

الصكوك كتقنية حديثة وناجعة لجلب الأموال وأقل مخاطرة من السندات

Sukuk as a modern and effective Technique to bring money and Less risky than bonds

فوزية قديد

نعيمة العربي*

مخبر رأس المال البشري والآداء، جامعة الجزائر3 - الجزائر مخبر رأس المال البشري والآداء، جامعة الجزائر3 - الجزائر

fouzia-ka@hotmail.com

larbinaima@yahoo.fr

تاريخ النشر: 2021/06/30

تاريخ القبول للنشر: 2021/06/01

تاريخ الاستلام: 2021/05/25

ملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى توضيح أهمية الصكوك كتقنية حديثة وناجعة لجلب الأموال وأقل مخاطرة من السندات وذلك باعتبار أن الصكوك هي وسيلة بديلة عن السندات لتوفير حاجات التمويل وبأقل مخاطر، حيث تم التطرق إلى أهم الفروقات الأساسية بين السندات والصكوك، أنواعهما وأهم الخصائص التي اختلفت بها الصكوك الإسلامية عن باقي أنواع الأدوات الاستثمارية المتداولة بين مختلف المتعاملين.

توصلت هذه الدراسة إلى أنه الصكوك بأنواعها المختلفة تساهم في تحسين إدارة رأس المال وتحقيقه الأهداف تسمح لها بالوصول إلى مستوى أعلى كفاءة خاصة وأنها توفر للمستثمرين درجة عالية من الثقة.

الكلمات المفتاحية: أدوات استثمار؛ سندات؛ صكوك؛ تمويل؛ مخاطر.

تصنيف JEL: G23، G32.

Abstract:

This study aims to clarify the importance of sukukas a modern and effective technique to bring in money and less risk than bonds, considering that sukuk are an alternative way to bonds to provide financing needs with less risk, where they dealt with the most important basic differences between bonds and sukuk.

their types and the most important characteristics of Islamic sukuk from other types of investment instruments traded between different dealers.

This study concluded that various types of Sukuk contribute to improving Capital management, And achieving goals that allow it to reach a higher level of efficiency, especially as it provides investors with a high degree of confidence.

Keywords: Investment instruments, bonds, sukuk, financing, risks.

Jel Classification Codes :G23; G32.

* المؤلف المراسل.

1. مقدمة:

تعتبر السندات أدوات إستثمار، ومن أهم الأوراق المالية حيث أصبحت تمثل الجزء الأكبر من الأوراق المتداولة في أسواق الدول المتقدمة، ويرجع تداولها الكبير بسبب التذبذب الذي تعرضت له الأسهم وخاصة لكونها أوراق ذات عائد ثابت وأيضاً باعتبارها من أدوات التمويل المهمة التي تستخدمها الحكومات والشركات والمؤسسات لتوفير السيولة اللازمة لتمويل مشروعاتها وبتكلفة منخفضة نسبياً.

غير أنها وفي الكثير من الأحيان، قد يتعرض المتعاملين بالسندات إلى مجموعة من المخاطر التي عادة ما ترتبط بتقلبات أسعارها وعوائدها، لذلك ظهرت الصكوك كوسيلة تمويلية واستثمارية فعالة من شأنها التقليل من المخاطر وتلبية رغبات وطموحات المستثمرين وأصحاب الأموال على السواء، خاصة وأنها تشمل كل صيغ وأدوات التمويل الاستثمار الإسلامي التي من تساهم في تدعيم التنمية وزيادة إنتاج السلع والخدمات الأساسية التي يحتاجها كل فئات المجتمع.

إنطلاقاً من ذلك يمكن صياغة إشكالية موضوعنا على النحو التالي:

ما المقصود بالصكوك، ما هي أهم الخصائص التي تميزها عن السندات، وما مدى نجاعتها كوسيلة تمويلية أقل مخاطرة؟ وللإجابة على هذه الإشكالية، قمنا بصياغة الفرضيات التالية:

✓ بالرغم من الكثير من الخصائص التي تتميز بها السندات، إلا أنها عادة ما يتعرض المتعاملين بها إلى العديد من المخاطر نتيجة تقلبات أسعارها وعوائدها؛

✓ تعتبر الصكوك وسيلة تمويلية واستثمارية فعالة من شأنها تحسين إدارة رأس المال والتقليل من المخاطر.

تظهر أهمية هذه الدراسة باعتبار الصكوك هي وسيلة وآلية فعالة ومن أبرز آليات التمويل المختلفة، حيث تم إصدارها لتكون بديلاً عن السندات التي تقوم على مبدأ الفوائد البنكية وهو ما ساهم في إنتشار الصكوك الإسلامية بشكل واسع في كافة أنحاء، ومن كافة الناس على اختلاف أنواعهم ومحدداتهم، فمن الأهمية بمكان، إبراز المكانة الكبيرة التي تحظى بها الصكوك كألية تمويلية ناجعة، خاصة وأنها تشهد تطوراً في إصدارها واعتماد الحكومات عليها لتمويل مشاريعها المختلفة. ومن أجل دراسة هذا الموضوع، إرتأينا اعتماد المنهجية التالية:

المحور الأول: ماهية السندات وأهم المخاطر المرتبطة بها.

المحور الثاني: أساسيات حول الصكوك وأهميتها كوسيلة تمويلية بديلة.

2. ماهية السندات وأهم المخاطر المرتبطة بها:

تمثل السندات جزء من القروض طويلة الأجل أو متوسطة الأجل، حيث يحصل حامله على فائدة ثابتة سنوياً حيث تمثل مجالات للإستثمار يتوافر فيه الأمان ولكن سعر الفائدة يكون متواضعاً نسبياً مثل سندات البنك العقاري.

1.2 مفهوم السندات خصائصها ومختلف أنواعها:

تعرف السندات بأنها أدوات مالية طويلة الأجل تثبت ديناً على الجهة التي أصدرته سواء كانت شركة لها ترخيص للإدخار العام، أو حكومة أو جماعات محلية مقابل أن يحصل صاحب السند (حامله) على معدل فائدة ثابت سنوي أو نصف سنوي، فالأصل في السندات أن تكون ذات عائد ثابت وعادة ما يتم سداد قيمتها عند تواريخ محددة (Jaque, 2003، صفحة 23).

تتميز السندات بعدة خصائص فهي توفر لحاملتها ثبات وإستمرارية العائد والأمان في إسترداد المبلغ، كما أنها تساعد على تدعيم السعر السوقي وتدعيم موقف المقترض من ناحية القدرة على السداد لإلتزامه بإسترجاع جزء من الإصدار قبل

إستحقاق السند، كذلك تمكن السندات من تقليص متوسط فترة إستحقاق السند وبالتالي الحد من تذبذب سعره بالإضافة إلى ذلك ترتبط السندات بخاصية الإستدعاء حيث يمكن للشركة المصدرة لها إعادة شرائها من حاملها على أن يكون هذا محدد في القرار الأولي، وتقوم الشركة بإستدعاء سندات المتداولة عندما تنخفض أسعار الفائدة في السوق وفي نفس الوقت تقوم بإحلال سندات أخرى تتماشى مع معدل الفائدة الحالي لتحقيق ربح أكثر.

تنقسم السندات إلى أنواع مختلفة، حيث يمكن أن نجد السندات حسب الضمان، سندات حكومية السندات القابلة إلى التحويل إلى أسهم وسندات الدخل، وذلك كما يلي:

✓ السندات القابلة للتحويل إلى أسهم:

وهي سندات عادية قابلة للتحويل إلى أسهم، حيث يحق لحاملها تحويلها إلى أسهم في فترة لاحقة -لكنهم غير ملزمون بذلك-، ولهذا النوع من السندات مزايا عديدة: فهي تسمح للمستثمر المتمتع بمزايا أمان السند والمزايا السعرية للأسهم العادي فغالبا ما تكون أسعار هذه السندات أعلى من أسعار السندات العادية، كما أنها تتيح للوسطاء الماليين فرصة القيام بقدر كبير من التعامل والمتاجرة في البورصة (خربوش، أرشيد، وجودة، 2010، صفحة 92).

✓ سندات الدين المضمونة وغير المضمونة:

إن السندات التي ليس لها ضمان محدد لدعم سداد الفائدة بصورة منتظمة يطلق عليها سندات الدين غير المضمونة، بالتالي تكون هناك إمكانية لزيادة معدل الفائدة عليها وذلك مقارنة بسندات الدين المضمونة من خلال الأصول وتختلف هذه السندات عن الأسهم العادية في العديد من الأمور، فمثلا في سندات الدين المضمونة البريطانية يتم في الغالب ضمانها باستخدام أصل ثابت من أصول الشركة، ولكن في الولايات المتحدة الأمريكية يكون هناك رهن متغير على أصول الشركة بصورة عامة، كما أن دفع فوائد على هذه السندات يتم بصورة منتظمة بغض النظر عن حالة الشركة ووضعها المالي. وبما أن نسبة الفائدة ثابتة فإن سعر الورقة المالية في السوق سيرتفع عندما تنخفض نسب الفائدة والعكس صحيح لضمان أن الربح العائد من استثمار المال في هذه الورقة المالية يكون متوازيا مع العوائد التي يمكن الحصول عليها في أي استثمار آخر في سوق المال (بيكت، 2006، صفحة 13).

✓ الضمانات:

هي أحد أنواع الأوراق المالية التي يتم إصدارها عادة مع سندات الدين غير المضمونة وتعطي صاحبها الحق في شراء أسهم عادية على مدار فترة معينة بسعر محدد مسبقا يعرف باسم سعر الضمان، وتقوم أيضا بعض شركات الإستثمار بإصدار هذا النوع من الأوراق المالية، وبما أن هذا النوع له قيمة قابلة للتحديد، فإنه يتم تداوله في البورصة بسعر يرتبط بالأسهم الأساسية المتعلقة به، بحيث تكون قيمته هي حاصل طرح سعر السوق للأسهم من سعر الضمان (بيكت، 2006، صفحة 15).

✓ الضمانات المغطاة:

هي إستثمارات جديدة نسبيا في بورصة كبيرة مثل بورصة لندن، وهي في حقيقتها عبارة عن عملية خيارية أكثر مرونة يكون من السهل تداولها وبها نطاق واسع من الخيارات، ولقد ظهرت في ألمانيا في عام 1989، وهي مشهورة جدا، ويمثل الضمان المغطى الحق في شراء أو بيع أصل ما بسعر محدد يطلق عليه سعر الأداء حتى تاريخ محدد والذي قد يتراوح بين 03 أشهر إلى 05 سنوات من وقت إصدار الضمان، ويمكن أن يعتمد الضمان على سهم واحد ولكنه يمكن أن يعتمد أيضا على مجموعة متنوعة من الأدوات المالية الأخرى.

وكما هو الحال مع الإستثمارات الفرعية الأخرى، يمكن أن يستخدم المستثمرون الضمانات المغطاة كطريقة لتغطية مضارباتهم ولحمايتهم من تقلبات السوق أو لتنظيم الضرائب، وعلى عكس الضمانات التجارية التي تصدرها شركة ما للحصول على الأموال، فإن الضمان المغطى يصدره بنك أو أية مؤسسة أخرى كوسيلة غرضها التجارة. ويمكن أن تكون الضمانات المغطاة أمريكية أي تلك التي يتم تداولها في أي وقت قبل تاريخ الإستحقاق، أو أوروبية أي التي يتم تداولها فقط في تاريخ محدد، ولكن معظمها يتم شراؤه ثم بيعه مرة أخرى إلى الجهة المصدرة لها قبل تاريخ الإستحقاق، فإذا تم الإحتفاظ بالضمان إلى تاريخ الإستحقاق، فستتم إعادة شرائه نقديا بصورة تلقائية من قبل الجهة المصدرة له والتي ستدفع الفرق بين سعر الأداء وسعر الورقة المالية الأساسية (بيكت، 2006، صفحة 22).

ويمكن إستخدام الضمانات المغطاة للمضاربة على الأصل الأساسي سواء بالزيادة أو بالنقصان، ف شراء "عملية شراء خيارية آجلة" هو مضاربة بالزيادة، في حين أن "شراء عملية بيع آجلة" هو مضاربة بالنقصان، ومع كلا النوعين فإن أكبر مبلغ يمكن أن يخسره المستثمر هو تكلفة الضمان، وبذلك فإن الضمانات المغطاة تشبه العمليات الخيارية ولكن يتم تداولها وإدراجها بحرية في البورصة، نتيجة لذلك فهي تختلف عن العمليات الخيارية من حيث سهولة البيع والشراء لمستثمر القطاع الخاص العادي من خلال سمسرة الأوراق المالية المعتادين (بيكت، 2006، صفحة 24).

✓ السندات الحكومية المضمونة:

هذا النوع من الأوراق المالية تقوم بإصداره الحكومة، فهو آمن ومضمون، وبالرغم من أن هذه السندات هي شكل من أشكال سندات الدين غير المضمونة غير المدعمة بأي من الأصول المالية، فإن الدولة ككيان من المفترض أن تضمنها، وبالتالي فإن العجز عن سداد السندات الآجلة منها أمر غير وارد إلى حد كبير، فلا توجد نسبة مخاطرة تقريبا. لقد ظهر هذا النوع من الأوراق المالية نتيجة الإعتقاد أنه عندما تقل الإيرادات الضريبية بسبب أن الإقتصاد غير منتعش قليلا ويريدون تجاوز هذا العجز قصير الأجل ولا يريدون خسارة الناخبين بزيادة الضرائب لتغطية نفقات الدولة فإن الفرق يجب تعويضه عن طريق الإقتراض عن طريق إصدار نوع من سندات الدين غير المضمونة ذات نسبة فائدة محددة وتاريخ إستهلاك معين عندما تقوم خزانة الدولة بشراء هذه الأوراق المالية مرة أخرى، يطلق على البعض من هذه الأوراق بسندات الخزانة، والبعض الآخر له تسميات مختلفة ولكن لا يوجد فرق بينهما وإنما هي مجرد أسماء للتمييز، وتتحدد نسبة الفائدة الخاصة بهذه الأوراق المالية بواسطة نسب الفائدة السائدة في ذلك الوقت والجهة التي اقترضت منها الحكومة.

✓ سندات دولية:

هي سندات تصدرها دولة بعملة غير عملتها، أو بالأحرى بعملة صعبة أجنبية أو بعملة السوق التي أصدرت فيها، حيث تصدر هذه السندات في إطار آلية الاستقرار وهي تصدر من قبل مجموعة دول الإتحاد، أي أنها سندات دين تخص الإتحاد لا عضوا من أعضائه، وهو ما يعني وجود تعاضض للدين، بحيث يمكن لدولة مثل اليونان أو إيطاليا على سبيل المثال الاستفادة من قروض بمعدلات فائدة منخفضة مثل تلك التي تخص ألمانيا. يكون الدين المترتب عن السندات الأوروبية اتحاديا ويتم تسديده من قبل الإتحاد لا من قبل العضو المستفيد منه. هذه المبادرة لم تثمر إلا عام 2020 بسبب الرفض الألماني ودول شمال أوروبا التي تتحجج بالتسيب الموازي أي انعدام الضوابط (مجيطنة، 2020، صفحة 25). فضلا عن ذلك، هناك سندات عامة أخرى لها نسبة مخاطرة أعلى قليلا من السندات الحكومية المضمونة، وهي تتضمن السندات التي تصدرها السلطات المحلية والحكومات الخارجية (بيكت، 2006، صفحة 18).

إلى جانب أنواع السندات السابقة الذكر، تجدر الإشارة إلى أنه ظهرت اتجاهات جديدة للسندات هي (حنفي و قرياقص، 2004، الصفحات 273-274):

✓ السندات الرديئة:

تنشأ هذه السندات في حالة ما إذا كانت نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة مرتفعة كثيرا وينشأ ذلك عندما يرغب أعضاء مجلس الإدارة إمتلاك حصة كبيرة في رأس المال الخاص بشركتهم، فيتم إصدار قروض تستخدم حصيلة لشراء جانبا كبيرا من أسهمها المتداولة في السوق.

✓ سندات الدخل:

هي نوع من السندات لا تدفع الشركة المصدرة لها فوائد عليها إلا في حالة تحقيق الشركة للأرباح ويتضمن هذا النوع من السندات شروطا أهمها(نوري، نور، صافي، ظافر الراميخي، وسمير ذيب، 2009، صفحة 46): تجميع الفوائد، إنشاء صندوق للإطفاء، القابلية للتحويل إلى أسهم عادية، حق التصويت في حالة دفع الفوائد لعدد من السنوات.

✓ سندات لا تحمل معدل كوبون:

وهي سندات تباع بخصم عن القيمة الإسمية على أن يسترد المستثمر قيمته الإسمية بحلول تاريخ الإستحقاق.

✓ سندات بمعدل فائدة متغير:

هي نوع مستحدث لمواجهة التضخم، يحدد سعر الفائدة مبدئي على أن يعاد النظر فيه كل ستة أشهر وذلك ليتلاءم مع معدلات الفائدة السائدة في السوق.

إلى جانب الأنواع السابقة الذكر للسندات، هناك أنواع أخرى من مشتقات السندات، وهي (مجيطنة، 2020، صفحة 28): السندات القابلة للتحويل المرفقة بأذن اكتتاب في أسهم السندات التي تسدد في شكل أسهم والمرفقة بأذن اكتتاب في أسهم حيث يتم إصدار سندات مرفقة بأذن اكتتاب في أسهم من أجل زيادة رأسمال المؤسسة، واضح أن سند مرفق بأذن اكتتاب في أسهمه ومنتوج مالي هجين، أي يتكون من أصل ملكية وهو أذن الاكتتاب في أسهم، وأصل ذمة وهو السند باعتباره دين على المؤسسة التي أصدرته، تتميز السندات المرفقة بأذن اكتتاب في أسهم بمرونة عالية: يمكن للمكتتب فيها أن يحتفظ بالسند وأذن الاكتتاب في أسهم، كما يمكنه بيع السند وأذن الاكتتاب في أسهم أو الاحتفاظ بأحدهما وبيع الآخر.

أما مزايا السند المرفق بأذن اكتتاب في أسهم بالنسبة للمؤسسة التي تصدرها فيتمثل في التخفيض الفوري لكلفة الاستدانة إذ أنها تسمح للمؤسسة من الاستدانة بكلفة تقل عن معدلات الفائدة على القروض .

2.2. المخاطر المرتبطة بالتعامل بالسندات:

مقابل المزايا والخصائص التي تتميز بها السندات، يمكن أن يتعرض المستثمرين إلى مجموعة من الخسائر عند تعاملهم بالسندات وذلك في حالة إقتنائهم لسندات يفوق سعرها سعر إستدعائها من قبل المقترضين حسب شروط صندوق الإستهلاك، كذلك يمكن أن يتعرض المستثمرين لفقدان جزء من سنداتهم إذا تعرضوا لعمليات الإستدعاء بالقرعة، من جهة أخرى يتعرض حملة السندات إلى مجموعة من المخاطر والتي يمكن أن ترتبط بـ(خربوش، أرشيد، وجودة، 2010، صفحة 82):

✓ تقلبات أسعار الفائدة: والتي يمكن أن تؤدي إلى إنخفاض أسعار السندات (خاصة بالنسبة للسندات طويلة الأجل) ويكون ذلك عندما ترتفع أسعار الفائدة السوقية خصوصا في فترات التضخم؛

- ✓ مخاطر السيولة: والتي يمكن أن تؤدي إلى مخاطر الإفلاس وعدم السداد، حيث تفقد السندات سيولتها إذا كان حجم الإصدار ضئيلاً أو إذا كانت درجة ملاءة الإصدار متدنية؛
 - ✓ مخاطر الإستثمار: بمعنى قابلية المستثمر إعادة إستثمار القيمة الإسمية والفائدة على السند بعوائد مجزية، ويكون حملة السندات قصيرة الأجل ذات معدلات فائدة مرتفعة هم الأكثر تعرضاً لمخاطر إعادة الإستثمار، حيث لن يستطيعوا الحصول على نفس العائد في حالة إنخفاض معدلات الفائدة؛
 - ✓ فضلاً عن ذلك، وبالرغم من أن الاستثمار في السندات هو استثمار مضمون نوعاً ما، لكن ينطوي على مخطرين اثنين هما
 - احتمال افلاس الجهة التي أصدرت السند؛
 - تغيير معدل فائدة يؤثر عكساً على القيمة السوقية للسند إذا كان العائد الذي يدره ثابتاً. أي أنه في حالة ارتفاع معدل الفائدة فإن القيمة السوقية للسند تنخفض والعكس بالعكس.
- عادة ما يكون السند يدر عائداً ثابتاً، أي أن معدل الفائدة عليه ثابت، لكن هناك سندات بمعدل فائدة متغير، وهي عادة سندات حكومية، معدل الفائدة المتغير على السندات يكون تابعاً لمعدل التضخم، يتم دفع الفائدة على السند فصلياً أو سنوياً، لكن يمكن أن يتم رسملتها لتدفع مجمعة مع القيمة الاسمية للسند عند تاريخ الاستحقاق أو عند نهاية عمر السند، وعندها نقول بأن السند هو ذو كوبون صفر.
- وتجدر الإشارة إلى أن معدل الفائدة على السندات الحكومية - ولما لا على السندات الخاصة - للدول الكبرى كان سالباً خلال الفترة التي جاءت بعد أزمة 2008. يعود ذلك بالدرجة الأولى إلى السياسات النقدية التوسعية التي أنتجتها البنوك المركزية الكبرى من أجل توفير السيولة للاقتصاديات الوطنية وإجبار البنوك التجارية والبنوك المتخصصة الأخرى على إقراض الأعوان الاقتصاديين. هناك سبب ثانٍ لا يقل أهمية عن سابقه، وهو أن الأعوان المتوفرين على سيولة نقدية كانوا يبحثون عن مؤمن لها مع قبول تحمل كلفة تتمثل في معدل فائدة سالب، هذا المؤمن يتمثل في سندات حكومات الدول المذكورة وفي الودائع لدى بنوكها المركزية.
- إلى جانب العديد من المخاطر التي ترتبط بالسندات، تحتوي عقود الدين (السندات) على مخطر معنوي (أخلاقي)، لكن بدرجة أقل المخطر المعنوي الذي يتضمنه عقد الأموال الخاصة (مجيطنة، 2020، صفحة 30) فكون عقد الدين يختلف عن عقد الأموال الخاصة، يعني أن المدين يتعهد لدائنه بدفع خدمة الدين، بما فيها معدل الفائدة المتفق عليه، وما ازد عنه من أرباح، صغيرة كانت أم كبيرة، فهي تعود إلى المدين بالكامل، غير أن المدين قد يخاطر بقدر مفرط في ممارسة أنشطته بهدف تعظيم أرباحه، وهو يعلم بأنه في حالة تحقيق الهدف، أي تعظيم الربح، فهو المستفيد الوحيد، أما في حالة تعرضه للإفلاس فإن الدائن هو الخاسر، وهنا يكمن الخطر المعنوي في حالة عقد الدين فباعباره وثيقة قانونية تتضمن شروطاً كثيرة تكاد تتناول كافة الجوانب، لكن هذا لا يمنع من أن المدين قد يبادر إلى ممارسة أنشطة عالية المخاطر غير مرغوب فيها من قبل الدائن، وهو يعلم جيداً بأنه في حالة الخسارة فإن الدائن يتضرر هو الآخر.
- على سبيل المثال، بدلاً من استخدام الأموال التي تحصل عليها بمقتضى القرض في تمويل النشاط الانتاجي للمؤسسة القليل المخاطرة، يحوله إلى البحث والتطوير بهدف تطوير منتج جديد عالي المخاطرة، لأن احتمال نجاح الفكرة هو 10% فقط. يمكن أن يكون المدين محن كافي استغلال الثغرات القانونية التي يتضمنها عقد القرض ويلجأ يستخدم الموارد المالية التي تحصلت عليها المؤسسة بمقتضى عقد القرض لتمويل أنشطة غير مرغوبة من قبل الدائن باعتبارها تنطوي على مخاطر عالية أكثر من منحة المخاطرة باعتبارها مكون من مكونات معدل الفائدة على القرض.

3. أساسيات حول الصكوك:

لقد فرضت الصكوك نفسها كأداة استثمارية جيدة، على العديد من المجتمعات، ولعل أهم ما يميزها هو قلة المخاطر المرتبطة بالتعامل بها ونتائجها الفعالة في حالة التطبيق الصحيح لها.

1.3. مفهوم الصكوك وأهم خصائصها:

باعتبار أن الصكوك تقوم على المشاركة في رأس المال، فهي تعرف بأنها:

"أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس المال إلى حصص متساوية من خلال إصدار صكوك تحمل اسم صاحبها أو حاملها بحيث يكون كل منهم صاحب حصة شاملة في رأس المال (عبد المقصود، 2019).

"أوراق مالية، اسمية، متساوية القيمة، وتصدر لمدة محددة، والصك يمثل حصة شائعة في ملكية أصول أو موجودات قائمة أو منافع أو تدفقات مالية وفقاً تحدده نشرة الاكتتاب، وتصدر الصكوك على أساس عقد شرعي عن طريق الاكتتاب العام أو الخاص، وهي أقرب إلى صيغة عقد المضاربة"، حيث تهدف الصكوك إلى توفير السيولة اللازمة لتوسيع قاعدة المشروع وتطويره بالإضافة إلى جمع رأس المال اللازم لتمويل المشروعات عن طريق تجميع المدخرات واستثمارها في المشروعات المتنوعة والمتوافقة مع الشريعة الإسلامية.

تمثل الصكوك: "وثائق متساوية القيمة، أي أنها تؤكد ما لصاحبها من حقوق والتزامات، وهي تمثل حصة شائعة من رأس المال، ولا تمثل ديناً في ذمة مصدرها لحاملها، ويتم تداول تلك الصكوك من خلال وسائل التداول الجائزة شرعاً كأن يكون لصاحب الصك نقل ملكيته، والصكوك تصدر وتداول وفقاً للضوابط الشرعية" (عبد المقصود، 2019).

وتجدر الإشارة إلى ضرورة التفرقة بين التصكيك وإصدار الصكوك، فالإصدار يكون عندما لا يكون هناك مشروع قائم بالفعل، أما التصكيك فهو مثل التوريد فيه أصل موجود بالفعل، فمثلاً لو أن حكومة في حاجة إلى موارد مالية ولديها مطار كبير فيمكن لها أن تبيعه ثم تستأجره من المشتريين، فهذا يسمى تصكيك، فهناك تصكيك وهناك توريق وهو نفسه، والفرق بين الاثنين أن التوريد يكون بيع دين حيث تأتي شركة تمويل عقاري مثلاً وتشتري الديون الموجودة على ملاك مشروع وتقوم هي بالتحصيل (العوضي، 2019).

تقوم فكرة الصكوك على المشاركة في تمويل مشروع أو عملية استثمارية متوسطة أو طويلة الأجل وفقاً لقاعدة (الغنم بالغرم) (المشاركة في الربح والخسارة) على منوال نظام الأسهم في شركات المساهمة المعاصرة ونظام الوحدات الاستثمارية في صناديق الاستثمار، حيث تؤسس شركة مساهمة لهذا الغرض، ولها شخصية معنوية مستقلة، وتتولى هذه الشركة إصدار الصكوك اللازمة للتمويل وتطرحها للاكتتاب العام للمشاركين، ومن حق كل حامل صك المشاركة في رأس المال والإدارة والتداول والهبه والإرث ونحو ذلك من المعاملات المالية (شحاتة، 2019).

ومن بين أهم الشروط التي يجب توافرها لإصدار الصكوك لتمويل نشاط أو مشروع معين هو (الدسوقي و بدر،

:2018)

- ✓ أن يدر دخلاً وفقاً لدراسة تعد لهذا الغرض، أن تديره إدارة متخصصة تتمتع بخبرة عالية في نوع النشاط؛
- ✓ أن يكون له حسابات مالية مستقلة عن الأنشطة أو المشروعات الأخرى الخاصة بالجهة المصدرة والجهة المستفيدة وتستخرج منها القوائم المالية الدورية والسنوية؛
- ✓ أن يتولى مراقبة حسابات المشروع مراقب حسابات أو أكثر، تعينه الجهة المصدرة من بين مراقبي الحسابات المسجلين لدى الهيئة؛

✓ أن تصدر القوائم المالية للنشاط أو المشروع وتراجع وفقاً لمعايير المحاسبة والمراجعة.

2.3. الخصائص التي تميزها بالصكوك، وأهم الفروقات بينها وبين السندات:

تتميز الصكوك بأنها عقود شرعية تفي بكافة متطلبات العقود الشرعية، وهي ذات مخاطر استثمارية متدنية لأنها مسنودة بأصول اقتصادية تتميز بربحية عالية وإدارة كفؤة وتنوع في قطاعات اقتصادية مختلفة، كما أنها ذات ربحية عالية مقارنة بأوجه الاستثمار الأخرى المتاحة، يمكن تسيلها في أي لحظة في السوق المالي ويمكن استخدامها في تسوية المعاملات المالية كوسيلة دفع مضمونة السداد.

كذلك تتميز الصكوك بأنها أداة تمويل خارج الميزانية، حيث إن ملكية الأعيان المؤجرة المصككة، والموعد بتملكها في نهاية مدة الصكوك مملوكة لحملة الصكوك طوال مدة التصكيك، والواجب في ذمة الشركة الممولة بالصكوك إنما هو دفع الأجرة لحملة الصكوك فحسب وهي نفقة إيرادية، وذلك على العكس في حال اقتراض تلك الجهة لتمويل شراء بعض الأصول مما يؤدي إلى زيادة في قائمة المطلوبات لكونها نفقة رأسمالية، كما أن لذلك مزايا أخرى فيما يتعلق بالموجودات الزكوية للشركة والضرائب، فضلاً عن ذلك تتميز السندات بمجموعة من الخصائص من أهمها (الصكوك الإسلامية، أنواعها ومخاطرها، 2013):

✓ تقوم على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة إن مبدأ إصدار الصكوك من حيث العلاقة بين المشتركين فيها هو الاعتماد بشكل أساسي على الاشتراك في الربح والخسارة بصرف النظر عن صيغة الاستثمار المعمول بها، حيث تعطي لمالكها حصة من الربح وليس نسبة محددة مسبقاً من قيمتها الإسمية وحصة حملة الصكوك من أرباح المشروع أو النشاط الذي تمولها تحدد بنسبة مئوية عند التعاقد لحملة هذه الصكوك يشاركون في أرباحها حسب الاتفاق المبين في نشرة الإصدار ويتحملون أيضاً الخسائر بنسبة ما يملكه كل منهم؛

✓ تصدر الصكوك بفئات متساوية القيمة لأنها تمثل حصصاً شائعة في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص وذلك لتيسير شراء وتداول هذه الصكوك وبذلك يشبه الصك الإسلامي السهم الذي يصدر بفئات متساوية ويمثل حصة شائعة في صافي أصول الشركة المساهمة، كما أنها يلتقي في ذلك مع السندات التقليدية والتي تصدر بفئات متساوية؛

✓ تصدر وتداول وفقاً للشروط والضوابط الشرعية حيث تخصص حصيلة الصكوك للاستثمار في مشاريع تتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية، كما أنها تقوم على أساس عقود شرعية وفقاً لصيغ التمويل الإسلامية، كالمشاركات والمضاربات وغيرها بضوابط تنظم إصدارها وتداولها؛

✓ يتحمل حامل الصك الأعباء والتبعات المترتبة على ملكيته للأصول الممثل للصك سواء كانت مصاريف استثمارية أو هبوط في القيمة؛

✓ يتنافى الضمان مع كل من المضاربة أو الوكالة أو الشراكة، فهي الصيغ التي تداربها السندات التقليدية التي يطبق فيها مبدأ الضمان، فلا يتحمل المصدر الخسارة.

وقبل أن تطرق إلى أهم الفروقات الساسية بين السندات والصكوك، لا بأس أن نتعرض أولاً عن الفرق بين الصكوك والأسهم، فهما يتشابهان من خلال أن كلاهما له قيمة اسمية، ويكون في موجودات، وكلاهما يتبع جهة معينة، قابل للتداول في سوق الأوراق المالية، لكن مقابل ذلك تختلف الصكوك عن الأسهم في كون أن حامل السهم له حق المشاركة في الجمعية العمومية للشركة والمشاركة في تعيين مجلس الإدارة، وذلك على خلاف حامل الصك فتمثله شركة التصكيك أو الجهة المصدرة للصكوك، أيضاً هناك فرق من حيث طبيعة التمويل المقدم من السهم وطبيعة التمويل المقدم من الصك

فالتمويل المقدم من السهم هو عبارة عن حصة مشاعة في رأس المال، وتكون الحصة المشاعة مستمرة في عملها، أما الصك فهو لا يعتبر حصة مشاعة في رأس المال، إنما هو بمثابة أداة تمويل، وأحياناً يسمى تمويل خارج الميزانية أيضاً السهم مستمر أما الصك فهو تمويل مؤقت (فكري، 2019).

أما عن الفرق بين السند والصك، فهما يتشابهان في نقطتين، فكلاهما يعتبر أداة تمويلية ومؤقتة، ويختلفان في أن السند يثبت حقاً في ذمة الشركة، فهو بمثابة قرض يطلق عليه في المحاسبة كلمة قرض (قرض السندات)، أما حامل الصك فله حق في موجودات معينة لدى الشركة وليس ديناً في ذمة الشركة، فإذا هلكت تلك الموجودات، فصاحب الصك يتحمل الضرر، إذا لم يكن هناك تقصير من الشركة، أيضاً صاحب السند يستحق فائدة ثانوية ثابتة، أما صاحب الصك فله عائد من الإيرادات المحققة، وقد حدد قانون الصكوك أنه لا يجوز تحديد عائد ثابت للصك، وترد السندات في نهاية مدة السند أما الصك فيحكمه عقد المضاربة وبقا لهذا العقد (فكري، 2019).

أيضاً هناك فرق بين الصكوك والوحدات الاستثمارية في صناديق الاستثمار التي تؤسسها كثير من البنوك، فكلاهما يثبت الحق في موجودات معينة، أما الفرق بينهما فالحصة في الصندوق الاستثماري غير قابلة للتداول إلا من خلال الصندوق نفسه، أما الصك فهو قابل للتداول.

وهناك خلط بين الصكوك وشركات توظيف الأموال، فالشركات التي أنشئت في مصر في فترة معينة كانت تقوم بتجميع الأموال ثم تعيد استثمارها، وكانت هذه الشركات يملكها أفراد. أما شركات الصكوك أو الشركات الصادرة للصكوك فهي وفقاً لحده القانون أن يكون 50% من رأس مالها شخصية مالية اعتبارية و25% منها مؤسسات مالية، وهذا يضمن أن تكون شركات الصكوك غير مملوكة لأفراد... فدرجة الضمان في شركات الصكوك أعلى بكثير من شركات توظيف الأموال. فضلاً عما سبق، تعتبر السندات ديون ربوية والقروض وثائق ملكية لأصل مولد لعائد أو استثمار مدر لربح، وبالتالي يمكن التمييز بين الصكوك والسندات من خلال (بن صلفيق بن عابد الشمري، 2019، صفحة 12):

✓ أن الصكوك قيمتها الاسمية ليست مضمونة على المصدر، ومن ثم لا تكون ديناً في ذمة المصدر، وذلك بخلاف السندات؛

✓ ما يدفع على الصكوك ليس فائدة مرتبة على القيمة الاسمية وإنما هي ربح مصدره النشاط الذي استخدمت فيه أموال حملة الصكوك، أو الإيراد المتولد من الأصول التي يملكونها بموجب الصكوك.

ولعل الخلط بين الصكوك الإسلامية والسندات الربوية راجع إلى: ما بينهما من شبه من ناحية أن كليهما يصدر بقيمة اسمية وأنه للصكوك عائداً متوقفاً مرتبطاً بتلك القيمة الاسمية، هذه بالإضافة إلى أن هيكل الإصدار يتضمن ترتيبات تقلل مخاطر التقلبات في ثمن الصك وتؤدي إلى استقرار المبلغ الذي يمكن لحامل الصك أن يسترده في نهاية مدته.

3.3. أنواع الصكوك:

تتعدد أنواع الصكوك بتعدد صيغ التمويل الإسلامية، كما يمكن جمع الصيغ المتنوعة مع بعضها البعض لابتكار صيغ جديدة بما لا يتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية، ويمكن تقسيم أنواع الصكوك على حسب الغرض من الإصدار إلى:

✓ صكوك الإجارة:

الإجارة عبارة عن عقد بموجبه يقوم المؤجر المالك للعين المعينة بإيجارها لطرف آخر مقابل مصروفات إيجارية محددة يتم الاتفاق عليها في عقد الإجارة، وبالتالي فإن موضوع العلاقة ليست دائنية ومديونية بين المؤجر والمستأجر، وإنما هي علاقة شراء وبيع لمنافع الأصل محل الإجارة، وتأسيساً على ذلك، فإن صكوك الإجارة عبارة عن أوراق مالية متساوية القيمة تصدر

ممثلة لقيمة العين المؤجرة تتيح لحاملها فرص الحصول على دخلال إيجار بمقدار المساهمة التي دفعها حامل الصك قياسيا على نظرائه الآخرين.

وتعتبر صكوك الإجارة أقل خطورة عند مقارنتها ببقية أدوات الملكية الأخرى كالأسهم مثلا، وذا كل أنه يمكن التنبؤ بدقة بعوائد الورقة المالية محل الإجارة وذلك لسهولة معرفة إيرادات ومصروفات العين المؤجرة، وعلى هذا تتعدد أنواع صكوك الإجارة بحسب العين المؤجرة فيمكن أن تكون مثلا في مجال صناعة الطائرات، والعقارات السكنية، والمصانع، وأنواع المنقولات المختلفة، وغيرها.

تتميز هذه الصكوك بمجموعة من الخصائص مما يجعلها أساسا مهما في السوق التمويلية الإسلامية، وبالتالي فإن توسع إنتشارها إلى مجموعة من الخصائص والمزايا أهمها(البكري، 2017):

■ أنها تتمتع بدرجة عالية من الاستقرار في السعر، وشبه الثبات في العائد، حيث يتم تحديد العائد (الأجرة) مسبقا وقت شراء الصك وفقا لعقد الإجارة، وبالتالي لا يتعرض سعر الصك لكثير من التغيرات بالقيمة السوقية، إضافة لكونها ذات مخاطر منخفضة نسبيا؛

■ تتمتع بمرونة لا تتمتع بها الصكوك الأخرى، فهي لا تقيد الجهة المصدرة لهذه الصكوك بنوع معين من الأنشطة أو المشاريع أو الاستعمالات للأموال المحصلة، وإنما يمكنها من تمويل ما تراه من الأنشطة المتاحة أمامها؛

■ أن صكوك ملكية الموجودات المؤجرة تخضع لعوامل السوق، حيث تشل هذه الصكوك ملكية أعيان (أصول عينية معمرة وأعيان استعمالية)، والأعيان تخضع في تقويم أثمانها لعوامل السوق، وبالتالي في حالة ارتفاع قيمتها السوقية . مثل حال المباني ذات المواقع المميزة . ترتفع القيمة السوقية للصك .

✓ صكوك المشاركة:

هي عبارة عن صكوك إستثمارية تمثل ملكية رأسمال المشاركة وتطرح لجميع مبلغ من المال، إذ تمثل هذه الصكوك حصة المشارك في رأسمال الشركة، وهذه الصكوك تشبه الأسهم ولكن تختلف عنها في كونها مؤقتة بمشروع معين أو مدة معينة، ولحامل الصك الحق في ملكية جزء كبير من صافي أصول الشركة وحق الريج الذي يتحقق.

تقوم فكرة صكوك المشاركة على أنه يكون رأسمالا لمضاربة مقسما إلى حصص حيث يعطي الصك لحامله لإثبات حقه وهي لا تختلف عن صكوك المقارضة إلا في تنظيم العلاقة بين جهة الإصدار الراعية للصكوك وحملة الصكوك.

وهي صكوك تعتمد بصورة أساسية على عقد المشاركة الجائز شرعا، وهي مشابهة كثير الصكوك المقارضة أو المضاربة ولكن الاختلاف الأساسي يتمثل في أن صكوك المضاربة أن المالك له من طرف أو مجموعة أطراف بينما في صكوك المشاركة نجد أن الجهة الوسيطة) التيت صدر الصكوك للمستثمرين تعتبر شريكا لمجموعة المستثمرين حملة الصكوك في وعاء الشراكة وبصورة مشابهة لما هو عليه الحال في شركة المساهمة العامة .

والمثال الواضح لها شهادات المشاركة الحكومية والمتمثلة في مشاركة الجمهور للحكومة في مؤسساتها الراجعة عبر حملهم لهذه الشهادات، وأيضا شهادات مشاركة البنك المركزي والتي تعتبر أحد أدوات إدارة السيولة عبر سياسات السوق المفتوحة ومستندة على ملكية الدولة الجزئية أو الكلية في بعض المؤسسات المصرفية الراجعة.

تتميز صكوك المشاركة بجملة من الخصائص أهمها(مكاحلية، 2014، صفحة 5):

- قليلة المخاطر الإستثمارية لأنها تستند إلى أصول إقتصادية ذات ربحية عالية وإدارة كفنة وتنوع كبير؛
- يمكن تسهيلها في أي لحظة في السوق المالي، ويمكن إستخدامها في تسوية لمعاملات المالية كوسيلة دفع مضمونة السداد؛

▪ ذات ربحية عالية مقارنة بأوجه الإستثمار الأخرى المتاحة.

✓ صكوك المضاربة:

صيغة المضاربة أو المقارضة تعني اتفاقية بين طرفين بموجها يقدم أحد الأطراف رأس المال، ويسمى رب المال بينما يقدم كالأخر على أن يتم تقسيم الأرباح الناتجة عن هذا المشروع وفقا لنسب راضي عليها الطرفين ابتداء وفي مجلسي العقد، وهي في ذلك تختلف عن الربا في كون أن العائد غير محدد سلفا كنسبة من رأس المال، وإنما نسبة من الأرباح وبالتالي فهي متغيرة وقد لا تتحقق.

وتعرف أيضا بأنها: "الوثائق الموحدة القيمة والصادرة بأسماء من يكتتبون فيها مقابل دفع القيمة المحررة بها، وذلك على أساس المشاركة في نتائج الأرباح والإيرادات المتحققة من المشروع المستثمر فيه وبحسب النسب المعلنة على الشروع المتبقية من الأرباح الصافية" ويمكن أن نميز نوعين من صكوك المضاربة كما يلي: صكوك المضاربة المقيدة طويلة الأجل وتكون مدتها من 10 سنوات إلى 20 سنة، ويتم الإتفاق فيها على نوعية المشروع الممول، كما نجد صكوك المضاربة المطلقة طويلة الأجل وبنفس الشروط السابقة ولكم لا تكون مخصصة لمشروع معين. تتميز صكوك المضاربة بـ(ردمان محمد عثمان، 2009):

▪ قابليتها للتداول في أسواق رأس المال، ويمكن إصدارها لتشمل كافة القطاعات الزراعية والخدمية والعقارية؛

▪ سهولة الرقابة عليها من الجهات المستفيدة من التمويل لإرتباطها بموجودات عينية؛

▪ يمكن عمل ترتيبات عينية لضمان هذه الصكوك من طرف ثالث وذلك لتوفير الإطمئنان للمستثمرين؛

▪ يمكن للحكومة شراء الصكوك واسترداد حصة رب المال؛

▪ يمكن إصدار هذه الصكوك لتشمل كافة القطاعات الزراعية والصناعية والخدمية والعقارية وغيرها؛

✓ صكوك المربحة:

المربحة كصيغة إسلامية تعني بيع سلعة معلومة بسعر يغطي التكاليف زائد هامش ربح يتفق عليه بين البائع والمشتري وهي تعرف بأنها: وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المربحة، وتصبح سلعة المربحة مملوكة لحملة الصكوك. حيث يصدرها التاجر أو وكيله بغرض شراء سلعة ما، ثم بيعها في الأسواق، والعائد على الصكوك يتمثل في الفارق بين سعر شراء السلعة وبيعها في الأسواق، والمشاركة هي أسلوب تمويلي تستند على القاعدة الإسلامية التي ترى أن العمل هو المصدر الوحيد للثروة إلى جانب الطبيعة، والرأس المال يمثل قيمة عمل سابق مختزن.

إن إمكانية استصدار صكوك مربحة فقط ممكنة في حالة السوق الأولي وبالذات في حالة كبر قيمة الأصل أو المشروع محل المربحة، بينما تداولها في السوق الثانوي يعتبر مخالفا للشريعة لأن بيع المربحة قد يكون مؤجلا، وبالتالي فإنه يعتبر دينا، وبيع الدين لا يجوز الفقهاء. ولكن توجد بعض الآراء الفقهية التي تجوز تداول صكوك المربحة ولكن ضمن وعاء غالبية من الأصول الأخرى، كتعاقدات الإجارة أو المشاركة أو المقارضة مثلا (مجيطنة، 2020، صفحة 42).

ومعنى ذلك، أن صكوك المربحة عملية بيع سلعة بثمنها الذي قامت به مع زيادة ربح معلوم، يتم التعامل بهذه الصكوك في السوق الأولية وخاصة في حالة كبر قيمة الأصل أو المشروع محل المربحة، بينما تداولها في السوق الثانوية يعتبر مخالفا للشريعة لأن بيع المربحة قد يكون مؤجلا، وبالتالي فهو يعتبر دينا - وبيع الدين لا يجيزه الفقهاء-، ولكن توجد بعض الآراء الفقهية التي تجوز تداول المربحة ولكن ضمن وعاء غالبية من الأصول الأخرى، كتعاقدات الإجارة المشاركة أو المقارضة مثلا.

تتميز صكوك المربحة بقدرتها على إشباع حاجات الأفراد من السلع وغيرها من الحاجيات، كذلك تساهم في فتح مجالات ملائمة للإستثمار وتحقيق عوائد مجزية للمستثمرين، تعمل على تنشيط التجارة الداخلية على أساس شرعي (سليمان و محسن، 2011).

✓ **صكوك السلم:** عرفتها المعايير الشرعية الصادرة عن (AAOIFI) بأنها: وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها؛ لتحصيل رأس مال السلم، وتصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك، ويكون بتقديم كامل قيمة السلعة المتفق عليها حال لاستلامها مستقبلا. وفقا لوقت ومواصفات متفق عليها.

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 للمشتري والبائع، وهناك ما يسمى بالسلم الموازي، وهو اتفاق المشتري مع جهة أخرى على بيعها المنتج المتفق عليه في اتفاقية السلم الأول (سليمان و محسن، 2011).

تتمتع صكوك السلم ببيع سلعة مؤجلة التسليم بثمن معجل، والسلعة المعجلة التسليم هي من فئة الديون العينية لأنها موضوفة تثبت في الذمة: لا يزال في ذمة البائع، لذلك تعتبر هذه الصكوك غير قابلة للبيع أو التداول في حالة إصدار الصك من قبل أحد الطرفين: البائع أو المشتري، فهي تعتبر من بين الإستثمارات المحتفظ بها حتى تاريخ الإستحقاق، وتطرح لجمع مبلغ معين وتسليمه إلى مورد لشراء سلعة منه تسلم بعد مدة.

✓ **صكوك الإستصناع:** تشبه هذه الصكوك صكوك السلم، فهي تمثل بيع سلعة مؤجلة التسليم بثمن معجل، إلا أنه يجوز تأجيل ثمنها، والبيع في الحالتين لا يزال في ذمة البائع بالسلم لذلك تعتبر هذه الصكوك غير قابلة للبيع أو التداول في حالة إصدار الصك من قبل أحد الطرفين: البائع أو المشتري، وتطرح هذه العقود لجمع مبلغ لإنشاء مبنى أو صناعة آلة مطلوبة من مؤسسة معينة بمبلغ يزيد عن المبلغ اللازم لصناعتها.

وتعرف صكوك الإستصناع بأنها: وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة، ويصبح المصنوع مملوكا لحملة الصكوك. حيث يحصل الصانع أو المتعهد أو وكيل أي منهما على قيمة الصكوك، ثم يباشر تصنيع المنتج بحسب المواصفات، ويقوم بتسليمها خلال المدة المتفق عليها، ويمكن للمتعهد أن يتفق مع الصانع على صيغة تمويلية مختلفة مثل الدفع بالأقساط، ويصبح حاملو الصكوك هم ملاك المنتج المصنوع (البكري، 2017).

وينطبق الاستصناع على تشييد المباني وبناء السفن والطائرات والجسور والطرق ومحطات توليد الطاقة الكهربائية والماء وغيرها. وفقا لمواصفات محددة في العقد وتاريخ للاستلام وقيمة محددة يتم الاتفاق حولها، ويمكن توليف صيغ أخرى معها للاستجابة لمتطلبات العمل والتمويل. وهي من الصيغ الأكثر تداولاً في عالم الصكوك.

وهناك ما يسمى بالاستصناع الموازي، وهو تعاقد المتعهد مع جهة ما لاستصناع سلعة لها، ثم يقوم المتعهد بالتعاقد مع جهة أخرى لتقوم تلك الجهة بتصنيع المنتج المطلوب له، ليقوم بتقديمه إلى طالب السلعة في الوقت المطلوب.

3-4- أهمية الصكوك كوسيلة تمويلية بديلة:

تكمن الحاجة الاقتصادية والمالية لإصدار الصكوك في كونها تساعد على زيادة معدلات الادخار القومي من خلال قدرتها على تعبئة المدخرات خاصة لدى صغار المدخرين، فهي تعتبر بديل آخر لتوفير متطلبات السيولة لدى قطاع كبير من المستثمرين سواء لمشاريع قائمة أو مشروعات جديدة بدون أن يكون ملتزم برد أصل المبلغ وأرباحه بغض النظر عن نتيجة

الأعمال، كذلك تساعد الدولة في الحد من عجز الموازنة من خلال توفير التمويل اللازم للمشروعات التنموية والاستثمارية (الدسوقي و بدر، 2018).

فضلا عن ذلك، تعتبر الصكوك وسيلة تمويلية ناجعة، فقد أصبحت من أهم منتجات الصناعة المالية الإسلامية حتى أنها أصبحت محل اهتمام المؤسسات الإسلامية وغير الإسلامية وأصبحت تمثل واقعا ملموسا في الساحة الاقتصادية العالمية وذلك لقدرتها على توفير التمويل اللازم للمشروعات الاستثمارية، ولأهمية الصكوك الإسلامية كأداة تمويلية واستثمارية جيدة اهتمت بها العديد من الدول بفضل قدرتها على تجميع المدخرات والتي تساهم من خلالها في تحقيق التنمية الاقتصادية وبشكل عام يمكن توضيح ذلك كما يلي (فكري، 2019):

تقوم الصكوك بتجميع المدخرات خاصة وأنها تستهدف عدة شرائح لعل أهمها المؤسسات المالية وخاصة البنوك الإسلامية لأن لديها فائض سيولة مرتفع، وتحتاج إلى استثمار ذلك الفائض وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية، ولذلك الصكوك مناسبة جدا للبنوك الإسلامية لاستثمار فائض السيولة لديها، والجانب الآخر أنه عندما تنتشر فكرة الصكوك الإسلامية بين المواطنين ويتم التعامل من خلالها فسوف تجذب الأشخاص الطبيعيين مهما كان حجم مدخراتهم.

فالمواطنون أقبلوا من قبل على شركات توظيف الأموال ووضعوا أموالهم فيها، وضاعت معظم هذه الأموال، ولكن الأمر في الصكوك مختلف لأن الصكوك لها ضمانات قوية جدا والاستثمار فيها لا يؤدي إلى إضاعة حقوق الناس، ومن هنا فالصكوك من المتوقع أن تجذب صغار المدخرين فهم يحتاجون إلى ضمانات لحماية أموالهم، واستثمار وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية.. والصكوك توفر الأمرين معا، من جهة أخرى، تعتبر الصكوك أداة تمويلية مهمة تساعد على التنمية الاقتصادية، حيث لا يمكن وجود تنمية حقيقية دون وجود تمويل جيد، والصكوك تدعم الاستثمار الحقيقي، وهناك فرق بين الاستثمارات المالية والاستثمارات الحقيقية، وللصكوك دور كبير في تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة خاصة وأنها تواجه في كثير من الأحيان مشكلات وعقبات، والحل في التمويل الإسلامي الذي يوفر استثمارا حقيقيا للمجتمع، هذا وتحد الصكوك بشكل غير مباشر من العجز في الموازنة العامة للدولة، حيث توفر الدعم للمشروعات التي كانت تمول من موازنة الدولة مما يوفر مبالغ كبيرة لخزينة الدولة توجهه للاستفادة في مجالات أخرى، كما توفر الصكوك فرصة للعاملين في الخارج، وهم شريحة مهمة وداعمة للإقتصاديات، وتستهدف الصكوك جزءا كبيرا من هذه الأموال لاستثمارها في مشروعات من خلال الصكوك خاصة تلك الشريحة التي تحرص على التعامل وفقا لأحكام الشريعة، وفي ذات السياق، وازدادت أهمية إصدار الصكوك الإسلامية نتيجة العديد من العوامل (الصكوك الإسلامية، أنواعها ومخاطرها، 2013) (منصور، 2009، صفحة 10):

✓ إتاحة الفرصة أمام البنوك المركزية لاستخدام الصكوك الإسلامية ضمن أطر السياسة النقدية وفقا للمنظور الإسلامي بما يساهم في امتصاص السيولة، ومن ثم خفض معدلات التضخم، وإتاحة الفرصة أمام المؤسسات المالية الإسلامية لإدارة السيولة الفائضة لديها؛

✓ تلي الصكوك احتياجات الدولة في تمويل مشاريع البنية التحتية تنمية بدل الاعتماد على سندات الخزينة والدين العام؛
 ✓ تساعد الصكوك في تحسين ربحية المؤسسات المالية والشركات ومراكزها المالية، وذلك لأن عمليات إصدار الصكوك الإسلامية تعتبر عمليات خارج الميزانية ولا تحتاج لتكلفة كبيرة في تمويلها وإدارتها؛
 ✓ الصكوك أداة تساعد على الشفافية وتحسين بنيتها المعلومات في السوق لأنها تتطلب العديد من الإجراءات ودخول العديد من المؤسسات في عملية الإقراض مما يوفر المزيد من المعلومات في السوق؛

- ✓ المساهمة في جمع رأسمال لتمويل إنشاء مشروع استثماري من خلال تعبئة موارده من المستثمرين وذلك من خلال طرح صكوك وفق مختلف صيغ التمويل الإسلامية في أسواق المال لتكون حصيلة الاكتتاب في رأس مال المشروع؛
- ✓ تساهم في الحصول على السيولة اللازمة لتوسيع قاعدة المشاريع وتطويرها، وهو الإجراء الذي يتم موجه تحويل الأصول المالية للحكومات والشركات إلى وحدات تتمثل في الصكوك الإسلامية، ومن ثم عرضها في السوق لجذب المدخرات لتمويل المشاريع الاستثمارية طويلة الأجل؛
- ✓ تعمل الصكوك على تحسين القدرة الائتمانية والهيكل التمويلي للمؤسسات المصدرة للصكوك من حيث أنها تتطلب التصنيف الائتماني لعمل الصكوك على تحسين القدرة الائتمانية والهيكل التمويلي للمؤسسات المصدرة للصكوك من حيث أنها تتطلب التصنيف الائتماني للمحافظة بصورة مستقلة عن المؤسسة ذاتها ومن ثم يكون تصنيفها الائتماني مرتفعا؛
- ✓ التمويل بالصكوك لا يؤثر في الحد الائتماني للشركة في البنوك، حيث إن كثيرا من الشركات العملاقة تكون قد استوفت حدها الائتماني لدى كثير من البنوك المحلية، بل والإقليمية، مما يجعل مهمة الحصول على تمويل من الصعوبة بمكان وعليه فإن حصول الشركة على تمويل عبر الصكوك يفتح لها أبوابا ائتمانية جديدة، لكن، وبالرغم من الأهمية التي تحظى بها الصكوك، إلا أنها قد تواجهها بعض المشاكل خاصة إذا ما أرادت بعض الحكومات بيع ممتلكات عامة عن طريق الصكوك، حيث تواجه عدم جواز بيع المال العام، ولذلك لجأت العديد من الحكومات إلى ما يسمى بـ "بيع حق الانتفاع" لفترة محددة، ثم يعود الأصل إلى ملكية الدولة، وقد لجأت بعض الدول ومنها ماليزيا إلى عمل "صكوك مدعومة بأصول"، حيث تكون الأصول بمثابة الرهن (العوضي، 2019).

5.3. المخاطر المرتبطة بالتعامل بالصكوك:

- على الرغم من كل ما تم تقديمه من مفاهيم حول الصكوك والخصائص التي تتميز بها والأهمية التي تحظى بها كوسيلة تمويلية بديلة وفعالة، إلا أنه لا يخلو التعامل بها من بعض المخاطر، لكونها تمثل موجودات تحتوي على مزيج من النقود والديون والأعيان والمنافع، ونظرا لآليات إصدارها القائمة على صيغ التمويل الإسلامية، فإنها تتعرض للمخاطر التي تتعرض لها المشروعات الاستثمارية الإسلامية، ومن خلال النظر إلى مصادر المخاطر بصفة عامة نجد أن الصكوك الإسلامية تتعرض للعديد من المخاطر الكلية، والتي يتمثل مصدرها الأساسي في (الصكوك الإسلامية، أنواعها ومخاطرها، 2013):
- ✓ نقص الشفافية في بعض الإصدارات، مما دفع العديد من مؤسسات الإصدار إلى الحصول على تقييم ائتماني من مؤسسات التقييم العالمية، وذلك لتقليل المخاطر والخوف للاكتتاب في بعض الإصدارات؛
 - ✓ عدم وجود سوق ثانوية، وهو ما يجعل تداول هذه الصكوك بين مجموعة محدودة من المؤسسات المالية وبعض الشركات والأفراد، وهناك مجموعة من الأسباب تؤدي إلى عدم وجود سوق ثانوية لهذه الصكوك منها: قلة عدد الصكوك المطروحة، وكذلك رغبة حائزي الصكوك في الاحتفاظ بها باعتبارها تدر عائدا مضمونا، وعدم وجود بديل لها في السوق؛
 - ✓ ترح هذه النوعية من المخاطر إلى عدم وفاء العميل بالتزاماته التعاقدية كاملة وفي مواعيدها، ومصدر هذه المخاطر قد يكون نتيجة سوء اختيار العميل، سواء بعدم وفائه بالتزاماته العمل المسند إليها بالنسبة لاستثمارات صكوك المشاركة والمضاربة...، أو عدم رغبته في استلام السلعة المشتراة ورجوعه (عن وعده في حالة اعتبار الوعد غير ملزم) في استثمارات صكوك المرابحة؛

- ✓ مخاطر عدم كفاءة العميل أو إلى سوء سمعته وعدم رغبته في السداد، أو إلى عدم قدرته على السداد، وهذا كله يقع في الأساس على عاتق المنشأة مصدرة الصكوك والمانحة الائتمان للعميل، ويؤثر سلباً على عوائدها، لذا فإن هذه المخاطر تدخل ضمن المخاطر الخاصة؛
- ✓ مخاطر السوق والتي تندرج تحت المخاطر العامة حيث ترجع لاتجاهات الصعود والنزول التي تطرأ على الأسواق لعوامل اقتصادية أو اجتماعية أو سياسية، سواء أكانت أسواق الأصول الحقيقية، أو الأسواق المالية والتي تتكون بدورها من أسواق النقد، وأسواق رأس المال؛
- ✓ مخاطر سوق الأصول الحقيقية وهذه المخاطر مرتبطة بطبيعة الصكوك الإسلامية من حيث كونها تمثل حصة شائعة في ملكية أصول، ونظراً لأن الأصول الحقيقية من سلع وخدمات تباع في الأسواق، فإنها قد تتعرض للنقص في قيمتها بفعل عوامل العرض والطلب، أو السياسات الاقتصادية الحكومية وغيرها من عوامل السوق؛
- ✓ مخاطر سعر الصرف والتي تنشأ في سوق النقد نتيجة لتقلبات سعر صرف العملات في المعاملات الآجلة. ففي حالة شراء سلع بعملة أجنبية وانخفاض سعر تلك العملة فإن ذلك يترتب عليه خسائر بمقدار انخفاض سعر العملة الأجنبية مقابل العملات الأخرى، كما أن مخاطر سعر الصرف تظهر أيضاً عند إصدار الصكوك بعملة معينة واستثمار حصيلتها بعملة أخرى، أو إذا كانت المنشأة المصدرة للصكوك تحتفظ بمواقع مفتوحة تجاه بعض العملات الأجنبية أو التزامات الدفع خاصة في عمليات المراجعات والتجارة الدولية؛
- ✓ مخاطر سعر الفائدة وتنشأ نتيجة للتغيرات في مستوى أسعار الفائدة في السوق بصفة عامة، وهي تصيب كافة الاستثمارات بغض النظر عن طبيعة وظروف الاستثمار ذاته، وكقاعدة عامة فإنه مع بقاء العوامل الأخرى على حالها كلما ارتفعت مستويات أسعار الفائدة في السوق، انخفضت القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة والعكس صحيح وهو ما يؤثر على معدل العائد على الاستثمار؛
- ✓ والصكوك الإسلامية وإن كان لا مجال لسعر الفائدة في التعامل بها، أو في أنشطتها ومجالات استثماراتها، إلا أنها قد تتأثر بسعر الفائدة إذا اتخذته سعراً مرجعياً في التمويل بالمراجحة؛
- ✓ مخاطر أسعار الأوراق المالية: وتنشأ نتيجة لتقلبات أسعار الأوراق المالية في أسواق رأس المال سواء كانت هذه التقلبات بفعل عوامل حقيقية، أو عوامل مصطنعة وغير أخلاقية كالإشاعات والاحتيال والمقامرة وعمليات الإحراج والبيع والشراء الصوري ونحو ذلك، وهو ما يؤثر على القيمة السوقية للصكوك الإسلامية P
- ✓ مخاطر التضخم: وتنشأ نتيجة لانخفاض القوة الشرائية للنقود بارتفاع الأسعار، وهو ما يعني تعرض الأموال المستثمرة لانخفاض في قيمتها الحقيقية. والصكوك الإسلامية باعتبارها ذات عائد متغير، وذات مكونات من نقود وديون وأعيان ومنافع فإن تأثرها بالتضخم يرتبط طردياً بزيادة مكوناتها من النقود والديون؛
- ✓ مخاطر التشغيل وتنشأ نتيجة أخطاء بشرية أو فنية أو حوادث، وتندرج هذه المخاطر تحت المخاطر العامة إذا كانت بفعل عوامل خارجية كالحوادث الطبيعية، وهي ترتبط بالمخاطر تحت المخاطر الخاصة إذا كانت بفعل عوامل داخلية، أو من خلال صورية أو ضعف الرقابة الشرعية مما يؤثر سلباً في ثقة المتعاملين، وسمعة المنشأة لديهم، وهو الأمر الذي من شأنه أن يترك آثاراً على القيمة السوقية للصكوك الإسلامية.

4. خاتمة: يتم التعامل على مستوى النظام المالي من خلال تداول مجموعة متنوعة ومختلفة من المنتجات المالية مثل السندات، حيث يرتبط التدول عليها حسب درجة سيولتها وأجال إستحقاقها والعائد المنتظر من خلال تداولها، بالإضافة إلى

الخطر وعدم التأكد المرتبط بها واللذان يعتبران كمحدد أساسي لقيمة الأصل المالي، حيث تمثل السندات الجزء الأكبر من الأوراق المتداولة في أسواق الدول المتقدمة، لكن ونتيجة للتطورات التي شهدتها الساحة المالية تم إستحداث نوع جديد من المنتجات المالية تلتزم بمبادئ الشريعة الإسلامية الأساسية، والتي تتمثل في الصكوك بأنواعها المختلفة والتي تهدف إلى تحسين إدارة رأس المال كما أنها تسعى إلى تحقيق أهداف تسمح لها بالوصول إلى مستوى أعلى كفاءة خاصة وأنها توفر للمستثمرين درجة عالية من الثقة وتوجيهها للأموال المجنّدة من خلال إصدار الصكوك إلى الاستثمار في أصول ومشاريع معلومة، ومن بين التوصيات التي يمكن تقديمها في هذا الإطار: ضرورة تبني السلطات المالية والنقدية لسياسات اقتصادية وضوابط استقرار مالية ونقدية فاعلة تتمشى مع المرونة المتزايدة للمؤسسات المالية من أجل إيجاد صيغة ملائمة يمكن من خلالها للبنوك والمؤسسات المالية على ابتكار أعمال وتدابير أكثر نجاعة تتماشى ومبادئ الشريعة الإسلامية لتشجيع تمويل المشروعات.

5. قائمة المراجع:

1. بن صلفيق بن عابد الشمري ر.ع. (2019). الصكوك التمويلية في الشركات المساهمة **Récupéré sur** المجلة العربية للنشر العلمي : <https://fac.ksu.edu.sa/aalhmoud/publication/120237>
2. خريوش ح ،أرشيد ر، وجودة م. (2010). الأسواق المالية- مفاهيم وتطبيقات .- عمان: دار زهران للنشر والتوزيع.
3. البكري ه. (2017). تعريف مفهوم الصكوك الإسلامية **Récupéré sur** الموضوع <https://mawdoo3.com>
4. الدسوقي أ، وبدر س. (2018). مفاهيم وآليات تطبيق الصكوك **Récupéré sur** المال نيوز <https://almalnews.com>
5. الصكوك الإسلامية، أنواعها ومخاطرها **Récupéré sur** https://old.egyptwindow.net/ar_print.aspx?print_ID (2013).
6. العوضي ر. (2019). الصكوك ..مطلب تنموي ووسيلة ناجحة للإستثمار **Récupéré sur** الإقتصاد الإسلامي : <https://www.aliqtisadislami.net>
7. بيكت م. (2006). كيف تعمل البورصة- دليل المستثمر الصغير .- مصر: دار الفاروق.
8. حنفي ر، وقرياقص ر. (2004). الأسواق والمؤسسات المالية (بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين، شركات الاستثمار. (مصر: دار الجامعة.
9. ردمان محمد عثمان ر.ع. (2009). الصكوك الإسلامية وإدارة السيولة. المؤتمر الرابع للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية. سوريا.
10. سليمان بن ، ومحسن ر.ع. (2011). تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالصيغ المصرفية الإسلامية. الملتقى الدولي الأول حول الإقتصاد الإسلامي الوقع ورهانات المستقبل. الجزائر: جامعة غرداية.
11. شحاتة ح. (2019). الصكوك الإسلامية مفهومها ومزاياها وضوابطها الشرعية **Récupéré sur** دار المشورة <http://www.darelmashora.com/>
12. عبد المقصود بن. (2019). الصكوك ..مطلب تنموي ووسيلة ناجحة للإستثمار **Récupéré sur** الإقتصاد الإسلامي : <https://www.aliqtisadislami.net>
13. فكري ر.ع. (2019). الصكوك ..مطلب تنموي ووسيلة ناجحة للإستثمار **Récupéré sur** الإقتصاد الإسلامي <https://www.aliqtisadislami.net>
14. مجيطنة م. (2020). محاضرات في الهندسة المالية. الجزائر، مطبوعة مقدمة لطلبة السنة الثانية ماستر، قسم علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الإقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير: جامعة الجزائر.3
15. مكاحلية م. (2014). منتجات الهندسة المالية الإسلامية كمنهج بديل لتحقيق التنمية من منظور إسلامي -إضاءة على التجربة الماليزية -. ملتقى صفاقس الدولي حول المالية الإسلامية. صفاقس، تونس.
16. منصور ر.ع. (2009). العمل بالصكوك الاستثمارية على المستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جديدة. مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول. دبي: دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري.
17. نوري م ،نور م ،صافي م ،وظاهر الرامياني، إ&، سمير ذيب م. (2009). المؤسسات المالية المحلية والدولية. عمان: دار المسيرة للنشر والتوزيع.
18. Jaque, P. (2003). *bourse et marché financier*. Paris: édition dunod