروعات العامة، والرسوم الجمركية، ورسوم عقود الامتيازات الاستثمارية في

(١) المرجع نفسه ١٧٦

شوقي أحمد دنيا تمويل التنمية في الاقتصاد الإسلامي، الطبعة الأولى (بيروت: مؤسسة الرسالة، ١٤٠٤ - ١٩٨٤) ص ١٠٨. ومنذر حقف: مفهوم التمويل الإسلامي، الطبعة الأولى (جدة: البنك الإسلامي للتنمية) ١٤١٢هـ) ص ١٢.

القطاعات البرية والبحرية ، ورسوم ترشيد الخدمات العامة المجانية ، ورسوم المحافظة على البيئة الحاضنة للإنسان والموارد ، ورسوم الاستيراد والتصدير ، والرسوم المحصلة من التأجير المؤقت للانتفاع بالأراضي المملوكة للدولة ، والرسوم المفروضة على الموارد المالية المعطلة ، والمملوكة ملكية خاصة للأفراد أو الكيانات المالية الاقتصادية ، ويتكون المحور السادس من بنود الانفاق العام في النظام المالي الإسلامي ، ومن أبرز بنوده الرئيسية ما يلي :

نفقات التكافل الاجتماعي ويدخل في ذلك : تأمين حد الكفاية للعاجزين عن اكتساب المال لأي سبب من الأسباب ، وليس لهم عائل تلزمه نفقتهم ، أو القادرين على الاكتساب ، ولكنهم لا يحصلون على كفايتهم من الأموال ، وليس لهم من ذوي القربى من يلزمه الانفاق عليهم ، ويحظى هذا النوع من الانفاق بالأولوية المطلقة في أوقات السلم والحرب .

الانفاق على تحقيق المصالح الكفائية : في المجالات الصحية ، والتعليمية ، والصناعية ، والزراعية الخ ومجالات البنية الأساسية والتي منها : الطرق والجسور ، والموانئ ، والمطارات ، ومجالات البحث العلمي ، وحذق تقنيات العصر وغير ذلك من المصالح التي يتطلبها المجتمع لإمكانياته ومستوى رقيه الحضاري .

الانفاق على تحقيق الأمن الشامل : أمن الفرد والأسرة والمجتمع ، والدولة ، والأجيال القادمة والحفاظ على النظام العام وتوطيد دعائم الاستقرار الداخلي ، وصيانة كيان الدولة والمجتمع من أي اعتداء خارجي . ويدخل في نطاق الأمن الشامل الإنفاق على رسالة الاسلام الخالدة والحفاظ على هوية الأمة ، وتعد غايات ووظائف النظام المالي الإسلامي هي المحصلة والنتيجة النهائية لكل ذلك ويمكن بيانها بالاتي :

- أ- توفير حد الكفاية المالية لكل إنسان في المجتمع .
- ب - ضمان توفير الطيبات من السلع والخدمات اللازمة لسد الاحتياجات الانسانية من المطعم والملبس ، والمأوى ، والمركب من الأولويات المطلقة زمانا ومكانا . وحرابا وسلما .
- ج - الاعداد والتخطيط المستمر لتوفير أسباب القوة المالية والاقتصادية التي تحقق رغد العيش لكل فرد في المجتمع ، وتؤمن تحقيق غايات المجتمع الإسلامي .
- د - تحقيق العدل المالي في دورة المال : انتاجا ، واستهلاكا ، وتملكا ، واقتناء ، وتوزيعا وادخارا ... الخ .

هـ - الالتزام الصارم في التمويل، والإنتاج، والاستهلاك، والتوزيع، والتشغيل في القطاعين العام والخاص بنظام ترتيب المصالح الاقتصادية للأفراد والمجتمع القائم على تأمين الطيبات الضرورية أولاً، فالمكاملة لها ثانياً (الحاجيات)، فطيبات الارتقاء والترفة الإنساني ثالثاً (التحسينيات).

و - استيفاء الحقوق المالية الواجبة للدولة بالنص أو الاجتهاد لا نفاقها على المستحقين ومصالح المجتمع.

ز - صيانة الأموال والثروات العامة والخاصة من التعطيل والإسراف والتبذير.

ح - تقنين التشريعات التي توفر البيئة الاقتصادية والمالية المحفزة لإنماء أموال الأمة وتكثيرها.

ط - توفير وتدبير الأموال اللازمة لإقامة المصالح الكفائية في المجتمع الإسلامي.

ي - تقنين التشريعات المالية التدخلية التي تمنع تركز الأموال والثروات في أياد قليلة من أبناء المجتمع الإسلامي.

ك - تقنين التشريعات التي تمنع كافة أشكال الغش، والاحتكار، والدعاية المضلة والكسب المحرم.

وتلك الغايات والوظائف للنظام المالي الإسلامي، تعد المرجعية في تشريع القوانين المالية المنظمة للشأن الاقتصادي والمالي وتحكم جميع الأسواق المالية في الاقتصاد الإسلامي، كما تحكم سوق رأس المال بصورة أشد، وتحكم أيضاً كافة التصرفات الفردية، وتصرفات الكيانات المالية والاقتصادية، كما تحكم السياسات النقدية والمالية والتجارية... الخ،.

ثانياً : تصنيف الحاجات الإنسانية في النظام المالي الإسلامي .

يصنف النظام المالي الإسلامي حاجات الإنسان من طيبات الأعيان والمنافع إلى ثلاثة مستويات، وبيانها كما يلي :

المستوى الأول : وينحصر في الطيبات الضرورية لحياة الإنسان انتاجاً واستهلاكاً : وهي تلك المجموعة من طيبات الأعيان والمنافع (السلع والخدمات) اللازمة للوفاء بحاجات الإنسان في حدها الأدنى من المطعم والملبس والمأوى، والمركب، والطاقة اللازمة لأغراض التدفئة (سلب البقاء الإنساني) ويطلق عليها علماء الشريعة المصالح الضرورية وتعرف في جانب المعيش اللازمة لبقاء الإنسان بأنها : ما تقوم عليه مصالح الناس، ولا بد منها لاستقامة مصالحهم، وإذا فقدت اختل نظام حياتهم، ولم تستقم مصالحهم، وعمت فيهم الفوضى والفساد^(١).

(١) انظر : عبد الوهاب خلاف ، علم أصول الفقه ، ط (بدون) (القاهرة : دار الحديث ، ١٤٢٣هـ / ٢٠٠٣ م) ص ٢٣١

المستوى الثاني : ويحتوي على قدر أكبر من الطيبات المتنوعة والمكملة للضروريات ، والتي منها حصول الانسان على المياه النقية ، والمسكن الصحي ، والغذاء المنوع ، وأكثر من ثوبين للبس واقتناء المنظفات ، ووسائل النقل السريع ، والطاقة اللازمة للتسخين والتبريد والتجميد ... بهذا القدر الزائد من الاستهلاك ، يرتقي بمستوى المعيشة ، وتحسين نوعية الحياة ، ويمكن الإنسان من اكتمال قوامه ، وبنائه الجسدي ، وتوفر هذا المستوى يؤدي إلى اتساع نطاق الاستهلاك والإنتاج على المستوى الجزئي والكلي ، وضابط هذا النوع عند علماء الشريعة بأنها : الطيبات التي تيسر للناس طرق التعامل والتبادل وسبل العيش الخالي من البؤس والحرمان^(١)

المسوى الثالث : ويحتوي على قدر أكبر ومتنوع من الطيبات التي تدخل باستهلاكها ، واقتنائها البهجة والزينة والجمال على بني الإنسان ، وتجلب لهم أنواع الترفه الإنساني ومن أمثلتها : على مستوى الفرد : الملابس المنوعة والأنيقة ، والأثاث اللائق ، وسعة المسكن ، وكثرة منافعه ، ووسائل المواصلات المريحة ، والوفرة في الأشرية ولأطعمة اللذيذة ... الخ . وضابطها عند علماء الشريعة أنها من الطيبات التي (ترجع إلى مكارم الأخلاق ، ومحاسن العادات ، وكل ما يقصد به سير الناس على أحسن منهاج)^(٢) . وهذا التصنيف يجب الالتزام به من منظور النظام المالي الإسلامي في مجالات الإنتاج والاستهلاك والتوزيع على مستوى الأفراد ، والسياسات العامة : المنظمة للشأن الاقتصادي والمالي .

المبحث الثاني : الخصائص الهيكلية لسوق رأس المال الإسلامي .

يقصد بالخصائص الهيكلية السمات المميزة لسوق رأس المال الإسلامي التي تنبثق أولاً : من مبادئ النظام ، وقواعده ، وتشريعاته ، وتعكس ثانيا الجوانب المتصلة بغايات النظام المالي الإسلامي ووظائفه ، وتعد ثالثاً من العلامات الفارقة بين سوق رأس المال الإسلامي ، وسوق رأس المال المرتكزة على نظام المدائيات الرأسمالي ، ومن أمثلة : منع الربا ، والقمار ، والاحتكار ، وتركز الثروة ، ووجوب تحقيق التكافؤ العادل في المبادلات المالية ، والأخذ بمبدأ الأولويات في التمويل والاستثمار ، والالتزام بإنتاج الطيبات من السلع والمنافع ، وقاعدة الغنم بالغرم ، وتحريم الغش والخداع في المعاملات ، وتحريم الغرر ، والزام الدولة اتخاذ التدابير المختلفة لتأمين فرص العمل ، وضمان حد الكفاية لكل إنسان في المجتمع بحسب الموارد المتاحة ، وفيما يلي استقصاء

(١) المرجع السابق والصفحة نفسها .

(٢) المرجع السابق نفسه ص ٢٣٢ .

لخصائص سوق رأس المال الأولية والثانوية في النظام المالي الإسلامي ، المعبرة عن حقيقة النظام ، والمؤيدة بالتحليل المالي .

أولاً : خصائص السوق المالية الأولية (سوق الإصدار)

أ. تنوع الصكوك المالية القابلة للإصدار .

تتنوع الأوراق المالية القابلة للإصدار على هيئة صكوك والقابلة للتداول في سوق رأس المال الإسلامي ، فهناك صكوك للسلم ، وأخرى للاستصناع ، وثالثة للإجارة ، ورابعة للمشاركة ، وخامسة للمرابحة ..الخ ، ويترتب على هذا التنوع ، إمكانية تعبئة الموارد وحشد المدخرات للأجل الطويلة ، والمتوسطة ، والقصيرة ، فصكوك المرابحة يمكن استخدامها في الأجل القصير ، وصكوك الاستصناع والإجارة ، والسلم يمكن استخدامها للأجل الطويلة والمتوسطة .

ب. الالتزام بمبدأ الأولويات في الإصدار والتوظيف للصكوك والأوراق المالية .

تقسم حاجات المجتمع المسلم إلى ثلاثة مستويات ، وهي الضروريات والحاجيات والتحسينيات - وسبق بيان ذلك - ويقصد بالالتزام بنظام الأولويات : توظيف المدخرات المعبأة عبر الأوراق المالية الإسلامية في إقامة مشروعات نخضع لذلك التقسيم . ويقع خارج نطاق تلك الأولويات (استخدام موارد الأوراق المالية الإسلامية في إنتاج سلع ترفيهية ، على حين ما يزال الناس في البلدان الإسلامية في اشد الحاجة لبعض الضروريات الأساسية ، أو لبعض الحاجيات التي تخفف عنهم مشقة الحياة ولذلك لا يستطيع المسلم أن يوافق على إصدار أوراق مالية إسلامية تستخدم في تجارة الذهب ، أو استيراد السيارات الفاخرة ، أو بناء مدن سياحية على الشواطئ. كل هذا مما يسيء إلى القضية برمتها ويجعل الورقة المالية الإسلامية تبدو وكأنها لعبة في يد بعض من يتلاعبون بعواطف المسلمين وقلوبهم).^(١) وفي النظام الاقتصادي الإسلامي يتوجب تخطيط التنمية الاقتصادية والاجتماعية وفقاً لمبدأ الأولويات فالحاجات البيولوجية ، والإنسانية والحضارية تقدم على غيرها من الحاجات إنتاجاً واستهلاكاً ومن أمثلة ذلك مشاريع توفير الغذاء ، والإسكان ، والصحة ، والتعليم ، والطاقة ، ووسائل النقل بمختلف أنواعها ، يلي ذلك السلع المكملة للسلع الضرورية ، وفي المرتبة الثالثة يأتي إنتاج سلع الترفه ، والزينة ، والجمال ، والنتائج المتوقعة لمبدأ الالتزام بالأولويات تتجسد في التوظيف الأمثل للمواد المتاحة من منظور الحاجات الإنسانية ، والاقتصاد الكلي ،

(١) عبد الرحمن يسري أحمد ، تجربة الأوراق المالية الإسلامية للبلدان الإسلامية وتقدير الحاجة لسوق مالية إسلامية ، مرجع سابق ، ص ٤٣ .

وربط سوق الإصدار بقطاع الاقتصاد الحقيقي المولد للدخل ، وفرص العمل ، والتعجيل بالتنمية الاقتصادية ، وتحقيق معدلات مرتفعة من الاكتفاء الذاتي .

ج - انخفاض تكاليف الإصدار. ويرجع ذلك إلى عدد من العوامل الموضوعية من أبرزها ما يلي :

١- انخفاض تكاليف الترويج لشراء الصكوك .

الصكوك المصدرة في سوق رأس المال الإسلامي يلتزم فيها بمبدأ الأولوية السابق بيانه ، وهذا الخاصية يدركها جمهور المكتتبين ، والمستثمرين الماليين ، حيث يلقي هذا النوع من الصكوك التأييد الديني والاقتصادي لدى المدخرين في المجتمع الإسلامي ، ومن ثم تنخفض تكاليف الحملات الإعلامية التي تستهدف إغراء الراغبين في الاكتتاب العام ، ولذا فالتوقع تزايد الطلب على الصكوك المصدرة نتيجة لذلك التأييد الديني ، وشعور المكتتبين بالإسهام في إنتاج الطيبات التي يحتاجها المجتمع المسلم ، حيث تحظى السلع والخدمات الضرورية ، والسلع المكمل لها بالأولوية في الإصدار ،

٢ - خلو سوق الإصدار من عقود المتاجرة بعدم اليقين . (عقود الخيارات والمستقبلات) .

في أسواق رأس المال التقليدية لتداول الأوراق المالية في المراكز المالية العالية ، تصدر السوق عقود الخيارات ، والمستقبلات المشتقة من عقود الأسهم والسندات ، وهي عقود تستهدف تخفيض حالات عدم اليقين الناشئة عن تقلبات القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة ، وهذا النوع من العقود لا وجود له في سوق رأس المال الإسلامي ، فقد أفتت المجامع الفقهية الإسلامية العالمية بحرمة المشتقات المالية لكونها متلبسة بالربا وقائمة على الغرر ، والصورية والقمار، وتدلل الإحصاءات بان التعامل بالمشتقات المالية يستأثر بالنسبة الكبرى في أسواق العملات والأوراق المالية والسلع ، حيث أصبح التعامل فيها قرين الأزمات ، كما ان التوسع فيها يتم على حساب التمويل الذي ينبغي أن يقدم إلى قطاعات الاقتصاد الحقيقي .

٣- انخفاض تكاليف السمسرة والوسطاء الماليين .

ويرجع ذلك إلى ارتباط الصكوك المصدرة بمشروعات ضرورية للمجتمع ، تنتج الطيبات من السلع والخدمات الضرورية ، والسلع المكمل لها ، الأمر الذي يترتب عليه تقليص عدد الوسطاء الماليين ، ويعضد كل ذلك الدور المحوري الذي تقوم به الهيئة المشرفة على سوق الإصدار .

ثانيا : خصائص السوق الثانوية (سوق تداول الصكوك والأوراق المالية) .

هناك عدد من الخصائص الأساسية والجوهرية التي تستند إلى مبادئ وقواعد وتشريعات النظام المالي الإسلامي ، وتحكم تداول الأوراق المالية على هيئة صكوك ، أو أسهم مصدرية قابلة للتداول في السوق الثانوية ، أو غير قابلة للتداول وأهم

الخصائص التي تحكم الصكوك المتداولة في السوق الثانوية في النظام الإسلامي الآتي :

أ . عوائد الصكوك المتداولة محددة بمرودود توظيفها وليس بعائد محدد مسبقا .

الصكوك المتداولة هي لعقود بيع مثل : السلم والاستصناع ، أو عقود إجارة ، أو مشاركات ومضاربات ، ومربحات ... الخ ولذا يجب أن يتوفر فيها شروط تلك العقود ، كما يجب أن تخلو جميع الأدوات المالية المتداولة من أي ارتباط بأسعار الفائدة مباشر ، أو غير مباشر ينشأ عنه تحديد مقدار العائد سلفا ، وهذه خاصية هيكلية يتفرد بها سوق رأس المال في نظام التمويل الإسلامي ، الذي يحظر تداول الأموال القابلة للتوظيف وفقا لمعدلات الفائدة المحددة مسبقا ، وينشأ عن هذه الخاصية خلو السوق من عوامل المضاربة ويرجع ذلك إلى غياب التوقعات بتحركات أسعار الفائدة ، وأثرها على أسعار الأصول كما هو الحال في سوق الأوراق المالية التقليدية ، أو تحرك الأرصدة القابلة للتوظيف من سوق مالية إلى أخرى وفقا لمؤثرات أسعار الفائدة ، وعلى سبيل المثال أدى تحول المستثمرين الماليين من سوق الأسهم في نيويورك إلى سوق السندات عام ١٩٨٧ إلى انهيار سوق الأسهم^(١) ، نتيجة للخروج الكثيف والسريع والتلقائي للأرصدة النقدية من سوق الأسهم إلى سوق السندات ، وقد عرفت تلك الحادثة فيما بعد باسم الاثنين الأسود ، وأصبح ذلك الحدث موثق في سياق الأزمات المالية العالمية ، وفي عام ٢٠٠٨م انتج نظام المدائيات أزمة مالية عالمية كادت تسقط النظام المالي العالمي وفي المقابل فإن سوق رأس المال في الاقتصاد الإسلامي يختفي منها ذلك التحول البغيض من سوق مالية إلى أخرى وفقا لمؤثرات أسعار الفائدة ، ومن ثم يصبح الاستقرار المالي وانخفاض التكاليف خاصة متأصلة في سوق رأس المال الإسلامي الخالية من الارتباط بأسعار الفائدة .

ب . قبول المكتتبين في صكوك الملكية المشاركة في الأرباح والخسائر^(٢) . وهذه هي الخاصية البديلة والعادلة لتحديد العوائد سلفا من خلال معدلات الفائدة ، ويترتب على تطبيق هذه الخاصية ارتباط تعبئة الموارد

(١) لمزيد من التفصيل ينظر البنك الدولي، التقرير السنوي الحادي عشر عن التنمية ، الطبعة العربية (القاهرة : مركز الأهرام للترجمة والنشر ، ١٩٨٨) ص ٣٦- ٣٧ .

(٢) ومما جاء في هذا الخصوص (الالتزام بشرط المشاركة بالربح أو الخسارة في نص واضح كامل لا يقبل التأويل وذلك على أساس القواعد المعمول بها في عقود المضاربة والشركات ، ويلاحظ أن هذا الشرط أساسي ... بمعنى أن الالتزام به ضرورة إسلامية لا تقبل الجدال) عبد الرحمن

المالية بالمشروعات الاقتصادية مباشرة وحيث إن الموارد المالية ذات الأجل المتوسط والطويل هي التي يتوقف عليها إقامة المشروعات الاقتصادية، ويرتكز عليها تمويل التنمية الاقتصادية، فإن الأوراق المالية الإسلامية يستلزم أن يكون معظمها ذا آجال متوسطة وطويلة، ويتسم هذا النوع من التمويل المشارك بالاستقرار، ويرجع ذلك إلى خلو السوق الثانوية من المضاربات على فروق الأسعار، وارتباط العائد على الأوراق المالية بمعدلات الربحية المتحققة بالفعل، أو التي يتوقع أن تحققها في فترات مستقبلية مؤسسات وشركات الأعمال التي يتم تداول أوراقها في السوق المالية الثانوية.

ج. السوق الثانوية سوق لتسييل الأوراق المالية المصككة وليس للمضاربة على فروق الأسعار.

تعد هذه الخاصية أساسية، وتنسجم مع خلو الأوراق المالية من الارتباط بأسعار الفائدة، ومؤشراتها، كما تنسجم مع ارتباط سوق الأوراق المالية بقطاع الإنتاج الحقيقي، وانتظار معدلات الربحية التي ستحققها المؤسسات والشركات التي يتم تداول أوراقها في السوق الثانوية، ولا يتصور في مثل هذه السوق حدوث أزمات مالية، لأن حملة الأوراق المالية لا يشعرون بالذعر المالي الذي تسببه تطورات أسعار الفائدة، والتوقعات المتصلة بأسعار الأوراق المالية. وبالمقابل فإن أسواق الأوراق المالية التقليدية المعاصرة تقدم الدلائل القاطعة على تعذر الجمع بين المضاربة في السوق الثانوية، والارتباط بالاقتصاد الحقيقي، فقد أدت المضاربات على فروق الأسعار في السوق الثانوية إلى فك الارتباط بين الأسواق المالية، وقطاعات الاقتصاد الحقيقي، ونجم عن ذلك تعطيل المدخرات وحبسها عن المشاركة في تمويل وحدات العجز العاملة في قطاعات الاقتصاد الحقيقي، والاكتفاء بدوران الأرصدة القابلة للتوظيف في فلك الأسواق المالية للمضاربة على فروق الأسعار، ومن ثم يصبح سوق الأوراق المالية عائقا للنمو الاقتصادي، بينما وظيفته الأساسية تحفيز وتجسير قطاعات الاقتصاد الحقيقي على إنتاج الطيبات من السلع والخدمات، إلا أن لك أن الاستثمار المالي من خلال المراهنة على فروق الأسعار في السوق الثانوية، يجعل أرصدة المضاربة أضعاف القيمة الاسمية لإجمالي الأوراق المالية المتداولة، بل تكشف الأرقام ما هو أكثر خطورة من ذلك بكثير ففي عام 1997م بلغت قيمة المعاملات عبر الحدود في الأوراق المالية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي الأرقام التالية: 213%، 96%، 253%، 213%، 672%، 358% لكل من الولايات المتحدة، واليابان، وألمانيا، وفرنسا، وإيطاليا، وكندا على التوالي، وفي

يسري أحمد: تجربة الأوراق المالية الإسلامية وأوضاعها في الأسواق المالية للبلدان الإسلامية وتقدير الحاجة لسوق ثانوية إسلامية دراسات اقتصادية إسلامية، العدد الأول، المجلد الثالث (جدة: المعهد الإسلامي للبحوث في البنك الإسلامي للتنمية)، ص 42

الاقتصاد الرأسمالي يوجد من يؤكد هذه الحقيقية الواقعة ويشكو منها قائلًا (غالبًا ما يلاحظ سواء في مجال أسعار الصرف أو في مجال أسعار الأسهم ، انقسام بين معطيات الاقتصاد الحقيقي ، والأسعار الاسمية التي تحددها المراهنة^(١) . وفي الوقت نفسه تعد المضاربات على فروق الأسعار في السوق الثانوية من الأسباب الرئيسية لأزمات الأسواق المالية التقليدية ، وخاصة أزمات السيولة في سوق الأوراق المالية ، بتكاليف أزمات السيولة تتمثل في الكساد ، وهدر الموارد المالية العامة التي تنفق على الخروج من الأزمات المالية التي تسببها المضاربات في الأسواق الثانوية على فروق الأسعار المراهنة ، وانتهاز الفرص ، وهو سلوك غير أخلاقي ويتنافى مع مبررات قيام تلك الأسواق ، وترجع أسباب تلك التطورات الضارة إلى ارتباط الأسواق المالية بمؤشرات أسعار الفائدة ، وهذه القضايا تؤيدها الوقائع والأرقام الموثقة ، ومن ثم فلا معنى للجدل حول مزايا هذه الخاصية ودورها في الاستقرار المالي ، وتعميد المستثمرين على الاكتتاب في الأوراق المالية متوسطة وطويلة الأجل .

وتؤدي هذه الخاصية للسوق إلى ترسيخ الاستقرار المالي ، والتخلص من التكاليف الناشئة عن أزمات السيولة ، والمضاربة على فروق الأسعار والاحتكارات السعرية^(٢) .

د. حظر التقلب اللحظي للصكوك المتداولة في السوق الثانوية .

الالتزام الصارم بالتسعير العادل للأوراق المالية ، وحظر الاحتكارات ، والتحليل المالي المضلل عبر القنوات والصحف المالية ، والتواطؤ لرفع أو خفض الأسعار للاستيلاء على أموال صغار المدخرين ... الخ كل ذلك محرم ومجرم في النظام المالي الإسلامي ، ويتم الاشراف على السوق من قبل الهيئتين الشرعية والإدارية ، وعلى سبيل المثال فإن تسعيرة واحدة في اليوم لكل ورقة مالية لأغراض التنضيق (تسيل الأوراق المالية) كاف لقيام السوق بوظائفه من منظور الاقتصاد المنتج للطيبات من السلع والخدمات . وأهم مميزات التسعيرة الواحدة ما يلي:

(١) موريس آليه، الشروط النقدية لاقتصاد السوق، الطبعة العربية الأولى ، البنك الإسلامي للتنمية : المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب ، ١٤١٣هـ (١٩٩٣م) . ص ١٤ .

(٢) وما جاء في هذا الخصوص ما يلي (إن من مهام السوق الثانوية قطع دابر المضاربات التي تنصب على رفع أسعار الأوراق المالية ، أو خفضها عمداً ، بهدف تحقيق أرباح نقدية سريعة وبغض النظر عن النتائج اللاحقة بالنسبة للسوق ، وحالة النشاط الاقتصادي . ومن ضمن حماية السوق من المضاربات غير الشرعية ووضع قيود شرعية محكمة على البيع الأجل للأوراق المالية ، كما يمكن — — الاعتماد على وسائل الرقابة الشرعية المباشرة لمنع أي اتفاقيات ضمنية أو صريحة بين المتعاملين ، أو الوسطاء ، للقيام بمثل هذه المضاربات السعرية ، ولتأديب المخالفين .) عبد الرحمن يسري أحمد ، تجربة سوق الأوراق المالية الإسلامية وأوضاعها في الأسواق المالية للبلدان الإسلامية وتقدير الحاجة لسوق ثانوية إسلامية ، مرجع سابق ، ص ٤٦ .

١- تتسم التسعيرة الواحدة لكل ورقة مالية قابلة للتداول بالمصادقية والعدالة لارتباطها بالاقتصاد الحقيقي ، بينما التسعير المستمر ينشأ عنه ، عدم اليقين الذي يحول السوق ، إلى ناد للمقامرات ، والمجازفات ، وأنواع الغش والخداع^(١).

٢- أي تقصير ، أو إهمال ، أو تواطؤ - في ظل العمل بتسعيرة واحد لكل ورقة مالية - تتحمل مسئوليته كاملة إدارة سوق الأوراق المالية ، بينما يستحيل تحميل المسؤولية أي طرف في ظل عقد الصفقات ، وتنفيذ عمليات البيع والشراء عبر برامج التسعير المستمر للأوراق المالية .

٣- التسعيرة الواحدة تمنح البائعين والمشتريين فرصا متساوية ، واستقرارا كبيرا داخل السوق وفي تقييمات المتعاملين ، أما التسعير المستمر فيتحكم فيه ويحصده مكاسبه كبار المستثمرين الماليين ، وفي مقدمتهم المصارف التجارية ، ولا مبرر له سوى تحقيقهم لأعلى عائد ممكن من فوارق الأسعار .

٤. التسعيرة الواحدة تجنب السوق بل الاقتصاد المحلي تكاليف أزمات السيولة الناجمة عن الفوارق المفرطة بين سعر الإصدار وسعر المراهنات المضاربية .

٤ - التسعيرة الواحدة ينشأ عنها يقين كامل ، أما التسعير المستمر فيجعل عدم اليقين مستحكما في كل لحظة من بداية عمل السوق وحتى نهايته . كما يجب ألا تتجاوز الأسعار صعودا وهبوطا نسبة معينة ، من متوسط أعلى وأدنى معدل للربح تم تحقيقه ، بهذا الضابط يستهدف منع أي محاولة لتحويل السوق الثانوية إلى سوق مستقل للاستثمار المالي ، كما هو عليه الحال في أسواق رأس المال التقليدية ، كما يستهدف أيضا استئصال أي تأثير للشائعات ينشأ عنها أرباح احتكارية ، ووفورات سعرية صعودية أو هبوطية ، وبالمقابل فإن أسواق الأوراق المالية الحالية هي أندية للمضاربات ، والمراهنات ، فما يكسبه أحد المراهنين يخسره الآخر ، ومعدلات العائد في هذه الأسواق تتناسب طرديا مع اضطراب قيم الأصول ، وعكسيا مع استقرارها ، وهذا هو السبب الحقيقي لعمليات التسعير المستمرة ، فالاضطراب وعدم الاستقرار شرط لبقائها ، والعوائد المكتسبة من فروق الأسعار شرط لاستمرارها . وهذا النوع من النشاط المالي في الاقتصاد الإسلامي يعد نوعاً من التعدي ، واكل أموال الناس بالباطل ؛ لأن العناصر الاقتصادية التي يجري تداول أوراقها من قبل تلك الأندية القمارية قد تفقد جدارتها الائتمانية ، أو تنهار ، لا لشيء اقترفته ، بل لأن محترفي أندية القمار راهنوا على خفض قيم أوراقها المالية ؛ ليكسبوا من فروق الأسعار وهو عمل تتشابه نتائجه تماما مع نتائج عمليات السطو ، والمصادرات القسرية ، لتي لا تعترف بحق بولا ترعى حرمة لمال ، وبالمقابل فإن العناصر

(١) المرجع السابق ص ١٥ .

الاقتصادية التي راهن المضاربون على تصعيد أسعارها ، تزداد جدارتها الائتمانية ؛ فتمتكن بسهولة من الحصول على الأموال دون أي جهد بذلته سوى أن مؤشرات أسهمها ارتفعت في نوادي القمار^(١) .

وعلى كل ، فهذا الوضع ينطبق على مختلف الأسواق المالية بصورتها التقليدية المعاصرة سواء في مجال المراهنة على النقود ، أم المراهنة على الأسهم ، فقد أضحى العالم (ملهى "كازينو" وزعت فيه موائد اللعب طولا وعرضا ، والألعاب والمزادات ، التي يشترك فيها ملايين المتلاعبين ، لا تتوقف فيه أبدا فولوحات التعسير الأمريكية ، تتبعها لوحات التعسير في طوكيو ، وهونغ كونغ ، ثم في لندن ، وفرانكفورت ، وباريس وفي كل مكان الائتمان يدعم المراهنة ، إذ يمكنك أن تشتري بدون أن تدفع ، وأن تباع بدون أن تحوز^(٢)).

أما خاصية التعسير المقترحة فإنها تجنب السوق تكاليف عدم اليقين الناشئة عن عمليات التعسير المستمرة ، كما تجنب السوق تكاليف الاحتكارات السعرية ، وترسخ حالة اليقين حول تطورات أسعار الأوراق المالية .

٥ - حيازة صكوك الملكية بالفعل والقدرة على تسليمها شرط من شروط التعامل في السوق .

هذه الخاصية أساسها حديث الرسول صلى الله عليه وسلم (لاتبع ما ليس عندك) ^(٣) (فليس ثمة مجال لأن يبيع أحد دون أن يملك ، أو أن يشتري دون أن يدفع ، وهذه قواعد لا يجوز تجاوزها في عمليات البيع والشراء في الأسواق المختلفة ، ومنها سوق الأوراق المالية ، وكذلك عدم السماح بتداول الأوراق المالية إلا بعد تشغيل المشروع المساهم ، فهناك مشروعات تحت التأسيس ، وأخرى قائمة تنتج سلعة وخدمات ، ومن أهم الضوابط التي يجب التقيد بها فيما يتعلق بالمشروعات التي تحت التأسيس هي عدم تداول أوراقها المالية إلا بعد أن يتم تشغيل المشروع للخروج من المحاذير الشرعية .

٦ - الرقابة الشرعية المحكمة على التزام سوق رأس المال الإسلامي بالضوابط الشرعية .

^(١) "there are tow basic image of the stoke market one is that of a casino where lady luck and the better gamblers on speculation with no rational basic .stoney fisher and others, Economics Second Edition, (Singapore : 1988).p.550

^(٢) موريس آلية ، الشروط النقدية لاقتصاد الأسواق ، مرجع سابق ، ص ١٤ .

^(٣) محمد بن إسماعيل الصنعاني ، سيل السلام ط (بدون) (بيروت : المكتبة العصرية : ١٤١٢ هـ ١٩٩٢ م) ج ٣ ص ٢٨ .

من مهام الرقابة الشرعية في النظام المالي الإسلامي : إجازة نوع المشروع الذي ستخصص له حصيلة الصكوك ، ومعرفة دواعي الحاجة إليه ، وأهلية المصدر للتصكيك ، وشروط الاصدار ، وحقوق الملكية التي يتمتع بها حملة الصكوك ، وطرق توزيع أرباح المشروع على حملة الصكوك ، وعدالة ذلك التوزيع ، وشروط التسييل والإطفاء للصكوك المصدره ، وحق حامل الصك في الوقف ، والوصية ، والهبة ، وضمان عدم التفريط بحقوق حملة الصكوك من التصرفات غير الرشيدة للإدارة ، وما هي الطيبات من الأعيان والمنافع (السلع والخدمات) التي سينتجها المصدر للصكوك ...الخ

وما يجري في أسواق الأوراق المالية القائمة على نظام المداينات الرأسمالي ، لا صلة له بسوق رأس المال في النظام المالي الإسلامي ، فالأوراق المالية المتداولة في المصافق العالمية (البورصات) عوائدها محددة سلفا ، ومقدرة بأسعار الفائدة الثابتة ، أو المتغيرة ، كما هو الحال في السندات والاستثمار المالي وفقا لمعدلات الفائدة ، هو المحظور الأول في النظام المالي الإسلامي ، أما الأوراق المالية غير محددة العوائد كالأسهم ، إلا أنها مرتبطة بإحكام إلى مؤشرات أسعار الفائدة ، فإن هذا النوع من الربط غير مسموح به في النظام المالي الإسلامي ، كونه يشجع ويزيد من حجم المعاملات القائمة على أسعار الفائدة ، وفي السوق الثانوية القائم على نظام المداينات، ليس هناك نطاقات يحظر تجاوزها تحكم تحركات الأسعار صعودا وهبوطا ، بل من المسموح به ان تتحرك اسعار الأوراق المتداولة فيها ارتفاعا وانخفاضا دون قيود فالسهم المصدر بقيمة اسمية مقدارها ٥ دنانير مثلا يمكن أن تصل قيمته السوقية في السوق الثانوية إلى أكثر من عشرة أضعاف القيمة الاسمية ، ويحصل العكس تماما ، فالسهم الذي قيمته الحقيقية ١٠٠ دينار مثلا قد يصل في مضاربات السوق الثانوية إلى أقل من ١٠ دنانير، وهذا النوع من التصرفات هو من أكل أموال الناس بالباطل في النظام المالي الإسلامي ، وفي تلك الأسواق يسعى كبار المتعاملين في السوق إلى ممارسة أمكر ، وأدهى طرق التضليل والخداع ، وتزييف الحقائق لغرض جذب متعاملين جدد ، والحفاظ على استمرار صغار المستثمرين الخاسرين لجزء من مدخراتهم على أمل التعويض عن تلك الخسائر في الأيام أو الأسابيع المقبلة وتحقيق عوائد مجزية على توظيف مدخراتهم ، ويتم ذلك كله عبر عدد من أساليب التحليل المالي الفوري على مستوى القنوات والصحف المتخصصة ، لتفسير تحركات الأسعار في السوق ارتفاعا وانخفاضا ، وهو تحليل موجه من قبل تلك الوسائل الاعلامية المملوكة لكبار المستثمرين الماليين في السوق الثانوية لبيع وشراء الأوراق المالية ، وهذه الأعمال محرمة ، ومجرمة ، في النظام المالي الإسلامي .

المبحث الثالث : العوامل المحددة لحجم سوق رأس المال الإسلامي .

يعد هذا المبحث خاصة إضافية من خصائص سوق رأس المال في النظام المالي الإسلامي ،ينبغي التعرف عليها لتكون سوق رأس المال في النظام المالي الإسلامي واضحة المعالم ، متكاملة البنين - ولو في جانبها النظري - وللمزيد من الاستقراء فإن المبحث يتحدث عن نوعين من العوامل ، هما العوامل الداخلية من منظور النظام المالي الاسلامي ، والأخرى من منظور المستثمر الخارجي ، وهذه العوامل منتزعة من التحليل الاقتصادي ،وموضوعات دراسات الجدوى ، ومؤشرات العائد الحقيقي التنافسي على رأس المال المستثمر ،الذي يسعى لتحقيقه المستثمرون في القطاعات الحقيقية أو المالية ، كل ذلك قد تم توظيفه ليكون في هذا المبحث ، وبيان ذلك على النحو التالي

أولا : - العوامل المحددة لحجم السوق من منظور النظام المالي الإسلامي .

أ . - البيئة العامة المشجعة لك أنواع الاستثمار^(١) .

الاستقرار ،السياسي والاجتماعي بعيد المدى ، والبنية الأساسية المتكاملة والجذابه ، ونوع نظام الحكم ،وسيادة القانون و ضمانات حياده ، ونزاهة نظام القضاء ، وتسريع البت في القضايا ، والقدرة على إقامة الدعاوى على الاشخاص الطبيعيين والاعتباريين دون قيود وصيانة الملكية الفردية ، وحرية التصرف بالعائدات ،على رأس المال ، ونظم الضرائب والتراخيص ... ، وموقف نظم الاستثمار في البلد المعني من الاستثمار الخارجي في القطاعات الحقيقية والمالية ... الخ كل ذلك من العوامل الأساسية أو المسلمات التي تؤخذ بعين الاعتبار من قبل المستثمرين الماليين ، والكيانات الاقتصادية المختلفة على مستوى المستثمر المحلي ، و الخارجي ، فالبيئة المواتية تحفز على المزيد من الاستثمار ، والبيئة غير المواتية تخفض معدلات الاستثمار ، وينعكس كل ذلك على حجم سوق رأس المال .

ب - الأهمية النسبية لحجم القطاع العام.

الوظائف الاقتصادية الجوهرية والأساسية للدولة في النظام المالي الإسلامي ، يترتب على القيام لها كبر الحجم النسبي للقطاع العام مقارنة بالنظم المالية الأخرى التي تحجم أو تغيب وظائف الدولة في ترشيد النشاط الاقتصادي ، فالقطاع العام ليس سوى وسيلة لتحقيق العدالة الاقتصادية والاجتماعية في المنافع

(١) انظر على سبيل المثال: جلال جويده القصاص ، دراسات الجدوى الاقتصادية للمشروع في اقتصاد اسلامي ، الطبعة الأولى (الاسكندرية : ٢٠١٠ ص ١٢٧ - ١٢٨ .

والتكاليف ، وتمكين الفئات ذات الدخل المنخفض من الحياة الإنسانية الكريمة ، ولذا فإن التزام الدولة بمبدأ الأولويات في التنمية ، وتحقيق العدالة الاقتصادية والاجتماعية ، وتوفير فرص العمل ، وضمان حياة كريمة لأقل الفئات الاجتماعية دخلا ، هي من وظائف الدولة في النظام المالي والاقتصادي في الإسلام التي يتوجب أن تقوم بها الدولة ، والزام القطاع الخاص بالتعاون معها ، ويستنتج من ذلك أن حجم سوق رأس المال سيكون كبيرا في مثل هذه الحالة ، لأن القيام بتلك الوظائف يتطلب رؤوس أموال ضخمة ، ومن ثم يتحتم عليها استخدام وابتكار الكثير من صيغ وقنوات التمويل للحصول على الأرصدة المالية الكافية للقيام بتلك الوظائف .

ج - حجم الثروات والموارد الطبيعية المتوفرة مقارنة بعدد .

فالبلد الذي تتوفر فيه ثروات ، نفطية ومعدينية ، وزراعية كبيرة ، أو مزايا اقتصاديات الموقع الخ ... تمكنه من تحقيق فوائض مالية كبيرة لن يكون بحاجة إلى إصدار صكوك مالية لتمويل الضجوة التمويلية لخطته الاقتصادية ، وكذلك القطاع الخاص لتوفر الأرصدة اللازمة لاحتياجاته ، إلا إذا كان البلد يتبنى سياسة مضاعفة دخل الفرد ، والدخل القومي في فترات قصيرة نسبيا فإنه سيسعى إلى مضاعفة قدراته المالية بمتلف الوسائل المشروعة ومنها التصكيك العام والخاص .

د - حجم الإيرادات العامة مقارنة بحجم النفقات العامة .

فإذا كان البلد المعني تتساوى إيراداته مع نفقاته أو تزيد ، بما في ذلك النفقات الاستثمارية ، فالمتوقع ألا يكون لديه حاجة ملحة لإصدار صكوك لغرض تعبئة الموارد المالية متوسط وطويلة الأجل ، إلا إذا كان البلد يتبنى سياسة التعجيل بالتنمية الاقتصادية والاجتماعية ، فإنه في مثل هذه الحالة سيسعى للحصول على أكبر قدر من المدخرات المتاحة من خلال التصكيك وصيغ التمويل الأخرى ..

هـ - عمق السوق المالية المحلية .

فوجود مؤسسات مالية مصرفية كافية ومتنوعة ، ومسنودة بمؤسسات مالية تعاونية وتكافلية في قطاع التأمين ، وكيانات اقتصادية كبيرة الحجم في قطاع الاقتصاد الحقيقي ، وأسواق مالية منظمة بعيدة عن الاحتكار والمضاربة ، ومتكاملة في جوانبها المؤسسية والتشريعية ، كلما زادت القدرة على إصدار الصكوك وجمع وتعبئة المدخرات على المدى الطويل والمتوسط ، وتتضاءل تلك القدرة عندما تكون السوق المالية في مراحل نموها الأولى

و- معدلات التضخم السائدة والمتوقعة .

تؤدي معدلات التضخم المرتفعة في سياق سلسلة زمنية طويلة نسبيا إلى صعوبة إصدار صكوك مالية بالعملة المحلية لأجل متوسطة أو طويلة ، ناهيك عن جذب الدخرات الخارجية للإستثمار في قطاعات الاقتصاد الحقيقي أو المالي .

ثانيا - العوامل المحددة لسوق رأس المال الإسلامي من منظور المستثمر الخارجي .**أ - التصنيف الاقتصادي للبلد .**

تصنف البلدان من حيث نصيب الفرد من الدخل القومي إلى بلدان فقيرة أو منخفضة الدخل ، وأخرى متوسطة الدخل ، وثالثة مرتفعة الدخل وهناك تقسيمات فرعية أخرى في إطار هذه التقسيمات ، ومن حيث حجم المديونية تصنف البلدان إلى بلدان مثقلة بالديون وأخرى معتدلة ، وثالثة ، خفيفة ، ومثل هذه التصنيفات تؤثر في قرار المستثمر الخارجي .

ب - نوع نظام الصرف .

التزام النظام المالي الإسلامي بمبدأ الأخذ بنظام الأولويات في مجالات التنمية الاقتصادية والاجتماعية ، يرى أن نظم الصرف المرنة عائق حقيقي للالتزام بنظام الأولويات ، هذا من الجانب الاقتصادي ، ومن الجانب الشرعي فإن سعر الصرف العائم أو لحر لا يمكن الأخذ به في ضوء وظائف وأهداف النظام المالي الإسلامي ، غير إن نوع نظام الصرف يعد عاملا حاسما في إصدار الصكوك المالية بالعملة المحلية ، والعملات الدولية ، فنظام سعر الصرف شبه الثابت ، والعملة المحلية المستقر قيمتها نسبيا ، يجعل الطلب على الصكوك المالية المصدر جاذبا ومغريا في الأجلين المتوسط والطويل ، وعلى العكس من ذلك فإن نظام أسعار الصرف المرنة أو العائمة يجعل إصدار صكوك مالية متوسط ، وطويلة الأجل في بلد نام في حكم المتعذر ومن حيث المبدأ فإن النظام المالي والاقتصادي الإسلامي يرفض نظم أسعار الصرف العائمة ، لأن نتائجها أكثر سوءا من التعامل بأسعار الفائدة الدائنة والمدينة ، كما يحظر إصدار السندات ذات الفوائد المحددة سلفا .

ج - التصنيف الائتماني للبلدان والكيانات المالية .

تصنف البلدان من حيث الجدارة الائتمانية ، من قبل وكالات متخصصة على المستوى الدولي تباع خدمات المالية في مجالات التصنيف الائتماني للبلدان والأفراد ، وللصندوق والبنك الدوليين تصنيفات متعددة ، تنصب على القدرات المالية والاقتصادية لبلد ما ، وينظر إلى التصنيفات الائتمانية بحساسية مفرطة من قبل

المستثمرين الماليين من خارج البلد المعني فعندما يكون التصنيف الائتماني مرتفعا للبلد المعني ، يتمكن ذلك البلد من الحصول على مقادير كبيرة من التمويل ، وفي حالة إصداره لصكوك مالية فإن الطلب على الاكتتاب فيها يتزايد ، وبالمقابل إذا انخفضت التصنيفات الائتمانية لبلد ما يصبح من العسير عليه الحصول الحصول على المدخرات الخارجية المملوكة للأمم الأخرى ، وكل ذلك يؤثر على حجم سوق رأس المال الإسلامي .

د - درجة الاندماج في النظام المالي لدولي .

- يؤدي الاندماج المالي مع الأسواق المالية الإقليمية والعالمية إلى إمكانية المنافسة على جذب المدخرات الدولية ، وتخفيض تكاليف إصدار الصكوك المالية بالعملة المحلية ، والعملات الدولية ، بالإضافة إلى سهولة تسهيل الصكوك وتنامي ثقة المستثمرين غير المقيمين ، وفي حلة انخفاض درجة الإدماج فالتوقع ان يقل حجم الاكتتاب ، وتزداد تكاليف الإصدار والتسويق .

هـ - مدى الوثوق بدراسات الجدوى لجذب المدخرات الخارجية .

تعد دراسات الجدوى ذات الأفق البعيد ، والمعدة من جهات حسنة السمعة عاملا مهما في تأمين مصادر التمويل القائم على إصدار صكوك مالية متوسطة وطويلة الأجل لإقامة مشروعات اقتصادية ، أو مرافق عامة ، ويرافق ذلك انخفاض في تكاليف الإصدار ، والتسويق المالي ، وبالمقابل فإن المستثمرين الماليين شديدي الحساسية فيما يتعلق بالملاءة المالية ، ومدى الوثوق بدراسات الجدوى .

و - وضع البلد المعني بالنسبة للتكتلات الاقتصادية .

فإذا كان البلد المعني ينتمي إلى تكتل اقتصادي معين فإن هذا الوضع يعمق من تصنيفه الائتماني ، ويوسع من نطاق تداول الصكوك المصدرة والإقبال عليها ، أما إن كان البلد بعيدا عن التكتلات الاقتصادية فإن قدرته على الإصدار ترجع إلى مدى توفر العوامل الأخرى السابق ذكرها .

المبحث الرابع

مصادر التمويل الإنمائي متوسط وطويل الأجل في النظام المالي الإسلامي

الوظيفة الرئيسة لسوق رأس المال الإسلامي هي الاسهام في توفير التمويل الإنمائي متوسط وطويل الأجل ، وهذا المبحث يستهدف - بصورة موجزة - إبراز مصادر التمويل الانمائي متوسط وطويل الأجل ، على النحو الذي يؤكد بأن التصكيك هو إحدى قنوات التمويل قصير ومتوسط وطويل الأجل ، وهناك قنوات اخرى متعددة ، والنظام المالي الإسلامي يتركز في الأساس على الموارد المالية المتاحة محليا ، ولا فرق في ذلك بين القطاع العام ، والقطاع الخاص ، وللنظام المالي الإسلامي تشريعاته الشاملة ، في مجالات التمويل والاستثمار والإنتاج والاستهلاك ، والتوزيع ، والادخار ، في أوقات الرخاء والشدة ، وفي هذا البحث سنتناول باختصار وافٍ المصادر الأساسية للتمويل الإنمائي متوسط وطويل الأجل للقطاعات العام والخاص وذلك لتكتمل معالم القنوات التمويلية المختلفة ، وذلك على النحو الآتي :

أولا : مصادر التمويل الإنمائي للقطاع العام.

أ- المصادر الداخلية الذاتية .

يحتاج القطاع العام الحكومي لمقادير كبيرة من الأرصدة المالية القابلة للتوظيف الإنمائي متوسط وطويل الأجل ، لتوظيفها في مشروعات البنية الأساسية ، والخدمات العامة والطاقة ، وتشبيد الطرق والجسور والسدود والحواجز المالية ، ومشروعات الاكتفاء الذاتي والاستقلال الاقتصادي مجسدة في توسيع ، وتنوع القدرات الاقتصادية ، و سياسات الإحلال محل الواردات ، ومشروعات توطين التقنيات الصناعية والزراعية الخ . وتتكون المصادر الداخلية الرئيسية للتمويل الإنمائي الحكومي متوسط وطويل من المصادر الآتية :

ب - الفوائض الاقتصادية من الإيرادات العامة غير المخصصة (مثل : حصيلة بيع الثروات المعدنية الفائضة عن الاستهلاك المحلي ، والضرائب العادلة ، والمتحصلات من الرسوم الجمركية ، وإيرادات المشروعات العامة ، والقروض الحسنة ، والمقبوضات من أثمان صادرات القطاع العام ..

ج - مدخرات وحدات القطاع العام .

وهي الأموال الفائضة من سنوات الرخاء والازدهار الاقتصادي ، والتي تتجسد في الوقت بالاحتياطات النقدية المدارة من قبل الصناديق السيادية ، والتي تستخدم في العادة للمحافظة على الاستقرار الاقتصادي ، وتحقيق معدلات النمو المرغوبة .

ج - الإصدار النقدي^(١) .

ويمكن أن يكون أحد مصادر التمويل في الحالات التي يستخدم فيها الإصدار لاستغلال ثروات معطلة ، أو في حالة اكتشافات ثروات معدنية مؤكدة وبأحجام تجارية ، وقابلة للتصرف في أي وقت من قبل الدولة ، كما يجب ألا يؤثر الإصدار النقدي على القوة الشرائية للعملة الوطنية .

ثانيا - المصادر الداخلية القائمة على فوائض ومدخرات القطاع الخاص .

آ- رأس المال المقبوض من الصكوك المالية المصدرة من مؤسسات القطاع العام^(٢) .

وهذا النوع من رأس المال المشارك يتم الحصول عليه من الصكوك المالية المصدرة ، والمطروحة للاكتتاب العام وفقا لصيغ التمويل الإسلامي مثل صيغ البيوع الآجلة ، والمشاركات ، والمضاربات ، والإجارات ، والمرايحات ... الخ . وتقرر عوائدها على أساس مبدأ الغنم بالغرم ، وهذا النوع من الصكوك يستهدف في الغالب مشاريع البنية الأساسية .

ب - الاقتراض من المؤسسات المالية والأفراد في الأوضاع الإستثنائية وبشروط خاصة^(٣)

عندما تشتد الأوضاع الاقتصادية بسبب الجفاف ، أو الزلازل والبراكين ، أو الحروب فإن تشريعات النظام المالي الإسلامي تجيز تدخل الدولة على نطاق واسع ، حيث يبيح لها النظام الاقتراض من المواطنين بدون فائدة ، أو فرض مبالغ مالية على جميع أغنياء البلد ، وتخصيص ذلك لاستيفاء حاجات الفقراء

(١) لمزيد من الإطلاع حول هذا المورد انظر : - أحمد مجذوب أحمد احمد علي ، السياسات المالية في الاقتصاد الإسلامي الطبعة الثانية (الخرطوم : هيئة الأعمال الفكرية ، ٢٠٠٣م) ص ٢٦٩-٢٥٦ .

(٢) للإطلاع على نماذج من الصكوك المصدرة من قبل القطاع العام أو الحكومات انظر: طاهرة علي محمد بني عامر، التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية، الطبعة الأولى، (عمان: عماد الدين للنشر والتوزيع، ٢٠٠٩/١٤٣٠). - حامد بن حسن بن محمد علي ميرة، صكوك الإحارة: دراسة فقهية تأصيلية وتطبيقية الطبعة الأولى، (الرياض: دار الميمان للنشر والتوزيع، وزارة الأوقاف والشؤون الإسلامية القطرية، ٢٠٠٩/١٤٣٠) .

^٣ (٤٢) لمزيد من الإطلاع انظر : أحمد مجذوب أحمد احمد علي ، السياسات المالية في الاقتصاد الإسلامي مرجع سابق ، ص ص ٢٩٤-٣٨٣ .

والمساكين ، أو دفع مخاطر عدوان محقق الوقوع على المجتمع الإسلامي ، وفي كلتا الحالتين يجب التأكد من أن الدولة لا تمتلك في خزائنها ما يكفي من المال العام لمواجهة تلك الطوارئ .

ج - المصادر الخارجية للتمويل الإنمائي متوسط وطويل الأجل .

١- رؤوس الأموال المتدفقة من البلدان العربية والإسلامية ؟

التعاون والتعاقد المالي والاقتصادي بين البلدان العربية والإسلامية هو واجب من حيث المشروعية والأولية ، وهذا النوع من التمويل الإنمائي ، المتوقع الحصول عليه من الحكومات ، والقطاع الخاص ، والصناديق والمنظمات الاقليمية في البلدان العربية والإسلامية ، هو الذي ينبغي إعداد الخطط للحصول عليه ، وتحديد قنوات تدفقاته ، ورؤوس الأموال المتدفقة قد تكون في صورة هبات ، أو تبرعات أو قروض بدون فوائد ، أو مشروعات مشتركة مع القطاع العام ، أو الخاص .

٢ - الاستثمار الأجنبي المباشر المنتج للطبيات من السلع والخدمات .

وهذا النوع من التمويل يتدفق في اطار الاتفاقيات الثنائية ، أو الاقليمية ، أو الدولية المنظمة للتعاون الدولي بين حكومة البلد العربي أو الإسلامي المعني ، وحكومات البلدان غير الإسلامية .

٣ - القروض والهبات غير المرتبطة بأسعار الفائدة ، وفي الوقت نفسه لا تتعارض مع أهداف المجتمع الإسلامي والمقدمة في نطاق التعاون الاقتصادي الدولي بين الأمم .

٤- رأس المال المشارك المقبوض من الصكوك المالية المخصصة لغير المقيمين .

وهي الصكوك المالية المصدرة وفقا لصيغ التمويل الإسلامي ولأغراض إنمائية معينة ، ولأجل معين ، ويحق للمستثمرين غير المقيمين الاكتتاب فيها ولكن بالعملات الدولية حيث يمكن طرحها للاكتتاب والتداول على المستوى الإقليمي، والدولي، ويتطلب إصدار هذا النوع من الصكوك إمكانية التسييل المأمون ، وهذا بدوره يتطلب سوقا مالية تتسم بالعمق المالي ، وثقة المستثمرين الخارجيين بمتانة الأوضاع الاقتصادية والمالية .

ثانيا - مصادر التمويل الإنمائي متوسط وطويل الأجل للقطاع الخاص .

أ - التمويل الذاتي .

وهذا النوع من التمويل يشمل مدخرات ، الأفراد والمؤسسات ، والشركات ، ومختلف الكيانات المالية والاقتصادية ، ويوظف هذا النوع من التمويل في تأسيس مشروعات منتجة للطيبات من الأعيان والمنافع (السلع والخدمات) ، أو التوسع والتحديث في المشروعات القائمة .

ب- الأرباح المحتجزة .

وهذا نوع من التمويل الذاتي تستخدمه الشركات التي مضى على تأسيسها مدة زمنية كبيرة نسبيا ، وأصبح لديها مقادير مالية يعتد بها من الأرباح المحتجزة سنويا ، والتي يمكن توظيفها في توسيع أعمالها .

ج- رأس المال المشارك المقبوض من اصدار الصكوك المالية القابلة للتداول .

وهذا النوع من رأس المال يطرح على هيئة صكوك تصدرها في العادة الكيانات المالية والاقتصادية المؤهلة في ضوء المتطلبات التي تفرضها القوانين المالية المنظمة للإصدار والتداول ، والتي تكون في الغالب على هيئة شركات مساهمة .

د - رأس المال المقدم من القطاع العام لإقامة مشروعات مشتركة مع القطاع الخاص .

يوجب النظام المالي على الدولة ، والأغنياء في المجتمع الإسلامي السعي بكل الوسائل المشروعة لبلوغ التمكين الاقتصادي ، وتحقيق رغد العيش الكريم لكل إنسان في المجتمع ولتحقيق ذلك ، يمكن للدولة أن تشترك مع القطاع الخاص في تأسيس كيانات مالية واقتصادية ، كما يمكنها تقديم قروض سخية وبدون فوائد للقطاع الخاص في ظل سياسة تمويلية صارمة تلتزم وتضمن حصول كل إنسان على كفايته من المال ، وتحظر الاحتكارات المالية ، وتصون أموال الأمة من التبديد والتسرب .

هـ - وضع البلد المعني بالنسبة للتكتلات الاقتصادية .

فإذا كان البلد المعني ينتمي إلى تكتل اقتصادي معين فإن هذا الوضع يعمق من تصنيفه الانتمائي ، ويوسع من نطاق تداول الصكوك المصدرة والإقبال عليها ، أما إن كان البلد بعيدا عن التكتلات الاقتصادية فإن الأمر قدرته على الإصدار ترجع إلى مدى توفر العوامل الأخرى السابق ذكرها .

المبحث الخامس

المأخذ الأساسية على الصكوك المصدرة والمتداولة في سوق رأس المال

في هذا المبحث سنتناول صورة مقربة لواقع اصدار ، وتداول الصكوك الاسلامية ليتبين للقارئ اوجه الاختلاف والتباين بين الصكوك الإسلامية المحكومة بمبادئ النظام المالي الإسلامي ، والصكوك المصدرة والمتداولة من قبل البلدان والكيانات المالية المصرفية القائمة على نظام المديانات في التمويل والتمويل ، أو تلك القائمة على نظام المشاركات ومبدأ الغنم بالغرم ، وكيف أن الغالب في تلك الصكوك أنها تقترب أو تتماثل بنسب متفاوتة من نظام المديانات في النظام الاقتصادي الرأسمالي ، وسنبين ذلك على النحو التالي :

أولاً : النطاق الجغرافي لإصدار الصكوك المالية الإسلامية^(١)

تصدر الصكوك المالية الإسلامية من المنامة في البحرين ، وجاكرتا في اندونيسيا ، وكولا لمبور في ماليزيا وباكستان والسعودية ، وأبو ظبي ودبي في الإمارات العربية المتحدة ، والخرطوم في جمهورية السودان ، وأصبح لوهنج كونج وكندا منها نصيب ، وكانت الأردن من أوائل البلدان العربية والإسلامية في اصدار الصكوك المالية الإسلامية بسمى سندات المقارضة ، وكان السودان أسبق البلدان في اصدار الصكوك المالية المتنوعة والمخصصة ، وقد أصدرت المصارف الإسلامية في اليمن صكوك سلم بقيمة خمسين مليار ريال يمني عام ٢٠١٢ م لتمويل مشتريات الحكومة ، ومن المؤسسات الاقليمية التي صدر الصكوك بنك التنمية الإسلامي . وقد أصدرت عدد من البلدان الإسلامية القوانين الحاكمة لإصدار وتداول الصكوك المالية الإسلامية منها : الأردن ، والبحرين ، والسودان ، والإمارات العربية المتحدة ، وجمهورية مصر العربية ، وماليزيا ، واندونيسيا ، وتونس ، وهناك الكثير من البلدان التي تدرس بجدية اصدار القوانين المنظمة لإصدار وتداول الصكوك الإسلامية . وهناك عدد من المؤسسات الداعمة لإصدار الصكوك المالية الإسلامية منها البنك للتنمية الإسلامي ، وهيئة المحاسبة والمراجعة الدولية (انوفا) وهي مؤسسة متخصصة في وضع المعايير الشرعية والمحاسبية لصيغ التمويل الإسلامي وإصدار الأوراق والصكوك المالية ، وتأهيل العاملين في المؤسسات المالية الإسلامية حيث وقد تأسست في عام ١٩٩٠ م ، ويعد الإنتاج العلمي للجامعات التي تدرس تخصص الاقتصاد

(١) لمزيد من التفصيل حول هذا الموضوع انظر :

International Islamic Financial market ,Report sukuk : A comprehensive study of the global sukuk market 5th edition From : WWW.IIFM.net

الإسلامي ، وتمنح درجة الدكتوراه والماجستير والبيكالوريوس مثل جامعة أم القرى وجامعة الأزهر ، وكذلك مراكز بحوث الاقتصاد الإسلامي من المؤسسات الداعمة لإصدار الصكوك المالية الإسلامية .
وأركان إصدار الصكوك المالية الإسلامية هي : القانون المنظم لإصدارها ، وهيئات الرقابة الشرعية ، والجهة العامة أو الخاصة الراغبة في الإصدار والقطاع الاقتصادي أو المالي الذي ستوظف فيه حصيلة الصكوك المصدره ، والسوق الأولية المصدر للصكوك والسوق الثانوية(سوق تداول الصكوك) ، والهيئة الوطنية أو الدولية للتصنيف الائتماني .

ثانيا : العوامل المحفزة لإصدار الصكوك المالية الإسلامية . من العوامل المحفزة والأهداف المرغوبة لإصدار الصكوك المالية الإسلامية من منظور النظام المالي الإسلامي : توظيف المدخرات في أوطانها ، واستعادة رؤوس الأموال المهاجرة ، والتغلب على فجوة التمويل في الكثير من البلدان العربية والإسلامية ، وتمكين الاقتصاد الوطني من إنتاج الطيبات من السلع الاستهلاكية والرأسمالية التي تشتد الحاجة إليها ، والتصدي لأضرار البطالة ، والفقر ، ومظاهر البؤس والحرمان ، وتمكين المدخرين من الحصول على العائد الحلال من توظيف رؤوس أموالهم ، وكذلك تمكين الأفراد والكيانات المالية والاقتصادية من الحصول على الأموال التي تفي باحتياجاتهم ، وترجيح كفة المنافسة الدولية على المدخرات لصالح استقرار وتوظيف رؤوس الأموال العربية والإسلامية في المجتمعات التي اكتسبت منها ، إلا أن الفقرة التالية ستبين لنا واقع اصدار وتداول الصكوك الإسلامية ، من قبل الكيانات المالية الخاصة أو العامة في البلدان العربية والإسلامية .

ثالثا : المآخذ الأساسية على واقع اصدار وتداول الصكوك المالية الإسلامية

يأتي هذا التناول في سياق ترشيد مسيرة الصيرفة الإسلامية بأبعادها المختلفة ، ومضامينها المتعددة وليس الغاية من ذلك التثبيط والحجر ، ونوجز تلك المآخذ بما يلي :

أ - تحديد نسبة العائد سلفا على رأس المال في الصكوك المصدره .^(١)

هنالك عدد كبير من فئات الصكوك المصدره والمتداولة في الأسواق المالية في أندونيسيا وماليزيا ، والصكوك المصدره من قبل المصارف التجارية والإسلامية في بلدان الخليج ، هي صكوك ذات معدلات عائد معلومة سلفا

(١) انظر على سبيل المثال انظر: دراسة محمد تقي العثماني، الصكوك وتطبيقاتها المعاصرة، بحث مقدم إلى الدورة التاسعة عشرة للجمعية الفقهي لمنظمة المؤتمر الإسلامي المنعقد بإمارة الشارقة بالإمارات العربية المتحدة (١ - ٥ جمادي الولة ١٤٣٠هـ - ٢٦ - نيسان (إبريل) ٢٠٠٩ م) .

للمستثمرين الماليين، وهذه إحدى الاشكاليات الكبرى التي تجعلها متطابقة مع السندات الربوية وتفقدتها أي علاقة لها بالنظام المالي الإسلامي، ولذلك فإن التقارير المعدة من قبل المؤسسات المالية الغربية المتخصصة في شؤون التمويل مثل (Standard & poors) تطلق على الصكوك المالية التي تحمل معدلات معلومة العائد للمستثمرين الماليين، السندات الإسلامية (Islamic bonds)، فالصكوك الاندونيسية المتداولة في البورصة مظهره بالتصنيفات الائتمانية لوكالات استئند ر اند بـــــــورز ومـــــــودي وفـــــــيتش Moody ' Rating & Fitch Rating standard & poor's، ومظهر على الصك مقدار العائد أيضا، وأفصح أحد الحريصين الناقدین عن الوضع القائم في سوق الصكوك قائلا: إن الذين أصدروا هذه الصكوك حاولوا بك بكل ما في وسعهم أن تكون هذه الصكوك منافسة للسندات الربوية الراجعة في السوق، وأن تحمل معظم خصائصها، ليسهل ترويجها في السوق الإسلامية والتقليدية في آن واحد (١).

ب - التصكيك لأغراض الحصول على السيولة الرخيصة وليس انتاج الطيبات، واستخراج الثروات .

تتوفر مقادير كبيرة نسبيا من السيولة في المؤسسات المالية المصرفية من ودائع الأفراد والكيانات المالية والاقتصادية، وهذه الظاهرة تضغط على معدلات العائد، وبوجه أخص عوائد المؤسسات المالية الإسلامية المصرفية، وتسعى المصارف التجارية إلى توظيف فائض السيولة في الأسواق المالية المنظمة، وبأي قدر من العائد الصافي، وتحت ضغط المنافسة تتساهل المصارف التجارية في شروط الإقراض، وتخفيض معدلات العائد على قروضها، وقد يستأثر كبار الزبائن غير الجادين في السداد من ذوي النفوذ أو العلاقة، أو البيوت المالية بمقادير كبيرة من إجمالي القروض، وهذه الوضع قد يتعرض المصرف المقرض لمخاطر أزمة السيولة، وتلافيا لذلك تسعى تلك المصارف الى الحصول على السيولة لأغراض التجوُّط و تجسير الملاءة المالية، وبتكلفة تقل عن متوسط تكلفة القروض من السوق المالية، وهنا يجد المصرف التجاري ضالته في الصكوك الإسلامية للتعويض عن نقص السيولة المتوقعة في المستقبل، وفي مثل هذه الحالة يصدر المصرف صكوكا بعائد محدد مسبقا على

(١) محمد تقي العثماني، الصكوك وتطبيقاتها المعاصرة، مرجع سابق ص ٢ .

المبالغ التي قرر اقتراضها ، وإصدار الصكوك المالية وتداولها على هذا النحو لا صلة له بسوق رأس المال الإسلامي في النظام المالي الإسلامي ؛ لأنه عين الفائدة الربوية .

ج - التصكيك وسيلة لتراكم الثروات من مدخرات البسطاء المكتسبة بعرق الجبين .

حشد المدخرات، وجعلها في متناول القادرين على توظيفها هو النشاط المالي الرئيس للمصارف التجارية؛ ولذلك فإن المصارف التجارية وبعض البلدان العربية والإسلامية تستخدم التصكيك كوسيلة من وسائل جذب المدخرات، وتكوين فوائض نقدية، وتحسين درجة التصنيف الائتماني؛ دونما نظر إلى الضوابط الشرعية بل يتم ذلك بآليات نظام المداينات الرأسمالي، والنظام المالي الإسلامي يشجع بل يوجب جمع المدخرات بالطرق المباحة، وتوظيفها بالطرق المباحة أيضا وفقا للأولويات التي يفرضها سلم الحاجات الإنسانية انتاجا واستهلاكا، وفق منظومة متكاملة من التشريعات العادلة التي تضمن وصول المال إلى كل محتاج إليه، وتوظيفه في إنتاج الطيبات، أما أن يتحول التصكيك إلى وسيلة للاستحواذ على الثروات، دون أي إضافة كميات انتاج الطيبات من السلع والخدمات، فإنه يصبح نوع من الابتزاز المالي لأموال البسطاء المكتسبة بعرق الجبين .

٤ - الاستثمار المريب لتأييد ومناصرة المجتمعات الإسلامية للمؤسسات المالية غير الربوية .

كان تأسيس المصارف الإسلامية بمثابة النبع الذي ظهر من تحت قدم المسلم الذي اشتد عطشه، فأروى عطشه من ذلك النبع، وعمره بما يملكه من الثروات النقدية الفائضة، فنمت ودائع المؤسسات المصرفية الإسلامية نموًا متصاعداً ومتسارعاً لفت أنظار الكثير من المدافعين عن نظام المداينات الرأسمالي، ودخلت صيغ لتمويل الإسلامي القاموس المالي الصادر عن أكسفورد، وأخيراً أصبح الاقتصاد الإسلامي ضمن الدراسات والأبحاث في جامعة أكسفورد نفسها، وتتابع نمو أدبيات المؤسسات الإسلامية المصرفية لدى خبراء شؤون المال، فصدرت التقارير المتخصصة في التمويل الإسلامي عن مؤسسات تصنيف الائتمان العالمية مثل: Standar & poors، ولم يتوقف الأمر عند هذا الحد، بل تجاوزه إلى مستوى حديث وكالات التصنيف العالمية - على سبيل الترويج - عن قيامها بالتصنيف الائتماني للبنك الإسلامي في البلد الفلاني، وشركة التكافل الإسلامي في البلد الآخر، وتواصل تسارع نمو أدبيات التمويل الإسلامي، فألفت عشرات الكتب بلغة النظام المالي والاقتصادي الرأسمالي لبيان حقيقة التمويل الإسلامي، وأمثليته - من منظور مؤلفيها - وتوسع نمو أدبيات التمويل الإسلامي وصيغته التطبيقية لتصبح جزءاً من التقارير والأخبار الاقتصادية

اليومية لوكالة : Reuters ، وأخيرا دخلت أدوات التمويل الإسلامي - الصكوك - الأسواق العالمية المنظمة للمتاجرة بالأسهم والسندات ، وكان ذلك بمثابة المفاجأة والصدمة للأستاذ الجامعي الذي يدس هيكل أسعار الفائدة ، ودور أسعار الفائدة في جذب المدخرات ، وتوظيفها ... الخ وكانت الصدمة أكبر لدى مؤسسي المصارف العاملة بنظام المداينات ، في أثناء وعقب الأزمة المالية العالمية في عام ٢٠٠٨م ، حيث أصبح نظام المداينات الرأسمالي محل شك وارتياح من قبل انصاره ، وتحدث المدافعين عن النظام عن ضرورة البحث عن حلول من داخل النظام ، أو خارجه ، وحينئذ قرر المدافعين عن نظام المداينات الرأسمالي في مجتمعاتنا العربية والإسلامية ضرورة التكيف مع أدبيات وصيغ التمويل الإسلامي ، وكان من ثمار ذلك فتح الفروع الإسلامية من قبل المصارف العاملة بنظام المداينات ، وذلك للمحافظة على نصيبها من المدخرات المحلية ، التي اتجهت بقوة نحو المؤسسات المالية المصرفية الإسلامية ، وكان من نتائج المنافسة بين المصارف الإسلامية والمصارف التقليدية هو ابعاد الكثير من المصارف الإسلامية عن الأهداف المعلنة في نظم تأسيسها ، الأمر الذي دفع مؤسسات نظام المداينات إلى دعوة المدخرين من الأفراد ومؤسسات المال والأعمال للاكتتاب فيما يسمى بالصكوك الإسلامية التي تحمل معدلات العائد المحدد مسبقا للمدخرين الراغبين في اقتناء السندات الإسلامية .

٥ - ربط عائد الصكوك المتوقع بالمعدلات الاستثمارية لأسعار الفائدة الدولية .^(١)

في ظل التحرير المالي وتقنية المعلومات والاتصال يستطيع ملاك الثروات أن يطلعوا في دقائق معدودة على معدلات العائد على رأس المال معبرا عنه بأسعار الفائدة في جميع المراكز المالية العالمية ، فلا تنقصهم الخبرة ، أو الخبراء الذين يقارنون

بين معدلات العائد الحقيقي الصافي على مختلف أنواع الاستثمار المالي ، وهذه الفرصة متاحة للأفراد من ذوي الدخل المرتفع - و لكن بصورة أقل - الذين يخططون لتنمية فوائضهم النقدية ، أما صغار المدخرين فالغالب أنهم يتأثروا بالعدايات الاعلامية بمختلف أنواعها ، والفئات الثلاث مستهدفة من الكيانات المالية

(٤٣) كان عنوان البحث المقدم من سليمان ناصر و ربيع بن زيد إلى المؤتمر التاسع للاقتصاد والتمويل الإسلامي والذي عقد في استنبول - الجمهورية التركية في المدة : ١٠ - ١١ ديسمبر ٢٠١٣ م هو : ارتباط تسعير الصكوك الإسلامية بمعدل الفائدة لبيور كعامل مهدد لسلامة الاستثمار فيها "

التي يمنحها القانون الحق في الحصول على المدخرات من كل شرائح المجتمع ، وملاك الثروات أو كبار المدخرين ، هم - في الغالب - من أكثر الناس ذكاء ودهاء في الامام بمختلف طرق توظيف الأموال ذات المدى القصير ، والمتوسط ، وطويل الأجل ، كما انهم على علم بمختلف معدلات العائد القائم على نظام المدائيات ، وهؤلاء لا يتأثرون بالدعاية الإعلامية ، أو المسميات التي تميز الكيانات المالية ، فيقال : تلك مصارف تجارية تقليدية ، وأخرى إسلامية ، وثالثة الاستثمار في صندوق الأسهم ، ورابعة الاستثمار في صندوق المتاجرة بالعملات الدولية ، والطريقة العملية التي تسترعي انتباه ملاك الثروات الكبيرة ، هي عرض عائد تنافسي مؤكد ومأمون مقابل اقتراض مدخراتهم ، أو توظيفها وفقا لصيغ التمويل الإسلامي ، وهذه هي الخلفية النظرية لربط عائد الصكوك الإسلامية بأسعار فائدة الليبور ، وعرضها على كبار المدخرين في المجتمع الإسلامي بعائد يساوي أسعار الفائدة بين البوك الكبرى في سوق لندن المالي الدولي والتي يطلق عليها اختصارا مسمى (LIBOR) اختصارا للمصطلح المالي (London Inter-Bank Offered Rate) . وهناك العديد من المآخذ الناشئة عن ربط عائد الصكوك الإسلامية بمعدلات الفائدة على الاقتراض المعلن عنها يوميا من قبل المصارف القائدة في سوق لندن المالي (أسعار فائدة الليبور) منها عجز التمويل الإسلامي عن ابتكار مؤشرات مستقلة عن نظام المدائيات الرأسمالي ، كما أن ذلك الربط هو نوع من المحاباة لكبار المدخرين من ملاك الثروات في المجتمعات الإسلامية ، ومن الآثار الضارة الناشئة عن ربط عائد الصكوك الإسلامية بمعدلات الليبور، تعريض قيمها الحقيقية للانحياز في أوقات المحن والأزمات المالية ، التي تصيب المراكز المالية العالمية ، وأيضا يؤدي الربط المذكور إلى التضخم المستورد ، وارتفاع تكاليف التمويل المقدم من المؤسسات المالية الإسلامية ، وتزداد تلك التكاليف وطأة على من تشتد حاجتهم للتمويل الإسلامي من أصحاب المشاريع الصغيرة ، وصغار الحرفين ، وطالبي التمويل لأغراض الاستهلاك والاقتناء ، كما أن الربط يجعل الكثير من جمهور المتعاملين لا يفرقون بين الصكوك والسندات التقليدية ولما كانت المشاركات والمضاربات القائمة على مبدأ الغنم بالغرم هو الفارق الأساسي والجوهرى بين المؤسسات المالية الإسلامية والمؤسسات المالية الإسلامية ، والمؤسسات المالية التي تتعامل بنظام المدائيات ؛ ولذا فإن ربط عوائد الصكوك بأسعار فائدة الليبور يقود المؤسسات المالية الإسلامية إلى التركيز على صيغ التمويل قصيرة الأجل ، وتجنب نظام المشاركات والمضاربات وهو النظام الذي استندت عليه في وجودها وتأسيسها كبديل كفاء وعادل لنظام المدائيات ، وتختفي صيغ التمويل الانمائي متوسط وطويل الأجل وهي الوظيفة الكبرى في للمؤسسة

المالي المصرفية في النظام المالي الإسلامي وفي نظام تأسيس الكيان المصرفي الإسلامي ، ويضاف إلى ذلك أيضا الدراسات التي كشفت التلاعب بأسعار فائدة الليبور من قبل المصارف المسئولة تحديد معدلات الليبور اليومية^(١) وهذا التلاعب هو لصالح المصارف المعلنة عن معدلات الليبور وإجحاف في حق المقترضين

الخاتمة وأهم النتائج والتوصيات .

أعدت هذه الدراسة في مقدمة وخمسة مباحث ، وخاتمة اشتملت المقدمة على هدف البحث وأهميته والمصطلحات والتعريفات ذات العلاقة بالتصكيك المؤسسي القائم على صيغ وأساليب التمويل الإسلامي المباح ، وكان موضوع المبحث الأول ، الأطار المرجعي لهذه الدراسة مجسداً بوظائف وأهداف النظام المالي الإسلامي ، وكانت الخصائص الأساسية أو الهيكلية التي ينفرد بها سوق رأس المال الاسلامي المشتقة والمتكاملة مع ذلك الأطار المرجعي هي موضوع المبحث الثاني ، ولما كان للواقع العملي أثره وتأثير على حجم سوق رأس المال في النظام المالي الإسلامي ، فقد أخذ في الحسبان في المبحث الثالث ، وحتى يبتعد عن المبالغة في الأهمية النسبية لسوق رأس المال الإسلامي في توفير التمويل الإنمائي متوسط وطويل الأجل ، أبرزت الدراسة في مبحثها الرابع المصادر الأخرى للتمويل الانمائي متوسط وطويل الأجل ، وتم في المبحث الخامس تقييم الصكوك لتي تصدرها الهيئات العامة الحكومية ، والقطاع الخاص في العديد من أسواق المال المنظمة العربية والإسلامية والعالمية في ضوء الأهداف العامة للنظام المالي الإسلامي ، والخصائص التي ينفرد بها سوق رأس المال في النظام المالي الإسلامي ، وخصصت الخاتمة لاستخلاص أهم النتائج والتوصيات وعلى النحو الآتي :

أولاً : النتائج

1. أهداف ووظائف النظام المالي الإسلامي هي التي تحكم الأسواق المالية المنظمة وغير المنظمة .
2. الصكوك المالية المصدرة للتداول وفقاً لصيغ عقود السلم ، والاستصناع والمرابحة ، والمضاربة ، والإجارة ، والمشاركة ... الخ من قبل القطاعين العام والخاص هي المكون الرئيسي لسوق رأس المال في النظام المالي الإسلامي

(٤٤) مزيد من التفاصيل انظر : سليمان ناصر وربيع بن زيد ، إرتباط تسعير الصكوك الإسلامية بمعدل الفائدة لليبور كعامل مهدد لسلامة الاستثمار فيها ، مرجع سابق ص ص ٩ - ١٧ .

٣. الخصائص الأساسية لسوق رأس المال الأولية (سوق الإصدار) في النظام المالي الإسلامي تتجسد في تعدد وتنوع الصكوك المالية القابلة للإصدار، والالتزام بمبدأ الأولويات في إصدار الصكوك المالية وتوظيفها، وقبول المكتتبين في الصكوك لمبدأ المشاركة في الأرباح والخسائر، وانخفاض تكاليف الإصدار، وخضوعها للرقابة الشرعية الشاملة.

٤- أما خصائص السوق الثانوية فأبرزها: خلو الصكوك المتداولة من العوائد المحددة سلفاً، ومن الارتباط بمؤشرات أسعار الفائدة الدولية، ومنع المضاربة على فروق الأسعار في السوق الثانوية، ومنع التعبير اللحضي في أسعار الصكوك المتداولة.

٥ - الحجم الأكبر من الصكوك المصدرة والمتداولة من قبل القطاعين العام والخاص في البلدان العربية والإسلامية تحت مسمى الصكوك الإسلامية يشوبه عدد من المآخذ الشرعية والاقتصادية أبرزها: تحديد نسبة العائد على الصكوك المصدرة، وغياب التصكيك لإنتاج الطيبات واستخراج الثروات، وربط عائد الصكوك بمؤشرات عوائد أسعار الفائدة الدولية.

٦ - من أهم العوامل المحددة لحجم الإصدارات من الصكوك المالية الإسلامية القابلة للتداول هي: الأهمية النسبية لحجم القطاع العام، وحجم الثروات والموارد الطبيعية المتوفرة مقارنة بعدد السكان، وحجم الإيرادات العامة مقارنة بحجم النفقات العامة، ونوع نظام الصرف، وعمق السوق المالية المحلية ومعدلات التضخم التاريخية، والتصنيف الائتماني والاقتصادي للبلد المعني.

ثانياً: التوصيات.

١- ينبغي أن تعمل الجهات المعنية المتخصصة كالبانك الإسلامي للتنمية، والمجامع الفقهية العالمية، وهيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية، وهيئات الرقابة الشرعية على توعية المدخرين بالشروط الواجب توفرها في الصكوك المصدرة في الصكوك القائمة على ضوابط النظام المالي الإسلامي.

٢- ينبغي إعادة النظر في أسواق الأوراق المالية التقليدية في ضوء عدد من الاعتبارات أبرزها: التكاليف الباهضة لهذه الأسواق، وآثارها السلبية على التمويل الإنمائي متوسط وطويل الأجل، وحجم الأموال المتداولة فيها على أساس يومي وسنوي مقارنة بالتمويل متوسط وطويل الأجل المقدم لقطاع الاقتصاد الحقيقي المولد للدخول، وفرص العمل، وكذلك دور الأسواق المالية التقليدية في الاحتكارات المالية، وتركز الثروة، وضيق فرص العمل وتزايد معدلات البطالة.

٣ - ينبغي للبلدان العربية والإسلامية ذات العجز المالي أن تولي عناية كبيرة لتقدير دور الصكوك المالية الإسلامية القائمة على صيغ البيوع الآجلة ، وصيغ المشاركات ، والمضاربات ، والتأجير في توفير التمويل الإنمائي متوسط وطويل الأجل .

٤ - ينبغي للباحثين والمتخصصين في قضايا التمويل والاستثمار بذل المزيد من البحث والتمحيص ، والدراسات المقارنة التي تستهدف إرساء دعائم سوق رأس المال الإسلامي وصولاً إلى أسواق مالية تتجنب نظام التمويل القائم على المدائيات ، وترسخ نظام المشاركات وتزيد من معدلات النمو الاقتصادي وتوفير فرص العمل ، وتحقيق التنمية العادلة والمستدامة .

المصادر والمراجع باللغة العربية :

- أحمد محي الدين أحمد حسن ، سوق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي الطبعة الأولى (جدة : مؤسسة دلة البركة / سلسلة طباعة الرسائل الجامعية ١٤١٥هـ / ١٩٩٥ م)
- حامد بن حسن بن محمد علي ميرة، صكوك الإجارة، الطبعة الأولى، (الرياض: دار الميمان للنشر والتوزيع، وزارة الأوقاف والشؤون الإسلامية القطرية، ٢٠٠٩/١٤٣٠) .
- أحمد مجذوب أحمد أحمد علي ، السياسات المالية في الاقتصاد الإسلامي الطبعة الثانية (الخرطوم : هيئة الأعمال الفكرية ، ٢٠٠٣ م) .
- جلال جويده القصاص ، دراسات الجدوى الاقتصادية للمشروع في اقتصاد إسلامي ، الطبعة الأولى (الاسكندرية : ٢٠١٠)
- شوقي احمد دنيا ، تمويل التنمية في الاقتصاد الإسلامي ، الطبعة الأولى (بيروت : مؤسسة الرسالة ، ١٤٠٤ - ١٩٨٤) ،
- ظاهرة علي محمد بني عامر ، التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية ، الطبعة الأولى، (عمان: عماد الدين للنشر والتوزيع، ٢٠٠٩/١٤٣٠) .
- عبد الوهاب خلاف ، علم أصول الفقه ، ط (بدون) (القاهرة : دار الحديث ، ١٤٢٣هـ / ٢٠٠٣ م) .
- موريس آلية ، الشروط النقدية لاقتصاد السوق ، الطبعة العربية الأولى ، البنك الإسلامي للتنمية : المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب ، ١٤١٣هـ / ١٩٩٣م) .
- منذر قحف ، مفهوم التمويل الإسلامي ، الطبعة الأولى (جدة : البنك الإسلامي للتنمية ١٤١٢هـ)

— هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، (المنامة: هيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية، ٢٠٠٩/ ١٤٣٠ هـ).

البحوث المشورة في المجالات العلمية والمؤتمرات .

— أحمد يسري مصطفى، تجربة الأوراق المالية الإسلامية وأوضاعها في الأسواق المالية للبلدان الإسلامية وتقدير الحاجة لسوق ثانوية إسلامية، دراسات اقتصادية إسلامية، العدد الأول المجلد الثالث (جدة: المعهد الإسلامي للبحوث في البنك الإسلامي للتنمية، ١٦٤١ هـ).

— سليمان ناصر، وربيع بن زيد، ارتباط تسعير الصكوك الإسلامية بمعدل الفائدة ليبور كعامل مهدد لسلامة المؤتمر العالمي التاسع لاقتصاد والتمويل الإسلامي المنعقد في اسطنبول ٩-١١ / ٢٠١٣ م .

- محمد بن إسماعيل الصنعاني، سبل السلام ط (بدون) (بيروت: المكتبة العصرية: ١٤١٢ هـ / ١٩٩٢ م) .

محمد تقى العثماني، الصكوك وتطبيقاتها المعاصرة، بحث مقدم إلى الدورة التاسعة عشرة للمجمع الفقهي لمنظمة المؤتمر الإسلامي المنعقد بإمارة الشارقة بالإمارات العربية المتحدة (١ - ٥ جمادى الثولة ١٤٣٠ هـ / ٢٦ - نيسان (إبريل) ٢٠٠٩ م) .

- معطي الله خير الدين وشرياق رفيق، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية الملتقى الدولي حول: مقومات تحقيق التنمية المستدامة (الجزائر: جامعة قالمه ٣ - ٤ ديسمبر ٢٠١٢) .

التقارير:

. البنك الدولي، التقرير السنوي الحادي عشر عن التنمية، الطبعة العربية (القاهرة: مركز الأهرام

لترجمة والنشر، ١٩٨٨) ص ٣٦- ٣٧

المصادر والمراجع باللغة الإنجليزية .

- Mike buckle and John Thompsan , The UK Financial system second Edition (British: -- Bidd(le)st Ltd, cuildford and kings Lynn, 1995).

OXFORD UNIVERISTY , A Dictionary of finance First edition (British: Biddles ltd 1993)

- Stanley Fischer, Rudiger Dornbusch and Richarr Schmalensee, Economics, Second Edition, (Singapore : 1988).

Reports

International Islamic financial market ,Report sukuk : A comprehensive study of the global sukuk market 5th edition From : WWW.Ilfm.net



جامعة الناصر

AL-NASSER UNIVERSITY