

رسالة لنيل دبلوم الماستر في القانون الخاص
تخصص المالية التشاركية - الفوج الأول -
بغنوان:

صكوك الاستثمار قصيرة الأمد ودورها
في إدارة السيولة بالبنوك التشاركية

إشراف الأستاذة :

دة : بهيجة فردوس

إعداد الطالبة الباحثة :

سلمى الجوادي

لجنة المناقشة

- الدكتورة: بهيجة فردوس أستاذة التعليم العالي بكلية الحقوق بفاس..... رئيسة ومشرفة
- الدكتور: محمد ناصر المتوي المشكوري أستاذ التعليم العالي بكلية الحقوق بفاس..... عضوا
- الدكتورة: كنزة حرشي أستاذة التعليم العالي بكلية الحقوق بفاس..... عضوا
- الدكتورة: نرجس البكوري أستاذة التعليم العالي بكلية الحقوق بفاس..... عضوا

السنة الجامعية:

2021-2020



شكر و تقدير

الحمد لله الذي بنعمته تتم الصالحات، حمدا يليق بجلال وجهه وعظيم سلطانه، والصلاة والسلام على خاتم الأنبياء والرسل سيدنا محمد عليه أفضل الصلاة و السلام وبعد:

أتقدم بالشكر الجزيل و عظيم الامتنان مع التقدير والاحترام إلى أستاذتي الفاضلة الدكتورة "بهيجة فردوس" لقبولها الإشراف على هذا العمل و لتوجيهاتها القيمة، جزاها الله عني خير الجزاء، وأبقاها منارة للعلم و المعرفة، راجية من الله أن يجعلها في ميزان حسناتها.

كما أتقدم بالشكر الخالص لجميع أستاذتي في وحدة التكوين بـماستر "المالية التشاركية" على ما بذلوه من جهد و ما قدموه من تضحيات.

شكرا لكم جميعا و إن عجز الشكر عن الوفاء بالجميل.

الإهداء

إلى من ربياني صغيرة

إلى من تحملا بؤس و شقاوة الحياة لأجلي

إلى سندي بعد الله سبحانه و تعالى

إلى من ضحيا بالغالي و النفيس من أجلي

إلى أغلى ما أملك والداي

والداي الحبيين أطل الله عمركما يا بهجة الحياة

إلى إخوتي الأعزاء بدر و محمد

إليكن أخواتي سارة و ضياء

إلى أبناء أختي محمد و بسمة

إلى صديقتي غزلان

إلى كل أساتذتي وكل من ساهم في تلقيني ولو حرف طيلة مساري

الدراسي

إلى كل من ساعدني من قريب أو بعيد ومد لي يد العون بإرشاداته

و توجيهاته

إلى كل هؤلاء أهدي ثمرة جهدي

لائحة فك الرموز	
ذ. د. مط	دون ذكر المطبعة
ط	الطبعة
ص	الصفحة
ج. ر	الجريدة الرسمية
ع	العدد
ج	الجزء

مقدمة:

كانت ولا زالت الهندسة المالية من الركائز التي يعتمد عليها أي نظام مصرفي لتطوير المؤسسات المالية به، وذلك لقدرتها على توفير حلول مبتكرة للتغلب على المشاكل التي تواجهها هذه المؤسسات ومفهوم الهندسة المالية لم يظهر إلا حديثاً في الاقتصاد التقليدي، غير أنه كمصطلح يعتبر أكثر حداثة في الاقتصاد الإسلامي، فالهندسة المالية الإسلامية لعبت دوراً هاماً و بارزاً في تطوير الصناعة المصرفية الإسلامية من خلال إيجاد أدوات مالية إسلامية بديلة و منافسة للمنتجات التقليدية ، تتناسب مع التعاليم الإسلامية شكلاً و مضموناً. كما أن دورها يصبح أكثر إلحاحاً في إيجاد سبل لإدارة السيولة وذلك من خلال المنتجات التي تتناسب مع حاجات إدارة السيولة لاسيما قصيرة المدى أو المتوسطة أو طويلة الأمد.¹

ولما كانت السيولة من العناصر المهمة لأي نشاط مصرفي، فإن من أهم التحديات التي تواجهها المؤسسات المالية الإسلامية وعلى رأسها البنوك التشاركية هي كيفية إدارتها، وتعتبر الصكوك الاستثمارية من أبرز منتجات الهندسة المالية الإسلامية حيث لعبت دوراً جوهرياً في تحقيق التوازن سواء عند وجود فائض في السيولة أو في حالة العجز، كما ساهمت بشكل كبير في تسهيل الأصول غير السائلة وتحويلها في الميزانية إلى أصول قابلة للتداول في السوق المالية. ولا تخرج الصكوك في هيكلتها الشرعية عن العقود المتعارف عليها من إجارة و سلم ومشاركة و استصناع ونحوها... وهي بلا شك تمثل بديلاً عن أدوات الاستثمار التقليدي.

¹-مصطفى الناعبي، الهندسة المالية الإسلامية ودورها في إدارة السيولة، بحث مقدم للمؤتمر الأول للأكاديمية الأوروبية للتمويل و الاقتصاد الإسلامي، 16-17 أبريل 2018، تركيا، ص 229.

كما أن منتجات الصكوك تعتبر أكثر الأدوات الاستثمارية الإسلامية انتشارا على المستوى العالمي وقد أدى هذا الانتشار إلى إتاحة هذه الأدوات للمستثمرين وساهم ذلك في فتح أسواق جديدة و تنشيط السوق المالية الإسلامية من خلال القدرة على إدارة الموجودات و الوفاء بالالتزامات.

وبعد انفتاح المغرب على المالية التشاركية من خلال وضعه الإطار القانوني للعديد من الأسس المالية المتعلقة بها من تأمين تكافلي و إدخال الصكوك بموجب القانون 69.17² المتعلق بتسديد الأصول، وبدأ البنوك التشاركية العمل كان لابد من الانفتاح على أدوات مالية ذات فعالية عالية تجمع بين الربحية والتنويع والاستجابة لمختلف آجال الاستحقاق بالإضافة إلى قدرتها على إدارة السيولة بهذه البنوك في حالة الفائض و العجز. خاصة أن هذه البنوك لا تستطيع التصرف في السيولة كنظيرتها البنوك التقليدية التي يمكنها الاقتراض من المؤسسات المالية و البنوك بما فيها البنك المركزي أو من الأسواق المالية، أما البنوك التشاركية فهي تجد عوائق كبيرة في إدارة السيولة نظرا لصعوبة الحصول على السيولة بتكلفة معقولة و بدون أن تدخل في تعاملات ربوية و ذلك لعدم جوازها كما لا يمكنها أن تلجأ إلى أدوات السوق النقدي لعدم توافقها مع الأحكام الشرعية، وأيضا عدم وجود نوافذ إسلامية أو فروع إسلامية لدى البنوك المركزية يجعل من الصعب على البنوك التشاركية أن يستفيد من التسهيلات التي يقدمها البنك المركزي للبنوك. و يبقى فائض السيولة المودع لدى البنك المركزي أو حتى الإيداعات الإلزامية عائقا لدى البنك التشاركي، وذلك أنه لا يحصل على عائد منها، وقد يتكلف البنك التشاركي تكاليف بسبب هذه المبالغ المودعة بدون عوائد.³ ولكي تتمكن البنوك التشاركية من تحقيق إدارة فعالة للسيولة لابد لها من الاستفادة من مزايا الصكوك الاستثمارية في هذا الباب على غرار باقي المؤسسات المالية الإسلامية.

²- ظهير رقم 1.18.24 صادر في 12 أبريل 2018 بتنفيذ القانون رقم 69.17، بتغيير و تتميم القانون 33.06 المتعلق بتسديد الأصول، الصادر بالجريدة الرسمية، عدد 6667 في 23 أبريل 2018، ص 2355.

³- مصطفى الناعبي، الهندسة المالية الإسلامية ودورها في إدارة السيولة، م.س، ص 244

أولاً: تحديد الإطار المفاهيمي للموضوع:

لتوضيح معالم الموضوع يقتضي الأمر بداهة التعرّيج على مفاتيح عنوانه و ما يرتبط به وفق ما

يقتضيه البحث العلمي:

الصكوك لغة : جمع صك ، والصك هو الضرب الشديد بالشيء العريض، وقيل هو الضرب عامة

بأي شيء كان و يقال صكه يصكه صكا، أي دفعه بقوة أو ضربه، وصكت الباب أي أغلقته.⁴ وفي

القرآن الكريم قال تعالى { فَصَكَتْ وَجْهَهَا }⁵ أي لطمته تعجبا.

الصكوك اصطلاحاً: فقد عرفت هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية أنها: "وثائق

متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية منافع أو أعيان 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"⁶.

وتعرف الصكوك الاستثمارية الإسلامية كذلك أنها: " ملكية مشتركة في أصل ما، ولها الحق في

الدخل الناتج عن هذا الأصل إما عن طريق تدفق الدخل فيتم ترسيخه و ترجمته عبر أدوات قابلة للتداول

يمكن إصدارها في السوق المالية ، لذلك فإن الصكوك تمكن المستثمر من حصر أو حجز العوائد

المتوسطة و طويلة الأجل"⁷.

وعرفت الصكوك أيضاً أنها: " شهادات أو وثائق (أوراق مالية) اسمية أو لحاملها، متساوية القيمة

تمثل حقوق ملكية شائعة في أصول أو أعيان أو منافع أو خدمات أو حقوق مالية أو خليط من بعضها

⁴ - ابن منظور، لسان العرب، الجزء السابع، دار إحياء التراث العربي، الطبعة الثالثة، 1419، بيروت لبنان، ص 378

⁵ - سورة الذاريات، الآية 29.

⁶ - المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار الشرعي رقم 17 حول صكوك الاستثمار، المنانة البحرين، 2010، ص 467.

⁷ - صفية أحمد أبو بكر، الصكوك الإسلامية، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع و المأمول، دائرة الشؤون الإسلامية و العمل الخيري، دبي الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص 7.

أو كلها حسب شروط معينة عند إصدارها أو بعد استخدام حصيلتها بالاكتتاب فيها. ويشترك حملتها في صافي أرباح وخسائر الموجودات التي تمثلها، ويعتمد إصدارها على عقد من العقود الشرعية.⁸

وقد عرف مجمع الفقه الإسلامي التصكيك بأنه: "إصدار وثائق أو شهادات مالية متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية موجودات أعيان أو منافع أو حقوق أو خليط من الأعيان و المنافع و النقود والديون قائمة فعلاً أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب و تصدر وفق عقد شرعي و تأخذ أحكامه".⁹

وقد عرف الإمام النووي الصكوك كذلك أنها: "الصكوك جمع صك وهو الورقة المكتوبة بدين"¹⁰ كما عرفها الدكتور معبد علي الجارحي أنها: "شهادات أو وثائق (أوراق مالية) اسمية أو لحاملها متساوية القيمة تمثل حقوق ملكية شائعة في أصول أو أعيان أو منافع أو خدمات أو حقوق مالية، أو خليط من كلها أو بعضها حسب شروط معينة عند إصدارها أو بعد استخدام حصيلتها بالاكتتاب فيها و يشترك حملتها في أرباح و خسائر الموجودات التي تمثلها وهي قابلة للتداول، ما لم تمثل نقداً أو ديناً محضاً. ويعتمد إصدارها على عقد من العقود الشرعية، وتفصل نشرة إصدارها حقوق و التزامات أطرافها".¹¹

أما بالنسبة للتعريف القانوني للصكوك نجد أن المشرع المغربي قد عرف شهادات الصكوك أنها: "حصص متساوية القيمة تمثل حقوقاً شائعة في ملكية أصول مملوكة أو في طور التملك من قبل صندوق التسييد، أو استثمارات منجزة أو في طور الإنجاز، سواء كانت هذه الملكية تامة أو مجزأة. وتتكون هذه الأصول إما من عقارات، أو منقولات، أو خدمات، أو موجودات مشروع أو استثمار معين".¹²

⁸ - معبد علي الجارحي، عبد العظيم جلال أبو زيد، سوق الصكوك الإسلامية و كيفية الارتقاء بها، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية (عرض و تقويم)، جامعة الملك عبد العزيز جدة، 10- 12 ماي، 2010، ص 7.
⁹ - القرار رقم 178 (19/4) مجلس مجمع الفقه الإسلامي الدولي، المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي، بشأن الصكوك الإسلامية و تطبيقاتها المعاصرة و تداولها الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، 2009.
¹⁰ - بوخاري فاطمة، مقال حول دور الصكوك الإسلامية كآلية لتفعيل السوق المالي، التجربة الماليزية في السوق المالية الإسلامية، منشور بمجلة اقتصاد المال و الأعمال، العدد الثاني، ديسمبر 2017، ص 57.
¹¹ - معبد علي الجارحي و عبد العظيم جلال أبو زيد، الصكوك قضايا فقهية و اقتصادية، الدورة التاسعة عشر لمنظمة المؤتمر الإسلامي، دولة الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص 5.
¹² - المادة 2 من القانون رقم 69.17 المغير و المتمم للقانون رقم 33.06 المتعلق بتسييد الأصول، الصادر بتنفيذه الظهير الشريف رقم 1.08.95 بتاريخ (20 أكتوبر 2008) الموافق لـ 20 شوال 1429.

أما المشرع المصري فقد عرف بدوره الصكوك وذلك في المادة الأولى من القانون رقم عشرة لسنة 2013 المتعلق بإصدار الصكوك: "أنها أوراق مالية اسمية متساوية القيمة، تصدر لمدة محددة لا تزيد عن خمسة وعشرين عاما على أساس عقد شرعي، بالجنه المصري أو بالعملات الأجنبية عن طريق الاكتتاب العام أو الخاص، وتمثل حصصا شائعة في ملكية موجوداتها وفقا لما تحدده نشرة الاكتتاب".¹³

وبالنسبة للمشرع الكويتي فقد اهتم بدوره بالصكوك الإسلامية، حيث تضمن قانون الشركات رقم 25 لسنة 2012 المعدل بالقانون رقم 97 لسنة 2013، تنظيم الصكوك الخاصة التي تصدرها الشركات كما عمل على توفير تشريع شامل و متكامل للصكوك يتضمن الأحكام القانونية والتنظيمية الخاصة بها وذلك من خلال إعداد مشروع قانون للصكوك يلبي رغبة الدولة والأفراد في إيجاد أدوات تمويل لمشروعات التنمية تتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية.¹⁴ وسنة 2019 وفي إطار استكمال البناء التنظيمي والتشريعي للصناعة المالية بالكويت أحال مجلس الوزراء مشروع قانون رقم 255 بشأن الصكوك الحكومية يتضمن ثلاثة و ثلاثين مادة.¹⁵

مفهوم إدارة السيولة:

فهناك من عرفها أنها: " تعني احتفاظ البنك بتدفقات نقدية كافية لمواجهة تعددت تعاريف إدارة السيولة سحبوات كبيرة بشكل فجائي أو غير معتاد".¹⁶ وهناك من عرف إدارة السيولة أنها تعني تحديد احتياجات السيولة ثم إدارة المركز المالي للبنك أو المنشأة.¹⁷

¹³- المادة 1 من القانون رقم 10 المتعلق بإصدار الصكوك، الصادر بالجريدة الرسمية ، بتاريخ 7 ماي 2013، العدد 18 مكرر(ب).
¹⁴ - حماد مصطفى عزب، التنظيم القانوني للصكوك الإسلامية في تفعيل دورها في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية، دراسة في القانونين الكويتي و المصري، أبحاث المؤتمر السنوي الدولي، المستجدات القانونية المعاصرة، قضايا وتحديات 1-2 ماي، 2019، ص 238.
¹⁵ - علي الصنديق، مشروع قانون الصكوك الحكومية الكويتي، منشور بالموقع الإلكتروني التالي: <https://www.aljarida.com/>
تم الاطلاع عليه بتاريخ 1 يناير 2021، على الساعة 9:00.
¹⁶ - أكرم لال الدين، سعيد بوهراوة، إدارة السيولة في المصارف الإسلامية، ورقة بحثية الدورة العشرون للمجمع الفقهي الإسلامي مكة المكرمة، المملكة العربية السعودية 29/25 ديسمبر 2010، ص 7.
¹⁷ - صونيا عتروس، أدوات إدارة السيولة في البنوك و دورها في التخفيض من خطر السيولة، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير جامعة أم البواقي كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير، 2014/2015، ص 15.

كما تم تعريفها أيضا "أنها الاستثمار الأمثل للأموال المتاحة بما يحقق أقصى عائد، و المقدرة بالالتزامات للدائنين عند الحد الأدنى للتكاليف".¹⁸

أما بالنسبة لتعريف البنوك التشاركية فيقصد بها حسب منطوق المادة 54 من قانون 103.12 المتعلق بمؤسسات الائتمان و الهيئات المعتبرة في حكمها على أنها: "أشخاص اعتبارية خاضعة لأحكام هذا القسم (القسم الثالث) و المؤهلة لمزاولة الأنشطة المشار إليها في المادة الأولى و المادتين 55 و 58 من هذا القانون و كذا العمليات الجارية و المالية الاستثمارية بصفة اعتيادية بعد الرأي بالمطابقة الصادرة عن المجلس العلمي الأعلى و فقا لمقتضيات المادة 62 أدناه يجب ألا تؤدي هذه الأنشطة و العمليات المشار إليها أعلاه إلى تحصيل أو دفع فائدة أو هما معا".¹⁹

ثانيا: الإطار التاريخي

يرجع العديد من الباحثين عملية التصكيك في التاريخ الإسلامي إلى تجربة صكوك الطعام التي أشار إليها النووي في شرحه على مسلم عندما قال أبو هريرة لمروان بن الحكم رضي الله عنهما: "أحلت بيع الصكاك وقد نهى رسول الله صلى الله عليه وسلم عن بيع الطعام حتى يستوفى فخطب مروان الناس فنهى عن بيعها".²⁰

وقد ازدهرت الصكوك في العصر العباسي كذلك بشكل كبير من خلال ما أطلق عليه السفتجة في ذلك الوقت، فالسفتجة أن يعطي شخص لآخر مالا، ولهذا الأخير مال في بلد آخر، فيوفيه ماله في المكان الذي يقصده. وقد انتشرت هذه السفاتج بشكل كبير في العصر العباسي، وقد لجأ الولاة في البداية إلى هذا الأسلوب في إرسال ما زاد من دخول ولايتهم ففي عام 313 هجرية أرسل والي مصر و الشام

¹⁸ - يوسف بن عبد الله الشيبلي، أدوات إدارة مخاطر السيولة و بدائل اتفاقية إعادة الشراء في المؤسسات المالية الإسلامية، ص 2، بحث منشور بالموقع الإلكتروني التالي تم الاطلاع عليه على الساعة 11:00 بتاريخ 2 يناير 2021:

<http://www.imtihal.com/uploaded/media/researche/3601.pdf>

¹⁹ المادة 54 من ظهير شريف رقم 1.14.193 الصادر ب 24 ديسمبر 2014، المتعلق بتنفيذ القانون 103.12 المتعلق بمؤسسات الائتمان والهيئات المعتبرة في حكمها.

²⁰ - صحيح مسلم، كتاب البيوع، باب بطلان المبيع قبل القبض حديث رقم 2904، المجلد الثاني، دار الكتب العلمية بيروت لبنان، 1991

سفّاتج بقيمة 147 ألف دينار إلى بغداد. كما استخدمت السفتجة من قبل التجار لتصفية حساباتهم بين الأقطار المختلفة بكتابة السفّاتج إلى وكلائهم.²¹

أما التصكيك بالمفهوم الحديث **SECURITIZATION** فقد ظهر بالولايات المتحدة سنة 1880م وقصد منه في البداية تصكيك الديون و الرهونات ،حيث قامت الهيئة الوطنية الحكومية للرهن العقاري والمشهورة باسم (GINNE MEA) بإصدار صكوك القرض المضمونة بالرهن العقاري. ثم توسعت عملية التصكيك لتشمل كافة الأصول ذات التدفقات النقدية الدورية كالأعيان المؤجرة و القروض بأنواعها المختلفة، ووسائل الترفيه كالأفلام السينمائية وقد تم أول إصدار لهذه الصكوك سنة 1985م. وأطلق البعض على هذه العملية مسمى السنددة أو التوريق، وذلك بتحويل الديون أو الأصول إلى صكوك يتم تداولها في السوق الثانوية.²²

أما الصكوك الاستثمارية الإسلامية بصورتها الحالية كأوراق مالية فتعود نشأتها إلى سنة 1983 وذلك بعد بدء عمليات أول بنك إسلامي في ماليزيا و هو بنك إسلام ماليزيا، حيث اتضح لمسئولي البنك المركزي عزوف بنك إسلام ماليزيا عن تملك السندات الحكومية أو سندات الخزينة كونها مخالفة للشريعة الإسلامية، ولذلك لجأ البنك المركزي الماليزي لإصدار شهادات استثمار لا تحتوي في آلياتها على الربا.²³

ثم جاء طرح مشروع "سندات المقارضة" من قبل الدكتور سامي حمود، كبديل إسلامي عن سندات المقرض المحرمة، وهي سندات تعتمد في أساسها الفقهي على المضاربة، لأنها تمثل حصصاً شائعة في رأس مال المضاربة متساوية القيمة، وتتوافر فيها شروط عقد المضاربة من إيجاب و قبول، ومعلومية رأس المال و نسبة الربح، ولا ضمان لرأس المال من قبل العامل، بل يضمّنه طرف ثالث مثل الدولة

²¹- سعد الدين بن ثامر، الصكوك الإسلامية ودورها في تحقيق المقاصد الشرعية، مذكرة تخرج مكّملة لنيل درجة الماستر في العلوم الإسلامية، تخصص اقتصاد إسلامي، كلية العلوم الإنسانية الاجتماعية و العلوم الإسلامية، جامعة الحاج لخضر باتنة، 2014/2013، ص 5.

²²- كمال توفيق الحطاب، الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة، بحث مقدّم إلى المصارف الإسلامية بين الواقع و المأمول، دائرة الشؤون الإسلامية و العمل الخيري، دبي، الإمارات العربية المتحدة، 31 ماي- 3 يونيو 2009، ص 8.

²³- أحمد جابر بدران، الصكوك كأداة للتمويل بين النظرية و التطبيق، مقال منشور بمجلة المسلم المعاصر، العدد 152، 2014، ص 2

بحيث لا يتعرض للخسارة. ثم أصدر مجمع الفقه الإسلامي القرار رقم 5 بتاريخ 1988/8/3، بشأن سندات المقارضة و سندات الاستثمار ففتح الباب أمام الشركات الإسلامية لتبني هذه الصيغ الناشئة فبدأت التجربة الخليجية بالانطلاق، ففي سنة 2001، أصدرت مؤسسة نقد البحرين و لأول مرة سندات حكومية اعتبرتها متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية حيث بلغت قيمة الإصدار 25 مليون دولار أمريكي، كما اعتمدت المؤسسة صيغة بيع السلم عند إصدار هذه السندات.²⁴

وفي سنة 2003، قامت هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بإصدار معيار شرعي لصكوك الاستثمار، على أن يسري تطبيقه على المؤسسات المالية من خلال أنها أصبحت واقعا اقتصاديا، لا بد منه حيث فرضت نفسها في أسواق الأوراق المالية باعتبارها من أفضل الوسائل لاجتذاب المدخرات المالية وتوجيهها لاستثمارات حقيقية تعود بالنفع على الاقتصاد ككل. مختصة اعتبارا من يناير 2004. حيث حددت فيه المبادئ الأولية لإصدار و تداول جميع أنواع الصكوك التي تم ابتكارها حتى تاريخ إصدار المعيار، وبهذا استطاعت المؤسسات المالية الإسلامية التغلب على معضلة إعطاء عائد ثابت متفق عليه مسبقا.²⁵

ثالثا: أهمية الموضوع

وبكتسي موضوع الصكوك الاستثمارية على اختلاف أنواعها كأهم أداة لإدارة السيولة بالبنوك التشاركية أهمية بالغة من الناحيتين الاقتصادية و الاجتماعية.

الأهمية الاقتصادية:

تتجلى في كون الصكوك الاستثمارية تعتمد بطبيعتها على تنمية الاقتصاديات الوطنية و ذلك من خلال الاستفادة من رؤوس الأموال التي تعزف عن المشاركة في المشاريع ، التي تمول ربويا إضافة إلى تحسين ربحية المؤسسات المالية و الشركات و مراكزها المالية، وذلك لأن عمليات إصدار الصكوك

²⁴ - سعد الدين بن ثامر، الصكوك الإسلامية ودورها في تحقيق المقاصد الشرعية، مرجع سابق، ص 6.
²⁵ - أسامة عبد الحليم جوزية، صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد، رسالة ماجستير، معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية 2009، ص 26-27.

الإسلامية تعتبر عمليات خارج الميزانية و لا تحتاج لتكلفة كبيرة في تمويلها وإدارتها²⁶. بالإضافة إلى مساعدة المشاريع في الحصول على تمويلات مشروعة تساعد في توسع نشاطاتها لتحقيق عوائد مهمة باعتبارها بديل شرعي لشهادات الاستثمارات و السندات. فضلا عن دورها الأساسي في إدارة السيولة على مستوى الاقتصاد الكلي و توفير تمويل مستمر و حقيقي كما أنها من أهم الأدوات المالية التي استطاعت أن تجد لها مكانة أسواق المال العالمية، حيث استقطبت مستثمرين من دول و مؤسسات مختلفة ليس فقط في العالم الإسلامي و إنما من العالم بأسره. و بالتالي فإن استفادات البنوك التشاركية بتطبيقها كأداة لمواجهة و إدارة مشاكل السيولة ستكون له العديد من الإيجابيات خاصة على المستوى الاقتصادي.

الأهمية الاجتماعية:

بالرغم من أن غاية كل نظام مصرفي هو تحقيق الربح عن طريق الاستثمار في مشاريع مربحة، إلا أن السير على منهج الاقتصاد الإسلامي و استخدام الأدوات المالية المنبثقة عن الهندسة المالية الإسلامية يعود بالنفع الكبير على الاقتصاد الكلي و يخدم كذلك الجوانب الاجتماعية. و معلوم أن الصكوك الاستثمارية قدرة هائلة على إدارة أموال المؤسسات المالية و استثمارها، الأمر الذي يشجع الاستثمارات في العديد من المجالات و يساهم في النهوض بالعديد من القطاعات الاجتماعية المهمة عن طريق تنميتها و تمويلها و المساهمة في التمويل المشاريع الاقتصادية على اختلاف أنواعها. بالإضافة إلى الدور الفعال الذي تلعبه الصكوك الاستثمارية في حل مجموعة من الأزمات كالفقر و البطالة و أزمة السكن و المشاكل التي يمكن أن تتعرض لها مختلف القطاعات كالصحة و الفلاحة و الصناعة و التجارة ...

من خلال ما سبق ذكره حول الأهمية الاقتصادية و الاجتماعية للصكوك الاستثمارية كأداة لإدارة السيولة بالبنوك التشاركية يمكن طرح الإشكالية التالية:

²⁶-نوال بن عمارة، الصكوك الإسلامية و دورها في تطوير السوق المالية الإسلامية-تجربة السوق المالية الإسلامية-البحرين، مجلة الباحث العدد 2011/09، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، ص255.

إلى أي حد يمكن لصكوك الاستثمار قصيرة الأمد أن تساهم في إدارة السيولة ؟

وتتبع عن هذه الإشكالية مجموعة من الفرضيات:

- تتميز الصكوك الاستثمارية بمجموعة من الخصائص و الضوابط التي تجعلها البديل

الشرعي لأدوات الاستثمار التقليدي خاصة في مجال إدارة السيولة.

- الصكوك الاستثمارية قصيرة الأمد من شأنها أن تشكل البديل الأنسب للبنوك التشاركية

فيما يتعلق بتأمين السيولة التي تحتاجها هذه البنوك من جهة، وكذا خدمة مصالحها

الاستثمارية من جهة ثانية.

رابعاً: المنهج المعتمد في البحث

للإجابة عن هذه الإشكالية و الأسئلة الفرعية سنعتمد على المنهج التحليلي، لما يتطلبه الموضوع من

تحليل و مناقشة مختلف الجوانب الشرعية والقانونية، بالإضافة إلى المنهج المقارن من خلال المقارنة بين

الصكوك الاستثمارية و باقي النظم المشابهة.

وعليه لمقاربة الموضوع والإجابة على الإشكالية والفرضيات سيتم تقسيم البحث إلى التصميم التالي:

✓ الفصل الأول: الإطار النظري للصكوك الاستثمارية

✓ الفصل الثاني: تطبيقات عملية لاستخدام التصكيك في إدارة السيولة بالنظام المصرفي

الفصل الأول
الإطار النظري للصكوك
الاستثمارية

الفصل الأول: الإطار النظري للصكوك الاستثمارية

يعتبر موضوع إدارة السيولة من أكبر التحديات التي تواجه العمل المصرفي سواء على مستوى البنوك التقليدية أو التشاركية، وذلك لصعوبة التوفيق بين متطلبات السيولة الواجب الاحتفاظ بها و هاجس الربحية الذي ترجو جميع البنوك تحقيقه. و بعد التطور الذي شهدته أدوات المالية الإسلامية برزت الصكوك الاستثمارية التي تمكنت من استقطاب العديد من المستثمرين، وأصبحت كواحدة من أهم الأدوات التي استطاعت أن تجد لها مكانة بارزة في الأسواق المالية. نظرا لقدرتها على اجتذاب المدخرات الحقيقية وتجميع الأموال اللازمة لتمويل مشاريع البنية التحتية.

بالإضافة إلى فعاليتها في إدارة السيولة الأمر الذي جعل البنوك تنهات على استخدامها لتحقيق حسن إدارة مواردها المالية و تحقيق أرباح عالية على مستوى العديد من الدول كالسودان و ماليزيا، التي استخدمت منتجات التصكيك كأدوات لإدارة السيولة ومن أمثلتها الصكوك الإسلامية الحكومية التي أصدرتها الحكومة الماليزية، و تعد بمثابة شهادات استثمارية حكومية تم تطويرها وفق مبدأ القرض الحسن من قبل الحكومة الماليزية كخطوة لمساندة حركة الأعمال المصرفية الإسلامية بماليزيا. بالإضافة إلى الصكوك الإسلامية للشركات التي تعد أحد الأدوات الاستثمارية متوسطة أو طويلة الأجل و التي تقوم الشركات الخاصة بإصدارها. وهناك كذلك صكوك إجارة البنك المركزي الماليزي التي قدمها البنك المركزي بماليزيا كأداة إسلامية جديدة سنة 2006 ،بغرض استخدام إيرادات هذه الصكوك لشراء أصول البنك المركزي الماليزي التي تم إيجارها من جديد للبنك مقابل رسوم استئجار ستوزع بين المستثمرين كعوائد على أساس نصف سنة.²⁷

²⁷ - حكيم براضية، التصكيك ودوره في إدارة السيولة بالبنوك الإسلامية، رسالة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، 2010/2011، ص 162

و بالحديث عن البنوك التشاركية بالمغرب فهي الأخرى تطمح لتحقيق مجموعة من الأهداف التي لا يمكن تحقيقها إلا بوجود أدوات مالية شرعية قادرة على توفير السيولة أولاً، ثم العمل على حسن إدارتها ثانياً لذلك يمكن لهذه البنوك الاستفادة من الصكوك الاستثمارية لخدمة جانب إدارة السيولة و تحقيق استثمارات مربحة في نفس الوقت. وعليه سنتطرق في هذا الفصل للحديث عن المفاهيم و الضوابط الأساسية للصكوك الاستثمارية كأداة أو آلية لإدارة السيولة، وكذا مصادر ووظائف ومكونات وأهداف السيولة بالبنوك التشاركية من خلال التصميم الآتي:

- **المبحث الأول: الإطار العام لصكوك الاستثمار**

- **المبحث الثاني: السيولة بالبنوك التشاركية**

المبحث الأول: الإطار العام لصكوك الاستثمار

تشهد الأدوات المالية الإسلامية انتشارا و ازدهارا واسعا، ومن أبرز هذه الأدوات الصكوك الاستثمارية التي تمكنت من استقطاب العديد من المستثمرين، وأصبحت كواحدة من أهم الأدوات المالية التي استطاعت أن تجد لها مكانة بارزة في الأسواق المالية وذلك لقدرتها على اجتذاب المدخرات الحقيقية و تجميع الأموال اللازمة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية والاجتماعية، كما أن العديد من البنوك الإسلامية تعتمد كوسيلة لإدارة سيولتها وعليه فلا بد من الحديث أولا عن أنواع هذه الصكوك الاستثمارية ثم الانتقال لإبراز خصائصها (المطلب الأول) هذا فضلا عن بيان الضوابط الشرعية لإصدار وتداول هذه الصكوك وتمييزها عن باقي الأدوات الاستثمارية التقليدية (المطلب الثاني).

المطلب الأول: أنواع وخصائص الصكوك الاستثمارية قصيرة الأمد

مادام أن الصكوك الإسلامية من الأدوات المالية الاستثمارية المستمدة من الاقتصاد الإسلامي والتي تتميز عن غيرها من النظم المشابهة. كان لابد من الحديث أولا عن أنواع هذه الصكوك (الفقرة الأولى) ثم الانتقال للحديث عن الخصائص التي تميزها (الفقرة الثانية).

الفقرة الأولى: أنواع الصكوك الاستثمارية

أشارت هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية إلى وجود أكثر من أربعة عشر نوعا من الصكوك الإسلامية، غير أن هذه الأخيرة تنقسم إلى عدة أنواع وفقا لاعتبارات مختلفة، فمن ناحية الآجال هناك الصكوك قصيرة الأجل مدتها ثلاثة أشهر أو سنة وتسمى أيضا بشهادات الإيداع أو الاستثمار. وصكوك أخرى متوسطة أو طويلة الأجل.²⁸

²⁸- معطى الله خير الدين، شرياق رفيق، بحث حول الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية، الملتقى الدولي حول مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي، 2014، جامعة قالمة الجزائر، ص: 238

وعموما فالصكوك المالية الإسلامية تختلف باختلاف صيغ التمويل الإسلامي التي تصدر وفقه كما تنقسم بحسب التخصيص إلى صكوك خاصة تصدر لتمويل مشروع معين وصكوك عامة تهم جميع الاستثمارات التي تقوم بها الجهة المصدرة لها. كما يمكن تقسيم الصكوك الإسلامية من زاوية الجهة المصدرة إلى صكوك حكومية وصكوك البنوك.

وبالرغم من التعدد و التنوع الذي تعرفه الصكوك المالية الإسلامية إلا أنه يمكن تقسيمها إلى نوعين أساسيين:

أولاً: الصكوك القابلة للتداول

هي صكوك تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان كعقارات أو منقولات أو منافع مثلاً منفعة إيجار مبنى أو خدمات كالخدمات الصحية أو التعليم الجامعي أو خدمة نقل جوي من بلد إلى بلد معين. وهذه الصكوك التي يمكن تداولها تتمثل في:

1. صكوك المضاربة:

هي أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس مال القراض (المضاربة) بإصدار صكوك ملكية برأس مال المضاربة على أساس وحدات متساوية القيمة ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصاً شائعة في رأس مال المضاربة وما يتحول إليه بنسبة ملكية كل منهم فيه.²⁹

وتجدر الإشارة أن هذه الصكوك تعتمد في أساسها الفقهي على المضاربة الشرعية و تتميز بمجموعة من الخصائص من ضمنها أنها، تعتبر أداة مناسبة لاستدراك المال، وهي قائمة على تقسيم رأس مال المضاربة إلى حصص متساوية تسجل بأسماء مالكيها لتمويل مشروع استثماري معروف بوضوح في نشرة

²⁹- قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار رقم 30(3/4)، 1988، منشور بالموقع الخاص بمجمع الفقه الإسلامي الدولي، www.iifa.aifi.org، تم الاطلاع عليه، بتاريخ 2021/2/10 على الساعة 5:00.

الإصدار.³⁰ كما أن صكوك المضاربة تمثل حصص شائعة في رأسمال المضاربة و تتيح لحامليها الحصول على أرباح المشروع إن وجدت بنسبة ما يملكون من صكوك، كما أنها تطرح في مجالات التمويل الكبير و طويل الأجل الذي تحتاجه المشاريع الاقتصادية الكبرى، وهي قابلة للتداول مدام أنها تمثل محلا لأصل معروف يشتغل في إطار نشاط معلوم و مباح شرعا.

ويمكن تصنيف صكوك المضاربة إلى عدة أنواع:

أ- صكوك المضاربة المطلقة:

هي صكوك تصدرها المؤسسة التي ترغب في الحصول على الأموال لاستثمارها و تعطي هذه الصكوك لحاملها الحق في الحصول على نسبة معينة من الأرباح الناتجة عن الاستثمارات المختلفة للمؤسسة.³¹ وتجر الإشارة أنه في إطار هذه الصكوك ومن خلال تسميتها بصكوك المضاربة المطلقة فإنه لا يتم فيها تقييد المضارب بالاستثمار في نشاط معين بل يخول له الحق في استثمارها في أي مشروع (عقاري، صناعي...) طالما أنه معلوم و مباح شرعا.

ب- صكوك المضاربة المقيدة:

في إطار هذه الصكوك يقوم حملة الصكوك بتخصيص مشروع معين أو مجال معين يستثمر فيه المضارب أموال المضاربة ولا يحق له الخروج عنها وتكون محددة بمدة معينة حسب مدة المشروع.³² أي أنه في هذا النوع من الصكوك يقيد حملتها المضارب بالاستثمار في مجال معين كالاستثمار مثلا في المجال العقاري أو صناعة السيارات أو غيرها من المجالات.

³⁰- علام عيد النور، دور الصكوك الإسلامية كبدل للسندات التقليدية في تطوير التمويل المستدام، دراسة مقارنة بين التجربة الماليزية و التجربة الخليجية لصناعة الصكوك الإسلامية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في الاقتصاد و علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير، جامعة فرحات عباس، الجزائر، 2012/2011، ص 43.

³¹- حكيم براضية، جعفر هني محمد، دور التصكيك الإسلامي في إدارة السيولة بالمصارف الإسلامية، دار اليازوري العلمية للنشر و التوزيع عمان الأردن، 2016، ص: 208.

³²- حكيم براضية، جعفر هني محمد، المرجع نفسه، ص: 208.

2. شهادات الاستثمار:

أو شهادات ودائع الاستثمار تقوم على أساس عقد المضاربة في شكلها وجوهرها، إذ يمثل أصحاب هذه الشهادات أو الودائع أرباب المال و المصدر يمثل المضارب، و يقسم الربح بنسبة يتفق عليها.

و تصدر هذه الشهادات من طرف البنوك والمؤسسات المالية، بشرط أن لا تقل مدتها من سنة واحدة ويجوز تجديد مدة الشهادة بناء على رغبة صاحبها فتكون بهذا محدودة الأجل.³³

مثلا إذا قام أحد البنوك بإصدار هذه الشهادات يعتبر هو المضارب و صاحب الشهادة هو رب المال وهي تقوم على أساس عقد المضاربة مطلقة أو مقيدة و يتفق على مدتها مع مشتري هذه الشهادات بشرط أن لا تقل عن سنة واحدة و يجوز تجديد مدة هذه الشهادة بناء على رغبة صاحبها فتكون بذلك محدودة الأجل.

3. صكوك الإجارة:

عرفتها هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية في المعايير الشرعية الصادرة عنها أنها: "وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين مؤجرة أو عين موعود باستئجارها أو إصدارها وسيط مالي، ينوب عن المالك لغرض بيعها واستيفاء ثمنها من حصيلة الاكتتاب فيها وتصبح العين مملوكة لحملة الصكوك".³⁴

إن تقوم صكوك الإجارة على تحويل التمويل بالإجارة إلى شكل صكوك تمويل، وعموما صكوك الإجارة هي صكوك متساوية القيمة منبثقة عن عقد إيجار، و تمثل ملكية جزئية من رأس مال العين

³³ - بن الضيف محمد عدنان، ربيع المسعود، ورقة بحثية حول أدوات الدين وبدائلها الشرعية في الأسواق المالية الإسلامية، منشور بموقع موسوعة الاقتصاد و التمويل الإسلامي: www.iefpedia.com، تم الاطلاع عليه بتاريخ 2021/1/11 على الساعة 4:00.

³⁴ - المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI)، المعيار الشرعي رقم 17 صكوك الاستثمار، ص: 283.

المؤجرة، إذ يقسم رأسمالها إلى حصص متساوية و تتيح لحاملها الحصول على دخل الإيجار بمقدار المساهمة التي دفعها.

ويمكن التمييز في إطار صكوك الإجارة بين أربعة أنواع:

أ- صكوك ملكية الأصول المؤجرة:

هي وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان مؤجرة أو موعود باستئجارها، مما يخول ملاكها حقوق هذه الوثيقة ويترتب عليهم مسؤولياتها.³⁵

بمعنى أن هذه الصكوك تمثل ملكية لعين قد تكون أرضاً أو عقاراً أو آلة.... وتكون العين المملوكة مؤجرة وتدر عائداً محدداً في عقد الإجارة، إذن يمكن القول أنها صكوك متساوية القيمة يمثل مجموعها قيمة الشيء المؤجر.

ب- صكوك ملكية المنافع:

هي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين مؤجرة أو موصوفة في الذمة بنفسه أو عن طريق وسيط مالي، بغرض بيعها و استيفاء ثمنها من حصيلة الاكتتاب وتصبح العين ملكاً لحملة الصكوك.

وتشمل صكوك ملكية المنافع الأعيان على نوعين رئيسيين هما:

ت- صكوك ملكية منافع الأعيان المعينة:

من صورها أن يقسم مالك عين، منفعة هذه العين مثلاً (وحدات سكنية بمنتجع سياحي) إلى أجزاء متماثلة ويمثل كل جزء من أجزاء هذه المنفعة بصك يفصل فيه أحكام تملك هذه المنفعة كمدة الانتفاع وطريقته و قيمته وغيرها من الشروط تم بطرحها للاكتتاب، كما يمكن أن يقوم مستأجر (مالك لمنافع عين

³⁵- حامد بن حسن بن محمد علي ميرة، صكوك الإجارة، دراسة فقهية تأصيلية وتطبيقية، دار الميمان للنشر و التوزيع، الطبعة 1ك2008، ص:315.

أو أعيان محددة)، بتقسيم المنافع التي يملكها بعقد الإجارة إلى صكوك متساوية القيمة وي طرحها للاكتتاب العام³⁶.

ث-صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة:

من أمثلتها أن تقوم جهة بطرح صكوك تمثل ملكية الانتفاع بأعيان موصوفة في الذمة، وتبين في هذه الصكوك تفاصيل هذه المنفعة و العين محل الانتفاع وصفا دقيقا ومدة الانتفاع وشروط هذا الانتفاع³⁷.

ج-صكوك ملكية الخدمات:

صكوك ملكية الخدمات "هي وثائق متساوية القيمة تصدر بغرض تقديم خدمة من طرف معين أو موصوف في الذمة كمنفعة الطبيب في مستشفى يتم تحديد مواصفاته دون تسميته و استيفاء الأجرة من حسيطة الاكتتاب فيها و تصبح تلك الخدمات مملوكة لحملة الصكوك³⁸.

وصكوك ملكية الخدمات نوعان و هما:

ح-صكوك ملكية خدمات جهة معينة:

صورتها أن تقوم جهة بتمثيل خدماتها على شكل صكوك مثلا جامعة بحاجة إلى سيولة لتمويل بناء مرفق أو ما إلى ذلك من المشروعات، فتقوم بطرح صكوك ملكية منافع، يمثل كل صك من هذه الصكوك منفعة الدراسة لمدة عشر ساعات جامعية في تخصصات معينة، ثم تطرح هذه الصكوك للاكتتاب العام. مع بيان ما تشتمل عليه من خدمات بشكل دقيق و محكم وبالتالي يكون المكتتب في صك من هذه الصكوك مالكا لحصة شائعة من خدمات هذه الجهة (الجامعة)، وبالتالي تكون الجامعة قد

³⁶ - حامد بن حسن بن محمد علي ميرة، صكوك الإجارة، دراسة فقهية تأصيلية وتطبيقية، دار الميمان للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، 2008 ص327.

³⁷ - حامد بن حسن بن محمد علي ميرة ، المرجع نفسه، ص 329.

³⁸ - معطى الله خير الدين وشرياق رفيق، بحث حول الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية، مرجع سابق، ص:240.

حققت الحصول على السيولة اللازمة لتمويل مشروعاتها و المكتتب في هذه الصكوك قد استحق منفعة التعليم الجامعي بسعر مناسب.³⁹

خ-صكوك ملكية خدمات موصوفة في الذمة:

صورتها أن تقوم إحدى الشركات السياحية مثلا بتحويل خدمات موصوفة وصفا دقيقا منضبطا إلى صكوك متساوية القيمة، يمثل كل صك منها على سبيل المثال منفعة نقل جوي(عشرين ساعة طيران) ويتم تحديد هذه المنفعة تحديدا دقيقا كالدول التي يمكن التنقل بينها بمنفعة هذه الصكوك، أو أن يكون النقل على متن طائرات شركة ذات تصنيف عالمي، بالإضافة إلى تحديد مواعيد استيفاء هذه المنفعة مستقبلا، ثم تطرح هذه الصكوك للاكتتاب العام.⁴⁰

4. صكوك المشاركة:

صكوك المشاركة: "هي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك مشروع معين أو شخص يريد تمويلا لإنشاء مشروع أو نشاط اقتصادي معين، بمعنى أن المصدر لهذه الصكوك هو طالب المشاركة والمكتتبون فيها هم الشركاء في عقد المشاركة ويملك حملة الصكوك موجودات الشراكة بغنمها وغرمها ويستحقون حصتهم من أرباح الشركة إن وجدت ويتحملون الخسائر كذلك إن وجدت، ويقوم حملة الصكوك بتعيين احد الشركاء أو غيرهم إدارة هذه الصكوك التي تمثل موجودات الشركة".⁴¹

فمصدر الصك قد يكون شريكا، و المكتتبون في الصكوك شركاء معه هدفهم استثمار أموالهم والحصول على الربح، وحصيلة الصكوك هي حصص الأشخاص الداخلين في عقد المشاركة. فصكوك المشاركة إذن تعتمد أساسا على عقد المشاركة الشرعي، وهي مشابهة كثيرا لصكوك المضاربة، غير أن الاختلاف الجوهرى بينهما يتمثل في أن حملة صكوك المشاركة لهم الحق بالمشاركة في الإدارة.

³⁹ - حامد بن حسن محمد علي ميرة، صكوك الإجارة، دراسة فقهية تأصيلية وتطبيقية، م.س ص337.

⁴⁰ - حامد بن حسن محمد علي ميرة، م.س، ص339.

⁴¹ - وليد عوجان، بحث حول الصكوك الإسلامية وتطبيقاتها المعاصرة مقدم لمنتدى فقه الاقتصاد الإسلامي، جامعة الشرق الأوسط، عمان الأردن، 2015، ص:29.

وتجدر الإشارة أن لصكوك المشاركة العديد من الصور نذكر منها ما يلي:

أ-صكوك المشاركة الدائمة:

تشبه إلى حد بعيد الأسهم الدائمة، مع إمكانية دخول المصدر بنسبة معينة في رأس مال المشروع وطرح الباقي في صورة صكوك للاكتتاب سواء أكانت الإدارة للمصدر أو لحملة الصكوك أو لطرف ثالث معين، وتعتبر هذه الصكوك بديلا عن الأسهم⁴².

ويمكن القول أن هذا النوع من الصكوك يقوم مقام طرح أسهم جديدة حيث يقوم المصدر بالتوسع أو إنشاء مشروع استثماري موازي فيقوم باعتباره شخصية معنوية بالتكفل بقسط من المال و الباقي يطرح للاكتتاب.

ب-صكوك المشاركة المؤقتة:

تمثل هذه الأخيرة مشروعا محددا بمدة زمنية معينة ويمكن لحملة الصكوك استرداد القيمة الاسمية لها بالتدريج، حتى يستردوا كامل قيمتها بالإضافة إلى حصولهم على الأرباح بعد تصفية أرباح المشروع وبذلك يكون الصك قد أطفئ و المشروع قد انتهى.⁴³

ت-صكوك المشاركة المنتهية بالتمليك:

يشبه هذا النوع من الصكوك إلى حد ما صكوك المشاركة المؤقتة، إلا أن المشروع في هذا النوع ينتهي بالتمليك لحملة الصكوك.⁴⁴

و الأصل في صكوك المشاركة أن الإدارة حق لكل شريك، غير أنه يجوز أن تتضمن نشرة الإصدار تعيين أحد الشركاء لتولي الإدارة، بالإضافة إلى أن صكوك المشاركة مشابهة لصكوك المضاربة، غير أنها تختلف عنها في أن المال في صكوك المضاربة يكون كله من طرف أو أطراف

⁴²-معطى الله خير الدين وشرياق رفيق، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية، م.س، ص239.
⁴³- أبي نصر أحمد بن محمد السمرقندي، الشروط وعلوم الصكوك، دراسة عن الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، دار النشر للجامعات ط1، القاهرة، 2017، ص:34.
⁴⁴-أبي نصر أحمد السمرقندي، المرجع نفسه، ص 35.

والعمل من طرف آخر. بينما نجد في صكوك المشاركة أن الجهة التي تصدرها للمستثمرين المكتتبين فيها تشترك معهم في أموال الشركة.

وتجدر الإشارة أن صكوك المشاركة من أفضل الأدوات الاستثمارية التي يمكن أن تفعل دور البنوك التشاركية في المجال الاستثماري والتنموي خاصة، وذلك لما تتميز به من مزايا تتجلى في مرونتها وقابليتها لتمويل كل أوجه النشاط الاقتصادي مما يساعد البنوك التشاركية على المساهمة الفعالة في الاقتصاد الوطني. كما أن صكوك المشاركة لا تحمل في طياتها آثار تضخمية كما هو الحال في تمويل البنوك التقليدية، ذلك أن عدم اعتماد مؤسسات التمويل عن الفرق بين سعر الفائدة الدائنة و المدينة يؤدي إلى تنشيط عملية التنمية بالمجتمع، فضلا عن الحد من ارتفاع الأسعار و تخفيض تكاليف الإنتاج وذلك لعدم تحميل التمويل بتكاليف أو أعباء كما في القروض⁴⁵.

5. صكوك الوكالة بالاستثمار:

هي وثائق تمثل مشروعات أو أنشطة تجار على أساس الوكالة بالاستثمار بتعيين وكيل عن حملة الصكوك لإدارتها.⁴⁶

المصدر لتلك الصكوك هو الوكيل بالاستثمار، والمكتتبون هم الموكلون، وحصيلة الاكتتاب هي المبلغ الموكل في استثماره، ويملك حملة الصكوك ما تمثله الصكوك من موجودات بغنمها وغرمها ويستحقون ربح المشاركة إن وجدت.⁴⁷

⁴⁵ - أسامة عبد الحليم الجوزية، صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد، بحث لنيل درجة الماجستير في الدراسات الإسلامية، معهد الدعوة للدراسات الإسلامية، قسم الدراسات العليا، 2009، ص 138.

⁴⁶ - المعايير الشرعية، النص الكامل للمعايير الشرعية، هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، (AAOIFI) المعيار الشرعي رقم 17، حول صكوك الاستثمار، المنامة البحرين، 2017، ص 370.

⁴⁷ - وليد عوجان، بحث حول الصكوك الإسلامية وتطبيقاتها المعاصرة مقدم لمنتدى فقه الاقتصاد الإسلامي، مرجع سابق، ص 39.

6. صكوك المزارعة:

تعرف صكوك المزارعة بأنها: "وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تمويل مشروع على أساس عقد المزارعة ويصبح لحملة الصكوك حصة في المحصول وفق ما حدده العقد".⁴⁸

فالمصدر لتلك الصكوك هو صاحب الأرض (مالكها أو مالك منافعها) و الذي يرغب في تمويل زراعتها على أساس عقد المزارعة، والمكتتبون فيها هم المزارعون في عقد المزارعة (أصحاب العمل بأنفسهم أو بغيرهم)، وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف الزراعة. وقد يكون المصدر هو (المزارع) أي صاحب العمل والمكتتبون هم أصحاب الأرض (المستثمرون الذين اشترت الأرض بحصيلة اكتتابهم) ويملك حملة الصكوك الحصة المتفق عليها مما تنتجه الأرض.⁴⁹

7. صكوك المساقاة:

صكوك المساقاة هي: "وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في سقي أشجار مثمرة و الإنفاق عليها ورعايتها على أساس عقد المساقاة، ويصبح لحملة الصكوك حصة من الثمرة وفق ما حدده العقد".⁵⁰

مصدر هذه الصكوك هم مالكو المزارع المزروعة بأشجار ذات أصول ثابتة (نخل، زيتون، عنب...) لاستخدام حصيلتها في الإنفاق على الزراعة ورعايتها وما يصاحبها من نفقات الري وتهيئة شبكات المياه و التسميد و الأدوية لمعالجة الآفات الزراعية، ثم جني المحصول وبيعه أو تخزينه أو تسويقه. ويقوم المكتتبون في هذه الصكوك بدور المساق، حيث تمول حصيلة الصكوك هذه الأنشطة ويستحق حاملوها الحصة المتفق عليها من المحصول.

⁴⁸-المعايير الشرعية، المعيار الشرعي رقم 17، حول صكوك الاستثمار، م.س، ص370.
⁴⁹-محمد غزال، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية: دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية، رسالة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات الأعمال و التجارة الخارجية، جامعة فرحات عباس، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، الجزائر، السنة الجامعية 2012/2013، ص 96.
⁵⁰-المعايير الشرعية، المعيار الشرعي رقم 17، حول صكوك الاستثمار، م.س، ص 371.

وتمثل صكوك المسابقات بعد قفل باب الاكتتاب وبدء الاستثمار واستخدام حصيلتها حصة شائعة في موجودات المسابقات، من الآلات و المعدات اللازمة لرعاية الشجر و المدخلات الزراعية كالسماد والمبيدات وكذلك ما يظهر على الشجر من فواكه منذ خروجها إلى حين جنيها.⁵¹

كما أن المصدر لتلك الصكوك هو صاحب الأرض (مالكها أو مالك منافعها) التي فيها الشجر والمكتتبون فيها هم المساقون في عقد المسابقات وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف العناية بالشجر.

وقد يكون المصدر هو المساق (صاحب العمل) و المكتتبون هم أصحاب الأرض أي المستثمرون الذين سقيت الأرض بحصيلة اكتتابهم، ويستحق حملة الصكوك الحصة المتفق عليها مما تنتجه الأشجار.⁵²

8. صكوك المغارسة:

صكوك المغارسة هي: "وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في غرس الأشجار و فيما يتطلبه هذا الغرس من أعمال و نفقات على أساس عقد المغارسة ويصبح لحملة الصكوك حصة من الثمرة وفق ما حدده العقد".⁵³

مصدر هذه الصكوك هو مالك الأرض، سواء أكان حكومة أو شركة أو فرد لاستخدام حصيلتها في تسوية الأرض و إعدادها لزراعة الأشجار وشراء الشتلات، ثم غرس هذه الأرض بأشجار مدرة للثمار على أساس عقد المغارسة. ويعد المكتتبون في هذه الصكوك مغارسين يستحقون حصة في الأرض المغروسة بالشجر بعد إثماره حسب الاتفاق. ويمثل صك المغارسة بعد قفل باب الاكتتاب وبدء عملية

⁵¹-أسامة عبد الحليم الجوزية، صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد، بحث لنيل درجة الماجستير في الدراسات الإسلامية، معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية، قسم الدراسات العليا، 2009، ص94.

⁵² - المعايير الشرعية، النص الكامل، هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار الشرعي رقم 17، حول صكوك الاستثمار، مرجع سابق، ص476.

⁵³-المعيار الشرعي رقم 17، حول صكوك الاستثمار، مرجع سابق، ص471.

إعداد الأرض وغرس الأشجار حصة شائعة في موجودات المغارسة (معدات وآلات الحفر، شبكات الري، الشتلات المغروسة) فالصك يمثل حصة في ملكية المشروع بكل عناصره.⁵⁴

من خلال ما تمت دراسته من أنواع الصكوك يتبين أنه بالرغم من أهمية كل من صكوك المغارسة و المساقات و المزارعة إلا أن الدول لم تهتم بها كثيرا من حيث الإصدار كباقي الأنواع الأخرى كصكوك الإجارة و المضاربة و المشاركة، على الرغم من مساهمتها بشكل إيجابي وفعال في إغناء وتطوير الاستثمار بالمجال الفلاحي و تنويع الإنتاج خاصة بالنسبة للدول التي تمثل الفلاحة لديها قوة اقتصادية .

ثانيا: الصكوك غير القابلة للتداول:

وهي التي لا يجوز تداولها لأنها قائمة على الديون، وما كان قائما على الديون فلا يجوز تداوله لأنه يفضي إلى تأجيل البدلين، وتتمثل هذه الصكوك في:

1. صكوك المربحة:

صكوك المربحة هي: " وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المربحة، وتصبح سلعة المربحة مملوكة لحملة الصكوك"⁵⁵.

ومصدر هذه الصكوك هو بائع بضاعة المربحة و المكتتبون فيها هم المشترون لهذه البضاعة وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة شرائها، ويملك حملة الصكوك هذه البضاعة ويستحقون ثمن بيعها⁵⁶.

فصكوك المربحة يصدرها البائع لسلعة المربحة و المكتتبون فيها هم المشترون لتلك السلعة وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة شراء البضاعة، ويملك حملة الصكوك سلعة المربحة بمجرد شراء المبيع وهم بذلك يستحقون ثمن بيعها وتكون بضاعة المربحة في حيازة مدير الإصدار بصفته وكيلا عن حملة الصكوك وبقسم حملة الصكوك الأرباح المتمثلة في الفرق بين ثمن شراء بضاعة المربحة و المصاريف

⁵⁴- أحمد مترجي، شهادات الصكوك في المغرب-دراسة فقهية قانونية-،رسالة لنيل دبلوم الماستر المتخصص في القانون و البنوك التشاركية والتأمينات التكافلية، كلية العلوم القانونية و الاقتصادية و الاجتماعية، ابن زهر، أكادير، السنة الجامعية 2018/2019، ص26.

⁵⁵- هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI)، المعيار الشرعي رقم 17، صكوك الاستثمار، م.س ص469.

⁵⁶- المعيار الشرعي رقم 17، حول صكوك الاستثمار، المرجع نفسه، ص474،

المبدولة وثن بيعها للمشتري مربحة على أقساط مؤجلة.⁵⁷ والغرض من إصدار صكوك المربحة هو تمويل عقد بيع بضاعة مربحة، كالمعدات و الأجهزة فتقوم المؤسسة أو الجهة المصدرة للصكوك بإبرام العقد مع المشتري مربحة نيابة عن حملة الصكوك.⁵⁸ وتلجأ الجهة المصدرة إلى استخدام حصيلة الصكوك لشراء سلعة المربحة وقبضها قبل القيام ببيعها ثانية.

وتجدر الإشارة أن صكوك المربحة يمكن أن تسهل للبنوك التشاركية في حال تطبيقها تمويل شراء السلع و المستلزمات و المعدات عن طريق طرح الصكوك للمستثمرين للاكتتاب فيها و المشاركة في التمويل عن طريق هذه الصيغة بحيث يحصل كل طرف و مستثمر على نسب معينة من الربح وفق ما يمتلك من صكوك، كما يمكن تحويل المراجحات إلى استحقاقات متتالية، بحيث ستخدم هدف السيولة بالبنوك التشاركية.

2. صكوك السلم:

صكوك السلم: "هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها، لتحصيل رأس مال السلم وتصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك"⁵⁹.

المصدر لهذه الصكوك هو البائع لسلعة السلم، والمكتتبون فيها هم المشترون للسلعة وحصيلة الاكتتاب هي ثمن شرائها (رأس مال السلم) ويملك حملة الصكوك سلعة السلم ويستحقون ثمن بيعها أو ثمن بيع السلم في السلم الموازي إن وجد.

وتجدر الإشارة أن صكوك السلم تحمل قيمة متساوية يصدرها بائع منتجات السلم أو وكيله ويحصل بذلك على رأس مال السلم، وبالتالي تصبح السلعة مملوكة لحملة الصكوك وذلك من خلال تقديم كامل قيمة السلعة المتفق عليها لاستلامها مستقبلا وفقا لمواصفات متفق عليها و زمن محدد.

⁵⁷-نوال بن عمارة، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية: تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية-البحرين، مجلة الباحث، العدد 09، 2011، ص256.

⁵⁸-نوال بن عمارة، المرجع نفسه، ص256.

⁵⁹- المعايير الشرعية، المعيار الشرعي رقم 17 حول صكوك الاستثمار، م.س، ص469.

ويساعد تقديم التمويل بكامله للمنتج على توفير المال اللازم لتمويل العمليات الإنتاجية وتوفير المنتج في جانب العرض، وتقليل السعر في جانب الطلب. فيسهم بذلك في توفير أسباب الرخاء الاقتصادي بزيادة الإنتاج وتخفيض السعر بما يحقق الربح للبائع والمشتري. وهناك ما يسمى بالسلم الموازي وهو اتفاق المشتري مع جهة أخرى على بيعها المنتج المتفق عليه في اتفاقية السلم الأول.⁶⁰

كما أن لصكوك السلم أهمية كبيرة بالنسبة للمؤسسات المالية الإسلامية بما فيها البنوك التشاركية في حالة تطبيقها من طرف هذه الأخيرة، و تتجلى هذه الأهمية في إعطاء دور أكبر للمؤسسات المالية الإسلامية لتوفير التمويل اللازم للاحتياجات الحكومية قصيرة الأجل، بالإضافة إلى تطوير أدوات مالية ذات جودة عالية للمؤسسات المالية الإسلامية لاستخدامها في معالجة وإدارة فوائض السيولة النقدية قصيرة الأجل. هذا فضلا عن قدرة صكوك السلم على إنجاح فكرة إنشاء سوق مالية و نقدية عالمية.⁶¹

3. صكوك الاستصناع:

صكوك الاستصناع هي: "وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حسيطة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة ويصبح المصنوع مملوكا لحملة الصكوك".⁶²

إذن المصدر لهذه هو الصانع (البائع) والمكتتبون فيها هم المشترون للعين المراد صنعها وحسيطة الاكتتاب هي تكلفة المصنوع، ويملك حملة الصكوك العين المصنوعة، ويستحقون ثمن بيعها أو ثمن بيع العين المصنوعة في الاستصناع الموازي إن وجد.⁶³

ويمكن للمتعهد أن يتفق مع الصانع على صيغة تمويلية مختلفة مثل الدفع بالأقساط، ويصبح المنتج المستصنع ملكا لحملة الصكوك.⁶⁴

⁶⁰ - يوسف حسن يوسف، الصكوك المالية وأنواعها، الاستثمار-الصناديق الاستثمارية-الأوراق المالية والتجارية، دار التعليم الجامعي، الطبعة الأولى، الإسكندرية، 2014، ص9.

⁶¹ - أسامة عبد الحليم الجوزية، صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد، م.س، ص 138.

⁶² - المعايير الشرعية، المعيار الشرعي رقم 17، حول صكوك الاستثمار، م.س، ص 311.

⁶³ - سامي يوسف كمال محمد، واقع الصكوك المالية الإسلامية وتمويل التنمية في العالم الإسلامي، الطبعة الأولى، 2020، دون ذكر دار النشر ص92.

⁶⁴ - يوسف حسن يوسف، الصكوك المالية وأنواعها، المرجع نفسه، ص:9.

ويمكن استخدام الاستصناع في تشييد المباني وبناء السفن والطائرات والجسور والطرق ومحطات توليد الطاقة الكهربائية و المائية وغيرها وفقا لمواصفات معينة وقيمة مالية محددة وتاريخ للاستلام كل ذلك يتم الاتفاق عليه وتحديد في العقد. كما أن أهمية صكوك الاستصناع لا تخفى في الوقت الراهن سواء بالنسبة للصانع (المنتج) أو المستصنع (المشتري أو المستهلك) فالقطاع الصناعي يحتاج إلى من يمدّه بالتمويل اللازم لتمكينه من ممارسة نشاطه الإنتاجي وضمان أسواق واسعة لتصريف إنتاجه، بينما يحتاج المستصنع إلى تأمين احتياجاته من السلع بالمواصفات المطلوبة، واستثمار أمواله بحصوله على الربح الناتج بين سعر البيع و الشراء إذا كان تاجرا، وهذا ما توفره صيغة الاستصناع لكلا الطرفين.

4. صكوك القرض الحسن:

صكوك القرض الحسن هي صكوك إسلامية غرضها الأول تحقيق التنمية الاجتماعية وليس العائد المادي، وتصدر هذه الصكوك من أي جهة كانت وتستخدم حصيلتها في الإنفاق على وجوه الخير ولا تعود بأي عائد مادي إنما يكون الغرض منها الأجر و العمل في سبيل الله. ويمكن لأي حكومة أن تستفيد من هذه الصكوك في دعم عجز الموازنة العامة خاصة إذا كانت تحتاج مثلا لسيولة نقدية لتغطية رواتب العاملين في الدولة . يتم طرح صكوك القرض الحسن للاكتتاب العام لمدة سنة فقط فيتم الإقبال عليها من الجمهور لشراء هذه الصكوك، وتكون الغاية من شرائها تحقيق التنمية الاجتماعية و الاقتصادية⁶⁵.

من خلال ما سبق ذكره يتبين أن الصكوك الاستثمارية تتميز بتعدد أنواعها تبعا لاختلاف أنواع الموجودات التي تمثلها، والتي قد تكون أعيان أو منافع أو خدمات أو ديون أو نقود، وهذا التنوع الذي تتميز به الصكوك الإسلامية يجعلها تتلاءم مع مختلف المشاريع و القطاعات، الأمر الذي يفتح المجال

⁶⁵-أبي نصر بن محمد السمرقندي، الشروط وعلوم الصكوك، دراسة عن الصكوك الإسلامية بين النظرية و التطبيق، م.س، ص:93.

أمام المستثمرين للاستثمار بصيغ شرعية متعددة للتمويل كالإجارة والمضاربة والمشاركة والسلم والاستصناع...

الفقرة الثانية: خصائص الصكوك الاستثمارية

للصكوك الاستثمارية مجموعة من الخصائص التي تميزها عن غيرها من أدوات الاستثمار التقليدية ويمكن إجمال هذه الخصائص فيما يلي:

أولاً: الصكوك تمثل حصصاً شائعة في الموجودات

إن الصكوك الاستثمارية تمثل حصصاً شائعة و متساوية القيمة في ملكية منافع أو أعيان أو خدمات، ولا تمثل ديناً على مصدرها لحاملي الصكوك، و تصدر باسم مالكيها لإثبات حقه في ما تمثله هذه الأخيرة من حقوق في الأصول و المنافع الصادرة مقابلها. كما أن العائد على الصك يكون مشروعاً استثمارياً يقوم على أساس موجودات حقيقية لا عن ديون، و بهذه الخاصية يتميز الصك الاستثماري الإسلامي عن السند الربوي الذي يمثل ديناً في ذمة المصدر مقابل فوائد محددة سلفاً يستحقها حامله. بالإضافة إلى أن حامل الصك يتحمل مخاطر استثمار الأصول كاملة وذلك في حدود ما يملكه من صكوك بناء على مبدأ المشاركة في الربح و الخسارة.⁶⁶

ثانياً: خلو الصكوك من الربا

لعل أهم ما يميز الصكوك الإسلامية عن غيرها من الأدوات الاستثمارية التقليدية (كالأسهم السندات) خاصية خلوها من الربا، فالصكوك الإسلامية من الأدوات المالية المنضبطة لأحكام الشريعة الإسلامية الأمر الذي يجعلها تقوم على أصول و موجودات حقيقية تجعلها بعيدة كل البعد عن الاقتصاد

⁶⁶- أحمد إسحاق الأمين حامد، الصكوك الاستثمارية و علاج مخاطرها، رسالة لنيل الماجستير في الاقتصاد و المصارف الإسلامية جامعة اليرموك، إربد، الأردن، 2013، ص 29.

الوهمي القائم على الربا المحرم مصداقا لقوله تعالى: {وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا} ⁶⁷. و الربا أنواع حيث أن هناك ربا القروض و ربا البيوع ، بالإضافة إلى الحيل الربوية التي تستعمل في الأسواق المالية؛ كالتوريق والعينة و الشبهات المتعلقة بتداول المشتقات المالية.

فالاقتصاد الإسلامي هو اقتصاد حقيقي لا يسمح بمثل هذه التجاوزات في المعاملات المالية سواء بين الأفراد أو داخل المعاملات الاقتصادية بالأسواق.

ثالثا: الصكوك تصدر على أساس عقود و ضوابط شرعية

تصدر الصكوك الاستثمارية بعقد شرعي وضوابط شرعية بين طرفيها تتضمن آلية إصدارها وتداولها و العائد عليها، فالصكوك الإسلامية تصدر بصيغ التمويل الإسلامي كافة (كالمضاربة، الإجارة، السلم، المزارعة...) وعندئذ يسمى الصك بالصيغة التي يصدر بها وتختلف أحكام الصك تبعا لاختلاف العقد أو الصيغة الاستثمارية التي يصدر الصك على أساسها. ⁶⁸ أي أن الصكوك الإسلامية يجب أن تكون خاضعة لأحكام الشريعة الإسلامية بصفة عامة، فإذا خرجت عن هذا الإطار فهي ليست بصكوك إسلامية.

رابعا: الصكوك تستثمر في نشاط مباح

الصك الاستثماري الإسلامي يخصص حصيلة الاكتتاب فيه للاستثمار في مشاريع أو أنشطة تتماشى مع الشريعة الإسلامية، بمعنى إذا كانت هذه الحصيلة قد استثمرت في أنشطة محرمة كصناعة الخمر فإنها لا تعد ورقة إسلامية. ⁶⁹ ومن الأمثلة على الأنشطة المباحة التي يمكن الاستثمار بالصكوك من خلالها مثلا مشاريع إنشاء البنية التحتية كبناء السدود و الجسور و الجامعات و الطرق.....

⁶⁷-سورة البقرة، الآية 257

⁶⁸- أحمد جابر بدران، الصكوك كأداة للتمويل بين النظرية و التطبيق، الطبعة الأولى، القاهرة، 2014 ، ص20

⁶⁹- علي محي الدين القرة داغي، بحوث في فقه البنوك الإسلامية، دراسة فقهية و اقتصادية، دار البشائر الإسلامية، بيروت ، ط 1، 2002

ص:388

خامسا: الصكوك تقوم على مبدأ المشاركة في الربح و الخسارة

صاحب الصك يستحق المشاركة في ناتج المشروع الممول من أموال الصك، فيحصل على نصيبه من العائد و يتحمل نصيبه من الخسارة في حدود ما يمثله الصك⁷⁰. كما أن الصك الاستثماري الإسلامي يعطي لحامله حصة من الربح و ليس نسبة محددة مسبقا من قيمتها الاسمية، وحصة مالك الصك من أرباح المشروع تحدد بالنسبة وقت التعاقد في نشرة الإصدار التي تسبق الاكتتاب، أو في الصك المالي نفسه⁷¹. بمعنى أن مالك الصك يشارك في الربح حسب الاتفاق المبين في نشرة الإصدار، ويتحمل الخسارة بنسبة ما يملكه من الصكوك.

كما تتميز الصكوك الاستثمارية أيضا بكونها تشكل أداة جيدة للمستثمرين الذين يريدون استثمار فائض أموالهم، ويرغبون في نفس الوقت أن يستردوا أموالهم بسهولة عندما يحتاجون إليها، لأن المفروض في هذه الصكوك أن تكون لها سوق ثانوية تباع فيها و تشتري. بحيث كلما احتاج المستثمر إلى أمواله المستثمرة أو جزء منها، جاز له أن يبيع ما يملكه من صكوك أو البعض منها، و يحصل على ثمنها الذي يمثل الأصل و الربح.

بالإضافة إلى أن الصكوك الاستثمارية تقدم أسلوبا جيدا لإدارة السيولة تستطيع به البنوك و المؤسسات المالية الإسلامية أن تدير به سيولتها، فإن كلن لها فائض من السيولة اشترت هذه الصكوك، وإن احتاجت إلى السيولة باعتها في السوق الثانوية.⁷²

سادسا: الصكوك قابلة للتداول

بما أن الصكوك تعد ورقة مالية فالأصل أنها قابلة للتداول بأي شكل من نقل حق الملكية، ببيع

أو رهن أو هبة أو وقف وغير ذلك من التصرفات المالية الشرعية.⁷³

⁷⁰-يوسف حسن يوسف، الصكوك المالية وأنواعها، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، ط1، 2014، ص:243.

⁷¹-أحمد جابر بدران، الصكوك كأداة للتمويل بين النظرية و التطبيق، م.س، ص:30.

⁷²- محمد تقي العثماني، الصكوك كأداة لإدارة السيولة، بحث مقدم لمجمع الفقه الإسلامي الدورة العشرون المنعقدة بمكة المكرمة في 25-29 ديسمبر 2010، ص 5

غير أن هذا التداول يجب أن يكون منضبطاً لمجموعة من الشروط الشرعية المتعلقة بطبيعة الموجودات التي تمثلها من منافع أو أصول أو خدمات، حيث أن هناك نوعين من الصكوك صكوك قابلة للتداول كصكوك المشاركة والإجارة والمضاربة، وأنواع أخرى غير قابلة للتداول لقيامها على الديون بمعنى أنها تمثل ديناً في ذمة الغير كصكوك المرابحة و السلم

سابعاً: انتفاء ضمان المدير (المضارب، الوكيل، أو الشريك)

يتنافى الضمان مع كل من المضاربة أو الوكالة أو الشركة وهي الصيغ التي تدار بها الصكوك غالباً، فلا يتحمل المصدر الخسارة ولا يضمن رأس المال لحامل الصك لأن ذلك يحول العملية إلى شكل من أشكال الربا، وقد نهى رسول الله صلى الله عليه وسلم عن الربح ما لم يضمن، وكذلك الحال في بقية المشاركين (حملة الصكوك) فلا يضمن أحد غيره. وإذا تضمنت نشرة الإصدار أو الصك المالي شرط ضمان مخاطر الاستثمار في المشروع على المضارب لم يكن جائزاً شرعاً.⁷⁴

بعد الحديث في هذا المطلب عن كل من أنواع و خصائص الصكوك الاستثمارية، سننتقل في إطار المطلب الثاني للحديث عن الضوابط الشرعية لإصدار وتداول الصكوك الاستثمارية وكذا تمييزها عن باقي أدوات الاستثمار التقليدية.

المطلب الثاني: الضوابط الشرعية لصكوك الاستثمار وتمييزها عن النظم المشابهة

تتميز الصكوك الاستثمارية بموافقتها لأحكام الشريعة الإسلامية و مبادئها، في جميع مراحل إصدارها، الأمر الذي يجعلها تخضع لمجموعة من الضوابط الشرعية التي صدرت بخصوصها عدة قرارات من منظمات عديدة. فقد أجازت مجامع الفقه الإسلامي الصكوك الاستثمارية ووضعت لها ضوابط شرعية تحكم عملية إصدارها وتداولها (الفقرة الأولى). وفي ظل وجود أوراق مالية تقليدية كالأسهم

⁷³-حسين حسين شحاتة، مقال حول مفهوم الصكوك الاستثمارية الإسلامية وخصائصها ودورها في تمويل التنمية، ص:3، تم الاطلاع عليه بتاريخ 2021/1/17 على الساعة 3:00 منشور بالموقع الإلكتروني : www.darlmashora.com

⁷⁴- فؤاد احمد محسن، الصكوك الإسلامية، (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، أطروحة لنيل الدكتوراه، الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، 2006 ص:21

والسندات، إلى جانب الصكوك الاستثمارية كان لابد من بيان نقط التمييز بينها من خلال دراسة أوجه الشبه والاختلاف (الفقرة الثانية).

الفقرة الأولى: ضوابط إصدار و تداول الصكوك الاستثمارية كآلية لإدارة السيولة

سننظر في إطار هذه الفقرة (أولاً) للحدوث عن الضوابط الشرعية لإصدار الصكوك الاستثمارية و (ثانياً) عن الضوابط الشرعية لتداول هذه الصكوك.

أولاً: الضوابط الشرعية لإصدار الصكوك الاستثمارية

تسمى عملية إصدار الصكوك الإسلامية التصكيك، وتسمى كذلك التسديد و التوريق و هي جميعها بمعنى واحد، فالتصكيك منسوب إلى الصكوك، أما التوريق فيسند إلى الأوراق المالية، والتسديد إلى السندات.

وقد قامت هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بإصدار المعيار الشرعي رقم 17 حول صكوك الاستثمار، والذي ينظم عملية إصدار و تداول الصكوك الاستثمارية و عموماً تتجلى أبرز ضوابط إصدار الصكوك الإسلامية فيما يلي:⁷⁵

- يجوز إصدار الصكوك لاستثمار حصيلة الاكتتاب فيها على أساس عقد من عقود الاستثمار الشرعية.

- يجوز تصكيك الموجودات من الأعيان و المنافع و الخدمات وذلك بتقسيمها إلى حصص متساوية و إصدار صكوك بقيمتها، أما الديون في الذمم فلا يجوز تصكيكها.

- تترتب على عقد الإصدار جميع آثار العقد الذي يصدر الصك على أساسه، وذلك بعد قفل باب الاكتتاب و تخصيص الصكوك.

⁷⁵- المعايير الشرعية هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار الشرعي رقم "17" حول صكوك الاستثمار، مرجع سابق، ص 230.

- طرفا عقد الإصدار هما مصدر الصكوك و المكتتبون فيها.
 - تتحدد العلاقة بين طرفي عقد الإصدار وفق نوع العقد وصفته الشرعية.
- ويراعى في نشرة الإصدار الضوابط الآتية⁷⁶:
- ~ أن تتضمن نشرة الإصدار شروط التعاقد و البيانات الكافية عم المشاركين في الإصدار وصفاتهم الشرعية وحقوقهم وواجباتهم، وذلك مثل وكيل الإصدار، ومدير الإصدار وأمين الاستثمار ومتعهد التغطية، وغيرهم كما تتضمن شروط تعيينهم و عزلهم.
 - ~ أن تتضمن تحديد العقد الذي تصدر الصكوك على أساسه، كبيع العين المؤجرة، أو الإجارة أو المrabحة، أو الاستصناع، أو السلم.....
 - ~ أن يكون العقد الذي أصدر الصك على أساسه مستوفيا لأركانه و شروطه، و إلا يتضمن شرطاً ينافي مقتضاه أو يخالف أحكامه.
 - ~ أن ينص في النشرة على الالتزام بأحكام و مبادئ الشريعة الإسلامية، وعلى وجود هيئة شرعية تعتمد آلية الإصدار و تراقب تنفيذه طوال مدته.
 - ~ أن تنص النشرة على أن يتم استثمار حصيلة الصكوك وما تتحول إليه تلك الحصيلة من موجودات بصيغة من صيغ الاستثمار.
 - ~ أن ينص في النشرة على مشاركة مالك الصك في الغنم وأن يتحمل من الغرم ما يملك بنسبة ما تمثله صكوكه من حقوق مالية.
 - ~ يجب أن يصرح في نشرة الاكتتاب مسبقاً و صراحة عن كيفية توزيع العائد بين مالكي الصكوك و الشركة المصدرة لها.⁷⁷

⁷⁶-المعايير الشرعية، المعيار الشرعي رقم حول 17 صكوك الاستثمار، م.س، ص 477-478

~ ويوصي المجلس الشرعي المؤسسات المالية الإسلامية أن تقلل في عملياتها من

المداينات و تكثر من المشاركة الحقيقية المبنية على تقاسم الأرباح و الخسائر

وذلك لتحقيق مقاصد الشريعة الإسلامية.

بالإضافة إلى الضوابط السابق ذكرها يجب أن يراعى في عملية إصدار الصكوك مبدأ الأولويات

في الاقتصاد الإسلامي، كما أن نوعية الأصول المصككة يجب أن تكون من الأصول المقبولة شرعا

و لا يجوز أن تمثل الصكوك القابلة للتداول الإيرادات و الديون هذا فضلا عن ضرورة النظر في مآلات

عملية التصكيك و مدى ملاءمتها للمصلحة العامة. كما يجب أن تمثل الصكوك القابلة للتداول ملكية

حملة الصكوك بجميع حقوقها و التزاماتها، في موجودات حقيقية من شأنها أن تملك و تباع شرعا و قانونا

سواء أكانت أعيان أو منافع أو خدمات و فقا لما جاء في المعيار الشرعي رقم 17 بشأن صكوك

الاستثمار ويجب على مدير الصكوك إثبات نقل ملكية الموجودات إلى حملة الصكوك.⁷⁸

وتجدر الإشارة أن الصكوك الاستثمارية بجميع أنواعها تساعد على تمويل المشاريع طويلة الأجل

والقصيرة والمتوسطة و بالتالي فإنها تحقق جميع الأغراض المشروعة التي تصدر سندات الدين المحرمة

لتحقيقها، بل إنها أفضل منها اقتصاديا لأن الصكوك تمثل الموجودات و ما يترتب على ذلك من منافع

اقتصادية إضافة إلى التحريم الشرعي⁷⁹.

من خلال كل ما سبق ذكره فيما يتعلق بإصدار الصكوك الاستثمارية يظهر أن هذه الأخيرة يجب أن

تتخبط لمجموعة من الأحكام والضوابط لضمان عدم انحرافها، وحتى تحافظ على قيمتها كوثيقة استثمارية

إسلامية هدفها تحقيق عدة فوائد اقتصادية.

⁷⁷ - سعد الدين بن ثامر، " الصكوك الإسلامية ودورها في تحقيق المقاصد الشرعية"، مذكرة تخرج لنيل درجة الماجستير في العلوم الإسلامية، تخصص اقتصاد إسلامي، كلية العلوم الإنسانية الاجتماعية و العلوم الإسلامية، قسم العلوم الإسلامية، الجزائر، 2013/2014، ص 53.

⁷⁸ -كمال توفيق خطاب، الصكوك الاستثمارية الإسلامية و التحديات المعاصرة، م.س، ص 21.

⁷⁹ -القرة داغي، على محيي الدين، صكوك الاستثمارات تأصيلها و ضوابطها الشرعية و دورها في تمويل البنية التحتية و المشاريع الحيوية منتدى الاستثمار و التمويل الإسلامي الأول للشرق الأوسط، الأردن، 1-2 مارس، ص 19، 20، 10.

ثانياً: الضوابط الشرعية لتداول الصكوك الاستثمارية

عرفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية تداول الصكوك أنه: "التصرف في الحق الشائع الذي يمثل الصك بالبيع أو الرهن أو الهبة أو غير ذلك من التصرفات الشرعية؛⁸⁰ وعليه تتمثل أبرز ضوابط إصدار الصكوك الاستثمارية في⁸¹:

- يجوز تداول الصكوك واستردادها إذا كانت تمثل حصة شائعة في ملكية موجودات من أعيان أو منافع أو خدمات، بعد قفل باب الاكتتاب و تخصيص الصكوك وبدء النشاط.....

- يجوز تداول الصكوك بأي طريقة متعارف عليها فيما لا يخالف الشرع مثل القيد في السجلات أو الوسائل الإلكترونية.

- يجوز تداول صكوك ملكية الموجودات المؤجرة أو الموعود باستئجارها منذ لحظة إصدارها، بعد تملك حملة الصكوك للموجودات و حتى نهاية أجلها.

- لا يجوز تداول صكوك ملكية الأعيان الموصوفة في الذمة قبل تعيين العين التي تستوفى منها المنفعة إلا بمراعاة ضوابط التصرف في الديون، فإذا عينت جاز تداول الصكوك.

- يجوز تداول صكوك ملكية الخدمات التي تستوفى من طرف معين قبل إعادة إجارة تلك الخدمات.

- لا يجوز تداول صكوك ملكية الخدمات التي تستوفى من طرف موصوف في الذمة قبل تعيين الطرف الذي تستوفى منه الخدمة إلا بمراعاة ضوابط التصرف في الديون فإذا عين الطرف جاز تداول الصكوك.

⁸⁰-هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، م.س، المعيار الشرعي رقم 17 صكوك الاستثمار ص 390.

⁸¹-كمال توفيق الحطاب، الصكوك الاستثمارية الإسلامية و التحديات المعاصرة، م.س، ص 21.

- يجوز تداول صكوك المشاركة، وصكوك المضاربة، وصكوك الوكالة بالاستثمار بعد

قفل باب الاكتتاب و تخصيص الصكوك وبدء النشاط في الأعيان و المنافع.

- يجوز تداول صكوك المزارعة والمساقاة بعد قفل باب الاكتتاب و تخصيص الصكوك

و بدء النشاط إذا كان حملة الصكوك مالكي الأرض.

بالإضافة إلى الضوابط الشرعية المتعلقة بإصدار الصكوك هناك ضوابط أخرى اقتصادية منبثقة

من الأصول المصرفية الإسلامية، وهي كفيلة بحماية الصكوك الإسلامية وكذلك الأسواق المالية

الإسلامية و أيضا الأسواق المالية العالمية في الوقت الحاضر؛⁸² ومن أبرز هذه الضوابط التأكيد على

توافر كافة الظروف و مستلزمات الإفصاح في السوق وتجنب العمليات المبنية على الربا و الغرر

والجهالة و الخداع، و أن يكون التعامل مع مالكي الصكوك الحقيقيين لأن التعامل معهم مباشرة يقلل من

الوسطاء و المضاربين الذين قد يتلاعبون بأسعار الصكوك ارتفاعا و انخفاضاً و فقا لمصالحهم

بالإضافة إلى فرض قيود على المؤسسات المالية الكبيرة؛ مثل صناديق التقاعد وشركات التأمين وصناديق

الاستثمار بحيث توجه أموالها للاستثمار و ليس للمقامرة، كذلك المراقبة المستمرة لعمليات السوق بحيث

تكون عمليات حقيقية وليست صورية، هذا فضلا عن التأكيد على ضرورة منع عمليات البيع بالهامش

أو بزيادة المدائبات على حساب الأصول و فرض القيود للحد من تقلبات الأسعار، حيث تتخذ أغلب

البورصات في الوقت الحاضر إجراءات للحد من تقلبات الأسعار اليومية، كبورصة طوكيو مثلا.⁸³

وفي هذا السياق و بالإضافة إلى ما سبق تجدر الإشارة كذلك لمسألة إطفاء الصكوك الاستثمارية حيث

يقصد بإطفاء الصكوك استرداد مال المضاربة من لدن رب المال في صكوك المقارضة أو استرداد المال

الداخل في المشروع من قبل المصدر الذي يكون بمثابة الوكيل، أو الشريك في مختلف الصكوك فإطفاء

الصكوك أو استردادها يقصد به توزيع موجوداتها على حملة الصكوك أو بيعها للمصدر أو غيره وتوزيع

⁸² - القرى، محمد علي، نحو سوق مالية إسلامية، مقال منشور بمجلة الدراسات الاقتصادية و الإسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب

1993، ص 21.

⁸³ - كمال توفيق خطاب، الصكوك الاستثمارية الإسلامية و التحديات المعاصرة، م.س، ص 25-26.

حصيلة بيعها على حملة الصكوك بنسبة ما يملكه كل منهم من صكوك⁸⁴. ونظرا للطبيعة الخاصة التي تصدر الصكوك بالاستناد إليها و التي يستمر النشاط فيها عادة لفترات ودورات زمنية متعددة، يكون الإطفاء إما كليا مرة واحدة في نهاية الإصدار أو جزئيا بالتدريج خلال سنوات الإصدار.⁸⁵

وقد يتم الاسترداد كذلك بإحدى الطرق التالية:⁸⁶

~ تصفية المشروع وتنقيضه حقيقة أي بيعه وتحويله إلى نقد و سيولة، حيث يأخذ صاحب كل صك حقه و نصيبه من الأموال المتوافرة إن ربحا فربحا وإن خسارة فخسارة على الجميع بقدر رؤوس الأموال.

~ التنقيض الحكمي، أي تقويم المشروع تقويما عادلا من لدن الخبراء، ثم توزيع الناتج المقدر على حملة الصكوك كل حسب حصته.

~ تملك الموجودات بالهبة أو بضمن رمزي، أو بالقيمة المتبقية في صورة صكوك الإجارة التي تنتهي بالتمليك.

بعد التطرق في هذه الفقرة إلى كل من الضوابط الشرعية للإصدار و تداول الصكوك الاستثمارية سننتقل للحديث في الفقرة الثانية للحديث عن تمييز الصكوك الاستثمارية على باقي النظم المشابهة.

الفقرة الثانية: تمييز صكوك الاستثمارية كأداة لإدارة السيولة عن باقي النظم المشابهة

قبل التطرق لدور الصكوك الاستثمارية كأداة لإدارة السيولة لابد أولا من معرفة أوجه التمييز بينها وبين باقي الأدوات الاستثمارية الأخرى من سندات وأسهم، حيث تعد الصكوك الاستثمارية البديل الشرعي لأدوات الاستثمار التقليدي وبالرغم من أنها تتفق معها في بعض الأمور إلا أن للصكوك الاستثمارية

⁸⁴ - أحمد مترجي ، شهادات الصكوك بالمغرب-دراسة فقهية وقانونية-، م.س، ص110.

⁸⁵ -أحمد سالم ملحم، تداول الصكوك الإسلامية و إطفائها مقال منشور تم الاطلاع عليه بتاريخ 2021/1/19، على الساعة 13.00، على الرابط الآتي: http://www.drahmadmelhem.com/p/blog-page_58.html

⁸⁶ - علي محمد الموسى، مادوغي سيللا ، الصكوك الاستثمارية: مفهومها، نشأتها، مخاطرها، ضوابطها ،مجلة جامعة الشارقة للعلوم الشرعية والقانونية، المجلد 13 العدد 2، ديسمبر 2016، ص 84.

خصوصيتها في العديد من الأوجه لذلك كان لابد من بيان أوجه الاتفاق والاختلاف بين كل من الصكوك الإسلامية كأداة تمويل شرعية وبين الأسهم و السندات الربوية.

أولا: الصكوك الاستثمارية و الأسهم

معلوم أن الصكوك الاستثمارية هي وثائق متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية منافع أو أعيان أو خدمات، أما الأسهم تعددت تعريفاتها هناك من عرفها أنها "أداة ملكية، ووثيقة تثبت حصة مالكها لجزء من رأس مال شركة (شركة مساهمة أو شركة توصية بسيطة)، مما يجول له الحق في ملكية جزء من أصول الشركة التي أصدرته وتحمل تبعات نتيجة الدورة المحاسبية و المالية للشركة من ربح أو خسارة. وتدون على السهم قيمة اسمية وهو قابل للتداول بالطرق التجارية المختلفة كالتظهير والتسليم...."⁸⁷.

و قد عرف البعض الأسهم أنها "ما يمثل الحصص التي يقدمها الشركاء عند المساهمة في مشروع الشركة، ويتكون رأس المال من هذه الأسهم سواء كانت نقدية أو عينية."⁸⁸ بعد بيان مفهوم كل من الأسهم و الصكوك الاستثمارية سنحاول التمييز بينهما من خلال عرض نقط الاتفاق و الاختلاف بين كل منهما.

1. نقط الاتفاق

تلتقي الصكوك الاستثمارية والأسهم في خاصية أن كليهما يمثل حقوقا مشاعة في موجودات متنوعة اقتتيت بغرض الاستثمار، ومن ثم توزيع الأرباح على حاملها. كما أن الموجودات تدار من جانب جهة معينة تكون مسئولة من قبل حملة الصكوك و الأسهم، إضافة إلى أن كلا من حاملي الأسهم والصكوك لهم الحق في بيع ما يملكون من الأسهم و الصكوك إلى غيرهم متى أرادوا.⁸⁹

⁸⁷ - بن ابراهيم الغالي و بن ضيف محمد عدنان، الأسواق المالية الدولية، تقييم الأسهم و السندات، دار بن زيد للطباعة و النشر، الجزائر، الطبعة الأولى 2019، ص50.

⁸⁸ - أحمد بن محمد الخليل، الأسهم و السندات و أحكامها في الفقه الإسلامي، دار ابن الجوزي للنشر و التوزيع، المملكة العربية السعودية، الطبعة الثانية 2005، ص30.

⁸⁹ - عبد الله بن محمد المطلق، "الصكوك"، ندوة الصكوك الإسلامية عرض و تقويم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية أيام 24-25 ماي 2010، ص5.

وتلتقي الصكوك الاستثمارية و الأسهم كذلك في كون مالك الصك و السهم يستحق حصة في صافي ربح الشركة أو المشروع، يتناسب مع قيمة الأسهم التي يملكها في الشركة أو الصك الذي يملكه في المشروع.⁹⁰

2. نقط الاختلاف

تتجلى نقط الاختلاف بين الأسهم و الصكوك الاستثمارية فيما يلي:

- الصكوك عامة ورقة مالية قليلة المخاطر، بينما الأسهم ورقة مالية ذات مخاطر عالية.
- من جهة الشركة المصدرة، الصكوك غالبا أداة تمويل خارج الميزانية بينما الأسهم حصة مشاعة في رأس مال الشركة وعليه فحامل الصك ممول للشركة المصدرة، أما مالك السهم فهو شريك و مالك لحصة مشاعة في رأس مال الشركة.
- بما أن الصكوك أداة مالية غرضها تمويل المصدر، فإنها في الغالب لا بد أن تكون مؤقتة ولها تاريخ استحقاق، بينما الأسهم ورقة مالية غير مؤقتة⁹¹.
- مثلا قد يكون إصدار صكوك الاستثمار لتمويل مشروع بطريق المشاركة المتناقصة أو الإجارة المنتهية بالتملك، بحيث تؤول ملكية المشروع إلى الطرف الآخر على مراحل زمنية معينة، بينما الأسهم تعد مشاركة دائمة في الشركة تبقى طيلة وجود الشركة وإن انتقلت ملكيتها لشخص آخر لأنها تمثل رأس مال الشركة المصدرة فهي إذن غير قابلة للرد من قبل الشركة.

مالكي الأسهم يشتركون في إدارة الشركة عن طريق انتخاب مجلس الإدارة من بينهم. أما مالكو الصكوك فإنهم لا يشاركون في إدارة المشاريع بطريق مباشر، فهم لا ينتخبون مجلس إدارة المشروع وليس لهم هيئة عامة تشترك في إدارة المشروع بل أن الإدارة توكل للمضارب وحده. ولمضارب ملزم في إدارته

⁹⁰-فؤاد محمد أحمد محسن، الصكوك الإسلامية، التوريق و تطبيقاتها المعاصرة وتداولها، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة التاسع عشرة الإمارات العربية المتحدة، إمارة الشارقة، 2009، ص 18.

⁹¹- صفية أحمد أبو بكر، الصكوك الإسلامية، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع و المأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، 31 ماي-3 يونيو، 2009، ص: 15-16.

للمشروع بأحكام المضاربة و شروطها الشرعية، ولملك الصكوك أن يكونوا من بينهم أو غيرهم مجلس مراقبة يرقى مصالحهم ويحمي حقوقهم في مواجهة المضارب⁹². بمعنى أن رب المال لا يشترك في اتخاذ القرار الاستثماري و لا يتدخل في إدارة المشروع و المنطق أن يتم اختيار المدير الذي يجمع بين الخبرة والأمانة⁹³.

- لأصحاب الأسهم حصص من أصول الشركة عند تصفيتها قلت أو كثرت أما الصكوك فإنها مصممة بحيث يتمكن مالكوها من استرداد رأس ماله عند انتهاء مدتها، بصرف النظر عن قيمة أصول المصدر للصكوك أو قدرته على سداد ديون الآخرين⁹⁴.

ثانيا : الصكوك الاستثمارية الإسلامية والسندات

قبل الحديث عن الفرق ما بين الصكوك الاستثمارية و السندات التقليدية لابد من تحديد مفهوم هذه الأخيرة، و قد تعددت تعريفات السند فهناك من يعرف السند أنه: "صك قابل للتداول، تصدره الشركة ويمثل قرضا طويل الأجل، يعقد عادة عن طريق الاكتتاب العام"⁹⁵.

وهناك من اعتبر السند أداة تمويل تلجأ إليها الدولة و هيئاتها و المؤسسات الاقتصادية لجمع الأموال لتمويل مشاريعها، ويعرف أنه وعد مكتوب من قبل المقترض "المصدر" بدفع مبلغ معين من المال "القيمة الاسمية" إلى حامله بتاريخ معين، مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الاسمية بتاريخ معين.

وقد اعتبر البعض أن السند التقليدي هو في الأساس عقد قرض، لا يمنح المستثمر حصة من الملكية في أصل المشروع أو العمل. كما أنه دين نابع من التزام تعاقدى على مصدر السند لفائدة حامل السند، يلتزم المصدر بموجبه بتسديد أصل الدين و الفائدة على هذا الأصل في شكل مدفوعات. وفي المقابل لا يمكن اعتبار الصكوك عقود قروض بسبب إلغاء الربا في الشريعة الإسلامية بل يجب أن

⁹³ - فؤاد محمد أحمد محيسن، الصكوك الإسلامية، م.س، ص 17.

⁹⁴ - أمال الوهاب عمري، الصكوك دراسة فقهية مقارنة، مطبعة تونس قرطاج، الشرقية 1، ط 1، 2011، ص 90.

⁹⁵ - أحمد بن محمد الخليل، الأسهم و السندات و أحكامها في الفقه الإسلامي، م.س، ص 81.

تكون هذه الصكوك قائمة على عقود تبادل شرعية، مثل المضاربة و المشاركة ،الإجارة و الاستصناع وغيرها⁹⁶. بعد الحديث عن مفهوم السند ننقل لإبراز أوجه الاتفاق و الاختلاف بين كل من الصكوك الاستثمارية والسندات التقليدية.

أ- أوجه التشابه بين الصكوك الاستثمارية و السندات

- الصكوك الاستثمارية و السندات التقليدية هما أوراق مالية غرضها الأساسي التمويل.⁹⁷
- تصنف الصكوك و السندات بشكل عام ضمن الأوراق المالية ذات الاستقرار الكبير والمخاطر المتدنية.⁹⁸ وذلك لأنهما مدعومان بأصول مما يجعلهما أكثر جاذبية للذين يريدون استثمار أموالهم لأجل طويل.

ب- أوجه الاختلاف بين الصكوك الاستثمارية و السندات

- حامل الصك يملك حصة في ملكية أصول مشروع أو نشاط استثماري خاص، في حين أن حامل السند يمثل ديناً في ذمة الشركة التي تصدره و لا يتعلق بأصول عينية.⁹⁹
- حامل السند لا يتأثر بنتيجة أعمال الشركة، سواء ربحت أم خسرت لأن مالكة يستحق القيمة الاسمية لسنده في مواعيد استحقاقه المدونة فيه مضافاً إليها الفوائد المحددة مسبقاً.
- بخلاف الصك الذي يتأثر بنتيجة أعمال المشروع و يشارك في تحمل المخاطر، فله الغنم الذي يحققه المشروع وعلية الغرم الذي يتعرض له. فالصك يشارك في الأرباح المحققة ويتحمل الخسارة التي قد يتعرض لها المشروع.¹⁰⁰

⁹⁶-conventional bond is fundamentally a loan contract ;it does not give the investor a share of ownership in the asset project or business ,it is a contractual debt obligation on the bond issuer for the bond holder. The issuer is obliged to pay back the principal as well as the interest on that principal in the form of coupon payments. In contracts sukuk cannot be considered a loan contracts because of the irrevocable prohibition of riba in Islamic law, rather they need to be structured on any shariaah compliant exchange contracts ,mudharabah, musharakah, ijarah, istisna, etc.
-faruk habib, abu umar faruq ahmed, artical about are the sukuk different from conventional bonds? published in islamic business researches center p1-2.

⁹⁷ - أمال عبد الوهاب عمري ، "الصكوك دراسة فقهية مقارنة "، م.س، ص90.

⁹⁸ - صفية أحمد أبو بكر، "الصكوك الإسلامية"، م.س، ص 14.

⁹⁹ - رامي محمد كمال، "الصكوك و تطبيقاتها المعاصرة بديلاً عن السندات التقليدية"، الطبعة الأولى، د. ذكر دار النشر، 2019 ص 78.

- السندات بجميع أنواعها تعتبر ديناً في ذمة المدين، والعلاقة بين مصدر السند و صاحبه هي علاقة مديونية، أما الصكوك فهي تمثل حصة شائعة في جميع موجودات المشروع و بالتالي فالعلاقة بين صاحب الصك و المصدر هي علاقة مشاركة و ليست مديونية.

- يتم إطفاء السند في تاريخ استحقاقه بالقيمة الاسمية، في حين يكون إطفاء الصك¹⁰¹ بقيمته السوقية أو بالقيمة التي يتفق عليها في حينه أو بالقيمة العادلة.¹⁰²

- عند تصفية المشروع يكون لصاحب السند الأولوية في الحصول على قيمة السند و فوائده المتفق عليها، أما صاحب الصك فليس لديه الأولوية و إنما يتم صرف نسبته مما تبقى من موجودات المشروع بعد سداد الديون؛ أي أن موجودات المشروع ملك لأصحاب الصكوك و تعود إليهم¹⁰³.

من خلال ما تقدم يمكن أن نستنتج أن السند يمثل قرض بفائدة، وهو محرم لما فيه من ربا القرض الذي يعتبر نوعاً من ربا الجاهلية، بينما الصك يمثل حقا على الشياخ في موجودات مستثمرة قد تكون أعياناً أو نقوداً تقوم على أساس قاعدة الغنم بالغرم. كما وتجدر الإشارة أن كلا من السند والسهم صك قابل للتداول، لكنه غير قابل للتجزئة.

وسنقوم بتلخيص أبرز نقط الفرق بين كل من الصكوك الاستثمارية و الأسهم و السندات من خلال

الجدول التالي:

¹⁰⁰ - رامي محمد كمال، الصكوك و تطبيقاتها المعاصرة بديلاً عن السندات التقليدية، م.س ص 78.

¹⁰¹ - إطفاء الصكوك: يقصد بها عملية توزيع موجوداتها على حملة الصكوك أو بيعها للمصدر أو غيره، وتوزيع حصيلة بيعها على حملة الصكوك، بنسبة ما يملكه كل منهم من صكوك.

¹⁰² - محمد علي يوسف الهواملة، "دراسة مقارنة بين الفقه الإسلامي و التشريعات الأردنية النازمة للصكوك"، أطروحة لنيل الدكتوراه في تخصص الفقه و أصوله، كلية الدراسات العليا، قسم الفقه وأصوله، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمان، 2015، ص 76.

¹⁰³ - عبد الله بن محمد المطلق، "الصكوك"، بحث مقدم لندوة الصكوك الإسلامية، عرض و تقديم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 24-25 ماي 2010، ص 6-7.

الجدول رقم 1: عناصر المقارنة بين الصكوك الاستثمارية و الأسهم و السندات

عناصر المقارنة	الصكوك الاستثمارية	الأسهم	السندات
العلاقة بين المصدر و المستثمر	تمثل ملكية حصة شائعة من أصول مشروع استثماري	تمثل ملكية حصة شائعة من رأس مال الشركة	تمثل علاقة مديونية قائمة على القروض
مصدر العائد	العائد هو الربح المحقق من استثمار الصكوك	العائد هو الربح المحقق من استثمار الأصول	العائد هو سعر الفائدة
القابلية للتداول	قابلة للتداول ولكن حسب طبيعة أصول عقود التمويل الصادرة بشأنها	الأسهم قابلة للتداول بيعا وشراء	السندات قابلة للتداول بيعا وشراء
المدة الزمنية	مؤقتة	غير مؤقتة	مؤقتة

المبحث الثاني: السيولة بالبنوك التشاركية

تعتبر السيولة بالبنوك التشاركية ضرورية لمقابلة احتياجات الأموال و أي تقلبات قد تحدث في الميزانية سواء كانت متوقعة أو غير متوقعة، فهي تمثل قدرة البنك على الوفاء بالتزاماته وقيامه بالاستثمار والتمويل. كما توفر له المرونة في الاختيار حيث تعطي للبنك إمكانية البحث عن فرص استثمارية جيدة ومواجهة العديد من الأزمات، وتتكون السيولة بالبنوك التشاركية من مجموعة من الموارد منها موارد داخلية و أخرى خارجية بالإضافة إلى السيولة النقدية و الشبه نقدية (المطلب الأول) وكلها تقوم بمجموعة من الوظائف بهذه البنوك، كما أن الاستغلال الجيد لهذه السيولة لا يتأتى إلا من خلال الإدارة السليمة لها ومراقبتها من أجل تحقيق الأهداف المرجوة منها (المطلب الثاني).

المطلب الأول: مصادر ومكونات السيولة بالبنوك التشاركية

تتشابه البنوك التشاركية مع البنوك التقليدية من حيث نظرتها إلى أهمية رأس المال و استثماره في تمويل أوجه النشاط الاقتصادي، غير أن طبيعة مصادر الأموال وآليات توظيفها في البنوك التشاركية تختلف عن نظيرتها البنوك التقليدية. وعليه سنتطرق في إطار هذا المطلب إلى مصادر الأموال، والتي يقصد بها تلك الموارد التي تتدفق من خلالها الأموال على اختلاف أشكالها إلى البنك التشاركي.

الفقرة الأولى: مصادر الأموال بالبنوك التشاركية

مصادر الأموال بالبنوك التشاركية تنقسم إلى نوعين رئيسيين: مصادر داخلية أو ذاتية (أولا) وأخرى خارجية (ثانيا).

أولا: المصادر الداخلية للأموال بالبنوك التشاركية

1. رأس المال:

يتمثل رأس المال بالبنوك التشاركية في الأموال المدفوعة من المؤسسين و المساهمين عند إنشائه مقابل القيمة الاسمية للأسهم المصدرة أو مقابل زيادة رأس المال و التي تلجأ إليها البنوك من أجل توفير مصادر تمويل داخلية ذات آجال طويلة. وعادة ما تستغرق جزء كبير من رأس المال في الأصول الثابتة مما لا يمكن الاستفادة منه بصورة كبيرة في التمويل¹⁰⁴.

و تجدر الإشارة أن لرأس المال دور مهم بالنسبة للبنوك من حيث توفير التمويل اللازم لإنشاء هذه الأخيرة وذلك لممارسة أنشطتها، كما أنه يساعد على خلق الثقة في نفوس المتعاملين مع البنك ضد ما قد يطرأ من تغييرات على قيمة الموجودات التي يستثمر منها البنك أمواله. بالإضافة إلى كونه يوفر الضمان اللازم لتغطية الخسائر، التي يمكن أن يتعرض لها البنك بمناسبة ممارسته لنشاطه.

¹⁰⁴-الطبيب المبروكي، المخصصات و الاحتياطات في البنوك الإسلامية من منظور فقهي، رسالة لنيل درجة الماجستير في الفقه وأصوله، جامعة المدينة العالمية، ماليزيا، 2010/2011، ص 25.

كما أن رأس المال يشكل كذلك مصدر التمويل الأساسي في تكوين الأصول الثابتة للبنك، غير أنه بالرغم من هذه الأدوار لا ينبغي المبالغة في أهمية رأس المال كمصدر داخلي لأموال البنوك وذلك لعدة أسباب أهمها أن البنك لا يتعامل بشكل رئيسي بأمواله الخاصة و إنما بأموال المودعين.¹⁰⁵

وبالنسبة للبنوك التشاركية نجد أن القانون 103.12 نص في المادة 135 منه¹⁰⁶: "أن يكون رأس مال الشركة المسيرة في ملكية بنك المغرب ومؤسسات الائتمان المنخرطة في الصندوقين" و بالتالي نستنتج أن رأس المال يمثل نسبة ضئيلة من مجموع الأموال التي يحصل عليها البنك من جميع المصادر، ويبقى في ملكية بنك المغرب كضمان لحماية أموال المودعين.

2. الاحتياطات:

وهي الأموال التي يتم الاحتفاظ بها من الأرباح التي يحققها البنك بشكل احتياطات سواء كانت احتياطات قانونية، أي أن القوانين ذات العلاقة بالبنوك تفرض الاحتفاظ بها أو احتياطات عامة تفرضها طبيعة عمل البنوك و الظروف العامة المحيطة بها، أو احتياطات خاصة تفرضها سياسة البنك من أجل دعم مركزه المالي و ضمان سلامته.¹⁰⁷

3. الأرباح غير الموزعة:

و هي تلك الأرباح التي لا يتقرر توزيعها على المساهمين، بل يحتفظ بها في نهاية الأمر لزيادة رأس مال البنك لأهداف معينة كالتوسع أو النمو.¹⁰⁸

¹⁰⁵ - محمد الصيرفي، إدارة المصارف، دار الوفاء للطباعة والنشر، الإسكندرية، 2007، ص 32-33.

¹⁰⁶ - المادة 135 من القانون 103.12 المتعلق بمؤسسات الائتمان و الهيئات الاعتبارية في حكمها، ظهير شريف رقم 1.14.193 صادر في فاتح ربيع الأول 1436 (24 ديسمبر 2014) بتنفيذ قانون رقم 103.12 .

¹⁰⁷ - حكيم براضية، جعفر هني محمد، دور التصكيك في إدارة السيولة في البنوك الإسلامية، دار البازري العلمية للنشر و التوزيع، عمان الأردن، 2016، ص 75.

¹⁰⁸ - حكيم براضية، جعفر هني محمد، المرجع نفسه، ص 75.

ثانياً: المصادر الخارجية للأموال

يرجع سبب تسمية الموارد الغير الذاتية أو المصادر الخارجية لكون البنوك تتلقاها من الخارج وتتشكل أساساً من ودائع العملاء، وتعتبر الموارد الخارجية من أهم الموارد في المؤسسات المصرفية الإسلامية التي تستخدمها بطرق مغايرة، فالقاعدة العامة لدى البنوك التشاركية أنها تتبنى مبدأ المشاركة و ليس القرض، القائم على نظام الفائدة الثابتة و المحدد سلفاً. وعليه تتجلى المصادر الخارجية للأموال بالبنوك التشاركية أساساً في:

1. الودائع:

تشكل الودائع التي تجتذبها البنوك التشاركية المصدر الرئيسي للأموال المجتمعة لديها، شأنها في ذلك شأن البنوك التقليدية، وإذا كانت العلاقة بين المودعين و البنوك التقليدية علاقة الدائن بالمدين، فإن علاقة المدخرين بالبنوك التشاركية تختلف باختلاف صيغ الأوعية الادخارية و تتمثل في:

أ- الودائع الادخارية:

هي الحسابات التي تفتح لتشجيع صغار المدخرين و تختلف هذه الودائع عن حسابات التوفير بالبنوك التقليدية، في أن أصحابها لا يحصلون على فائدة معينة و محددة مسبقاً، وإنما يتحصلون على جزء من الأرباح المحققة التي تحتسب على أساس الرصيد الأدنى، بحيث يمنح المدخر عادة دفترًا، تسجل فيه كل عملية سحب أو إيداع¹⁰⁹.

فبالنسبة لهذا النوع من الودائع لدى البنوك الإسلامية، اعتبرها الباحثون و المهنيون بأنها مثل الحسابات الجارية، للمودع السحب منها ما شاء و في أي وقت ماعدا إذا اتفق مع البنك على أن يأخذ هذا الأخير أمواله بناء على المضاربة و المودع يأخذ نصيبه من مردودية الاستثمارات التي يباشرها

¹⁰⁹ - ميلودة بن مسعود، معايير التمويل و الاستثمار في البنوك الإسلامية، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في الاقتصاد الإسلامي، كلية العلوم الاجتماعية و العلوم الإسلامية، 2007-2008، ص 27.

البنك، ولكن الملاحظ هو أن نسبة الأرباح العائدة لهذه الحسابات بالمقارنة مع المبالغ المودعة لا تحدد مسبقاً وهي متغيرة، ولا يمكن للبنك أن يتعهد مسبقاً بنسبة محددة.¹¹⁰

ب-الودائع تحت الطلب:

وهي المبالغ التي يودعها أصحابها في المصرف، ويحق لهم سحبها في أي وقت شاءوا بدون سابق إخطار، من غير أن يحصلوا على أي فائدة و يكون الرصيد النهائي وحده مستحقاً ويمكن التعامل مع هذه الحسابات بالوسائل المتاحة، كالشيكات والتحويلات المصرفية، وبطاقة الصراف الآلي... ويطلق على هذا النوع في المصارف اسم الحسابات الجارية.¹¹¹

ت-الودائع الاستثمارية:

تعتبر الودائع الاستثمارية البديل للودائع الآجلة لدى البنوك التقليدية التي تلتزم بردها في مواعدها مع الفوائد ضامنة للأصل والأرباح معا وتحمل جميع مخاطرها، بينما الوديعة الاستثمارية في البنوك الإسلامية هي عقد مضاربة بين البنك و العميل المودع، إذ أن هذا الأخير يعتبر بمقتضى عقد المضاربة الشرعية بمثابة رب المال، و البنك بمثابة المضارب. و لا يضمن البنك الوديعة الاستثمارية ولا أرباحها في حالة التقصير و التعدي أو في حالة مخالفة شروط العقد، وتوزع نتائج الأرباح حسب النتائج الفعلية وحسب نسبة المضاربة المتفق عليها في العقد.¹¹² وعادة ما تمويل بهذا النوع من الودائع المشاريع الطويلة و المتوسطة الأجل وتنقسم هذه الودائع إلى:

- الحسابات الاستثمارية المشتركة (المطلقة):

و هي الحسابات التي يفوض أصحابها للبنك استثمارها بناء على أحد العقدين التاليين:

¹¹⁰ - عائشة الشراقوي المالقي، البنوك الإسلامية التجربة بين الفقه و القانون و التطبيق، الطبعة الأولى، 2000، ص 247.

¹¹¹ - عائشة الشراقوي المالقي، البنوك الإسلامية التجربة بين الفقه و القانون و التطبيق، م.س، ص 228.

¹¹² -فادي محمد الرفاعي، المصارف الإسلامية، بيروت لبنان، الطبعة الأولى، 2004، ص101.

على أساس عقد المضاربة الشرعية دون ربطها بمشروع أو برنامج استثماري معين، وتعتبر مطلقة إذا لم تكن المؤسسة ملزمة بالتقيد بأية شروط خاصة فيما يتعلق بتوظيف الأموال المودعة لديها¹¹³، ويشترك أصحاب الحسابات و المؤسسة في الأرباح إن وجدت، حسب النسب التي تحدد لكل منهما إما في عقد المضاربة وإما في طلب فتح الحساب الموافق عليه من المؤسسة، ويتحمل أصحاب الحسابات جميع الخسارة بنسبة حصصهم في رأس المال إلا ما نتج عن التعدي أو التقصير أو مخالفة الشروط فتحملها المؤسسة، وتكون نسبة أرباحها أعلى من المخصصة ولا يعتبر حجم معين في الوديعة الثابتة.¹¹⁴

و يمكن أن تستثمر أيضا وفق عقد الوكالة بالاستثمار، ومثل هذا ورد في المادة 9 من منشور والي بنك المغرب رقم 2/و/17 المتعلق بشروط و كفاءات توظيف الودائع الاستثمارية أنه: يجوز أن يكون عائد المؤسسة برسم كل محفظة استثمار إما بنسبة مئوية من الأرباح المحققة أو عمولة ثابتة تحدد مسبقا أوهما معا.¹¹⁵

- الودائع الاستثمارية المخصصة:

هي التي يشترط أصحابها على البنك استثمارها في مشاريع محددة يختارونها، ويتحملون وحدهم مخاطرها ولهم ربحها و عليهم خسارتها، لأنهم هم الذين يحددون العملية من حيث نوعيتها و شروطها وتكون البنوك مجرد مسيرة لها و ليست شريكة فيها. ولكن عندما تدخل البنوك شريكة في العمليات يأخذ المودعون نصيبهم من أرباحها، وتتوزع الخسارة بين الطرفين إن وقعت حسب الاتفاق ولا يمكن للمودعين سحب هذه الودائع إلا بإخطار سابق يوجهونه للبنك.¹¹⁶

¹¹³ - منشور والي بنك المغرب رقم 2/و/17 الصادر في 27 يناير 2017، يتعلق بشروط و كفاءات تلقي و توظيف الودائع الاستثمارية من قبل البنوك التشاركية و غيرها من مؤسسات الائتمان و الهيئات المعتمدة في حكمها.

¹¹⁴ - محمد قراط، المطالب الضرورية في شرح المقتضيات القانونية المتعلقة بالبنوك التشاركية، 2018، ص 66.

¹¹⁵ - المادة 9 من منشور والي بنك المغرب رقم 2/و/17 الصادر في 27 يناير 2017، المتعلق بشروط و كفاءات توظيف الودائع الاستثمارية من قبل البنوك التشاركية و غيرها من مؤسسات الائتمان و الهيئات المعتمدة في حكمها.

¹¹⁶ - عائشة الشرفاوي المالقي، البنوك الإسلامية التجربة بين الفقه و القانون و التطبيق، م.س، ص 242.

2. صناديق الاستثمار:

تعتبر صناديق الاستثمار أوعية استثمارية تلبي حاجات و متطلبات المودعين من استثمار أموالهم وفق المجالات التي تناسبهم لتحقيق عوائد مجزية، حيث يقوم البنك باختيار أحد مجالات الاستثمار المحلية أو الدولية وينشأ لهذا الغرض صندوق يطرح للاكتتاب العام للمستثمرين و يقوم البنك بأخذ نسبة معروفة من الربح مقابل إدارته لهذا الصندوق. كما بإمكان البنك أن يقوم بتوكيل أحد الجهات المختصة بهذا النشاط بإدارة هذا الصندوق مقابل نسبة معينة من الأرباح.¹¹⁷

3. الصكوك الإسلامية:

وتعتبر الصكوك الاستثمارية كذلك من أهم مصادر الأموال الخارجية بالبنوك مع العلم أن البنوك التشاركية بالمغرب لازالت لم تطبق الصكوك الاستثمارية في استخداماتها المالية، وعموما من أهم الصكوك التي يمكن ان تستخدمها البنوك التشاركية في مجال جذب الأموال صكوك الإجارة الإسلامية التي تمثل أصولا يصدرها البنك ويدعو المستثمرين للاكتتاب بها، ومن ثم يقوم البنك بتملك أصول و تأجيرها بموجب عقود إجارة و الأرباح المحققة من ذلك يتم اقتسامها بين المستثمرين و البنك وفقا للأسس المثبتة في نشرة الإصدار الخاصة بذلك.¹¹⁸

بالإضافة إلى صكوك السلم الإسلامية التي تمثل أصولا يصدرها البنك و يدعو المستثمرين للاكتتاب بها، حيث يقوم البنك بشراء سلع يتم استلامها في المستقبل ومن ثم بيعها، و الأرباح المتحققة من ذلك يتم اقتسامها بين المستثمرين و البنك وفقا للأسس المثبتة في نشرة الإصدار الخاصة بذلك.¹¹⁹

¹¹⁷ - صادق راشد الشمري، أساسيات الصناعات المصرفية الإسلامية، دار الياوزي العلمية للنشر و التوزيع، الأردن، 2008، ص 48-49.
¹¹⁸ - أحمد سقر، المصارف الإسلامية: العمليات، إدارة المخاطر، و العلاقة مع المصارف المركزية و التقليدية، بيروت، لبنان، 2005، ص 144.
¹¹⁹ - أحمد سقر، المرجع نفسه، ص 144.

الفقرة الثانية: مكونات السيولة في البنوك التشاركية

تشير السيولة إلى قدرة البنوك التشاركية على مواجهة طلبات العملاء للسحب من الودائع، وسداد المستحقات الدورية و غير الدورية على البنك، بالإضافة إلى إتمام كل عمليات الاستثمار و التمويل الواجب على البنك ممارستها.

وتتمثل السيولة في البنوك التشاركية في كافة الأصول النقدية و شبه النقدية، التي تستعمل في سداد الالتزامات قصيرة الأجل بسرعة و بدون خسائر و بأقل التكاليف، فالسيولة بالبنوك التشاركية تنقسم إلى مجموعتين جوهريتين هما:

أ- السيولة النقدية:

تتكون من الأصول السائلة بشكل كامل و التي يمكن للبنك الإسلامي السيطرة عليها و التحكم فيها بصورة مباشرة، وتتكون من النقد الموجود بخزينة البنك سواء بالعملة المحلية أو العملات الأجنبية والودائع التي لدى البنوك الأخرى سواء البنوك التقليدية أو البنوك الإسلامية أو البنك المركزي، ويضاف إلى ذلك أيضا الشيكات تحت التحصيل.¹²⁰

ب- السيولة شبه النقدية:

وتتكون من الأصول التي يمكن للبنك الإسلامي التصرف فيها و تحويلها إلى سيولة كاملة بأقل الخسائر وتشتمل هذا النوع من السيولة على الأسهم و المستحقات المضمونة لدى العملاء خلال ثلاثة أشهر و الشهادات القابلة للتداول التي يصدرها البنك الإسلامي و الأوراق الحكومية و غيرها مما يقبله البنك المركزي.¹²¹

¹²⁰ - سعاد معاوية، الأدوات الإسلامية ودورها في إدارة السيولة في المصارف الإسلامية- دراسة حالة عينة من المصارف الإسلامية، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاد نقدي و بنكي، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير قسم العلوم الاقتصادية، الجزائر، 2019/2018، ص18.

¹²¹ -- سعاد معاوية، المرجع نفسه، ص 18.

بعد ما تمت دراسته في هذا المطلب من مصادر الأموال بالبنوك التشاركية وكذا مكونات السيولة بها سننتقل للحديث في المطلب الثاني على وظائف و أهداف إدارة السيولة بالبنوك التشاركية.

المطلب الثاني: وظائف و أهداف إدارة السيولة بالبنوك التشاركية

من أجل قيام البنوك التشاركية بدورها الاقتصادي، كان لابد لها من التوفر على السيولة الكافية من أجل تنمية الاستثمار و تقوية الاقتصاد ككل. ذلك أن السيولة أو الموارد المالية تشكل عصب الأعمال المصرفية للبنوك عامة و البنوك التشاركية خاصة. وعليه لقيام هذه الأخيرة بوظائفها لابد لها من تجميع الموارد المالية اللازمة التي تشكل نواة عملها بالإضافة إلى التوفر على سياسة واضحة لإدارة هذه الموارد وتحقيق الأهداف المرجوة منها. وسنتطرق في إطار هذا المطلب إلى وظائف السيولة بالبنوك التشاركية(الفقرة الأولى) ثم سننتقل للحديث عن أهداف إدارة السيولة بهذه البنوك(الفقرة الثانية).

الفقرة الأولى: وظائف السيولة بالبنوك التشاركية

تتعدد وظائف السيولة في البنوك التشاركية غير أنه يمكن تلخيصها في النقاط التالية:

أولاً: توفير الإدارة المصرفية السليمة التي تتخذ القرارات المناسبة بشأن المخاطر المتوقعة وغير المتوقعة والتي يمكن للبنك تجنبها، فزيادة الودائع مع عدم القدرة على توظيفها يؤدي إلى انخفاض الربحية للبنك.¹²² ومن هنا تظهر أهمية التوفر على سياسة استثمارية محكمة مبنية على أسس سليمة لضمان توظيف الموارد المالية و استثمارها استثمارات شرعية ، حيث أنه كلما كان هناك عدم توافق بين ودائع البنك التشاركي وبين التمويل و الاستثمار كلما كان البنك معرضاً لمخاطر السيولة.

¹²² سعاد معاوية، الأدوات المالية ودورها في إدارة السيولة بالمصارف الإسلامية، م.س، ص 18.

ثانياً: القدرة على تلبية طلبات السحب المفاجئة على الودائع من طرف المودعين، وفي الوقت المناسب بأقل التكاليف.

ثالثاً: توفير قدر ملائم من النقد لمواجهة أي التزام غير متوقع، وإعطاء الإدارة فرصة كافية لكي تقوم بتأمين السيولة لمواجهة طلبات السحب وذلك من خلال التوفير.¹²³

رابعاً: الاستفادة من الفرص الاستثمارية وتحقيق الأرباح وبالتالي تعزيز دور البنوك التشاركية كجزء من النظام المصرفي .

من خلال ما سبق تتبين العلاقة الوطيدة بين حسن إدارة السيولة و بين تحقيق الربحية، هذه الأخيرة التي تعتبر وسيلة للبنك في مقابلة المخاطر، و التوسع و النمو لتحقيق النفع للمجتمع والاقتصاد عامة.

الفقرة الثانية: أهداف إدارة السيولة بالبنوك التشاركية

تتمثل أهداف إدارة السيولة بالبنوك التشاركية في ما يلي:

أولاً: المحافظة على استمرار البنك في أداء وظيفته على أحسن وجه، و التأكد من قدرته على الوفاء بالتزاماته و تحصيل الذمم و التمويلات و الاستثمارات في تاريخ استحقاقها. بالإضافة إلى تقوية ثقة المودعين و بالتالي استمرارهم في الإيداع لدى البنك من خلال الإدارة الجيدة لموجوداتهم.¹²⁴

ثانياً: التقليل من مخاطر الاستثمار و المحافظة على استمرار أداء البنك لوظيفته، وإبعاد مخاطر العسر المالي عنه، هذا فضلاً عن حماية الأصول من التصفية أو البيع الاضطراري عند الحاجة، وعدم تعريض البنك لمخاطرة كبيرة على المدى الطويل.¹²⁵

¹²³ - سعاد معاوية، الأدوات المالية ودورها في إدارة السيولة في المصارف الإسلامية، م.س ، ص 18.
¹²⁴ - أكرم لال الدين، سعيد بوهراوة، إدارة السيولة بالمصارف الإسلامية- دراسة تحليلية نقدية، الدورة العشرون للمجمع الفقهي الإسلامي المنعقدة بمكة المكرمة 20-29 ديسمبر 2010، ص 11.
¹²⁵ - فادي القرعان، إدارة السيولة بالبنوك الإسلامية-دراسة تطبيقية على المصارف الإسلامية في سوريا، مجلة جامعة تشرين للبحوث و الدراسات العلمية سلسلة العلوم الاقتصادية و القانونية ، المجلد 36 العدد 4، 2014، ص 302.

ثالثاً: تجنب البنك اللجوء الاضطراري للاقتراض بشروط مجحفة أو غير متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.

رابعاً: وضع الضوابط والقواعد لتحقيق الربحية وتقليل مخاطر البنك بمجالات الاستثمار و توظيف الموارد المالية.

خلاصة الفصل الأول:

من خلال ما تم التطرق إليه في هذا الفصل يتبين أن الصكوك الاستثمارية هي وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات، وتصدر وفق عقد شرعي استناداً إلى صيغ التمويل الإسلامي. وقد جاءت كبديل عن أدوات الاستثمار التقليدية كالأسهم و السندات، وذلك لما تتميز به من خصائص و مزايا أهمها قيامها على المبادئ والضوابط الشرعية المستمدة من الشريعة الإسلامية التي تحرم الربا و الغرر و الجهالة. وتتعدد أنواع الصكوك الاستثمارية وتتنوع حسب الصيغ التمويلية الصادرة وفقها من مضاربة، مشاركة، إجارة، مرابحة، مزارعة، مغارسة، مساقات، سلم، استصناع، وكالة بالاستثمار وهذا التنوع الذي تتميز به يجعلها قابلة للاستعمال في مختلف القطاعات و المشاريع الاستثمارية، كما أنها تمنح للمستثمرين مجالاً خصباً لاختيار ما يناسبهم. وبدراستنا للضوابط الشرعية المتعلقة بإصدار الصكوك الاستثمارية وتداولها يظهر أن عملية إصدار وتداول الصكوك الإسلامية تضبطها ضوابط شرعية محددة لضمان عدم انحرافها و خروجها عن أحكام الشريعة الإسلامية.

أما في ما يخص السيولة بالبنوك التشاركية فيظهر أن الصكوك الاستثمارية يمكنها أن تشكل أحد الأدوات المهمة في الاستخدامات المالية للبنوك خاصة ما يتعلق بإدارة سيولتها وتوجيه فوائدها نحو استثمارات مربحة. هذا بالإضافة إلى ما تم التطرق إليه بخصوص مصادر الأموال بالبنوك التشاركية و التي تنقسم إلى مصادر داخلية و أخرى خارجية، وكذا مكونات السيولة بها التي تتنوع بين سيولة نقدية وسيولة شبه نقدية و التي لها عدة وظائف سواء على المستوى المالي و الاستثماري. وعليه بعد التطرق في هذا الفصل إلى كل من السيولة بالبنوك التشاركية وكذا المفاهيم والضوابط الأساسية للصكوك الاستثمارية سيتم الحديث في الفصل الثاني عن الدور الذي تقوم به هذه الأخيرة في إدارة السيولة من خلال عرض تجارب بعض الدول في هذا المجال بالإضافة إلى ما يمكن أن تحققه هذه الصكوك على مستوى البنوك التشاركية فيما يتعلق بإدارة السيولة.

الفصل الثاني
تطبيقات عملية لاستخدام
التصكيك في إدارة السيولة
بالنظام المصرفي

الفصل الثاني: تطبيقات عملية لاستخدام التصكيك في إدارة السيولة بالنظام المصرفي

تعتبر السيولة المحرك الأساسي لكل نشاط اقتصادي، كما أنها العمود الفقري لجميع المشاريع والآليات الاقتصادية من تمويل واستثمار. وتظهر أهمية السيولة سواء بالنسبة للدول لتحقيق التنمية الشاملة وإقامة المشاريع الصغرى و المتوسطة و الكبيرة ، ولتحقيق لتكافل الاجتماعي، أما بالنسبة للبنوك فتظهر حاجتها للسيولة الدائمة نظرا لدورها الكبير داخل النظام المصرفي، فهي بحاجة دائمة للسيولة لمواجهة احتياجات عملائها أولا و ثانيا لتوظيفها في استثمارات تعود بالربح على البنك. لكن لكي تستفيد الأبنك من السيولة المتوفرة لديها لابد لها من التوفر على سياسة نقدية محكمة تستطيع عن طريقها الموازنة في إدارة الفائض والعجز.

و معلوم أن البنوك الإسلامية عامة والبنوك التشاركية خاصة، لا تستطيع بسرعة التصرف في فائض السيولة إن وجد، كمنظيرتها البنوك التقليدية التي تتعامل بنظام الفائدة الربوية، حيث يستطيع أي بنك تقليدي أن يودع فائض السيولة لديه في أي وقت و لأي مدة طالت أو قصرت لدى بنك آخر بسعر الفائدة السائد في السوق، كما يستطيع في حالة العجز الاقتراض من أي بنك تقليدي آخر أو من البنك المركزي. وتأسيسا على ذلك تمثل السيولة مشكلة خطيرة لدى البنوك التقليدية، ولكنها تظهر في حالة البنوك الإسلامية التي لا تتعامل بنظام بالفوائد الربوية، ولكن تستثمر الأموال في مشروعات اقتصادية تقوم على المشاركة في الربح و الخسارة و تساهم في التنمية وهذه المشاريع تحتاج إلى سيولة. بالإضافة إلى أن التعامل مع البنوك المركزية وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية لم يستقر بعد و يحتاج إلى تشريعات تتفق مع طبيعة البنوك الإسلامية، كما أنه لا توجد أدوات مالية و نقدية إسلامية منتشرة يتم التداول فيها في أسواق الأموال المحلية و الإقليمية و العالمية لتوظيف فائض السيولة أو تسهيلها في حالة العجز.¹²⁶

¹²⁶ - حسين حسين شحاتة، إدارة السيولة في المصارف الإسلامية المعايير و الأدوات، المجمع الفقهي الإسلامي الدورة العشرون المنعقدة في مكة المكرمة في 25-29 ديسمبر 2010، ص 5

وقد عقدت العديد من المؤتمرات و الندوات لمعالجة مشكلة السيولة بالبنوك الإسلامية وتم التباحث خلالها عن الحلول التي يمكن أن تساعد في تجاوز هذه المشكلة و كان من بين الاقتراحات إلى جانب تنويع صيغ الاستثمارات بالبنوك الإسلامية والتعاون والتنسيق بينها، إصدار الصكوك الاستثمارية التي تعد من أهم الأدوات النقدية لإدارة السيولة حيث يمكن للبنك في حالة فائض السيولة أن يشتري هذه الصكوك من السوق المالية، و في حالة العجز النقدي يبيع البنك الإسلامي ما لديه من صكوك.

وعليه سنعمل في إطار هذا الفصل على دراسة الدور الذي تلعبه الصكوك في مجال إدارة السيولة من خلال عرض تجربة دولة السودان في هذا المجال بالإضافة إلى ما يمكن أن تقدمه الصكوك الاستثمارية بالنسبة للبنوك التشاركية خاصة ما يتعلق بإدارة السيولة، و كذا الحاجة الملحة لإنشاء سوق مال تشاركي حتى تستطيع هذه البنوك الاستفادة من مزايا هذه الصكوك و أولها سهولة تسيلها عبر هذه السوق. هذا فضلا عن المخاطر التي قد تحيط باستعمال هذه الصكوك كأداة لإدارة السيولة، إلى جانب الآليات التي تمكن من إدارة هذه المخاطر وذلك وفق التصميم الآتي:

- المبحث الأول: النموذج السوداني في استخدام التصكيك لإدارة السيولة بالنظام المصرفي
- المبحث الثاني: مخاطر الصكوك الاستثمارية و سبل إدارتها

المبحث الأول: النموذج السوداني في استخدام التصكيك لإدارة السيولة بالنظام المصرفي

تعتبر دولة السودان من الدول التي تعمل في بيئة اقتصادية و مصرفية وفق المنهج الإسلامي الأمر الذي يحتم عليها ابتكار أدوات ووسائل تتماشى و هذا المنهج، وتكون بديلة للأدوات التقليدية القائمة على سعر الفائدة بغرض تطوير السياسة النقدية وخلق أدوات لإدارة السيولة تعمل و فق مبدأ المشاركة الذي يقره الدين الإسلامي.¹²⁷

وسنعمل في إطار هذا المبحث على دراسة تجربة السودان في استخدام التصكيك لإدارة السيولة من خلال جيلين من الأوراق المالية الإسلامية، التي عمد إلى استخدامها البنك المركزي السوداني لكونها تتوافق ومبادئ الشريعة الإسلامية كما أنها تتمتع بكفاءة و فعالية في مجال إدارة السيولة(المطلب الأول) بالإضافة إلى الدور الذي يلعبه التصكيك في تفعيل الاستثمار و إدارة مخاطر السيولة، وكذا متطلبات الإدارة الفعالة للسيولة بالبنوك التشاركية (المطلب الثاني).

المطلب الأول: التصكيك في السودان ودوره في إدارة السيولة

في ظل اعتماد السودان على نظام مصرفي إسلامي لا يبيح التعامل بالأدوات المالية التقليدية القائمة على الفائدة، كان لا بد من للبنك المركزي السوداني أن يستخدم أدوات تتوافق مع الشريعة الإسلامية لإدارة السيولة. و يمكن تقسيم هذه الأدوات أو الأوراق المالية إلى جيلين الجيل الأول من الأوراق المالية يضم شهادات مشاركة البنك المركزي و شهادات مشاركة الحكومة التي تعمل وفق مبدأ المشاركة (الفقرة الأولى) إضافة إلى ابتكاره و استحدثه لجيل ثان من الأدوات الأخرى التي يمكنها أن تساهم في تحسين إدارة السيولة (الفقرة الثانية).

¹²⁷ - حكيم براضية، دور التصكيك الإسلامي في إدارة السيولة بالبنوك الإسلامية، م.س، ص166.

الفقرة الأولى: الجيل الأول من الأوراق المالية الإسلامية

يتمثل الجيل الأول من الأوراق المالية الإسلامية بالسودان في شهادات مشاركة البنك المركزي "شمم" ثم شهادات المشاركة الحكومية "شهامة"، وكذا صكوك الاستثمار الحكومية "صرح" وشهادات إجارة البنك المركزي "شهاب".

أولاً: شهادات مشاركة البنك المركزي "شمم"

هذه الشهادات هي عبارة عن صكوك تمثل أنصبة محددة في صندوق خاص يحتوي على الأصول المملوكة للبنك المركزي ووزارة المالية في القطاع المصرفي، وتعتبر أول أداة نقدية إسلامية لإدارة السيولة وقد تم أول إصدار لها سنة 1998. كأداة للتحكم في إدارة السيولة وتتميز هذه الشهادات بمجموعة من الخصائص من أهمها أنها تستخدم من قبل البنك المركزي فإذا رأى البنك المركزي أن النشاط الاقتصادي في حاجة إلى سيولة عرض شراء الشهادات من مالكيها، وإذا كانت هناك سيولة فائضة في الاقتصاد عرض بيع ما عنده من شهادات لامتناس فائض السيولة.¹²⁸ بالإضافة إلى أن لهذه الشهادات قيمة اسمية محددة تكون ظاهرة في الشهادة وقيمة محاسبية يتم إعلانها كل شهر و سعر للتبادل يتحدد عن طريق التفاوض عند التبادل بين البائع والمشتري كما أن حامل الشهادة لا يشارك في ملكية البنوك التي أصدرت الشهادة مقابل قيمتها المحاسبية و إنما يشارك في الأرباح و الخسائر. وتتميز هذه الشهادات كذلك بكونها مفتوحة الأجل وليس لها تاريخ استحقاق و قابلة للتداول و سهولة التسييل، و يمكن اعتبارها من الأصول السائلة لأن بنك السودان على استعداد لشراؤها في أي وقت كما يمكن بيعها لطرف آخر غير بنك السودان.¹²⁹

¹²⁸ - أزهرى الطيب الفكي، الصكوك الإسلامية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية و الاجتماعية في السودان، دراسة تطبيقية شركة السودان للخدمات المحدودة، 2012، ص 19.

¹²⁹ - حكيم براضية، دور التصكيك الإسلامي في إدارة السيولة في البنوك الإسلامية، م.س، ص 312.

ثانيا: شهادات المشاركة الحكومية "شهادة"

وهي عبارة عن صكوك تقوم على أصول حقيقية وفقا لصيغة المشاركة، تصدرها وزارة المالية والاقتصاد الوطني نيابة عن حكومة السودان، ويتم تسويقها عبر شركة السودان للخدمات المالية المحدودة و شركات الوكالة المعتمدة، وقد كان أول إصدار لها في ماي 1999 وتتميز هذه الشهادات بأنها ذات عائد مرتفع و مخاطر متدنية كما أن فترة سريانها قصيرة (مدة سنة) هذا فضلا عن كونها مدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية ما يجعلها سهلة التسجيل بالإضافة إلى أنها تقبل كضمان من الدرجة الأولى مقابل التمويل الممنوح من البنوك.¹³⁰

وعلى الرغم من أن الهدف من إصدار هذه الشهادات هو توفير آليات للبنك المركزي تعينه على إدارة السيولة، إلا أنها أصبحت خلال فترة وجيزة وسيلة فعالة لتمويل الميزانية العامة حيث تستطيع من خلالها الحكومة الحصول على موارد حقيقية من الجمهور لتغطية عجز الميزانية العامة بلا من الاستدانة من القطاع المصرفي.

ثالثا: صكوك الاستثمار الحكومية " صرح"

هي عبارة عن وثائق اسمية تتيح لحاملها المشاركة في تمويل أصول حكومية، عن طريق عقود الإجارة و المرابحة والاستصناع بغرض تحقيق الربح. وتتألف آلية عملها من ثلاث أطراف المستثمر أو(رب المال) و شركة السودان للخدمات المالية(المضارب) و وزارة المالية والاقتصاد الوطني(المستخدمة للتمويل). وتقوم العلاقة بين رب المال و المضارب على أساس عقد المضاربة الشرعية، أما العلاقة بين رب المال و الجهة المستخدمة للتمويل فتقوم على مجموعة من العقود(الإجارة و المرابحة والاستصناع) غير أنه تكون الغلبة لعقد الإجارة حتى يمكن تداول الصكوك في السوق الثانوي.¹³¹

¹³⁰ - آثار أحمد حسن أحمد، دور الصكوك في تمويل التنمية الاقتصادية بالسودان (دراسة تطبيقية على القطاع الزراعي) بحث تكميلي لنيل درجة الماجستير في الاقتصاد التطبيقي (التمويل)، جامعة السودان للعلوم و التكنولوجيا كلية الدراسات العليا، 2007-2012، ص 37-38.

¹³¹ - حكيم براضية، دور التصكيك الإسلامي في إدارة السيولة في البنوك الإسلامية، م.س ص 320.

وتتميز هذه الصكوك بكونها سهلة التسييل في السوق الثانوية عبر سوق الخرطوم للأوراق المالية كما أن كل صك يحمل قيمة مالية اسمية تحسب بالعملة الوطنية و يمثل بعد استثمار أمواله موجودات قائمة و حقيقية مكونة من مجموعة من العقود التمويلية الإسلامية بالإضافة إلى إمكانية استخدامها كضمان من الدرجة الأولى للحصول على التمويل الممنوح من البنوك التجارية السودانية.¹³²

رابعاً : شهادات إجارة البنك المركزي "شهاب"

يتم إصدار هذه الشهادات على صيغة الإجارة الإسلامية و يتم تداولها بين بنك السودان المركزي والبنوك التجارية، و تهدف شهادات شهاب إلى إصدار أدوات مالية (صكوك) بغرض تمكين بنك السودان المركزي من إدارة السيولة داخل الجهاز المصرفي و الاقتصاد الوطني وتوفير فرص استثمارية تحقق ربحاً لحملة هذه الصكوك، و يتحقق ذلك بتصكيك أصول البنك و عرضها للمستثمرين.¹³³

وتتميز هذه الشهادات بمجموعة من الخصائص من ضمنها أنها تستخدم بواسطة البنك المركزي كآلية لإدارة السيولة لدى الجهاز المصرفي و المؤسسات المالية كما أنها توفر فرص استثمارية تحقق أرباحاً لحملتها و ذلك عن طريق تصكيك أصول البنك المركزي و عرضها على المستثمرين هذا فضلاً عن كونها بديل لشهادات مشاركة البنك المركزي السوداني هذا الأخير الذي استحدثها لتحل محل شهادات مشاركة البنك المركزي "شم" كأداة من أدوات إدارة السيولة.¹³⁴

وتجدر الإشارة أنه بالرغم من المزايا العديدة التي حققتها هذه الشهادات قد صاحبها مجموعة من المشاكل خاصة إذا ما نظرنا من جانب أن معظم الصكوك المصدرة في السودان ناتجة عن تصكيك أصول سيادية اعتمدت على صيغة المشاركة و المضاربة بالأساس و هما من صيغ التمويل عالية المخاطر الأمر الذي انعكس سلباً على تداولها و أدائها المالي في تحقيق العوائد و بالتالي فإن معظم

¹³²- بدر الدين القرشي، التجربة السودانية في إصدار و إدارة الصكوك الحكومية التطور و التحديات، ورشة عمل: الصكوك الإسلامية، تحديات تنمية و ممارسات دولية، الأردن، 19-18، يوليو، 2010، ص6.

¹³³- آثار أحمد حسن أحمد، دور الصكوك في تمويل التنمية الاقتصادية بالسودان (دراسة تطبيقية على القطاع الزراعي)، م.س ص 40.

¹³⁴- حكيم براضية، دور التصكيك الإسلامي في إدارة السيولة في البنوك الإسلامية، م.س، ص324.

البنوك التي استثمرت في هذه الصكوك واجهت مشكلات كبيرة في التوفيق بين إدارة سيولتها و تحقيق الأرباح، وكذا مواجهة المخاطر الأصول المساندة للصكوك و التي في الغالب تتألف من أصول سيادية ومن هذا المنطلق برز الجيل الثاني للأوراق المالية الإسلامية وهو ما سنتطرق إليه في الفقرة الثانية.

الفترة الثانية: الجيل الثاني من الأوراق المالية الإسلامية بالسودان

نظرا للمشاكل التي واجهت شهادات البنك المركزي و شهادات المشاركة الحكومية من حيث القيمة والعدد، فإن استخدامها كأداة لإدارة السيولة طبع بنوع من المحدودية و اكتنفته بعض المشاكل. وعليه ارتأت السلطات النقدية بالسودان أن هناك حاجة ملحة لاستحداث أدوات مالية إسلامية تتسم بنوع من المرونة و التنوع و بآجال مختلفة، تلبي رغبات جميع المستثمرين وتخدم في نفس الوقت جانب توفير وإدارة السيولة المصرفية التي يحتاجها البنك المركزي السوداني.

أولاً: صكوك السلم قصيرة الأجل

تعتبر صكوك السلم بديلاً إسلامياً لسندات الخزينة الحكومية ونظراً لأهميتها فقد عمل بنك السودان بالتنسيق مع وزارة المالية و الاقتصاد الوطني والهيئة العليا للرقابة الشرعية و المؤسسات المالية، على استحداث أسلوب عملي لإصدار صكوك حكومية إسلامية.

وتتلخص آلية إصدار صكوك السلم قصيرة الأجل في قيام البنك المركزي (بصفته ممثلاً لوزارة المالية) بدعوة البنوك و الأفراد و الشركات و المؤسسات المالية الراغبة في الاستثمار في الصكوك، للمشاركة في محفظة الصكوك بالقدر الذي ترغب في شراءه من صكوك السلم المصدرة واستلام قيمة الصكوك المحددة لكل جهة للدخول في مضاربة ينفذها البنك نيابة عن تلك الجهات بغرض شراء السلعة التي تمثلها الصكوك (مثلاً كمية محددة من النفط) بسعر عاجل يتم التعاقد عليه مع وزارة المالية ثم بيع تلك السلعة عند حلول الأجل. بعد ذلك يقوم البنك المركزي بصفته مديراً لمحفظة صكوك السلم بتوقيع عقد السلم مع وزارة المالية كممثل للحكومة المالكة للسلعة (النفط) و الذي ينطوي على اتفاق بين الطرفين لشراء الأول

نفطاً بمواصفات و كمية و سعر محدد يدفع عاجلاً و إقرار من الطرف الثاني بقبض الثمن و التزامه بتسليم السلعة أو قيمتها حسب سعر البيع للنفط لاحقاً تسليم ثلاثة شهور بريح معلوم وذلك لأن سعر النفط خلال المدة المذكورة (ثلاثة أشهر) معروف مسبقاً و بالتالي يمكن التعاقد عليه.¹³⁵

و بالإضافة إلى ما سبق يتم تحديد أحد البنوك كطرف ثالث ليوقع مع البنك المركزي (مدير المحفظة) على الوعد الملزم بالشراء بالقيمة المحددة، وفقاً للأسعار الدولية للسلعة التي سيتم تسليمها لمدة ثلاثة شهور كجهة ضامنة لشراء السلعة في حالة عدم تمكن الجهة المسوقة للحكومة من شراء تلك السلعة بذلك السعر. وعند انتهاء أجل السلم يقوم البنك المركزي بتحصيل قيمة السلعة موضوع السلم وتوزيعها على المستثمرين في هذه السلعة.¹³⁶

وتجدر الإشارة أن لصكوك السلم مجموعة من الأهداف من بينها، إعطاء دور أكبر للمؤسسات المالية الإسلامية لتوفير التمويل اللازم للاحتياجات الحكومية قصيرة الأجل بالإضافة إلى تطوير أدوات مالية ذات جودة عالية تمكن البنوك الإسلامية و المؤسسات المالية، من استخدامها في معالجة واستثمار فوائض السيولة النقدية قصيرة الأجل لديها.

ثانياً: صكوك التأجير الإسلامية

يتم إصدار هذه الصكوك وفقاً لصيغة الإجارة أو المشاركة في الإنتاج وتمثل حصة في أصول حكومية تصدرها حكومة السودان ممثلة في وزارة المالية و الاقتصاد الوطني. وتهدف هذه الصكوك لتحقيق مجموعة من الأهداف من ضمنها تجميع المدخرات القومية و تشجيع الاستثمار عن طريق نشر الوعي الادخاري بين الجمهور، مما يؤدي إلى زيادة الاستثمار. بالإضافة إلى إيجاد مجالات جديدة للاستثمار بتفعيل الأصول الثابتة التي تملكها الدولة وكذا تغطية العجز في الموازنة العامة للدولة من

¹³⁵ - عبد الكريم قندوز، صناعة الهندسة المالية بالمؤسسات المالية الإسلامية، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الشلف، الجزائر 2007، ص 184.

¹³⁶ - عبد الكريم قندوز، المرجع نفسه، ص 184.

موارد نقدية حقيقية، باستخدام مدخرات الأفراد و المؤسسات المالية المختلفة كبديل للجوء للجهاز المصرفي للتمويل بالعجز.¹³⁷

ويتم إصدار هذه الصكوك وفق مجموعة من الشروط أولاً تقوم الحكومة بطرح نسبة معينة من ملكيتها في بعض الأصول، لصالح محفظة الصكوك الإسلامية التي تديرها إدارة الصكوك الحكومية بوزارة المالية و الاقتصاد الوطني، حيث تقوم ببيع هذه النسبة للمحفظة التي ستتشأ لهذا الغرض.

بعد ذلك تقوم محفظة الصكوك الإسلامية بإصدار صكوك بقيمة هذه الأصول وتطرح على المستثمرين من الأفراد والشركات ذات الشخصية الاعتبارية و المؤسسات المالية المختلفة في الداخل والخارج. ثم تقوم الحكومة ممثلة في وزارة المالية و الاقتصاد الوطني باستئجار الأصل من المالكين الجدد (حملة الصكوك) بعائد تأجيري و بموجب عقد إجارة منتهية بالتملك. وفي نهاية الاستحقاق يسترد المستثمر أصل الصك فقط بينما يمثل الإيجار العائد (الربح) على هذه الصكوك. وفي حالة رغبة المستثمرين في بيع هذه الصكوك تمنح الحكومة الأولوية لشراء هذه الصكوك حيث يلتزم كافة المستثمرين بعرضها على الحكومة لشرائها بسعر السوق، وفي حالة عدم رغبة الحكومة بشرائها يمكن عرض الصكوك على جهات أخرى لشرائها.¹³⁸ وتجدر الإشارة أن هذه الصكوك تصدر لمدة سنة من تاريخ الإصدار وتلتزم الحكومة التزاماً غير مشروط بإعادة شراء الجزء المباع من أصولها عند تاريخ استحقاق الصكوك، كما تلتزم كذلك باستمرارية استئجارها لتلك الأصول طيلة فترة الإصدار المحددة في الصك.

ثالثاً: صكوك التنمية الإسلامية

يصلح هذا النوع من الصكوك كوسيلة لجذب الودائع قصيرة الأجل بغرض استخدامها في تمويل مشاريع البنية التحتية وذلك عن طريق تصكيك بعض الأصول المملوكة للدولة ل طرحها في شكل صكوك على المستثمرين وصولاً لاستقطاب موارد نقدية لتمويل بعض المشاريع الرأسمالية الحكومية، وخاصة

¹³⁷ - صابر محمد حسن، إدارة السياسة النقدية في ظل النظام المصرفي الإسلامي، تجربة السودان، سلسلة الدراسات و البحوث، الإدارة العامة للبحوث و الإحصاء، بنك السودان، الإصدار الخامس ماي، 2004، ص 34.
¹³⁸ - حكيم براضية، التصكيك ودوره في إدارة السيولة بالبنوك الإسلامية، م.س، ص 183.

مشاريع البنية التحتية مثلاً صكوك الاستثمار الحكومية "صرح" التي استخدمت إيراداتها في تمويل مشاريع البنية التحتية و قطاعات الصحة و التعليم و المياه في ولايات مختلفة بدولة السودان.¹³⁹

ويتم إصدار هذه الصكوك وفق ما يلي أولاً يقوم البنك المركزي أو أي وكيل للحكومة بتكوين صندوق مضاربة مقيدة ذات غرض محدد، وذلك بغرض توفير الموارد اللازمة لتمويل أحد المشاريع التنموية أو مشاريع البنية التحتية كبناء الجسور، أو المطارات أو المستشفيات، أو الموانئ بعد ذلك تقوم الحكومة أو وكيلها ببيع أصول مادية لصندوق المضاربة الخاصة؛ ثم يقوم مدير الصندوق بإصدار صكوك التنمية عن طريق تصكيك الأصل و يتم عرضها على المستثمرين الأفراد و الشركات على أساس ملكية مؤقتة و يتم استلام قيمة هذه الصكوك بواسطة الصندوق. و بعد المرور بهذه المراحل يتم إعداد الاتفاقيات لتشييد إحدى المشاريع المحددة عن طريق عقد الاستصناع أو أي صيغة شرعية أخرى، و يتم فيه تحديد كافة المتطلبات و المواصفات و الإجراءات المتعلقة بتشيد المشروع و بعد هذه المرحلة تفوك الحكومة باستئجار الأصل الذي تم التعاقد على إنشائه من المالكين له (حملة الصكوك) وذلك مقابل عائد يتم الاتفاق عليه بموجب عقد إجارة منتهية بالتمليك. ويقوم مدير الصندوق بإدارة أصول و خصوم الصندوق¹⁴⁰.

وتجدر الإشارة أن الحكومة تلتزم وتقدم ضماناً بإعادة شراء الأصل من المالكين والمشتريين عند نهاية الإصدار، و يكون الشراء بالقيمة الاسمية للصك كما تلتزم باستمرارية استئجارها للصك طيلة فترة الإصدار المحددة بهذا الأخير، أما بالنسبة للعائد على الصكوك فيدفع كل ثلاثة أشهر لمنح المستثمرين درجة معقولة من السيولة.

من خلال ما سبقت دراسته في هذا المطلب يمكن تلخيص أهم النقاط والملاح التي تميزت بها التجربة السودانية في مجال استخدام الصكوك كأداة لإدارة السيولة وأولها تميز السودان بنظام مصرفي

¹³⁹ - آثار أحمد حسن أحمد، دور الصكوك في تمويل التنمية الاقتصادية بالسودان (دراسة تطبيقية على القطاع الزراعي)، م.س، ص 39
¹⁴⁰ - حكيم براضية، دور التصكيك الإسلامي في إدارة السيولة في البنوك الإسلامية، م.س، ص 185.

إسلامي بأكمله خاصة ما يتعلق بالبحث عن بدائل لأدوات إدارة السيولة غير قائمة على سعر الفائدة المحرمة شرعا كما أن النظام المصرفي السوداني عرف تطورا مر بمجموعة من المراحل حيث كانت أولى إجراءات أسلمته سنة 1983.

وبالحديث عن الصكوك أو شهادات التي تم إصدارها في إطار هذه التجربة تعتبر شهادات مشاركة البنك المركزي من أفضل ماتم ابتكاره لإدارة السيولة فبالإضافة إلى سيولتها العالية و سهولة تسيلها عبر سوق الأوراق المالية تتميز هذه الشهادات بمخاطر استثمار متدنية لأنها مستندة على أصول تتميز بربحيته العالية و إدارتها المتميزة في قطاعات اقتصادية مختلفة. كما أن البنك المركزي مستعد لشرائها في أي وقت الأمر الذي يسهل على البنوك التي بحوزتها هذه الشهادات بيعها عند حاجتها إلى السيولة. وبالإضافة إلى ما سبق فقد ساهمت الصكوك السودانية بصفة عامة في تثبيت و تطوير دعائم سوق الخرطوم للأوراق المالية كما ساهمت في الرفع من مستوى التمويل المقدم من البنوك الأمر الذي خدم بشكل كبير جانب إدارة السيولة . غير أنه بالرغم مما حققته تجربة السودان في هذا المجال لا يمكن اعتبارها بالتجربة الرائدة نظرا لمجموعة من المشاكل التي صاحبت إصدار منتجات التصكيك بها من بينها عدم مرونة شهادات مشاركة البنك المركزي كأداة لإدارة السيولة، خصوصا مسألة العائد عليها إذ يعتبر ضعيفا وهذا ما أدى إلى إحجام البنوك في التعامل معها إضافة إلى أنه في شكل أرباح رأسمالية. كذلك ما يتعلق بالتكاليف حيث تتسم هذه الشهادات بارتفاع تكاليفها بسبب إضرار البنك المركزي إلى تأسيس شركة حكومية لإدارة إصدار هذه الصكوك كما أن الرغبة في خفض التكاليف الإدارية للتمويل أدت إلى إصدار الصكوك بفئات كبيرة نسبيا للحد من عدد المكتتبين فيها، مما أدى إلى حرمان أصحاب المدخرات الصغيرة من الاستثمار في هذه الصكوك.¹⁴¹

¹⁴¹ - عبد الكريم قندوز، صناعة الهندسة المالية بالمؤسسات المالية الإسلامية، م.س ، ص 189.

وعليه وكمقترح لتعزيز هذه التجربة و في إطار تفعيل دور التصكيك في إدارة السيولة بالسودان ينبغي العمل على طرح المزيد من الصكوك مع تنويع العملة كما فعلت ذلك بعض الدول كدولة ماليزيا وكذا توسيع قاعدة المشاركين في الاكتتاب في الصكوك من خلال السماح للأجانب بالاستثمار في هذه الصكوك بالإضافة إلى تطوير و تنشيط وتوسيع قاعدة تداول الصكوك بالأسواق المالية العربية عامة و بسوق الخرطوم للأوراق المالية خاصة، ثم العمل كذلك على رفع الوعي بمدى أهمية الصكوك كأداة استثمارية إسلامية تخدم إلى حد كبير جوانب متعدد في مجالات التنمية بأنواعها.¹⁴²

المطلب الثاني: متطلبات الإدارة الفعالة للسيولة بالبنوك التشاركية

لاشك أن من أبرز التحديات التي تواجه البنوك الإسلامية بصفة عامة و البنوك التشاركية بصفة خاصة هي توظيف الحسابات الاستثمارية للعملاء، و التي عادة ما تكون قصيرة الأجل في مشاريع وموجودات حقيقية تتوافق و أحكام الشريعة الإسلامية، بحيث يحقق هذه التوظيف العائد المجزي للعملاء من جهة ويساهم في توظيف السيولة و إدارة مخاطرها بالبنوك التشاركية من جهة أخرى. وعليه سنعمد في هذا المطلب إلى الحديث عن أبرز الأدوات أو المراكز التي ستساهم في إدارة السيولة بالبنوك التشاركية وكذلك الدور الذي تلعبه الصكوك الاستثمارية في هذا المجال.

الفقرة الأولى: الحاجة إلى إقامة سوق مالي تشاركي

بعد دخول المغرب في قطاع المالية التشاركية و بدأ العمل بهذه البنوك خلال سنة 2017 من خلال المصادقة على القانون 103.12¹⁴³ الذي أدخل البنوك التشاركية في القسم الثالث منه، وبعد مصادقته كذلك على القانون 53.13 المتعلق بالتأمين التكافلي¹⁴⁴. برز تحدي جديد متعلق بإنشاء سوق مالي

¹⁴² - حكيم براضية، التصكيك الإسلامي ودوره في إدارة السيولة بالبنوك الإسلامية، م.س، ص 186.

¹⁴³ - ظهير شريف رقم 1.14.193 صادر في 24 ديسمبر 2014 بتنفيذ القانون 103.12 المتعلق بمؤسسات الائتمان و الهيئات المعتمدة في حكمها

¹⁴⁴ - القانون رقم 59.13 القاضي بتغيير و تتميم القانون رقم 17.99 المتعلق بمدونة التأمينات، ظهير شريف رقم 1.16.129 صادر في 25 أغسطس 2016.

تشاركي الذي يعتبر ضرورة ملحة لتطوير و تسهيل عمل البنوك التشاركية ومنحها بيئة أكثر ملاءمة لتنافس نظيرها النظام المالي التقليدي بالإضافة إلى خلق و تطوير أدوات مالية إسلامية ستساهم بشكل كبير في زيادة معدلات النمو الاقتصادي و لعل أبرزها هي الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعليه فإن أهم المسوغات أو الأسباب التي تدعو إلى إقامة سوق مالي تشاركي تتجلى فيما يلي:¹⁴⁵

أولاً: تعد الأسواق المالية التشاركية عنصراً مهماً في مسار المؤسسات المالية التشاركية التي تتيح الأدوات المالية التي تصدرها البنوك و غيرها من المؤسسات المالية، ذلك أن نجاح الأبنك التشاركية في تعبئة الموارد و جذب المدخرات عن طريق ابتكار بعض الأدوات المالية الإسلامية كالصكوك الاستثمارية يتطلب إيجاد سوق ثانوية، لتتكامل مع هذه الأدوات ولتكون بمثابة الرئة التي تتنفس بها الأبنك، حيث تستخدم الفائض من السيولة لديها في هذه الأسواق وتمتص ما تحتاج إليه من هذه السيولة عند الضرورة.

ثانياً: بدون أسواق مالية تشاركية، لا يمكن للبنوك التشاركية أن تقوم باستثمارات متوسطة و طويلة الأجل لأن ذلك يعني تجميد الأموال لمدة طويلة و عدم القدرة على تحويلها إلى سيولة عند الضرورة. وهذا من بين ما يمنع البنوك التشاركية من الدخول في مثل هذه الاستثمارات التي تعتبر ضرورية، إضافة إلى أن أهمية الأسواق المالية التشاركية تتمثل في إيجاد الطرق المناسبة لجمع رأس مال للمشاريع التي ترغب البنوك في تمويلها كطرح صكوك للاكتتاب فيها و إيجاد الطرق المناسبة لتسييل الأصول التي تتكون منها المشاريع حسب حاجة البنك في الوقت المناسب.

ثالثاً: تعد آلية استثمارية لإدارة فائض السيولة بالبنوك التشاركية و تشغيل الأصول المالية للمؤسسات المالية الإسلامية و احتضان أدوات مالية استثمارية مشروعة.

¹⁴⁵- عبد الرحيم الكتامي، الأسواق المالية التشاركية الأسس و المقومات، الجمعية المغربية للاقتصاد الإسلامي، المالية التشاركية في المغرب دراسات و أبحاث، الإصدار الأول، مطبعة وراقه بلال، 2019، ص 237.

رابعاً: تعد السوق المالية الإسلامية عامة و بورصة الأوراق المالية الإسلامية خاصة فرصة لكل

مستثمر تحقق له أهداف التحوط و التنويع حيث يتمكن من تقليل خسائره و مخاطره وزيادة

عائداته وذلك بتنويع محفظته المالية و اختيار الأدوات الأكثر نجاحاً و مشروعية.¹⁴⁶

خامساً: إن وجود سوق مالية إسلامية تعمل بأدوات و قواعد إسلامية من شأنه أن يساهم في جذب

الاستثمارات و المدخرات المحلية و الأجنبية، و إعادة توطيد الأموال المهاجرة.¹⁴⁷

سادساً: محتويات السوق المالي التشاركي و معاملاته ستتسجم مع الشريعة الإسلامية سواء في

المجال العقائدي أو الاقتصادي، وهو ما يبحث عنه الراغبون في استثمار أموالهم بشكل لا يخالف

عقيدتهم الدينية.

وتجدر الإشارة أن ما يؤكد أهمية إقامة سوق مالي تشاركي بالمغرب ما جاء في توصيات الأسواق

المالية من الوجهة الإسلامية، المنعقدة بالرباط في نونبر 1989 و التي جاء فيها:¹⁴⁸

أ- الحث على الكسب الحلال و استثمار المال و تنمية المدخرات وما للأسواق المالية من دور فعال

في تداول الأموال و تنشيط استثمارها، بالإضافة إلى أن الاهتمام بدراسة الأسواق المالية في

عصرنا الحاضر و البحث في أحكامها، يلبي حاجة ماسة في تعريف الناس بفقه دينهم خاصة ما

يتعلق بالمستجدات العصرية المرتبطة بأحكام الأسواق و نظام الحسبة على الأسواق.

ب- أهمية الأسواق المالية لا تقتصر على الأسواق الأولية بل تشمل الأسواق الثانوية أيضاً لأنها

تتيح للمستثمرين المتعاملين فيها أن يعاودوا دخول الأسواق المالية الأولية، كما أنها فرصة للحصول

على السيولة.

¹⁴⁶ - كمال الخطاب، نحو سوق مالية إسلامية، طبعة تمهيدية، 2005، دون ذكر دار النشر، ص 2.

¹⁴⁷ - سليمان ناصر، السوق المالية الإسلامية كيف تكون في خدمة النظام المصرفي الإسلامي، دورة تدريبية دولية حول تمويل المشروعات الصغيرة و المتوسطة و تطوير دورها في الاقتصاديات المغاربية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، سطيف الجزائر، سنة 2003، ص 6.

¹⁴⁸ - عبد الرحيم الكتامي، الأسواق المالية التشاركية الأسس و المقومات، م.س، ص 238.

وعليه من خلال ما سبق تتضح أسباب و مسوغات إنشاء السوق المالية الإسلامية في الحاجة الملحة في العالم الإسلامي، و لهذا فقد أكد مجمع الفقه الإسلامي على هذه الأهمية بقوله "حيث أنها الوعاء الذي يستوعب السيولة المتوافرة في البلاد الإسلامية، ويحقق الأهداف التنموية والتكافل و التوازن للدول الإسلامية"¹⁴⁹.

كما أن إنشاء سوق مالي تشاركي سيفتح مجموعة من الأفاق للبنوك التشاركية لحل مشكلة السيولة لديها خاصة أن معظم نشاطاتها تنصب على التعامل في السلع، بينما هناك أدوات استثمارية أخرى يمكن الاستفادة منها و أبرزها الصكوك الاستثمارية. مع العلم أن الأسواق المالية الإسلامية تعتمد على جميع العقود الشرعية في تعاملها، وتعتمد على الموجودات الحقيقية من سلع و خدمات وحقوق مالية، وهي قادرة على توفير أدوات طويلة المدى أو قصيرة أو متوسطة لإدارة السيولة، من خلال تداول الصكوك والمحافظة الاستثمارية وكذا الاستفادة من الصيغ التمويلية الإسلامية كالسلم و الاستصناع التي تعد من العقود الجيدة في مجال السيولة.

الفقرة الثانية : الصكوك الاستثمارية وإدارة السيولة بالبنوك التشاركية

إن نجاح إدارة السيولة بالبنوك التشاركية يتطلب توفير أدوات مالية ذات فعالية عالية تجمع بين الربحية و التنوع و الاستجابة لمختلف آجال الاستحقاق. وقد توفرت الهندسة المالية الغربية على أدوات مالية متنوعة لإدارة السيولة غير أنها مبنية كلها على الربا المجمع على تحريمه، كما اتسمت بتعميق مفرط للمديونية.

وتجدر الإشارة أن المغرب كذلك و سعيا منه للاندماج أكثر في مجال المالية التشاركية، قد أدرج شهادات الصكوك في القانون 69.17 حيث نصت المادة 7-1 على أنه " تعتبر شهادات الصكوك

¹⁴⁹-محمد الأمين و لد عالي، التنظيم الفقهي و القانوني للسوق المالية الإسلامية، طبعة أولى، دار ابن حزم، بيروت 2011، ص 127.

حصصا متساوية القيمة تمثل حقوقا شائعة في ملكية أصول مملوكة أو في طور التملك من قبل صندوق التسييد أو استثمارات منجزة أو في طور الإنجاز سواء كانت هذه الملكية تامة أو مجزأة".¹⁵⁰

كما نصت المادة 7-2¹⁵¹ على أصناف شهادات الصكوك و المتمثلة في صكوك التمويل (المربحة السلم والاستصناع) وشهادات صكوك الإجارة بالإضافة لشهادات صكوك الاستثمار (المضاربة و الوكالة والمشاركة) وشهادات صكوك المحافظ الاستثمارية.

كما أحدث اللجنة الشرعية للمالية التشاركية ومن أبرز المهام المخولة لها إبداء الرأي بشأن مطابقة عمليات إصدار الصكوك، طبقا للتشريع الجاري به العمل مع أحكام الشريعة الإسلامية و مقاصدها كيفما كانت الجهة المصدرة لها. وعليه سنقوم في هذه الفقرة بدراسة دور التصكيك كأداة لإدارة مشكلة السيولة بالبنوك التشاركية(أولا) بالإضافة إلى دور الصكوك الاستثمارية في إدارة مخاطر البنوك التشاركية (ثانيا) .

أولا : التصكيك كأداة لحل مشكلة السيولة بالبنوك التشاركية

هناك العديد من التجارب التي قامت بها مجموعة من المؤسسات أو حتى الدول كدولة السودان كما سبق ذكر ذلك، حيث استعملت هذه الأخيرة الصكوك ذات الآجال القصيرة التي طرحها البنك المركزي السوداني تحت مسمى شهادات المشاركة، وهي تعنى بتمويل الإنفاق الحكومي خلال الشهور الأولى من السنة المالية ومما تميزت به هذه الصكوك أنها تتمتع بسيولة عالية حيث يتم تداولها في سوق المال. بالإضافة إلى صكوك التأجير الإسلامية التي يتم إصدارها وفق صيغة الإجارة أو المشاركة في الإنتاج وتمثل حصة في أصول حكومية تصدرها جهة سيادية، و تهدف هذه الصكوك بصفة عامة لإدارة السيولة في الاقتصاد الكلي .¹⁵²

¹⁵⁰ - المادة 7-1 البند 1 من القانون 69.17 المغير والمتمم للقانون رقم 33.06 المتعلق بتسييد الأصول.
¹⁵¹ - المادة 7-2 من البند 2 من القانون رقم 69.17 المغير و المتمم للقانون رقم 33.06 المتعلق بتسييد الأصول.
¹⁵² - مصطفى الناعبي، الهندسة المالية الإسلامية ودورها في إدارة السيولة، م.س، ص 247.

ومما لاشك فيه أن السيولة المالية لها دور كبير في البنوك بصفة عامة و البنوك التشاركية بصفة خاصة إلا أنه قد يكون له أثر سلبي سواء في حالة وجود وفرة مع عدم وجود أساليب استثمارها بالشكل المطلوب حيث يضطر البنك إما لعدم استثمارها أصلا أو استثمارها استثمارا غير مربح و بالتالي تظهر في الأخير على شكل نتائج غير مرضية بالنسبة للبنك المركزي.¹⁵³ أو في حالة عدم وجود السيولة حيث يصبح البنك غير قادر على توفير التمويل اللازم خاصة أن بنك المغرب يقوم بتوفير السيولة المطلوبة ولكن بفائدة ربوية سواء فيما يتعلق بإعادة خصم الأوراق التجارية أو الإقراض و هو ما يتعارض وخصوصية البنوك التشاركية التي تلزمها بعدم التعامل بالفائدة أخذا و عطاء ومن ثم فهي لا تستفيد من هذا الإسعاف على عكس نظيرتها البنوك التقليدية التي يمكنها مثلا عن طريق عملية خصم الأوراق التجارية أن تستفيد من وسيلة استثمار قصيرة الأجل.

ولهذه الأسباب لابد من إيجاد بديل لهذه الأدوات يتلاءم مع النظام الإسلامي ويمكن البنوك التشاركية من تأمين السيولة التي تحتاجها وكذلك يخدم مصالحها الاستثمارية وخير وسيلة لتحقيق هذه الأهداف هي الصكوك الاستثمارية والتي تعد البديل الملائم للبنوك التشاركية حيث تستطيع هذه البنوك أن تبيع الصكوك التي بحوزتها لبنك المغرب عند حاجتها للسيولة. ومن جملة الصكوك التي يمكن أن تكون البديل الملائم صكوك الإجارة حيث يمكن عن طريق هذه الأخيرة طرح أسلوب خال من الربا وبديل عن خصم الأوراق التجارية، حيث يشتري البنك عينا ويضيف إلى ثمنها مقدارا معيناً من الربح ثم يؤجرها بأقساط متساوية على عدد من السنوات، ثم يحصل القسط في أول عملية الإجارة، فإذا اضطر إلى بيعها باعها للبنك المركزي مع خصم قيمة القسط الأول فيعمد البنك لتحصيل أقساطها المتبقية.¹⁵⁴

وتجدر الإشارة أنه بالرغم من وجود مجموعة من صيغ التمويل التشاركي التي صدرت بشأنها أراء بالمطابقة من طرف اللجنة الشرعية للمالية التشاركية ويتعلق الأمر بالإجارة ، و السلم، و الاستصناع

¹⁵³- علي محي الدين القرعة داغي، واقع ومستقبل أسواق المال الإسلامية، أبحاث المؤتمر الدولي الثاني للأكاديمية الأوروبية للتمويل والاقتصاد الإسلامي، الأسواق المالية الإسلامية بين الواقع و الواجب، تركيا 8-9 نوفمبر 2019، ص 11.
¹⁵⁴- أسامة عبد الحليم الجوزية، صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد، م.س، ص 178.

والمضاربة و المشاركة. هذا فضلا عن إدراج شهادات الصكوك في القانون 69.17 يلاحظ اعتماد البنوك التشاركية على استثمار ذو طبيعة معينة واحدة مثلا صيغة المrabحة، رغم أنه يشكل مجموعة من الأخطار على مستوى السيولة النقدية كما أنه يحد من الدور التنموي للبنوك التشاركية في المنظومة البنكية لذلك ينبغي تفعيل دور الصكوك الاستثمارية، لأنها تساهم في تنويع الاستثمارات و درء مشاكل العجز في السيولة.

والظاهر أن اعتماد البنوك التشاركية على الأسلوب التجاري قصير الأجل (المrabحة) تفسره مجموعة من العوامل والأسباب، أولها أن العمل بصيغة المrabحة يمكن البنوك التشاركية خاصة والمؤسسات المالية الإسلامية عامة من تحديد الربح الناتج عن التمويل مسبقا و هو مالا يتوفر في بعض الصيغ الأخرى كالمضاربة و المشاركة.¹⁵⁵ وبالتالي البحث عن السيولة و الربحية خاصة وأن صيغة المrabحة تعد قليلة المخاطر مقارنة بالصيغ التمويلية والاستثمارية الأخرى، وثانيها ضعف التأطير القانوني والتنظيمي لأدوات إدارة السيولة كالصكوك الاستثمارية التي يحتاج إصدارها لمجموعة من الضوابط الشرعية والقانونية، كما يحتاج لوجود بيئة مصرفية إسلامية ملائمة ومتكاملة وأولها وجود سوق ثانوية للأوراق المالية الإسلامية لتتمكن من خلالها البنوك التشاركية الاستثمار في أصول مالية قصيرة الأجل جدا وبالتالي تستطيع أن تحولها إلى نقد سائل بسرعة كبيرة و بتكلفة ضئيلة، بالإضافة إلى إمكانية تسهيل الأصول طويلة الأجل عبرها.

بالإضافة إلى عدم قدرتها من الاستفادة من الأدوات المالية التي توفرها السياسة النقدية لبنك المغرب لاعتمادها على سعر الفائدة التي تتنافى ومبادئ العمل المصرفي الإسلامي عامة. فبدلا من الدائنية لتكن المشاركة من خلال معاملات الربح و الخسارة ومن حق البنك المركزي تعديل نسب الربح و الخسارة

¹⁵⁵ عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية و التطبيق، دار النشر الرسالة، دمشق سوريا، الطبعة الأولى 2008، ص213.

حسب الأوضاع السائدة¹⁵⁶. كما يمكن أن يساهم بنك المغرب في توفير السيولة للبنوك التشاركية عن

طرق أحد العقود الشرعية كالوكالة بالاستثمار أو نحو ذلك من العقود الشرعية.¹⁵⁷

وعموما لكي تتمكن البنوك التشاركية من الاستفادة من منتجات التصكيك بالنسبة لإدارة مخاطر السيولة سواء ما يتعلق بأزمة الفائض أو العجز، ينبغي أولا تطوير المزيد من صكوك الاستثمار والتوجه الجاد نحو استخدامها كصكوك المضاربة، والإجارة، والسلم، والاستصناع... و بمواعيد مختلفة قصيرة متوسطة طويلة الأجل. فمثلا إذا كان للبنك التشاركي فائض في السيولة يمكنه أن يشتري هذه الصكوك بالتالي يستفيد من توظيف أمواله في استثمارات مربحة أما في حالة العجز فيمكنه بيع هذه الصكوك أو تسيل بعض ما عنده في محافظ الصكوك وفق معايير و ضوابط معينة¹⁵⁸.

و يمكن توضيح ذلك انطلاقا من المثال الآتي مثلا تعاقد بنك تشاركي على تمويل بالإجارة مع شركة تحتاج إلى استئجار مبنى، فيشتري البنك هذا المبنى ثم يؤجره للشركة لمدة معينة بأجرة سنوية محددة فإذا رغب البنك في تعبئة موارد مالية من المدخرين للحلول محله في عملية التمويل هذه عن طريق إصدار صكوك إجارة، فيمكنه إصدار عدد معين منها يمثل كل صك سهما يعرضها للبيع وتنتقل بذلك ملكية المبنى إلى الملاك الجدد و يكون البنك آنذاك قد حصل على السيولة التي يحتاجها. وفي هذا الصدد تجدر الإشارة كذلك إلى قيام بعض المؤسسات المالية الإسلامية بإصدار سندات المضاربة القائمة على المشاركة في الربح و الخسارة، بعد فتوى مجمع الفقه الإسلامي بجدة و صدور المعيار الشرعي من هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية و أطلق على ذلك مصطلح التصكيك الشرعي. ومن بين تلك المؤسسات مجموعة البركة و بعض المؤسسات المالية الإسلامية في ماليزيا و غيرها من البنوك

¹⁵⁶- أحمد محمد السعد، بدائل المسعف الأخير للمصارف الإسلامية، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع و المأمول، دبي يونيو 2009، ص

5.

¹⁵⁷- علي محي الدين القرة داغي، إدارة السيولة في المؤسسات المالية الإسلامية-دراسة فقهية اقتصادية، المجمع الفقهي الإسلامي المنعقد في مكة المكرمة في 25-29 ديسمبر 2010، ص 44.

¹⁵⁸- آمال لعشم، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المصرفية الإسلامية-دراسة نقدية لبعض المنتجات المصرفية الإسلامية، مذكرة للحصول على شهادة الماجستير في العلوم التجارية، جامعة فرحات عباس كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، الجزائر 2011/2010 ص 113 .

الإسلامية، كما طبقت مؤسسات الوقف الخيري و مؤسسات الزكاة هذا الأسلوب من أساليب التمويل والاستثمار الإسلامي.¹⁵⁹

وسندات المقارضة هذه هي مستندات أو صكوك تصدرها البنوك الإسلامية تفيد بأن البنك المصدر لها سيقوم بتجميع الأموال المتأتية منها، واستثمارها بطرق شرعية على ضمان أصحابها مقابل اقتسامه الأرباح الناتجة عن استثمار هذه الأموال مع أصحابها بنسب معينة من الأرباح محددة في نشرة إصدار هذه السندات. ولا يضمن البنك إعادة هذه الأموال إلى أصحابها إلا في حال ثبوت تقصيره في التصرف بهذه الأموال أو تعديه عليها. وتختلف سندات المقارضة عن السندات التقليدية التي تصدرها البنوك التقليدية فالأولى تمثل عقد مضاربة صحيح من الناحية الشرعية أما السندات التقليدية فهي قرض بزيادة ربوية لكونها تحمل فائدة محددة سلفاً.¹⁶⁰

وعليه يمكن أن يساهم هذا الأسلوب في معالجة و إدارة مشكلة السيولة في البنوك الإسلامية عامة والبنوك التشاركية خاصة، ففي حالة نقص السيولة تستطيع البنوك أن تصكك بعض مشروعاتها الاستثمارية طويلة الأجل مثل (مشاريع الاستصناع، ومشاريع وبيع السلم، والإجارة والمشاركة وغيرها...) و بذلك تستطيع الحصول على السيولة اللازمة وفقاً لأحكام و مبادئ الشريعة الإسلامية ومن ناحية أخرى في حالة وجود فائض سيولة تستطيع أن تشتري مثل هذه الصكوك وذلك حسب السياسة التي ينتهجها كل بنك في إدارة سيولته.

ثانياً: دور الصكوك الاستثمارية في إدارة المخاطر في البنوك التشاركية

من بين الأدوات التي يمكن أن تشكل حلول مناسبة للتعامل مع المخاطر المصرفية التي تواجه البنوك التشاركية، الصكوك الاستثمارية هذه الأخيرة التي تتيح إمكانية التنويع في الاستثمارات مما يسمح

¹⁵⁹ - حسين حسين شحاتة، إدارة السيولة في المصارف الإسلامية المعايير و الأدوات، م.س، ص 41-42

¹⁶⁰ - محمود حسين الواحي، المصارف الإسلامية الأسس النظرية و التطبيقات العملية، دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطباعة، عمان، الطبعة الأولى 2007، ص 112.

بتوزيع المخاطر. كما تسمح هذه الصكوك بتشكيل محفظة استثمارية تلائم حاجات و رغبات المستثمرين الأمر الذي سيخلص البنوك الإسلامية من التركيز الشديد في التمويل قصير الأجل الذي يعتبر ظاهرة غير صحية بالنسبة لهذه البنوك لما له من تأثير على تخفيض الهوامش الربحية¹⁶¹.

فضرورة تنويع الأنشطة الاستثمارية في البنوك التشاركية يخدم بصفة قوية و مباشرة جانب إدارة السيولة، خاصة و أن هناك وفرة في الصيغ الاستثمارية التي يقوم عليها التمويل الإسلامي. بالإضافة إلى وجود العديد من المجالات، التي لازالت تحتاج فعلا إلى استثمارات حقيقية تساهم في تطويرها وبالتالي فالتنوع الحقيقي للاستثمارات (قصيرة، متوسطة، وطويلة الأجل) سيقى البنوك التشاركية من مشاكل السيولة عموما.

المبحث الثاني: مخاطر الصكوك الاستثمارية و سبل إدارتها

يرتبط العمل المصرفي الإسلامي عامة بالعديد من المخاطر وذلك لكونه قائم على المشاركة في الربح و الخسارة، والصكوك باعتبارها من الأدوات الاستثمارية الإسلامية التي تعمل على تعبئة و تنمية المدخرات والمساهمة في جذب المشاريع الاستثمارية. و بالرغم من النجاح الذي حققته في مجال توفير السيولة المالية لإنشاء المشاريع الاستثمارية بالنسبة للبنوك و الحكومات في العديد من الدول الإسلامية و غير الإسلامية كفرنسا، وإنجلترا، وماليزيا، والسودان.

إلا أن هذا لا يعني أنها من الأدوات الخالية من المخاطر بل هي محاطة بالعديد من المخاطر خاصة أنها تصدر على أساس عقد شرعي لتمويل نشاط استثماري معين، يحتوي على أصول و ممتلكات مالية قد تكون أعيانا أو منافع، وبالتالي فهي عرضة لكافة أنواع المخاطر التي تتعرض لها هذه الأصول

أو المشاريع، حيث تتباين المخاطر التي تتعرض لها الصكوك وفقا لهيكل إصدارها.¹⁶²

¹⁶¹- زاهرة علي محمد بني عامر، التصكيك ودوره في تطوير السوق المالية الإسلامية، رسالة ماجستير، كلية الشريعة و الدراسات الإسلامية جامعة اليرموك، إربد، الأردن 2008، ص 159.

¹⁶²- أبو بكر صفية، الصكوك الإسلامية، بحث مقدم إلى مؤتمر البنوك الإسلامية بين الواقع و المأمول، دبي 2009، ص 17.

المطلب الأول: مخاطر الصكوك الاستثمارية

إن استخدام الصكوك الاستثمارية كوسيلة لإدارة السيولة بالبنوك كغيرها من الأوراق المالية محفوفة بمجموعة من المخاطر، وتتباين المخاطر التي تتعرض لها الصكوك، بتفاوت أنواعها و العقود الشرعية المبنية عليها وتختلف باختلاف الأصول المكونة للصكوك ثابتة أو منقولة (منافع أو خدمات). وهناك قاعدة فقهية تبين علاقة الاستثمار بالمخاطر وهي الخراج بالضمان، وفي معناها الغنم بالغرم أي لا يحل الخراج أو الغلة إلا في مقابل تحمل الضمان أي التعرض للغرم في حالة الخسارة. وسنتطرق في هذا المطلب إلى أنواع المخاطر التي تشترك فيها الصكوك الاستثمارية و سائر الأوراق المالية (الفقرة الأولى) بالإضافة إلى مخاطر الصكوك المرتبطة بصيغ التمويل الإسلامي (الفقرة الثانية).

الفقرة الأولى: أنواع مخاطر الصكوك الاستثمارية

خلال هذه الفقرة سنتحدث أولاً عن المخاطر التي تشترك فيها الصكوك مع سائر الأوراق المالية أي المخاطر العامة (أولاً) ثم سننتقل للحديث عن المخاطر التي تنفرد بها الصكوك الاستثمارية (ثانياً).

أولاً: المخاطر العامة

من أهم المخاطر التي تتعرض لها الأوراق المالية عامة:

1. مخاطر السوق:

وتسمى أيضاً " المخاطر التجارية"، وترجع إلى اتجاهات الصعود و النزول التي تطرأ على الأسواق لعوامل اقتصادية أو اجتماعية أو سياسية. فمخاطر السوق العامة تكون نتيجة التغير العام في الأسعار وفي السياسات على المستوى الاقتصادي من حيث هي ككل أو من ناحية ما هو اجتماعي أو سياسي

أو حتى طبيعي، أما المخاطر الخاصة فتتسأ عندما يكون هناك تغير في رأسمال أصول و أدوات متداولة بعينها نتيجة ظروف خاصة بها .¹⁶³

وتتجلى مخاطر السوق إجمالاً فيما يلي:

- مخاطر سوق الأصول الحقيقية (السلع و الخدمات):

ترتبط هذه المخاطر بالصكوك كونها تمثل حصة شائعة في ملكية الأصول لا على المديونية كالسندات، ونظراً لأن الأصول الحقيقية من سلع و خدمات تباع في الأسواق، فإنها ستكون عرضة للتقلب في قيمتها حسب عوامل العرض و الطلب و السياسات الاقتصادية الحكومية و الأزمات الاقتصادية وغيرها من العوامل التي تؤثر بمختلف الأسواق بمختلف اتجاهاتها سواء تقليدية أم إسلامية.

- مخاطر سوق المال:

يمكن تصنيف هذه المخاطر إلى ما يلي:

أ- مخاطر سعر الصرف:

تنشأ هذه المخاطر في سوق النقد، وتعرف على أنها المخاطر الناجمة عن أسعار صرف العملات الآجلة التي تعقدها المؤسسات المالية. وتظهر مخاطر سعر الصرف في حالة الصكوك الإسلامية عند إصدارها بعملة معينة واستثمار حصيلتها بعملات أخرى، أو إذا كانت المنشأة المصدرة لتلك الصكوك تحتفظ بمواقع مفتوحة تجاه بعض العملات الأجنبية أو التزامات الدفع خاصة في عمليات المراجعات

و التجارة الدولية.¹⁶⁴

¹⁶³ - لحلو بوخاري، وليد عابب، آليات الهندسة المالية كأداة لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية و أثر الأزمة المالية على سوق الصكوك الإسلامية، ورقة بحثية مقدمة للملتقى الدولي حول الاقتصاد الإسلامي: الواقع و رهانات المستقبل، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، غرداية- الجزائر ، 23-24 فبراير 2011، ص 93.

¹⁶⁴ - شنيخر عبد الحكيم ونبوشي ندى، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية في المصارف الإسلامية، مذكرة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير، جامعة التبيسي- تبسة- الجزائر 2015-2016، ص 37.

ب-مخاطر سعر الفائدة:

تنشأ هذه المخاطر نتيجة التغيرات على مستوى أسعار الفائدة في السوق بصفة عامة، وهي تصيب كافة الاستثمارات بغض النظر عن ظروف وطبيعة الاستثمار ذاته، وكقاعدة عامة فإنه مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة على حالها، كلما ارتفعت مستويات أسعار الفائدة في السوق، انخفضت القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة و العكس صحيح، وهو ما يؤثر على العائد المرجو من الاستثمار.¹⁶⁵

والصكوك الإسلامية و إن كان لا مجال لسعر الفائدة في التعامل بها أو في أنشطتها إلا أنها تتأثر بسعر الفائدة إذا اتخذته سعرا مرجعيا في التمويل بالمربحة، كما أن سعر الفائدة باعتباره آلية يقوم عليه النظام النقدي و المصرفي في جل الدول الإسلامية فإنه يؤثر على الصكوك الإسلامية.¹⁶⁶

ت-مخاطر تشغيلية:

وهي من المستجدات في علم إدارة المخاطر، وتحدد أساس في احتمالية الخسارة التي قد تنشأ عن فشل، أو عدم كفاية كل العمليات الداخلية و الأنظمة و الأحداث الخارجية، و تكون هذه المخاطر بسبب الاحتيال المالي و الاختلاس و الجرائم الناجمة عن فساد ذمم الموظفين. ومخاطر أخرى ناجمة عن أخطاء بشرية للموظفين قد تكون غير مقصودة و لكن نتيجة الإهمال أو عدم الخبرة و مخاطر التزوير كتزيف العملات، و السرقة و السطو، و المخاطر الناتجة عن استخدام أجهزة الصراف الآلي، والمخاطر الناتجة عن الجرائم الإلكترونية خاصة بعد التوسع في استخدام التقنيات المختلفة في المعاملات المصرفية و في أسواق رأس المال، ومخاطر ناشئة عن أخطاء، أو عيوب، أو أعطال، أو عدم كفاية في الأجهزة والبرامج التقنية المستخدمة في المصارف¹⁶⁷.

¹⁶⁵ - محمد غزال، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية، دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية ، م.س ص148.

¹⁶⁶ -آمال عبد الوهاب عمري، الصكوك- دراسة فقهية مقارنة-مطبعة تونس قرطاج- الشرقية 1، ط1، 2017، ص192
¹⁶⁷ -ربيعة بن ضيف، ربيعة بن زيد و سليمان ناصر، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية، دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية، المؤتمر الدولي حول: منتجات و تطبيقات الابتكار و الهندسة المالية الإسلامية، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير جامعة سطيف-، الجزائر، ماي 2014، ص 10.

كل هذه المخاطر التشغيلية يمكن أن تؤثر على القيمة السوقية للصكوك، وذلك من خلال عدم توفر الكفاءة الإدارية القادرة على القيام بأعمال الوكالة و تحقيق الأرباح و نوها و المحافظة على المركز التنافسي للصكوك و نحو ذلك.

ث-مخاطر السيولة:

تعني السيولة مقدرة البنك على مواجهة الالتزامات المستحقة عليه و الأموال المطلوبة منه في أي وقت، ولكن في ظل غياب منافذ يمكن من خلالها للبنك الإسلامي الحصول على السيولة النقدية بسرعة وتحولها لطلبات سحب مفاجئة من الأوعية الادخارية، فإن البنوك الإسلامية مضطرة للاحتفاظ بجزء كبير من مواردها المتاحة على شكل نقد معطل أو ودائع مصرفية بدون مقابل، تفوق نسبة السيولة المقرر من البنوك المركزية، مضحية بعوائد توظيف هذه الأموال في سبيل الحفاظ على سلامتها ومصادقيتها. وهو ما يؤدي بالضرورة لتخفيض العائد على الأموال المستثمرة و العائد على حقوق المساهمين.¹⁶⁸

ج-مخاطر التضخم:

الصكوك باعتبارها ذات عائد متغير و ذات مكونات من نقود و أعيان وديون و منافع، فإن تأثرها بالتضخم يرتبط طرديا بزيادة مكوناتها من النقود و الديون. و تنشأ هذه المخاطرة نتيجة انخفاض القوة الشرائية للنقود بارتفاع الأسعار، و هو ما يعني تعرض الأموال المستثمرة لانخفاض في قيمتها الحقيقية.

ح-مخاطر أسعار الأوراق المالية:

وتنشأ هذه المخاطر نتيجة تقلبات أسعار الأوراق المالية في أسواق رأس المال سواء كانت هذه التقلبات بفعل عوامل حقيقية أو عوامل مصطنعة و غير أخلاقية كالإشاعات و المقامرة وهو ما يؤثر على الاستثمار في الصكوك.

¹⁶⁸-محمد محمود العجلوني، البنوك الإسلامية: أحكامها-مبادئها-تطبيقاتها المصرفية، دار الميسر للنشر، عمان، 2008، ص433.

ثانيا :المخاطر الخاصة بالصكوك الاستثمارية

تتمثل هذه المخاطر فيما يلي:

أ-مخاطر مخالفة أحكام الشريعة الإسلامية:

يعد الالتزام بالقواعد الشرعية من أهم خصائص المؤسسات المالية الإسلامية، لذلك فإن مخالفتها في أي فترة من عمر الصك تؤدي إلى تختلف باختلاف المخالفة و درجة خطورتها؛ فكل هيكل من هياكل الصكوك له ضوابطه الشرعية، التي تعتبر مخالفتها من المخاطر التي يجب دراستها وكيفية الحد منها وطرق معالجتها¹⁶⁹.

ومن الأمثلة على هذا النوع من المخاطر ما يتعلق بعدم التزام الصك بالضوابط الشرعية، نتيجة لاستخدام أموال الصكوك في المحرمات بعينها كسلع وخدمات منافية للشريعة الإسلامية أو للكسب المحقق منها كالربا، القمار، الغش، التدليس.

ب-المخاطر القانونية:

هناك مجموعة من المخاطر القانونية تحيط بالصكوك الاستثمارية، نظرا لأن النظم و التشريعات المعمول بها في كثير من الدول هي أنظمة وضعية وتقليدية، مما يجعل الكثير من موادها لا تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، لذلك لابد من مراعاة البيئة التشريعية التي تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية.¹⁷⁰

¹⁶⁹ - عبد الستار أبو غدة ، مخاطر الصكوك الإسلامية، بحث مقدم إلى إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية و المصرفية 2011، ص 5-8.
¹⁷⁰ -أمال عبد الوهاب عمري ، الصكوك دراسة فقهية مقارنة، م.س ، ص190.

ت-مخاطر الائتمان:

المراد بها احتمال عدم وفاء العميل بالتزاماته التعاقدية الكاملة في مواعيدها، و تعرض الصكوك لهذه المخاطر يرجع إلى أن المبالغ التي تجمع من المستثمرين لإصدار الصكوك قد توظف في أنشطة تتجم عن ديون، مثل المراجحات أو الإيجار أو الاستصناع.¹⁷¹

وتعتبر من أهم المخاطر التي تتعرض لها الصكوك الاستثمارية وتسمى أيضا بمخاطر التمويل وتحدث في حالة عدم كفاءة الزبون أو سوء سمعته أو عدم قدرته أو رغبته على سداد التزاماته التعاقدية المضمنة في العقد.

الفقرة الثانية: مخاطر الصكوك المرتبطة بصيغ التمويل الإسلامي

بالإضافة إلى المخاطر التي سبق ذكرها هناك مخاطر أخرى تواجهها الصكوك الاستثمارية، وهي كامنة في صيغ التمويل التي تستند إليها الصكوك الإسلامية عند إصدارها وتتعرض هذه المخاطر على الصكوك التي أصدرت على أساسها من خلال انخفاض عوائد هذه الأخيرة في الأسواق المالية ويمكن تلخيصها فيما يلي:

أولا: مخاطر تتعلق بصكوك المضاربة

تتمثل هذه المخاطر مثلا على المستوى الأخلاقي كسوء الأمانة أو عدم كفاءة المضارب، أو سوء الظروف السوقية للسلعة المنتجة كانخفاض أسعارها مثلا، لذلك يجب على حملة الصكوك أن يحسنوا اختيار المضارب و المدقق الداخلي.¹⁷²

وتجدر الإشارة أن صيغة الاستثمار بالمضاربة من الصيغ التي يمكن أن تثير مشاكل عدة نتيجة لعدم أحقية حملة الصكوك في التدخل لإدارة المشروع كشرط لصحة صيغة المضاربة، الأمر الذي يجعل

¹⁷¹-أمال عبد الوهاب عمري، م.س، ص 193.

¹⁷²-بربري محمد أمين، مخاطر الاعتماد على الصكوك الإسلامية في تمويل التنمية الاقتصادية وآليات إدارتها، مقال منشور بمجلة نماء الاقتصاد
و التجارة، عدد خاص، المجلد رقم 2، أبريل 2018، ص 37.

يد المضارب مطلقة في عملية الإدارة وبالتالي إمكانية تعارض المصالح بين أصحاب المال أي حملة الصكوك و المضارب أي المصدر، هذا فضلا عن عدم وجود ضمانات على صيغة المضاربة إلا على حسن سير الإدارة و عدم التعدي على مال المستثمرين (حملة الصكوك) ورغم ذلك لا توجد لهذه الضمانة معايير دقيقة من شأنها إثبات تعدي المضارب أو تقصيره في حق حملة الصكوك.

ثانيا: مخاطر تتعلق بصكوك المشاركة

من أمثلتها سوء إدارة المشروع، وصعوبة التدقيق والمتابعة لذلك وجب على حملة الصكوك أن يحسنوا اختيار الشريك، و بما أن صكوك المشاركة تصدر وفقا لصيغة المشاركة و أن حملتها هم شركاء مساهمون في الشركة ففي حالة إفلاس المشروع تفقد الصكوك قيمتها الاسمية بشكل كامل.¹⁷³

ثالثا: مخاطر تتعلق بصكوك الإجارة

كمخاطر الائتمان مثل التأخر في السداد أو عدم السداد أو المشاكل المرتبطة بصيانة العين المؤجرة، بالإضافة إلى مخاطر الأصول كتعرضها لتلف نتيجة لسوء إدارة المشروع. كل هذه المخاطر التي سبق ذكرها تتعرض لها صكوك الإجارة، وتعتبر الأصول أساس وجود صكوك الإجارة، و بالتالي فإن أي خطر من هذه المخاطر يؤثر على الصكوك مباشرة من خلال انخفاض قيمتها الاسمية أو تآكلها.¹⁷⁴

رابعا: مخاطر تتعلق بصكوك المراجعة

ومن مخاطرها عدم وفاء الزبون بالتزامه بدفع الأقساط المحددة في مواعيد دفعها، فإذا تأخر الزبون أو تماطل سداد تلك الأقساط، لا تستطيع المؤسسة المالية الإسلامية أن تفرض عليه غرامات التأخير أو تزيد في قيمة الأقساط.¹⁷⁵

¹⁷³ - بربري محمد أمين، المرجع نفسه، ص 37.

¹⁷⁴ - أحمد جابر بدران، الصكوك كأداة للتمويل بين النظرية و التطبيق، م.س، ص 138.

¹⁷⁵ - بربري محمد أمين، مخاطر الاعتماد على الصكوك الإسلامية في تمويل التنمية الاقتصادية وآليات إدارتها، م.س، ص 38.

ومن بين المخاطر المطروحة كذلك عدم الالتزام بالوعد في حالة صكوك المربحة للأمر بالشراء خاصة إذا ما استحضرننا عدم إلزام العميل بتنفيذ وعده بشراء السلعة فإحجامه عن الشراء يعني اضطراب المؤسسة إلى بيع السلعة بثمن أقل من سعر شرائها، وبالتالي إلحاق الضرر بحملة هذه الصكوك. و يمكن أن تفقد صكوك المربحة قيمتها الاسمية بالكامل في حالة وجود ظروف قاهرة تؤدي إلى هلاك سلعة المربحة و عليه انهيار المشروع و فشله.¹⁷⁶

خامسا: مخاطر تتعلق بصكوك السلم

من مخاطر صكوك السلم عدم تسليم المسلم فيه في أجله أو عدم تسليمه تماما أو تسليمه بشكل مختلف عما اتفق عليه في العقد، ومن المخاطر أيضا عدم الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية التي تحرم تداول صكوك السلم لأنها من باب بيع الدين، وكذا تقلبات سعر الشراء وعدم وجود عقد سلم موازي.¹⁷⁷

سادسا: مخاطر صكوك الاستصناع

من أمثلتها مخاطر التخزين و النقل ويطلق عليها المخاطر الزمنية بالإضافة إلى المخاطر المتعلقة بعدم سداد الأقساط نتيجة زيادة السعر، و كذا اختلاف المواصفات بسبب احتمال عدم توفر بعض مواد الشيء المستصنع.¹⁷⁸

سابعا: مخاطر صيغ (المزارعة، المساقاة، المغارسة)

من أبرز المخاطر التي تتعرض لها الصكوك الزراعية هي المخاطر الطبيعية نظرا لطبيعة هذه الصيغ الثلاثة، كالكوارث الطبيعية من فيضانات و أوبئة و حرائق و غيرها. مما قد يفقد هذه الصكوك قيمتها الاسمية في حالة وجود ظروف قاهرة تؤدي إلى هلاك موجودات المشروع الزراعي بكاملها وبالتالي انهيار المشروع و فشله.

¹⁷⁶ - أحمد إسحاق الأمين حامد، الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، م.س، ص 87.
¹⁷⁷ - عبد الكريم قندور، إدارة المخاطر بالصناعة المالية الإسلامية، مقال منشور بمجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية و الإنسانية، العدد 2، 2012، ص 15.
¹⁷⁸ - العجيلي ساسي زميم، استراتيجيات الهندسة المالية الإسلامية في التحوط و إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية (دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية) مقال منشور بمجلة دراسات الاقتصاد والأعمال، المجلد 4، العدد 1 يونيو 2016، ص 110.

كما يمكن أن تتعرض المشاريع الممولة بهذه الصيغة إلى مخاطر السوق مثلاً كزيادة عرض ثمار أو حبوب معينة في سوق المحاصيل الزراعية مما يؤدي إلى انخفاض عائدات الصكوك التي تمثلها¹⁷⁹. بعد كل ما سبق ذكره في إطار هذه الأنواع من المخاطر التي تواجهها الصكوك الاستثمارية يلاحظ أنه في حالة ما إذا كانت هذه الصكوك مصدرة من قبل جهة حكومية تكون نسبة المخاطرة أقل خاصة إذا كانت متعلقة بالمصدر، نظراً لكون المصدر هنا مؤسسة حكومية لها القدرة الكافية على تعويض أي خسارة أو نقص أو تلف، بينما تبقى تكون المخاطرة أكثر إذا كانت متعلقة بحامل الصك أو العميل. بعد التطرق في هذا المطلب إلى المخاطر التي تواجهها الصكوك الاستثمارية عند استعمالها كآلية لإدارة السيولة سننتقل للحديث في المطلب الثاني عن آليات إدارة هذه المخاطر.

المطلب الثاني: آليات إدارة مخاطر الصكوك الاستثمارية

هناك العديد من الطرق والآليات التقليدية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، و أخرى شرعية للتعامل مع المخاطر التي قد تتعرض لها الصكوك الاستثمارية خاصة عند استخدامها كأداة لإدارة السيولة بالبنوك الإسلامية عامة و البنوك التشاركية خاصة، وعليه سنتطرق في هذا المطلب أولاً لإجراءات إدارة مخاطر الصكوك الاستثمارية (الفقرة الأولى)، و ثانياً لبعض الطرق أو الأساليب لتخفيف آثار هذه المخاطر (الفقرة الثانية).

الفقرة الأولى: إجراءات إدارة مخاطر الصكوك الاستثمارية

تنفيذ عملية إدارة المخاطر التي تتعرض لها الصكوك بالشكل الصحيح، يتطلب القيام بمجموعة من الخطوات العملية واللازمة لهذا الإجراء و تتجلى فيما يلي:

¹⁷⁹- سليمان ناصر، ربيعة بن زيد، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية- دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية، م.س، ص26.

أولاً: دراسة الجدوى الاقتصادية

تعتبر دراسة جدوى المشروعات التي تتوجه إليها حصيلة أموال الصكوك من الأهمية بمكان لتخفيض و تجنب المخاطر قدر الإمكان، حيث أن تقويم جدوى المشروع من منظور إسلامي يحكمه ما يمكن تسميته " الربحية الإسلامية"¹⁸⁰، من خلال توجيه التمويل نحو المشروعات الملزمة بالمشروعية الإسلامية، من حيث النشاط الحلال، فضلا عن الكفاءة الاقتصادية لتحقيق التخصيص الأمثل للموارد من خلال حفظ المال و تنميته و مراعاة الأولويات الإسلامية في الاستثمار وفقا للضروريات و الحاجيات و التحسينيات، بالإضافة إلى الكفاءة الاجتماعية للتمويل و الالتزام بالأخلاقيات الإسلامية.¹⁸¹

ثانياً: كفاءة الإدارة و الرقابة

تعد كفاءة إدارة الصكوك سر ربحيتها و نموها، ويقدر ما تجنبت الصكوك العديد من المخاطر المرتبطة بالربحية و السيولة و الأمان، فضلا عن مراعاة الاعتبارات الأخلاقية و المسؤوليات الاجتماعية. ولقد حث الإسلام على أن يجمع المدير بين الكفاءة الفنية و الأخلاق العالية، كما حث على حسن اختيار الشركاء و المضاربين و العاملين من ذوي الكفاءة و المهارة.

كما أن من عوامل تخفيض المخاطر إعطاء الحق لحملة الصكوك في مراقبة الإدارة، فمن حق حملة الصكوك أن يكونوا على اطلاع دائم بتطورات العملية الاستثمارية، بصرف النظر عن نوعية الصكوك التي يحملونها،¹⁸² وذلك بأن يمثلوا بجهة مستقلة عن الجهة التي تتولى إدارة الصكوك تحقيقاً للمصادقية.

¹⁸⁰ - سليمان ناصر و ربيعة بن زايد، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية، م.س، ص34.

¹⁸¹ - أمل عبد الوهاب العمري، الصكوك -دراسة فقهية مقارنة-، م.س، ص 196.

¹⁸² - معبد علي الجارحي و عبد العظيم أبو زيد، سوق الصكوك الإسلامية وكيفية الارتقاء بها، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية: عرض و تقويم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة 24-26 ماي 2010، ص34.

ثالثاً: الضمانات

يعتبر الضمان من أدوات الهندسة المالية الإسلامية، وفي نفس الوقت من الأدوات المتعارف عليها في الهندسة المالية التقليدية، وهو من الأدوات الفعالة في علاج مخاطر الصكوك الاستثمارية الإسلامية و أحد عوامل نجاح عملية تسويق و بيع الصكوك في أسواق رأس المال. وللضمان أنواع عدة في الفكر الاقتصادي الإسلامي و التي من خلالها يمكن التعامل مع مخاطر الصكوك¹⁸³، و من أبرز هذه الأنواع نجد الكفالة و تكون الكفالة ضماناً من الضمانات في إطار مخاطر الصكوك من خلال التزام طرف بتحمل عبئ الطرف الآخر على سبيل التبرع، و بالإضافة إلى الكفالة هناك الرهن و الذي يعد آلية من آليات الحماية ضد المخاطر، فللمرتهن أن يشترط على الراهن توكيل المرتهن أو وكيل المرتهن أو الشخص المتفق عليه في بيع الرهن و الاستيفاء من ثمنه عند عدم الوفاء دون الرجوع إلى القضاء.¹⁸⁴ ومن بين الضمانات كذلك التأمين التكافلي الذي يقوم على أساس الالتزام بالتبرع من المشتركين لمصلحتهم و حماية مجموعهم بدفع اشتراكات يتكون منها صندوق التأمين الذي تديره هيئة مختارة من حملة الوثائق أو تديره شركة المساهمة المرخص لها بممارسة خدمات التأمين على أساس الوكالة بأجر¹⁸⁵.

بالإضافة إلى الرهن كآلية من آليات حماية ضد المخاطر، حيث أنه للمرتهن أن يشترط على الراهن توكيل المرتهن أو وكيل المرتهن أو الشخص المتفق عليه في بيع الرهن و الاستيفاء من ثمنه عند عدم الوفاء دون الرجوع إلى القضاء، كما يشترط في المرهون أن يكون مالا متقوماً مما يجوز بيعه و تملكه وأن يكون معيناً بالإشارة أو التسمية أو الوصف و أن يكون مقدوراً على تسليمه ويجوز رهن المشاع مع تحديد النسبة المرهونة منه.¹⁸⁶

¹⁸³ - سليمان ناصر و ربيعة بن زايد، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية، م.س، ص35.
¹⁸⁴ - هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، م.س، المعيار الشرعي رقم 39: الرهن و تطبيقاته المعاصرة، ص 984.
¹⁸⁵ - أمال عبد الوهاب عمري، الصكوك - دراسة فقهية مقارنة -، م.س ص 200.
¹⁸⁶ - هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، مرجع سابق، المعيار الشرعي رقم 39 حول الرهن

وتجدر الإشارة إلى أن الضمان لا يمكن الرجوع عليه في عقود الأمانة و حتى في استثمارات صكوك الوكالة بالاستثمار أو المضاربة أو المشاركة سواء أ كان كفالة أو رهن، إلا إذا تم التعدي أو التقصير أو مخالفة الشروط من قبل الوكيل أو المضارب أو المشارك.

بالإضافة إلى ما سبق هناك أيضا آلية ضمان طرف ثالث و يقصد بها وجود طرف ثالث غير طرفي العقد يضمن ما يحصل من نقص أو تلف في مشروع معين، حيث يعد ضمان الطرف الثالث مستقلا عن جهة الإدارة وعن حملة الصكوك. وفي هذا السياق إذا كان من المتفق عليه شرعا أنه لا يجوز للجهة المصدرة، مثلا لصكوك المضاربة أو المشاركة أو الوكالة بالاستثمار أن تضمن القيمة الاسمية لحاملها لأن هذا من قبيل ضمان رأس المال ، و قد نصت الفقرة (5/1/8/7) من المعيار السابع عشر المتعلق بصكوك الاستثمار أنه: " لا تشمل النشرة على أي نص يضمن به مصدر الصك لمالكه قيمة الصك الاسمية، في غير حالات التعدي أو التقصير ولا قدرا معيناً من الربح." ¹⁸⁷

ولا مانع شرعا من أن يضمن طرف ثالث مستقل عن الإدارة وحملة الصكوك القيمة الاسمية للصكوك كما نصت على ذلك المعايير الشرعية أنه: " يجوز تعهد طرف ثالث غير المضارب أو وكيل الاستثمار وغير أحد الشركاء بالتبرع للتعويض عن الخسارة دون الربط بين هذا التعهد وبين عقد التمويل بالمضاربة أو عقد الوكالة بالاستثمار." ¹⁸⁸

رابعاً: آلية التحوط

تقوم هذه الآلية على حماية استثمارات الصكوك الإسلامية من التقلبات خاصة في أسواق الأصول والأسواق المالية، ويمكن الاعتماد عليها ضد المخاطر شريطة ألا يؤخر البدلين الثمن والمثمن حتى لا يكون ذلك من بيع الكالئ بالكالئ المحرم شرعا. ¹⁸⁹

و تطبيقاته المعاصرة، ص 984-985.

¹⁸⁷ - هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار الشرعي رقم حول صكوك الاستثمار، م.س، ص 478 .

¹⁸⁸ - المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار الشرعي رقم 5 المتعلق بالضمانات، ص 136.

¹⁸⁹ - بربري محمد أمين، مخاطر الاعتماد على الصكوك المالية الإسلامية في تمويل التنمية الاقتصادية وآليات إدارتها، م.س، ص 40

ويمكن استخدام هذه الآلية للتحوط مثلا ضد مخاطر عدم الوفاء بالوعد من قبل مشتري سلعة المربحة من خلال الاتفاق مع البائع على مدة خيار معلومة للسلعة عند شرائها، وهو ما يعرف بخيار الشرط طالبت تلك المدة أم قصرت. كذلك التحوط ضد مخاطر سعر الصرف من خلال اختيار العملات المستقرة للتعامل بها.

و يمكن التحوط كذلك مثلا في عقد السلم من خلال شروطه الشرعية التي تشترط أن يكون المبيع معينا في مقداره و أوصافه على أن يدفع الثمن بحد أقصى ثلاثة أيام وفقا لرأي المالكية.¹⁹⁰

خامسا: الاحتياطات

تعتبر الاحتياطات من بين الضمانات، فتكوين الاحتياطات من الآليات التي تصلح للتعامل مع كافة مخاطر الصكوك الاستثمارية و تكوين الاحتياطات رهين بتحقيق الأرباح. فيمكن تكوين احتياطي معدل الأرباح من دخل أموال المضاربة قبل اقتطاع نصيب المضارب بغرض المحافظة على مستوى معين من عائد الصكوك. كما يمكن تكوين احتياطي مخاطر الاستثمار، وذلك باقتطاع جزء من أرباح حملة الصكوك بعد اقتطاع نصيب المضارب لغرض الحماية من الخسارة المستقبلية التي قد تتعرض لها الصكوك.¹⁹¹

وتجدر الإشارة أنه لا يوجد ما يمنع شرعا من النص في نشرة الإصدار على اقتطاع نسبة معينة في نهاية كل دورة اقتصادية من حصة حملة الصكوك في الأرباح في حالة وجود سيولة دورية ، ووضعها في حساب احتياطي خاص لمواجهة مخاطر خسارة رأس المال.

¹⁹⁰ - غربي حمزة، وفاء جبلاحي، الصكوك الإسلامية أنواعها وإدارة مخاطرها، مجلة التنمية و الاقتصاد التطبيقي، مارس 2018، ص 146
¹⁹¹ - معايير المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار رقم 11 المتعلق بالمخصصات و الاحتياطات البحرين 2008، ص 392.

سادسا: التنويع

تقوم هذه الآلية على تنويع استثمارات الصكوك الإسلامية من أجل تخفيض درجة المخاطر دون أن يترتب على ذلك تأثير سلبي على العائد و هو ما يعرف بالتنويع الكفاء. وتوجد أسس مختلفة للتنويع من أهمها تنويع جهة الإصدار، وتنويع تواريخ الاستحقاق، و التنويع القطاعي و التنويع الدولي. ويهدف تنويع تواريخ الاستحقاق مثلا إلى مواجهة التضخم، أما التنويع القطاعي فيهدف إلى تخفيض المخاطر الخاصة بالصكوك الإسلامية بناء على المبدأ الذي يشير إلى أن رد فعل القطاعات الاقتصادية يختلف تبعا للدورات الاقتصادية، و من تم فتنويع إصدار الصكوك الإسلامية ليشمل جميع القطاعات الاقتصادية وبالتالي يقلل من المخاطر و يقي من تبعاتها كما أن التنويع الجيد يجب أن يترجم في صورة ارتباط بين الصكوك الإسلامية و السوق بصفة عامة. أما التنويع الدولي فيهدف على تخفيض المخاطر النظامية ويستعمل أيضا في التحوط ضد مخاطر أسعار الصرف.¹⁹²

الفقرة الثانية: طرق و أساليب معالجة الصكوك الاستثمارية

لا ضرر في اتخاذ مجموعة من التدابير الوقائية لتخفيف آثار المخاطر التي تواجهها الصكوك وتوزيعها بعدالة بين الأطراف وتتمثل هذه الطرق و الأساليب عموما في:

أولاً: معالجة المخاطر المالية و التشغيلية

يمكن تجنب هذه المخاطر من خلال بعض المعايير التي تضمن نجاح المشاريع الاستثمارية سواء من الناحية الشرعية أو الفنية و أهمها:

أ- السلامة السوقية: حيث يعد المشروع سليما من الناحية السوقية إذا توافرت فيه شروط متمثلة في مدى توافر سوق السلعة و اتجاهه، ومدى توافر القدرة التنافسية.

ب- السلامة الاقتصادية و الاجتماعية: حيث يعد المشروع سليما من الناحية الاقتصادية

¹⁹² - غربي حمزة، وفاء جبلاحي، الصكوك الإسلامية أنواعها و إدارة مخاطرها، م.س، ص 146.

و الاجتماعية إذا توافرت فيه شروط من حيث مدى مساهمة المشروع في تخفيض حجم البطالة وتحقيق عدالة توزيع الدخل بين الطبقات العاملة، ومدى تأثير المشروع على البيئة.

ت-السلامة الشرعية: و يتجلى ذلك بأن تكون السلعة و خدمات المشروع مشروعة مع التقيد بالأولويات الإسلامية.

ج-السلامة المالية: يعد المشروع سليماً من الناحية المالية إذا توافرت فيه الشروط المتعلقة بمدى كون معدل العائد على الاستثمار ملائماً، و إذا ما كانت للمخاطر ملائمة مع ربحية المشروع ومدى ملائمة هيكل التمويل مع رأس المال.¹⁹³

ح-الكفاءة التنظيمية و الإدارية: وتتمثل من خلال توافر شروط معينة تتجلى في مدى توافر الخبرات اللازمة، ومدى انسجام الإدارة للمشروع و طريقة إدارة التمويل خلال مدة المشروع.

ثانياً: معالجة مخاطر صيغ التمويل الإسلامي

ويمكن ذلك من خلال طلب حملة الصكوك بوضع بعض القيود بنشرة الإصدار، مثل التقيد بنوع معين من التجارة، وهذا يصلح في عقد المضاربة و لا يوجد مانع شرعاً لأنه تم لغاية التقليل من مخاطر الاستثمار. كذلك يمكن اشتراط حلول آجال باقي الأقساط عند تأخر العميل المماطل عن دفع الأقساط في مواعيد استحقاقها أو إضافة غرامة تأخير عن المدة الزمنية شريطة أن توضع هذه الغرامة في صندوق خيري ليصرف في وجوه الخير، وهذا يصلح في عقد المrabحة، ولا يوجد مانع شرعي من تطبيق هذا الإجراء. كما يمكن ربط الأقساط المؤجلة بعملية مستقرة نسبياً أو ربطها بالذهب أو بأرقام قياسية لمجموعة من السلع الأساسية، بحيث يؤخذ متوسط أسعارها وقت حلول آجال الأقساط، ولا يوجد مانع شرعاً و خاصة عند التعرض لتغيرات عالية في أسعار الصرف.¹⁹⁴

¹⁹³ - أحمد شعبان محمد علي، الصكوك و البنوك الإسلامية: أدوات لتحقيق التنمية، دار الفكر الجامعي الإسكندرية، 2013، ص 179.
¹⁹⁴ - زياد دماغ، مخاطر الصكوك الإسلامية وطرق معالجتها، المؤتمر الدولي للمصارف و المالية الإسلامية، الجامعة المالية الإسلامية، ماليزيا يومي 15 و 16 يونيو 2010، ص 11.

و تجدر الإشارة كذلك إلى مسألة معالجة المخاطر المتعلقة بمخالفة الأحكام الشرعية الإسلامية حيث يمكن تجنب هذه المخاطر من خلال وجود هيئة الرقابة الشرعية، فوجود هذه الأخيرة في المؤسسة المصدرة للصكوك يعتبر من المؤشرات التي تدل على الالتزام بالضوابط الشرعية ومن مهام هذه الهيئة إعداد صياغة العقود الشرعية التي تستند على أساسها عملية إصدار الصكوك، بالإضافة إلى مراجعة النماذج و الإجراءات المرتبطة بهذه العملية والعمل على التأكد من مطابقتها للضوابط الشرعية.¹⁹⁵

¹⁹⁵ - شنيخر عبد الحكيم، نبوشي ندى، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية في المصارف الإسلامية، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ، كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير، جامعة العربي التبسي الجزائر، 2015/2016، ص 47.

خلاصة الفصل الثاني

بعد الحديث في هذا الفصل عن دور الصكوك الاستثمارية في إدارة السيولة سواء على مستوى النظام المصرفي السوداني وكذا بالبنوك التشاركية بالمغرب، تم التوصل إلى أنه يمكن للصكوك وعلى اختلاف أنواعها إجارة، مضاربة، مشاركة، سلم استصناع ... أن تساهم في إدارة السيولة بالبنوك الإسلامية كما تتمكن من الدخول في استثمارات قصيرة أو متوسطة أو طويلة الأجل و التوسع فيها عوض الاعتماد على التمويل قصير الأجل و خصوصا على صيغة المراجعة، كما أنه عند حاجتها للسيولة أو عندما ترغب في توزيع مخاطر الائتمان تقوم بتصكيك جزء من استثماراتها القائمة على أصول حقيقية و مدرة للدخل من خلال تحويل تلك الأصول إلى أوراق مالية لدعوة المستثمرين للاكتتاب فيها.

بالإضافة إلى أن الصكوك الاستثمارية ستساهم بشكل كبير في إدارة السيولة بالبنوك التشاركية من خلال استخدامها كوسيلة للاستفادة من تسهيلات المقرض الأخير للسيولة أي بنك المغرب من جهة وكبديل عن آلية خصم الأوراق التجارية في توفير السيولة اللازمة للبنوك التشاركية خلال آجال قصيرة. كما أن إنشاء سوق مالي تشاركي من شأنه أن يساهم في تفعيل استخدام الصكوك الاستثمارية بالسياسة النقدية و المالية بالمغرب و سيدعم البنوك التشاركية في مجال توفير وإدارة السيولة بشكل كبير.

أما بالنسبة لتجربة السودان بالرغم من أنه لا يمكن اعتبارها بالتجربة الرائدة إلى أنه يلاحظ حجم المجهودات الجادة لدولة السودان في تعزيز بيئة مصرفية إسلامية و السعي لاستحداث و ابتكار أدوات مالية ونقدية متوافقة مع الشريعة الإسلامية و منها منتجات التصكيك كشهادات مشاركة البنك المركزي وشهادات مشاركة الحكومة وصكوك الاستثمار الحكومية و شهادات إجارة البنك المركزي وهي أدوات مهمة لإدارة السيولة بالنسبة للجهاز المصرفي، بالإضافة إلى استحداث جيل ثاني من الأوراق المالية من صكوك التنمية و صكوك السلم و صكوك الإجارة التي ساهمت بدورها في إدارة السيولة و توفير التمويل اللازم للمشاريع التنموية و الحكومية.

الخاتمة:

من خلال ما تمت دراسته في هذا البحث يتبين أن الصكوك الاستثمارية هي وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات، وتصدر وفق عقد شرعي استناداً إلى صيغ التمويل الإسلامي. وقد جاءت كبديل عن أدوات الاستثمار التقليدية كالأسهم و السندات، وذلك لما تتميز به من خصائص و مزايا أهمها قيامها على المبادئ والضوابط الشرعية المستمدة من الشريعة الإسلامية التي تحرم الربا و الغرر و الجهالة. كما أنها تعتبر إحدى أدوات الهندسة المالية الإسلامية التي لاقت رواجاً كبيراً على المستوى العالمي، وذلك لتنوعها و تعددها و استجابتها لأغلب النشاطات الاقتصادية الأمر الذي جعل منها المصدر الرئيسي للحصول على التمويل ، و أحسن أداة استثمارية بالنسبة لأصحاب الفائض، فهي تتسم بالعديد من المزايا التي تتناسب شرائح مختلفة من المستثمرين الذين لا يرغبون في المضاربة بالبورصة و التعامل بالفوائد الربوية. بالإضافة إلى كونها البديل الأمثل بالنسبة للبنوك الإسلامية فيما يخص جانب إدارة السيولة وتدبير مخاطرها.

وتتعدد أنواع الصكوك الاستثمارية وتنوع حسب الصيغ التمويلية الصادرة وفقها من مضاربة مشاركة، إجارة، مرابحة، مزارعة، مغارسة، مساقات، سلم، استصناع، وكالة بالاستثمار وهذا التنوع الذي تتميز به يجعلها قابلة للاستعمال في مختلف القطاعات و المشاريع الاستثمارية، كما أنها تمنح للمستثمرين مجالا خصباً لاختيار ما يناسبهم.

و بدراستنا للضوابط الشرعية المتعلقة بإصدار الصكوك الاستثمارية وتداولها يظهر أن عملية إصدار وتداول الصكوك الإسلامية تضبطها ضوابط شرعية محددة لضمان عدم انحرافها و خروجها عن أحكام الشريعة الإسلامية.

أما في ما يخص السيولة بالبنوك الإسلامية فيظهر أن الصكوك الاستثمارية تشكل أحد الأدوات المهمة في الاستخدامات المالية للبنوك خاصة ما يتعلق بإدارة سيولتها وتوجيه فوائضها نحو استثمارات

مربحة. هذا بالإضافة إلى ما تم التطرق إليه بخصوص مصادر الأموال بالبنوك التشاركية و التي تنقسم إلى مصادر داخلية و أخرى خارجية، وكذا مكونات السيولة بها التي تتنوع بين سيولة نقدية وسيولة شبه نقدية و التي لها عدة وظائف سواء على المستوى المالي و الاستثماري.

و تجدر الإشارة كذلك إلى أن الصكوك الاستثمارية تلعب دورا كبيرا في إدارة السيولة سواء على مستوى النظام المصرفي السوداني وكذا بالبنوك التشاركية بالمغرب، حيث تم التوصل إلى أنه يمكن للصكوك وعلى اختلاف أنواعها إجارة، مضاربة، مشاركة، سلم استصناع ... أن تساهم في إدارة السيولة بالبنوك الإسلامية كما ستمكنها من الدخول في استثمارات قصيرة أو متوسطة أو طويلة الأجل و التوسع فيها عوض الاعتماد على التمويل قصير الأجل و خصوصا على صيغة المrabحة، كما أنه عند حاجتها للسيولة أو عندما ترغب في توزيع مخاطر الائتمان تقوم بتصكيك جزء من استثماراتها القائمة على أصول حقيقية و مدرة للدخل من خلال تحويل تلك الأصول إلى أوراق مالية لدعوة المستثمرين للاكتتاب فيها.

بالإضافة إلى أن الصكوك الاستثمارية ستساهم بشكل كبير في إدارة السيولة بالبنوك التشاركية من خلال استخدامها كوسيلة للاستفادة من تسهيلات المقرض الأخير للسيولة أي بنك المغرب من جهة وكبديل عن آلية خصم الأوراق التجارية في توفير السيولة اللازمة للبنوك التشاركية خلال آجال قصيرة. كما أن إنشاء سوق مالي تشاركي من شأنه أن يساهم في تفعيل استخدام الصكوك الاستثمارية بالسياسة النقدية و المالية بالمغرب و سيدعم البنوك التشاركية في مجال توفير وإدارة السيولة بشكل كبير.

أما بالنسبة لتجربة السودان فبالرغم من أنه لا يمكن اعتبارها بالتجربة الرائدة إلى أنه يلاحظ حجم المجهودات الجادة لدولة السودان في تعزيز بيئة مصرفية إسلامية و السعي لاستحداث و ابتكار أدوات مالية ونقدية متوافقة مع الشريعة الإسلامية و منها منتجات التصكيك كشهادات مشاركة البنك المركزي وشهادات مشاركة الحكومة وصكوك الاستثمار الحكومية و شهادات إجارة البنك المركزي وهي أدوات مهمة لإدارة السيولة بالنسبة للجهاز المصرفي، بالإضافة إلى استحداث جيل ثاني من الأوراق المالية من

صكوك التنمية و صكوك السلم و صكوك الإجارة التي ساهمت بدورها في إدارة السيولة و توفير التمويل
اللازم للمشاريع التنموية و الحكومية.

وعليه من خلال ما تقدمت دراسته في هذا البحث يمكن تلخيص أهم النتائج المتوصل إليها فيما يلي:

- تعتبر الصكوك الاستثمارية البديل الشرعي للسندات التقليدية، فهي وثائق أو شهادات مالية متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية موجودات (أعيان أو منافع أو حقوق أو خليط من الأعيان والمنافع و النقود و الديون) قائمة فعلاً أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب وتصدر وفق عقد شرعي و تأخذ أحكامه.

- تتنوع الصكوك الاستثمارية من حيث جهة الإصدار إلى صكوك سيادية و صكوك الأبنك و صكوك الشركات، ومن حيث التداول إلى صكوك قابلة للتداول كصكوك الإجارة والمشاركة والمضاربة و صكوك غير قابلة للتداول لأنها قائمة على الديون كصكوك المرابحة و السلم و الاستصناع، ومن حيث صيغة الإصدار حسب العقد الشرعي الذي تصدر على أساسه.

- على الرغم من بعض التشابه في هندسة التسييد و التصكيك، إلا أنه توجد فروق جوهرية بين هذين المفهومين من حيث الضوابط و المقاصد.

- ترتكز عملية إصدار و تداول الصكوك الاستثمارية على مجموعة من الضوابط الشرعية، التي لا بد من مراعاة المؤسسات المالية الإسلامية المصدرة للصكوك لها، حتى تكون الصكوك ورقة شرعية بالمعنى الحقيقي لها.

- أبانت الصكوك الاستثمارية على مساهمتها الفعالة في إدارة السيولة بالأبنك الإسلامية والمؤسسات المالية من حيث تسييل الأصول غير السائلة في ميزانيتها و تحويلها إلى أصول قابلة للتداول في الأسواق المالية.

- مصادر الأموال بالبنوك التشاركية تنقسم إلى مصادر داخلية و أخرى خارجية، وكذا مكونات السيولة بها التي تتنوع بين سيولة نقدية وسيولة شبه نقدية و التي لها عدة وظائف سواء على المستوى المالي و الاستثماري.
- يتبين أن المشرع المغربي وإن تأخر في تبني المالية الإسلامية إلا انه خطى خطوة مهمة في هذا المجال خاصة فيما يتعلق بإيجاد تنظيم قانوني لشهادات الصكوك. غير أنه لابد و أن يستفيد من التجارب السابقة و الرائدة في استخدام الصكوك الاستثمارية، خاصة في تطوير و تعزيز المنظومة المصرفية، كماليزيا والسودان.
- تعتبر الصكوك الاستثمارية من بين منتجات الهندسة المالية الإسلامية التي تم ابتكارها لتطوير الصناعة المالية الإسلامية و كبديل لأدوات الاستثمار التقليدي، وقد أبانت التجربة السودانية على الدور الكبير الذي تلعبه الصكوك الاستثمارية كأداة لإدارة السيولة بالنظام المصرفي بالسودان بالإضافة إلى مجال تمويل عجز الموازنة العامة.
- عمليات التصكيك الإسلامي من شأنها أن تفتح أمام البنوك التشاركية آفاقا واسعة، لكونها تعمل على حل مشكلة السيولة من خلال تقديمها أصولا قابلة للتسييل بسرعة و بتكلفة قليلة، وفي نفس الوقت ستشكل فرصا استثمارية ملائمة لتوظيف الفوائض النقدية.
- توفر الصكوك الاستثمارية إطارا ملائما للتعامل مع البنك المركزي، إذ ستعطي بدائل مقبولة تمكن البنوك التشاركية الاستفادة من السيولة التي يمنحها البنك المركزي (بنك المغرب) للبنوك عند الحاجة، كما أنها تتيح بدائل مقبولة أيضا فيما يخص حسم الأوراق التجارية الأمر الذي يرفع الحرج عن البنوك التشاركية و يمكنها الاستفادة من التسهيلات الممنوحة في هذا المجال.

- إن إنشاء سوق مالي تشاركي من شأنه أن يفعل استخدام الصكوك بشكل كبير في المنظومة المصرفية بالمغرب، كما سيتمكن من خلق أدوات مالية إسلامية وسيدعم مكانة البنوك التشاركية بالسوق المالي.

المقترحات:

- بعد ما تمت دراسته في هذا البحث توصلنا إلى بعض المقترحات التالية:
- ✓ ضرورة تعديل القوانين المنظمة لبنك المغرب حتى تستطيع البنوك التشاركية جلب السيولة بطرق تتوافق مع الشريعة الإسلامية.
- ✓ يتعين على بنك المغرب التعامل مع البنوك التشاركية عن طريق أحد العقود الشرعية المنضبطة لأحكام الشريعة الإسلامية في حالة عجز هذه البنوك عن توفير السيولة اللازمة لتمويل خدماتها واستثماراتها.
- ✓ تعد الأسواق المالية عنصرا مهما في سلسلة المؤسسات المالية الإسلامية التي تتيح تداول الأدوات المالية التي تصدرها البنوك و غيرها من المؤسسات المالية. و لنجاح البنوك التشاركية في تعبئة الموارد و جذب الأموال عن طريق ابتكار بعض الأدوات المالية التشاركية، لا بد من إنشاء سوق ثانوية لتتكامل مع المنظومة المصرفية التشاركية كما تكون بمثابة الرئة التي تتنفس بها الأبنك حيث تستخدم الفائض من السيولة لديها في هذه الأسواق، وتمتص ما تحتاج إليه عند الضرورة. كما أنها ستفتح أمام البنوك التشاركية آفاق جديدة تتمثل في إمكانية القيام باستثمارات متوسطة و طويلة الأجل، بدل الاعتماد فقط على التمويل قصير الأجل (المرابحة).
- ✓ إن قبول بنك المغرب استخدام الصكوك الاستثمارية كأداة من أدوات السياسة النقدية والمالية سيكون له تأثير إيجابي على الاقتصاد الوطني، وآلية داعمة للبنوك التشاركية.

✓ ضرورة إتباع البنوك التشاركية استراتيجيات فعالة و شاملة في مجال إدارة السيولة و الانفتاح على استخدام الصكوك الاستثمارية على اختلاف أنواعها في هذا المجال بالإضافة إلى التوسع في عمليات الاستثمار المتوسط أو طويل الأجل، حتى يمكنها تصكيك هذه الاستثمارات عند الحاجة وحتى لا تبقى محصورة في عقود المراقبة.

✓ ضرورة استفادة المغرب من التجارب الرائدة في مجال إصدار الصكوك الاستثمارية كأداة لإدارة السيولة، وتفاذي الثغرات الشرعية و القانونية التي عرفتھا التجارب المقارنة، بالإضافة إلى الحرص على ضمان استقلالية وظيفة التقيد بالآراء الصادرة عن المجلس العلمي الأعلى. وكذا تعزيز وظيفة المستشار الشرعي في المنظومة التشاركية عامة و إحكام الرقابة الشرعية المتعلقة بهيكله الصكوك الاستثمارية خاصة هذا فضلا عن إغناء المنظومة القانونية المغربية بقوانين وآليات تساعد على التوسع في إصدار أنواع أخرى من الصكوك الاستثمارية وتوصد الباب أمام بعض الممارسات غير الشرعية التي يمكن أن تستغل النقص أو الشغور التشريعي وتتلاعب في عملية إصدار أو تداول أو إدارة مخاطر هذه الصكوك.

◀ القرآن الكريم برواية ورش عن نافع.

◀ صحيح مسلم.

لائحة المصادر و المراجع

❖ المصادر:

◀ ابن منظور، لسان العرب.

❖ المراجع العامة:

◀ محمد الأمين ولد عالي، التنظير الفقهي و القانوني للسوق المالية الإسلامية و علاقة ذلك بالمقاصد الشرعية الإسلامية، السوق المالية في ماليزيا و البحرين كمثال تطبيقي، دار ابن حزم ط 1 2010.

◀ منذر قحف، أساسيات التمويل الإسلامي، الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية، ط 1، ماليزيا 2011.

◀ علي محي الدين القرة داغي، بحوث في فقه البنوك الإسلامية، دراسة فقهية واقتصادية، دار البشائر الإسلامية، بيروت، ط1، 2002.

◀ محمد أمين ولد عالي، التنظيم الفقهي و القانوني للسوق المالية الإسلامية، الطبعة الأولى، دار ابن حزم، بيروت، 2011.

◀ أبي نصر أحمد بن محمد السمرقندي، الشروط و علوم الصكوك، دراسة عن الصكوك الإسلامية بين النظرية و التطبيق، دار النشر للجامعات، القاهرة 2017.

◀ بن ابراهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان، الأسواق المالية الدولية، تقسيم الأسهم و السندات دار بن زيد للطباعة و النشر، الجزائر، ط1، 2019.

◀ أحمد بن محمد الخليل، الأسهم و السندات و أحكامها في الفقه الإسلامي، دار ابن الجوزي للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، ط 2، 2005.

◀ أحمد جابر بدران، الصكوك كأداة للتمويل بين النظرية و التطبيق، الطبعة الأولى القاهرة 2014.

- أشرف محمد دوابه، دور الأسواق المالية في تدعيم الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية، دار السلام، القاهرة، ط1، 2006.
- هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، 1439هـ-2017م.
- محمد الصيرفي، إدارة المصارف، دار الوفاء للطباعة و النشر، الإسكندرية، 2007.
- فادي محمد الرفاعي، المصارف الإسلامية، الطبعة الأولى، مطبعة بيروت، لبنان، 2004.
- محمد قراط، المطالبات الضرورية في شرح المقترضات القانونية المتعلقة بالبنوك التشاركية، مطبعة أنفوبرانت، فاس، 2018.
- صادق راشد الشمري، أساسيات الصناعات المصرفية الإسلامية، دار اليازوي العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.
- عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية و التطبيق، دار نشر الرسالة، دمشق سوريا، الطبعة الأولى، 2018.
- محمود حسين الواجي، المصارف الإسلامية الأسس النظرية و التطبيقات العملية، دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطباعة، عمان، الطبعة الأولى، 2007.
- كمال خطاب، نحو سوق مالية إسلامية، طبعة تمهيدية، دون ذكر دار النشر، 2005.
- محمد محمود العجلوني، البنوك الإسلامية: أحكامها، مبادئها، تطبيقاتها المصرفية، دار الميسر للنشر، عمان، 2008.
- حامد بن حسن بن محمد علي ميرة، صكوك الإجارة، دراسة فقهية تأصيلية تطبيقية، دار الميمان للنشر و التوزيع، ط1، 2008.
- أمال عبد الوهاب عمري، الصكوك دراسة فقهية مقارنة، مطبعة تونس، قرطاج، الشرقية، ط1 2017.
- يوسف حسن يوسف، الصكوك المالية و أنواعها، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، ط1، 2014.
- عائشة الشرقاوي المالقي، البنوك الإسلامية التجربة بين الفقه و القانون و التطبيق، الطبعة الأولى، المركز الثقافي العربي، 2000.
- أحمد سقر، المصارف الإسلامية: العمليات، إدارة المخاطر والعلاقة مع المصارف المركزية والتقليدية، بيروت، لبنان، 2005.

◀ سامي يوسف كمال محمد، واقع الصكوك المالية الإسلامية وتمويل التنمية في العالم الإسلامي، الطبعة الأولى، دون ذكر دار النشر 2020.

❖ المراجع الخاصة:

- ◀ حكيم براضية، جعفر هني محمد، دور التصكيك الإسلامي في إدارة السيولة بالمصارف الإسلامية دار الياوزي العلمية للنشر و التوزيع، الأردن، 2016.
- ◀ أحمد شعبان محمد علي، الصكوك و البنوك الإسلامية: أدوات تحقيق التنمية، دار الفكر الجامعي الإسكندرية، 2013 .

- الأطاريح و الرسائل:

❖ الأطاريح:

- ◀ فؤاد أحمد محيسن، الصكوك الإسلامية(التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه، الشارقة، الإمارات، 2005.
- ◀ محمد علي يوسف الهوملة، دراسة مقارنة بين الفقه الإسلامي و التشريعات الأردنية النازمة للصكوك، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في تخصص الفقه و أصوله، كلية الدراسات العليا قسم الفقه و أصوله، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمان، 2015.

❖ الرسائل:

- ◀ شنيخر عبد الحكيم، نبوشي ندى، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية في المصارف الإسلامية، مذكرة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير جامعة التبسي الجزائر، 2015/2016.
- ◀ زاهرة علي محمد بني عامر، التصكيك ودوره في تطوير السوق المالية الإسلامية، رسالة لنيل شهادة الماجستير، كلية الشريعة و الدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، إربد، الأردن، 2008.
- ◀ علام عبد النور، دور الصكوك الإسلامية كبديل للسندات التقليدية في تطوير التمويل المستدام دراسة مقارنة بين التجربة الماليزية و التجربة الخليجية لصناعة الصكوك الإسلامية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في الاقتصاد و علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير، جامعة فرحات عباس، الجزائر، 2011/2012.

- ◀ أمال لعمش، دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير الصناعة المصرفية دراسة نقدية لبعض المنتجات المصرفية الإسلامية، رسالة لنيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية، جامعة فرحات عباس، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، الجزائر، 2010/2011.
- ◀ صونيا عتروس، أدوات إدارة السيولة في البنوك ودورها في التخفيض من خطر السيولة، رسالة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة أم البواقي، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، الجزائر، 2014/2015.
- ◀ ميلودة بن مسعود، معايير التمويل و الاستثمار في البنوك الإسلامية، رسالة لنيل شهادة الماجستير في الاقتصاد الإسلامي، كلية العلوم الاجتماعية والإنسانية، الجزائر، 2007/2008.
- ◀ سعاد معازيزية، الأدوات الإسلامية ودورها في إدارة السيولة في المصارف الإسلامية، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة قالمة الجزائر، 2018/2019.
- ◀ آثار أحمد حسن أحمد، دور الصكوك في تمويل التنمية الاقتصادية بالسودان، بحث تكميلي لنيل درجة الماجستير في الاقتصاد التطبيقي، جامعة السودان للعلوم و التكنولوجيا، كلية الدراسات العليا، السودان، 2007/2008.
- ◀ حكيم براضية، التصكيك ودوره في إدارة السيولة بالبنوك الإسلامية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص محاسبة و مالية، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، الجزائر، 2010/2011.
- ◀ عبد الكريم قندوز، صناعة الهندسة المالية الإسلامية، رسالة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الشلف، الجزائر 2007.
- ◀ سعد الدين بن ثامر، الصكوك الإسلامية ودورها في تحقيق المقاصد الشرعية، مذكرة تخرج لنيل درجة الماجستير في العلوم الإسلامية، تخصص اقتصاد إسلامي، كلية العلوم الإنسانية الاجتماعية و العلوم الإسلامية، جامعة لخضر باتنة، الجزائر 2013/2014.
- ◀ أسامة عبد الحليم جوزية، صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد، رسالة لنيل الماجستير معهد الدعوة الجامعي-قسم الدراسات العليا-، للدراسات الإسلامية، 2009.
- ◀ أحمد إسحاق الأمين حامد، الصكوك الإسلامية وعلاج مخاطرها، رسالة لنيل الماجستير في الاقتصاد و المصارف الإسلامية، جامعة اليرموك، إربد، الأردن، 2006/2005.

◀ غزال محمد، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية، دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية، رسالة لنيل الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات الأعمال و التجارة الخارجية جامعة فرحات عباس، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، الجزائر 2012/2013.

◀ أحمد مترجي، شهادات الصكوك بالمغرب-دراسة فقهية قانونية-، رسالة لنيل دبلوم الماستر المتخصص في القانون و عمليات البنوك التشاركية والتأمينات التكافلية، كلية العلوم القانونية والاقتصادية والاجتماعية، ابن زهر أكادير، المغرب، 2018/2019.

◀ نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية و التطبيق، دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي بماليزيا، رسالة لنيل شهادة الماجستير في إدارة الأعمال، الجامعة الإسلامية غزة، كلية التجارة قسم إدارة الأعمال، 2007 ماليزيا.

◀ منال بوضياف، الصكوك الإسلامية كآلية لتغطية عجز الموازنة العامة في ماليزيا و السودان مذكرة لنيل الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد نقدي و بنكي، جامعة محمد خيضر، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، الجزائر، 2018/2019.

◀ وفاء مستاوي، استخدامات الصكوك في البنوك الإسلامية، دراسة مقارنة بين بنك قطر الإسلامي وبنك دبي الإسلامي، خلال فترة 2010-2016، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير - قسم العلوم الاقتصادية-، جامعة محمد خيضر، الجزائر 2016/2017.

◀ الطيب المبروكي، المخصصات و الاحتياطات في البنوك الإسلامية، من منظور فقهي، رسالة في الفقه و أصوله، جامعة المدينة العالمية، ماليزيا 2010/2011.

❖ الأبحاث:

◀ صفية أبو بكر، الصكوك الإسلامية، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية و العمل الخيري، دبي، الإمارات العربية المتحدة، 2009.

◀ معبد علي الجارحي، عبد العظيم جلال أبو زيد، سوق الصكوك الإسلامية وكيفية الارتقاء بها بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية،(عرض وتقويم) جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، 12-10، ماي، 2019.

◀ كمال توفيق الخطاب، الصكوك الإسلامية و التحديات المعاصرة، بحث مقدم إلى المصارف الإسلامية بين الواقع و المأمول، دائرة الشؤون الإسلامية و العمل الخيري، بدبي، 31 ماي-3 يونيو 2009.

◀ عبد الستار أبو غدة، مخاطر الصكوك الإسلامية، بحث مقدم إلى إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية و المصرفية، 2011.

◀ أكرم لال الدين، إدارة السيولة في المصارف الإسلامية، ورقة بحثية للدورة العشرون للمجمع الفقهي الإسلامي، مكة المكرمة، السعودية 29/25 ديسمبر 2010.

◀ محمد تقي العثماني، الصكوك كأداة لإدارة السيولة، بحث مقدم للمجمع الفقهي الإسلامي، مكة المكرمة، السعودية، 29/25 ديسمبر 2010.

◀ حسين حسين شحاتة، إدارة السيولة في المصارف الإسلامية المعايير و الأدوات، بحث مقدم للمجمع الفقهي الإسلامي، الدورة العشرين، مكة المكرمة 29/25 ديسمبر 2010.

◀ أزهرى طيب الفكي، الصكوك الإسلامية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية و الاجتماعية في السودان، دراسة تطبيقية شركة السودان للخدمات المحدودة، 2012/2011.

- المقالات:

◀ بوخاري فاطنة، مقال حول الصكوك الإسلامية كآلية لتفعيل السوق المالي، التجربة الماليزية في السوق المالية الإسلامية، مجلة اقتصاد المال و الأعمال العدد 2 دجنبر 2017.

◀ أحمد جابر بدران، الصكوك كأداة للتمويل بين النظرية و التطبيق، مقال منشور بمجلة المسلم المعاصر، العدد 152، 2014.

◀ نوال بن عمارة ، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية-تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية- البحرين، مجلة الباحث الجزائر، العدد 9، 2011.

◀ القرى، محمد علي، نحو سوق مالية إسلامية، مقال منشور بمجلة الدراسات الاقتصادية والإسلامية معهد البحوث و التنمية، 1993.

◀ غربي حمزة، وفاء جبلاحي، الصكوك الإسلامية و أنواعها و إدارة مخاطرها، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، مارس 2018.

◀ علي محمد الموسى، ما دوغي سيلا، الصكوك الاستثمارية، مفهومها نشأتها مخاطرها وضوابطها، مجلة جامعة الشارقة للعلوم الشرعية و القانونية، المجلد 13 العدد 2، دجنبر 2016.

◀ راضية لسود، سامية بولعل، مسعودة أمال بن سعيد، مقال حول تجارب عالمية ناجحة في إصدار الصكوك الإسلامية لتمويل التنمية المستدامة وآفاقها بالجزائر مجلة نماء الاقتصاد والتجارة، عدد خاص (مجلد رقم 1) أبريل 2018.

◀ سوسن بادي، دور الصكوك الإسلامية في إدارة السيولة و تمويل عجز الموازنة العامة، مقال منشور بمجلة المعيار، العدد 10، معهد العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، تخصص اقتصاد نقدي و بنكي، 2018/2019.

◀ صابر محمد حسن، إدارة السياسة النقدية في ظل النظام المصرفي الإسلامي، تجربة السودان سلسلة الدراسات و البحوث، الإدارة العامة للبحوث و الإحصاء، بنك السودان، الإصدار الخامس، مايو 2004.

◀ عبد الكريم قندور، إدارة المخاطر بالصناعة المالية الإسلامية، مقال منشور بمجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية و الإنسانية، العدد 2، 2012.

◀ عبد الرحيم الكتامي، الأسواق المالية التشاركية الأسس و المقومات، الجمعية المغربية للاقتصاد الإسلامي، المالية التشاركية في المغرب، دراسات و أبحاث الإصدار الأول، مطبعة وراقه بلال 2019.

◀ فادي القرعان، إدارة السيولة بالبنوك الإسلامية، دراسة تطبيقية على المصارف الإسلامية في سوريا، مجلة جامعة تشرين للبحوث و الدراسات العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية و القانونية المجلد 36، العدد 4، 2014.

◀ بن الضيف محمد عدنان، ربيع المسعود، ورقة بحثية حول أدوات الدين و بدائلها الشرعية في الأسواق المالية الإسلامية، منشور بموقع موسوعة الاقتصاد و التمويل

الإسلامي: www.iefpedia.com

◀ أحمد سالم ملحم، مفهوم و مشروعية الصكوك الإسلامية، مقال منشور على الموقع

الإلكتروني: <http://www.drahmadmelhem.com/p/1.html>

◀ حسين حسين شحاتة، مقال حول مفهوم الصكوك الاستثمارية وخصائصها ودورها في تمويل التنمية، منشور بالموقع الإلكتروني التالي: www.darlmashora.com

◀ يوسف بن عبد الله الشبيلي، أدوات إدارة مخاطر السيولة و بدائل اتفاقية، إعادة الشراء في المؤسسات المالية الإسلامية، بحث منشور بالموقع الإلكتروني:

<http://www.imtihal.com/uploaded/media/researche/3601.pdf>

◀ علي الصنديج، مشروع قانون الصكوك الحكومية الكويتي، منشور بالموقع الإلكتروني التالي:

[/https://www.aljarida.com](https://www.aljarida.com)

❖ الندوات والمؤتمرات و الدورات التكوينية:

◀ بدر الدين القرشي، التجربة السودانية في إصدار إدارة الصكوك الحكومية، التطور و التحديات ورشة عمل الصكوك الإسلامية، تحديات تنمية و ممارسات دولية، الأردن، 18-19 يوليو 2010.

◀ علي محي الدين القرّة داغي، واقع و مستقبل أسواق المال الإسلامية، أبحاث للمؤتمر الدولي الثاني للأكاديمية الأوروبية للتمويل و الاقتصاد الإسلامي، بحث حول الأسواق المالية الإسلامية بين الواقع و الواجب، تركيا 8-9، نوفمبر 2019.

◀ سليمان ناصر، السوق المالية الإسلامية كيف تكون في خدمة النظام المصرفي الإسلامي؟، دورة تدريبية حول تمويل المشروعات الصغيرة و المتوسطة، وتطوير دورها في الاقتصاديات المغاربية كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، سطيف الجزائر، 2003.

◀ مصطفى بن ناصر الناعبي، الهندسة المالية الإسلامية ودورها في إدارة السيولة، بحث مقدم للمؤتمر الأول للأكاديمية الأوروبية للتمويل و الاقتصاد الإسلامي، حول المصارف الإسلامية بين فكر المؤسسين وواقع التطبيق، يومي 16-17 أبريل 2018، تركيا.

◀ علي محي الدين، إدارة السيولة في المؤسسات المالية الإسلامية، دراسة فقهية اقتصادية، المجمع الفقهي الإسلامي المنعقد في مكة، 25-29 ديسمبر 2010.

◀ زياد دماغ، مخاطر الصكوك الإسلامية و طرق معالجتها، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي للمصارف المالية الإسلامية، الجامعة المالية الإسلامية، ماليزيا 15/16 يونيو 2010.

- ◀ معبد علي الجارحي، عبد العظيم جلال أبو زيد، الصكوك قضايا فقهية و اقتصادية
الدورة التاسعة عشر لمنظمة المؤتمر الإسلامي، الإمارات، 2009.
- ◀ عبد الله بن مطلق " الصكوك " ندوة الصكوك الإسلامية عرض و تقويم، جامعة الملك
عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، 24-25 ماي 2010.
- ◀ فؤاد محيسن، الصكوك الإسلامية، التوريق و تطبيقاتها المعاصرة و تداولها، مجمع
الفقه الإسلامي الدولي، الدورة 19، الإمارات العربية المتحدة، إمارة الشارقة، 2009.
- ◀ محمد جعفر هني، أحمد مدانيا، بحث مقدم للمؤتمر الإسلامي الدولي حول التصكيك
الإسلامي كآلية لتمويل قطاع الإسكان بالجزائر، 2014.
- ◀ معطى الله خير الدين، شرياق رفيق، الصكوك كأداة لتمويل مشاريع التنمية
الاقتصادية، الملتقى الدولي حول مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد
الإسلامي، جامعة قالمة، يومي 3-4، ديسمبر 2014.
- ◀ ربيعة بن ضيف، ربيعة بن زيد و سليمان ناصر، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية
الحكومية، دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية، المؤتمر الدولي حول
منتجات وتطبيقات الابتكار و الهندسة المالية الإسلامية، كلية العلوم الاقتصادية
والتجارية و علوم التسيير، جامعة سطيف ، الجزائر، 2014.
- ❖ المراجع بلغة أجنبية:

- -farruk habib, abu umar faruq ahmed, article about are the sukuk different from
conventional bonds? published in islamic business researches center.

❖ القوانين و المناشير:

- ◀ ظهير شريف رقم 1.18.24 صادر في 12 أبريل 2018 ، القاضي بتنفيذ القانون 69.17
بتغيير و تنظيم القانون رقم 33.06 المتعلق بتسديد الأصول.

- ◀ ظهير شريف رقم 1.16.129 صادر في 25 أغسطس 2016، القانون رقم 59.13 القاضي بتغيير و تتميم القانون رقم 17.99 المتعلق بمدونة التأمينات.
- ◀ منشور والي بنك المغرب رقم 2/و 17/ الصادر ب 27 يناير 2017، شروط و كفاءات تلقي وتوظيف الودائع الاستثمارية من قبل البنوك التشاركية و غيرها من مؤسسات الائتمان والهيئات المعتمدة في حكمها.

الفهرس

1	مقدمة:
12	الفصل الأول: الإطار النظري للصكوك الاستثمارية
14	المبحث الأول: الإطار العام لصكوك الاستثمار
14	المطلب الأول: أنواع وخصائص الصكوك الاستثمارية
14	الفقرة الأولى: أنواع الصكوك الاستثمارية
29	الفقرة الثانية: خصائص الصكوك الاستثمارية
32	المطلب الثاني: الضوابط الشرعية لصكوك الاستثمار وتمييزها عن النظم المشابهة
33	الفقرة الأولى: ضوابط إصدار وتداول الصكوك الاستثمارية كآلية لإدارة السيولة
38	الفقرة الثانية: تمييز صكوك الاستثمارية كأداة لإدارة السيولة عن باقي النظم المشابهة
44	المبحث الثاني: السيولة بالبنوك التشاركية
45	المطلب الأول: مصادر ومكونات السيولة بالبنوك التشاركية
45	الفقرة الأولى: مصادر الأموال بالبنوك التشاركية
51	الفقرة الثانية: مكونات السيولة في البنوك التشاركية
52	المطلب الثاني: وظائف وأهداف إدارة السيولة بالبنوك التشاركية
52	الفقرة الأولى: وظائف السيولة بالبنوك التشاركية
53	الفقرة الثانية: أهداف إدارة السيولة بالبنوك التشاركية
55	خلاصة الفصل الأول:
57	الفصل الثاني: تطبيقات عملية لاستخدام التصكيك في إدارة السيولة بالنظام المصرفي
59	المبحث الأول: تجربة السودان في استخدام التصكيك لإدارة السيولة بالنظام المصرفي

المطلب الأول: التصكيك في السودان ودوره في إدارة السيولة.....	59
الفقرة الأولى: الجيل الأول من الأوراق المالية الإسلامية	60
الفقرة الثانية: الجيل الثاني من الأوراق المالية الإسلامية بالسودان	63
المطلب الثاني: متطلبات الإدارة الفعالة للسيولة بالبنوك التشاركية.....	68
الفقرة الأولى: إنشاء سوق مالي تشاركي مطلب لتفعيل استخدام الصكوك كأداة لإدارة السيولة ..	68
الفقرة الثانية : الصكوك الاستثمارية وإدارة السيولة بالبنوك التشاركية.....	71
المبحث الثاني: مخاطر الصكوك الاستثمارية وسبل إدارتها.....	77
المطلب الأول: مخاطر الصكوك الاستثمارية	78
الفقرة الأولى: أنواع مخاطر الصكوك الاستثمارية.....	78
الفقرة الثانية: مخاطر الصكوك المرتبطة بصيغ التمويل الإسلامي.....	85
المطلب الثاني: آليات إدارة مخاطر الصكوك الاستثمارية.....	86
الفقرة الأولى: إجراءات إدارة مخاطر الصكوك الاستثمارية.....	86
الفقرة الثانية: طرق وأساليب معالجة الصكوك الاستثمارية.....	91
خلاصة الفصل الثاني.....	94
الخاتمة:	95
لائحة المصادر والمراجع	101