



ISLAMIC FINANCIAL SERVICES BOARD

مجلس الخدمات المالية الإسلامية

المبادئ الإرشادية رقم 8

بشأن تعميق أسواق رأس المال الإسلامي

15 ديسمبر 2022

نبذة موجزة عن مجلس الخدمات المالية الإسلامية

مجلس الخدمات المالية الإسلامية هو هيئة دولية تم افتتاحها رسمياً في الثالث من نوفمبر عام 2002 وبدأت أعمالها في العاشر من مارس عام 2003. ويهدف المجلس إلى وضع معايير لتطوير وتعزيز متانة صناعة الخدمات المالية الإسلامية واستقرارها، وذلك بإصدار معايير احترازية ومبادئ إرشادية لهذه الصناعة التي تضم بصفة عامة قطاعات المصرفية، وأسواق رأس المال، والتكافل (التأمين الإسلامي). إن المعايير التي يعلها مجلس الخدمات المالية الإسلامية تتبع إجراءات مفصّلة، تم وصفها في وثيقة "إرشادات وإجراءات إعداد المعايير والمبادئ الإرشادية" والتي تشمل من بين أشياء أخرى، إصدار مسودة مشروع، وعقد ورش عمل، وفي حالة الضرورة، عقد جلسات استماع. كما يعد مجلس الخدمات المالية الإسلامية أبحاثاً تتعلق بهذه الصناعة، وينظم ندوات ومؤتمرات علمية للسلطات الرقابية وأصحاب الاهتمام بهذه الصناعة. ولتحقيق ذلك، يعمل مجلس الخدمات المالية الإسلامية مع مؤسسات دولية، وإقليمية، ووطنية ذات صلة، ومراكز أبحاث، ومعاهد تعليمية، ومؤسسات عاملة في هذه الصناعة.

لمزيد من المعلومات يرجى زيارة موقع مجلس الخدمات المالية الإسلامية: www.ifsb.org

المجلس الأعلى لخدمات المالية الإسلامية

الرئيس

معالي السيد/ جميل أحمد - بنك باكستان المركزي

نائب الرئيس

معالي السيد/ جودوين إيميفيلي - بنك نيجيريا المركزي

الأعضاء*

معالي الدكتور/ محمد سليمان الجاسر	رئيس البنك الإسلامي للتنمية
معالي السيد/ رشيد محمد المعراج	محافظ مصرف البحرين المركزي
معالي السيد/ عبد الرؤوف التوكدر	محافظ بنك بنغلاديش المركزي
معالي السيدة/ رقية بدر	محافظ بنك بروناي دار السلام المركزي
معالي السيد/ أحمد عثمان علي	محافظ البنك المركزي الجيبوتي
معالي السيد/ حسن عبد الله	محافظ البنك المركزي المصري
معالي الدكتور/ بيري ورجيو	محافظ بنك إندونيسيا المركزي
معالي الدكتور/ عبد الناصر همتي	محافظ البنك المركزي للجمهورية الإسلامية الإيرانية
معالي السيد/ مصطفى غالب مخيف الكتاب	محافظ البنك المركزي العراقي
معالي الدكتور/ عادل الشركس	محافظ البنك المركزي الأردني
معالي السيدة/ مدينة أبيل كاسيموفا	رئيسة سلطة جمهورية كازاخستان لتنظيم السوق المالي
معالي السيد/ باسل أحمد الهارون	محافظ بنك الكويت المركزي
معالي السيد/ الصديق الكبير	محافظ مصرف ليبيا المركزي
معالي السيدة/ نور شمسية بنت محمد يونس	محافظ البنك المركزي الماليزي
معالي السيد/ محمد الأمين ولد الذهبي	محافظ البنك المركزي الموريتاني
معالي السيد/ هارفيش كومار سيغولام	محافظ بنك موريشيوس المركزي
معالي السيد/ عبد اللطيف الجوهري	والي بنك المغرب
معالي السيد/ طاهر بن سالم بن عبد الله العمري	الرئيس التنفيذي البنك المركزي العماني
سمو الشيخ/ بندر بن محمد بن سعود آل ثاني	محافظ مصرف قطر المركزي
معالي الدكتور/ فهد بن عبد الله المبارك	محافظ البنك المركزي السعودي
معالي السيد/ حسين يحيى جنقول	محافظ بنك السودان المركزي
معالي السيد/ محمد علي أكبين	هيئة التنظيم والرقابة المصرفية التركية

اللجنة الفنية

الرئيس

معالي السيد د. فهد إبراهيم الشثري، البنك المركزي السعودي

نائب الرئيس

السيد/ سعود البوسعيدى، البنك المركزي العماني

الأعضاء*

السيد/ سيد فائق نجيب	البنك الإسلامي للتنمية
السيدة/ شيرين السيد	مصرف البحرين المركزي
السيدة/ مقصودة بيجوم	بنك بنغلاديش المركزي
السيد/ محمد شكري بن حاج أحمد	سلطة نقد بروناي دار السلام
الدكتور / جردين هوسمان	بنك إندونيسيا المركزي
السيدة/ نيماس رحمة	سلطة إندونيسيا للخدمات المالية
السيد/ أحمد يوسف خادم	البنك المركزي العراقي
السيد/ عدنان ناجي	البنك المركزي الأردني
السيد/ أنور كالييف	سلطة أستانا للخدمات المالية، كازاخستان
الدكتور/ علي أبو صلاح المبروك	مصرف ليبيا المركزي
السيدة/ مادلينا محمد	البنك المركزي الماليزي
السيدة/ شريفة الهنيزة سيد علي	هيئة الأوراق المالية الماليزية
السيد/ محمد خامسو موسى	بنك نيجيريا المركزي
الدكتور/ وزير محمد جالادىما	مؤسسة نيجيريا للتأمين على الودائع.
السيد/ غلام محمد عباسي	البنك المركزي الباكستاني
السيد/ هشام صالح المناعي	مصرف قطر المركزي
السيد/ بدر العيسى	هيئة سوق رأس المال، السعودية
السيدة/ سيمه عامر عثمان إبراهيم	بنك السودان المركزي
السيد/ عمر تشكين	هيئة التنظيم والرقابة المصرفية التركية
السيد/ يوسف بورا اهنوس	البنك المركزي للجمهورية التركية
السيد/ حسين اونال	سلطة التنظيم والرقابة على صناديق التقاعد الخاصة،
السيد/ عبد العزيز سعود الملا	مصرف الإمارات العربية المتحدة المركزي

* وفقاً لترتيب الدول التي يمثلها الأعضاء، حسب ورودها في النسخة الإنجليزية، ما عدا المنظمات الدولية التي تم ذكرها أولاً

الهيئة الشرعية للبنك الإسلامي للتنمية

الرئيس

سماحة الشيخ/ محمد تقي العثماني

نائب الرئيس

معالي الشيخ/ عبد الله بن سليمان آل منيع

*الأعضاء

عضواً	فضيلة الدكتور/ أسيد الكيلاني
عضواً	فضيلة الدكتور/ بشير علي عمر
عضواً	معالي الدكتور/ قطب مصطفى سانو
عضواً	فضيلة الشيخ الدكتور/ محمد الروكي
عضواً	فضيلة الدكتور/ محمد شافعي أنطونيو

*بالترتيب الأبجدي

الأمانة العامة لمجلس الخدمات المالية الإسلامية

الأمين العام	الدكتور/ بلو لاوال دانباتا
مساعد الأمين العام	الدكتور/ رفيق إسمال
مستشار	السيد/ بيتر كيسي
مدير المشروع، عضو الأمانة، الشؤون الفنية والبحوث	السيدة / آمنة أماني أحمد

لجنة صياغة النسخة العربية

رئيس اللجنة

الدكتور/ وجدان محمد صالح كنالي

الأعضاء

السيد/ الهادي النحوي	البنك الإسلامي للتنمية
السيدة/ مشاعر محمد إبراهيم صابر	بنك السودان المركزي
السيد/ أحمد بن محمد الجبرين	البنك المركزي السعودي
السيد/ سليمان الحارثي	البنك المركزي العماني
الدكتور/ محمد برهان أربونا	مصرف السلام، البحرين
السيد/ حسام العويسي	البنك المركزي الأردني
الدكتور/ أحمد محمد المختار	مجلس الخدمات المالية الإسلامية
الدكتور/ محمد أسامة الشعار	مجلس الخدمات المالية الإسلامية

جدول المحتويات

القسم الأول: خلفية	8
1.1 مقدمة	8
1.2 الأهداف	10
1.3 نطاق التطبيق	11
القسم الثاني: فجوات وتحديات تطوير سوق رأس المال الإسلامي	12
القسم الثالث: شروط لتطوير سوق رأس المال الإسلامي	22
القسم الرابع: أفضل الممارسات الموصى بها	29
4.1 استراتيجية شاملة لتطوير سوق رأس المال الإسلامي	29
4.2 زيادة مشاركة المستثمر المؤسسي	31
4.3 تعميق السيولة في السوق	32
4.4 زيادة مشاركة مستثمري التجزئة	35
4.5 زيادة اليقين لدى المستثمرين وتوحيد الوثائق والإجراءات القانونية للإصدارات المتفقة مع أحكام الشريعة ومبادئها	36
4.6 توفير التمويل لقطاع الشركات الصغيرة والمتوسطة ومشاريع البنية التحتية	36
4.7 تقديم خيارات استثمارية متنوعة في سوق رأس المال الإسلامي	38
4.8 تخفيض تكاليف إصدار منتجات أسواق رأس المال الإسلامي	39
4.9 تطوير مراجع قياسية من خلال زيادة التنوع في آجال وأحجام إصدارات الصكوك السيادية بالعملية المحلية والأجنبية	40
4.10 معالجة التحديات القانونية، والتنظيمية، والهيكلية لتطوير مجموعة واسعة من أدوات إدارة السيولة المتفقة مع أحكام الشريعة ومبادئها في سوق رأس المال الإسلامي	41
4.11 تطبيق المعايير الدولية والتأكد من أن المتطلبات التنظيمية والأطر الرقابية تعالج بشكل كافٍ أي مخاطر محددة تشكلها منتجات وخدمات سوق رأس المال الإسلامي	43
4.12 دمج الاستدامة في الأطر القانونية والتنظيمية لسوق رأس المال الإسلامي مع الأخذ في الاعتبار المخاطر والفرص المرتبطة بها	45
4.13 تشجيع، ومراقبة، وتنظيم تطوير المنتجات، والخدمات، والبنية التحتية القائمة على التكنولوجيا في سوق رأس المال الإسلامي	47

القسم الأول: خلفية

1.1 مقدمة

1. تعد أسواق رأس المال الإسلامي حاليًا أكثر القطاعات نموًا في صناعة الخدمات المالية الإسلامية. وتتكون أسواق رأس المال الإسلامي من الأسهم المتفقة مع أحكام الشريعة ومبادئها، والصكوك، وبرامج الاستثمار الجماعي الإسلامي، ومنتجات إدارة المخاطر الإسلامية. وما زالت منتجات وخدمات أسواق رأس المال الإسلامي تزداد عددًا وتعقيدًا، بما يشمل هيكلية المنتجات المتفقة مع أحكام الشريعة ومبادئها، وتمويل المشاريع، والسمسرة في الأسهم، وإدارة الموجودات، وخدمات رأس المال المخاطر وغيرها. وتؤدي أسواق رأس المال الإسلامي نفس الدور الأساسي الذي تؤديه أسواق رأس المال التقليدي، أي أنها تُستخدم لجمع الأموال في شكل أوراق مالية وإتاحة الفرص الاستثمارية لرؤوس الأموال المدخلة. وهذه الأهداف الأساسية مدعومة بآليات للتداول، سواء داخل البورصة أو خارجها. ولإدارة المخاطر؛ تفيد برامج الاستثمار الجماعي الإسلامي، صغار المستثمرين من خلال تنويع الاستثمار وإن كان حجم الاستثمار محدودًا.

2. لكن أسواق رأس المال الإسلامي تحتاج إلى الالتزام ببعض القيود بخصوص كيفية جمع الأموال وكيفية هيكلية الأدوات، حيث ينبغي أن تكون ملتزمة بأحكام الشريعة ومبادئها؛ فلا يمكنها مثلاً أخذ الفوائد الربوية أو الدخول في عمليات البيع على المكشوف. كما لا يمكن الاستثمار إلا في أسهم الشركات التي تعتبر متفقة مع أحكام الشريعة ومبادئها فلا تتجاوز عتبات محددة ولا تشارك في أي أنشطة تجارية تخالف أحكام الشريعة ومبادئها.

3. ترتبط التحديات الحالية لسوق رأس المال الإسلامي ارتباطًا وثيقًا بمستوى نضج الأسواق. ففي هذه المرحلة من تطور سوق رأس المال الإسلامي، يتزايد في العديد من الدول إدراك الحاجة إلى تطوير أسواق رأس مال إسلامي أكثر عمقًا وسيولة. إن العديد من الدول الرئيسة للتمويل الإسلامي مصنفة في صفوف الأسواق الناشئة ما يعني أنها تحتاج إلى مزيد من تطوير أسواق رأس المال بشكل عام.

4. لأسواق رأس المال دور مهم في دعم النمو الاقتصادي، وتعبئة المدخرات، وتعزيز قدر أكبر من تبادل المعلومات، وتحسين تخصيص الموارد، وتوفير مصادر تمويل أكثر تنوعًا للمشاركين في الاقتصاد الحقيقي، وتسهيل التنويع وإدارة المخاطر، كما أنها تعزز الاستقرار المالي لأن الأنظمة المالية التي تتميز بالعمق والسيولة والأدوات المتنوعة تزيد مرونة البلدان

في مواجهة الصدمات التي تنجم عن تقلبات تدفق رؤوس الأموال مثلاً. ولذلك، من المهم أخذ خطوات نحو تعميق سوق رأس المال الإسلامي لتكون أكثر سيولة، وسلامة، وأكثر مرونة.

5. عندما تكون أسواق رأس المال الإسلامي عميقة، وسائلة، ومنظمة بشكل جيد، يمكن للتمويل القائم على السوق أن يؤدي دوراً في تضيق الفجوة بين العرض والطلب في التمويلات طويلة الأجل، من خلال توفير بديل للتمويل الذي تقدمه المصارف الإسلامية يكون قابلاً للتطبيق. وتعتبر أسواق رأس المال الإسلامي القوية، والشفافة، والمنظمة بشكل مناسب أساسية للأداء السليم للاقتصادات ولدعم الجهود لدفع التعافي والنمو المستدام طويل الأجل، بما في ذلك توفير تمويل الشركات الصغيرة والمتوسطة والبنية التحتية.

6. تعتمد القطاعات الأخرى في صناعة الخدمات المالية الإسلامية على سوق رأس المال الإسلامي لتوفير فرص للاستثمار. والقدرة على تنويع الاستثمارات هي حاجة مشتركة تساهم في الاستقرار والمرونة. وعادة ما يحتاج مشغلو التكافل، خاصة مشغلو التكافل العائلي، إلى استثمارات مستقرة طويلة الأجل، مثل تلك التي يتم توفيرها في التمويل التقليدي عن طريق السندات طويلة الأجل. كما تحتاج المصارف الإسلامية إلى موجودات سائلة عالية الجودة لاستيفاء متطلبات السيولة الخاصة بها. ونظراً للطريقة التي يتم بها تحديد متطلبات السيولة، فإن أفضل الأدوات لهذا الغرض ستكون الصكوك قصيرة الأجل بالعملية المحلية التي تتداول في الأسواق العميقة والسائلة. وفي كثير من الحالات، تعتبر الشركات في هذه القطاعات أن سوق رأس المال الإسلامي المحلي الخاص بها لا يلي احتياجاتها بالكامل.

7. ترغب الدول في تعميق سوق رأس المال الإسلامي لأسباب عديدة. وتهدف بعض الدول إلى تطوير نظام تمويل إسلامي كامل ومتكامل لخدمة الجاليات المسلمة الكبيرة فيها. وفي هذه الحالة، فإن جميع الاعتبارات المذكورة آنفاً يكون لها دور، على الرغم من أن الأولويات قد تختلف حسب الزمان والمكان؛ فمثلاً في بعض الأماكن، تلعب صناديق التقاعد دوراً جوهرياً في الادخار للتقاعد، وفي بعضها الآخر يكون التأمين (إسلامياً أو تقليدياً) أو الاستثمارات الشخصية المباشرة أكثر أهمية. وتعد دول أخرى نفسها مراكز دولية لسوق رأس المال وتريد أن يكون لها دورٌ مشابهٌ في سوق رأس المال الإسلامي، على الرغم من أن نسبة سكانها المسلمين قليلة وليس لديها تطلعات تمويل إسلامي أوسع. ويندرج في هذه الفئة أيرلندا، وهونغ كونغ، ولوكسمبورغ. ولا تناقض بين الفئتين، فماليزيا مثلاً تندرج ضمن كلتا الفئتين.

8. أحياناً ما تحاول الإستراتيجيات التي تركز على الحضور في أسواق رأس المال الدولية، وإن لم يكن دائماً، أن تبني على نقاط القوة الموجودة في الأسواق التقليدية. ولذا فإن الدولة التي لها حضور قوي بصفتها مقرّاً لبرامج الاستثمار الجماعي قد تسعى إلى توسيع هذا الحضور ليشمل برامج الاستثمار الجماعي الإسلامية. وقد تسعى الدولة التي أدرج في بورصتها عدد كبير من السندات الدولية إلى توسيع ذلك ليشمل الصكوك. كما تعتمد هذه الإستراتيجيات، بطبيعتها، على كون الدولة جذابة للفاعلين الدوليين، سواءً المنشئين (المُصدرين للأدوات المالية) أو المستثمرين.

9. ومع ذلك، ستحتاج الإستراتيجيات التي تهدف إلى تطوير نظام تمويل إسلامي كامل أن تأخذ في الاعتبار المرحلة التي يمر بها تطور هذا النظام؛ فمثلاً، قد تكون السوق في مرحلة تكون فيها الصكوك قصيرة الأجل التي تساعد المصارف الإسلامية على إدارة سيولتها أكثر أهمية من الصكوك طويلة الأجل المفيدة للاستثمار في التكافل العائلي، والعكس صحيح.

10. أصدر مجلس الخدمات المالية الإسلامية عددًا من المعايير تتناول خصوصيات سوق رأس المال الإسلامي، وتهدف إلى تعزيز التنظيم، وحماية المستثمرين، وتعزيز نزاهة ومرونة سوق رأس المال الإسلامي على الصعيد العالمي، ومنها المعيار رقم 6 – ضوابط برامج الاستثمار الجماعي الإسلامي، والمعيار رقم 19 - المبادئ الإرشادية للإفصاح في سوق رأس المال الإسلامي (الصكوك وبرامج الاستثمار الجماعي الإسلامي)، والمعيار رقم 21 - المبادئ الأساسية لتنظيم التمويل الإسلامي (قطاع سوق رأس المال الإسلامي)، والمعيار رقم 24 - المبادئ الإرشادية الخاصة بحماية المستثمر في سوق رأس المال الإسلامي. وكذلك للمعيار رقم 26 - المبادئ الأساسية لتنظيم التمويل الإسلامي (قطاع البنى التحتية للسوق المالية) صلة بسوق رأس المال الإسلامية.

11. بالإضافة إلى ذلك، أصدرت المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية مجموعة من التوصيات التي تبحث التحديات والفرص التي تواجهها الأسواق الناشئة عند تطوير وتقوية أسواق رأس المال الخاصة بها.¹ ومع أن توصياتها الخمس الرئيسية ليس فيها أي إشكال من ناحية نص المعيار الرئيس، إلا أن النصوص الداعمة ليست كلها مناسبة لسوق رأس المال الإسلامي.

1.2 الأهداف

¹ المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية أكتوبر 2020، تطوير أسواق رأس المال الناشئة: الفرص والتحديات والحلول.

12. تهدف هذه المبادئ الإرشادية إلى التوجيه وتبسيط الضوء على أفضل الممارسات في تطوير وتعميق سوق رأس المال الإسلامي. وتسعى تحديدًا إلى ما يلي:

- تقديم أفضل الممارسات العالمية في تطوير وتعزيز نمو سوق رأس المال الإسلامي
- تقديم الإرشاد بشأن تعميق السيولة في سوق رأس المال الإسلامي
- تقديم الإرشاد بشأن تعزيز الأطر التنظيمية واستقرار سوق رأس المال الإسلامي
- تعزيز انسجام الممارسات عبر أسواق رأس المال الإسلامي

1.3 نطاق التطبيق

13. تطبق هذه المبادئ الإرشادية على كل منتجات وخدمات أسواق رأس المال الإسلامي. ولكن الهدف من التفصيل في شأن بعض المنتجات المعينة مثل الصكوك هو السعي إلى معالجة بعض القضايا والتحديات الخاصة المرتبطة بهذه المنتجات. ومع ذلك تنطبق القضايا المذكورة والإرشاد العام المقدم بشأنها في هذه المبادئ الإرشادية على كل أنواع منتجات وخدمات سوق رأس المال الإسلامية التي تعلن الالتزام بأحكام الشريعة ومبادئها، وإن لم تذكر ذلك صراحةً، ومن ذلك المنتجات الجديدة والناشئة، ما دامت تقع ضمن نطاق سلطة الجهة المنظمة لسوق رأس المال في الدولة المعنية.

14. تركز هذه المبادئ الإرشادية على التحديات والقضايا التي تؤثر خصوصًا على سوق رأس المال الإسلامية، ولكن هنالك بعض القضايا المشتركة المتعلقة بتعميق السوق بين السوق المالية الإسلامية والتقليدية كليهما. وإذا كانت تلك القضايا عولجت في وثيقة المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية المذكورة في الفقرة 11 (مثل السيولة في سوق الأسهم وغيرها) فإنه لا يكرر ذكرها في هذه المبادئ الإرشادية إلا إذا وجدت فيها خصوصيات تؤثر على سوق رأس المال الإسلامية.

15. وأخيرًا، لا تسعى هذه المبادئ الإرشادية إلى أن تكون دليلًا مفصلاً لتنظيم سوق رأس المال الإسلامية، فذلك متحقق بشكل إجمالي في المعيار رقم 21 مع نصوص أخرى داعمة في المعايير الأخرى. ولذا فإن هذه تعالج بعض القضايا التنظيمية وغيرها من القضايا إذا كانت لها صلة بالهدف المحدد لها فقط وهو تعميق السوق.

القسم الثاني: فجوات وتحديات تطوير سوق رأس المال الإسلامي

16. على الرغم من أن أسواق رأس المال الإسلامي غير متجانسة إلى حد ما عبر الدول من حيث مستويات التطور، إلا أنها تتشابه في عددٍ من الخصائص والتحديات التي تعيق من تطوير أسواق سليمة، وعميقة، وسائلة. تشمل هذه الخصائص والتحديات من بين أمور أخرى قضايا تتعلق بتوافر رأس المال وتنوعه وتسعيره، فضلاً عن ارتفاع تكلفة الإصدار. بالإضافة إلى ذلك، يؤثر كل من غياب الأطر المؤسسية والتنظيمية المناسبة - التي تعالج خصوصيات سوق رأس المال الإسلامي أو التي تسهل الإصدارات في سوق رأس المال الإسلامي -، ومحدودية السيولة في السوق، وقلة تنوع المنتجات والمستثمرين، وما إلى ذلك على تطوير وتعميق سوق رأس المال الإسلامي. ويتم تسليط الضوء لاحقاً على عدد من هذه الفجوات والتحديات التي تم تحديدها ودعمها برؤى من استطلاع آراء أعضاء مجلس الخدمات المالية الإسلامية. وتركز الفجوات والتحديات بوجه خاص على خصوصيات التمويل الإسلامي.²

17. *الآطر المؤسسية والتنظيمية.* من بين التحديات الرئيسة التي تواجه تطوير سوق رأس المال الإسلامي الفجوات في الأطر المؤسسية، والقانونية، والتنظيمية في بعض الدول، لا سيما من حيث عدم وجود أحكام محددة تستوعب الاختلافات في عقود التمويل الإسلامي. وقد يسبب هذا تحديات تتعلق بإصدار بعض منتجات أسواق رأس المال الإسلامي، وإمكانية إنفاذ العقود في حالة التعثر، فضلاً عن مخاوف بشأن المعاملة العادلة للمصدرين والمستثمرين. ومن حيث التنظيم، فإن غياب لوائح تنظيمية محددة لسوق رأس المال الإسلامي قد يؤدي إلى ظهور قضايا تتعلق بالإفصاح المناسب عن المعلومات ذات الصلة المختصة بقضايا التمويل الإسلامي وإدارة المخاطر التي تختص بها أدوات أسواق رأس المال الإسلامي وما إلى ذلك.

18. *سيولة السوق وتقليباته.* بالنظر إلى أن أسواق رأس المال الإسلامي بشكل عام أقل تطوراً وفي مراحلها الأولى في معظم الدول مقارنة بأسواق رأس المال التقليدي، فضلاً عن أن معظم أسواق رأس المال الإسلامية الرئيسة تتواجد في سوق ناشئة أو اقتصادات نامية، فإن سوق رأس المال الإسلامي الرئيس قد يكون أكثر تقلباً ومصدر أموال أقل موثوقية

² عموماً هناك تشابه كبير بين القضايا المتعلقة بالأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة ومبادئها وتلك المتعلقة بالأسهم في السوق التقليدية. ومع أن هذه المبادئ الإرشادية تعالج أسواق الأسهم إلى حد معين، إلا أن معظم القضايا المتعلقة بتطوير أسواق الأسهم تعالجها وثيقة المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية المذكورة في الحاشية رقم 1. ولذلك لم تذكر هنا وإن كنا نقر بأنه، لأسباب شرعية، فإن بعض أدوات تعميق السوق المذكورة في وثيقة المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية ربما لا تكون متاحة للسلطات التنظيمية لأسواق رأس المال الإسلامية.

للمُصدرين. كما يواجه المصدرون أيضًا تكلفة رأس مال عالية مقارنة بأسواق رأس المال التقليدية أو مقارنة بالأسواق الأكثر تطورًا بشكل عام. ويصعب هذا على المصدرين في سوق رأس المال الإسلامية تعبئة الأموال للمشاريع الجديدة فضلًا عن تقييده للنمو والابتكار في سوق رأس المال الإسلامية.

19. كما أن سيولة السوق وتقلبها مرتبطان ارتباطًا وثيقًا، نظرًا لأن المؤشر الرئيس للسيولة هو تأثير معاملة بحجم معين على سعر السوق للأداة المالية. ومن أكبر المشكلات التي تم تسليط الضوء عليها في استطلاع رأي أعضاء مجلس الخدمات المالية الإسلامية الافتقار إلى سيولة السوق ومحدودية التداول في السوق الثانوية في أسواق الصكوك (فضلاً عن التداول الأقل نشاطًا في أسواق الديون بشكل عام). وبالتالي، فإن القيود على سيولة السوق في سوق رأس المال الإسلامي يمكن أن تساهم أيضًا في تقلب السوق.

20. تعتبر سيولة السوق شرط أساس لكي يعمل السوق بفاعلية من عدة نواحٍ. أولاً، لها تأثيرات كبيرة على تشكيل الأسعار واكتشافها وهو أمر أساس لسوق فعال، كما أنها تستقطب بدورها الجهات المصدرة والمستثمرين إلى سوق رأس المال الإسلامية. ثانياً، سيولة السوق مهمة للاستقرار المالي لأنها تساعد على امتصاص الصدمات النظامية. كما يمكن للسوق السائل بشكل عام أن يخفف من تقلب الأسعار الناجم عن التحولات المفاجئة في مستوى إقدام المستثمر على المخاطر. ومن الصعب حالياً تحقيق أسواق سائلة في بعض أجزاء سوق رأس المال الإسلامية؛ ففي مجالات مثل الأسهم المتفقة مع أحكام الشريعة ومبادئها، تشابه الإصدارات إلى حد كبير الأسهم الأخرى في نفس الأسواق، أما بالنسبة للمنتجات الأخرى، فهناك قضايا خاصة مثل القيود المفروضة على قابلية تداول بعض العقود المتفقة مع أحكام الشريعة ومبادئها، فضلاً عن قيود على استخدام أنواع معينة من الأدوات التقليدية التي توفر السيولة. بالإضافة إلى ذلك، فإن الفجوات في الأطر القانونية والتنظيمية في بعض الدول قد تحد أيضاً من استخدام أو تطوير مجموعة متنوعة من أدوات سوق رأس المال المتفقة مع أحكام الشريعة ومبادئها. وكذلك عندما يقع سوق رأس المال الإسلامي في الأسواق الناشئة أو النامية التي تتميز بأسواق رأس مال أقل تطوراً بشكل عام، فقد تكون هناك أيضاً عوامل معوقة إضافية مثل الفجوات في هياكل السوق والبنية التحتية للتداول.

21. لا يزال نقص السيولة في سوق رأس المال الإسلامية أحد المخاوف الرئيسة للمصارف الإسلامية، والمستثمرين، ومديري الصناديق الإسلامية. وينتج عن نقص السيولة بشكل عام؛ (1) تقلبات أعلى في الأسعار؛ (2) هوامش واسعة حيث

يطلب المتعاملون علاوات أكبر في مقابل المخاطر التي يتحملونها، على الرغم من أن الاتجاهات الحالية بدأت تظهر أن هوامش العرض / الطلب على الصكوك تتماشى بشكل أكبر مع هوامش الأدوات المماثلة في الصناعة المالية العالمية؛ و (3) عدم قدرة المستثمرين على التخارج من مراكزهم بأسعار عادلة. وسيؤدي هذا إلى دوامة تمنع المستثمرين الجدد من دخول السوق بسبب الخوف من أن التخارج سيكون صعباً أيضاً. بالنسبة لمصدري الصكوك، على سبيل المثال، كل هذه المخاوف تؤدي إلى تكاليف أعلى، وقلة الاستثمار الحقيقي، وبالتالي البطء في النمو. بالإضافة إلى ذلك، بالنسبة للمصارف الإسلامية، إن أحد متطلبات قبول الأداة ضمن الموجودات السائلة عالية الجودة هي السيولة التي تثبت من خلال عمق السوق واتساعه.

22. يعتبر تعزيز السيولة في أسواق الصكوك أحد مجالات الاهتمام الرئيسية. وبشكل عام، تُداول كل من السندات والصكوك بوتيرة أقل من الأسهم و يتم تداولها في السوق غير المنظم. وتسبب كلتا هاتين الميزتين تحديات لتحديد السعر وشفافيته. وتداول سندات / صكوك الشركات أيضاً بوتيرة أقل من مثيلاتها من الصكوك السيادية، وكذلك تتداول الصكوك بوتيرة أقل من السندات في كلتا الفئتين. ومع ذلك، تواجه الصكوك على وجه الخصوص تحدي سيولة كبير مقارنة بالسندات، لا سيما بسبب الفجوة الحالية في العرض والطلب على الصكوك مما يعني أن العديد من المستثمرين في الصكوك يميلون إلى الشراء والحياسة. كما تشتري العديد من المصارف الصكوك للحصول على عائد على السيولة الزائدة عندها ولا تنوي البيع قبل تاريخ الاستحقاق (ما لم يكن هناك داع قوي لتحرير الأموال). ونتيجة لذلك، فإن السوق الثانوية للصكوك لم تتطور بالقدر الذي ينبغي، والسيولة في أسواق الصكوك محدودة بشكل عام حتى في الدول ذات سوق رأس المال الإسلامي الأكثر تقدماً.

23. *التنوع في فئات المستثمرين.* يمكن أن يؤدي التنوع في فئات المستثمرين في سوق رأس المال الإسلامي دوراً مهماً في تعزيز صحة وعمق السوق. في هذا السياق، تؤدي المؤسسات الاستثمارية مثل صناديق الاستثمار الأجنبي دوراً متزايد الأهمية في نمو سوق رأس المال الإسلامي (نظراً لأن غالب أسواق التمويل الإسلامي الأساسية أسواق ناشئة)، حيث تدفق الأموال إلى منتجات أسواق رأس المال الإسلامي، وخاصة الصكوك، مدفوعة بالبحث عن العائد بسبب بيئة منخفضة العائد في الدول المتقدمة. كما تميل الأسواق التي بها أعداد كبيرة من المؤسسات الاستثمارية أيضاً إلى أن تكون أقل تقلباً وأكثر كفاءة في تخصيص الموارد ورأس المال للشركات التي تتطلب التمويل. ويمكن للمؤسسات الاستثمارية أيضاً تحقيق

وفورات الحجم من خلال تجميع الموجودات، وتوظيف متخصصين استثماريين ذوي خبرة عالية، وتطوير استراتيجيات استثمار أفضل، وبناء أنظمة إدارة مخاطر سليمة، وكل ذلك يمكن أن يؤدي إلى عوائد أفضل للمستثمرين. ومع ذلك، هناك تحديات في سوق رأس المال الإسلامي فيما يتعلق باستقطاب المؤسسات الاستثمارية. وتشمل هذه التحديات الحجم المحدود لسوق رأس المال الإسلامي والسيولة، ونطاقاً أقل من الأدوات، والتحديات التنظيمية وضعف المواءمة بين المعايير ما يسبب مخاطر للأنشطة عبر الحدود. ولذا، ستكون هناك حاجة إلى منهج عملي منظم من قبل السلطات التنظيمية للتغلب على هذه التحديات مع التطوير الكافي والضمانات اللازمة على مستوى السوق والمستوى التنظيمي لاستقطاب المؤسسات الاستثمارية.

24. بالنسبة للعديد من الأسواق الإسلامية، هناك أيضاً أسباب داخلية لقلّة فئات المستثمرين؛ ففي بعض البلدان توفر الدولة بنفسها للتدابير الأساسية للمعاشات التقاعدية وغيرها من شبكات الأمان الاجتماعي، وفي بعضها تتوجه المدخرات الشخصية نحو العقارات أو الموجودات الملموسة الأخرى، وعزوفها عن أسواق رأس المال. ولا يعين كلا الأمرين على زيادة فئات المؤسسات الاستثمارية. كما أنه قد يثار سؤال حول استعداد المؤسسات الاستثمارية -إن وجدت- للاستثمار بشكل إسلامي، أو على الأقل تقديم خيار إسلامي لعملائهم الأساسيين.

25. يمكن لمستثمري التجزئة أيضاً أن يقدموا مساهمة مهمة في نمو سوق رأس المال الإسلامي، لا سيما في الدول ذات الكثافة السكانية الأصغر سناً التي ترغب في الاستثمار المتفق مع أحكام الشريعة ومبادئها وتحتاج إلى خيارات استثمارية متفقة مع أحكام الشريعة ومبادئها، وينطبق ذلك أيضاً في الدول المسلمة ذات الكثافة السكانية والتي ترتفع فيها الثروة الإجمالية ويبحث المستثمرون عن فرص لزيادة رؤوس أموالهم وتحقيق أهدافهم طويلة المدى من خلال استثمارات متفقة مع أحكام الشريعة ومبادئها. ومع ذلك، فإن قاعدة المستثمرين هذه لم يتم تطويرها بالكامل بعد في العديد من الدول مما يترك فجوة محتملة في مصادر التمويل للاقتصاد الحقيقي. وعندما يتعلق الأمر بمستثمري التجزئة، فإن تحسين وصولهم إلى فرص الاستثمار المتفقة مع أحكام الشريعة ومبادئها أمر ضروري إلى جانب معالجة الثغرات في تثقيف المستثمرين. ويتمتع المستثمرون المثقفون عموماً بفهم أفضل لخصائص المنتجات المتفقة مع أحكام الشريعة ومبادئها، وهم قادرون على فهم الإفصاحات المالية بشكل أفضل واتخاذ قرارات استثمارية مستنيرة، وبالتالي تتحسن نتائج استثماراتهم ويتشجعون على زيادة الاستثمار في سوق رأس المال الإسلامي.

26. أدوات التحوط المتفقة مع أحكام الشريعة ومبادئها. تؤدي أدوات التحوط المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية دورًا مهمًا وتمكّن المستثمرين من التحوط للمخاطر مما يزيد من رغبتهم في تنويع المحافظ، بما في ذلك الاستثمار في المزيد من الأصول المتوافقة مع أحكام الشريعة ومبادئها. إن تطوير أدوات تحوط متوافقة مع أحكام الشريعة ومبادئها³ يمكن أن يتيح للمستثمرين تفكيك مختلف المخاطر وإعادة توزيعها، مثل مخاطر الصرف الأجنبي، ومخاطر معدل الربح، ومخاطر السوق، ومخاطر التخلف عن السداد، وبذلك، تزيد تدفقات رأس المال عبر الحدود في الأسواق المالية الإسلامية. ويمكن أن يؤدي تطوير أسواق تكميلية أعمق مثل تلك الخاصة بأدوات التحوط المتوافقة مع أحكام الشريعة ومبادئها إلى تحفيز سيولة السوق ودعم أنظمة صنع السوق وتشجيع المشاركة الأوسع من خلال تسهيل التحوط للمراكز في السوق المالية الإسلامية. ومازال مجال أدوات التحوط المتوافقة مع أحكام الشريعة ومبادئها بحاجة إلى مزيد من العمل من أجل تحديد الهياكل المناسبة والملائمة.

27. ومع ذلك، هناك خيارات محدودة متاحة في سوق رأس المال الإسلامي في هذا الوقت، غير أن محدوديتها تزداد حدة بسبب اختلاف الآراء الفقهية التي تؤثر على جواز التعامل بها في دول مختلفة.

28. أدوات إدارة السيولة. تعد الإدارة الفعالة لمخاطر السيولة وتوافر أدوات إدارة السيولة المتفقة مع أحكام الشريعة ومبادئها أمرًا أساسيًا للتشغيل الفعال لمؤسسات الخدمات المالية الإسلامية، خاصة تلك الخاضعة للتنظيم المصرفي حيث يمكن لسوق رأس المال الإسلامي أن يؤدي دورًا مهمًا. وتحتاج المؤسسة المالية لإدارة مخاطر السيولة بشكل فعال أن تمتلك، من بين أمور أخرى، موجودات سائلة ذات جودة عالية كافية، ومصادر تمويل مستقرة، وموازنة مناسبة لاستحقاق الموجودات والمطلوبات، وإدارة جيدة للتعرضات خارج الموازنة العمومية. إن توافر أدوات إدارة السيولة الملائمة والمتفقة مع أحكام الشريعة ومبادئها، بما في ذلك الصكوك قصيرة الأجل واتفاقيات إعادة الشراء الإسلامية (الريبو) مهم للاستقرار النظامي ومرونة مؤسسات الخدمات المالية الإسلامية. بالإضافة إلى ذلك، تعتمد شبكات الأمان المالي، ولا سيما تسهيلات المصرف المركزي بصفته مقرض الملاذ الأخير، على مدى توافر الضمان الذي يحتاج بدوره إلى استقرار الأسعار.

29. تتمتع الأنظمة المالية المطورة بشكل جيد بسوق ثانوية نشطة للموجودات قصيرة الأجل عالية الجودة الصادرة عادة عن الحكومات أو المصارف المركزية، بما ييسر على المصارف إدارة السيولة لأنه يمكنها من تداول تلك الموجودات أو

³ مع اشتراط عرض كل منتج تحوط على الهيئة الشرعية المعنية للحصول على الموافقة.

استخدامها ضماناتٍ أو في اتفاقيات إعادة الشراء. ومع ذلك، فإن مؤسسات الخدمات المالية الإسلامية لديها نطاق جد محدود من الأدوات المتاحة لها مقارنةً بالمؤسسات التقليدية. وسيكون توافر الصكوك قصيرة الأجل ذات الخصائص المناسبة إحدى طرق معالجة مشكلة إدارة السيولة. ومع أن بعض الدول والمؤسسة الإسلامية الدولية لإدارة السيولة تصدر حاليًا صكوكًا منتظمة قصيرة الأجل مخصصة لإدارة السيولة، إلا أن المعروض منها لا يزال غير كافٍ ولا يزال التداول الفعلي للصكوك محدودًا.

30. إن ضغوط السيولة التي تعاني منها مؤسسات الخدمات المالية الإسلامية بسبب الاضطرابات التي نجمت عن جائحة كورونا تسلط الضوء على الحاجة إلى تطوير مجموعة واسعة من تسهيلات وأدوات المصرف المركزي المتفقة مع أحكام الشريعة ومبادئها، بما في ذلك الصكوك قصيرة الأجل وتطوير أسواق أعمق لاتفاقيات إعادة الشراء المتفقة مع أحكام الشريعة ومبادئها تعمل بشكل أفضل. ومقارنة بنظيراتها التقليدية، فإن القيود الهيكلية التي تواجه مؤسسات الخدمات المالية الإسلامية في استقطاب التمويل، بما في ذلك عدم توافر بدائل إسلامية لاتفاقية إعادة الشراء، تمثل تحديات كبيرة لإدارة مخاطر السيولة لمؤسسات الخدمات المالية الإسلامية في عددٍ من الدول. وقد أصدر مجلس الخدمات المالية الإسلامية إرشادات حول إدارة السيولة المتفقة مع أحكام الشريعة ومبادئها لمؤسسات الخدمات المالية الإسلامية⁴ ولديه مسارات عمل مستمرة بشأن أدوات إدارة السيولة.

31. من المهم أيضًا أن يتم تصميم أدوات مناسبة لاستيعاب البدائل المتفقة مع أحكام الشريعة ومبادئها لاتفاقية إعادة الشراء تكون مقبولة على نطاق واسع عبر العديد من الدول أكثر مما هو عليه الحال الآن، وذلك لتمكين مؤسسات الخدمات المالية الإسلامية من تطبيق متطلبات بازل 3 وما يعادلها من معايير مجلس الخدمات المالية الإسلامية، لا سيما المعايير التنظيمية لنسبة تغطية السيولة ونسبة صافي التمويل المستقر. (معايير مجلس الخدمات المالية الإسلامية المعادلة حاليًا لهذه المعايير هي معيار مجلس الخدمات المالية الإسلامية رقم 12 والمبادئ الإرشادية رقم 6). كما تدعم أسواق اتفاقية إعادة الشراء أيضًا أنشطة صناعة السوق وتمويل المخزونات التجارية لصانعي السوق أو المتعاملين

⁴ المعيار رقم 12: المبادئ الإرشادية لإدارة مخاطر السيولة للمؤسسات (عدا مؤسسات التكافل وبرامج الاستثمار الجماعي الإسلامي) التي تقدم خدمات مالية إسلامية. والملاحظة الفنية رقم 1: قضايا تعزيز إدارة السيولة للمؤسسات التي تقدم خدمات مالية إسلامية: تطوير أسواق المال الإسلامية. والمبادئ الإرشادية رقم 6: الإرشادات المتعلقة بالمعايير الكمية لإدارة مخاطر السيولة للمؤسسات التي تقدم خدمات مالية إسلامية (عدا مؤسسات التأمين الإسلامي (التكافل) وبرامج الاستثمار الجماعي الإسلامي). والملاحظة الفنية التي يجري إعدادها بشأن أدوات إدارة السيولة المتفقة مع أحكام الشريعة ومبادئها.

الرئيسين. ولذا فإن تطوير أسواق إعادة شراء متفقة مع أحكام الشريعة ومبادئها مهم أيضاً في تسهيل دور صانعي السوق في تحسين سيولة السوق الثانوية في سوق رأس المال الإسلامي.

32. *التفاعل مع الأسواق الأخرى.* تمت الإشارة في الفقرات السابقة إلى التفاعل بين سوق رأس المال الإسلامي والسوق النقدية الإسلامية الذي يقع كثير من عناصره ضمن سلطة منظمي القطاع المصرفي. ولا ريب أن هناك بعض مناطق التداخل الرسمية لأن صناديق سوق المال الإسلامية من أكبر أنواع برامج الاستثمار الجماعي الإسلامية وقد تستثمر تلك الصناديق في الودائع لدى البنوك الإسلامية أو بعض الأدوات الأخرى. وبعبارة أخرى، قد تختار مؤسسات الخدمات المالية الإسلامية بعض هذه الصناديق لتستثمر سيولتها الفائضة فيها. وقد عولجت المشاكل المتعلقة بتعميق السوق النقدية الإسلامية في ملاحظة فنية صادرة سابقاً عن مجلس الخدمات المالية الإسلامية (الملاحظة الفنية 1: ملاحظة فنية بشأن قضايا تعزيز إدارة السيولة للمؤسسات التي تقدم خدمات مالية إسلامية: تطوير أسواق النقد الإسلامية). ولذلك، لن يعاد ذكرها هنا ولكن سيؤخذ بالاعتبار منافع السوق العميقة من هذا النوع.

33. وبشكل عام، ينبه محللو السوق إلى أنه، وإن لم تكن الأسواق مترابطة بشكل واضح سواء في هيكلها أو استراتيجيات تداولها، إلا أن السوق العميقة في مجال معين ترتبط غالباً بأسواق عميقة في مجالات أخرى. ويرجع ذلك جزئياً إلى وجود بنى تحتية خفيفة لمهارات شخصية (الخدمات الاحترافية، التدريب، شبكات العلاقات وغيرها) في المراكز المالية الناجحة. ولذلك فينبغي النظر إلى تطوير سوق رأس المال الإسلامية في سياق من تطوير السوق بشكل عام.

34. *الضرائب.* تتضمن معظم الصكوك مجموعة معقدة من المعاملات بين الأطراف، وقد يؤدي ذلك إلى زيادة الضرائب خصوصاً، عندما يتم بيع الموجودات في هيكل وإعادة شرائها لاحقاً، حيث قد تخضع كل معاملة لشكل من أشكال ضريبة المبيعات. بالإضافة إلى ذلك، تفرض بعض الدول ضرائب محددة على بيع العقارات التي قد يكون لها تأثير مماثل على الرغم من اختلاف الأساس القانوني. وعادة تفرض بعض الدول ضرائب على المستندات القانونية الفردية، وقد يكون تأثير تلك الضرائب مهماً وإن كان حجمها قليلاً، وكلما زاد عددها في هياكل الصكوك ازدادت حدة الإشكال. لقد عالجت العديد من الدول مسألة الضرائب وأقرت أن مجموعات المعاملات داخل هيكل صكوك واحد ينبغي أن تُعامل بنفس المعاملة الضريبية للهيكل المالية التقليدية المماثلة. ولكن القضايا الضريبية ما تزال قائمة في دول أخرى وهو أمر قد يحول دون التوجه نحو الصكوك في تلك الدول، لا سيما من قبل الشركات.

35. غياب المراجع القياسية ومنحنى العائد. يعتمد التمويل التقليدي بشكل كبير على السوابق لتحديد الأسعار وقياس الأداء. ولا شك أن التمويل الإسلامي يواجه نقصاً في المراجع القياسية؛ إذ يتم قياس معظم الصكوك استناداً إلى عوائد السندات التقليدية وهو أمر غير محبذ. ويحتاج المصدرون إلى معايير تسعير جيدة كي يكونوا واثقين من أن العوائد التي يقدمونها على الصكوك الجديدة مناسبة. لذلك من المهم بالنسبة للدول إنشاء منحى عائد مناسب للتمويل المتفق مع أحكام الشريعة ومبادئها. وما زال هذا الأمر حتى يومنا هذا تحدياً في سوق رأس المال الإسلامي. وفي الماضي لم تكن بعض الحكومات بحاجة لاستقطاب الأموال من الأسواق، وفضل بعضها الآخر إصدار السندات التقليدية على الصكوك. وفي بعض الحالات، كان هذا إلى حد كبير مسألة اعتياد؛ وفي بلدان أخرى، كانت مكاتب إدارة الديون مترددة في دفع العائد الأعلى بقليل الذي عادةً ما تتطلبه الصكوك، بينما كانت هناك مشاكل قانونية وعملية في حالات أخرى حول تحديد الموجودات التي ستبنى عليها الصكوك. وأياً كانت الحال، من الضروري معالجة هذه القضايا إذا كان لأسواق الصكوك أن تتطور.

36. دور صناع السوق. في استطلاع لأعضاء مجلس الخدمات المالية الإسلامية برزت قلة صانعي السوق باعتبارها تحدياً لتعميق سوق رأس المال الإسلامي حسب ما يراه عدد من الدول. ويؤدي صناع السوق دوراً حاسماً في الأسواق المالية من خلال توفير السيولة لتسهيل كفاءة السوق وعمله. وتنشط العديد من الشركات الصانعة للسوق في كلا الأسواق الأولية والثانوية من خلال وظائفها المهمة في مرحلتي الإصدار والسوق الثانوية؛ حيث عند الإصدار، يقدم صانعو السوق أو المتعاملون الرئيسيون في بعض الأسواق خدمة التوزيع واستقرار الأسعار. وفي الأسواق الثانوية، عادة ما يرغب مصدرو السندات أو الصكوك في تحسين سيولة إصداراتهم بتقليل العلاوة التي يطلبها المستثمرون على الأدوات الأقل سيولة. لذلك، تتبنى العديد من الدول أنظمة المتعاملين الرئيسيين لسندات الحكومة المركزية التي تجمع بين برامج الحوافز والتزامات صنع السوق. وقد يكون للمُصدِرِينَ الآخرين، مثل الحكومات الإقليمية أو المؤسسات التي تمويلها الحكومة أو المؤسسات التي لها نفوذ يتجاوز الحدود الوطنية، هياكل مماثلة ولكنها أقل رسمية في العادة لصنع السوق. وبالنسبة للمُصدِرِينَ الأقل وتيرة، ومعظم الشركات المصدرة كذلك، من المرجح أن يدعم صناع السوق سيولة السوق الثانوية مقابل رسوم على أساس كل صفقة على حدة أو مقابل صفقات الاكتتاب مع جهة إصدار الشركة وغيرها من الأعمال ذات الصلة. وغالباً ما يُنظر إلى مشاركة صانعي السوق على هذا النحو على أنها تساهم في رفع مستويات السيولة في السوق، وقد أدخلت

العديد من الدول المتقدمة تسهيلات صنع السوق لزيادة تعزيز التداول، لا سيما في الأوراق المالية الأقل سيولة. لذا، يمكن دعم تعميق سوق رأس المال الإسلامي من خلال وجود صانعي السوق وبرامج الحوافز لتعزيز سيولة السوق.

37. في السوق الإسلامية، تستخدم المؤسسة الإسلامية الدولية لإدارة السيولة إصدار الصكوك قصيرة الأجل بالعملة الاحتياطية الرئيسة بصفتها آلية مماثلة لتثبيت الأسعار. وتهدف إصدارات الشركة الإسلامية الدولية لإدارة السيولة بشكل أساسي إلى تزويد مؤسسات الخدمات المالية الإسلامية بأدوات مقبولة لاستثمار الأموال قصيرة الأجل تعتبر جد مهمة لعمليات إدارة المخاطر للمصارف وبالتالي فهي داعمة لتطوير صناعة السوق. ومع ذلك، فإن المؤسسة الإسلامية الدولية لإدارة السيولة ليست في حد ذاتها صانع سوق بل هي كيان يستخدم صناع السوق (المتعاملين الرئيسين) وربما يدعم تطوير صناعة السوق على أساس أوسع.

38. تكاليف الإصدار. من حيث المبدأ، يُنظر إلى الصكوك، بسبب تعقيدها، على أنها أكثر تكلفة من حيث الهيكلية والمحافظة عليها مقارنة بنظيراتها التقليدية بالإضافة إلى طلب بعض المستثمرين علاوة عدم سهولة التسجيل، مما يرفع تكلفة رأس المال بالنسبة للمُصدرين وتصبح تكلفة الصكوك أعلى من تكلفة السندات التقليدية. ولا شك أن بعض الجهات المصدرة تفضل الصكوك من حيث المبدأ أو لأنها توصلها لقاعدة مستثمرين مختلفة. ولكن لكي يتم استخدام صكوك الشركات على نطاق واسع، وهو أمر ضروري لزيادة السيولة، ينبغي أن تكون تكلفتها الشاملة (تكلفة التشغيل بالإضافة إلى تكلفة الإصدار) مماثلة للسندات التقليدية. القضية هي ما إذا كان هذا ممكناً. والمعايرة هي إحدى الطرق المحتملة لخفض التكاليف المرتبطة بإصدار المنتجات الإسلامية، وقد توفر تكنولوجيا المعلومات أيضاً طرقاً أقل تكلفة للإصدار.

39. تطوير المنتجات، والابتكار، والمعايرة. تميل المؤسسات المالية، بما في ذلك المؤسسات الإسلامية، إلى التأثير بضغط السوق لتطوير منتجات جديدة ومبتكرة. وعادة ما يكون العائق الرئيس دون تطوير المنتج هو الحاجة إلى الحصول على موافقة الجهات التنظيمية. وفي معظم الأسواق، تمنح عملية الموافقة التنظيمية عمومًا إذنًا واسعًا للشركات لتبتكر ضمن فئات معينة من الاستثمار دون الحاجة إلى الحصول على موافقة تنظيمية محددة لكل منتج. ومع ذلك، في بعض الأسواق، يلزم الحصول على موافقة الجهات التنظيمية لكل إصدار منفصل، مما يؤدي إلى إبطاء عملية الابتكار. وبالنسبة لسوق رأس المال الإسلامي، لا تصدر الموافقة الشرعية عادةً على فئة الموجودات ولكن تصدر على الإصدار. لذلك يمكن أن يكون هذا عائقاً أمام ابتكار المنتجات كما هو الحال مع موافقة الجهات التنظيمية على أساس الإصدارات.

وقد عالجت بعض الدول هذه المشكلة من خلال إنشاء مجالس شرعية مركزية على مستوى الدولة مصممة لجعل هذه العملية سلسلة ومنخفضة التكلفة قدر الإمكان، بينما تعتمد دول أخرى على خبراء معينين من قبل الشركة.

40. من بعض التحديات في سوق رأس المال الإسلامي التي نتج عنها نقصٌ في تنوع عروض المنتجات الجديدة وطول الوقت الذي يستغرقه تطوير المنتجات وعمليات الموافقة هو القصور في توحيد الآراء الشرعية، مما يعني أيضًا أن الاختلافات في الآراء الشرعية عبر الدول قد تحد من قبول المنتج عبر الحدود وهذا بدوره يعيق تطوير المنتجات عبر الحدود. ومع أن كثيرًا من الإصدارات الدولية تستخدم هياكل مقبولة على نطاق واسع، إلا أن هناك تنوعاً مؤثراً بين تفاصيل هذه الهياكل، ناهيك عن صياغات عقودها. وستكون مواءمة الهياكل التعاقدية لإصدار الصكوك خطوة مهمة في تسهيل هيكلية الصكوك للمُصدرين والدخول السريع إلى السوق. كما أنه سيزيد من قبول العقود الشرعية عبر الحدود وتنوع قاعدة المستثمرين الذي يعد حاليًا أحد التحديات الرئيسة لسوق رأس المال الإسلامي. والسوق المالية الإسلامية الدولية هي منظمة دولية تُعنى بمواءمة قوالب العقود المالية والمنتجات المتوافقة مع أحكام الشريعة ومبادئها لصالح الصناعة. ولكن الجهود المبذولة لتحقيق المواءمة في صناعة الخدمات المالية الإسلامية لم تحقق إلى الآن إلا نجاحًا محدودًا بسبب ضعف قبولها من قبل الصناعة.

41. علماء الشريعة. يقدم سوق رأس المال الإسلامي حاجة إضافية للحصول على موافقة دينية لكل إصدار للتأكد من أن الأمر يتوافق مع متطلبات الشريعة. وفي حين أن هذه العملية واضحة ومباشرة لإصدارات الأسهم، شريطة أن تكون هناك مجموعة من معايير الفحص المحددة سلفًا، إلا أنه بالنسبة للمنتجات الأخرى مثل الصكوك، يمكن أن تتطلب عملية الموافقة معرفة كبيرة بالهياكل القانونية والاقتصادية قبل اعتمادها. وهذا يفرض متطلبات كبيرة على توافر وخبرة علماء الشريعة، وقد اعتُبر عائقًا أمام زيادة عروض التمويل الإسلامي. وبالإضافة إلى عمليات الموافقة، هناك أيضًا حاجة إلى وضع إجراءات واضحة مطابقة لاحتمال تحول الموجودات بعد ذلك إلى موجودات مخالفة لأحكام الشريعة ومبادئها. وبالتالي، فإن الشركات أو الجهات المصدرة التي تقدم منتجات أسواق رأس المال الإسلامي بحاجة إلى الوصول المستمر إلى علماء الشريعة الذين هم على دراية بأنواع مختلفة من المنتجات، والخدمات، والأنشطة في أسواق الأوراق المالية. ولذلك فإن توافر علماء الشريعة ذوي المعرفة الكافية والمفصلة بأسواق رأس المال مهم للغاية لتحديد التبعات المحتملة للشريعة ومعالجتها بشكل فعال ودقيق ولتسهيل المزيد من التطوير والنمو لسوق رأس المال الإسلامي داخل وعبر المزيد من الدول.

42. *أسواق صكوك الشركات*. تحسين مصادر التمويل من حيث فئات الموجودات هو حاجة رئيسة أخرى لسوق رأس المال الإسلامي. وما زالت إصدارات صكوك الشركات منخفضة، حيث تهيمن الإصدارات السيادية أو شبه السيادية على السوق. وسبب ذلك في بعض الحالات هو ضعف أسواق السندات التقليدية الناتج عن ديناميكيات السوق الأوسع مثل تيسر التمويل المصرفي بصفته بديلاً عن إصدارات أسواق رأس المال. وسواء كان هذا هو الحال أم لا، لا تزال الشركات المصدرة في العديد من الدول تواجه تحديات كبيرة في دخول سوق الصكوك مما يجعلها أقل جاذبية مقارنة بالسندات. ومن تلك التحديات القيود التنظيمية مثل الافتقار إلى اللوائح المناسبة و / أو عدم وجود إطار تشريعي يسهل إصدار الصكوك، وارتفاع تكلفة الإصدار، وتعقيد عملياته، وطول الوقت قبل الدخول إلى السوق كما تمت مناقشته سابقاً. لذلك من المهم معالجة هذه القضايا لتسهيل تطوير سوق صكوك الشركات.

القسم الثالث: شروط لتطوير سوق رأس المال الإسلامي

43. هناك عدد من الشروط اللازمة لتطوير سوق رأس المال الإسلامي، ومنها شروط متعلقة بالاقتصاد الكلي وشروط متعلقة بالأسواق المالية.

44. تشمل شروط الاقتصاد الكلي كلاً من مستوى الناتج المحلي الإجمالي للدولة ومعدل نموه. هذه هي القوى الرئيسية الدافعة الكامنة وراء المعروض من الأموال والطلب على الأموال التي تتدفق إلى كل من أسواق رأس المال الأولية والثانوية.

(قد يؤدي مستوى الناتج المحلي الإجمالي أيضاً إلى وجود أسواق رأسمالية أعمق عبر قنوات أخرى). بالطبع، قد تمتد أسواق رأس المال إلى أكثر من دولة، وفي هذه الحالة سيكون وعاء الناتج المحلي الإجمالي أوسع.⁵ من العوامل أيضاً استقرار الاقتصاد الكلي الذي يوفر الأسس للمستثمرين للاستثمار على المدى الطويل، والسياسات المالية لا سيما الاختلالات في الموازنة التي قد تؤثر على رغبة الحكومات في جمع الأموال عن طريق إصدار الصكوك. وسيساعد برنامج إصدارات الصكوك السيادية لفترات استحقاق مختلفة على إنشاء منحى العائد، وبالتالي توفير معايير مرجعية يمكن على أساسها تقييم صكوك الشركات. كما قد يؤدي سوق الصكوك الحكومية أيضاً دوراً محفزاً في خلق حد أدنى من حجم التداول والسيولة لتحفيز وتحسين السوق الخاص.⁶

45. إلى جانب شروط الاقتصاد الكلي، فإنه يشترط في السوق المالية التي تسهل تطوير وتعميق سوق رأس المال الإسلامي الأمور التالية:

46. بيئة قانونية ومؤسسية قوية - الإطار القانوني والتنظيمي السليم والفعال الذي يأخذ في الاعتبار خصوصيات سوق رأس المال الإسلامي مهم في تسهيل النمو القوي للسوق. إن نزاهة سوق رأس المال الإسلامي والحماية المقدمة للمستثمرين لها أهمية قصوى. كما يمكن أن تكون الثقة والاطمئنان في سوق رأس المال الإسلامي محركاً مهماً لكل من تجارة التجزئة المحلية وعبر الحدود وتدفقات الأموال المؤسسية إلى الأسواق. ويمكن تحقيق هذه الصفات من خلال تشجيع إطار رقابي وتنظيمي يتسم بالكفاءة والفعالية ويشمل الحوكمة الشرعية، وحماية قوية للمستثمر، ورقابة قوية على المشاركين في السوق، ومراقبة قوية، وإنفاذاً قوياً لقواعد السوق ولوائح التنظيمية، ومستوى عالياً من الشفافية، وكلها جوانب تقرر بالسمات والخصائص المحددة للتمويل الإسلامي وتعالجها بشكل كافٍ. وهذا يقتضي وجود جهة تنظيمية لأسواق رأس المال تتمتع بالاستقلالية، والمعرفة، والصلاحيات، والموارد الكافية، إضافة إلى نظام قضائي كفء ومستقل ومهنيين مثل المحامين والمحاسبين.

⁵ هناك العديد من الأمثلة على الدول الصغيرة نسبياً والتي لها حضور كبير في أسواق رأس المال الإقليمية أو العالمية. ومن الأمثلة على ذلك في التمويل التقليدي هونغ كونغ ولوكسمبورغ.

⁶ بطبيعة الحال قد تختار الحكومات إصدار الصكوك لأسباب غير احتياجاتها التمويلية، على سبيل المثال للمساعدة في تلبية احتياجات إدارة السيولة للمصارف الإسلامية أو لتحفيز تطوير أسواق رأس المال. ستتم مناقشة هذه النقطة بمزيد من التفصيل لاحقاً.

47. حماية المستثمر لها جانبان. يتعلق الأول منهما بدعم حقوق المساهمين أو غيرهم من المستثمرين في الشركات أو الصناديق التي قد يستثمرون فيها. ومع ذلك، في أسواق التداول وفي المعاملات التي تتم عن طريق الوساطة على وجه الخصوص، فإنه يستلزم أيضاً الحماية من الممارسات المضللة، أو الخادعة، أو الاحتيالية، بما في ذلك التداول الداخلي، والتداول الاستباقي (التداول قبل العملاء)، وإساءة استخدام موجودات العملاء، أو الادعاءات المضللة بشأن الالتزام بأحكام الشريعة ومبادئها. إن هيكل أسواق الأوراق المالية، فضلاً عن عدم تناظر المعلومات، يعني أن المستثمرين معرضون بشكل خاص لسوء السلوك من جانب الوسطاء والجهات المصدرة الأساسية والمديرين. ومع محدودية قدرة المستثمرين الأفراد على اتخاذ إجراءات مضادة، ينبغي أن يتاح لهم اللجوء إلى آلية محايدة (مثل المحاكم أو غيرها من آليات تسوية المنازعات) أو وسائل الانتصاف والتعويض عن السلوك غير اللائق. كما ينبغي أن تكون هناك أيضاً إرشادات إضافية فيما يتعلق بمسائل الالتزام بأحكام الشريعة ومبادئها وعمليات علاجية (وتطهير الدخل) في حالة وقوع مخالفة لأحكام الشريعة ومبادئها. كما تحتاج العقود في سوق رأس المال الإسلامي أيضاً إلى ضمان الوضوح للمستثمرين فيما يتعلق بالقانون الناظم الذي سيحكم اليه في حالات النزاع (إن وجدت) والمحاكم التي سوف يتم سماع القضايا فيها. وهذا العامل مهم للمستثمرين الراغبين في تقدير المعاملة القانونية التي سوف تمنح للعقود المتفقة مع أحكام الشريعة ومبادئها؛ أي تحديداً كيفية تعامل المحاكم مع المرافعات المتعلقة بالشريعة. إضافة إلى ذلك، يعد الإفصاح الكامل عن المعلومات الجوهرية لقرارات المستثمرين أحد أهم الوسائل لضمان حماية المستثمر. وهذا يشمل الإفصاح الكافي عن عمليات الالتزام بأحكام الشريعة ومبادئها فيما يتعلق بالمنتجات والخدمات، والحقوق العامة، والمسؤوليات والتعرضات الخاصة بالمستثمرين بناءً على العقود الأساسية المتفقة مع أحكام الشريعة ومبادئها. وبموجب ذلك، يصبح المستثمرون أكثر قدرة على تقييم المخاطر والعوائد المحتملة لاستثماراتهم، وبالتالي حماية مصالحهم الخاصة.

48. في العديد من الدول، لتحفيز تطوير سوق رأس مال إسلامي عميق ومرن، من الضروري إزالة العوائق التنظيمية والقانونية من خلال إدخال قوانين ولوائح تنظيمية لتلبية خصوصيات منتجات سوق رأس المال الإسلامي، مما يتيح إنشاء التوريق الإسلامي وتطوير أدوات مالية متفقة مع أحكام الشريعة ومبادئها. كما تم اقتراحه بالفعل، قد يعني هذا ضمان الحياد الضريبي بين الأدوات الإسلامية والتقليدية. كما قد يعني توفير الشركات ذات الغرض الخاص للسماح بإصدار الصكوك، أو تحديد إفصاحات معينة. إن مذكرة إرشادية كهذه لا يمكن أن تكون تفصيلية تماماً لأن التغييرات التي ينبغي إجراؤها تعتمد على المنهج التنظيمي القائم للدولة. وفي كثير من الأحيان، يصاغ النظام بالنظر إلى التمويل التقليدي وحده،

ولكن الفحص الدقيق فقط هو الذي سيحدد ما إذا كان النظام يسبب عقبات أمام النظر الإسلامي. كما سيعتمد الأمر كثيراً أيضاً على درجة حرية التصرف الممنوحة للجهة التنظيمية لأسواق رأس المال، والتي قد توفر مرونة مفيدة للتعامل مع خصوصيات التمويل الإسلامي.

49. يحتوي المعيار رقم 21: المبادئ الأساسية لمجلس الخدمات المالية الإسلامية لتنظيم التمويل الإسلامي (قطاع سوق رأس المال الإسلامي) 38 مبدأً أساسياً تمثل أساساً لتنظيم سوق رأس المال الإسلامي في أي دولة. وتنص منهجية التقييم، التي تم تطويرها للمساعدة في تطبيق هذه المبادئ على أن التنظيم الفعال يعتمد على إطار قانوني مناسب من شأنه تسهيل إصدار منتجات سوق رأس المال الإسلامي، وتمكين التنظيم والمراقبة الفعالين الإنفاذ الفعال في حالة الإخفاق في الالتزام بمبادئ الشريعة وأحكامها. إن التنظيم الشامل، والقابل للتكيف، والفعال الذي يأخذ في الاعتبار خصائص وسمات سوق رأس المال الإسلامي ضروري لاستيفاء المبادئ الأساسية المذكورة أعلاه. كما تؤدي الجهات التنظيمية دوراً حاسماً في إنفاذ القوانين واللوائح التنظيمية التي تحمي المستثمرين وتحافظ على الالتزام بأحكام الشريعة ومبادئها وتضمن أن الأسواق تعمل بشكل عادل وفعال. وما يعادل ذلك أهمية هو الحاجة إلى مراجعة نطاقات اللوائح التنظيمية، لا سيما في الأوقات الحالية للتأكد من أنها تواكب التطورات الجديدة في كل من بيئة الاقتصاد الكلي الخارجية وكذلك التغييرات الهيكلية في سوق رأس المال الإسلامي بسبب الابتكار. وينبغي أن تكون الجهات التنظيمية قادرة على مراجعة ما إذا كانت متطلباتهم التنظيمية الحالية وإطار العمل الخاص بهم يتعامل بشكل مناسب مع المخاطر التي تشكلها لحماية المستثمر، والحوكمة الشرعية، والأسواق العادلة والفعالة والشفافة، فضلاً عن تخفيض المخاطر النظامية مع مراعاة طبيعة وأنواع أدوات سوق رأس المال الإسلامي الموجودة أو التي سيتم اعتمادها في الدولة. كما أن المراجعة المنتظمة لنطاق اللوائح التنظيمية ستأخذ في الاعتبار فعالية اللوائح التنظيمية الحالية وضرورة تعديلها أو اعتماد لوائح تنظيمية جديدة في ضوء التطورات الجديدة في السوق وخصوصيات الشريعة. كما ينبغي أن يضمن الإطار التنظيمي في جميع الأوقات أن الجهة التنظيمية تتمتع باستقلالية كافية للأنشطة التشغيلية اليومية، والسلطات والموارد (المالية والبشرية) لتنظيم ومراقبة المشاركين في السوق، والمنتجات، والأنشطة بشكل فعال، وضمان الالتزام بأحكام الشريعة ومبادئها.

50. *الحماية القانونية للمستثمرين* - من أجل توفير الثقة للمستثمرين لوضع أموالهم في منتجات وخدمات متفقة مع أحكام الشريعة ومبادئها ومنحهم ضماناً بأن حقوقهم التعاقدية سيتم إنفاذها إذا لزم الأمر، فإن الحماية القانونية في

حالة التعثر أو سوء السلوك هي شرط لمشاركة المستثمر في سوق رأس المال الإسلامي. ولقد تمت بالفعل مناقشة بعض جوانب هذا الأمر، مثل النظام القضائي الكفاء والمحايد. لكن السمات ذات الصلة بالعديد من منتجات أسواق رأس المال الإسلامي تعتمد على عقود محددة متفقة مع أحكام الشريعة ومبادئها، وأن توافقها مع الشريعة قد يكون محل نزاع في بعض الظروف. لذلك يحتاج المستثمرون إلى توضيح فيما يخص كيفية التعامل مع النزاعات التي تنطوي على جوانب شرعية والكيفية التي سيتم بها تفسير العقود في كل من المحاكم والآليات البديلة لتسوية المنازعات.

51. بالإضافة إلى آليات الإنفاذ الخاصة، تؤدي مصداقية الجهة التنظيمية للأوراق المالية دورًا رئيسيًا في منع المستثمرين والجهات المصدرة من استغلال عدم التناظر في المعلومات وعدم فهم العقود المتفقة مع أحكام الشريعة ومبادئها، على حساب الأطراف الأقل معرفة. وهذا يتطلب من الجهات التنظيمية أن يكون لديها برنامج للمراجعة الفعلية للمعلومات المقدمة من الجهات المصدرة للتأكد من أنها كاملة ودقيقة وفي الوقت الملائم، وبرامج للاستجابة للشكاوى. كما تحتاج أيضًا إلى مراقبة المشاركين في السوق والأسواق نفسها بهدف ردع (وإذا لزم الأمر، معاقبة) المخالفات بما في ذلك: مخالفة أحكام الشريعة ومبادئها، وتغيير حالة التزام المنتج بأحكام الشريعة ومبادئها، وإعطاء معلومات مضللة للمستثمرين.

52. *درجة الانفتاح المالي الدولي* - لقد ثبت أن السياسات الخارجية، بما في ذلك الانفتاح المالي عمومًا، وتحرير أسواق الأوراق المالية خصوصًا، تساعد في الاستفادة من التوسع في أسواق رأس المال المحلية من خلال السماح بتدفقات رأس المال الأجنبي إلى الأسواق المحلية، مما قد يؤدي أيضًا إلى تخفيض تكلفة رأس المال وتكاليف المعاملات، مما يدعم تطوير أسواق الصكوك والأسهم.

53. من سمات التدويل أنه محرك لتطوير سوق رأس المال من خلال فتح المجال أمام المستثمرين والجهات المصدرة الدولية بما يحقق عددًا من الآثار الإيجابية، لا سيما في سوق الأوراق المالية للشركات في الدولة. ويشمل ذلك توسيع وعاء المدخرات المحتملة، مما يسمح بإصدار المزيد من الأوراق المالية بعوائد متوقعة منخفضة. بالإضافة إلى ذلك، من آثار تحرير السوق تخفيض تكلفة رأس المال من خلال تيسير تقاسم المخاطر بين الوكلاء المحليين والأجانب. إضافة إلى ذلك، بما أن ظروف واحتياجات وتوقعات المستثمرين الأجانب والمصدرين يمكن أن تختلف عن تلك الخاصة بالمستثمرين المحليين، فإن دخولهم يمكن أن يزيد أيضًا من سيولة السوق المحلية وعمقها، بما في ذلك أسواق التحوط المحلية. كما

يمكنه أيضًا تقليل التقلبات عن طريق تقليل الحساسية للتطورات الخاصة بكل دولة، حتى لو كان من المحتمل أن يزيد من التعرض للآثار العالمية غير المباشرة.

54. ومع ذلك، فإن تأثيرات التدويل ستكون مختلفة عبر أجزاء سوق رأس المال الإسلامي المختلفة. وتحليل ذلك الأثر يسير نسبيًا فيما يتعلق بالأسهم التي عادة ما تكون مدرجة في الأسواق المحلية وبالعملة المحلية. أما الصكوك فتصدر إما بالعملة المحلية أو بعملة أجنبية مثل الدولار الأمريكي. ومن الشائع أيضًا إدراج صكوك العملات الأجنبية في أكثر من بورصة واحدة. وبالتالي، فإن التداول الدولي لهذه الصكوك أقل ارتباطًا بتدويل السوق المحلية.

55. *حوكمة الشركات*. تعد الحوكمة الفعالة للشركات أمرًا بالغ الأهمية لتحقيق الأداء السليم، والسلامة، والكفاءة والاستقرار العام، والمرونة لسوق رأس المال الإسلامي، مع تعزيز ثقة المستثمرين وتشجيعهم على اتخاذ قرارات طويلة الأجل. وفي هذا الصدد، يحتاج سوق رأس المال الإسلامي إلى لوائح تنظيمية متسقة ومتناسقة وعالية الجودة لحوكمة الشركات والإفصاحات المناسبة في الوقت الملائم لتحديد نقاط الضعف التي يمكن أن تؤدي إلى مستوى أعلى من مخاطر السوق التي قد تؤدي بدورها إلى عدم الاستقرار المالي. وتحقيقًا لهذه الغاية، يمكن للجهات المنظمة لسوق رأس المال الإسلامي أن تؤدي دورًا بارزًا في تنسيق أنشطتها ومناهج المراجع القياسية والممارسات من خلال تطبيق المعايير الدولية، مع مراعاة الخصائص والأوضاع الخاصة بكل سوق. وتتعامل الجهات التنظيمية لسوق رأس المال الإسلامي يوميًا بعد يوم مع القضايا الرئيسية، والخروقات، وحالات عدم الاستقرار التي يمكن أن تؤثر على سوق رأس المال الإسلامي، والتي يمكن تجنبها من خلال وجود هياكل حوكمة فعالة للشركات، بما في ذلك على سبيل المثال، اختيار أعضاء المجلس الذي يأخذ في الاعتبار الحاجة للإشراف الفعال على الالتزام بأحكام الشريعة ومبادئها، والكفاءة اللازمة للاضطلاع بهذه المسؤوليات بالإضافة إلى الإفصاح الموثوق عن المعلومات الجوهرية المتعلقة بعوامل الخطر الفريدة ذات الصلة، بما في ذلك جودة تقارير الالتزام بأحكام الشريعة ومبادئها، والاستدامة، والمخاطر الاجتماعية والسيبرانية. كما ينبغي تقييم كفاءة وملاءمة الأنظمة والضوابط بشكل دوري، بما في ذلك تحديد أوجه القصور في أنظمة الرقابة والإجراءات التصحيحية المناسبة التي يتعين اتخاذها.

56. يعد هذا النوع من الأدوار النشطة في حوكمة الشركات ملائمًا بشكل أكبر للكيانات الخاضعة للرقابة النشطة مثل الوسطاء ومديري الصناديق وما إلى ذلك. وبالنسبة للجهات المصدرة (بخلاف شركات الخدمات المالية)، قد يتم تطبيق

معايير مختلفة لحوكمة الشركات، وقد تقع المسؤولية بشأنها على عاتق الجهة التنظيمية لأسواق رأس المال، أو سلطة الإدراج (إذا لم تكن هاتان السلطان واحدة)، أو جهة تنظيمية للشركات. ومع ذلك، في مثل هذه الحالات، من المرجح أن تكون قضايا ومناهج حوكمة الشركات مماثلة لتلك الموجودة في الأسواق التقليدية.

القسم الرابع: أفضل الممارسات الموصى بها

57. مازال تطوير وتعميق سوق رأس المال الإسلامي عملاً قيد التنفيذ بالنسبة لمعظم الدول مع استمرار نموها الاقتصادي وتطورها. لذلك، قد تحتاج السلطات المنظمة لأسواق رأس المال إلى تكييف الأحكام التنظيمية باستمرار لضمان الحوكمة الشرعية الفعالة، وحماية المستثمر، ونزاهة السوق، والاستقرار المالي مع تطور نشاط سوق رأس المال الإسلامي في دولها. وهذا مهم بصفة خاصة نظراً لتتالي ظهور المنتجات المالية الجديدة، والاستخدام المتزايد للتقنيات المالية في سوق رأس المال الإسلامي. كما تتأثر حالة سوق رأس المال الإسلامي أيضاً بحالة تطور أجزاء أخرى من بيئة التمويل الإسلامي، بما في ذلك المصرفية الإسلامية، والتكافل، والبنية التحتية القانونية الداعمة، وممارسات المساءلة، والمعرفة الشرعية وما إلى ذلك.

58. يختلف كل سوق من حيث الحجم والخصائص، ولذا لا يوجد حل واحد يناسب الجميع.

59. في ضوء المناقشة في الأقسام السابقة حول الثغرات وشروط تطوير سوق رأس المال الإسلامي، تقدم المبادئ الإرشادية التوصيات التالية.

4.1 استراتيجية شاملة لتطوير سوق رأس المال الإسلامي

60. يمكن لسوق رأس المال الإسلامي أن تؤدي دوراً مهماً في تلبية الاحتياجات التمويلية للاقتصادات. كما أنها ضرورية لتطوير قطاعات التمويل الإسلامي الأخرى التي تحتاج إلى فرص الاستثمار التي توفرها. وفي المقابل، وبشكل عام، فإن النظام المالي الإسلامي القوي داعمٌ مهمٌ لتنوع سوق رأس المال الإسلامي وله القدرة على جلب فئات متنوعة من المستثمرين. ولذا، ينبغي أن يكون تطوير سوق رأس المال الإسلامي جزءاً من الاستراتيجية الإجمالية للدولة جنباً إلى جنب مع تطوير قطاعي المصرفية الإسلامية والتكافل. ويمكن أن تشمل الاستراتيجية عدداً من الجوانب، بما في ذلك التنسيق بين السلطات الوطنية، ومعالجة الشروط المسبقة لتطوير سوق رأس المال الإسلامي، وتطبيق المعايير الدولية لتنظيم التمويل الإسلامي، ووضع معايير مناسبة لحوكمة الشركات والحوكمة الشرعية.

61. إن تعميق السوق النقدية الإسلامية مسألة أخرى ذات أهمية خاصة لهذه الاستراتيجية نظراً للتداخل والتفاعل المشار إليه سابقاً بين السوق النقدية وسوق رأس المال الإسلامي. ولكن، ينبغي أن يكون للاستراتيجية تفاعل مع

استراتيجيات تطوير الأسواق التقليدية ذات الصلة لأنه يبدو أن هنالك بعض الانسجام بين هذه الأسواق ولو كان غير رسمي.

62. بينما تؤدي الجهات التنظيمية للأوراق المالية دورًا رئيسًا في تطوير سوق رأس المال الإسلامي، فإن التنسيق بين السلطات الوطنية بما في ذلك صانعي السياسات، والمصارف المركزية، والجهات التنظيمية الأخرى مهم أيضًا في تعميق سوق رأس المال الإسلامي. ومن أهم هذه الاعتبارات دور السياسات الضريبية التي تقع ضمن اختصاص صانعي السياسات الآخرين. ولتسهيل تطوير سوق رأس المال الإسلامي، قد تحتاج الدول إلى مراجعة وتعديل أنظمتها الضريبية لضمان بيئة تعامل متكافئة الفرص للتمويل الإسلامي ولضمان أن النظام الضريبي لا يفرض عبئًا إضافيًا على المعاملات المالية الإسلامية. إضافة إلى ذلك، فإن العديد من التدابير الأخرى اللازمة لنمو سوق رأس المال الإسلامي ربما لا تكون ضمن اختصاص الجهة المنظمة لأسواق رأس المال (على سبيل المثال، مشاركة صناديق التقاعد المتفقة مع أحكام الشريعة ومبادئها، وشركات التكافل، والمصارف الإسلامية التي تنشط في سوق رأس المال الإسلامي). أما الجوانب الأخرى التي قد تستفيد من منهج منسق بين مختلف السلطات، فهي محو الأمية المالية والتثقيف المالي، وهما أمران أساسيان لمشاركة مستثمري التجزئة في سوق رأس المال الإسلامي.

63. معالجة الشروط المسبقة لتطوير سوق رأس المال الإسلامي عامل رئيس آخر في الاستراتيجية الشاملة لتعميق سوق رأس المال الإسلامي. وقد يشمل ذلك تعديلات على التشريعات لوضع أحكام متينة للتمويل الإسلامي ضمن قانون العقود؛ وقوانين الضرائب؛ وقوانين الإفلاس والإعسار؛ وأنظمة تسوية المنازعات، وهي شروط مسبقه مهمة لتطوير سوق رأس المال الإسلامي ينبغي معالجتها بشكل مشترك من قبل السلطات.

64. فيما يتعلق بالأوراق المالية الإسلامية، إذا دعت الحاجة إلى معالجة الخصوصيات الشرعية وأي اختلافات عن الممارسات التقليدية، ينبغي أن يشمل المنهج التنظيمي إطارًا واضحًا للإنشاء والتداول والتسوية؛ وحماية فعالة وكفوءة للمستثمر؛ وإفصاحات مناسبة، وأن يوضح التزامات الهيئات الشرعية والمستشارين، وما إلى ذلك.

65. من المحتمل أن تتطلب بعض التغييرات تعديل القانون الرئيس؛ كما تقدم في مثال قانون الإعسار. كما قد يؤثر بعضها على استراتيجية الحكومة الأوسع، مثل تدويل أسواق رأس المال أو الطريقة التي يتم بها توفير المعاشات التقاعدية

وغيرها من أشكال الضمان الاجتماعي. لذلك لا ينبغي أن تقتصر الاستراتيجية على السلطات التنظيمية ومن المرجح أن تتطلب مشاركة الوزارات الرئيسية.

66. إن بناء القدرات على مستوى السلطات التنظيمية، وكذلك إلى حد ما، للفاعلين في السوق، سيكون مفيداً في تنفيذ استراتيجيات ولوائح سوق رأس المال الإسلامي. وقد تحتاج بعض الدول أيضاً إلى إيجاد طرق لتشجيع زيادة معرفة المختصين الشرعيين بتقنيات منتجات سوق رأس المال والتمويل الإسلامي إضافة إلى معارفهم الشرعية. وقد يشمل ذلك التعاون مع الدول الأكثر رسوخاً في هذا المجال. وبما أن تشجيع المعرفة الدينية على هذا النحو محل إشكال بالنسبة للهيئات الحكومية، فقد تحتاج إلى تشجيع المنظمات غير الحكومية على العمل في هذا المجال.

4.2 زيادة مشاركة المستثمر المؤسسي

67. أصبح من المسلم به منذ زمن أن من الأمور ذات الأهمية في تنمية سوق رأس المال الإسلامي تطوير قاعدة استثمار مؤسسي محلية عميقة ومتنوعة. كما يمكن أن يؤدي المستثمرون المؤسسيون دوراً فعالاً في زيادة تقبل مجموعة أوسع من الأصول التي يتم إصدارها وتداولها في سوق رأس المال الإسلامي. وتمكّن الموارد الكبيرة التي يمتلكها المستثمرون المؤسسيون، من إيجاد الطلب الضروري على الأوراق المالية المتفقة مع أحكام الشريعة ومبادئها التي يتم إصدارها من قبل القطاعين العام والخاص. ومن حيث المبدأ، ينبغي أن يكون هذا الطلب قادراً على تكوين العرض الخاص به تدريجياً. ومع ذلك، لن يرغب في الاقتصار على الاستثمار في الأصول المتفقة مع أحكام الشريعة ومبادئها إلا بعض المستثمرين المؤسسيين، بينما قد يرغب بعضهم في التعامل مع الملتزم الرئيس بغض النظر عما إذا كان يصدر صكوكاً أو سندات تقليدية. وبالتالي، فإن جزءاً فقط من الطلب على الأوراق المالية المتفقة مع أحكام الشريعة ومبادئها من طرف المستثمرين المؤسسيين سوف يحرك المعروض من الموجودات المتفقة مع أحكام الشريعة ومبادئها. وبقدر تمكّن السلطات في الدولة من تشجيع مشاركة المستثمرين المؤسسيين، ينبغي أن يكون التركيز على أولئك الذين يرجح أن يفضلوا فعلياً الأوراق المالية المتفقة مع أحكام الشريعة ومبادئها. ويرتبط تطوير قاعدة مستثمر مؤسسي جزئياً بكيفية ومدى ادخار الأفراد للمستقبل البعيد وللحماية ضد الظروف السلبية. وفي بعض الاقتصادات، هناك نطاق لتشجيع المزيد من الادخار من خلال صناديق التقاعد، والتكافل العائلي، وبرامج الاستثمار الجماعي الإسلامي، وما إلى ذلك، والتي يمكنها جميعاً أن تساهم في مجتمع المستثمرين المؤسسيين في سوق رأس المال الإسلامي.

68. يشكل المستثمرون المؤسسيون حاليًا غالبية قاعدة المستثمرين لمنتجات أسواق رأس المال الإسلامي. وقد أشار استطلاع لرأي أعضاء مجلس الخدمات المالية الإسلامية إلى أن إصدارات الصكوك في معظم الدول تستهدف بشكل أساسي المستثمرين المؤسسيين فقط. ويمكن أيضًا استخدام آليات مثل الوحدات ذات الأحجام الكبيرة لجعلها غير متاحة لمستثمري التجزئة. ومع ذلك، فإن نسبة الاستثمار من قبل المستثمرين المؤسسيين في سوق رأس المال الإسلامي لا تزال صغيرة نسبيًا عند مقارنتها بالأسواق التقليدية. وكذلك، فإن وجود المستثمرين المؤسسيين ليس بحد ذاته شرطًا كافيًا لتعميق السوق. وخصوصًا إذا تم تخصيص الأموال بشكل كبير للصكوك السيادية، فسيكون التأثير المتوقع ضئيلاً بالنسبة لحجم الإصدارات الجديدة من صكوك الشركات. وكذلك، إذا اتبع المستثمرون المؤسسيون استراتيجيات الشراء والاحتفاظ في سوق الصكوك، فإن ذلك لن يساعد كثيرًا في تنشيط سيولة السوق.

69. لاستقطاب مشاركة أكبر للمستثمرين المؤسسيين، ينبغي على السلطات التنظيمية وغيرها من السلطات العمومية ضمان تكافؤ الفرص للمستثمرين المؤسسيين الأجانب إضافة إلى تطبيق استراتيجيات لزيادة عمق وتنوع قاعدة المستثمرين المؤسسيين المحليين. كما يمكن أن يؤدي التوسع الحثيث في خيارات الاستثمار في سوق رأس المال الإسلامي إلى توسيع دور وتأثير المستثمرين المؤسسيين وتحسين التداول في السوق الثانوية. ويمكن أن تساعد السياسات التي تشجع على مشاركة أكبر من جانب المستثمرين المؤسسيين، مثل صناديق التقاعد وشركات التكافل، على تخفيف التقلبات وكذلك إنشاء جمهور محلي يرفع معايير حوكمة الشركات ويحسن كفاءة سوق رأس المال الإسلامي.

4.3 تعميق السيولة في السوق

70. سيولة السوق شرط أساس لكي يعمل السوق بفاعلية لعدة أسباب. أولاً، لتأثيرها الكبير على تكوين الأسعار واكتشافها، وهما عنصران أساسيان لسوق فعال. وهذا يستقطب بدوره المصدرين لأنه مصدر تمويل منخفض التكلفة، والمستثمرين لأنه مصدر لفرص الاستثمار. ثانيًا، سيولة السوق مهمة أيضًا للاستقرار والقوة الماليين لأنها تساعد على امتصاص الصدمات النظامية. كما يمكن للسوق السائلة بشكل عام أن تخفف من تقلب الأسعار الناجم عن التحولات المفاجئة في مستوى إقدام المستثمر على المخاطر. ومع ذلك، من الصعب حاليًا تحقيق السيولة في أسواق معينة لرأس المال الإسلامي، بسبب الفجوات في هياكل السوق والبنية التحتية والأطر التنظيمية مثل تلك التي تخفض تكاليف المعاملات.

71. إن تعميق سيولة السوق في سوق رأس المال الإسلامي وتعزيز الهياكل الجزئية الإجمالية للسوق بالإضافة إلى توسيع نطاق المنتجات المتاحة أمر مهم لاستقطاب تدفقات الطلب العالمي، وتعزيز القيمة الشاملة التي يقدمها السوق وكذلك الاعتراف بقيمة الكيانات الفردية المدرجة. وهناك حاجة لعدد من العناصر الأساسية لتعميق سيولة السوق بما في ذلك زيادة المعروض من المنتجات الاستثمارية وأدوات التحوط المتفقة مع أحكام الشريعة ومبادئها. ويتبين من النظر في الأسواق التقليدية أن توافر أسواق تكميلية أعمق مثل المشتقات التي تسهل التحوط من تعرضات المخاطر بما يمكن المستثمرين من تكييف تعرضاتهم حسب الرغبة، أو الفرصة المتصورة، أو القيود الأخرى تزيد رغبة المستثمرين في الولوع إلى أسواق معينة، وقد لوحظ أنها تحسن السيولة في تلك الأسواق.

72. يمكن أن يؤدي تقليل التجانس بين المشاركين في السوق من حيث احتياجات المعاملات، ومستوى الإقدام على المخاطر، وآفاق الاستثمار إلى تعزيز سيولة السوق. وهذا يتطلب النظر في الأنواع المختلفة من المستثمرين المؤسسيين الذين ينبغي تشجيعهم؛ فمثلاً، تنحو صناديق التقاعد نحو أفق استثماري طويل مع تفاوت مستويات إقدامها على المخاطر؛ بينما يكون أفق شركات التكافل العام بضع سنوات وإقدامها على المخاطر منخفضاً؛ أما برامج الاستثمار الجماعي الإسلامي النشطة فتمارس التداول يوميًا، وغالبًا مع إقدام عالٍ نسبيًا على المخاطر. كذلك فإن تشجيع المشاركة الأجنبية في سوق رأس المال الإسلامي يؤدي إلى زيادة المنافسة مع الأطراف الفاعلة المحلية وكذلك توسيع نطاق وصول السوق إلى وعاء السيولة الدولي. وتشمل الخطوات الأخرى تحسين البنية التحتية للتداول الخاصة بالبورصات من خلال التقدم التكنولوجي في أنظمة التداول، وكذلك تطوير الروابط بين الأسواق وإعادة هيكلة البورصات، مما يسمح للبورصات بالاستفادة بكفاءة من أسواق متعددة للحصول على السيولة.

73. السيولة عنصر حاسم في تطوير سوق رأس المال. وينبغي على السلطات التنظيمية استكشاف المبادرات التي من شأنها تشجيع التطوير طويل الأجل للعناصر المختلفة التي تساهم في تعميق سيولة السوق. كما ينبغي أن يكون الهدف الرئيس للجهات التنظيمية هو تحقيق درجة مستدامة من السيولة في الأسواق، مع ضمان قدرة السوق على استيعاب ومقاومة أي تأثير سلبي قد ينشأ في حالة حدوث أزمة مالية. وبالتالي، ينبغي أن تكون الجهود التنظيمية موجهة لدعم تطوير إطار هيكلي يمكن أن يضمن أسواقًا عميقة، وواسعة، وقوية.

74. يمكن دعم تعميق سيولة السوق الأولية من خلال زيادة الإصدارات في السوق الأولية، بما في ذلك الإصدارات السيادية، وكذلك وضع تدابير تشجع وتسهل المزيد من إصدار الصكوك من قبل الشركات لتلبية متطلبات التمويل الخاصة بها. ونظراً إلى المشاركة المحدودة للشركات في سوق الصكوك بشكل عام، ينبغي على السلطات تسهيل تطوير سوق صكوك الشركات من خلال تعزيز البنية التحتية للسوق، وتعديل الأطر الضريبية، وتوسيع قاعدة المستثمرين، التي يمكن أن تستقطب الشركات المصدرة للدخول إلى السوق. وفي السنوات الأخيرة، كانت النسبة الأكبر من إصدارات سوق الشركات من القطاع المالي، حيث يضم جزء مهم منها صكوك رأس المال التنظيمي الصادرة عن المصارف الإسلامية. كما قد يكون تشجيع وتسهيل المزيد من إصدارات الصكوك لاستيفاء متطلبات رأس المال التنظيمي للمصارف الإسلامية شيئاً قد تنظر فيه هيئات أسواق رأس المال مع مصارفها المركزية.

75. لتعزيز سيولة السوق الثانوية، ينبغي أن تأخذ السلطات التنظيمية والرقابية و/أو مؤسسات التداول بعين الاعتبار إدخال آليات صنع السوق في سوق رأس المال الإسلامي لضمان إمكانية إجراء معاملات كبيرة الحجم للمستثمرين المؤسسيين في جميع الأوقات. وغالباً ما يساهم صناع السوق في زيادة مستويات السيولة في السوق من خلال تقديم تسهيلات صنع السوق التي تساعد على تعزيز التداول، لا سيما في الأسهم الأقل سيولة. إن نقص السيولة في الصكوك (الصكوك السيادية وصكوك الشركات) له عدد من التبعات على السوق، ويفتح مجالاً هاماً لصناع السوق لتوفير السيولة وتسهيل تنفيذ طلبات المستثمرين. وقد يكون صناع السوق رسميين أو غير رسميين. ولا يحتاج صناع السوق غير الرسميين إلى أي حوافز. ومع ذلك، فإن صانعي السوق الرسميين ملزمون بتوفير السيولة حتى لو لم يرغبوا في ذلك أو عندما يطلبون حوافز عليه. ولذا، فإن وجود صانعي السوق الرسميين ممكن فقط عندما تكون سلطة السوق قادرة على منح الامتيازات وإنفاذ الالتزامات. إن إنشاء برامج صنع السوق في سوق رأس المال الإسلامي يمكن أن يدعم تعميق السيولة في الأسواق الثانوية.

76. إن وجود إطار تنظيمي مساعد لسوق رأس المال الإسلامي قد يشجع أيضاً على مشاركة الاستثمار الأجنبي. وقد يشمل ذلك دمج الحد الأدنى من معايير حماية المستثمر لسوق رأس المال الإسلامي. وقد أصدر مجلس الخدمات المالية الإسلامية مجموعة من المبادئ الإرشادية لحماية المستثمر في سوق رأس المال الإسلامي. وتتناول تلك المبادئ خصوصيات

سوق رأس المال الإسلامي،⁷ إلى جانب إطار شامل لحماية المستثمرين. وفي حين أن قدرًا كبيرًا من حماية المستثمر يركز على صغار المستثمرين الأفراد، الذين نادرًا ما يكونون مشاركين مباشرين في الاستثمار عبر الحدود، إلا أن هناك بالتأكيد جوانب من حماية المستثمر ذات صلة بالمستثمرين المؤسسيين والفئات المعروفة من "المهنيين" أو المستثمرين "المؤهلين".

77. كما نوقش بتفصيل أكثر في التوصية 4.8، يمكن للسلطات التنظيمية أيضًا فحص قدرتها على خفض التكاليف الظاهرة للمعاملات في سوق رأس المال الإسلامي بما في ذلك عمولات المعاملات، والضرائب، والأجور. ومن المتوقع أن تؤدي هذه الإجراءات إلى زيادة السيولة والمشاركة في السوق، مما يؤدي بعد ذلك إلى خفض تكاليف المعاملات الضمنية من خلال زيادة عمق السوق.

4.4 زيادة مشاركة مستثمري التجزئة

78. يمكن أن تكون زيادة مشاركة مستثمري التجزئة عاملاً مهمًا في تعزيز سيولة السوق، نظرًا لأن أوعية المدخرات في قطاع التجزئة هي في الواقع مصادر طبيعية للسيولة. وكذلك، فإن تنوع المشاركين في سوق رأس المال الإسلامي مع احتياجاتهم المختلفة، وتباين إقدامهم على المخاطر، واختلاف آفاقهم الاستثمارية له تأثير إيجابي على السيولة أكثر من التركيز على المستثمرين المؤسسيين فقط.

79. يمكن أن تكون زيادة الوصول إلى التداول الناتج عن الزيادة في التداول عبر الإنترنت أو المنصات الرقمية عاملاً مهمًا في جذب مستثمري التجزئة. ومع ذلك، قد تواجه بعض الأسواق أيضًا تقلبات مفرطة نتيجة للتداول عبر الإنترنت. لذلك من المهم ألا تركز السلطات المنظمة على تشجيع درجة أعلى من مشاركة التجزئة في سوق رأس المال الإسلامي فقط ولكن أيضًا على جذب المستثمرين المطلعين الذين يدركون مخاطر ومزايا الاستثمار في سوق رأس المال الإسلامي. ومن أجل تحقيق ذلك، قد تطور السلطات التنظيمية مبادرات تهدف إلى تحسين وعي وفهم مستثمري التجزئة لسوق رأس المال الإسلامي والتمويل الإسلامي من خلال برامج تثقيف المستثمرين مثل ندوات المستثمرين والجولات الترويجية أو برامج التوعية الأخرى حول سوق رأس المال الإسلامي، وكذلك تشجيع تطوير المزيد من منتجات أسواق رأس المال الإسلامي في الدول التي تستهدف قاعدة مستثمري التجزئة.

⁷ المعيار رقم 24: المبادئ الإرشادية لحماية المستثمر في أسواق رأس المال الإسلامي.

4.5 زيادة اليقين لدى المستثمرين وتوحيد الوثائق والإجراءات القانونية للإصدارات المتفقة مع أحكام الشريعة ومبادئها

80. ينبغي أن تعمل هيئات وضع المعايير، جنبًا إلى جنب مع السلطات التنظيمية، على تسهيل تقارب معايير تحديد الأدوات والمعاملات المتفقة مع أحكام الشريعة ومبادئها، بالإضافة إلى توحيد الوثائق والإجراءات القانونية، الأمر الذي من شأنه زيادة اليقين لدى المستثمرين بشأن تطبيق الشريعة في تنفيذ العقود، لا سيما تطبيقها في القضايا التي هي محل خلاف في الوقت الراهن.

81. يمكن أن يؤدي توحيد المستندات أيضًا إلى التغلب على المشكلات المتعلقة بالخلافات الشرعية بين الدول والاختلافات في أشكال العقود المقبولة من خلال المساعدة في جعل العقود المتفقة مع الشريعة مقبولة عبر الدول. وهذا بدوره يمكن أن يستقطب المزيد من التدفق الدولي للأموال إلى منتجات أسواق رأس المال الإسلامي. ومع أنه قد بذلت بعض الجهود لتحقيق ذلك، إلا أن توحيد التوثيق واجه حتى الآن بعض الصعوبات بسبب تباين الآراء الفقهية حول بعض القضايا التي تجعل التوصل إلى توافق على مستوى عالمي أمرًا صعبًا فضلاً عن التباين الضعيف للعقود الإسلامية المعيارية الصادرة حتى الآن.

4.6 توفير التمويل لقطاع الشركات الصغيرة والمتوسطة ومشاريع البنية التحتية

82. لدى الشركات الصغيرة والمتوسطة حاليًا خيارات محدودة عند سعيها للحصول على التمويل. وبعض هذه الخيارات مثل التمويل المباشر من البنوك، يحدث خارج سوق رأس المال بمفهومه المعهود، ولذا فهي غير ذات صلة بهذه المبادئ الإرشادية. ولكن، يمكن لسوق رأس المال الإسلامي أن تؤدي دورًا مهمًا في تحسين وصول الشركات الصغيرة والمتوسطة إلى تمويل متفق مع أحكام الشريعة ومبادئها ومعالجة فجوة الوساطة بين العرض والطلب. وتنضم الشركات الصغيرة والمتوسطة بارتفاع مخاطرها نسبيًا، وفي العديد من الدول، لا تزال تواجه عوائق تحول بينها وبين جمع التمويل في أسواق رأس المال. ومن العوائق التي تحول دون وصول الشركات الصغيرة والمتوسطة إلى التمويل من خلال السوق، فقدان التحكم الإداري، وتكاليف الطرح الأولي للاكتتاب العام، ومتطلبات الإدراج، والاهتمام المحدود من المستثمرين والمحللين.

83. تتضمن توصيات المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية بشأن تدابير تحسين تمويل الشركات الصغيرة والمتوسطة في سوق رأس المال أمورًا مثل إنشاء أسواق منفصلة للأسهم والدخل الثابت مع متطلبات تنظيمية مصممة خصيصًا للشركات الصغيرة والمتوسطة، وتعيين مستشاري السوق وإنشاء أنظمة صنع السوق وتقديم طرق بديلة للتمويل مثل الأسهم الخاصة المتفقة مع أحكام الشريعة ومبادئها، ورأس المال المخاطر، والتي يمكن أن تطبق على نحو مماثل على سوق رأس المال الإسلامي.⁸ وقد استخدم رأس المال المخاطر في بعض أسواق رأس المال الإسلامي لتمويل الشركات الصغيرة والمتوسطة، بينما أظهر استخدام تمويل النظراء والتمويل الجماعي عبر الأسهم فائدةً في دعم الشركات الصغيرة والصغيرة جدًا والمتوسطة.

84. لكي تؤدي سوق رأس المال الإسلامي دورًا أكبر في توفير التمويل طويل الأجل للشركات الصغيرة والمتوسطة ومشاريع البنية التحتية، من الضروري معالجة القضايا والتحديات التي تواجه التمويل طويل الأجل وفرص النمو. ويمكن للتمويل الإسلامي أن يوفر منتجات في أسواق الأسهم، وأسواق الصكوك، وأدوات الاستثمار المجمعّة تقدم حلولاً عملية للتحديات المعروفة لتمويل الشركات الصغيرة والمتوسطة ومشاريع البنية التحتية.

85. يؤثر الإطار التنظيمي للسوق بشكل مباشر على قدرة واستعداد الشركات الصغيرة والمتوسطة للوصول إلى سوق رأس المال الإسلامي. وفي الوقت نفسه، يمكن أيضًا استخدام الحوافز التنظيمية للتأثير على مُصدري الأدوات المتفقة مع أحكام الشريعة ومبادئها للمشاركة في تمويل المشاريع الصغيرة والمتوسطة والبنية التحتية في سوق رأس المال الإسلامي.

86. من الناحية الواقعية، يجب قبول أن معظم المشاريع الصغيرة والمتوسطة الحجم ستختار، لأسباب مختلفة، حلولاً للتمويل غير أسواق رأس المال. بالإضافة إلى ذلك، فهي بحكم التعريف تقع في الطرف الأصغر من السوق، وبالتالي سيكون تأثيرها العام على عمق السوق محدودًا. ومع ذلك، فإنها تضيف إلى تنوع سوق رأس المال الإسلامية، مع تمكينها من المساهمة بشكل كامل في التنمية الاقتصادية.

87. تطرح مشاريع البنية التحتية تحديات مختلفة؛ فقد كانت تمويلها في الماضي الحكومات أو الهيئات العامة الأخرى، وما زالت المشاريع الأصغر تمويل على ذلك النحو. لذا، فإن تحديات التمويل تتعلق بالمشاريع الكبيرة التي عادة ما تكون

⁸ المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية. يوليو 2015. تمويل المشاريع الصغيرة والمتوسطة من خلال أسواق رأس المال.

طويلة الأجل. وتتميز المناهج المعتمدة على أسواق رأس المال لتمويل هذه المشاريع بمسار خروج للمستثمرين عن طريق بيع استثماراتهم قبل انتهاء المدة. ومع ذلك، فإن المخاطر المرتبطة بأي مشروع بنية تحتية فردي مرتفعة عادةً، وقلّة من المستثمرين على استعداد لقبول المخاطر الكاملة لتجاوز التكلفة والوقت، والجدوى التجارية، وغير ذلك. ولذا، حدًا من تلك المخاطر، فقد صار التمويل المعتمد على أسواق رأس المال يأتي عبر السندات أو عبر الصكوك في الأسواق الإسلامية منها. وقد لاقت بعض صكوك البنية التحتية نجاحًا كبيرًا، وغالبًا ما كانت تستند إلى البنية التحتية الموجودة لتمويل البنية التحتية الجديدة. ومن الأمثلة على ذلك مجموعة مطارات ماليزيا والحكومة الفيدرالية لنيجيريا. ويمكن أن تضيق السلطات التنظيمية والرقابية عمقًا إلى أسواقها من خلال تشجيع مثل هذه الصكوك التي يمكن أن تقدم، إذا كان هناك طلب من المستثمرين، مجموعات مختلفة من المخاطر والعوائد. وقد يعني هذا التعاون مع السلطات الحكومية الأخرى لمعالجة أي عقبات قانونية، مثل القيود الموجودة في بعض الدول على تحويل الأصول السيادية إلى كيانات صكوك. وقد يتطلب أيضًا إعادة النظر في أي قيود على الاستثمار طويل الأجل من قبل المؤسسات الخاضعة للتنظيم، أو معالجة رأس المال التي لا تعكس بشكل عادل المخاطر التي ينطوي عليها.

4.7 تقديم خيارات استثمارية متنوعة في سوق رأس المال الإسلامي

88. تعد مجموعة أدوات الاستثمار المتاحة في سوق رأس المال الإسلامي عاملاً مهمًا في زيادة استقطاب السوق للمستثمرين وتحسين سيولة السوق. ولذا، فإن تطوير سوق رأس المال الإسلامي يتطلب تحسين تنوع واتساع المنتجات المتفقة مع أحكام الشريعة ومبادئها التي من شأنها أن تساعد أيضًا في توفير خيارات لمجموعة واسعة من المستثمرين الذين تختلف استراتيجيات تداولهم، ومستوى إقدامهم على المخاطر، وآفاقهم الاستثمارية. كما يمكن القيام بذلك من خلال الإدراج المزدوج والمتبادل، وكذلك من خلال الشركات عالية الجودة ذات القيمة المضافة، والرقابة، والحوكمة الجيدة. كما أن السماح بالإدراج المزدوج سيشجع الشركات المحلية على تبني أفضل الممارسات الدولية في مجالات مثل الإفصاح والمعايير المحاسبية. كذلك، فإن جاذبية أدوات الاستثمار المتفقة مع أحكام الشريعة ومبادئها للمستثمرين هي أيضًا عامل حاسم في تسهيل تعبئة المدخرات في سوق رأس المال الإسلامي؛ فمثلاً، يمكن أن يساعد تطوير قطاع برامج الاستثمار الجماعي الإسلامي على تعبئة أوعية كبيرة من المدخرات بكفاءة في السوق.

89. قد تنظر السلطات التنظيمية أيضاً في كيفية تخصيص أنواع مختلفة من الاصدارات المتفقة مع أحكام الشريعة ومبادئها لاحتياجات محددة، مثل تلك التي تستهدف مستثمري التجزئة على وجه التحديد، والاصدارات المحدودة الموجهة للمستثمرين المؤسسيين، وإصدارات الاكتتاب الخاص الموجهة لعدد صغير من المستثمرين.

4.8 تخفيض تكاليف إصدار منتجات أسواق رأس المال الإسلامي

90. قد يساعد تحسين تنافسية تكلفة الصكوك مقارنة بالسندات التقليدية في تشجيع الشركات المصدرة على اختيار إصدار الصكوك بدلاً من السندات. وفي الوقت الحالي، تتمثل العوائق الرئيسة لإصدار الصكوك فيما يُنظر إليه على أنه عملية إصدار أكثر تعقيداً، وإطار زمني أطول، وتكاليف أعلى مقارنة بالوسائل التقليدية لجمع التمويل. ولزيادة تطوير سوق رأس المال الإسلامي، يمكن أن يكون تبسيط إجراءات عرض المنتجات وتوسيع طرق العرض مفيداً لتشجيع المزيد من المصدرين على اختيار الإصدار في سوق رأس المال الإسلامي. كما قد تسعى السلطات التنظيمية إلى تسريع إجراءات الموافقة أو التسجيل للإصدارات الأولية، وتبسيط متطلبات وثائق الإصدار، وإزالة العوائق الإدارية غير الضرورية. ولبناء بيئة تعامل متكافئة الفرص بين الصكوك والسندات التقليدية وتشجيع المزيد من إصدار الصكوك، طبقت بعض الدول الحياد الضريبي من خلال إلغاء الضرائب المتعلقة بتحويل الموجودات، ووحدة الطريقة التي يتم بها فرض الضرائب على عوائد الصكوك والسندات. وقد يؤدي الهيكل الفريد الذي تبنى عليه المعاملات الإسلامية إلى فرض رسوم ضريبية إضافية مثل ضريبة المبيعات، وضريبة المكاسب السعيرية للعقارات، وضريبة الدخل وازدواج ضريبة الطابع.⁹ وبالتالي، يجب أن تعكس الأطر الضريبية لدى الدول أن معاملات التمويل الإسلامي هي في الواقع معاملات تمويلية بطبيعتها وأن يُعامل معها على أساس مماثل للتمويل التقليدي. وقد يعني ضمان الحياد الضريبي بين منتجات أسواق رأس المال الإسلامية والتقليدية، على سبيل المثال، توفير إعفاء من ضرائب المكاسب السعيرية أو ضرائب المعاملات لبيع الأصول أو العقارات الأساسية في هيكل صكوك، وفي حالات أخرى، ضمان المعاملة الضريبية لـ "الربح" من الأوراق المالية الإسلامية بما يعادل دخل "الفوائد" من الأوراق المالية التقليدية ذات الخصائص الاقتصادية المماثلة. بالإضافة إلى إطار العمل المحايد ضريبياً، طبقت بعض الدول أيضاً خصومات و / إعفاءات ضريبية إضافية لتحفيز المصدرين والمستثمرين على اختيار الصكوك.

⁹ تختلف الهياكل الضريبية بين الدول على نطاق واسع. بالإضافة إلى ذلك، قد تُعرف الضرائب المماثلة بأسماء مختلفة والعكس صحيح. ولذا، لا يمكن إضافة أمثلة أكثر مما ذكر، وستحتاج كل دولة إلى النظر في ما يعنيه الحياد ضمن نظامها الضريبي.

وقد لوحظ أن هذه الخطوات الإضافية شجعت المزيد من إصدارات الشركات في هذه الدول مقارنة بتلك التي لم تطبقها بعد.

91. لزيادة جاذبية جمع الأموال من خلال الصكوك، يمكن أيضاً اتخاذ تدابير أخرى لضمان القدرة التنافسية من حيث التكلفة التي قد تشمل على سبيل المثال خطوات نحو توحيد أطر الصكوك لتقليل تعقيدات إصدار الصكوك وتقليل الأعمال القانونية الجديدة المطلوبة، وكذلك تسهيل عمليات موافقة شرعية أكثر كفاءة، مما قد يساعد في تقليل التكاليف الإجمالية للإصدار.

92. هناك أيضاً اهتمام كبير بقدرة التكنولوجيا على تقليل تكاليف إصدار وتداول الصكوك، خصوصاً الإصدارات ذات الأحجام الأصغر. كما قد تقلل تقنية السجلات غير المركزية من التكاليف المرتبطة بالتعامل، والحفظ، وما إلى ذلك. وقد يقلل الذكاء الاصطناعي من تكاليف البحوث القانونية والشرعية وصياغة الوثائق. وحتى الآن لم تحقق الابتكارات من هذا النوع مزايا تكلفة حاسمة، على الرغم من أنها قد تحقق ذلك في المستقبل، ومن المؤكد أنه ينبغي على السلطات التنظيمية الانفتاح على استخدامها.

93. تتحمل منتجات سوق رأس المال الإسلامي غير الصكوك بعض التكاليف الإضافية مقارنة بالسوق التقليدية، لأن الحوكمة الشرعية، بما في ذلك خدمات المستشارين الشرعيين أو هيئة الرقابة الشرعية، هي جزء ضروري في إصدار المنتجات التي يُعلن فيها الالتزام بأحكام الشريعة ومبادئها. وهناك قدر محدود من الأعمال يمكن القيام به لتخفيف من هذه التكاليف. ومع ذلك، فإن إنشاء قائمة رسمية أو برعاية رسمية للأوراق المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة ومبادئها، كما حدث في بعض الدول، يمكن أن يقلل من التكاليف بالنسبة لمؤسسات معينة مثل برامج الاستثمار الجماعي الإسلامية، وقد يكون له مزايا غير مباشرة لمؤسسات أخرى مثل الوسطاء والمستشارين الماليين.

4.9 تطوير مراجع قياسية من خلال زيادة التنوع في آجال وأحجام إصدارات الصكوك السيادية بالعملة المحلية والأجنبية

94. إن العنصر الأساس لسوق الصكوك المحلية المتينة هو تطوير عرض مستدام للصكوك المحلية من قبل القطاعين العام والخاص. والسبيل إلى ذلك هو إنشاء منحنى عائد قياسي سيادي. وتؤدي المراجع القياسية دوراً حاسماً في الأداء الفعال لأسواق الصكوك الأولية والثانوية. كما أن تطوير مرجع قياسي سيادي لمنحنى العائد بالعملة المحلية يوفر

منحى عائد خاليًا من المخاطر يمكن استخدامه أساسًا لتسعير إصدارات القطاع شبه السيادي والخاص. وهذا يتطلب من الحكومة والوكالات الحكومية توفير آجال استحقاق مختلفة لإصدارات الصكوك السيادية.

95. في أسواق رأس المال التقليدية، يتم رسم منحى العائد بناء على إصدارات ذات آجال استحقاق مختلفة تمتد إلى مستقبل بعيد. وكذلك، تشكل إصدارات الصكوك الحكومية أساسًا لتطوير سوق رأس المال الإسلامي من خلال توفير المراجع القياسية اللازمة. ولا تلجأ الحكومات غالبًا إلى سوق السندات الحكومية أو الصكوك إلا عندما تحتاج إلى تمويل عاجز الميزانية من خلال هذه السوق. وربما لا تواجه الدول التي لديها فائض مالي حاجة تمويلية تبرر زيادة إصدارات الصكوك الحكومية بينما قد يختار بعضها اللجوء إلى سوق السندات بدلاً من سوق الصكوك لتمويل الميزانية. ومع ذلك، بالنسبة للدول التي تهدف إلى تطوير سوق رأس المال الإسلامي الخاص بها، فإن أحد الأدوار الرئيسية التي يؤديها إصدار الصكوك الحكومية هو توفير مرجع قياسي (لأنه مرجع خالٍ من المخاطر) لبقية سوق رأس المال الإسلامي، ولذا فإن هذا أحد الأسباب الرئيسية لزيادة الإصدارات في سوق الصكوك السيادية بالإضافة إلى توسيع نطاق آجال الاستحقاق. (تدعم هذه الإصدارات أيضًا تطوير قطاعات التمويل الإسلامي الأخرى من خلال تقديم خيارات الاستثمار للمصارف الإسلامية وشركات التكافل، كما أن استخدامها في شكل رهن ييسر تكوين الأسواق بين المصارف وشبكات الأمان المالية). ومن المهم في هذا الجانب الحفاظ على برنامج ثابت من الإصدارات عبر مراحل مختلفة من دورة السوق ومن المرجح أن يبيّن ذلك الثقة في السوق بشكل أعم.

4.10 معالجة التحديات القانونية، والتنظيمية، والهيكلية لتطوير مجموعة واسعة من أدوات إدارة السيولة

المتفقة مع أحكام الشريعة ومبادئها في سوق رأس المال الإسلامي

96. إن تمكين مؤسسات الخدمات المالية الإسلامية من تلبية احتياجات إدارة السيولة الخاصة بها من خلال الصكوك قصيرة الأجل، أو جمع التمويل من خلال أسواق اتفاقيات إعادة الشراء المتفقة مع أحكام الشريعة ومبادئها، يتطلب معالجة عدد من التحديات القائمة، بما في ذلك اختلاف الآراء الفقهية، وسهولة الإصدار، والحاجة إلى معايير العقود، والقيود في الأطر التنظيمية أو القانونية. ولمعالجة بعض هذه التحديات التي تعيق نمو السوق، أصدر واضعو المعايير بعض الإرشادات بشأن اتفاقيات إعادة الشراء الإسلامية؛ فمثلاً، أصدر مجلس الخدمات المالية الإسلامية معايير مختلفة تعالج بعض التحديات التي تواجه البنوك الإسلامية فيما يتعلق بإدارة السيولة. ومع ذلك، لا يقدم مجلس

الخدمات المالية الإسلامية نموذجًا محددًا لآلية اتفاقية إعادة الشراء الإسلامية، تاركًا الأمر للدول وموافقة الهيئات الشرعية ذات الصلة والسلطات التنظيمية. كما أصدرت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية معيارًا شرعيًا بشأن اتفاقيات إعادة الشراء ينص على الأحكام الشرعية بشأن إعادة الشراء وتطبيقها من قبل مؤسسات الخدمات المالية الإسلامية. ويحتوي هذا المعيار ضوابط نماذج إعادة الشراء المسموح بها، من خلال عقود البيع والإجارة، ويحدد الأحكام الشرعية بشأن اتفاقية إعادة الشراء واتفاقية إعادة الشراء العكسي، والبدائل الرئيسة المسموح بها. بالإضافة إلى ذلك، أصدرت السوق المالية الإسلامية الدولية معيارًا بديلاً لاتفاقية إعادة الشراء الإسلامية ("المرابحة المغطاة بضمان") على أساس استخدام الرهن من أجل إزالة الحاجة إلى اتفاقية بيع وإعادة شراء ملزمة. كما يهدف هذا المعيار إلى تمكين مؤسسات الخدمات المالية الإسلامية من إدارة متطلبات السيولة الخاصة بها باستخدام الصكوك أو محافظ الأوراق المالية الإسلامية.

97. نظرًا إلى أن أكثر أنواع الرهون التي تستخدمها مؤسسات الخدمات المالية الإسلامية شيوعًا هي الصكوك حاليًا، فإن تطوير واستخدام هياكل بديلة لاتفاقيات إعادة الشراء متوافقة مع أحكام الشريعة ومبادئها¹⁰ يمكن أن يساعد أيضًا في تحفيز وتوسيع السوق الثانوية للصكوك التي يغلب عليها عادةً مستثمرون يفضلون شراء الصكوك والاحتفاظ بها.¹¹

98. ومع ذلك، هناك عدد من القيود في البدائل الحالية، ومن ذلك مثلاً، أن ملكية الورقة المالية الأساس لا يتم تحويلها أبدًا في اتفاقيات إعادة الشراء المتفقة مع أحكام الشريعة ومبادئها، مما يحد من قدرة الطرف "المقرض" على استخدام الرهن (وهو أحد العوامل الرئيسة المحركة لعمليات إعادة الشراء في سوق رأس المال)، وكذلك ما إذا كانت اللوائح التنظيمية الوطنية لها تبعات على مدى فعالية استخدام الرهن في حالة التعثر في الوفاء بالالتزام بموجب الاتفاقية. والتحدي الآخر هو أن بعض الدول تفتقر إلى ما يكفي من الأوراق المالية المتفقة مع أحكام الشريعة ومبادئها لاستخدامها رهناً في هيكل يشبه اتفاقية إعادة الشراء الإسلامية. ومن أجل زيادة تطوير اتفاقيات إعادة الشراء الإسلامية، ستحتاج الدول إلى إنشاء أسواق عميقة ومتطورة حيث تتوفر الأوراق المالية المتفقة مع أحكام الشريعة ومبادئها المتباينة بقدر كافٍ في العديد من السمات، بما في ذلك الآجال، والأسعار، وخصائص السيولة.

¹⁰ يمكن العثور على أمثلة لبدائل شرعية في المعيار الشرعي رقم 58 الصادر عن أيوفي

¹¹ زيادة استخدام هذه الهياكل قد ييسر الإدارة الفعالة للسيولة في مؤسسات الخدمات المالية الإسلامية.

4.11 تطبيق المعايير الدولية والتأكد من أن المتطلبات التنظيمية والأطر الرقابية تعالج بشكل كافٍ أي مخاطر

محددة تشكّلها منتجات وخدمات سوق رأس المال الإسلامي

99. ينبغي أن تكون السلطات التنظيمية قادرة على مراجعة ما إذا كانت المتطلبات التنظيمية الحالية وإطار العمل الخاص بها تعالج بشكل مناسب أي مخاطر محددة تشكّلها منتجات وخدمات أسواق رأس المال الإسلامي على حماية المستثمرين، وعدالة الأسواق وفعاليتها وشفافيتها، وأثرها على التقليل من المخاطر النظامية. كما أن المراجعة الدورية لمحيط التنظيم ينبغي أن تأخذ بعين الاعتبار فعالية اللوائح التنظيمية الحالية وما إذا كانت بحاجة إلى تعديل أو ما إذا كانت هناك حاجة إلى لوائح تنظيمية جديدة في ضوء الفجوات القائمة أو التطورات الجديدة في سوق رأس المال الإسلامي وأي خصوصيات شرعية تثيرها.

100. ينبغي على صانعي السياسات والسلطات التنظيمية العمل معاً لضمان التطبيق المتسق للمعايير الدولية لسوق رأس المال الإسلامي في الوقت الملائم، والاستفادة من برامج بناء القدرات والمساعدة الفنية التي تقدمها هيئات وضع المعايير العالمية مثل مجلس الخدمات المالية الإسلامية.

101. من المهم أيضاً للسلطات التنظيمية أن تعزز معايير الحوكمة المؤسسية المناسبة في سوق رأس المال الإسلامي، نظراً إلى أن الحوكمة الجيدة للشركات تعمل على تعزيز شفافية وكفاءة السوق، وتعزز ثقة المستثمرين في السوق، وبالتالي استقطاب درجة أعلى من مشاركة المستثمرين في السوق. كما ينبغي على الجهات التنظيمية التأكد من أن الشركات التي دخلت إلى سوق رأس المال الإسلامي لتلبية احتياجاتها التمويلية لديها إفصاح واضح وشفاف وفي الوقت الملائم وكامل عن المعلومات الجوهرية بما في ذلك المعلومات ذات الصلة بالقضايا الشرعية. وبالإضافة إلى أطر حوكمة الشركات المناسبة التي تأخذ بعين الاعتبار خصوصيات التمويل الإسلامي، ينبغي أيضاً أن تضمن الجهات التنظيمية تطبيق معايير الحوكمة الشرعية المناسبة كي تضمن أن إعلان الالتزام بأحكام الشريعة ومبادئها في منتجات سوق رأس المال صحيح، وأن أطر الحوكمة الشرعية المناسبة تطبق على أدوات أسواق رأس المال الإسلامي المختلفة. كما يجب على السلطات الرقابية تعزيز آليات مراقبة الالتزام بأحكام الشريعة ومبادئها، وتوضيح إمكانية إنفاذ الاتفاقيات في حالة المنازعات، وتوضيح إجراءات تطهير الدخل غير المشروع.

102. كذلك ينبغي أن تأخذ الاستراتيجية الشاملة لتطوير السوق في الاعتبار التسلسل اللازم، وسرعة تطبيق المعايير الدولية بما في ذلك تلك الصادرة عن مجلس الخدمات المالية الإسلامية، مع مراعاة مرحلة تطوير سوق رأس المال الإسلامي في كل دولة.

103. ينبغي أن يكون لدى السلطات التنظيمية برامج رقابة وإنفاذ فعالة تضمن الرقابة الفعالة على وسطاء سوق رأس المال الإسلامي وقضايا السلوك. وينبغي أن تكون السلطات التنظيمية فعالة في إشرافها على سلوكيات الأعمال وأن تضمن تجنب تضارب المصالح وتعارض الحوافز أو إزالتها أو الإفصاح عنها أو إدارتها بما في ذلك تلك المتعلقة بهياكل الحوكمة الشرعية. كما ينبغي على السلطات التنظيمية أن ترصد وتراقب بشكل استباقي سلوك وسطاء سوق رأس المال الإسلامي وأن تأخذ في الاعتبار التبعات المترتبة على السلوك، لا سيما أثناء ضغط السوق وتقلباته من أجل اكتشاف مؤشرات نشوء السلوكيات السلبية وحالات مخالفة أحكام الشريعة ومبادئها.

104. تحتاج المناهج الرقابية أيضاً إلى تسهيل الكشف المبكر عن الضغوط في الأسواق، من خلال تطوير مؤشرات المخاطر المالية، وتقييم المخاطر الملانم للشركات، وأطر اختبار الضغط، من بين الأمور الأخرى التي تأخذ في الاعتبار، الطبيعة والخصائص المحددة لسوق رأس المال الإسلامي.

105. ينبغي تصميم تدابير الرقابة والإنفاذ من خلال بناء قدرات متابعة سليمة لمنع إساءة استخدام السوق. وسوء استخدام السوق يقوض نزاهتها وثقة المستثمر فيها. وينبغي أن تتمتع السلطات التنظيمية بسلطات تفتيش، وتحقيق، ومراقبة شاملة مصممة لكشف وردع التلاعب وغيرها من ممارسات التداول غير العادلة.

106. من المهم أن ترصد السلطات التنظيمية التحديات الناشئة عن الابتكار المالي. ومع تتابع دخول المنتجات الجديدة وزيادة استخدام التكنولوجيا في سوق رأس المال الإسلامي، تحتاج السلطات التنظيمية والمشاركون في السوق إلى آليات رقابة فعالة يمكن أن تدمج تقنيات مبتكرة في آليات الرقابة والتنظيم. وينبغي تشجيع الابتكار في سوق رأس المال الإسلامي وتسهيله لما يؤدي إليه من تحسين كفاءة السوق أو تلبية الطلب الذي لم تكن تلبيته بالتقنيات الحالية ممكنة. ومع ذلك، تحتاج السلطات التنظيمية إلى الرصد الدقيق لأي ابتكار ينطوي على غموض، وأساليب إدارة مخاطر غير مناسبة، أو قضايا شرعية قد تقوض الثقة في سوق رأس المال الإسلامي. كما تحتاج السلطات التنظيمية أيضاً إلى موارد كافية، وتدريب مناسب، وسلطة قانونية لتكون قادرة على الحفاظ على الرقابة الدقيقة على المنتجات المالية المبتكرة التي توصف بأنها

متفقة مع أحكام الشريعة ومبادئها. وينبغي أن تهدف السلطات إلى تحقيق التوازن بين الابتكار، والتنوع، والتنظيم. ومع انتشار جائحة كورونا، لوحظ أيضًا زيادة في التكنولوجيا الرقمية. وبينما يتطلب تطور سوق رأس المال الإسلامي احتضان مثل هذه التغييرات في الصناعة ومواكبة التطورات في التكنولوجيا، ينبغي أن يكون ذلك مصحوبًا بالسياسات التنظيمية الضرورية والهياكل لدعم نموه، مع مراعاة قضايا الأمن السيبراني والالتزام بأحكام الشريعة ومبادئها.

4.12 دمج الاستدامة في الأطر القانونية والتنظيمية لسوق رأس المال الإسلامي مع الأخذ في الاعتبار المخاطر والفرص المرتبطة بها.

107. ازداد تقدم تنفيذ جدول أعمال الاستدامة العالمية في السنوات الأخيرة مع زيادة جهود صانعي السياسات والمشاركين في السوق لتعزيز الأسواق المالية التي تدعم التطوير الاقتصادي المستدام طويل الأجل، بما في ذلك العوامل الاجتماعية والاقتصادية والبيئية. وهذه القضايا ذات صلة بالدول التي تسعى إلى تطوير سوق رأس المال الإسلامي الخاص بها والذي يمكن أن يوفر فرصًا للمساعدة في تلبية احتياجات التطوير المستدام العالمي مع تحقيق نمو مرن وطويل الأجل. ويمكن ربط المثل العليا للتمويل الإسلامي، التي يتم التعبير عنها أحيانًا من خلال مقاصد الشريعة، بأهداف الاستدامة بقوة، وبمجالات أخرى من الاستثمار المسؤول اجتماعيًا مثل التعليم.¹²

108. تمر الدول المختلفة بمراحل متفاوتة من التقدم في خلق بيئة سوق مواتية للتمويل المستدام، لكن العديد منها لديها مبادرات متعلقة بالاستدامة. وتتعلق هذه المبادرات بأطر الإفصاح، وهياكل الحوافز، والتعاون بين القطاعين العام والخاص، وطرق جمع البيانات، والمراجعات والتقييمات الخارجية. إضافة إلى ذلك، هناك عدد متزايد من المنتجات والأدوات المتفقة مع أحكام الشريعة ومبادئها المتعلقة بالاستدامة، بما في ذلك الصكوك الخضراء والمستدامة، والصناديق الإسلامية للاستثمار المستدام والمسؤول، والمؤشرات البيئية والاجتماعية والحوكومية المتفقة مع أحكام الشريعة ومبادئها.

109. نظرًا لتوافق الاستثمار الشرعي مع التمويل المستدام، فقد ركزت بعض الدول جهودها على زيادة تطوير الاستدامة ونظام استثمار مستدام ومسؤول مستفيدة من التمويل الإسلامي. ومن ذلك مثلًا، تطوير صكوك استثمارية مستدامة ومسؤولة، وأطر استدامة لتمويل المشاريع الخضراء، والاجتماعية، والمستدامة المتفقة مع أحكام الشريعة

¹² المفهوم الثالث ذو العلاقة هو الاستثمار المسؤول حوكميًا وبيئيًا واجتماعيًا. ويتمثل الاختلاف الرئيس عن المفاهيم الأخرى في أن مفاهيم المسؤولية الاجتماعية والبيئية والحوكومية تتضمن صراحة في مقاييسها حوكمة المؤسسة التي تتلقى التمويل.

ومبادئها، ولتقديم حوافز مختلفة لتعزيز فئات الأصول المستدامة حيث يكون المصدرون مؤهلين للحصول على خصم ضريبي ومنح لتعويض تكاليف المراجعة الخارجية المتكبدة (على سبيل المثال في إصدار الصكوك المستدامة).

110. قد تطلب السلطات التنظيمية أيضًا الإفصاح عن المخاطر الجوهرية المحددة البيئية والاجتماعية ومخاطر الحوكمة (بما في ذلك مخاطر الانتقال) والفرص المتعلقة بالحوكمة، والاستراتيجية، وإدارة المخاطر للمصدر الملتزم بأحكام الشريعة ومبادئها. كما ينبغي أن تكون هذه المعلومات جزءًا من الإفصاح الشامل الذي يقوم به المصدر. وعندما تقرر السلطات التنظيمية أن هناك حاجة إلى إعداد تقارير خاصة بالمسؤولية الاجتماعية والبيئية والحوكمة، ينبغي على السلطات التنظيمية والجهات المصدرة أن تهدف إلى ضمان جودة البيانات الكافية لإعداد التقارير الخاصة بالمسؤولية الاجتماعية والبيئية والحوكمة. وكذلك، ينبغي تحديد الأدوات المستدامة المتفقة مع الشريعة بوضوح من حيث أنواع العقود المستخدمة. وينبغي أن تشير إلى فئات المشاريع والأنشطة المؤهلة التي يمكن استخدام متحصلات إصدارها فيها؛ فمثلاً، يمكن استخدام الأموال التي يتم جمعها من خلال الأدوات المستدامة المتفقة مع أحكام الشريعة ومبادئها في المشاريع والأنشطة التي تندرج تحت فئة واحدة أو مجموعة من ثلاث فئات رئيسية، وهي البيئة (مثل الموارد المتجددة؛ مكافحة / تخفيف تغير المناخ، والتلوث والنفايات، وغيرها من النواحي البيئية)، والاجتماعية (مثل رأس المال البشري، ومكافحة الفقر، وغيرها من النواحي الاجتماعية)، والحوكمة. كما قد تحدد السلطات التنظيمية قائمة المشاريع والأنشطة المؤهلة في دولها، مع الأخذ في الاعتبار أن المشروع أو النشاط المؤهل لا يمكنه، في نفس الوقت، إلحاق أي ضرر كبير بأي من الفئات الأخرى البيئية، والاجتماعية، وتلك المتعلقة بالحوكمة.

111. ينبغي على الجهات التنظيمية وضع متطلبات لإصدارات الأدوات المستدامة المتفقة مع أحكام الشريعة ومبادئها، بما في ذلك، دون حصر، استخدام وإدارة الأموال التي يتم جمعها من خلال إصدار هذه الأدوات، والعمليات التي يستخدمها المصدرون لتقييم المشروع واختياره. وقد تضع السلطات التنظيمية أيضًا متطلبات إفصاح مستمرة فيما يتعلق باستخدام الأموال التي يتم جمعها من خلال إصدار أدوات مستدامة بما في ذلك حجم الأموال غير المستخدمة، إن وجدت. كما قد تنص اللوائح التنظيمية أيضًا على تدابير لمنع، وكشف، ومعاينة إساءة استخدام متحصلات إصدار الأدوات المستدامة.

112. ستعالج المسائل المتعلقة بالتمويل المستدام والإفصاحات المرتبطة به بتفصيل أكبر في المبادئ الإرشادية رقم 9 بشأن القضايا المتعلقة بالاستدامة والإفصاح.

4.13 تشجيع، ومراقبة، وتنظيم تطوير المنتجات، والخدمات، والبنية التحتية القائمة على التكنولوجيا في سوق رأس المال الإسلامي

113. تعمل نماذج الأعمال المبتكرة والتقنيات الناشئة على إحداث تحول سريع في صناعة الخدمات المالية، مما يوفر فرصاً لنمو وتطور سوق رأس المال الإسلامي. وتشمل هذه النماذج والتقنيات منصات التمويل مثل تمويل النظير للنظير، والتمويل الجماعي القائم على المشاركة في الملكية، وتداول التجزئة ومنصات الاستثمار، بما في ذلك المستشارون الآليون والتداول الاجتماعي، ومنصات التداول المؤسسي وتطبيق تقنية السجلات غير المركزية (بما في ذلك تقنيات البلوكتشين/ سلسلة الكتل) في أسواق الأوراق المالية. كما ظهرت أيضاً إصدارات متفقة مع أحكام الشريعة ومبادئها للعديد من هذه التقنيات، ولكن مدى التطور ووجود اللوائح التنظيمية عبر أسواق رأس المال الإسلامي للدول يختلف بشكل كبير.

114. بينما أنشأت بعض الدول قواعد ولوائح مصممة خصيصاً لمنصات التكنولوجيا المالية، إلا أن بعضها ليس لديه إطار عمل مخصص ويلزم المشغلون بالامتثال للوائح الحالية. وقد أصدرت دول أقل من ذلك قواعد محددة أو التزامات إضافية لمنصات التكنولوجيا المالية الإسلامية على وجه التحديد. وبالنظر إلى حداثة نشوء هذه التقنيات والتطبيق المحدود للنماذج الإسلامية، لا تزال المخاطر والمنافع وكذلك التحديات بحاجة إلى التحديد، كما أن الإشراف التنظيمي المستمر على التطورات، والحوار حول تقدم التنظيم في هذا المجال أمران مهمان. ومع ذلك، هناك مشكلة شائعة لعدة أنواع من المنصات وهي الوضوح بشأن إعلانات الالتزام بأحكام الشريعة ومبادئها (أ) حول المنصة وعملياتها؛¹³ و (ب) الاستثمارات المعروضة أو المنفذة من خلال المنصة - على وجه الخصوص، الالتزام الشرعي للشركة أو النشاط الذي يتم الاستثمار فيه. وفي الحالة الأخيرة، على وجه الخصوص، من المهم أن يكون الإعلان المقدم واضحاً، وأن تكون السلطة التي قدم لها معروفة، وأن يتم بيان ما إذا كانت المنصة نفسها قد قامت بتقييم هذا الإعلان. وهذه مسألة يجب على السلطات التنظيمية معالجتها عند إنشاء الأطر ذات الصلة. ويوفر المعيار رقم 24 أفضل الممارسات لتنظيم تمويل النظراء والتمويل الجماعي للأسهم والأصول المشفرة وكذلك منصات تداول التجزئة والاستثمار (مثل الروبوتات الاستشارية)، بما في ذلك

¹³ مثلاً في طرق تقديم التمويل، ما إذا كانت الأموال قيد النقل مودعة لدى بنك إسلامي.

التوصيات المتعلقة بالحوكمة الشرعية، ومتطلبات الإفصاح والتسويق والترويج، وحماية أصول العملاء، وكذلك قابلية تطبيق لوائح سوق رأس المال الإسلامي الأخرى ذات الصلة، وتدابير حماية المستثمر للتقنيات الجديدة في سوق رأس المال الإسلامي.

115. قد تستكشف الدول كيفية تعزيز الحلول التكنولوجية للكفاءة ووصول المستثمرين إلى سوق رأس المال الإسلامي. ويمكن أن تسعى هذه الإجراءات أيضاً إلى تسهيل توجيه تدفقات الاستثمار العالمي إلى سوق رأس المال الإسلامي المحلي. فمثلاً، أدى اعتماد تكنولوجيا الهاتف المحمول والإنترنت لتقديم منتجات سوق رأس المال الإسلامي إلى تحسين مشاركة المستثمرين الأفراد الذين لا يتيسر لهم الوصول إلى فرص الاستثمار أو الأموال للقيام بذلك. ولذا، يمكن للتقنيات المالية والخدمات المالية الرقمية في سوق رأس المال الإسلامي تحسين وصول المستثمرين الأفراد إلى المنتجات والخدمات المتفقة مع أحكام الشريعة ومبادئها، والمساهمة بشكل كبير في تحسين سيولة السوق. كما يمكن للحلول الرقمية توفير قنوات سريعة ونشطة لتداول وتوزيع المنتجات والخدمات. ويمكن لهذا أن يستقطب أعداداً كبيرة من مستثمري التجزئة إلى سوق رأس المال الإسلامي. وفي الوقت نفسه، يمكن أن تؤدي المنافسة التي تتعرض لها قنوات التداول الاعتيادية إلى انخفاض إجمالي في تكاليف التداول بالنسبة للمستثمرين.

116. يمكن أن تعمل التحسينات التكنولوجية في الأسواق الثانوية على تحسين الوصول إلى الأسواق وكذلك توفير نماذج تداول مختلفة، وقد تكون التقنيات الجديدة أيضاً أدوات تمكين لتطوير هياكل السوق الأخرى مثل القدرة على صنع السوق، وهذه كلها يمكن أن تساهم في تعزيز السيولة في السوق وتعميق الأسواق في نهاية المطاف. كما يمكن أن تساعد التحسينات التكنولوجية على تخفيف مشكلة السيولة في سوق رأس المال الإسلامي بما في ذلك التداول عبر الإنترنت، وآليات الوصول عن بعد، وشبكات الاتصال الإلكترونية، ومنصات التداول النشط أو منصات التداول البديلة التي توفر الوصول إلى مجموعة أكبر من المستثمرين.

117. وفي الوقت نفسه، من المهم التأكد من أن الأساليب الرقابية والتنظيمية للتطورات التكنولوجية في سوق رأس المال الإسلامي تضمن الاستقرار المالي وكذلك معالجة القضايا الشرعية بشكل كافٍ؛ إذ أظهر فشل تقنيات إقراض النظراء في بعض الدول أن بعض نماذج الأعمال الجديدة تنطوي على مخاطر. وقد اتخذت السلطات التنظيمية مناهج مختلفة لرصد ومعالجة التغيرات السريعة التي تحركها التكنولوجيا في الصناعة، بما في ذلك إنشاء مكاتب مخصصة للتكنولوجيا

المالية، ونقاط اتصال، ومحاوّر بينما أطلق آخرون أطر البيئة التجريبية التنظيمية التي تمكن المبتكرين من تجربة حلول التكنولوجيا المالية. وأحد التحديات التي قد تواجهها السلطات التنظيمية هو أنه بينما تعمل شركات التكنولوجيا على مستوى العالم، يتم إجراء التنظيم إلى حد كبير داخل الحدود الوطنية أو المحلية. كما قد تسبب الطبيعة المحلية للتنظيم تحديات فيما يتعلق بالرقابة والنفاز عبر الحدود، في حين أن عدم الاتساق التنظيمي عبر الدول يزيد من إمكانية المراجعة التنظيمية. كما قد يحدث تحدّ مماثل فيما يتعلق بالالتزام بأحكام الشريعة حيث يتعذر الإجماع مع اختلاف الآراء الفقهية بين الدول. وبغض النظر عن المنهج الذي تتبعه الدولة، من المهم للسلطات التنظيمية أن تأخذ بعين الاعتبار الخصوصيات الشرعية وتعالجها عند تطوير أطرها التنظيمية للتقنيات المالية والخدمات الرقمية.

تعريفات

الإجارة	عقد يتم لتأجير/استئجار منفعة موجودات محددة لمدة متفق عليها مقابل أجرة محددة. وقد يسبقه وعد ملزم من أحد الطرفين، وأما عقد الإجارة فهو ملزم للطرفين.
برامج الاستثمار الجماعي الإسلامي	يقصد بها أية برامج مالية مهيكلية تستوفي بشكل أساسي للمعايير الآتية: (أ) قيام المستثمرين بوضع مساهماتهم من رأس المال في صندوق، (سواء كان الصندوق كياناً قانونياً مستقلاً أو تم تأسيسه وفق ترتيبات تعاقدية)، وذلك بالاكتتاب في وحدات أو حصص ذات قيمة متساوية. وتشكل هذه الوحدات أو الحصص في الحقيقة حقوق ملكية لموجودات الصندوق غير القابلة للتقسيم (ويمكن أن تكون موجودات مالية أو غير مالية)، وتؤدي إلى نشوء الحق في المشاركة في الأرباح أو تحمل الخسائر الناتجة عن تلك الموجودات. وسواء كانت برامج الاستثمار الجماعي الإسلامي تديرها المؤسسات التي أسستها ومولتها أو غيرها، فإن مسؤوليتها منفصلة من ناحية الذمة المالية تجاه تلك المؤسسات (أي لها طبيعتها المستقلة فيما يتعلق بالموجودات والمطلوبات)، ولكن باستثناء الصكوك. (ب) تأسيس الصندوق وإدارته وفقاً لأحكام الشريعة ومبادئها.
التكافل	الضمان المتبادل نظير الالتزام بالتبرع باشتراك محدد لصندوق مخاطر المشاركين بحيث إن مجموعة من المشتركين يتفقون فيما بينهم على مساندة بعضهم بعضاً ضد نوع من الأضرار المحتملة.
الصكوك	شهادات تمثل ملكية نسبة شائعة في موجودات عينية، أو مجموعة مختلطة من الموجودات العينية وغيرها، أو قد تكون الموجودات في مشروع محدد أو نشاط استثماري معين وفقاً لأحكام الشريعة ومبادئها.
المرابحة	عقد بيع تباع بموجبه المؤسسة شيئاً بالتكلفة وهامش ربح متفق عليه للعميل، وقد يسبق عقد المrabحة وعد من العميل بالشراء.
الهيئة الشرعية	كيان محدد تم إنشاؤه أو التعاقد معه من قبل مؤسسة خدمات مالية إسلامية لإنجاز نظام الحوكمة الشرعية وتطبيقه.