بسم الله الرحمن الرحيم

التمويل بالصكوك الإسلامية: المقومات واستراتيجيات التنفيذ

ورقة عمل

إعداد/ د. علي شيخون

تقدمة

تعتبر عملية التمويل بالصكوك أحد أدوات التمويل المطروحة بقوة في الاقتصاديات المعاصرة، حيث بلغت قيمة إصدارات الصكوك الإسلامية عالميا حوالي 155.8 مليار دولار عام 2022 وفق وكالة "ستاندرد آند بورز" للتصنيف الإئتماني، ورفعت توقعاتها لعام 2023 إلى مبلغ 174 مليار دولار، حيث بلغ إصدار الصكوك في النصف الأول من العام الحالي، إلى 83.2 مليار دولار، وتتسابق الدول بمختلف توجهاتها الأيدلوجية في إصدار الصكوك باعتبارها أحد الحلول الناجعة لكثير من المشكلات الاقتصادية، فهل تكون فعلا حلا لمشكلات عميقة ومتجذرة ومتنوعة ما بين عجز الموازنة العامة للدولة، وتفحل البطالة، وتغول التضخم، وغيرها من المشكلات في اقتصادات نامية مثل الاقتصاد المصري؟ وهل من مقومات أساية لنجاح فكرة التمويل بالصكوك ؟ وهل يمكن اعتماد استراتيجيات تناسب البيئة المصرية؟

وتهدف الورقة بالأساس إلى بيان مقومات نجاح عمليات التمويل بالصكوك والاستراتيجيات المناسبة للشأن المصري، متضمنة الإطار المفاهيمي للتمويل بالصكوك، وستكون الورقة عبارة عن خطوط عريضة تتطلب تفصيلا لاحقا بعون الله.

أولا: الفكرة والمفهوم ([1])

تقوم فكرة الصكوك على مشاركة عدد من الممولين في تمويل مشروع أو عملية استثمارية بصكوك عبارة وثائق (شهادات) متساوية القيمة كل وثيقة تمثل حصة شائعة في ملكية موجودات وأصول مشروع أو شركة أو منافع لأصول مثل إيجارات العقارت وغيرها، أوخدمات مثل خدمات الاتصالات أو الانتقالات أو التعليم أو غيره، يتم إصدراها بمعرفة المالك للأصول أو الخدمات أو المنافع، أو من خلال وسيط متخصص ، بغرض بيعها وتحصيل ثمنها من حصيلة الاكتتاب فيها، وبعد الاكتتاب يصبح الأصل أو المنفعة أو الخدمة مملوكة لحملة الصكوك.

ويتم إصدار هذه الصكوك بعقد شرعيّ ملزم، ويصبح لحامل الصك الحق في التداول وفي كل ما يتعلق بالمعاملات المالية من أحكام.

وتصدر الصكوك بآجال قصيرة، أو متوسطة، أو طويلة بالضوابط الشرعية، وقد تصدر دون تحديد أجل، وذلك بحسب طبيعة العقد الذي تصدر الصكوك على أساسه.

ثانيا: الفرق بين الصكوك والأسهم

وتتفق الصكوك والأسهم في أن كل منهما فئات متساوية القيمة تمثل حصة شائعة في ملكية موجودات أو منافع أو خدمات، ويخضع كل منهما لقاعدة الغنم بالغرم، ولكن تختلف الصكوك عن الأسهم في أن الصكوك قد تصدر بمدد محددة أوغير محددة، بينما الأسهم تصدر بمدد غير محددة، كما أن مالك السهم له الحق في المشاركة في الإدارة، أما مالك الصك فقد لا

[1] - يرجع إلى: - د . علي محيى الدين القره داغي، الصكوك الإسلامية وتطبيقاتها المعاصرة –دراسة فقهية اقتصادية تطبيقية، الدورة ال 19 لمجمع الفقه الإسلامي الدولي – د. معبد الجارحي وعبد الظيم أبو زيد، الصكوك قضايا فقهية واقتصادية، الدورة ال 19 لمجمع الفقه الإسلامي الدولي - د. عبد الكريم قندوز، الصكوك: الإطار النظري والتطبيقي، معهد التدريب وبناء القدرات ، صندوق النقد العربي ، 2022- عبد اللطيف جناحي، البدائل الشرعية للسندات التقليدية، ورقة بحثية غير منشورة .

يكون له حق المشاركة في الإدارة حسب نوع الصك، أو قد تتولى جهة خاصة إدارة الصكوك، بينما يتولى مجلس إدارة منتخب من الجمعية العمومية للمساهمين إدارة المشروع أو الشركة أو الاستثمار.

ثالثا: خصائص الصكوك ([2])

1. أنها وثائق تصدر باسم مالكها أو لحاملها، بفئات متساوية القيمة لإثبات حق مالكها فيما تمثله من حقوق والتزامات مالية.

2. أنها تمثل حصة شائعة في ملكية موجودات مخصصة للاستثمار أعياناً أو منافع أو خدمات أو خليطاً منها، وفي الحقوق المعنوية والديون والنقود، ولا تمثل ديناً في ذمة مصدرها لحاملها.

3. أنها تصدر على أساس عقد شرعي؛ بضوابط شرعية تنظم إصدارها وتداولها.

4. أن تداولها يخضع لشروط تداول ما تمثله الصكوك حسب نوعها.

5. أن مالكيها يشاركون في مغانمها (أرباحها) بحسب الاتفاق المبين في نشرة الإصدار، ويتحملون مغارمها (خسائرها) بنسبة ما يملكه كل منهم من صكوك.

رابعا: الضوابط الشرعية للصكوك([3])

للصكوك ضوابط شرعية للإصدار وأخرى للتداول وثالثة للإطفاء، وبيانها كما يلي:

أ- **ضوابط الإصدار:** وتتمثل فيما يلي:

1. أن يكون الإصدار على أساس عقد من عقود الاستثمار الشرعية.
2. أن يكون عقد الصك مستوفيا لأركانه الشرعية، وألا يحتوي على شرط يخالف أحكامه أو مقتضاه.
3. يضبط الصكوك قاعدتي الغنم بالغرم، والخراج بالضمان، ولا تثبت ملكية الأرباح الموزعة الدورية في الفترة تحت الحساب إلا بعد سلامة رأس المال وفقاً لقاعدة الربح وقاية لرأس المال في صيغ المشاركات.
4. أن تتضمن نشرة الإصدار شروط التعاقد تحديد العقد الذي تصدر الصكوك على أساسه، يجب ألا تشتمل النشرة على أي نص يضمن به مصدر الصك لمالكه قيمة الصك الاسمية في غير حالات التعدي أو التقصير، ولا قدرا معينا من الربح، ويجب أن تشتمل على البيانات الكافية عن المشاركين في الإصدار (وكيل الإصدار، مدير الإصدار، منظم الإصدار، أمين الاستثمار، متعهد التغطية، وكيل الدفع وغيرهم)، وصفاتهم الشرعية وحقوقهم وواجباتهم.
5. يجوز تصكيك الموجودات من الأعيان والمنافع والخدمات، وذلك بتقسيمها إلى حصص متساوية وإصدار صكوك بقيمتها، أما الديون فى الذمم فلا يجوز تصكيكها لغرض تداولها.
6. يجوز أن ينظم مصدر الصكوك أو حملة الصكوك طريقة مشروعة للتحوط من المخاطر، أو للتخفيف من تقلبات العوائد الموزعة، مثل إنشاء صندوق تأمين إسلامي بمساهمات من حملة الصكوك، أو الاشتراك في تأمين إسلامي تكافلي بأقساط تدفع من حصة حملة الصكوك في العائد أو من تبرعات حملة الصكوك.

ب- **ضوابط تداول الصكوك**، وتتمثل فيما يلي:

---

[2] - يرجع إلى عدة أبحاث خاصة بالصكوك بمجلة دراسات في المالية الإسلامية و التنمية، ع1 ، ج 2، يونيو 2021

[3] - يرجع إلى المعيار الشرعي رقم (17) "صكوك الاستثمار"، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية.

1. يجب مراعاة أحكام البيع لكل نوع من الصكوك حسب صيغة العقد المصدر به الصك، وحسب ما تمثله الصكوك من أصول أو منافع أو ديون أوغيرها.
2. لا يجوز تداول الصكوك قبل بدء النشاط المستندة إليه إلا بمراعاة عقود الصرف والديون.
3. يتم تداول الصكوك في سوق الأوراق المالية أو بأي وسيلة بديلة مناسبة وفق الضوابط الشرعية، ويتم تقويم الصك عند التداول عن طريق المساومة والتراضي بين البائع والمشتري.
4. يجوز تداول الصكوك بأي طريقة متعارف عليها فيما لا يخالف الشرع، مثل القيد في السجلالات، أو الوسائل الإلكترونية، أو المناولة إذا كانت لحاملها.

ج- **ضوابط الإطفاء**، وتتمثل فيما يلي:

1. يتم إطفاء الصكوك وفق شروط نشرة الإصدار.
2. يجبب مراعاة ضوابط البيع حسب عقد الاستثمار التي صدرت الصكوك به، فما يجوز لصكوك المشاركات لا يجوز لصكوك المداينات،و مايجوز لهما قد لا يجوز لصكوك المنافع.
3. عدم جواز شراء الجهة المصدرة الصكوك بقيمتها الإسمية، ويجوز بالقيمة السوقية.

خامسا: أنواع الصكوك (هيكل الصكوك)

يمكن تقسيم الصكوك من حيث صيغ الإصدار، ومن حيث الاستخدام ، ومن حيث جهة الإصدار، كما يلي:

1- **من حيث صيغ الإصدار:** تصدر الصكوك وفق صيغ التمويل الإسلامية متمثلة فيما يلي:

أ- **عقود المشاركات**، وأهمها:

1. **صكوك المضاربة**

تصدر على أساس عقد مضاربة وتستخدم حصيلة إصدارها في تمويل نشاط اقتصادي أو مشروع محدد تديره الجهة المستفيد، يُمثِّل الصك حصة شائعة في ملكية موجودات المضاربة، ويتم توزيع عائد الصكوك من الأرباح التي يحققها النشاط أو المشروع وفق النسبة المحددة في العقد، ورد قيمتها الإسمية في نهاية أجلها من النشاط أو المشروع، وصكوك المضاربة قابلة للتداول.

2. **صكوك المشاركة**

تصدر على أساس عقد مشاركة، وتُستخدَم حصيلة إصدارها في تمويل إنشاء مشروع أو تطوير مشروع قائم أو تمويل نشاط على أساس المشاركة، ويُمثِّل الصك حصة شائعة في ملكية موجودات المشاركة، ويستحق مالكو الصكوك حصة من أرباح المشاركة بنسبة ما يملكه كل منهم من صكوك، وصكوك المشاركة قابلة للتداول.

3. **صكوك المزارعة والمساقاة والمغارسة** : وتحمل هذه صكوك قيما متساوية يصدرها مالك الأرض الزراعية بغرض تمويل تكاليف الزراعية بموجب أحد العقود الثلاثة ويتشارك حملتها في المحاصيل المنتجة بحسب الاتفاق المذكور في العقد.

ب- عقود المداينات، وأهمها:

1. **صكوك المرابحة**

تصدر على أساس عقد المرابحة، وتُستخدَم حصيلة إصدارها لتمويل شراء بضاعة المرابحة لبيعها للواعد بشرائها بعد تملكها وقبضها، ويمثل الصك حصة شائعة في ملكية هذه البضاعة بعد شرائها وقبل بيعها وتسليمها لمشتريها، وفي ثمنها بعد بيعها للواعد بشرائها، وعائد هذه الصكوك هو الفرق بين ثمن شراء بضاعة المرابحة وثمن بيعها للواعد بشرائها، وصكوك المرابحة غير قابلة للتداول.

2. **صكوك السلم** :تمثل ملكية شائعة في رأس مال السلم لتمويل شراء سلع يتم استلامها في المستقبل ثم تسوق على العملاء، ويكون العائد على الصكوك هو الربح الناتج عن البيع، ولا يتم تداول هذه الصكوك إلا بعد أن يتحول رأس المال إلى سلع، وذلك بعد استلامها وقبل بيعها، وتمثل الصكوك حينها ملكية شائعة في هذه السلع.

3. **صكوك الإجارة**

تصدر على أساس عقد إجارة موجودات أو خدمات بقصد إعادة تملكها، وتستخدم حصيلة إصدارها في تمويل شراء الموجودات أو الخدمات لإعادة تأجيرها لمتلقيها بقصد تمليكها لهم بعد سداد ثمنها، ويمثل الصك حصة شائعة في ملكية الموجودات أو الخدمات، وعائد هذه الصكوك هو الفرق بين ثمن شراء الموجودات أو الخدمات وثمن بيعها، وصكوك الإجارة قابلة للتداول.

4. **صكوك الاستصناع**

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة، ويصبح المصنوع مملوكًا لحملة الصكوك.

صكوك أخرى مستجدة حسب عقود حديثة منضبطة بقواعد الشريعة الإسلامية

ج- صكوك ملكية المنافع، وأهمها:

1. **صكوك ملكية منافع الأعيان الموجودة**، وهي نوعان:

النوع الأول: وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين موجودة بنفسه أو عن طريق وسيط مالي؛ بغرض إجارة منافعها واستيفاء أجرتها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك.

النوع الثاني: وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك منفعة عين موجودة (مستأجرة) بنفسه أو عن طريق وسيط مالي؛ بغرض إعادة إجارتها، واستيفاء أجرتها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك.

2. **صكوك منافع الأعيان الموصوفة في الذمة:** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض إجارة موصوفة في الذمة، كسيارات ذات مواصفات محددة، واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين الموصوفة في الذمة مملوكة لحملة الصكوك.

3. **صكوك ملكية الخدمات من طرف معيّن:** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض تقديم الخدمة من طرف معيّن، كمنفعة التعليم من جامعة مسماة (الخدمات الجامعية)، واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح تلك الخدمات مملوكة لحملة الصكوك.

4. **صكوك ملكية الخدمات من طرف موصوف في الذمة:** هي وثائق يتم إصدارها بغرض تقديم الخدمة من مصدر موصوف في الذمة، كمنفعة التعليم من جامعة يتم تحديد مواصفاتها دون تسميتها، واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها. وتصبح تلك الخدمات مملوكة لحملة الصكوك. وهذه حالة نادرة.

2- أنواع الصكوك من حيث الاستخدام:

يمكن أن تصدر الصكوك للاستخدام في تمويل الاستثمار بشكل عام وتمويل الاستثمار في التنميو المستدامة

أ- إصدار الصكوك للاستثمار بشكل عام: ويتم ذلك في كل أنواع الاستثمار التجاري او الصناعي أو الزراعي او العقاري أو غيره، وتتمثل ضوابطه وطريقة إصداره في الضوابط العامة وطريقة الاستثمار العامة للصكوك.

ب- إصدار الصكوك لتمويل التنمية المستدامة: حيث يتصدر الصكوك لتمويل الاستدامة بأبعادها المختلفة الاقتصادية والإجتماعية والبيئية والتكنولوجية وغيرها، وتصدر بالضوابط والطرق العامة، لكن يتم استخدامها في الأنشطة المتعلقة بأبعاد التنمية المستدامة.

3- أنواع الصكوك من حيث جهة الإصدار

تصدر الصكوك إما من الحكومات أو الجهات التابعة لها أو من شركات القطاع الخاص.

أ- صكوك سيادية: هي الصكوك التي تصدرها الحكومات أو شركات القطاع العام بغرض تمويل الموازنة العامة أو المشروعات العامة أو سد العجز في التمويل العام، وتستند هذه الصكوك غاليا إلى أصول تملكها الدولة أوشركاتها.

ب- صكوك خاصة: صكوك تصدرها البنوك أو شركات القطاع الخاص بغرض تمويل مشروع ما أو التوسع في مشروع ما، وتستند إلى أصول يملكها مصدر الصكوك أو أصول سيتم إنشاؤها من حصيلة إصدار الصكوك.

سادسا: كيفية إصدار الصكوك ([4])

تصدر الصكوك الإسلامية وفق قانون ينظم عملية الإصدار، ويوجد قوانين في كثير من الدول التي تصدر الصكوك مثل الإمارات والمملكة العربية السعودية وماليزيا والأردن والسودان غيرها، وفي مصر تم إعداد قانون لإصدار الصكوك الإسلامية عام 2013 ويحمل رقم (10)، ثم تم إصدار قانون آخر برقم 138 لسنة 2021 لإصدار الصكوك السيادية، وتنظم هذه القوانين عملية الإصدار بدءا من ضوابط نشرة الإصدار وتحديد الجهة المسئولة عن الإصدار وكيفية الاكتتاب وضوابطه، والجهات الرقابية، والأصول التي تصدرعلى أساسها الصكوك خاصة في شأن الصكوك السيادية، وصولا إلى عملية تصفية الصكوك.

وتصدر الصكوك وفق عدة مراحل متمثلة في:

- مرحلة الهيكلة، ويتم فيها إعداد تصور عن الصك والصيغة الاستثمارية الذي تمثله، والهيكل التنظيمي الذي سيدير عملية التصكيك من الإصدار حتى الاسترداد (الإطفاء)، ودراسة الجوانب القانونية والاجرائية والتنظيمية ودراسات الجدوى، وإعداد نشرة الاكتتاب.

[4] - يرجع إلى القانون المصري رقم (10) "الصكوك" الصادر عام 2013 ، وقوانين الدول المصدرة للصكوك.

- مرحلة طرح الصكوك للاكتتاب بالسوق المالي بهدف بيع الصكوك وتحصيل الأموال التي ستمول بها الموجودات أو المنافع أو الخدمات الممثلة للصكوك.
- مرحلة استغلال حصيلة الاكتتاب للمالك أو الجهة المصدرة، وعلى التوازي مرحلة الاستفادة من الأصول أو المنافع أو الخدمات التي تمثلها الصكوك وفق ما هو منصوص عليه فى نشرة الاكتتاب.
- مرحلة إطفاء الصكوك، في الصكوك محددة المدة وذلك ببيع موجودات أو أصول الصكوك أو انتهاء عقود الخدمات أو المنافع، وتوزيع الحصيلة على مالكي الصكوك في نهاية مدة الصك.
- وقد تكون هناك مرحلة يتم فيها تداول الصكوك في سوق ثانوية، إذا كانت الصكوك المصدرة من الأنواع القابلة للتداول.

وتصدر الصكوك وفق نشرة إصدار، تمثل الدعوة التي يوجهها مصدرها إلى المكتتبين، ويمثل الاكتتاب في الصك الإيجاب ويمثل موافقة جهة الإصدار القبول وهما من شروط العقود.

ولعملية إصدار وإدارة الصكوك طرفان رئيسان وأطراف مساعدة، الطرف الرئيس الأول هو الجهة المصدرة للصكوك، وهي إما الشركة مالكة الأصول أو المنافع أو الخدمات، أو شركة ذات شخصية معنوية تنوب عن المالك، وهي من تقوم بإدارة الصكوك، وقد تكون الجهة المصدرة لهذه الصكوك أحد المصارف الإسلامية، أو جهة حكومية لها شخصية معنوية، ويكون لها هيئة رقابة شرعية للتأكد من أن كل إجراءات إصدارها واستثمارها وتداولها وتصفيتها تتم وفقا لأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية.

والطرف الرئيس الثاني هو حملة الصكوك وهم الشركاء بالمال الذين قاموا بالاكتتاب في الصكوك أو شرائها، ويطلق عليهم المستثمرون أو حملة الصكوك.

أما الجهات المساعدة فهم الخبراء والاستشاريون في إصدار وإدارة الصكوك الذين تستعين بهم الجهة المصدرة للصكوك في إصدار الصكوك وتسويقها وإدارة مخاطرها، وتداولها في الأسواق المالية، وكذا الهيئات الشرعية التي تراقب شرعية إصدار هذه الصكوك.

سابعا: مقومات نجاح التمويل بالصكوك

حتى يحقق مسار التمويل بالصكوك الإسلامية نجاحا يتساوى مع آمال وتطلعات المعنيين، ويحقق نموا يتناسب مع المصدر الفكري للصكوك، ينبغي توفر عددا من المقومات التي تمثل ركنا أصيلا من المنظومة المتكاملة للتمويل بالصكوك، وهذه المقومات هي:

1- الموارد البشرية المؤهلة

يعتبر المورد البشري المؤهل هو العمود الفقري لمقومات التمويل بالصكوك، خاصة بامتلاكه المعارف والجدارات المهنية المناسبة لعملية التمويل بالصكوك بدءا من المعرفة العميقة بطبيعة الصكوك وطريقة إصدارها ومراحل تطبيقها مرورا بأحكامها القانونية انتهاء بأحكامها الشرعية، كذلك توفر الكفاءات البحثية المتخصصة شرعيا وماليا وقانونيا ومحاسبيا اللازمة لمواكبة التطور في الأدوات المالية ووسائل وطرق التمويل والأنشطة المتجددة.

2- **الثقافة المجتمعية:** وتتحقق بنشر الوعى المجتمعى والمهنى بالصكوك وتطبيقاتها بين مكونات المجتمع المختلفة مع التركيز على أصحاب المصلحة الفعليين ودورهم الهام فى نجاح التكامل بين أطراف المنظومة، من خلال وسائل التثقيف المختلفة، ويجب أن يقوم بهذا الدور الجهات المعنية بمختلف علاقاتها بالتمويل بالصكوك.

3- **مؤسسات البنية الأساسية للتمويل الإسلامي**: وتعتبر الجهات الفنية الداعمةأهمها وأولاها، مثل سوق المال المستوعب لفكرة الصكوك وطبيعتها، جهات الإصدار المتخصصة، هيئات الرقابة الشرعية والمالية، نظم المحاسبة والمراجعة، نظم المعلومات المتخصصة لإدارة عمليات طرح وتداول الصكوك ومتابعة محافظ الصكوك المختلفة وإجراء التسويات المالية اللازمة، نظام تصنيف ائتمانى للصكوك يراعى الطبيعة المختلفة لكل نوع من أنواعها ويستخدم أفضل الممارسات الدولية بما يحقيق الشفافية اللازمة للجدارة الائتمانية لها لدى كافة المستثمرين .

4- **البيئة القانونية والتنظيمية**: وذلك بسن القوانين الملائمة لطبيعة الصكوك خاصة من الجانب الشرعي، حيث توفر تشريع ينظم عملية الصكوك يحظى بالثقة من الأطراف المعنية، ييسر ويسرع عمليات التمويل بالصكوك، ويهيئ مناخا إيجابيا يدعم الثقة بين المستثمرين والممولين وبقية أطراف العملية، أيضا ضرورة توفر نظم الحوكمة التي تحقق قدرا كبير من الشفافية والثقة بين أطراف عملية التمويل بالصكوك.

5- **الدعم والتبني الحكومي**: وهو أحد المقومات المهمة لأنه يوفر جهدا ووقتا ويحفز على انتشار الفكرة وتيسير تطبيقها، ومن أهم آليات الدعم الحكومي، الإسراع في إصدار التشريعات الملائمة، إزالة العوائق بصورها المختلفة، وضع الحوافز المالية والضريبية وغيرها.

6- **مجاراة التطور التقني والرقمي**، سواء في وسائل وطرق الإصدار بالأدوات الرقمية، أو في استخدام الصكوك في تمويل التقنية، أوغيرها.

7- **إدارة مخاطر التمويل بالصكوك:** ([5]) لا يخلو نشاط من مخاطر، وتزيد المخاطر بحداثة النشاط وتجدده وزيادة رقعته، والحاجة الكبيرة للقبول المجتمعي له، وتزيد مخاطر النشاط أيضا بارتفاع العائد المتوقع منه، ولذا يجب إجراء تقييم المخاطر لكافة مراحل تطبيقات الصكوك والاستعداد لإدارتها.

ونظرا لطبيعة الصكوك القائمة على صيغ التمويل الإسلامية، فإنها تتعرض للمخاطر التي تتعرض لها المشروعات الاستثمارية الإسلامية.

أ- أنواع المخاطر التي تواجهة عملية التمويل بالصكوك:

1. مخاطر الائتمان: وتتمثل في عدم وفاء عميل الأنشطة الاستثمارية، أو أي صاحب علاقة في موضوع التمويل بالصكوك بالتزاماته التعاقدية كاملة بسداد المستحقات في مواعيدها، أو عدم سدادها لأي سبب.
2. مخاطر السوق: وهي مخاطر ارتفاع أو انخفاض قيم الأصول أو الصكوك، وتعود لعوامل اقتصادية أو اجتماعية أو سياسية، سواء أكانت أسواق الأصول الحقيقية، أو الأسواق المالية والتي تتكون بدورها من أسوق النقد، وأسواق رأس المال بسوقيها سوق الإصدار وسوق التداول.

[5]- مهري عبد الملك ، نوفل ساملي، آليات الهندسة المالية في إدارة مخاطر معاملات الصكوك الإسلامية، مجلة دراسات وأبحاث، ع 2 ديسمبر 2017.

3. مخاطر سوق الأصول الحقيقية: حيث أن الصكوك تمثل حصة شائعة في ملكية الأصول، وهذه الأصول قد تتعرض للنقص في قيمتها بفعل عوامل العرض والطلب، أو السياسات الاقتصادية الحكومية وغيرها من عوامل السوق.
4. مخاطر سعر الصرف: وتنتج من تقلبات سعر صرف العملات في المعاملات الآجلة، و تظهر أيضا عندما تختلف عملة إصدار الصكوك عن عملة نشاط الاستثمار، أو إذا كانت الجهة المصدرة لها التزامات دفع خاصة في عمليات المرابحات والتجارة الدولية.
5. مخاطر سعر الفائدة: وتتأثر عملية التمويل بالصكوك بسعر الفائدة إذا اتخذته سعرا مرجعيا في التمويل بالمرابحة أو غيرها.
6. مخاطر التشغيل وتنشأ هذه المخاطر نتيجة أخطاء بشرية أو فنية أو بفعل عوامل خارجية كالكوارث الطبيعية وغيرها.
7. مخاطر المخالفات الشرعية: وتنشأ من مخالفة في طريقة الإصدار، أو استخدام أموال الصكوك في محرمات أو شبهات.
8. مخاطر قانونية: تتمثل في مخالفات للقوانين والتشريعات المنظمة لعمليات الإصدار، أو مخالفة بأحد بنود العقود المالية موضع التنفيذ، أو غيرها.
9. مخاطر السيولة: وتنشأ من عدم قدرة الجهة المصدرة على تنفيذ التزاماتها، أو عدم القدرة على مواجهة نقص السيولة دون حدوث خسارة غير متحملة، أوضعف قدرة الجهة المصدرة على تسييل قيمة الصكوك بشكل سريع ودون خسارة أو بأقل خسارة ممكنة.
10. مخاطر المشكلات المحاسبية: تتمثل في ضعف وجود متطلبات المحاسبة عن الصكوك من نظم محاسبية خاصة أو معايير محاسبية خاصة أو معايير رقابة خاصة، وعدم كفاية الموارد البشرية المهنية المؤهلة ، ومشكلات محاسبية في التنفيذ مثل مشكلة القياس والإعتراف المحاسبى، مشكلة المخاطر المرتبطة بالصكوك السيادية وقياسها المحاسبي، مشكلة قياس وتوزيع عوائد الصكوك ، مشاكل الإفصاح المحاسبى مشكلة المعالجة الزكوية للصكوك، ومشكلات تفصيلية أخرى.

ب- استراتيجيات إدارة المخاطر: ويتم تنفيذاستراتيجات إدارة مخاطر الصكوك عبر خطوات متتابعة هي: تحديد المخاطر وأنواعها ومصادرها، ثم قياس الخطر بأبعاده الثلاثة:حجمه ومدته واحتمالية، ويجب اعتبار الوقت المناسب الذي يتم فيه القياس ، ودراسة اختيار البدائل المتاحة للتعامل مع المخاطر وترتيبها من حيث أهميتها وقدرتها على مواجهة الخطر([6])، اختيار البديل المناسب سواء بتجنب تلك المخاطر، أو توزيعها، أو قبولها والتعامل معها، ثم تنفيذ القرار ووضع آليات التنفيذ، وأهم هذه الاستراتيجيات:

1- دراسة الجدوى: للنشاط المصدر له التمويل، وللصيغة التي تصدر بها الصكوك (الفنية والمالية والسوقية والاقتصادية ودراسة المخاطر) دراسة احترافية، يعدها متخصصون، وأنه يغلب على الظن أن تكون رابحة بإذن الله.

[6] - لحلو بوخاري، وليد عايب،آليات الهندسة المالية لإدارة المخاطر الصكوك الإسلامية وأثر الأزمة المالية على سوق الصكوك الإسلاميةالدولية وأحكام الشريعة، مجلة الواحات للبحوث و الدراسات، ع 12 لسنة 2011، ص ص 622 – 640

2- كفاءة الإدارة: ويعتبر عمود النجاح لأي مشروع وجود إدارة متخصصة مؤهلة ذات كفاءة متميزة، تعمل بتوجه القيادة بمعانيها المختلفة، تؤدي أدورها وفق أحدث نظم الإدارة، تختار مواردها البشرية وفق معايير علمية، تؤهل فرق عملها على أداء واجباتها وفق تخصصاتها ومستجدات القطاع الاقتصادي والمالي وجوانب الحياة المختلفة، تؤدي حقوق منتسبيها بما يحقق ولاءهم ويحفز طاقاتهم، تقيم أداءها وتطور طرقها وأساليبها لتحقيق التميز المستمر.

3- الرقابة: توفر الرقابة بجوانبها المختلفة الإدارية والمالية والشرعية وغيرها، لتحقق اكتشاف الأخطاء والمعوقات وتصحيحها، التأكد من الاستخدام الكفء لكافة الموارد، التأكد من مناسبة الموارد البشرية للمناصب التي يشغلونها، اكتشاف الانحرافات السلبية والايجابية، التأكد من سير العمل ومدى إمكانية تحقيق الأهداف، وتتم الرقابة وفق معايير كمية - معايير مالية، معايير نوعية.

4- الضمانات: توفر الضمانات المشروعة بأنواعها مثل الرهن والكفالة وضمان الطرف الثالث وغيرها في حالة التعدي أو التقصير سواء من الجهة التي تصدر الصكوك، أو من جهة إدارة الاستثمار أو من أي جهة معنية يمكن أن يكون لها أثر في مخاطر التمويل بالصكوك.

5- الاحتياطيات: و تعني احتجاز مبلغ من الأرباح لمقابلة خسارة مستقبلية محتملة أو لمقابلة ما قد تتعرض له الجهة المصدرة أو النشاط الاستثماري للصكوك من مخاطر مستقبلية، ويمكن تكوين احتياطيات وفق القانون أو بقرار إداري للجهة المختصة، ويحقق توفر الاحتياطيات عددا من المزايا أهمها، تدعيم المركز المالي للجهة المصدرة ونشاط الاستثمار، زيادة ضمان الدائنين، زيادة القيمة الحقيقية للصكوك عن قيمتها الاسمية، تحقيق التوازن للأرباح الموزعة من سنة إلى أخرى، تغطية خسائر الجهة من الأخطار المفاجئة.

6- التأمين التعاوني: وذلك بالاشتراك في مؤسسات وشركات التأمين التعاوني، على أن تدفع الجهة مصدرة الصكوك على سبيل التبرع مقابل حصولها على تعويض عند التعرض لخطر من الأخطار كالإعسار وغيره.

7- التحوط: باستخدام المشتقات الإسلامية متمثلة في عقد السلم، وعقد الخيار الشرعي، وأخرى، ويمكن التحوط أيضا بقرار التنويع سواء تنويع الاستثمار، أو تنويع جهة الإصدار، او تنويع تواريخ الاستحقاق.

ثامنا: استراتيجيات التنفيذ

يقصد بالاستراتيجيات خيارات ومسارات التنفيذ، يمكن وضع استراتيجيات التنفيذ لتمويل الاستثمار بالصكوك الإسلامية لأنشطة الشركات والمؤسسات الخاصة، أما التمويل بالصكوك السيادية فتخضع استراتيجياتها لقرار الحكومات والتشريعات المنظمة، وإن كانت استراتيجيات التنفيذ تصلح لكل أنواع الصكوك حسب ظروف البيئة التي تصدر فيها الصكوك، وأهم هذه الاستراتيجيات ما يلي:

1. توفير مقومات عملية التمويل بالصكوك

يعتبر توفير مقومات نجاح التمويل بالصكوك المختلفة – السابق ذكرها- أحد الاستراتيجيات الأساسية لبدء تطبيق إصدار الصكوك وتمويل المشروعات، وأقصد بكون توفير مقومات النجاح استراتيجية لضرورة توفرها أولا قبل الولوج في التنفيذ،لأنها تدعم نجاح فكرة التمويل بالصكوك ورواجها.

2. التدرج: ويقصد بالتدرج التطبيق التدريجي لاختبار مدى كفاية المقومات المتاحة لنجاح عملية التمويل بالصكوك لنجاح الفكرة في هذه البيئة، وفي نفس الوقت إعطاء الفرصة للممولين لتقييم تجاربهم ونقلها لآخرين من باب بث الثقة في عملية التمويل بالصكوك، والتدرج سنة الحياة.

3. الأنشطة الأكثر أمانا:

و في نفس الوقت بعائدات منافسة، ذلك لتحقيق الثقة بين الفكرة وأصحاب الأموال الراغبين في استثمار أموالهم عبر وسيلة الصكوك الإسلامية، ثم بعد استقرار الفكرة وقبولها من قبل المجتمع خاصة فئات أرباب المال، يمكن ألا تكون هذه الاستراتيجية ذات أولية.

4. الأنشطة ذات الأولوية:

تمويل الأنشطة ذات الأولوية للمجتمع من حيث توفير متطلبات رئيسة للمجتمع بها فجوة مثل زراعة أنواع معينة، أو صناعة ما ، أو تجارة ما ، أو توفير خدمات معينة يحتاجها المجتمع لتغطية احتياجاتها الأساسية، وقد يكون النشاط ذي أولوية بالنسبة للدولة وسمعتها الدولية مثل تمويل أنشطة التنمية المستدامة بأبعادها المختلفة، وقد يكون غيرها، وينبغي أن تحدد الأولويات وفق دراسات علمية تحدد الأولويات وترتبها وفق معايير يتفق عليها.

5. استخدام الصيغ الأنسب للأنشطة

يجب استخدام الصيغة التمويلية المناسبة للنشاط المطلوب تمويله لإصدار الصكوك وفق هذه الصيغ، فنشاط يناسبه التمويل بصكوك المضاربة وآخر يناسبه صكوك المرابحة وثالث يناسبه التمويل بصكوك المزارعة وهكذا، ويتم تحديد الصيغة الأنسب وفق طبيعة النشاط المقصود تمويله.

6. الاستفادة من أدوات التقدم التقني والرقمي

مع التسارع الكبير في مجال التقنية والرقمنة واستخداماتها في شتى جوانب الحياة لما توفره من جهد ووقت ودقة ودعم لاتخاذ القرار، ينبغي ألا تتأخر فكرة التمويل بالصكوك عن استخدامها سواء باستخدامها في الإصدار والاكتتاب والبيع في السوق الثانوية، أو كون النشاط الاستثماري المراد تمويله خاص بالتقنية، وعند إدارة المشروعات بكفاءة وتوفرمتكلبات تميزها سيمثل هذا تسويقا جيدا لفكرة التمويل بالصكوك وهو مطلوب خاصة في الفترة قبل استقرار فكرة التمويل بالصكوك وانتشارها بالقدر المناسب للميزاتها ومصدرها.

7. التمويل عبر المستفيدين من النشاط

ويقصد به أن توجه إصدارات الصكوك للأنشطة الاستثمارية سواء في السلع أو الخدمات لمستهلكي السلع أو مستخدمي الخدمات، فتتحقق فوائد متبادلة بين حملة الصكوك وإدارة المشروعات الممولة بالصكوك، فتحدث تيسيرا لجلب التمويل لاعتبار مستخدمي الخدمة أو مستهلكي السلعة أن هذا الاستثمار ملكهم، وفي نفس الوقت تحدث ثقة بين الطرفين.

خاتمة

- اشتملت الورقة على الخطوط العريضة للإطار لمفاهيمي للصكوك، وتوصلت الورقة إلى المقومات اللازمة لنجاح عملية التمويل بالصكوك في البيئة المصرية، والتي ومن أهمها، توفر الموارد البشرية المؤهلة، الثقافة المجتمعية الداعمة، مؤسسات البنية الأساسية للتمويل الإسلامي، البيئة القانونية والتنظيمية، الدعم والتبني الحكومي، مجاراة التطور التقني والرقمي، وإدارة مخاطر التمويل بالصكوك.

- توصلت الورقة إلى عدد من الاستراتيجيات التي يمكن أن تسلكها الجهة متبنية عملية التمويل بالصكوك، متمثلة في، توفير مقومات عملية التمويل بالصكوك، التدرج في الإصدار ، البدء بالأنشطة الاستثمارية الأكثر أمانا، والبدء بالأنشطة ذات الأولوية، استخدام الصيغ الأنسب للأنشطة، الاستفادة من أدوات التقدم التقني والرقمي، التمويل عبر المستفيدين من النشاط.

المراجع

أولا: كتب ودراسات

1. حمود ، سامي حسن.(1417) " معايير احتساب الأرباح في البنوك الإسلامية" . دراسات اقتصادية إسلامية .ج 3 . ع 3.
2. حمود، سامي حسن.(1991). تطوير الأعمال المصرفية بما يتفق مع الشريعة الإسلامية . دار الاتحاد العربي للنشر
3. خير الله ، وليد. (1994) "سندات المقارضة باعتبارها أساسا للمشاركة في الأرباح ". مجلة دراسات الاقتصاد الإسلامي , ج1 .ع2.
4. الدرشابي، أحمد سعيد(2023)، مقومات تفعيل دور الصكوك السيادية في تمويل مشروعات البنية التحتية في مصر في ضوء دراسات حالة من التجربة الماليزية نموذجا، مجلة جامعة الاسكندية للعلوم الإدارية، ج 60، ع1.
5. زكي ، خالد محمد عبد المنعم. (1992). "مشاكل القياس والنظم المحاسبي للمشاركات في المصارف الإسلامية – دراسة نظرية تحليلية" رسالة ماجستير غير منشورة كلية التجارة ، جامعة الأزهر. مصر.
6. عبد الكريم قندوز، (2022)، الصكوك: الإطار النظري والتطبيقي، معهد التدريب وبناء القدرات ، صندوق النقد العربي.
7. عبد اللطيف جناحي، البدائل الشرعية للسندات التقليدية، ورقة بحثية غير منشورة .
8. عدة باحثين (2021)، العدد كاملا من مجلة دراسات في المالية الإسلامية و التنمية، ع13 ، ج 2، يونيو ، مخبر الدراسات في المالية والتنمية المستدامة ، معهد العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التيسير، الجزائر.
9. عطية ، جمال الدين. (1993). البنوك الإسلامية . المؤسسة الإسلامية للدراسات والنشر والتوزيع.
10. عطية، محمود، و عيسى، محمود 2021) "إطار مقترح لمشكلات المحاسبة والمراجعة عن الصكوك السيادية فى ضوء القانون رقم (138) لسنة2021 ومعايير المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية دراسة نظرية ميدانية". المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة. كلية التجارة . جامعةعين شمس. مصر.
11. عمر، محمد عبد الحليم . (1997). " المعالجة المحاسبية لأرباح صناديق الاستثمار من منظور إسلامي ". ندوة صناديق الاستثمار في مصر الواقع والمستقبل مركز صالح عبد الله كامل. جامعة الأزهر.مصر.
12. القره داغي، علي محيى الدين (2009) الصكوك الإسلامية وتطبيقاتها المعاصرة –دراسة فقهية اقتصادية تطبيقية، الدورة ال 19 لمجمع الفقه الإسلامي الدولي.
13. لحلو بوخاري، وليد عايب،آليات الهندسة المالية لإدارة المخاطر الصكوك الإسلامية وأثر الأزمة المالية على سوق الصكوك الإسلاميةالدولية وأحكام الشريعة، مجلة الواحات للبحوث و الدراسات، ع 12 لسنة 2011، ص ص 622 – 640
14. محمود عطية ، عبدالحميد عيسي، إطار مقترح لمشكلات المحاسبة والمراجعة عن الصكوك السيادية في مصر فى ضوء القانون رقم)138(لسنة2021 ومعايير المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية ، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة.

15. معبد الجارحي وعبد الظيم أبو زيد، (2009) الصكوك قضايا فقهية واقتصادية، الدورة ال 19 لمجمع الفقه الإسلامي الدولي.
16. مهري عبد الملك ، نوفل ساملي، آليات الهندسة المالية في إدارة مخاطر معاملات الصكوك الإسلامية، مجلة دراسات وأبحاث، ع 2 ديسمبر 2017.

ثانيا: قوانين ومعايير

1. القانون المصري رقم (10) لسنة 2013. قانون الصكوك الإسلامية.
2. القانون المصري رقم (138) لسنة 2021. قانون الصكوك السيادية.
3. عدة قوانين للدول المصدرة للصكوك.
4. معيار الشرعي رقم (17) "صكوك الاستثمار"، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية.
5. معيار رقم 25 "الاستثمار في الصكوك والأسهم والأدوات المشابهة"، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية.

ثالثا: مواقع الكترونية

- www.aaoifi.com