



SIATS Journals

**The Journal of Sharia Fundamentals for  
Specialized Researches**

**(JSFSR)**

Journal home page: <http://www.siats.co.uk>



مجلة أصول الشريعة للأبحاث التخصصية

المجلد 5 ، العدد 1 ، كانون الثاني، يناير 2019م.

e ISSN 2289-9073

'ATHARA 'IISDARAT ALSUKUK AL'IISLAMIAT ALSIYADIAT EALAA 'ASEAR ALSIRF

أثر إصدارات الصكوك الإسلامية السيادية على أسعار الصرف

أ. حسام سمارة

د. أحمد سفيان جيبي عبد الله

د. قمر الزمان بن نور الدين

جامعة ملايا - ماليزيا

[Hs12.hs60@gmail.com](mailto:Hs12.hs60@gmail.com)

1440 هـ - 2019 م



---

**ARTICLE INFO**

---

**Article history:**

Received 29/8/2018

Received in revised form 9/10/2018

Accepted 12/11/2018

Available online 15/1/2019

**Keywords:**

*Insert keywords for your paper*

---

## ABSTRACT

This study aims to investigate the influence of sovereign Sukuk issuance, dividends distribution, and Sukuk settlement on the currency exchange rate in both, the local and the foreign currencies. The researchers used in this research the descriptive method. The researcher discussed the determinants and the factors affect the currency exchange rate, and the Sukuk issuance on these determinants through the Shariah determinants of Sukuk to introduce a theoretical basis to the role of sovereign Sukuk in stabilizing the currencies exchange rate. The study results indicate that currency exchange rate affected by the issuance of the sovereign Sukuk, dividend's distribution, and Sukuk settlement in both, the local and the foreign currencies. Furthermore, it's found that the foreign investors affect the currency exchange rate if it's in the local currency, while the local investors affect the currency exchange rate if the issuance is in the foreign currency. The study also found that the type of the contract of the sovereign Sukuk affects the currency exchange rate. The study recommends to diversify the Sukuk issuance, since that the debt Sukuk considered as a way to protect the national liquidity from the flow to the international market, and it's also a way to protect the currency saves from the flow outside the country, and to keep the currency exchange rate stable.

Keywords: Sovereign Sukuk, Sovereign Sukuk and exchange rate, Sukuk, Islamic money markets.



## الملخص

تهدف الدراسة إلى الكشف عن أثر إصدار الصكوك السيادية وأثر توزيع العوائد وإطفاء الصكوك على أسعار الصرف بالعملتين الأجنبية والمحلية، واستخدم الباحث في دراسته هذه المنهج الوصفي، والذي من خلاله تم تناول المحددات والعوامل المؤثرة في أسعار الصرف، ودراسة إصدارات الصكوك على تلك العوامل من خلال الضوابط الشرعية للصكوك، لكي تقدم نظرية لدور الصكوك السيادية في استقرار أسعار الصرف، وأظهرت الدراسة أن أسعار الصرف تتأثر بكل من إصدارات الصكوك السيادية وتوزيع أرباحها وإطفائها سواء كان بالعملة المحلية أم بالعملة المحلية، وأن المستثمرين الأجانب يؤثرون على أسعار الصرف إذا كان الإصدار بالعملة المحلية، والمستثمرين المحليين يؤثرون على أسعار الصرف إذا كان الإصدار بالعملة الأجنبية، كما وتوصلت الدراسة إلى أنّ نوع العقد الذي تصدر به الصكوك السيادية يؤثر أيضاً في أسعار الصرف، وتوصي الدراسة إلى تنويع إصدارات الصكوك، إذ يعتبر إصدار صكوك الدين حداً من حدود الحماية للسيولة الوطنية من منع انسياجها إلى السوق الدولية، كما وتعد وسيلة للحفاظ على مدخرات العملة الأجنبية من انسياجها للخارج حرصاً على استقرار أسعار الصرف.

كلمات افتتاحية: الصكوك السيادية، الصكوك السيادية وأسعار الصرف، الصكوك، الأسواق المالية الإسلامية

## المقدمة

يعد إصدار الصكوك الإسلامية السيادية أداة مهمة في استقطاب رأس المال الأجنبي والمحلي، وتحمل السلطات النقدية والمالية عليها كأدوات في السياستين النقدية والمالية لتحقيق الأهداف الاقتصادية، ومن أبرز الأهداف التابعة للسياسة النقدية هدف استقرار أسعار الصرف، وأبرز أهداف السياسة المالية توفير الاحتياجات المالية (الداخلية والخارجية) للموازنة العامة، لكن من غير ما تعارض مع أهداف السياستين، فعند إصدار الصكوك وتوفير الاحتياجات المالية من الخارج سيؤثر على أسعار الصرف، وكذلك الحال وقت تسديد وتوزيع العوائد.

ويتأثر سعر الصرف بأربعة عناصر عند إصدار الصكوك، **الأول** عندما يكون الإصدار بالعملة الأجنبية، **والثاني** نسبة المستثمرين الأجانب والمحليين من كل إصدار، **والثالث** صرف حصيلة الصكوك على ينشأ عنها تقلبات في أسعار الصرف، **الرابع** صرف عوائد الصكوك.

## إشكالية الدراسة

تأتي فكرة الدراسة من كون استخدام إصدارات الصكوك استجابة لتحقيق أهداف اقتصادية عدة مثل تمويل الموازنة العامة أو لتحقيق أهداف السياسة النقدية، ويعتبر استقرار أسعار الصرف من أبرز الأهداف السياسة النقدية والاقتصادية، والتي يجب أن تؤخذ بعين الاعتبار عند إصدار الصكوك السيادية، ويتأثر سعر الصرف بثلاث عناصر عند إصدار الصكوك، **الأول** عندما يكون الإصدار بالعملة الأجنبية **والثاني** المستثمرين الأجانب **والثالث** صرف حصيلة الصكوك، تلك العناصر ينشأ عنها تقلبات في أسعار الصرف، وإذ تمثل فجوة الدراسة في هذا البحث، من هنا تتركز إشكالية الدراسة في التساؤل الرئيس المتمثل في: ما أثر الصكوك الإسلامية السيادية على أسعار الصرف؟

وتوصف المصادر التي تربط أسعار الصرف بالصكوك بالمصادر الشحيحة والجافة بل وهي من المعضلات التي تواجه البحث لقلة المصادر الدارسة لأسعار الصرف من وجهة نظر اقتصاد إسلامي.

## أهمية البحث:

تكمن أهمية البحث في

1. إبراز كفاءة الصكوك الإسلامية السيادية في مساهمتها في استقرار أسعار الصرف.
2. تظهر أهمية إصدار الصكوك السيادية عند مراعاة المصالح المتوازنة، المتمثلة بحماية مصالح المستثمرين وحماية المصالح الاقتصادية لمؤسسات الدولة، ورعاية المصلحة العامة بجميع فئاتها.
3. كما تكمن أهمية البحث في التّحقّق من مدى قدرة الصكوك السيادية في تحقيق الاستقرار في أسعار الصرف، وذلك للحدّ من المشكلات الاقتصادية المستوردة من الخارج.
4. وأن يكون إصدار الصكوك السيادية مبني على أساس معالجة المشكلات الاقتصادية أو الحفاظ على استقراره من التقلبات الاقتصادية كالتقلبات الحادة في سعر الصرف والذي قد ينشأ عنه التضخم والبطالة والانكماش الاقتصادي وغيره.

## أهداف الدراسة:

تهدف الدراسة إلى تحقيق الأهداف الرئيسة التالية:

1. التعرف على تعريف أسعار الصرف ومحدداته.
2. الكشف عن أثر إصدار الصكوك السيادية على أسعار الصرف.
3. إظهار أثر توزيع العوائد وإطفاء الصكوك على أسعار الصرف.

## أسئلة الدراسة:

تنحصر أسئلة الدراسة في الأسئلة التالية:

1. ماهية أسعار الصرف ومحدداته؟
2. ما أثر إصدارات الصكوك السيادية على أسعار الصرف؟
3. ما أثر توزيع العوائد وإطفاء الصكوك على أسعار الصرف؟

## فرضيات البحث

تقوم هذه الدراسة على فرضية أنه توجد علاقة بين الصكوك الإسلامية السيادية ومؤشرات الاستقرار الاقتصادي المتمثلة في تخفيف الآثار الناشئة عن التقلبات الحادة في أسعار الصرف.

## منهجية الدراسة

اتبع الباحث المنهج الوصفي لدراسة الأثر الاقتصادي للصكوك الإسلامية السيادية على أسعار الصرف، والمبني على الضوابط الشرعية التي تخضع لها الصكوك والتأثيرات الاقتصادية التي تحدثها إصدارات الصكوك السيادية، فهي دراسة وصفي تحليلي تقدم من خلالها نظرية لدور الصكوك السيادية على أسعار الصرف.

## تقسيمات البحث على النحو التالي:

### البحث الأول: محددات أسعار الصرف وأثره على الاستقرار الاقتصادي

المطلب الأول: تعريف أسعار الصرف ومحدداته.

المطلب الثاني: آثار أسعار الصرف على الاستقرار الاقتصادي.

### المبحث الثاني: إصدارات الصكوك السيادية وأثرها على أسعار الصرف

المطلب الأول: التأثير الاقتصادي لإصدارات الصكوك الحكومية على أسعار الصرف.

المطلب الثاني: أثر توزيع العوائد وإطفاء الصكوك على أسعار الصرف.

المطلب الثالث: أثر التقلبات في أسعار الصرف على العوائد.

### المبحث الأول: محددات أسعار الصرف وأثره على الاستقرار الاقتصادي

المطلب الأول: تعريف أسعار الصرف وأنواعه ومحدداته.

### الفرع الأول: تعريف أسعار الصرف

يقصد بأسعار الصرف تلك " النسبة التي يحصل على أساسها مبادلة النقد الوطني بالنقد الأجنبي، أو ما يدفع به وحدات النقد الوطني للحصول على وحدات أو عدد معين من وحدات النقد الأجنبي"<sup>1</sup>.

وقد تم تعريف أسعار الصرف على أنها " سعر الوحدة من النقد الأجنبي معبرا عنها بوحدات من النقد الوطني"<sup>2</sup>. وهناك تعريفات من منطلق مكان تحديد سعر الصرف، فهناك سعر الصرف الرسمي وسعر الصرف الحكومي.

ونجد تعريف سعر الصرف الرسمي بأنه "هو السعر الذي تحدده وتعلنه السلطات النقدية وفقا ما يتناسب مع ظروفها وسياساتها الاقتصادية بوضع قوانين وتشريعات للصرف"<sup>3</sup>.

ويقصد بسعر الصرف الموازي ذلك السعر الذي يتحدد من خلال التلاقي الحر بين العرض والطلب على العملات الأجنبية القابلة للتحويل ويتحدد في سوق لا يخضع لأي قوانين"<sup>4</sup>.

#### الفرع الثاني: أنواع سعر الصرف:

1. سعر الصرف الإسمي: وهو السعر الذي تحدده وتعلنه السلطات النقدية وفقا ما يتناسب مع ظروفها وسياساتها الاقتصادية بوضع قوانين تشريعات للصرف"<sup>5</sup>.

2. سعر الصرف الحقيقي: يعبر عن الوحدات من السلع الأجنبية اللازمة لشراء وحدة واحدة من السلع المحلية وكلما كان قريب من سعر الصرف الاسمي كان معدل التضخم منخفض"<sup>6</sup>.

(1) لعروق، حنان، سياسة سعر الصرف والتوازن الخارجي "دراسة حالة الجزائر"، ص62، رسالة ماجستير غير منشورة، الجزائر، 2004-2005.

(2) المرجع السابق، ص62.

(3) المرجع السابق، ص62.

(4) المرجع السابق، ص62.

(5) المرجع سابق: ص62.

(6) سي محمد فايذة، احتلال سعر الصرف الحقيقي \_ فعالية سعر الصرف الموازي \_ دراسة قياسية لحالة الجزائر 1974-2012، ص23، 2015.

3. سعر الصرف الفعلي: "يعبر سعر الصرف الفعلي عن المؤشر الذي يقيس متوسط التغير في سعر صرف عملة ما مقارنة بعدة عملات أخرى في فترة زمنية ما، أي أن سعر الصرف الفعلي يساوي متوسط عدة أسعار صرف ثنائية"<sup>(7)</sup>.

4. سعر الصرف الفعلي الحقيقي: يهتم هذا النوع من أسعار الصرف في المؤثرات على أسعار الصرف، وقياس التغيرات الحاصلة في سعر الصرف بلد ما مقابل عملات شركائه التجاريين نتيجة الضغوطات التي تحدثها المؤثرات مثل التضخم والركود والاقتصادي وغيرها من المؤثرات<sup>(8)</sup>، كما ويمكن تعريفه على أنه نسبة مستوى السعر العالمي للسلع المتاجر بها إلى الأسعار المحلية مقاساً بعملة مشتركة<sup>9</sup>. فعندما يحدث تضخم في بلد ما فإن قيمة صادراته سترتفع مما يؤثر على قيمة العملة بالارتفاع وعملات البلدان المستوردة بالانخفاض، وكلما كانت حدة التضخم كبير كان تأثيرها على أسعار الصرف الأسمية أكبر، والعكس بالعكس.

5. سعر الصرف التوازني: هو "السعر الذي تحدد من خلال التلاقي الحر بين العرض والطلب على العملات الاجنبية القابلة للتحويل وتحدد في سوق لا يخضع لأي قوانين"<sup>(10)</sup>.

### الفرع الثالث: أنظمة ومحددات أسعار الصرف

يستلزم قبل الخوض في محددات أسعار الصرف ذكر أنظمة الصرف المتبعة من قبل الحكومات، التي يعبر عنها بالإطار القانوني الذي يتحدد فيه سعر الصرف، والآلية التي تنظم المبادلات بين مختلف العملات<sup>(11)</sup>.

<sup>(7)</sup> العروق، مرجع سابق، ص 63. دوحة سلمي، أثر تقلبات سعر الصرف على الميزان التجاري وسبل علاجها "دراسة حالة الجزائر"، ص 11، أطروحة دكتوراه غير منشورة، الجزائر، 2014 - 2015.

<sup>(8)</sup> سلمي، المرجع السابق، ص 11

<sup>(9)</sup> الغالبي، جليل، سعر الصرف وإدارته في ظل الصدمات الاقتصادية نظرية وتطبيقات، ص 27، ط 1، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011.

<sup>(10)</sup> لعروق مرجع سابق: ص 62

<sup>(11)</sup> لعروق، مرجع سابق، ص 67

## أولاً: أنظمة أسعار الصرف

1. نظام الصرف الثابت: في هذا النظام تكون العلاقة بين العملات محددة مسبقاً باتفاق بين السلطات النقدية لمختلف الدول على أساس معطيات اقتصادية وكذلك سياسية<sup>(12)</sup> فعند اتباع هذا النظام من بين أنظمة الصرف، على الدولة أن تختار عنصر واحد من بين عنصرين إما حرية حركة رؤوس الأموال أو استقلالية السياسة النقدية، فإذا اختارت حرية حركة رؤوس الأموال فعليها اتباع سياسة نقدية ذات استقلالية دنيا، أو أنها تتخلى عن هذا النظام وتتحكم بالعنصرين السابقين معا<sup>(13)</sup>، والسبب في كون الحكومة هي التي تتولى المسؤولية في تعديل توازن ميزان المدفوعات ليكون قريباً من الصفر ليكون استقراره على حساب الاستقرار الداخلي، فإذا كان هناك عجز في ميزان المدفوعات فتتدخل الحكومة في بيع وشراء الاحتياطيات من العملات الأجنبية والذهب، ولغرض حماية أسعار الصرف، يتوقع من الحكومة التي تتبع هذا النظام أن تقوم بشراء فائض المعروض من العملة المحلية أو الأجنبية، أو بيع عملاتها لتوفير المعروض من العملة المحلية، ويتطلب هذا النظام أن تمتلك الحكومة أرصدة كافية من الاحتياطيات الأجنبية والذهب كي تتيح لها التدخل بفاعلية للمحافظة على أسعار الصرف<sup>14</sup>.
2. نظام سعر الصرف المعوم (الحر): ذلك سعر الصرف الذي لا وجود لأي تدخل يذكر من طرف السلطات النقدية للضغط على أسعار الصرف، ويكون العرض والطلب على العملات هما العاملان المتحكمان في أسعار الصرف، فقيام الدولة باتباع هذا النوع من النظام الصرف فإنه يتم تحديد القيمة الخارجية للعملة الوطنية من خلال تلاقي قوى العرض والطلب على العملة الوطنية في أسواق الصرف الأجنبية فعند ذلك يتحقق سعر الصرف التوازني كما مرّ معنا<sup>(15)</sup>.

(12) لعروق، مرجع سابق، ص 67.

(13) سلمى مرجع سابق: ص 18.

(14) النعيمي، عدنان تايه، إدارة العملات الأجنبية، ص 70، دار المسيرة للنشر والتوزيع، ط 1، عمان-الأردن، 2012. الغالي، مرجع سابق، ص 85.

(15) شطباني، سعيدة، محددات سعر صرف الدينار الجزائري ودوره في تحقيق الاستقرار الاقتصادي، ص 10، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة المسيلة، الجزائر، 2011-2012.

وفي هذا النظام "تترك السلطات النقدية سعر الصرف حراً يتحدد وفقاً لقوى العرض والطلب، حيث يبقى سعر الصرف خاضعاً لقواعد السوق، وخوفاً من مخاطر التعويم الحر تقوم السلطات النقدية بالموازاة بإنشاء أموال موازنة الصرف، من خلال تخصيص أرصدة من الاحتياطات النقدية والذهب، وتقوم السلطات النقدية بالتدخل في سوق الصرف الأجنبي عن طريق البيع والشراء للنقد الأجنبي حسب الحالة من أجل حماية سعر صرف" (16).

3. نظام سعر الصرف المدار: هو تعويم لكنه يتميز بإمكانية تدخل السلطات النقدية من أجل تغيير اتجاه العرض والطلب على العملات الأجنبية (17)، أو يتم تعديل أسعار الصرف بناءً على تقدير وموقف الاحتياطات الأجنبية وميزان المدفوعات (18).

#### ثانياً: العوامل المؤثرة على سعر الصرف:

1. الميزان التجاري: يترتب على حركة الصادرات والاستيراد تدفقات نقدية نتيجة التبادل التجاري مع العالم الخارجي، فزيادة الطلب على الصادرات نسبة إلى المستوردات فإنه يقود إلى ارتفاع في قيمة العملة مما يؤدي إلى انخفاض الطلب الخارجي، ورفع قيمة العملة يشجع على الاستيراد من الخارج ما يؤدي إلى عودة حالة التوازن في سعر الصرف (19).

يترتب على سعر الصرف نتائج إيجابية وسلبية، إلا أنه قادر على أن يفقد البلد المتنافس ميزته التنافسية في التجارة الدولية، وهو ما ينعكس وبشكل مباشر على أسعار الصادرات والمستوردات (20).

(16) سلمى مرجع سابق، ص 23.

(17) سلمى، مرجع سابق: ص 41.

(18) الغالبي، مرجع سابق، ص 99.

(19) المرجع السابق، ص 41. وياسين، عبد الله، دور سياسة سعر الصرف في الرفع من فعالية السياسة النقدية -دراسة حالة الجزائر، ص 66، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة وهران، الجزائر، 2013-2014.

(20) كنعان، علي، النقود والصيرفة والسياسة النقدية، ص 520.

2. معدل أسعار الفائدة: إن التباين في معدلات الفائدة بين الدول تحفز على انتقال رؤوس الأموال، وعادة ما تنتقل باتجاه ذات المعدلات المرتفعة، مما تؤدي إلى رفع قيمة العملة في سوق الصرف الأجنبي<sup>21</sup>، وسعر الفائدة يعتبر من المحظورات الشرعية ولا يُعامل به بطريق مباشر في الصكوك، إلا أنه يترك أثراً غير مباشر على الصكوك، أو تترك أثراً مباشراً في حال اعتماد الدولة المصدرة للصكوك على الموارد الخارجية لجمع حصيلة الصكوك، فالمستثمر الخارجي يقارن بين العوائد على الصكوك وبين الفائدة على السندات، وتتأثر أيضاً عندما تمّول أو يُستثمر حصيلتها في السلع الدولية التي تتأثر بأسعار الفائدة الدولية بصورة مباشرة.

هل لتغير معدلات الأرباح على إصدارات الصكوك الإسلامية بين الدول كفيلاً لانتقال رؤوس الأموال بينها، إن انتقال رؤوس الأموال بين الدول الناتج عن بيع وشراء الصكوك مرتبط بعدة عوامل، منها ألا تكون صكوك دين، وأن يكون للصكوك الإسلامية قيمة سوقية تختلف عن قيمتها الإسمية ومحفزة لبيع الصك، وعامل آخر مرتبط بالمدد الزمنية لتوزيعات العوائد على الصكوك إن لم يكن للصكوك قيمة سوقية أكبر من القيمة الإسمية.

3. التضخم: يعرف التضخم على أنه الارتفاع المستمر في الأسعار على السلع والخدمات<sup>22</sup>، وتعتبر مصادر

التضخم متعددة فمنها زيادة الكمية المعروضة من النقد المحلي في السوق الدولي، أو صعوبة توفير النقد الأجنبي، أو ارتفاع عوائد عناصر الإنتاج، أو ارتفاع في أسعار مدخلات الإنتاج، أو تغير سعر الفائدة<sup>23</sup>، أيّاً كان مصدره إلا أنه يستلزم توفير أرصدة كافية نظير صعوبة الحصول على النقد الأجنبي، كونه يسبب ارتفاعاً

في أسعار الصادرات إزاء أسعار الصرف المرتفعة، أو ارتفاعاً في أسعار المستوردات مقابل أسعار صرف منخفضة. يقود التضخم المحلي على تحفيز الطلب على السلع المستوردة مما يحدث ارتفاعاً في الطلب على العملة الأجنبية، بينما يقل الطلب على الصادرات مما يؤدي إلى انخفاض في الكمية المعروضة من العملة الأجنبية، والطلب المرتفع على السلع المستوردة والذي يقابله انخفاضاً في الكمية المعروضة من النقود الأجنبية ينشئ اختلالات في ميزان المدفوعات وهبوطاً

(21) النعيمي، مرجع سابق، 72. وياسين، مرجع سابق، ص66.

(22) داوود، مرجع سابق، ص161.

(23) المرجع السابق، ص164. الأفندي، الأفندي، محمد أحمد، النظرية الاقتصادية الكلية السياسة والممارسة، ص491 ط1، الأمين للنشر والتوزيع، صنعاء، اليمن، 2012.

في أسعار الصرف نتيجة اختلاف توازن الطلب والعرض، والذي قد يساهم إلى رفع أسعار المستوردات نتيجة التغير في أسعار الصرف<sup>24</sup>.

يجب التضخم الخارجي أو المستورد الطلب على السلع المستوردة، ويستلزم البحث عن البديل في السوق المحلي، وتشهد المنافسة على البضائع المحلية الصنع، فيقل المعروض النقدي من العملة المحلية فيرتفع سعر الصرف مما يشجع على الاستيراد<sup>25</sup>، وليس دائماً أن يكون الطلب المحلي مستجيباً للتغيرات في أسعار الصرف، وخاصة في الدول النامية الذي تتصف بـجهاز إنتاجي ضعيف، بحيث يصعب توفير البضائع بالصناعة المحلية.

يشكل جلب السلع من الدول المتقدمة عبئاً على السلطات النقدية، فالتضخم هنا قد لا يعود إلى أسعار الصرف بقدر ما يعود إلى غلاء السلعة في بلد المنشأ للارتفاع المستمر لعوائد عناصر الإنتاج.

4. التدخلات الحكومية: تندرج تدخلات الحكومة ضمن العوامل المؤثرة على أسعار الصرف، وذلك عبر التحكم بالانفاق الحكومي، وحركات رؤوس الأموال من خلال سياسة السوق المفتوحة، أو بالتحكم المباشر في أسعار الصرف عبر استخدام الاحتياطات الدولية<sup>26</sup>، وتهدف هذه التدخلات تحقيق المواءمة بين أسعار الصرف وسياسات الدولة المالية والاقتصادية، ولعلاج الاختلال الحاصل في ميزان المدفوعات، وعادة ما تتم هذه التدخلات عندما تتبنى الدولة نظام الصرف المدار أو نظام الصرف الثابت لأجل تعديل سعر الصرف، فعند حدوث اختلال في ميزان المدفوعات يحتم على الدولة أن تتبع سياسة انكماشية أو تضخمية والتحكم بالكميات المعروضة من العملة الوطنية لإعادة التوازن في ميزان المدفوعات للتأثير على سعر العملة<sup>(27)</sup>.

(24) سلمى، مرجع سابق، ص42. انظر، ياسين، مرجع سابق، ص69.

(25) النعيمي، مرجع سابق، ص72. وفضل، حسن توكّل، أثر السياسة النقدية والمالية في تحقيق الاستقرار بسعر الصرف في السودان 1980-2014م، ص90، بحث منشور في مجلة الشمال للعلوم الأساسية والتطبيقية، المجلد 1، العدد 2 جامعة الحدود الشمالية، السودان، 1438هـ، 2016م.

(26) الغالي، مرجع سابق، ص144. وانظر بوخاري، خلوصى، سياسة الصرف الأجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية دراسة تحليلية للآثار الاقتصادية لسياسة الصرف الأجنبي، ص73، مكتبة حسين العصرية، بيروت - لبنان، 2010.

(27) عبد الرزاق بن الزاوي، ونعمون، إيمان، دراسة قياسية لانحراف سعر الصرف الحقيقي عن مستواه التوازني في الجزائر، ص87، سلمى، ص45.

5. حجم الدين الخارجي: يترك الدين الخارجي أثراً وعبئاً إضافياً على الدولة المديونة، فقيمة الدين الخارجي وعوائده طول سنوات السداد يعتمد على مقدرة سياسات الدولة للاستجابة في أحداث النمو في إيرادات الدولة، وتلجأ بعض الدول إلى جدولة ديونها وهذا يعني المزيد من الأعباء الإضافية الأمر الذي يترتب عليه فوائد إضافية عالية، وهذا يقود على اختلال في سعر صرف العملة تجاه العملات الأخرى.

### المطلب الثاني: آثار أسعار الصرف على الاستقرار الاقتصادي.

من المخاطر التي يتعرض لها الاقتصاد ويجعله عرضة لعدم الاستقرار، هي مخاطر أسعار الصرف والتقلبات المستمرة عليه، لذلك فهو مصدراً من مصادر حدوث ظاهرة التضخم وظواهر عديدة ولهذا تعتمد الدول على استقرار أسعار صرفها في كثير من الأحيان.

1. تسبب التقلبات في أسعار الصرف على إحداث التضخم مما يقود إلى التأثير على قيمة المستوردات والصادرات من السلع والخدمات، فإذا ارتفعت قيمة العملة فإنها تحد من كمية الصادرات ويشجع على الاستيراد، أما حال انخفاض سعر صرف العملة يؤدي إلى تحفيز التصدير والتقليل من الكميات المستوردة<sup>28</sup>.
2. يؤثر على قيمة ما تمثله الصكوك من سلع مستوردة للداخل أو مصدرية للخارج<sup>(29)</sup>.
3. تؤثر التقلبات في أسعار الصرف على كافة تحويلات رؤوس الأموال سواء كانت للاستثمار المباشر أو غير المباشر وعلى الهبات والمساعدات المالية في هذا الإطار، فارتفاع أسعار الصرف تقدم محفزات للأجانب، وانخفاض أسعار الصرف تفقد تلك المحفزات التي تقدمها الارتفاع في أسعار الصرف.
4. يؤثر اختلاف أسعار الصرف على قيمة الصكوك وعلى عوائدها، كما أنه يؤثر على سائر الأوراق المالية، فإن ارتفاع وانخفاض أسعار الصرف يلعب دوراً في جذب الطلب على الأوراق المالية من قبل المستثمرين أجانب، ويلعب التغيير في سعر الصرف دوراً آخر في ديمومة الحفاظ بالصكوك في أيدي المستثمرين أو التخلي عنها.
5. تقود التقلبات في أسعار الصرف إلى التغيير في قيمة الدين العام الخارجي، والتغيير في قيمة كافة المستحقات المالية، فالانخفاض في قيمة العملة المحلية مقابل العملة الأجنبية يشكل عبء إضافي على الدولة، بحيث تستنزف المدخرات الوطنية من العملة المحلية والإيرادات العامة.

(28) فضل، مرجع سابق، ص14.

(29) أمين، أحمد إسحاق، الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، ص93، 2005.

6. تتغير قيمة المدخرات العامة من العملة الأجنبية نتيجة التقلبات في أسعار الصرف، فالارتفاع في قيمة العملة تستنزف المدخرات الوطنية من العملة الأجنبية.

7. تؤثر التقلبات في أسعار الصرف على أرصدت قطاع المصرفي وعلى المطلوبات الأجنبية في هذا القطاع، والذي قد يتسبب في دخول أزمة مصرفية.

### المبحث الثاني: إصدارات الصكوك السيادية وأثرها على أسعار الصرف

#### المطلب الأول: التأثير الاقتصادي لإصدارات الصكوك الحكومية على أسعار الصرف.

ناقش المطلبين السابقين محددات أسعار الصرف وأثر أسعار الصرف على الاستقرار الاقتصادي، فكانت أبرز المحددات لسعر الصرف هي الميزان التجاري وأسعار الفائدة ويتم استبدالها بنسب الأرباح والتضخم وتدخلات الحكومة والدين الخارجي، واستحلاب هذه المحددات لقراءة مشاهدا على إصدار الصكوك السيادية.

قبل الخوض في دراسة المبحث نورد تعريفاً بالصكوك الإسلامية، وهو كما أورته هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، عبارة عن "وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله"<sup>30</sup>.

وتم تعريف الصكوك السيادية على أنها "هي الصكوك التي تصدرها الحكومات وتستخدم حصيلتها في توفير السلع والخدمات العامة وفي استغلال الموارد الطبيعية، كما تستخدمها الدولة كوسيلة من وسائل تعبئة المدخرات والعمل على تشجيع الاستثمار في بعض القطاعات طبقاً لبرنامج التنمية"<sup>31</sup>[E1][H2].

#### الفرع الأول: أثر إصدارات الصكوك الحكومية على أسعار الصرف

أولاً: أثر إصدار الصكوك الحكومية بالعملة الوطنية على أسعار الصرف:

<sup>(30)</sup> هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، معيار الصكوك الاستثمار معيار رقم 17، ص 238، 2010م.

<sup>(31)</sup> جلال الدين، أدهم إبراهيم، الصكوك والأسواق المالية الإسلامية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، ص 86-87، دار الجوهرة للنشر والتوزيع، ط 1، 2014.

تجذب إصدارات الصكوك بالعملة المحلية كميات من العملات الأجنبية لمساهمة المستثمرين الأجانب في الاكتتاب العام، والذي يستلزم منهم إجراء عمليات صرف لتدفع السلطات بكميات كبيرة من المدخرات من العملة المحلية إلى السوق الدولي، بحيث تخلق طلباً على العملة المحلية بالقدر المساهم به من جانب المستثمرين الأجانب، فعندما يقوم المستثمرين الأجانب بشراء الصكوك فإن جزء من كمية النقود الوطنية المتوفرة في السوق الدولية سيتم سحبها ويحل محلها النقد الأجنبي وبعملات متنوعة وتبعاً لجنسيات المستثمرين، ليرتفع رصيد العملة الأجنبية في السوق الدولي، ويرتفع رصيد احتياطيات الدولة من العملة المحلية بعد جمع حصيلة الصكوك، أو تؤول إلى استثمارات تابعة للدولة، ويتم تقييد ما يساهم به الأجانب في جهة الدائن لميزان المدفوعات.

فإن الطلب على العملة الوطنية وانخفاض الكمية المعروضة منها يدفع بأسعار الصرف إلى الارتفاع، ولكن هذا يعتمد على حجم الكمية المعروضة من العملة الوطنية.

### ثانياً: أثر إصدار الصكوك الحكومية بالعملة الأجنبية (كالدولار \$) على أسعار الصرف

في المقابل إن إصدار الصكوك بالعملة الأجنبية \$ تدفع بكميات من العملة المحلة إلى السوق الدولي وتخلق طلباً على العملة الأجنبية بالقدر المساهم به من جانب المستثمرين المحليين، وعندما يقوم المستثمرين الأجانب بشراء هذا النوع من الصكوك فإنه يؤدي إلى زيادة كمية النقد الأجنبية \$، لتكون جزء من خزانة واحتياطيات الدولة المصدرة أو جزء من استثمارات الدول<sup>32</sup>.

فإن الطلب على العملة الأجنبية \$ من جانب المستثمرين المحليين وانخفاض الكمية المعروضة منها نتيجة الطلب المستمر وهو ما يدفع بأسعار الصرف إلى الارتفاع، ولكن هذا يعتمد على حجم الكمية المعروضة من العملة الوطنية والأجنبية، وأن الطلب المستمر على العملة سيتغير في قيمته ولو بشكل طفيف.

الفرع الثاني: أنواع إصدارات الصكوك السيادية وأثرها على أسعار الصرف.

(32) لعروق، مرجع سابق، ص 16.

## أولاً: صكوك المشاركة

يشمل هذا النوع صكوك المشاركة والمضاربة وأنواعهما المشروعة، وصكوك المزارعة والمساقاة والمغارسة، وفي ضوء ما تناولناه فإنّ إيّ تغيير يطرأ على أسعار الصرف فإنه لا يزيد من أعباء الحكومة ولا يخفّضها، فعوائد صكوك المشاركة والمضاربة مرتبطة بعوائد المشروعات العامة، وقيمة الصكوك يوم الاطفاء مرتبطة بقيمة المشروع أيضاً، فكلاهما ليسا قيماً ثابتة في ذمة الحكومة<sup>33</sup>، وبالتالي يتأثر نصيب المستثمرين الأجانب في حدود قيم المشروعات، ولا يجوز من حيث المبدأ أن يضمن الشريك شركه أو وكيل الاستثمار أو المضارب التقلبات الحاصلة على حصص رب المال الاستثمارية الناشئة عن أسعار الصرف<sup>34</sup>، سواء كان الشريك أو الوكيل أو المضارب مؤسسة عامة أم خاصة، كما وأنه يمكن للمستثمرين المشاركين أن يقدموا مشاركاتهم بعملات مختلفة، لكن يجري تقويمها على إلى عملة التمويل على أساس سعر الصرف السائد يوم إيداع وتسليم مبلغ المشارك به<sup>35</sup>، وهذه العملية عند الإصدار لها تأثير على أسعار الصرف، وقد تكون مستهدفة لتعديل وتحسين أسعار الصرف.

ويجوز لأي مؤسسة أن توزع جميع أرباحها وحقوقها بعملة مغايرة لعملة المويل لكن على أساس سعر الصرف السائد يوم توزيع وتسليم الأرباح والحقوق<sup>36</sup>، فالإجراء الذي تقوم به الحكومة قد تتجسد في اسلوبين؛ الأسلوب الأول، هو جمع حصيلة العوائد أو تقييم قيمة المشروع يوم الإطفاء، وتسليم المبالغ إلى حملة الصكوك إذا كانت الصكوك مصدرة بالعملة المحلية، والأسلوب الثاني، أو صرفهما إلى العملة الأجنبية إذا كانت الصكوك صادرة بالعملة الأجنبية، بما أن الدولة لا تتأثر بهذا النوع من الإطفاء، إلا أنه يترك أثراً على أسعار الصرف، فالإصدار بالعملة الأجنبية يجعل المستثمرين المحليين هم من سيضغطون على أسعار الصرف، نظير تحويل ما يجوزتهم من العملة الأجنبية إلى العملة المحلية، وأما إذا كان الإصدار بالقيمة المحلية فإن المستثمرين الأجانب هم من سيضغطون على أسعار الصرف نظير صرف ما يجوزتهم من العملة المحلية إلى العملة الأجنبية.

(33) قارن، قحف، مذر، السياسات المالية ودورها وضوابطها في الاقتصاد الإسلامي، ص77، ط1، دار الفكر المعاصر، بيروت، لبنان، 1999.

(34) معيار شرعي الضمانات، رقم 5، 4/3/3، ص133.

(35) معيار شرعي التمويل المصرفي المجمع، رقم 24، 1/9، ص645.

(36) المرجع السابق، 2/9، ص645.

## ثانياً: صكوك الدين

يتضمن هذا النوع من الصكوك صكوك المراجعة والسلم والاستصناع؛ يعتبر إصدار صكوك الدين بالعملة المحلية في الوقت التي تشهد فيه الدولة تقلبات حادة في أسعار الصرف نتيجة الارتفاع والانخفاض الكبيرين في الكمية المعروضة من العملة المحلية، تكون صكوك الدين أداة أو وسيلة لتحكم بكمية الكتلة النقدية المتداولة، وتساهم في زيادة رصيد النقد الأجنبي عبر اسهامات المستثمرين الأجانب<sup>37</sup>، فتستقر أسعار الصرف بهذا النوع من الإصدارات، ولكي تساهم في الحفاظ على استقرار حركة رؤوس الأموال داخل البلد فإنها تتمتع بخصيصة عدم التداول ومحدودية الطلب على العملة من قبل حملتها الأجانب، وإنه من دواعي مصالح الدولة في عدم تداول تلك الصكوك لكي تستقر أسعار الصرف.

ويعتبر إصدار صكوك الدين بالعملة الأجنبية بمثابة الطلب على الأرصدة من العملة الأجنبية، وفي ضوء ما يراه الباحثين فإنه يزداد الاهتمام لإصدارات الصكوك في علاج أسعار الصرف في ضوء المشاهد التالية، إذا كان يوجد فائض من مدخرات الوطنية من العملة الأجنبية، ولسحب تلك الزيادة إلى خزيتها عبر إصدار صكوك الدين، أو تشهد عجزاً في تلبية احتياجات السوق الدولي نتيجة زيادة حجم المستوردات عن حجم الصادرات، أو أن عملتها الوطنية تشهد انخفاضاً في أسعارها فتحتاج إلى كميات أكبر من النقد الأجنبي.

يحد عدم تداول صكوك الدين من الطلب المستمر على السيولة والذي يعرف بمصيصة السيولة<sup>38</sup> في السوق الدولي والمحلي، وأن التقلبات في عوائد إصدارات الصكوك بين الدول لا تشكل حافزاً أمام حملة الصكوك الحاليين لمنعهم من تداولها، هذا من وجه، ومن وجه آخر تنشأ مكاسب عن التقلبات في أسعار الصرف ولا تندرج ضمن مصادر التهديد على المستثمرين الحاليين إلى حد ما، ولكن إذا تجاوزت التقلبات في أسعار الصرف خسارة العوائد من الصكوك يستلزم على الدولة أن تدخل لدعم مصالحتها تجاه حملة الصكوك، والتقلبات في أسعار الصرف تعتبر مصدر تهديد أمام الإصدارات المستقبلية، وتشكل مصدر عدم ثقة المستثمرين في المستقبل.

(37) توثيق تجربة السودان في مجال المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية مخطط هيئات الرقابة الشرعية، ج3 من فتاوى الهيئة العليا للرقابة الشرعية للجهاز المصرفي والمؤسسات المالية، الصادر عن البنك المركزي السوداني، 2002-2003.

(38) عيسى، خليف، التغيرات في قيمة النقود الآثار والعلاج في الاقتصاد الإسلامي، ص108، ط1، دار الفنائس، عمان - الأردن، 2011.

## ثالثاً: صكوك التأجير

يتناول هذا النوع من الصكوك شكلين اثنين، الأول صكوك تصدر مباشرة بصيغة الإجارة، والثاني صكوك أخرى تنقلب إلى صيغة التأجير، كصكوك المشاركة في الأعيان، ويقوم الشريك بتأجير حصته للشريك الآخر وهم حملة الصكوك هنا<sup>39</sup>، وقد تتحول صكوك الاستصناع إلى النوع الثاني بعد اكتمال عملية التصنيع، لتقوم الجهة المصدرة للصكوك على استئجار العين المصنوعة من حملة الصكوك<sup>40</sup>.

تتمتع صكوك التأجير بعدة خصائص مثل السماح لها بالتداول، والعائد الثابت<sup>41</sup>، وهذان الخصيستان قد تستخدمان وتستغلان بشكل يفيد أو يضر بمصالح الدولة، حيث إنّ التفاوت في أسعار العوائد بين الدول يساهم على استقطاب أو خروج دفعات كبيرة من رؤوس الأموال، باختلاف أسعار العوائد لحملة صكوك التأجير يلعب دوراً مهماً في الضغط على أسعار الصرف.

ومن خلال النظر إلى المآلات الاقتصادية للصكوك السيادية على مستوى تأثيرها على أسعار الصرف، يتوجب اعتماد قاعدة متوازنة لإصدار الصكوك السيادية، والأخذ بعين الاعتبار كمية الاحتياطيات النقدية المحلية والأجنبية المكتسبة أو المنفقة نتيجة اختلاف أسعار الصرف، والنظرة القائلة أنّه لا بد من ابتكار وإيجاد صكوك قابلة للتداول ليس صحيحاً على إطلاقه، وليس صحيحاً على المدى البعيد.

(39) توثيق تجربة السودان في مجال المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية مخطط هيئات الرقابة الشرعية، ج3، ص111، من فتاوى الهيئة العليا للرقابة الشرعية للجهاز المصرفي والمؤسسات المالية، الصادر عن البنك المركزي السوداني، 2002-2003.

(40) غزال، محمد، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية، ص144، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة فرحات عباس سطيف، الجزائر، 2012 - 2013.

(41) قحف، أساسيات التمويل الإسلامي، الناشر، إسرا "Academy for Islamic International Shariah Research Finance" كوالالمبور ماليزيا، 2011م.

## الفرع الثالث: أثر الإصدارات الدورية على استقرار أسعار الصرف

### أولاً: الإصدارات الدورية للصكوك السيادية

تلعب الإصدارات الدورية وقصيرة الأجل دوراً بالغ الأهمية في السيطرة على التقلبات أسعار الصرف من خلال الإصدارات المؤطرة، والهادفة إلى التأثير على أسعار الصرف عبر تنشيط تداول السوق النقدي والمالي، يعد إصدار تلك الصكوك تشجيع لاستقطاب رؤوس الأموال بشكل دوري ومنتظم، وتحدد الدولة كمية دخول النقد الأجنبي بشكل رئيسي، وذلك بتحديد كمية المستثمرين الأجانب عند الاكتتاب<sup>42</sup>.

يتربص المستثمرون بتذبذبات العوائد مقابل أسعار الصرف للحفاظ أو لبيع ما يمتلكونه من الصكوك، وقد تتسبب أسعار الصرف في حال انخفاضها بخروج كميات غير منتظمة وغير محددة من النقد الأجنبي بسبب خروج بعض المستثمرين<sup>43</sup>، والذي قد تسبب بزيادة عرض كمية غير محددة من النقد المحلي، فتعتبر إصدارات صكوك الدين في هذه الفسحة آلاً محدودة من حركات رؤوس الأموال حد من حدود السوق المالي لحميته من الانهيار والانتقال المفاجئ لرؤوس الأموال، لأن في تداولها مخالفة شرعية،

تمثل الإصدارات الدورية لصكوك الدين والتأجير قصيرة الأجل مصدر تكلفة وإرهاق لميزانية الدولة، وفي حالة اعتماد العجز في الموازنة ولم يتم استثمار الصكوك في المجالات التي يتحقق منها عوائد، فإن خدمة تمويل تلك الصكوك تتسبب في التوسع النقدي، وهذا ما يستلزم اتباع نظام نمو قيمة الإصدار السيادي من الصكوك بشكل متوازي مع الكتلة النقدية للحفاظ على أسعار الصرف.

(42) انظر: التقارير السنوية للمصرف المركزي البحريني، ص 11. 2005-2016. والتقارير الاقتصادي البحريني ص 70-71، صادر عن

البنك المركزي البحريني، 2016. إذ يتضح من التقارير أن البنك المركزي يستخدم أسلوب دوري شهري لإصدارات الصكوك.

(43) قارن: الألفي، أحمد، السندات السيادية الدولارية ما لها وما عليها، مقال منشور إلكترونياً،

<http://www.cashnewseg.com/%D9%85%D9%82%D8%A7%D9%84-%D8%A7%D9%84%D8%B3%D9%86%D8%AF%D8%A7%D8%AA-%D8%A7%D9%84%D8%B3%D9%8A%D8%A7%D8%AF%D9%8A%D8%A9-%D8%A7%D9%84%D8%AF%D9%88%D9%84%D8%A7%D8%B1%D9%8A%D8%A9-%D9%85%D8%A7-%D9%84/>

تم الوصول للربط بتاريخ 2018/7/31.

## ثانياً: نمو قيمة الإصدار السيادي الدوري

من المنطقي أن ينجم عن الإصدارات الدورية المنتظمة زيادات توسعية متراكمة في الكتلة النقدية، والذي يتطلب من الدولة إجراء طرق استيعابية لتلك الزيادة في الكتلة النقدية، ونمو قيمة الإصدارات إحدى طرق الاستيعاب<sup>44</sup>، وهذا مؤشر أن عوائد اليوم الموزعة على الصكوك السيادية (الدين والتأجير) ستكلف الدولة نمو قيمة الإصدارات ويتطلب توزيع عوائد عليها، وهذا يستلزم تقدير العوائد على الصكوك ضمن الحد الأدنى، أو مساوية للكفاءة الحدية للأوراق المالية الأخرى.

ويعد مساهمة الإصدارات الدورية من وجهين للسيطرة على أسعار الصرف، فهي تستقطب تلك الزيادة في الكتلة النقدية الناشئة عن عوائد بعض الإصدارات، وتستقطب التوسع النقدي الذي تحدثه إطفاء الصكوك.

المطلب الثاني: أثر توزيع العوائد وإطفاء الصكوك على أسعار الصرف.

الفرع الأول: تأثير العوائد الموزعة على أسعار الصرف

أولاً: أثر توزيع العوائد الحكومية بالعملة الوطنية على أسعار الصرف

بصدد تقدير موقف العوائد الموزعة على الأجانب إزاء التأثير على أسعار الصرف، فعند توزيع العوائد بالعملة المحلية يقوم الأجانب بصرفها إلى العملات الأجنبية، وهذا يزيد من كمية النقود المعروضة في السوق الدولي ما يؤثر على أسعارها، وبالتالي التأثير على أسعار الصادرات والمستوردات، لكن زيادة الكتلة النقدية في السوق الدولي قد تنتقل مخاطره إلى السوق المحلي مما تزيد من وسائل الدفع محدثة طلباً فائضاً عن العرض، مما يترتب عليها تضخماً في الأسعار.

ثانياً: أثر توزيع العوائد الحكومية بالعملة الأجنبية على أسعار الصرف

أما توزيع العوائد بالعملة الأجنبية إما أن يكون على حساب رصيد المدخرات من العملة الأجنبية، وهذا يؤثر على أسعار العملة بسبب انخفاض المعروض من العملة الأجنبية، أو يكون توزيع العوائد بعملية المصارفة، بمعنى أن الدولة

(44) انظر: التقارير السنوية للمصرف المركزي البحريني، ص 11. 2005-2016. والتقارير الاقتصادية البحريني ص 70-71، صادر عن البنك المركزي البحريني، 2016. إذ يتضح من التقارير أن البنك المركزي يستخدم أسلوب النمو في القيمة إصدارات الصكوك.

تشتري العملة الأجنبية مقابل العملة الوطنية، وهذا أيضا يعقبه انخفاضاً في أسعار الصرف، لزيادة المعروض من العملة الوطنية، لكن تبعات الخطوة الأخيرة قد يصل إلى الاقتصاد المحلي مسببة حالة التضخم وارتفاع في الأسعار.

### الفرع الثاني: تأثير إطفاء الصكوك على أسعار الصرف

#### أولاً: أثر إطفاء الصكوك الحكومية بالعملة الوطنية على أسعار الصرف

فإن اطفاء الصكوك بالعملة الوطنية تدفع بكميات كبيرة من العملة الوطنية إلى السوق الدولية هو ما يتطلب من الدولة توفير العملات الأجنبية للمستثمرين الأجانب، والذي يعقبها تغيرات في أسعار الصرف<sup>45</sup>، وبالتالي الإطفاء يخلق طلباً على العملات الأجنبية بالقدر المساهم به من جانب المستثمرين الأجانب، على عكس ما كان عليه يوم الإصدار، فعندما تقوم الدولة بإطفاء الصكوك فإن كمية النقود الأجنبية المتوفرة في السوق الدولية (بأشكالها المتنوعة وعلى حسب جنسيات المستثمرين) سيتم سحبها ويحل محلها النقد الوطني، فيقل رصيد الاحتياطي من العملة المحلية سواء المتوفرة في السوق الدولية أو من الاحتياطيات الدولية.

يمثل الطلب على العملة الأجنبية في ظل انخفاض الكمية المعروضة منها الوضعية الذي يدفع بأسعار الصرف إلى الانخفاض، ولكن هذا يعتمد على حجم الكمية المعروضة من العملة الوطنية والأجنبية معاً، والذي لا شك فيه أن الطلب المستمر على العملة سيغير في قيمتها ولو قليلاً، والتأثير الذي يحدثه إطفاء الصكوك على أسعار الصرف أكبر من العوائد الموزعة وذلك يعود إلى ضخامة قيمة الإصدارات.

يبقى تأثير توزيع العوائد بالعملة المحلية على أسعار الصرف في مسار ومنحنى اطفاء الصكوك إلا أن حجم التأثير هو الذي يختلف، وتبعاً لذلك تظل الكمية النقدية الموزعة بشكل عوائد ونسبة المساهمين الأجانب في الصكوك في طبيعة الحال عوامل مؤثرة وضاغطة على أسعار الصرف، بحيث يزداد أثرهما على أسعار الصرف كلما كان حجم العوائد أكبر ونسبة المساهمين الأجانب كبيرة، والعكس صحيح، فأنخفاض قيمة العوائد الموزعة وانخفاض نسبة المساهمين الأجانب ذا أثر أقل على أسعار الصرف.

(45) طاقة، محمد، والعزاوي، هدى، اقتصاديات المالية العامة، ص160، ط2، دار المسيرة، عمان - الأردن، 2010.

## ثانياً: أثر إطفاء الصكوك الحكومية بالعملة الأجنبية على أسعار الصرف

في المقابل أن اطفاء الصكوك بالعملة الأجنبية \$ تدفع بكميات كبيرة من العملة الأجنبية إلى السوق الدولي، وتخلق طلباً على العملة المحلية بالقدر المساهم به من جانب المستثمرين المحليين، فعندما تقوم الدولة بإطفاء الصكوك فإنه سيتم سحب كمية لا بأس بها من النقود الأجنبية من خزانة الدولة، بعد أن كانت جزءاً من خزانة الدولة أو جزءاً من استثماراتها.

فإن الطلب المستمر على العملة الوطنية وانخفاض الكمية المعروضة منها ما يدفع بأسعار الصرف إلى الارتفاع، ولكن هذا يعتمد على حجم الكمية المطلوبة والمعروضة من العملة الوطنية والأجنبية، والذي لا شك معه أن الطلب المستمر على العملة سيؤثر في قيمة الصك ولو بشكل طفيف.

وتظل أحجام الإطفاء ونسبة المساهمين المحليين في الصكوك عوامل مؤثرة، بحيث يزداد أثرهما على أسعار الصرف كلما كان حجم الإطفاء أكبر ونسبة المساهمين المحليين كبيرة، والعكس صحيح، وانخفاض حجم الإطفاء وانخفاض نسبة المساهمين المحليين ذا أثر أقل على أسعار الصرف.

وجب التنبيه إلى أن بعض الدول تعتمد على الإصدارات الدورية والمنتظمة لتقليل من حدة التقلبات في أسعار الصرف الناتجة عن عمليات الإطفاء، وتنبيه آخر إلى قيمة الإصدارات الجارية حتى لا يلحقها ذلك التأثير مما تتسبب في حدوث أزمة على مستوى القطاع المالي.

## الفرع الثالث: أثر تحديد نسب العوائد على أسعار الصرف

استكمالاً للحلقات هذا البحث يحتم علينا دراسة أثر تحديد العوائد على إصدارات الصكوك السيادية من قبل السلطات النقدية، ودراسة أثر سياسة تخفيض العوائد ورفعها على أسعار الصرف، وهو بحث أصحاب رؤوس الأموال الاستثمار فيها أو الفرار منها لاستثمار أفضل يحقق عوائد أفضل.

## أولاً: أثر سياسة تخفيض أرباح الصكوك على أسعار الصرف

تترك هذه السياسة أثراً بالغ الأهمية على حجم الكتلة النقدية المتداولة في السوق، وعلى تقييد حركات الأموال واستقطاب الاحتياطيات النقدية من العملة الأجنبية، في المقابل تشجع المصارف التجارية في التوسع بمنح التمويلات الاستثمارية والاستهلاكية، الأمر الذي يشجع على زيادة كمية النقود المتداولة التي تشجع الطلب<sup>46</sup> الأمر الذي ينعكس على الميزان التجاري بشكل خاص وعلى ميزان المدفوعات بشكل عام.

يعكس انخفاض الأرباح على الصكوك منافسة شديدة على استقطاب رؤوس الأموال، فتتخفف رؤوس الأموال المستقطبة لشراء الأوراق المالية فيقل المعروض النقدي فتتخفف أسعار الصرف، ويشجع على استقطاب من حيث النمو في الصادرات وانخفاض في المستوردات تارة أخرى، الأمر الذي يستلزم إحداث انفراجات في أسعار الربح، للسماح في دخول رؤوس أموال أجنبية.

وفي حال كون الدولة المصدرة للصكوك ذات كثافة سكانية عالية، قد لا يمثل انخفاض أنصبة رأس المال من الأرباح عائداً أمام المستثمرين الأجانب في حال المشاركة والمضاربة، فإنه يتم قياس تدني نسبة عوائد على الأرباح الحقيقية ومقارنته مع الأرباح الثابتة لصكوك التأجير والمرابحة، والمفاضلة تكمن من منطلق هذه الزاوية بالنسبة للمستثمرين المسلمين، أما المستثمرين من غير المسلمين فإنهم يفاضلوا بينها وبين أسعار الفائدة والمخاطر المترتبة على كليهما.

## ثانياً: أثر رفع أرباح الصكوك على أسعار الصرف:

تترك هذه السياسة أثراً معاكساً للسياسة السابقة، نظراً لارتفاع الأرباح فإنه يستقطب رأس المال الأجنبي، فيساعد على تكوين الاحتياطيات النقدية من العملة الأجنبية فيرتفع سعر الصرف، بحيث يصعب على البنوك تقديم تمويلات، فينخفض التمويل المقدم لغرض الطلب الاستهلاكي والاستثماري.

(46) إكس، لونيس، السياسة النقدية ودورها في ضبط العرض النقدي في الجزائر خلال الفترة 2000-2009، ص 63، رسالة ماجستير غير منشورة، الجزائر، 2010-2011.

ونظراً لارتفاع أسعار الصرف الذي ينعكس على أسعار الصادرات بالارتفاع أيضاً، فإنّ التجارة الخارجية ستتحدد وفقاً للتغيرات في أسعار الصرف، ولإحجام الناس عن التمويل في ظل أسعار الربح السائدة، فينخفض الطلب على السلع المحلية، فتتنازل الشركات عن جزء من أرباحها فينخفض أسعارها مما تحفز الطلب داخلياً وخارجياً، وهذا الطلب يبقى مرتبط بمدى استجابة المستهلك المحلي والخارجي لذلك الانخفاض في الأسعار الناشئ عن تخفيض الأرباح. وبالتالي تبدأ ترتفع التدفقات النقدية ومن ثمّ الاحتياطيات الأجنبية<sup>47</sup>.

وارتفاع أسعار الصرف يؤدي إلى انخفاض أسعار السلع المستوردة مما يشجع المجتمع إلى الإقبال على السلع الدولية وعلى الاستيراد الأمر الذي يؤدي إلى استنزاف الاحتياطيات من العملة الأجنبية.

ثالثاً: أثر إصدارات الصكوك على معدلات الأرباح.

هل تستدعي الفروقات في أسعار الربح المتوقعة على إصدارات الصكوك على انتقال رؤوس الأموال كما هو الحال في أسعار الفائدة، وتعتبر الصكوك قصيرة الأجل الأكثر تأثيراً على حركات رؤوس الأموال باحثة عن عائد أفضل، وبقاء العوائد ضمن مستويات تنافسية تحفز على بقاء رؤوس الأموال في داخل البلد، ويرى الباحث أن التغيرات في أسعار الربح على إصدارات الصكوك لا تؤثر على بعضها البعض، لعدة أسباب منها (...):

1. تحد صكوك الديون من انتقال رؤوس الأموال، والسبب يعود إلى عدم مشروعية تداول الصكوك من فئة الديون، ويوجد ضوابط شرعية تحد من حجم إصدار الصكوك والمتاحة للتداول كمنع إصدار المشتقات والخيارات والمستقبليات.
2. ارتباط صكوك المشاركة والمضاربة بنشاط الشركة الحقيقي، فإن انخفاض سعر الربح وارتفاعه على الصك مرتبط بالسنة المالية للمؤسسة المصدرة للصك واستقرار قيمة الأصول المصككة، وليس الأمر مرتبط بأنشطة سوق رأس المال أو سوق النقدية وإن كان لهما أثراً طفيفاً، وانتظار التقارير السنوية تحد من تداول الصكوك.
3. غالباً ما يكون سعر الربح الإسمي وسعر الربح السوقي متقاربين، مما يجد من التداول لأجل الاستفادة من فروق الأسعار، وغالباً ما يكون التداول على القيمة الإسمية للصك.

(47) انظر إكن، مرجع سابق، ص 63.

4. عدم التعامل مع سعر الخصم أو الحسم والذي يمثل سعر إعادة الشراء أو البيع من وإلى البنك المركزي.
  5. يعمد استقرار أسعار الصرف إلى بقاء رؤوس الأموال الأجنبية، ويشكل عدم استقرار أسعار الصرف المحفز الحقيقي على انتقال رؤوس الأموال المستقطبة لأجل الاستثمار عبر الصكوك.
- فهذه العوامل السابقة تعمل على بقاء الصكوك في يد أصحابها، وهو ما يجذبه المستثمرون لأجل النأي بالنفس عن أية خسائر ناجمة عن الأزمات المالية.

## النتائج

1. أظهرت الدراسة أن أسعار الصرف تتأثر بكل من إصدارات الصكوك السيادية وتوزيع أرباحها واطفائها سواء كان بالعملة المحلية أم بالعملة المحلية، وأن المستثمرين الأجانب يؤثرون بأسعار الصرف إذا كان الإصدار بالعملة المحلية، والمستثمرين المحليين يؤثرون على أسعار الصرف إذا كان الإصدار بالعملة الأجنبية.
2. توصلت الدراسة أن نوع العقد (المشاركات - الدين - الإجارة) الذي تصدر بها الصكوك السيادية يؤثر أيضاً في أسعار الصرف.
3. أبرزت الدراسة أن لكل من قيمة الإصدار ونسبة العائد ونسبة مساهمات المستثمرين الدور الأبرز في التأثير على أسعار الصرف، ونسبة العائد يستخدم كبديل عن أسعار الفائدة.
4. أكدت الدراسة أن الإصدار الدور ينظم عمليات دخول وخروج الأموال للاستثمار قصير الأجل عبر الصكوك إلا أنها تصنف في بعض الأحيان على أنها مصدر كلفة على الموازنة العامة مما تتسبب في زيادة الكتلة النقدية المعروضة وبالتالي تتأثر أسعار الصرف.

## ثانياً: التوصيات

توصي الدراسة بعد تحديد أثر كل نوع من صكوك السيادية على أسعار الصرف، بمراعاة الحالة الاقتصادية عند إصدار الصكوك لأغراض السياسة النقدية. وتوصي الدراسة إلى تنوع إصدارات الصكوك، إذ يعتبر إصدار صكوك الدين حداً من حدود الحماية للسيولة الوطنية من منع انسحابها إلى السوق الدولية، كما وتعد وسيلة للحفاظ على مدخرات العملة الأجنبية من انسحابها للخارج حرصاً على استقرار أسعار الصرف.

## المراجع

### الكتب العلمية:

- الأفندي، محمد أحمد، النظرية الاقتصادية الكلية السياسة والممارسة، ط1، الأمين للنشر والتوزيع، صنعاء، اليمن، 2012.
- جلال الدين، أدهم إبراهيم، الصكوك والأسواق المالية الإسلامية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، دار الجوهرة للنشر والتوزيع، ط1، 2014.
- داوود، حسام على، مبادئ الاقتصاد الكلي، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، ط4، عمان، الأردن، 2014.
- طاقة، محمد، والعزاوي، هدى، اقتصاديات المالية العامة، ط2، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2010.
- عيسى، خليفى، التغيرات في قيمة النقود الآثار والعلاج في الاقتصاد الإسلامي، ط1، دار النفائس، عمان - الأردن، 2011.
- الغالي، جليل، سعر الصرف وإدارته في ظل الصدمات الاقتصادية نظرية وتطبيقات، ط1، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011.
- قحف، منذر، السياسات المالية ودورها وضوابطها في الاقتصاد الإسلامي، ط1، دار الفكر المعاصر، بيروت، لبنان، 1999.
- قحف، منذر، أساسيات التمويل الإسلامي، الناشر، إسرا "Shariah International Academy for Islamic Finance Research" كوالالمبور ماليزيا، 2011م.
- كنعان، علي، النقود والصيرفة والسياسة النقدية، نسخة إلكترونية.
- النعيمي، عدنان تايه، إدارة العملات الأجنبية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، ط1، عمان-الأردن، 2012.

الرسائل والأبحاث:

- إكن، لونيس، السياسة النقدية ودورها في ضبط العرض النقدي في الجزائر خلال الفترة (2000-2009)، رسالة ماجستير غير منشورة، الجزائر، 2010-2011.
- أمين، أحمد إسحاق، الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، رسالة ماجستير غير منشورة، إربد، الأردن، 2005.
- بوخاري، لحو موسى، سياسة الصرف الأجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية دراسة تحليلية للآثار الاقتصادية لسياسة الصرف الأجنبي، رسالة ماجستير منشورة، مكتبة حسين العصرية، بيروت - لبنان، 2010.
- دوحه سلمى، أثر تقلبات سعر الصرف على الميزان التجاري وسبل علاجها "دراسة حالة الجزائر"، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة خضيرة بسكرة، الجزائر، 2014 - 2015.
- سي محمد فايزة، اختلال سعر الصرف الحقيقي - فعالية سعر الصرف الموازي - دراسة قياسية لحالة الجزائر (1974-2012)، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة أبي بكر بلقايد، الجزائر، 2014 - 2015.
- شطباني، سعيدة، محددات سعر صرف الدينار الجزائري ودوره في تحقيق الاستقرار الاقتصادي، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة المسيلة، الجزائر، 2011-2012.
- عبد الرزاق بن الزاوي، نعمون، إيمان، دراسة قياسية لانحراف سعر الصرف الحقيقي عن مستواه التوازني في الجزائر، بحث منشور في مجلة الباحث، العدد 10، الجزائر، 2012.
- غزال، محمد، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة فرحات عباس سطيف، الجزائر، 2012 - 2013.
- فضل، حسن توكل، أثر السياسة النقدية والمالية في تحقيق الاستقرار بسعر الصرف في السودان 1980-2014م، بحث منشور في مجلة الشمال للعلوم الأساسية والتطبيقية، جامعة الحدود الشمالية، السودان، 1438هـ، 2016م.

- لعروق، حنان سياسة سعر الصرف والتوازن الخارجي "دراسة حالة الجزائر"، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة منتوري فسنطينة، الجزائر، 2004-2005.
- ياسين، عبد الله، دور سياسة سعر الصرف في الرفع من فعالية السياسة النقدية -دراسة حالة الجزائر، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة وهران، الجزائر، 2013-2014.

#### تقارير مؤسسات دولية:

- هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، فهرسة مكتبة الملك فهد الوطنية أثناء النشر، وساب، المنامة، البحرين، 1437هـ، 2017م.
- توثيق تجربة السودان في مجال المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية مخطط هيئات الرقابة الشرعية، فتاوى الهيئة العليا للرقابة الشرعية للجهاز المصرفي والمؤسسات المالية، الصادر عن البنك المركزي السوداني، 2002-2003.
- التقارير السنوية للمصرف المركزي البحريني، ص11. 2005-2016. والتقارير الاقتصادي البحريني صادر عن البنك المركزي البحريني، 2016. إذ يتضح من التقارير أن البنك المركزي يستخدم أسلوب دوري (شهري) لإصدارات الصكوك.

#### مقال إلكتروني:

- الألفي، أحمد، السندات السيادية الدولارية ما لها وما عليها، مقال منشور إلكترونياً <http://www.cashnewseg.com> تم الوصول للربط بتاريخ 2018/7/31.