

# نشرة صندوق النقد الدولي

الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية

## التمويل الإسلامي يشهد توسعا سريعا

بقلم آندي جويست، وبيتر كونزيل، وبول ميلز، وأمادو سي  
إدارة النظم المالية وأسواق رأس المال بصندوق النقد الدولي

19 سبتمبر 2007



مسجد في أبو ظبي: دول مجلس التعاون الخليجي أصبحت مركزا لتداول الأوراق المالية الإسلامية (الصورة: Karim Sahib/AFP)

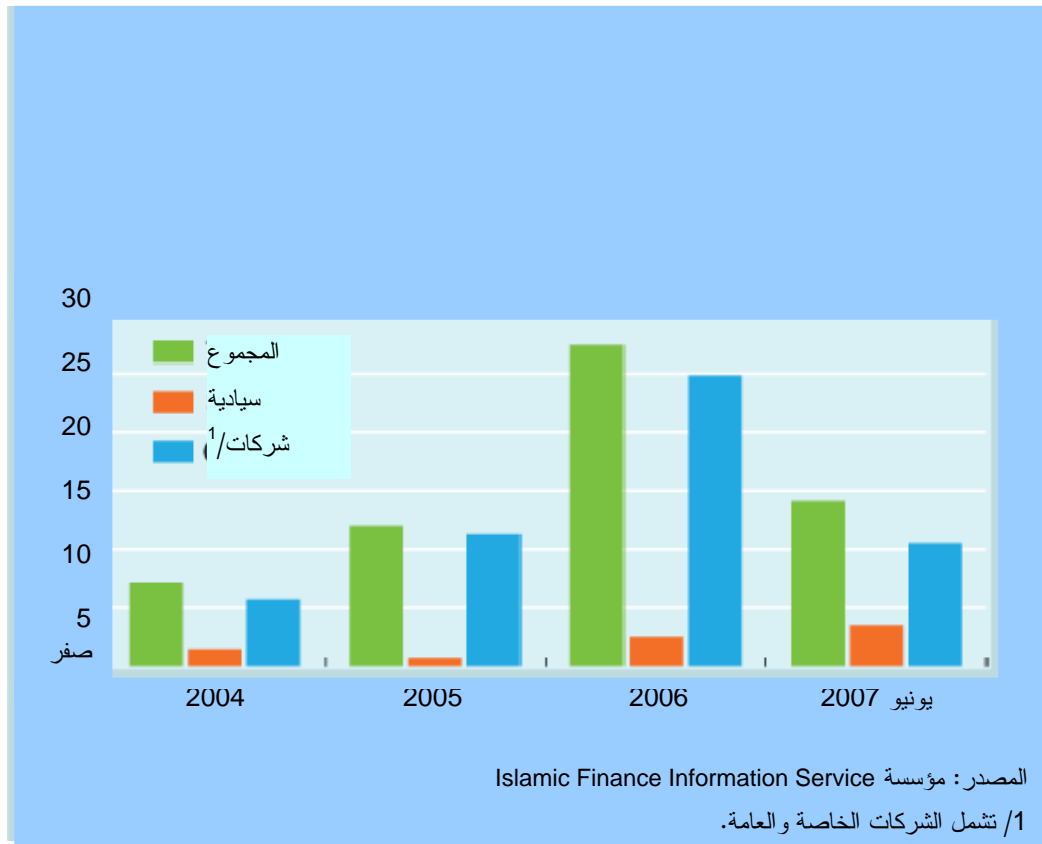
- إصدارات الأوراق المالية (الصكوك) الإسلامية زادت أربعة أضعاف حتى بلغت قيمتها 27 مليار دولار أمريكي خلال الفترة 2004-2006
- التعامل في الصكوك لتنويع قاعدة المستثمرين وتعميق أسواق رأس المال المحلية
- تنسيق المعايير والممارسات سوف يزيد الإقبال على الصكوك

### "المؤسسات المالية الإسلامية

تشهد توسعا سريعا"

بفضل الطفرة النفطية الجارية، أُغرقت المؤسسات المالية الإسلامية بفيض وافر من السيولة وبدأت تسعى لتوظيف رأسمالها الفائض في استثمارات تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية. وقد صدرت مجموعة من المقالات إضافة إلى شريط فيديو لتسليط الضوء على بحوث الصندوق في هذا المجال.

تشهد سوق الأدوات المالية الإسلامية رواجاً واسعاً في وقتنا الراهن. ونظراً لفيض السيولة الذي أُغرقت به المؤسسات المالية الإسلامية بفضل الطفرة النفطية الجارية، تسعى هذه المؤسسات سعياً متزايداً إلى العثور على فرص لتوظيف رأسمالها الفائض في استثمارات تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية. وبالمثل، هناك إقبال متزايد من صناديق التحوط ومؤسسات الاستثمار التقليدي على الأوراق المالية الإسلامية سعياً لزيادة العائد وتنويع الاستثمارات. وأدى ذلك إلى طفرة في معاملات التوريق الإسلامي تمخضت عن زيادة إصدارات *الصكوك* (أي الأوراق المالية غير الربوية القائمة على المبادئ الإسلامية) بمقدار أربعة أضعاف من 7.2 مليار دولار في عام 2004 إلى 27 مليار دولار في عام 2006 (انظر الرسم البياني 1).



### الاستمساك بالمبادئ

من بين أشكال التوريق المختلفة في التمويل الإسلامي، أكثرها شيوعاً هو ما يعرف باسم *الصكوك*. وتعمل هذه الأدوات المالية على نحو شبيه بالأوراق المالية التقليدية المضمونة بأصول ولكنها مهيكلة بما يتلاءم مع مبادئ التمويل الإسلامي التي تحظر أحكامها تلقي الفوائد ودفعها وتنص على وجوب أن يكون الدخل في شكل أرباح تتحقق من عمل يتم فيه اقتسام المخاطر وليس في شكل عائد مضمون. ومن هذا المنطلق، تتطلب المبادئ

الإسلامية أن يكون مستثمر *الصكوك* مالكا للأصل الأساسي عن طريق أحد الكيانات الاستثمارية ذات الغرض الخاص، على أن يتولى هذا الكيان تمويل المدفوعات المستحقة للمستثمرين من عائد الاستثمار المباشر في نشاط اقتصادي حقيقي يجيزه الشرع.

ورغم أن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات الإسلامية أقرت 14 نوعا من *الصكوك*، فإن هيكل هذه *الصكوك* يعتمد على شكل واحد من الأشكال الثلاثة المشروعة في التمويل الإسلامي، وهي *المرابحة* (سندات الدين المخلقة/أوامر الشراء) و*المشاركة/المضاربة* (ترتيبات اقتسام الأرباح) و*الإجارة* (البيع وإعادة التأجير)، أو مزيج مما سبق. ويصور الرسم البياني 2 مثلا بسيطا لمثل هذا النوع من التوريق – وهو في هذه الحالة *الإجارة* التي ترتبط في العادة بمشاريع التأجير (غالبا للمعدات أو العقارات). وبموجب هذا الترتيب، يقوم مُصدِر الأصول ببيعها لأحد الكيانات الاستثمارية ذات الغرض الخاص ثم يعيد استئجارها لمدة المشروع.



وعندما يحل موعد استحقاق *الصكوك*، يعيد الملتزم شراء الأصل المعني. وقد أسهم قبول هذه الهياكل الاستثمارية الإسلامية إسهاما كبيرا في تطور أسواق رأس المال المحلية.

## الأطراف الكبرى

تركزت إصدارات الصكوك في أجزاء من آسيا وفي دول مجلس التعاون الخليجي – الإمارات العربية المتحدة، والبحرين، وعمان، وقطر، والكويت، المملكة العربية السعودية. وقد تيسر تطوير سوق الصكوك في هذه البلدان بفضل الزيادة الكبيرة والمستمرة في الإصدارات القياسية السيادية (التي ازدادت بنسبة 40% في الشهور الأولى من عام 2007 مقارنة بعام 2006 ككل). ومن حيث القيمة، ينشأ حوالي نصف هذه الإصدارات في آسيا (لا سيما ماليزيا وكذلك بروناي) والنصف الآخر في دول مجلس التعاون الخليجي.

وقد حدث توسع سريع أيضا في إصدارات الشركات – العامة والخاصة – التي ازدادت بمعدل الضعف بين 2004-2005 [من 5.7 مليار دولار إلى 11.3 مليار] و 2005-2006 [من 11.3 مليار دولار إلى 24.8 مليار دولار]. وأصدرت آسيا (وخاصة ماليزيا) معظم صكوك الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في عام 2004 (ما يقرب من 90%)، كما حدثت زيادة سريعة في إصدارات الصكوك في دول مجلس التعاون الخليجي وأصبحت تمثل الآن ما يقرب من نصف مجموع الإصدارات المطروحة في السوق.

وكثير من إصدارات الشركات – لا سيما الكبرى – هي إصدارات شبه سيادية ومن ثم ينظر إليها على أنها مشمولة بضمان سيادي ضمني. ولذلك، فعلى الرغم من ارتباط جميع هذه الإصدارات بأصل أساسي، فقد يكون السبب الرئيسي في إقبال المستثمرين هو الطابع السيادي الذي تتسم به المخاطر. ويساعد ذلك أيضا في تفسير الإصدارات الناجحة واسعة النطاق التي طرحت في السنوات الأخيرة، ومنها إصداران في دبي بقيمة 3.5 مليار دولار في عام 2006. وفي الوقت الراهن، يصدر أكثر من 40% من مجموع الصكوك العالمية عن أكبر خمسة جهات للإصدار، ومنها الحكومة الماليزية و Nucleus Avenue الماليزية ونخيل للتطوير العقاري الإماراتية.

"نظرا لعدم استخدام التوريق التقليدي في كثير من البلدان الإسلامية، سوف يظل إصدار الصكوك من الخيارات المفضلة لتمويل المنتجات المهيكلّة في هذه الأسواق"

ورغم أن الطلب الحالي قد يتضمن عنصرا دوريا ناشئا عن ارتفاع الإيرادات النفطية في دول مجلس التعاون الخليجي، فإن هذا الطلب يأتي مكملا لاتجاه سعودي طويل الأجل في الطلب على الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية من المؤسسات الاستثمارية الإسلامية. ونظرا لعدم استخدام التوريق التقليدي في كثير من

البلدان الإسلامية، فسوف يظل إصدار *الصكوك* من الخيارات المفضلة لتمويل المنتجات المهيكلية في هذه الأسواق. وإضافة إلى ذلك، بدأت صناديق التحوط ومؤسسات الاستثمار التقليدي في حيازة *الصكوك* إما لأغراض زيادة العائد أو تنويع النشاط.

وكانت الطلب على *الصكوك* محدودا خارج آسيا ومجلس التعاون الخليجي، ولكن الإقبال عليها بدأ يرتفع باطراد. وكانت ولاية ساكسوني-أنهالت الألمانية أول ملتزم سيادي يصدر *صكا* إسلاميا في بلد غير مسلم، وقد صدر العديد من *صكوك* الشركات في المملكة المتحدة والولايات المتحدة الأمريكية خلال السنوات الأخيرة. وبالمثل، أصدر البنك الدولي في عام 2005 أول *صكوك* مقومة بعملة محلية قيمتها 760 مليون رينغيت ماليزي (200 مليون دولار أمريكي).

### فرص النمو

لا يزال المستوى الحالي لإصدار *الصكوك* يمثل نسبة بسيطة من إصدار السندات التقليدية أو الأوراق المالية المضمونة بأصول في الاقتصادات الصاعدة. ولكن عددا متناميا من البلدان يفكر في دخول سوق *الصكوك* الإسلامية لتنويع قاعدة المستثمرين وتعميق أسواق رأس المال المحلية.

وفي هذا السياق، يستقبل صندوق النقد الدولي عددا متزايدا من طلبات المشورة الفنية في إطار عمله الموسع بشأن إدارة مخاطر الالتزامات السيادية وتطوير أسواق رأس المال، وقد قدم المشورة بالفعل لعدد من البلدان الأعضاء بشأن إصدار *الصكوك* كبديل لأدوات التمويل الأكثر تقليدية. ومن المتوقع أن يزداد التوسع في سوق *الصكوك* مع ارتفاع الطلب وتوحيد معايير الأوراق المالية الإسلامية. وطبقا لآخر التقارير عن حالة الأسواق، يُتوقع أن تصدر الحكومات والشركات *صكوكا* إسلامية بقيمة تتجاوز 30 مليار دولار سنويا على مدى السنوات الثلاثة القادمة، وهو ما ينتظر أن يصل بحجم السوق إلى أكثر من 150 مليار دولار أمريكي.

### تخطي العقبات

بالرغم من الإمكانيات الكبيرة التي تتمتع بها سوق *الصكوك*، كأى سوق ناشئة للأوراق المالية، فلا يزال أمامها عدد من التحديات الاقتصادية والقانونية والتنظيمية، بغض النظر عن التوافق مع أحكام الشريعة. ومن هذه التحديات تبديل السمات الهيكلية المعتادة في الأوراق المالية التقليدية، مثل تعزيز الائتمان، والتي لا تجيزها التعاقدات في السياق الإسلامي؛ والغموض القانوني الناشئ عن ضرورة الالتزام بالقانون التجاري وأحكام

الشريعة في هيكل المعاملات، ولا سيما في البلدان غير الإسلامية؛ والفروق التنظيمية بين الأجهزة التنظيمية في البلدان المختلفة.

وهناك جهود جارية لتيسير تنسيق المعايير والممارسات – لا سيما جهود هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات الإسلامية، والسوق المالية الإسلامية الدولية، ومجلس الخدمات المالية الإسلامية – ومن شأنها المساعدة على تجاوز بعض آلام المخاض المصاحبة لنشأة هذه السوق.