

إدراج الصكوك الإسلامية في البورصات العالمية: الأهداف والنتائج

د. حاتم الحبيب غومة

أستاذ مشارك، جامعة سانت فرانسيس إكزافيير، كندا

المدير التنفيذي لشركة غولديناريوس

لا يكاد يختلف إثنان في أنّ الصكوك الإسلامية تُعدُّ من أكثر العقود الإسلامية شيوعاً. ولذلك كُتبت عنها العديد من المقالات البحثية والصحفية ونُظمت من أجلها العديد من المؤتمرات العلمية والورشات التقنية، ولكن رغم ذلك تبقى من الأوراق المالية الأقلّ فهماً والأكثر تعقيداً وغموضاً بالنسبة للكثير من المهتمين وأهل التخصص فضلاً عن الناس العاديين. ولعلّ من أبرز أسباب هذا الغموض، قلة الإلمام بالجوانب التقنية لهذه الورقة المالية. فمنّا من يجزم بأنها أداة دين لا غير، لا تختلف عن السندات التقليدية. ومنّا من يُنزّها عن تلك المنزلة فيجعل منها الحلّ لكل مشكلة تمويلية، والمحضّر لكل انكماش تمويّ. وبين هذا وذاك تكمن آراء عديدة يغلب عليها التحفظ والخوف من خوض غمار تجربة إصدار صكوك أو حتى الاستثمار فيها.

نتناول في هذا البحث جانبا من الجوانب التقنية للصكوك الإسلامية التي قلّما خاض فيه الخبراء، وهو إدراج الصكوك في الأسواق المالية العالمية. وسنستعرض خلال بحثنا هذا تعريف الإدراج أولاً ثمّ نعرّج لاستعراض أهمّ غاياته وأهدافه والأسباب الحقيقية التي تدفع مصدري الصكوك إلى إدراجها خاصّة في البورصات العالمية. وسنناقش بعدها واقع إدراج الصكوك في الأسواق العالمية ونستعرض طبيعة وخصائص الأسواق التي تُدرج فيها الصكوك عادة. ثمّ نحلّل كيفية تعامل البورصات العالمية مع الصكوك المدرجة لنرى إلى أيّ مدى تراعي هذه البورصات الخصائص الشرعية للصكوك الإسلامية. وأخيراً يستعرض البحث بعض النصائح والمقترحات التي من شأنها أن ترتقي بالممارسات العملية لإدراج الصكوك إلى مستوى يجعلها أكثر توافقاً مع أحكام الشريعة الإسلامية.

الإدراج: تعريفه والمزايا المرجوة منه

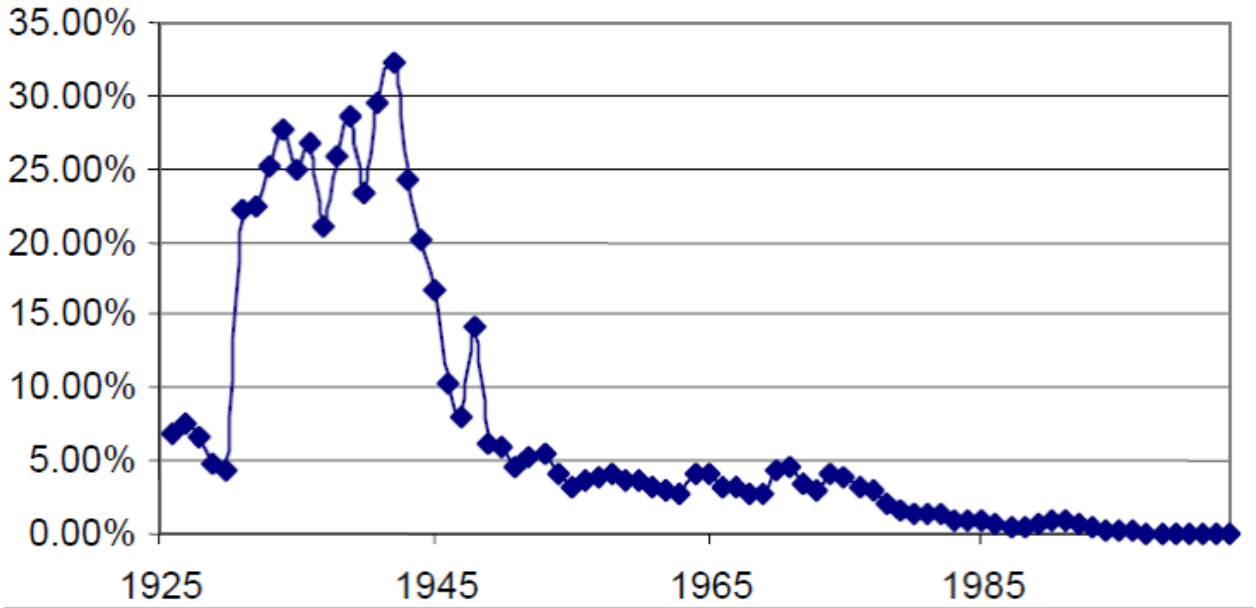
يُعرّف الإدراج تقنياً بأنه عملية تسجيل ورقة مالية لدى هيئة رقابية تُمّ سوق مالية لتكون بذلك قابلة للتداول بين المستثمرين في بلد معين وعلى منصّة السوق. ومصطلح الإدراج هو أكثر شيوعاً واستعمالاً بالنسبة للأسهم (على عكس السندات وسنوضّح سبب ذلك لاحقاً) حيث أنّ الشركات، وعند بلوغها مستوى معين من النمو،

يتم إدراجها في البورصة لرفع رأس مال الشركة ويمكن على إثر ذلك لعموم المستثمرين أن يصبحوا مساهمين بمجرد اكتتابهم وشراؤهم لأسهم الشركة. ويلاحظ اختلاف عملية الإدراج من حيث التعقيد والتكلفة والوقت الذي تستغرقه حسب البلد، والسوق المالية، والهيئة الرقابية، وطبيعة الورقة المالية، إلخ.

ولإدراج الأوراق المالية في الأسواق مزايا عدة لعل من أبرزها التسعير أو اكتشاف الأسعار / إنتاج الأسعار (ما يُعبّر عنه باللغة الأنكليزية بمصطلح **Price Discovery**). حيث تُمثّل منصّات التداول في البورصات المالية مكانا مثالياً لاستقبال عروض البيع والشراء من المشاركين في السوق لغرض تداول الورقة المالية ومن ثمّ الاتفاق على سعر مُحدّد يقبله المستثمرون لشراء أو بيع الورقة. والنتيجة الحتمية لهذه العملية هو تسعير الورقة المالية (اكتشاف الأسعار / إنتاج الأسعار).

بالإضافة إلى مزية التسعير، هناك مزايا أخرى قيّمة للإدراج نذكر منها على سبيل المثال توسيع قاعدة المستثمرين، والقدرة على تعبئة موارد مالية إضافية من المستثمرين مباشرة من خلال إصدارات جديدة بأقل تكلفة، وخلق سوق ثانوية نشطة يمكن للمستثمرين من خلالها تداول الورقة المالية (السيولة)، وإمكانية تقديم برامج الخيارات على الأسهم للموظفين بالنسبة للأسهم (**stock option plans**)، وإمكانية تقديم الأوراق المالية المدرجة كوسيلة دفع عند الاستحواذ على شركات أخرى (بالنسبة للأسهم)، هذا بالإضافة إلى مزية التعريف بالشركة حيث يُعزز الإدراج مصداقية المُصدر ويحسن سمعته لدى المستثمرين.

ذكرنا سابقاً أنّ مصطلح الإدراج هو مصطلح يخصّ بالأساس الأسهم وليس السندات التقليدية الربوية أو ما شابهها من أوراق مالية أخرى. حيث تُشير دراسة أجراها بنك التسوية الدولي مؤخراً (**Nagel 2018**)، ص (١٣) إلى أن حجم تداول سندات الشركات على جميع منصّات التداول الإلكترونيّة ذات سجلّات الأوامر المحدّدة (**Limit Order Books**) لا تتجاوز ٥٪ من حجم التداول الإجمالي على هذه المنصّات. كما يبيّن الرسم البياني التالي تداول السندات في بورصة نيويورك كنسبةٍ معوية من تداول الأسهم منذ سنة ١٩٢٥م. يبدو جلياً أنّ هذه النسبة في تناقص مستمر حتّى أنّها تكاد تبلغ الصفر في السنوات الأخيرة.



المصدر: بورصة نيويورك (NYSE) – (2018) Biais and Green

يبدو هذا الأمر (صغر حجم السندات المدرجة، أو بالأحرى عزوف مصدري السندات التقليدية عن إدراجها) غريباً للوهلة الأولى خاصة إذا ما أخذنا في الإعتبار ضخامة حجم سوق السندات العالمي مقارنة بحجم سوق الأسهم العالمي. فقد بلغ حجم سوق السندات في العالم حسب تقرير **SIFMA FACT BOOK** لسنة 2018 أكثر من 100 ترليون دولار أمريكي مقارنة بحوالي 85 ترليون بالنسبة لحجم سوق الأسهم. كما يبدو الفرق شاسعاً أيضاً إذا نظرنا إلى إجمالي الإصدارات لسنة 2017 حيث فاقت 21 ترليون دولار بالنسبة للسندات ولم تتجاوز 721 مليار دولار فقط بالنسبة للأسهم. فما السبب في أنّ الأغلبية الساحقة من السندات (وعلى عكس الأسهم رغم ضخامة حجم سوقها) لا يتم إدراجها في الأسواق المالية على الرغم من ضخامة عدد مصدريها وسمعتهم؟

قبل أن نجيب عن سؤالنا هذا، يجب أن نشير إلى أنّ عدم (شروع) إدراج السندات في الأسواق المالية لا يعني بتاتا غياب السيولة أو انعدام تداول هذه الأوراق في أسواق ثانوية. بل يتم تداول هذه السندات (أو جلّها) في إطار صفقات غير منظّمة خارج البورصة وهو ما يعبر عنه باللغة الأنكليزية بمصطلح **Over The Counter**.

ولمعرفة سبب عزوف مصدري السندات التقليدية عن إدراجها في الأسواق المالية، يتوجّب علينا أولاً العودة والتوقف لبرهة عند الهدف الأوّل وراء إدراج الورقة المالية والذي أسلفنا ذكره وهو التسعير (**Price Discovery**)، أي العملية التي ينتج عنها إيجاد سعر يقبله البائع والمشتري لتداول سلعة أو ورقة مالية

معيّنة. توجد عوامل كثيرة تؤثر في عملية اكتشاف الأسعار بطريقة مباشرة أو غير مباشرة. من تلك العوامل نذكر مثلا حجم العرض والطلب، والمناخ الإقتصادي، والإجتماعي، والسياسي، ونفسية المستثمرين، ومدى قابليتهم للمخاطرة، إلخ. فلايجاد سعر التداول في السوق لورقة مالية ما (اكتشاف السعر)، تركز هذه النظرية على التوقع أو التكهن بأهم مدخلات نموذج تقييم (Valuation Model) يتم اختياره لغرض التسعير، بالإضافة إلى أي عامل آخر يمكنه أن يؤثر على تلك المدخلات. على سبيل المثال، يلجأ خبراء المالية غالبا لنموذج التدفق النقدي المخصوم (Discounted Cash Flow) لتقييم الأوراق المالية. بطريقة مبسطة، يكتب نموذج التدفق النقدي المخصوم هكذا:

$$DCF = \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \frac{CF_3}{(1+r)^3} \dots \dots \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n}$$

تدفقات نقدية مستقبلية للورقة المالية
معدل الخصم وهو معدل الربح المطلوب

$CF =$ التدفق النقدي
 $r =$ معدل الخصم (تكلفة رأس المال)

فلتقييم سهم شركة معيّنة، يتوجب على المحلل المالي التكهن بالتدفقات النقدية المستقبلية (CF) وكذلك بمعدل الخصم (r). بالنسبة للأسهم، يحتاج هذا النموذج لسوق مال فعال أين تتشابك معلومات اقتصادية ومالية من مصادر متنوعة وتتقاطع فيه تكهنات وآراء مختلفة من عدة مستثمرين تساعد على تحديد توقعات الأرباح الموزعة، وتوقعات قيمة السهم المستقبلية، بالإضافة إلى توقعات قيمة رأس المال (معدل الخصم).

لو طبقنا هذا النموذج على السندات التقليدية لوجدنا أنّ الحاجة إلى منصّة للتداول ليست ملحّة أو على الأقل ليست بنفس الأهمية كما هو الحال بالنسبة للأسهم. والسبب وراء ذلك هو أنّه بالنسبة للسندات، تكون الفوائد الموزعة ورأس المال في أغلب الأحيان معروفة مسبقا، ممّا يسهّل عملية التسعير ويجعل من إدراج السند في بورصة للتداول أمرا أقل أهمية.

بالإضافة إلى سهولة تسعير السندات مقارنة بالأسهم، هناك سبب ثان رئيس لعدم إدراج معظم السندات في أسواق مالية. يتلخّص هذا السبب في كبر حجم هذه السوق الذي يفوق بكثير القدرات التنظيمية واللوجستية لأعنى الأسواق العالمية، حيث يمثّل تنوع السندات (إصدارات بأحجام مختلفة، وعملات مختلفة، وبتواريخ

استحقاق مختلفة، الخ) أكبر عائق لإدراج كلّ السندات. هذا على عكس الأسهم، حيث أنّ أغلبية الشركات لها سهم واحد لا يتغيّر. لنأخذ مثالا بسيطا على ذلك. بنهاية سنة ٢٠١٧ بلغ عدد الشركات المدرجة في بورصة اليابان حوالي ٣٦٠٤ شركة. فلو أنّ كل شركة من هذه الشركات تصدر بضع إصدارات من السندات سنويًا، بالإضافة إلى إمكانية أن تصدر الحكومات والولايات والبلديات في اليابان سندات وتدرجها في بورصة اليابان، فإنّ لنا أن نتصور صعوبة تعامل بورصة اليابان مع هذا الأمر من الناحية اللوجستية. هذا بالإضافة إلى صعوبة تعامل المستثمر واستيعابه لهذا الكم الهائل من الأوراق المالية ممّا سيسبب التباسا كبيرا يُصعب عليه أخذ قرارات ناجعة.

ولسائل أن يسأل، حيث وصلنا إلى هذا المستوى من التحليل، ما علاقة الصكوك الإسلامية بكل هذا؟ أليست الصكوك الإسلامية "وثائق متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في ملكية موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص" (حسب تعريف هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية - الأيوبي). ألا يجعلها هذا في المحمل أشبه بالأسهم منها بالسندات؟ لن يتردّد أحد بالإجابة "بنعم" لو اقتصرنا على المستوى النظري لهذا التعريف. أمّا على أرض الواقع فالأمر فيه نظر حيث نعلم يقينا أنّ التطبيقات العمليّة في أسواق الصكوك الإسلامية تجعل الكثير من الإصدارات الحاليّة للصكوك، وللأسف، ليست سوى محاكاة لسندات الدين التقليدية. ففي السوق الثانويّة، لا توجد فروق فيما يتعلق بأحكام وطرق تداول الصكوك مقارنة بالسندات التقليدية حيث يتم استعمال نفس الوسطاء (Market Makers / Dealers)، كما يُستعمل نفس مصطلح العائد الثابت ومصطلح القيمة الإسميّة الثابتة للورقة المالية (Principal & Coupon)، بالإضافة إلى الإستعانة بنفس معايير تقييم الأداء السوقي على غرار نسبة التحدّب ومدى حساسية السعر لتغيّر أسعار الفائدة (Duration & Convexity) وهي معايير تُستعمل بالأساس في تقييم أداء السندات التقليدية. كما يتم أيضا اللجوء إلى نفس المرجعيّة الربحيّة لمقارنة الأداء (نفس منحني عائد السندات المصدر سابقا).

طبعًا لا نختلف في أنّه ومن منظور شرعيّ ونظريّ بحث، يُعدّ هذا إخلالا كبيرا وإجحافا في حقّ الصكوك. حيث ينتج عن هذا إختزال لثراء هياكل الصكوك المختلفة ويُقرّم مختلف هذه الهياكل في هيكل واحد يتلخّص في أنّه يدُرّ عائدا ثابتا ويضمن رأس مال المستثمر. ولكن ما نريد أن نخلص إليه هنا هو أنّه من الناحية التقنيّة، وخاصّة خارج حدود الدول الإسلامية، لا يرى المستثمر فرقا بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية. وهنا

يبرز سؤال محوريّ: بما أنّ الصكوك تُعامل معاملة السندات التقليدية، ونظراً لعزوف مصدري السندات التقليدية عن إدراجها في أسواق مالية حسب ما ذكرنا سابقاً، لماذا كلّ هذا الزخم حول إدراج الصكوك؟ بل لماذا تُدرج الصكوك من الأساس إذا كانت في أغلبها محاكاة لسندات تقليدية لا جدوى كبيرة في إدراجها؟ هنا تبدو المفارقة الكبيرة التي قلّ الحديث عنها والتي اختلفت فيها الصكوك عن السندات الربويّة اختلافاً لا تُخطئه عين. فرغم أنّ الصكوك تُعامل (تقنياً) معاملة السندات كما أسلفنا، إلا أنّ جلّ الصكوك (على عكس السندات)، خاصة تلك التي تستهدف مستثمرين أجنبياً، يتمّ إدراجها في بورصات عالمية. فما السبب وراء ذلك؟ ولماذا تختلف الصكوك عن السندات (من الناحية التقنية) في الإدراج فحسب؟

يبين الجدول التالي عدد ونسبة الصكوك (بالدولار الأمريكي) المُدرجة في الأسواق المالية حسب قاعدة بيانات رويترز بتاريخ ٢٣ مارس ٢٠١٩.

النسبة	
94.2%	الصكوك المدرجة
5.8%	الصكوك الغير مدرجة
100.0%	الإجمالي

(بيانات مجمّعة من تمصون رويترز بتاريخ ٢٣ مارس ٢٠١٩)

يبدو جلياً أنّ السواد الأعظم (٩٤.٢٪) من الصكوك المُصدّرة بالدولار الأمريكي يتمّ إدراجها في بورصات عالمية. بل إنّ نسبة تكاد تصل إلى نصف هذه الصكوك يتمّ إدراجها في أكثر من بورصة عالمية كما يبين ذلك الجدول التالي:

النسبة	
56.9%	صكوك أحادية الإدراج
33.8%	صكوك ثنائية الإدراج
9.2%	صكوك ثلاثية الإدراج
100.0%	الإجمالي

(بيانات مجمّعة من تمصون رويترز بتاريخ ٢٣ مارس ٢٠١٩)

لماذا تُدرج الصكوك في الأسواق العالمية؟

قبل أن نمضى قدما ونخوض في حيثيات وخصائص إدراج الصكوك، تجدر الإشارة إلى أنّ هذه الظاهرة ليست غريبة عند خبراء الاقتصاد والمال، حيث أنّ مصطلح الصكوك يبقى مصطلحا جديدا نسبيا ودخيل نوعا ما على ما تعارف عليه المستثمرون (لا سيما في البلدان الغير إسلامية). كما أنّ هذه الظاهرة ليست جديدة ولا حكرا على مصطلح الصكوك وحده، حيث أنّ السندات التقليدية كانت في بدايتها تُدرج في الأسواق المالية. غير أنّه ومع زيادة حجم السوق وتنوع وتنامي نسق الإصدارات، بدأ منذ ثلاثينيات القرن الماضي تراجع إدراجها في الأسواق مقابل زيادة تداولها خارج الأسواق المنظمة. فيكون بذلك السبب الرئيس وراء إدراج السندات هو التعريف بها لا غير. ودليل ذلك أنّه مع مرور الزمن اكتسبت السندات التقليدية شهرة كبيرة لدى المستثمرين فصار الإدراج شيئا ثانويا لا يضيف الكثير للورقة.

وعلى غرار الصكوك، يمكننا أيضا ملاحظة الظاهرة بعينها لدى أغلب السندات الخضراء (Green Bonds) عند ظهورها مع أواخر العشريّة الأولى من هذه الألفيّة. حيث برز هذا المصطلح الجديد إلى الأسواق المالية سنة ٢٠٠٧ تقريبا ولم يكن مألوفا حينها، ممّا دفع بمصدري تلك الأوراق إلى إدراجها في أسواق مالية للتعريف بها. فحسب تقرير **Climate Bonds Initiative** لشهر فبراير ٢٠١٧، فإنّ ٧٢٪ من السندات الخضراء المتداولة نهاية ٢٠١٦ (تقدّر قيمتها بحوالي ١٣٠ مليار دولار) مُدرجة في بورصات عالمية أهمّها بورصة لوكسمبورغ.

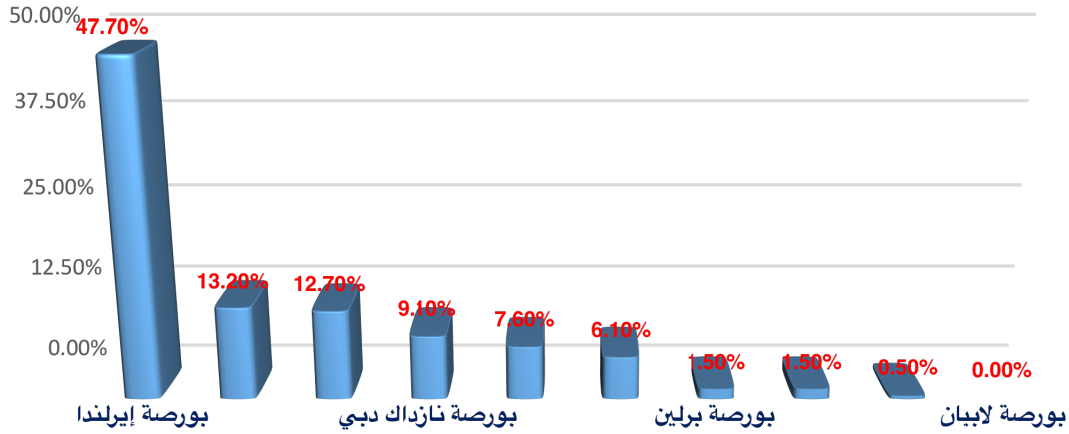
هكذا يبدو أنّ السبب وراء إدراج الصكوك في الأسواق المالية هو بالأساس التعريف بهذه الورقة المالية وليس خلق أو البحث عن سوق ثانويّة نشطة للمستثمرين، لأنّ حجم التبادل في السوق الثانويّة يبقى ضعيفا جدّا. فحسب التقرير الشهري لبورصة لندن لشهر يناير ٢٠١٩، فإنّ حجم التداول اليومي (على منصة التداول لبورصة لندن) للأوراق المالية التي تمثّل دينا (من ضمنها الصكوك) لم يتجاوز ٠.٢ مليون جنيه إسترليني لسنة ٢٠١٨ (مقارنة بأكثر من ٥ مليار جنيه بالنسبة للأسهم).

طبيعة الأسواق التي تُدرج فيها الصكوك

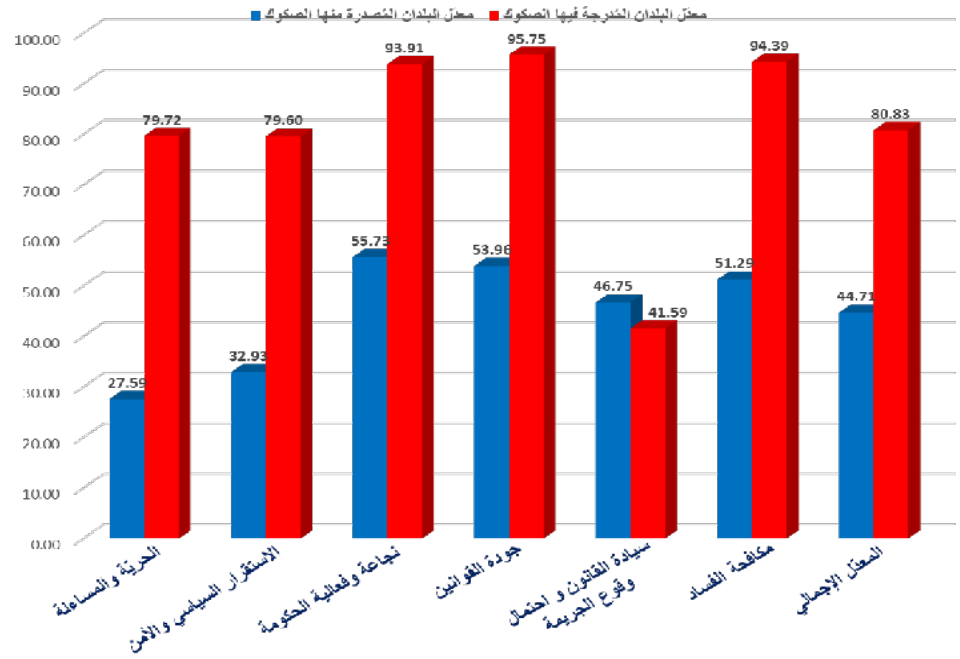
عرفنا الآن السبب الحقيقي وراء إدراج الصكوك في البورصات العالمية وهو أساسا التعريف بها لدى المستثمرين لاسيما في البلدان غير المسلمة والأقل تعرضا لصناعة المالية الإسلامية. لنرى الآن إن كان للبلدان والأسواق التي تُدرج فيها الصكوك خصائص تجعلها الوجهة المفضّلة للمُصدرين؟

يبين الرسم التالي البورصات العالمية الأكثر استقطاباً للصكوك الإسلامية المُصدرة بالدولار الأمريكي . تحتل بورصة إيرلندا المرتبة الأولى عالمياً حيث يتم إدراج حوالي ٤٨٪ من الصكوك أحادية الإدراج (المدرجة في سوق واحدة) بالدولار الأمريكي . تليها بورصة سنغافورة بنسبة ١٣.٢٠٪ ثم بورصة لندن بنسبة ١٢.٧٪ .

نسبة الإدراج حسب السوق باعتبار الإدراجات الأحادية فقط



لنستعرض الآن أهم خصائص هذه الأسواق التي تجعلها الوجهة المفضلة لمُصدري الصكوك . وسنبداً بخصائص الحوكمة للبلدان التي يتم فيها إدراج الصكوك ونقارنها بالبلدان التي تُصدر منها الصكوك . ونعني هنا بالبلد التي تُصدر منه الصكوك بلد الشركة أو الجهة المستفيدة من الإصدار وليس بلد الشركة ذات الغرض الخاص التي تُستعمل في الإصدار . وسنقارن المكونات الستة التي يُصدرها البنك الدولي لمقارنة الحوكمة الرشيدة بين الدول، وهذه المكونات هي (وتُعطى علامة من ٠ إلى ١٠٠ لكل صنف و١٠٠ هي أحسن علامة) : الحرية والمساءلة في البلد، والاستقرار السياسي والأمن في البلد، ونجاعة وفعالية الحكومة، وجودة القوانين، وسيادة القانون واحتمال وقوع الجريمة، وأخيراً مكافحة الفساد .



المصدر: بيانات مجمعة من البنك العالمي The Worldwide Governance Indicators, 2018

يبين الرسم أعلاه أنّ الدول التي يتمّ فيها إدراج الصكوك، هي بالدرجة الأولى دول ذات مستوى عال من الحوكمة الرشيدة ونجاعة القوانين (علامة إجمالية تقدر ب 80.83 من 100). وهذا ليس غريباً لأنّ المستثمر يبحث أولاً وبالأساس عن المناخ المناسب (الاقتصادي والسياسي والاجتماعي) الذي يمكنه من الاستثمار في بيئة يطمئن فيها على ممتلكاته. وهذا المناخ المناسب يتطلب قوانين ناجعة تحمي المستثمرين من أي خطر ممكن. وما يعزز هذا الاستنتاج أنّ جلّ الصكوك المُصدرة في الأسواق العالمية تخضع لقوانين أجنبية (وبالأخص القانون البريطاني).

بالإضافة إلى الحوكمة الرشيدة، يسعى المستثمر إلى الاستثمار في الأسواق المالية التي تمكنه من تداول الورقة المالية بيعاً وشراءً دون عناء (تقنية متطورة، سيولة عالية، شفافية، إلخ). من أجل ذلك، يسعى مصدر الصكوك الإسلامية إلى توفير أكثر عوامل النجاح لإصداراتهم وذلك بالتوجه إلى أسواق عالمية ذات سمعة كبيرة، وتاريخ عريق، وحجم تداول ضخم. فعلى سبيل المثال، تستحوذ كل من بورصة إيرلندا (المملوكة ل Euronex) وبورصة لندن وهونغ كونغ مجتمعة على حوالي 68% من الصكوك المُصدرة بالدولار والمدرجة في أسواق عالمية. وليس غريباً أن نرى هذه البورصات الثلاثة تُصنّف من بين أكبر عشر بورصات في العالم من ناحية حجم التداول وقيمة الموارد المالية المعبأة وكذلك من أقدم الأسواق في العالم (حسب ما هو مبين في ترتيب الإتحاد العالمي للبورصات World Federation of Exchanges).

هكذا يبدو أنّ الغاية الفعلية من إدراج الصكوك في البورصات العالمية ليس بالأساس اكتشاف أسعار **Price-Discovery** – وليس أيضا خلق سيولة لأنّ حجم تداول الصكوك في هذه البورصات هو أيضا ضعيف جدًا

كما هو الحال بالنسبة للسندات التقليدية. بل إنّ مزايا إدراج الصكوك في هذه الأسواق يتلخّص فيما يلي :

- من خلال إدراج الصكوك في بورصات عالمية، يقوم المصدر بإرسال رسالة للمستثمرين مفادها أنّه يتمتّع بصحة مالية وبشفافية عالية تجعله لا يخشى (بل ويقبل أن يخضع) لرقابة وتدقيق هذه البورصات ذوات اللوائح والقوانين الصارمة (حسب نظرية الإشارات – **Signaling Theory**). وتزداد فعالية هذا الأمر كلّما كان الفرق في الحوكمة الرشيدة بين دولة المصدر ودولة الإدراج شاسعا.
- يمكن للمصدر اكتساب شهرة وسمعة جيّدة حيث سيرتبط اسم شركة المصدر بالبورصة.
- على مستوى سوق الصكوك عموما: تساهم كثرة وكثافة الإدراجات في التعريف بهذه الورقة المالية، مما يسهّل عملية الترويج لإصدارات جديدة في المستقبل.

يندرج هذا النوع من الإدراج ضمن ما يُسمّى بالإدراج التقني (**Technical Listing**) للأوراق المالية. فعند الإدراج التقني، يطمح المصدر إلى الإنتفاع بمزايا أخرى غير المتعارف عليها للسوق المالية (غير التسعير والتداول) على غرار اكتساب الشهرة، ومنافع ضريبية، وغير ذلك.

تعامل البورصات العالمية مع الصكوك المدرجة

ذكرنا سابقا كيف يتم التعامل مع الصكوك في الأسواق الثانوية حيث تعتبر في الغالب أوراق دين تحاكي السندات التقليدية من حيث تسعيرها والتسويق لها. لنرى الآن كيف يتم الإدراج عملياً وهل تُعامل الأسواق العالمية الصكوك على أنّها مختلفة عن السندات أو مشابهة لها عند طلب الإدراج. ولبيان ذلك، سنأخذ الإدراج في بورصة لندن كمثال حيّ.

حسب الموقع الإلكتروني لبورصة لندن تمرّ عملية إدراج أي ورقة مالية بمرحلتين أساسيتين :

- خلال المرحلة الأولى، يتمّ التسجيل لدى (والحصول على موافقة) الوكالة البريطانية للإدراج (**UK Listing Authority**). حيث تقوم الوكالة بمراجعة نشرة الإصدار وغيرها من الوثائق المطلوبة، وعند قبولها لطلب المصدر، فإنّه يتمّ القبول رسمياً بالورقة المالية ويتمّ ضمّها إلى قائمة الأوراق المالية الرسمية المسموح لها بالتداول داخل بريطانيا (**The Official List**).

– أمّا في المرحلة الثانية، فيتقدّم المصدر بطلب منفصل لتداول الورقة المالية في بورصة لندن. تجدر الملاحظة إلى أنّ التداول الفعلي للورقة لا يتمّ إلا بعد إتمام المرحلة الثانية وأنّ المرحلة الأولى ليست هي ما يُعرف بالإدراج ببورصة لندن بل إنّها مجرد قبول من السلطات الرقابية بأن يُسمح للورقة المالية أن تُباع وتُشترى داخل حدود بريطانيا.

تُصنّف كلّ من الوكالة البريطانية للإدراج (خلال المرحلة الأولى) وبورصة لندن (خلال المرحلة الثانية) الصكوك الإسلامية على أنّها أوراق مالية تُمثّل ديناً على غرار السندات الربويّة. فلو بحثنا في موقع الوكالة البريطانية للإدراج وكذلك في موقع بورصة لندن عن أمثلة لإصدارات الصكوك فسنجد أنّ هذه الإصدارات مصنّفة على أنّها دين. كما أنّ استمارة طلب التداول ببورصة لندن (Form 1 – Application for Admission of Securities to Trading)، وتحديدًا الفقرة ٤٢ منها، تُصنّف الصكوك بصريح العبارة على أنّها دين.

الخلاصة ونظرة الباحث لجدوى إدراج الصكوك

واقع الحال يقول إنّ الصكوك الإسلامية تُعامل معاملة السندات في الأسواق العالمية. وعلى غرار السندات، فإنّ تداول الصكوك محدود جداً في الأسواق العالمية المنظّمة. وبذلك يكون إدراج الصكوك لا يعدو أن يكون إدراجاً تقنياً بحثاً ليس لغرض التداول والسيولة بل لهدف التعريف بهذا المنتج والتسويق له لدى مستثمرين جدد بالإضافة إلى تحسين سمعة المصدر.

على المدى البعيد، ومع تزايد وتيرة إصدارات الصكوك، وفي غياب تقنية جديدة تساعد البورصات على حُسن إدارة العدد الضخم والمتنوع لإصدارات الصكوك، سيصير سوق الصكوك إلى ما آلت إليه أسواق السندات وتصبح الصكوك قليلة الإدراج وتُتداول بالأساس في إطار صفقات غير منظّمة خارج البورصة (Over The Counter-OTC). وإلى أن يحين ذلك الوقت، تبقى المعضلة الكبيرة في نظرنا هي في كيفية تعامل أسواق الإدراج العالمية مع الصكوك الإسلامية حيث لا يستقيم أن تُباع الصكوك وتُشترى ويُسوَّق لها على أنّها سند يحاكي السند التقليدي في ضمان رأس المال والعائد. لا يقع اللوم على البورصات وحدها في هذا الأمر، بل على المُصدِّرين أن يسوّقوا للصكوك على أساس أنّها ورقة مالية مستقلّة. إذ أنّه من الطبيعي لبعض هياكل الصكوك أن تشبه السندات في بعض الحالات (حالة صكوك المرابحة والسلم مثلاً)، أو أن تشبه الأسهم أو وحدات المحافظ الإستثمارية (حالة صكوك المشاركة مثلاً). كلّ هذه التصنيفات معمول بها وتعترف بها

الهيكل الرقابية المعنية بالإدراج (مثل الوكالة البريطانية). فمن الضروري أن يقوم المصدر بهيكله الصكوك هيكله سليمة، ومن ثمّ التقدّم بطلب لإدراجها في خانة الأوراق المالية المناسبة لها بما يعكس طبيعة الهيكله الحقيقية لها (وليس ببساطة على أنّها سندات).

يمكن أيضا التفكير في إنشاء رقابة شرعية على تداول الصكوك على مستوى الأسواق، حيث أنّ السوق الثانويّة للصكوك، ورغم محدوديتها، تشهد تجاوزات شرعية على غرار البيع على المكشوف، والشراء باستعمال الهامش (الاقتراض)، وتداول الصكوك التي تمثّل ديونا، إلخ. هذا الأمر يصعب تحقيقه في الأسواق العالمية، ولكنّه ليس مستحيلا في الأسواق المحليّة أين يكون للسلطات الرقابية داخل الدولة دور ريادي في ذلك.

أخيرا، وفيما يخص إصدارات الحكومة من الصكوك على السوق المحليّة، يمكن التفكير في إنشاء منصّة تداول إلكترونيّة على غرار ما هو معمول به في بلدان أخرى (مثلا موقع TreasuryDirect لإصدارات سندات حكومة الولايات المتّحدة الأمريكيّة). وستمكن هذه المنصّة عامّة الناس، داخل البلد، من تداول الصكوك الحكومية مباشرة مما يخلق سوقا ثانويّة نشطة ينتفع منها المستثمرون وباقي الشركات والمؤسسات المالية. بالإضافة إلى ذلك، فإنّ هذه المنصّة ستكون تحت الرقابة المباشرة للحكومة التي يمكن لها أن تضمن توافق التداول مع أحكام الشريعة الإسلامية.