

# نشرة التمويل الإسلامي بالدول العربية

العدد الرابع - أكتوبر 2022

## المحتويات

### نافذة على الدول العربية

الصناعة العالية  
الإسلامية في تونس

20

### موضوعات تشريعية

تحليل أداء أسواق  
الصكوك بالدول العربية

5

### الافتتاحية

دور التمويل الإسلامي  
في النمو والاستقرار  
الاقتصادي

1

### الأنشطة والفعاليات

- التدريب وبناء القدرات
- الإصدارات

43

### بحوث ودراسات

- دور التمويل الإسلامي في تعزيز نمو القطاع الزراعي
- الصكوك: الإطار النظري والتطبيقي
- البنوك الإسلامية وأهداف التنمية المستدامة

39

### عودة للأساسيات

الصكوك

30

## الافتتاحية:

(للدول النامية) يمكن أن يؤثر إيجاباً على معدلات النمو.

## دور التمويل الإسلامي في النمو والاستقرار الاقتصادي

### ماذا عن التمويل الإسلامي؟ هل يؤثر على النمو الاقتصادي؟

على الرغم من تنوع وثراء الدراسات والبحوث التي استهدفت بحث العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي، إلا أن العلاقة بين تطور التمويل الإسلامي -على اعتباره جزءاً من التطور المالي- والنمو الاقتصادي لم تحظ باهتمام كبير من الباحثين، ويظهر أن الدراسات التطبيقية في هذا المجال لا تزال في مراحلها المبكرة وغالباً ما تكون النتائج غير حاسمة، وتعتبر البحوث التي أجريت في هذا المجال غير كافية لترجيح وجود العلاقة فضلاً عن اتجاه تأثيرها.

### هل يؤثر القطاع المالي على النمو الاقتصادي؟

تقر الأدبيات النظرية بشكل عام أن لتطور القطاع المالي أثراً إيجابياً على النمو الاقتصادي، فالوظائف التي يؤديها القطاع المالي كتجميع المدخرات وتقييم الاستثمارات، وإدارة المخاطر وتسعيها، وتخفيض تكلفة المعاملات، وإجراء عمليات المقاصة وتسوية المدفوعات، يتوقع لها أن تكون ذات أثر إيجابي على الاقتصاد ونموه. إذا قام النظام المالي بكل وظائفه المنوطة به، فمن المتوقع أن يكون له أثر على النمو الاقتصادي ولا شك. من المساهمات المبكرة في مجال العلاقة بين النظام المالي والنمو الاقتصادي مساهمة (Goldsmith, 1969)، كما يُعتبر (Mc Kinnon, 1973) و (Shaw, 1973) رائداً البحث في مجال العلاقة بين النظام (الهيكل) المالي والنمو الاقتصادي، بل إن نظرية التحرير المالي تنسب لهما (The McKinnon-Shaw Hypothesis)، وبحسب النظرية فإن تقليل الكبح المالي أو القضاء عليه بالكلية من خلال تخفيف القيود على النظام المالي والسماح لقوة السوق بتحديد أسعار الفائدة الحقيقية

### كيف يؤثر التمويل الإسلامي على النمو؟

يعتبر التمويل الإسلامي نظام تمويل مستقر وقادراً على تعزيز النمو وخلق فرص عمل طويلة الأجل، حيث إنه يستبعد الفائدة، والمضاربات السعرية، والاكتمال، ويمنع الغرر (عدم التيقن المبالغ فيه)، وغالباً ما يعني توسع التمويل الإسلامي أن المزيد من النشاطات في القطاعات الحقيقية تجد منافذ للتمويل بدلا من الأنشطة المالية كالمضاربات والتوريق وغيرها، وهذا في الحقيقة أحد أسباب المتانة النسبية التي تتمتع بها البنوك الإسلامية مقارنة بالبنوك التقليدية. وتسهم الصيرفة الإسلامية بأدوار مهمة وأساسية، ولكل

▪ تحفيز الادخار، فبعض الأفراد يجزمون عن ادخار أموالهم لدى البنوك التقليدية، ما يعني أن تلك الأموال في حكم الاكتناز وخارج دائرة الاقتصاد الرسمي، وبالتالي عدم استخدامها بكفاءة، ويمكن للبنوك الإسلامية أن توفر ملاذاً بديلاً لادخار تلك الأموال وإعادتها للاقتصاد الرسمي، وهذا بدوره يمكن أن يؤدي إلى زيادة الوساطة المالية.

▪ تعزيز الاستقرار المالي. كشفت معظم دورات الازدهار والكساد التي شهدتها جميع أنحاء العالم في العقود الأخيرة عن العديد من عوامل الهشاشة الأساسية التي تنطوي عليها المصرفية التقليدية، وهي: الرافعة المالية العالية، وتمويل الجملة، واستخدام الأدوات المالية المعقدة. كما أن مبادئ التمويل الإسلامي لا تسمح بالأدوات المالية التي تنطوي على مخاطرة شديدة كالمشتقات المالية، ويتيح مبدأ تقاسم الأرباح والخسائر إيجاد نظام أكثر متانة وأقل عرضة للأزمات المالية.

▪ تمويل المشاريع المقبولة أخلاقياً. تقوم الصيرفة الإسلامية على نظام أخلاقي يستمد أسسه من الشريعة الإسلامية، والذي يسمح فقط بتمويل الأصول غير الضارة بالمجتمع، وبالتالي لا يسمح

دور من هذه الأدوار تأثير مباشر أو غير مباشر على النمو الاقتصادي، تشمل هذه الأدوار: تسهيل التمويل وتحفيز الادخار وتعزيز الاستقرار المالي وتمويل المشاريع المقبولة أخلاقياً (Imam & Kpodar, 2016)

▪ تشجيع تمويل الأفراد الذين ليس لديهم أصول، عادة ما تقوم البنوك التقليدية بالإقراض بناءً على مدى توفر الضمانات (أصول)، في حين تتيح الكثير من أشكال التمويل الإسلامي خاصية تقاسم المخاطر بين أطراف العقد كما هو الحال في عقدي المشاركة والمضاربة، ففيهما يقتسم طرفا العقد (البنك الممول والعميل المتمول) أخطار الاستثمار (وفق شروط كعدم التعدي أو التقصير) كما يقتسمان الأرباح، وهذه العقود لا تحتاج في العادة إلى تقديم ضمانات مادية من طرف المتمول. يُفترض أن يشجع هذا المزيد من الاستثمار وبالتالي النمو - لا سيما من قبل الأفراد الذين لم يتمكنوا من الحصول على تمويل بسبب نقص الأصول التي يمكن أن تكون بمثابة ضمان، هذا ولا يزال هذان النوعان من التمويل (المشاركة والمضاربة) بمستوى محدود لدى غالبية المصارف الإسلامية.

للمصارف الإسلامية بتمويل مشروعات  
القمار أو الكحول والأنشطة الأخرى التي  
تعتبر ضارة بالمجتمع.  
كل هذه العوامل مجتمعة، من حيث المبدأ، تؤدي  
إلى زيادة النمو وتخفيف حدة الفقر.

## موضوعات تشريعية

### تحليل أداء أسواق الصكوك بالدول العربية:

#### تقديم:

تبنت الكثير من الدول العربية قوانين خاصة بالصكوك (إطار 1)، في حين يتم إصدار صكوك في دول أخرى دون الحاجة لوجود تشريعات تنظم عملية الإصدار تلك، بل كانت تتم في ظل قوانين إصدار الأدوات المالية التقليدية. توفر بعض المؤسسات المتخصصة تقارير دورية عن قطاع الصكوك بالعالم، نذكر منها:

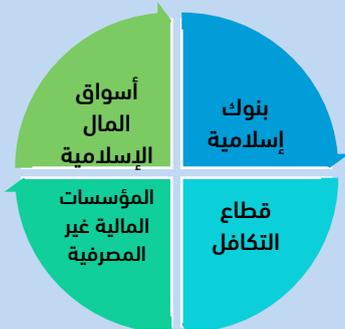
- تقرير استقرار صناعة الخدمات المالية الإسلامية (Islamic Financial Services Industry Stability Report)، الصادر عن مجلس الخدمات المالية الإسلامية. (Islamic Financial Services Board, 2020)
- تقرير تنمية التمويل الإسلامي (Islamic Finance Development Report) الصادر عن المؤسسة الإسلامية لتنمية القطاع الخاص (ICD) التابعة للبنك الإسلامي للتنمية. (ICD-REFINITIV, 2021)
- التقرير السنوي لواقع الاقتصاد الإسلامي (State of the Global Islamic Economy)، الصادر عن مركز دبي لتطوير الاقتصاد الإسلامي.
- قطاع الصكوك: تصدر السوق المالية الإسلامية الدولية (IIFM) تقارير دورية عن أسواق الصكوك العالمية (IIFM Sukuk Report) (International Islamic Financial Market, 2021)
- تقارير غير دورية صادرة عن معهد البنك الإسلامي للتنمية، البنك المركزي السعودي، وغيرها.

#### قطاع الصكوك والصناعة

##### المالية الإسلامية

تشمل الصناعة المالية المتوافقة مع الشريعة أربع مكونات رئيسية هي: قطاع المصرفية الإسلامية، وقطاع التكافل، وأسواق المال المتوافقة مع الشريعة، والمؤسسات المالية غير المصرفية.

تاريخياً، قادت البنوك الإسلامية قاطرة الصناعة المالية الإسلامية، وإلى اليوم ما تزال تمثل نسبة لا تقل عن ثلثي الصناعة، غير أن قطاع أسواق المال الإسلامية، وعلى وجه الخصوص قطاع الصكوك عرف نمواً ملحوظاً خلال السنوات الأخيرة، وصار يستحوذ على نسبة تجاوزت 30 بالمائة من حجم الصناعة على مستوى العالم مع نهاية عام 2021. وعلى الرغم من أن سنة 2020 وبداية عام 2021 عرفت تراجعاً في أداء معظم القطاعات الاقتصادية والمالية، بسبب الآثار التي خلفتها جائحة كوفيد-19، إلا أن قطاع الصكوك واصل نموه محققاً ونمى بنسب تقترب من 20% (على أساس سنوي)، عام 2020، وبنسبة 8% عام 2021، ويتوقع أن يستمر زخم النمو ولو بمعدلات أبطأ خلال السنوات القادمة.



جدول 1. قوانين الصكوك بالدول العربية

الدولة	القانون
البحرين	يتم إصدار الصكوك والموافقة عليها سواء من البنك المركزي أو وزارة المالية دون الحاجة لتشريعات خاصة
الكويت	مشروع قانون الصكوك (تمت الموافقة عليه من لجنة الشؤون المالية والاقتصادية (2022).
الإمارات العربية المتحدة	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ قرار مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع رقم (93/ر) لسنة 2005 في شأن النظام الخاص بإدراج الصكوك الإسلامية.</li> <li>▪ قرار مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع رقم (16) لسنة 2014 بشأن نظام الصكوك.</li> </ul>
عمان	يتم إصدار الصكوك السيادية من طرف وزارة المالية (ضمن استراتيجية الحكومة لتطوير سوق المال المحلي والسوق الثانوي لرأس المال الإسلامي)، دون الحاجة لتشريعات خاصة. وتصدر صكوك الشركات بموافقة من البنك المركزي العماني والهيئة العامة لسوق المال.
قطر	قرار رئيس مجلس إدارة هيئة قطر للأسواق المالية رقم (3) لعام 2011 بإصدار قواعد طرح وإدراج الصكوك والسندات للتداول في بورصة قطر.
ليبيا	قانون الصكوك رقم 4 لعام 2016 في شأن الصكوك.
الأردن	قانون صكوك التمويل الإسلامي الأردني رقم 30 لسنة 2012م
مصر	قانون سوق المال رقم 95 لسنة 1992 والمعدل بالقانون رقم 17 لسنة 2018 ولائحته التنفيذية.
تونس	قانون عدد 30 لسنة 2013 يتعلق بالصكوك الإسلامية
المغرب	القانون 17-69 الخاص بالصكوك

المصدر: قندوز (2022)

## 1. نظرة شاملة على الصناعة المالية

### الإسلامية:

أمضت المؤسسات المالية الإسلامية عام 2020 والنصف الأول من عام 2021 في مواجهة الصدمة المزدوجة المتمثلة في التكيف مع جائحة كوفيد-19 وانخفاض أسعار النفط. وبالتالي، أصبحت الاستجابة السريعة والفعالة ضرورية الآن لضمان الربحية، فضلاً عن تحفيز الانتعاش والنمو في الصناعة، وفيما يلي أهم الاتجاهات الحالية وللمستقبل القريب:

- تقود حكومات الأسواق الرئيسية للتمويل الإسلامي التعافي ما بعد جائحة كوفيد-19 من خلال مبادرات تهدف إلى إصلاح الصناعة.
- على الرغم من أن الصناعة تفتقر إلى التوحيد القياسي العالمي، إلا أن تركيز الحكومات صار ينصب أكثر على تطوير البنية التحتية على المديين القصير والمتوسط، وهو ما يسهم في إيجاد فرص للاعبين جدد من القطاع الخاص من خلال عمليات الاندماج والاستحواذ، والابتكار (مثلاً في مجال إدارة الثروات).
- ساهمت التطبيقات الجديدة كالذكاء الاصطناعي وسلسلة تقنيات الكتل (البلوكتشين) وإنترنت الأشياء، في تعزيز الحلول الرقمية الجديدة، وعززت جاذبية السوق ويتوقع أن تسهم كذلك في متانة صناعة التمويل الإسلامي.
- أدى الارتفاع في شعبية التقنية المالية الإسلامية إلى زيادة كبيرة في الصناديق الاستثمارية التي تركز على التقنيات المالية.

والتي من المرجح أن تعزز السوق وتخلق فرصاً لشركات التكنولوجيا المالية الإسلامية لتوسيع خدماتها.

- مفاهيم مثل الحوكمة البيئية والاجتماعية وحوكمة الشركات (ESG)/الاستثمار المستدام والصكوك الخضراء آخذة في الارتفاع، وتكتسب اهتمام المستثمرين، ومعهم صانعي القرار. تتوجه البنوك الإسلامية بدفع من الجهات الإشرافية والرقابية نحو تبني سياسات التمويل المسؤول والتمويل المستدام، كما يتوقع أن تتجاوز إصدارات الصكوك المستدامة 20 مليار دولار أمريكي مع نهاية عام 2022، ويتوقع أن يستمر زخم النمو السريع في التمويل المسؤول والمستدام لسنوات قادمة.
- تم فتح العديد من السبل الجديدة ضمن الاستثمار الإسلامي، مثل الصناديق الاستثمارية الخيرية (*charitable trusts*) مع التركيز على القطاعات المتخصصة، وحقوق الملكية الخاصة، وصناديق الصكوك القابلة للتداول (*Exchange-traded sukuk funds*)، وصناديق استثمار الرهن العقاري المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، وصناديق الاستثمار الحلال والصناديق الإسلامية الأخرى. من المرجح أن تجذب العروض الواسعة قاعدة مستهلكين أوسع، وبالتالي تحسين آفاق الطلب على الأدوات الإسلامية.
- من المرجح أن تدفع الأسواق الجديدة (في تركيا ودول المغرب العربي ودول أفريقيا جنوب الصحراء) نمو صناعة التمويل الإسلامي،

لا تزال حصة أصول المصرفية الإسلامية من إجمالي القطاع المصرفي هي الأعلى، حيث تحتل البنوك الإسلامية (بما فيها الفروع والنوافذ الإسلامية) الحصة الأكبر من الصناعة المالية الإسلامية بنسبة قريبة من 70%. وتكتسب الصكوك زخماً متزايداً للسنة الرابعة على التوالي، ووصلت سنة 2021 إلى ما يمثل ربع حجم الصناعة المالية الإسلامية. تجاوز حجم قطاع البنوك الإسلامية سنة 2021 لأول مرة حاجز 2 تريليون دولار أمريكي، مع معدل نمو سنوي قدره 6.5% مقارنة بسنة 2020.

## 2. سوق رأس المال الإسلامية:

واصل قطاع أسواق المال الإسلامية تسجيل تطورات إيجابية عام 2021، حيث سجل معدل نمو سنوي قدره 11.6%، ويمثل القطاع ما نسبته 30.5% من أصول الصناعة المالية الإسلامية العالمية، وتبلغ قيمته حوالي 930.3 مليار دولار أمريكي (جدول 1).

رسخ قطاع أسواق رأس المال الإسلامية مكانته للسنة الرابعة على التوالي، حيث لم يتأثر بجائحة كوفيد-19 وتداعياتها التي مست تقريباً كل القطاعات الاقتصادية، وواصل زخم النمو مع بوادر التعافي الاقتصادي بعد الجائحة، مستفيداً من عودة معظم دول العالم إلى إعادة فتح اقتصاداتها وتعافيتها، فضلاً عن ظروف السوق المواتية.

سجلت الصكوك (وهي قطاع فرعي من أسواق رأس المال الإسلامية) عام 2021 معدل نمو بحوالي 8% على أساس سنوي (IIFM Sukuk Report, 2022)، ليصل حجمها إلى 775.7 مليار دولار أمريكي، ولا تزال تهيمن بوضوح على قطاع

مدعومة بنضج الأسواق التقليدية (أسواق دول مجلس التعاون الخليجي وجنوب شرق آسيا). يوضح الجدول (2) أدناه مكونات الصناعة المالية الإسلامية وهيكلها بنهاية عام 2021:

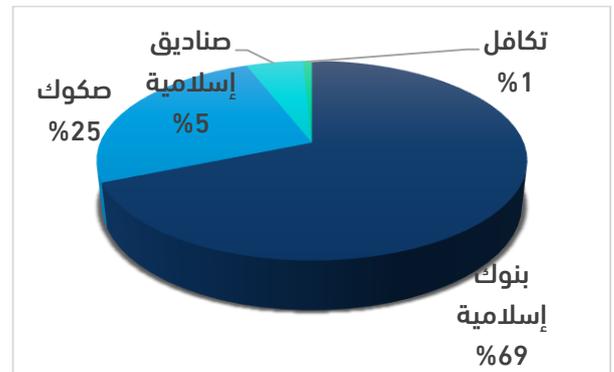
جدول 2. توزيع أصول الصناعة المالية الإسلامية 2021

القطاع	نسبته	حجمه (مليار دولار)
بنوك إسلامية	68.7%	2104.1
الصكوك	25.4%	775.7
الصناديق الإسلامية	5.1%	154.6
تكافل	0.8%	24.3
الإجمالي	100%	3057.7

المصدر: (Islamic Financial Services Board, 2022)

ولإظهار مساهمة قطاعات المالية الإسلامية بشكل أوضح، فقد تم استخدام الشكل (1) أدناه، والذي يظهر فيه جلياً أن البنوك الإسلامية تعتبر رائدة الصناعة المالية الإسلامية، كما تقود الصكوك وتستفيد من زخم متزايد في السنوات الأخيرة، وصارت تحتل نسبة معتبرة من الصناعة تجاوزت 25 بالمائة من حجم الصناعة:

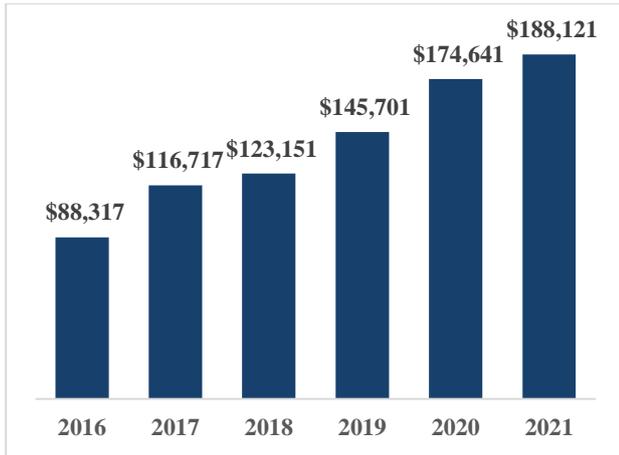
شكل 1. مكونات الصناعة المالية الإسلامية وهيكلها (2021)



المصدر: (Islamic Financial Services Board, 2022)

السنوات الستة الماضية (من 2015 إلى 2021) بمعدل نمو سنوي مركب قريب من 19%، مما يجعله قطاع الصكوك الأسرع نموًا من بين كل قطاعات صناعة الخدمات المالية الإسلامية.

شكل 2. تطور حجم إصدارات الصكوك على مستوى العالم (2016-2021)



المصدر: (IFM Sukuk Report, 2022)

### 2.3. خصائص السوق:

تواصل جهات الإصدار السيادية قيادة سوق الصكوك، حيث تظل جهات الإصدار السيادية والمتعلقة بالحكومة (شبه السيادية) أكبر المُصدرين من حيث القيمة، وتُشكل حوالي 44% من الإصدارات العالمية السنوية في عام 2021 (انظر الرسم البياني 3). استمر نمو الإصدارات السيادية منذ الانكماش الطفيف في إجمالي الإصدارات في عام 2018، ويعكس النمو في الإصدارات مجموعة من العناصر، منها:

- تحسن ظروف التمويل بشكل عام.
- زيادة حصة الصكوك في تمويل العجز المالي في العديد من الدول، ولا سيما دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية وتركيا.

أسواق المال الإسلامية من حيث حصة الأصول التي تجاوزت نسبة 83%. يعزى الأداء القوي إلى حد كبير إلى الإصدارات السيادية القوية في أسواق التمويل الإسلامي الرئيسية لدعم نفقات الميزانية، وإصدارات القطاع المالي (البنوك الإسلامية) بشكل خاص من خلال إصدار صكوك دعم القاعدة الرأسمالية: الشريحة الأولى والشريحة الثانية). وأيضا لدخول عدد من الوافدين الجدد لسوق الصكوك (مثل تاوان)، وزيادة إصدارات الصكوك طويلة الأجل (ما بين 30 إلى 50 سنة)، والزيادة في إصدارات مستقرة قصيرة الأجل بهدف إدارة السيولة.

### 3. تحليل تطورات أسواق الصكوك العالمية:

#### 1.3. تطور حجم الإصدارات:

شهد سوق الصكوك نمواً معتدلاً خلال عام 2021، وبعد أن حقق نسبة نمو قريبة من 20% عام 2020، عادت النسبة إلى الاعتدال، حيث عادت إلى معدل نمو قريب من 8% عام 2021، في ظل ظروف تمويل عالمية جذابة للمُصدرين (الرسم البياني 2). كان النمو القوي في سوق الصكوك مدعوماً بشكل أساسي بزيادة إصدارات الشركات خاصة في ماليزيا ودرجة أقل في المملكة العربية السعودية وقطر وتركيا، وإصدارات سيادية قوية بشكل خاص من المملكة العربية السعودية، وعمان، وقطر. يمثل حجم الإصدار القوي في عام 2021 العام السادس على التوالي للتوسع في سوق الصكوك. كما يمثل نمواً إجمالياً في الصكوك في

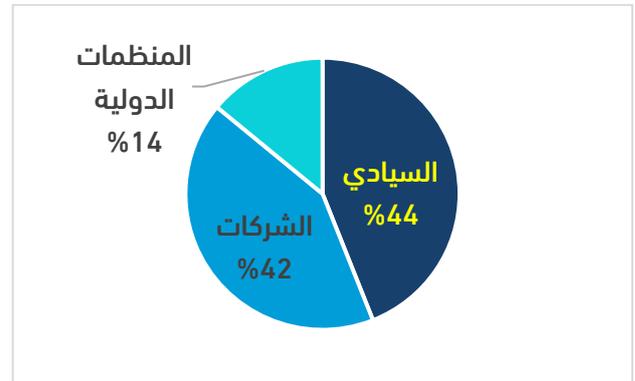
التمويل الإسلامي وإصدار الصكوك، مما مكن الشركات في تلك الدول من الاستفادة من انخفاض تكاليف التمويل باستخدام الصكوك خلال الفترة قبل وخلال الجائحة. علاوة على ذلك، كان إصدار صكوك رأس المال التنظيمي من قبل البنوك الإسلامية أحد المحركات الرئيسية لإصدارات صكوك الشركات، ولا سيما من البنوك الإسلامية في المملكة العربية السعودية والإمارات العربية المتحدة وقطر. وبالرغم من التبعات الاقتصادية لجائحة كوفيد-19، إلا أن إصدارات الصكوك لم تتأثر، حيث واصلت نموها عامي 2020 و2021، وساهمت إصدارات الصكوك الخاصة بالشركات في تنوع أكبر للجهات المصدرة ووفرت تطوراً إيجابياً في دعم الحاجة لمزيد من السيولة وتعميق سوق الصكوك. مع ذلك، يتوقع مع التوجه العالمي نحو سياسات نقدية تقييدية أن ترتفع تكلفة التمويل، ما قد يؤثر على زخم النمو المحقق في السنوات الأخيرة في أسواق الصكوك.

#### 1.4. التوزيع القطاعي للصكوك:

من حيث التوزيع القطاعي لإصدارات الصكوك، كان كل من القطاعين الحكومي والمالي هما المصدران المهيمنان، ولم يتغير الهيكل منذ سنة 2019، مدفوعة إلى حد كبير بقصدين من الكيانات السيادية / الحكومية والشركات في القطاع المالي، حيث شكلت جميع القطاعات الأخرى حوالي 6% من إجمالي الإصدارات. عبر القطاعات، يظهر عدد من اتجاهات الإصدار الجديدة واستراتيجيات التمويل المبتكرة. وشمل ذلك إصدار صكوك للتمويل الأصغر قائم على تقنية سلسلة

- احتياجات إعادة تمويل الصكوك في بعض الدول مثل ماليزيا.
- زيادة إصدارات الصكوك لأغراض إدارة السيولة، بما في ذلك إندونيسيا، والكويت، والبحرين، وغيرها.

شكل 3. إصدارات الصكوك بحسب طبيعة المصدر 2021

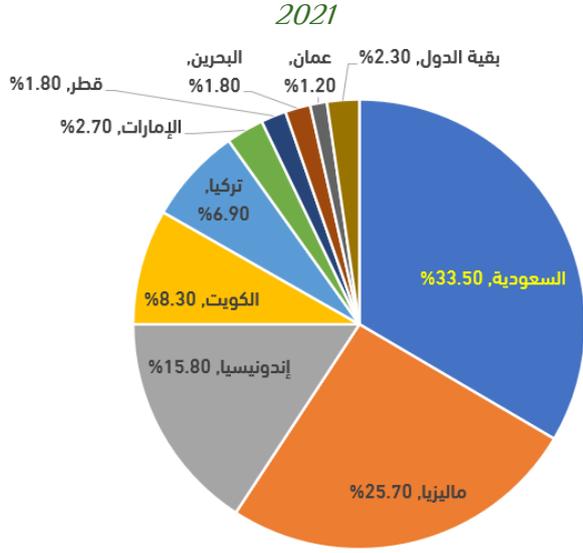


المصدر: (Islamic Financial Services Board, 2022)

#### 4. تحليل أسواق الصكوك العالمية:

أظهرت إصدارات الصكوك الخاصة بالشركات مسار نمو تصاعدي في السنوات الأخيرة، عكس معدلات الإصدار المنخفضة التي لوحظت تاريخياً حيث أخذت منحى تنازلياً في الفترة من 2012 إلى 2015، ثم النمو المطرد للسوق منذ عام 2016، من خلال الإصلاحات الهيكلية عبر الأطر التنظيمية والقانونية في العديد من البلدان. هذا بالإضافة إلى المزيد من السياسات النقدية التوسعية على مستوى العالم، فضلاً عن القبول التدريجي للصكوك كمصدر تمويل طويل الأجل وقابل للتطبيق للشركات غير المالية في بعض الدول. لوحظت إصدارات أقوى للشركات على وجه الخصوص في الدول التي لديها أطر تنظيمية أكثر رسوخاً أو بنية تحتية للسوق تدعم

#### شكل 5. توزيع إصدارات الصكوك بحسب الدول

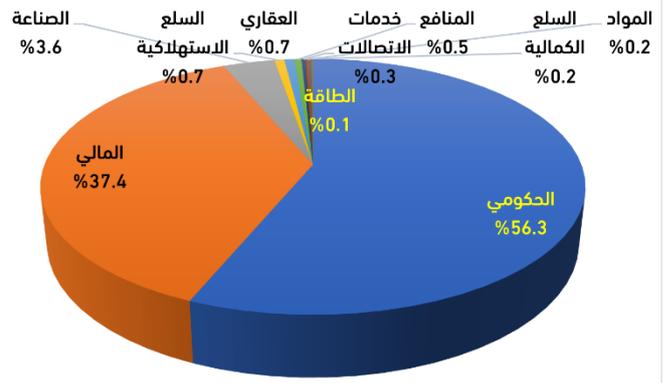


المصدر: (Islamic Financial Services Board, 2022)

هيمنت المملكة العربية السعودية على أسواق الصكوك عام 2021، واستحوذت على نسبة تجاوزت ثلث الإصدارات، تليها ماليزيا وإندونيسيا (شكل 5). على أساس تراكمي للفترة من 2001 إلى 2020، واصلت ماليزيا الاحتفاظ بمركزها الأول في إصدارات الصكوك بإصدارات محلية ودولية مجتمعة بحوالي 800 مليار دولار أمريكي، تليها المملكة العربية السعودية بقيمة 174.6 مليار دولار أمريكي، وإندونيسيا بقيمة 124.90 مليار دولار أمريكي، والإمارات العربية المتحدة 98.39 مليار دولار وتركيا 66.90 مليار دولار. وتواصل ماليزيا، نظراً لقوة سوق رأس المال لديها، الحفاظ على ريادتها على نظيراتها في آسيا ودول مجلس التعاون الخليجي؛ ومع ذلك، أدت الزيادة في الإصدارات من مملكة البحرين والمملكة العربية السعودية وإندونيسيا والإمارات العربية المتحدة وتركيا وغيرها إلى

الكتل (بلوك تشين) في إندونيسيا، بالإضافة إلى العديد من إصدارات الصكوك الخضراء من جهات إصدار سيادية ومتعددة الأطراف وشركات.

#### شكل 4. توزيع إصدارات الصكوك بحسب القطاعات



المصدر: (Islamic Financial Services Board, 2020)

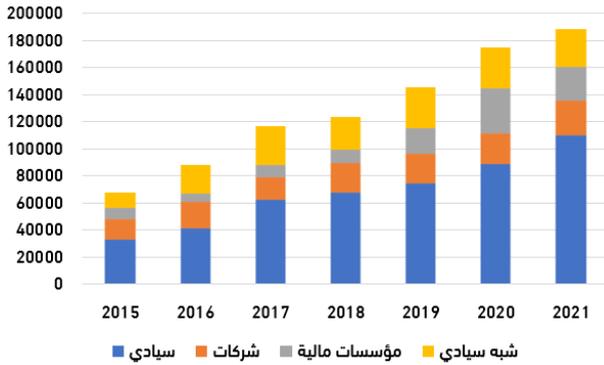
#### 2.4. الصكوك بحسب الدول:

بالانتقال إلى تحليل الإصدارات بحسب الدول، يظهر أن الأسواق التقليدية للتمويل الإسلامي ما تزال راسخة في هذا المجال، وهي تتحول تدريجياً إلى أسواق ناشئة، كما يتجلى جيداً مدى المساهمة القوية للفاعلين الجدد في القطاع (تركيا على سبيل المثال).

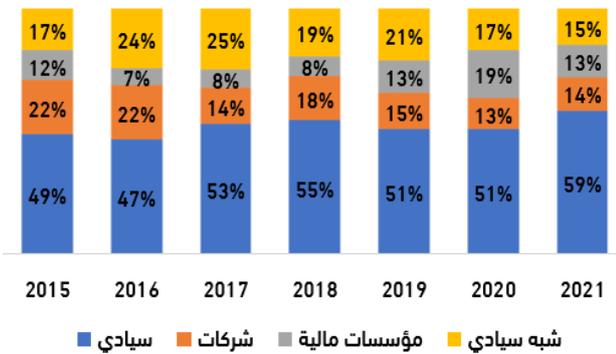
الطويلة، وهذا واضح من خلال هذه الإصدارات. ويتحسن الاتجاه نحو إصدار صكوك قصيرة الأجل على الرغم من أنها مدفوعة بشكل رئيسي من قبل المصدرين السياديين. وهناك حاجة لأن تصبح المؤسسات والشركات المالية الإسلامية جهات إصدار نشطة للصكوك من أجل تقديم التنوع للأسواق المحلية، والتي تعد أساسية وضرورية في تطوير سوق المال.

#### 4.4. هيكل إصدارات الصكوك بحسب طبيعة المصدرين:

شكل 7. تطور إصدارات الصكوك بحسب طبيعة المصدرين (بالقيم)



شكل 8. مساهمة مصدري الصكوك في إجمالي الإصدارات



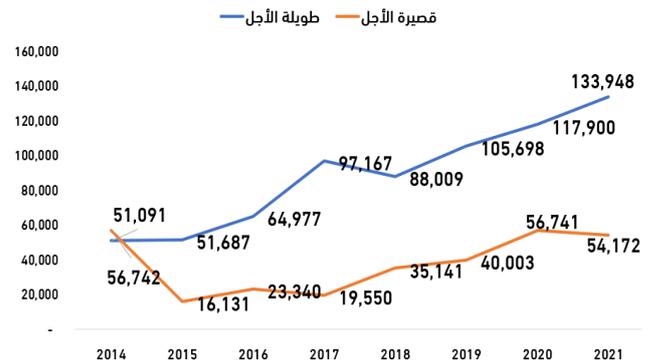
المصدر: (IIFM Sukuk Report, 2022)

انخفاض حصة ماليزيا في سوق الصكوك العالمية في السنوات الأخيرة.

#### 3.4. الصكوك بحسب آجالها:

تعد الصكوك قصيرة الأجل ذات أجل الاستحقاق لعام واحد أو أقل ضرورة وأساسية في تطوير أسواق النقد الإسلامية وأسواق ما بين المصارف الإسلامية وتلعب هذه الصكوك دورا رئيسيا في إدارة السيولة للمؤسسات المالية. في عام 2020، كانت الدول المصدرة الرئيسية لإصدار الصكوك قصيرة الأجل هي مملكة البحرين، وماليزيا، وإندونيسيا، وتركيا، وبروناي دار السلام، وعدد قليل من البلدان الإفريقية. ما تزال سوق الصكوك قصيرة الأجل مقتصرة على عدد محدود من الدول، ويتوقع أن يؤدي دخول الهيئة الإسلامية لإدارة السيولة في سوق الصكوك الدولية القصيرة الأجل إلى تطوير هذا السوق.

شكل 6. تطور إصدارات الصكوك بحسب آجالها (2010-2021)

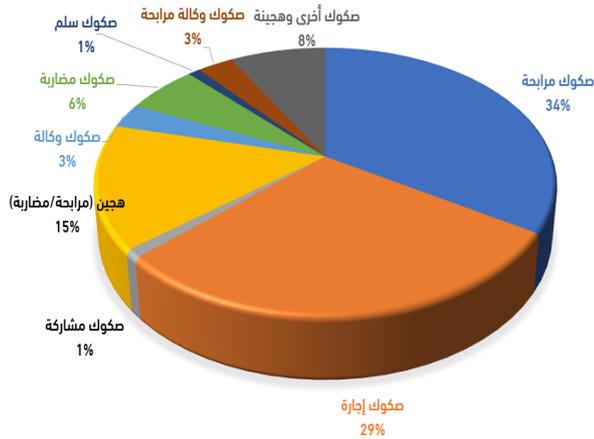


المصدر: (IIFM Sukuk Report, 2022)

إن الرغبة في إصدار الصكوك قصيرة الأجل كبيرة ومرتفعة، وربما أعلى من الصكوك ذات الآجال

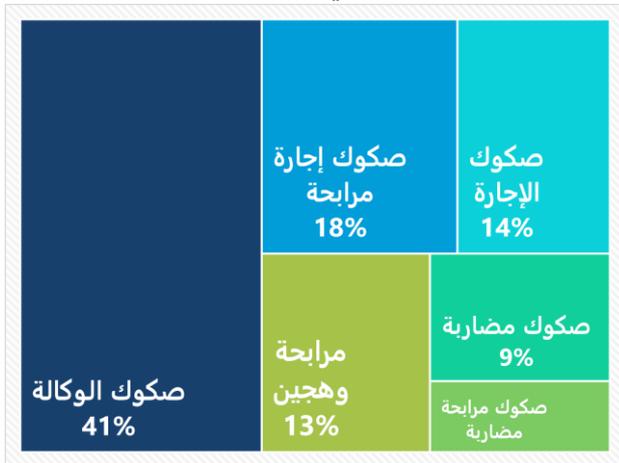
وكما يظهر من الشكل البياني (9)، فإن حصة صكوك الوكالة من إصدارات الصكوك الدولية بلغت حوالي 51% خلال الفترة 2010-2018. يستعرض الشكل (10) توزيع هياكل الصكوك لسنة 2021:

شكل 10. التوزيع الهيكلي للصكوك المحلية لعام 2021



المصدر: (IIFM Sukuk Report, 2022)

شكل 11. التوزيع الهيكلي للصكوك الدولية لعام 2021



المصدر: (IIFM Sukuk Report, 2022)

ويظهر من الشكل أنه لم يحصل تغيير جوهري للتوزيع الهيكلي للصكوك الدولية، فلا تزال حصة صكوك الوكالة هي الأكبر، تليها صكوك الإجارة- المرابحة، وصكوك الإجارة. من المحطات الفارقة

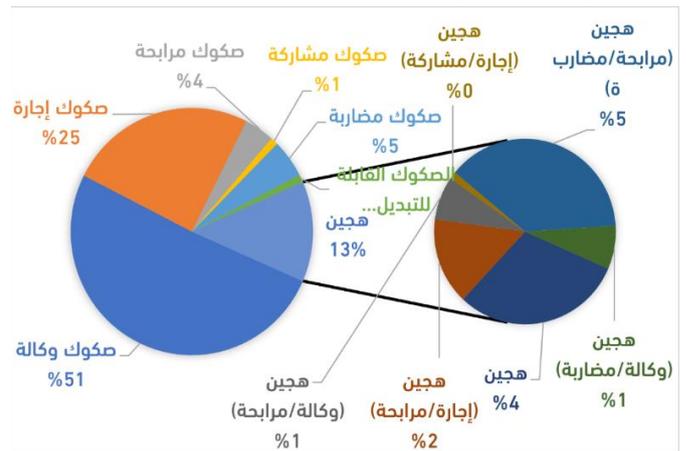
## 5. تحليل هياكل الصكوك:

فيما يتعلق بهياكل الصكوك وميزاتها والمشاركين فيها، بشكل عام هناك فرق بين أسواق الصكوك الدولية والمحلية ومن ثم تختلف متطلبات وشعبية هياكل تمويل الصكوك بين السوقين.

### 1.5 إصدارات الصكوك الدولية وتوزيعها الهيكلي والقطاعي:

على الصعيد الدولي، حافظ هيكل صكوك الوكالة على صدارته مقارنة بهيكل صكوك الإجارة وغيرها من الهياكل باعتباره الأكثر استخداماً من قبل المصدرين في السوق الدولية بحصة سوقية بلغت 51% (21 مليار دولار أمريكي) (بانخفاض طفيف بنحو 5% مقارنة بالعام الذي سبق)، وحلت صكوك الإجارة ثانياً حيث ارتفعت حصتها في السوق إلى 18% (7.5 مليار دولار أمريكي)، ثم صكوك المضاربة بنسبة 6% (2.7 مليار دولار أمريكي). يوضح الرسم البياني (9) هياكل الصكوك المفضلة بالنسبة للصكوك الدولية:

شكل 9. هياكل الصكوك الدولية (2010-2018)



المصدر: (International Islamic Financial Market, 2021)

برزت كذلك بعض الدول كقوى دافعة للإصدارات المحلية، من ذلك: مملكة البحرين، وإندونيسيا، والمملكة العربية السعودية، وباكستان، وقطر، وتركيا. وقد واصلت مملكة البحرين إصداراتها الدورية للصكوك، خاصة الصكوك قصيرة الأجل وشهدت أيضا العديد من الإصدارات المهمة.

ظلت صكوك المرابحة -تاريخياً- الهيكل الأكثر استخداماً، حيث كانت تمثل أكثر من نصف حجم الإصدارات المحلية للصكوك، غير أن تغيراً جوهرياً، حيث تراجعت نسبتها من إجمالي الإصدارات (من 29% إلى 30%) على حساب صكوك الإجارة التي كانت تمثل 18% من حصة الإصدارات، وخلال سنتي 2019 و2020 صارت الهيكل الأكثر استخداماً (حوالي 41% من حصة الإصدارات لعام 2020)، تليهما الصكوك الهجينة القائمة على هيكل (مرابحة / مضاربة) بنسبة 10%. لا تزال صكوك المضاربة والوكالة جزءاً من المزيج الهيكلي المرغوب فيه من وجهة نظر التنوع، ويتضح من هذا التوزيع الهيكلي أن عام 2020 شهد توزيعاً هيكلياً متوازناً إلى حد ما، وهو أمر مرغوب فيه في كل الأحوال، كما أنه مشجع لسوق الصكوك والفاعلين فيه، حيث يعني ذلك المزيد من التنوع وتقليل التركيز على هيكل معين.

أصبحت سوق الصكوك المحلية نشطة في عدد من الدول، ولا سيما المملكة العربية السعودية وإندونيسيا وتركيا. وتوفر البنوك المركزية سبلاً للبنوك الإسلامية والمستثمرين الآخرين لاستثمار فائض السيولة لديها في برامج الصكوك الحكومية المصممة لتوفير فرص متكافئة للمؤسسات المالية الإسلامية. علاوةً على ذلك، فإن عدداً من البلدان

في تاريخ قطاع الصكوك هو ما حدث عام 2017، حيث أصدرت المملكة العربية السعودية هيكلًا جديدًا مبتكراً يتكون من المضاربة والمرابحة. لا تزال الصكوك الهجينة التي تمزج أكثر من عقد تعرف قبولا وانتشارا بين الفاعلين في سوق الصكوك، ولعل أكثرها قبولا صكوك الوكالة القائمة على أساس مزيج من الإجارة والمرابحة. أحد أهم أسباب انتشار إصدارات صكوك الوكالة هو مرونتها عند هيكلتها، كما ساهمت في تقليل مشكلة الحاجة للأصول.

## 2.5. إصدارات الصكوك المحلية وتوزيعها الهيكلي والقطاعي:

فيما يتعلق بأسواق الصكوك المحلية، فقد بلغت إصدارات الصكوك خلال عام 2021 ما قيمته 138.7 مليار دولار أمريكي، بعدما بلغت عام 2020 ما قيمته 132.23 مليار دولار أمريكي مقارنة بقيمة 107 مليار دولار أمريكي عام 2019، (أنظر شكل 12)، وقد حافظت ماليزيا على أكبر حصة من حيث الحجم والقيمة، ولا تزال أكبر مصدر للصكوك المحلية بنسبة 40.65% (53.7 مليار دولار أمريكي).

شكل 12. إصدارات الصكوك المحلية (2014-2021)



المصدر: (IIFM Sukuk Report, 2022)

**جدول 4. إصدارات الصكوك المحلية بحسب المصدرين**

2021	2020	2018-2010	
64%	60%	67%	سيادي
17%	14%	19%	شركات
13%	18%	4%	مؤسسات مالية
6%	8%	10%	شبه سيادي
100%	100%	100%	

**3.5. هياكل الصكوك السيادية:**

يظهر الجدول (5) هياكل الصكوك السيادية خلال سنتي 2019 و2020 على الترتيب:

**جدول 5. هياكل الصكوك السيادية (2019-2020)**

2020		2019		الهيكل
النسبة	القيمة	النسبة	القيمة	
30%	23760	32%	20332	صكوك مرابحة ↓
48%	38305	31%	19405	صكوك إجارة ↑
17%	13438	29%	18626	هجين (مرابحة/مضاربة) ↓
1%	606	6%	3609	صكوك وكالة ↓
3%	2122	2%	1071	صكوك سلم ↑
1%	899	-	-	صكوك مشاركة ↑
0.02%	15	-	-	صكوك مضاربة ↑

المصدر: (International Islamic Financial Market, 2021)

ويساعد الشكل (13) على ملاحظة التغيير الحاصل في هياكل الصكوك السيادية:

مثل غامبيا وساحل العاج والسنغال ومالي والمغرب وبنغلاديش وباكستان تعمل بنشاط على تطوير أسواق الصكوك المحلية لديها.

**إصدارات الصكوك الدولية بحسب المصدرين:**

يظهر الجدول (3) إصدارات الصكوك الدولية بحسب نوعية المصدرين، ويتضح جلياً سيطرة الصكوك السيادية وشبه السيادية على غالب الإصدارات، حيث تقترب من 85% من إجمالي الإصدارات.

كانت الإصدارات شبه السيادية في السوق الدولية قوية نسبياً حيث بلغت مساهمة الإصدار نسبة 40%، في حين ما تزال الإصدارات السيادية هي المهيمنة بنسبة 44%. انخفضت نسبة إصدارات المؤسسات المالية إلى 14% (من نسبة 23% سنة 2020)، كما تراجع إصدارات الشركات مرة أخرى إلى 2%.

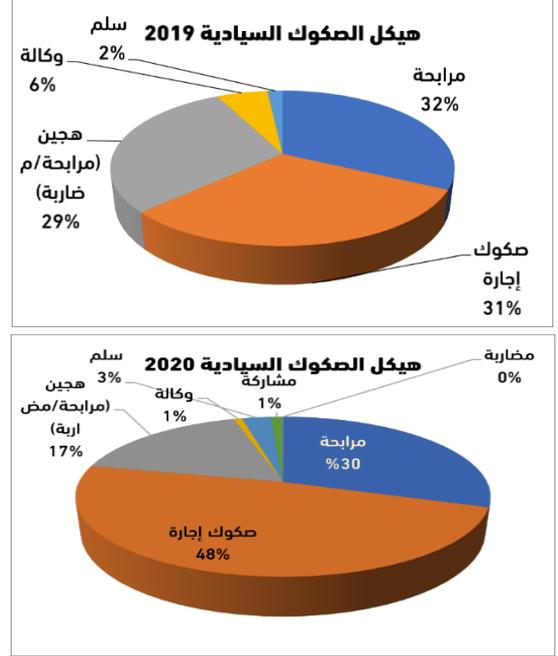
**جدول 3. إصدارات الصكوك الدولية بحسب المصدرين**

2021	2020	2018-2010	
44%	23%	31%	سيادي
2%	9%	18%	شركات
14%	23%	13%	مؤسسات مالية
40%	45%	38%	شبه سيادي
100%	100%	100%	المجموع

**إصدارات الصكوك المحلية بحسب المصدرين:**

خلال 2021، ظلت حصة الإصدارات السيادية في السوق المحلية قوية، وقد ساهمت بنسبة قريبة من 65% من إجمالي قيمة الإصدارات وتليها إصدارات الشركات (17%)، والمؤسسات المالية (13%)، والجهات شبه السيادية (6%).

شكل 13. التغيير في هيكل الصكوك السيادية



المصدر: (International Islamic Financial Market, 2021)

## 1.6. العوامل المحركة لأسواق الصكوك:

تشمل المحركات الرئيسية لسوق الصكوك والتي ساعدت على إبقائه سوقاً ينمو بشكل مطرد ما يلي:

- إصدارات من دول راسخة في التمويل الإسلامي، على سبيل المثال: لا تزال كل من المملكة العربية السعودية، وماليزيا، وإندونيسيا تستحوذ على حوالي ثلثي إصدارات الصكوك على مستوى العالم.
- دخول العديد من المصدرين الجدد، على سبيل المثال: تزداد حصتها في الكويت، وقطر والإمارات العربية المتحدة.
- إصدار صكوك المستوى 1 والمستوى 2 لرأس المال التنظيمي (صكوك متوافقة مع متطلبات بازل 3).
- الزيادة في الإصدارات طويلة الأجل لمدة 30 عاماً.
- الزيادة في الإصدارات قصيرة الأجل لإدارة السيولة وزيادة التركيز على تمويل المشاريع والإصدارات ذات الصلة بالمعايير البيئية والاجتماعية والحوكمة (ESG).

## 2.6. الطلب على الصكوك:

إن الطلب المتزايد على الصكوك من دول مجلس التعاون الخليجي (مملكة البحرين والمملكة العربية السعودية والإمارات العربية المتحدة وسلطنة عمان) والدول الإسلامية الأخرى مثل ماليزيا وإندونيسيا وتركيا وباكستان وبروناي دار السلام ومنطقة إفريقيا مثل نيجيريا ومصر وغامبيا وغيرها، والبنك الإسلامي للتنمية وفرت الزخم لنمو أقوى

## 6. التحليل الكيفي لأسواق الصكوك:

استناداً إلى التحليل الكمي السابق الإشارة إليه، ومن خلال تتبع تاريخ ومستجدات أسواق الصكوك، فإنه يمكن تحليل الجوانب النوعية المتعلقة بهذه الأسواق. عموماً، فقد حافظت سوق الصكوك العالمية على جاذبيتها للمصدرين والمستثمرين على حد سواء كما يتضح ذلك من الرقم القياسي لإجمالي إصدارات الصكوك (قصيرة الأجل وطويلة الأجل) في كل من أسواق الصكوك المحلية والعالمية. وفيما يلي تحليل لعوامل الطلب والعرض على الصكوك، وأهم التحديات التي تواجه بشكل خاص في الظروف الحالية التي استمرت بحدوث كبير هو جائحة كوفيد-19:

في الإصدارات. في السنوات الأخيرة، أصدرت بانتظام العديد من الدول الإسلامية المذكورة صكوكاً مرجعية في الأسواق المحلية والدولية. وقد تبنت بعض الدول، بما في ذلك البلدان الأفريقية، استراتيجية مملكة البحرين في إصدار صكوك قصيرة الأجل بانتظام لدعم متطلبات السيولة والاستثمار للمؤسسات المالية الإسلامية المحلية، وتعد مملكة البحرين وبروناي دار السلام وإندونيسيا وماليزيا وتركيا وبعض الدول الإفريقية من أكثر المصدرين باستمرار لصكوك قصيرة الأجل في عام 2020.

### 3.6. الاتفاق المستقبلية:

#### نمو الصكوك المرتبطة بالبيئة والحكومة

من التطورات الإيجابية التي عرفت سوق الصكوك هو التوجه نحو إصدار الصكوك المسؤولة، أو الصكوك المرتبطة بالبيئة والمجتمع والحكومة (ESG)، وتتزايد حصتها بشكل ملحوظ، وتتوقع السوق المالية الإسلامية الدولية أن تتجاوز قيمتها 20 مليار دولار أمريكي عام 2022.

#### نمو الصكوك ذات العائد الثابت:

من المتوقع أن يستمر اتجاه إصدار الصكوك بمعدل ربح ثابت نظراً لحقيقة أن قاعدة المستثمرين تعد أكثر تنوعاً بكثير مقارنة بالسنوات الأولى من إصدار الصكوك عندما كان المستثمرون عموماً مؤسسات مالية. لا شك أن الصكوك الصادرة بمعدلات ربح ثابتة تعطي المزيد من فرص التداول وتساعد كذلك في تطوير سوق الصكوك الثانوية.

#### المزيد من التنوع في هياكل الصكوك

يتوقع أن تفتح الإصدارات الجديدة القائمة على هياكل مبتكرة هجينة شهية المصدرين، على سبيل المثال، يتوقع أن تزيد إصدارات الصكوك القائمة على المضاربة للمزايا التي توفرها، من ذلك إمكانية اعتبارها ضمن أدوات رأس المال النظامي للبنوك.

#### دور الهيئة الإسلامية العالمية لإدارة السيولة:

إن الهيئة الإسلامية العالمية لإدارة السيولة لا تزال مصدرًا نشطًا للصكوك الدولية قصيرة الأجل، وهذا يوفر وسيلةً بديلةً لإدارة السيولة للمؤسسات المالية الإسلامية النشطة في سوق قصيرة الأجل والتي تبحث عن الأوراق المالية منخفضة المخاطر لتلبية متطلبات الأصول عالية الجودة للمنظمين. ساهم إصدار المزيد من الصكوك الجديدة في نوعيتها وإعادة تمويل الصكوك المستحقة في الحفاظ على مسار حجم الصكوك بشكل إيجابي.

#### الصكوك المدعومة بأصول:

قد تستمر إصدارات الصكوك المدعومة بالأصول على الرغم من أن الحجم قد يكون محدوداً نظراً للتوافر المحدود للأصول القابلة للتحويل بالكامل والمسائل الهيكلية والتحديات القانونية وخاصة معالجة متطلبات نقل الملكية وكذلك إدارة أخطار الأصول محل المعاملة.

### 4.6. كيف تعاملت أسواق الصكوك مع

#### التحديات:

#### جائحة كوفيد-19:

حتى الآن، يقتصر تأثير جائحة كوفيد-19 على سوق الصكوك على عدد قليل من الشركات المصدرة، ومع ذلك، ظلت الصكوك أداة جذابة في سوق

- قضايا التدفق النقدي، حيث يصعب على الشركات موازنة تدفقات الصكوك مع التدفقات النقدية للمشروع الممول.
- الحوافز الضريبية وغير ذلك من الأسباب ذات الصلة.

▪ الوضع الناجم عن جائحة كوفيد-19. إن أهم قضية تتعلق بصكوك الشركات هي أخطار التخلف عن السداد (أخطار الائتمان) وإعادة الهيكلة التي كانت مدعاة للقلق خلال الأزمة الاقتصادية العالمية لعام 2008 وقد ظهرت مرة أخرى وإن كانت مقتصرة على عدد قليل من الإصدارات المحلية والدولية.

#### **انكماش إصدارات الصكوك بالعملة غير المحلية**

يقصد بإصدارات الصكوك بالعملة غير المحلية، قيام مصدر في دولة ما بإصدار صكوك بعملة بلد آخر، مثلاً قيام مصدر من دولة عربية بإصدار صكوك بالرينغيت الماليزي أو الدولار الأمريكي، أو قيام شركة ماليزية بإصدار صكوك بالدولار السنغافوري أو اليوان الصيني...إلخ، ولا يزال الدولار الأمريكي هو العملة المفضلة لإصدار الصكوك، ويبدو أن هذا الاتجاه سيبقى هو الغالب خلال السنوات القادمة.

رأس المال الإسلامي من وجهة نظر المصدرين والمستثمرين، ويتضح من تتبع حجم الإصدارات أن الصكوك لم تتأثر بآثار الجائحة ولا بتأثيراتها الممتدة بعد إعادة فتح اقتصادات الدول.

#### **التحول من الليبور:**

بشكل عام، لم تواجه سوق الصكوك أي مشاكل كبيرة بسبب إصلاحات أسعار الفائدة القياسية العالمية والانتقال من الأسعار المتاحة بين البنوك (إيبور) إلى المعدلات الخالية من المخاطر لأنه يتم استخدام أيبور في الغالب في إصدارات الصكوك قصيرة الأجل. علاوة على ذلك، نشرت السوق المالية الإسلامية الدولية ورقة بيضاء حول إصلاحات معدلات المقارنة العالمية وتأثيرها على الصناعة الإسلامية، وتقوم حالياً بتقييم التعديل المطلوب في الوثائق من خلال عمليتها الاستشارية. وخلال النصف الأول من عام 2021، أصدر البنك الإسلامي للتنمية صكوكاً على أساس سعر الفائدة الخالي من الخطر (RFR) لتحديد الاتجاه في السوق.

#### **تحديات إصدار صكوك الشركات:**

يعتبر دور الشركات في إصدار الصكوك مهماً للغاية، فهي في العادة القوة الدافعة لمختلف إصدارات الأوراق المالية بما فيها الصكوك، وهي التي يعول عليها كثيراً في تطوير سوق الصكوك. إلى الآن، لا تزال مساهمة صكوك الشركات هي الأقل بين كل أنواع المصدرين الآخرين (سيادي، شبه سيادي، قطاع مالي). في الحقيقة أن هناك بعض الأسباب لضعف أداء قطاع الشركات في إصدار الصكوك، منها:

- الظروف الاقتصادية
- السياسات الحكومية تجاه قطاع معين

## قائمة المصادر:

1. عبد الكريم قندوز (2022). الصكوك، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة.
2. ICD-REFINITIV. (2021). Islamic Finance Development Report 2020: PROGRESSING THROUGH ADVERSITY.
3. IFSB. (2018). Islamic Financial Services Industry Stability Report. Islamic Financial Services Board.
4. IFSB. (2020). Islamic Financial Services Industry.
5. International Islamic Financial Market. (2021). IIFM Sukuk Report. Bahrain. Retrieved from <https://www.iifm.net/public/frontend/general-documents/bcd691cfb4233fb37d783550210103921635251580.pdf>
6. Islamic Financial Services Board. (2020). Islamic Financial Services Industry Stability Report 2020. Malaysia.

## نافذة على الدول العربية

### الصناعة المالية الإسلامية بتونس

د. عبد الكريم أحمد قندوز - اقتصادي أول

#### 1. الصناعة المالية بتونس:

تخضع البنوك والمؤسسات المالية في تونس لرقابة البنك المركزي التونسي حسب القانون عدد 35 لسنة 2016 (مؤرخ في 25 أبريل 2016) والقانون عدد 48 لسنة 2016 (مؤرخ في 11 يوليو 2016) المتعلق بالبنوك والمؤسسات المالية، بغرض الحفاظ على متانتها وحماية المودعين ومستعملي الخدمات المصرفية، بما يسهم في حسن سير القطاع المصرفي وتحقيق الاستقرار المالي.

يمارس البنك المركزي التونسي الرقابة بنوعيتها: الداخلية (المكتبية) والخارجية (الميدانية) بهدف تعزيز نجاعة منظومة الحوكمة والرقابة الداخلية، والتأكد من صلابة الوضعية المالية، ونجاعة منظومة إدارة المخاطر على المستويين الجزئي والكلي، بما في ذلك إلزام المؤسسات ذات الوضعيات الخاصة (مثلا ذات الأهمية النظامية أو ذات التعرضات العالية للأخطار) بمتطلبات تصرف أكثر حذراً وأشد حراماً. يمارس البنك المركزي رقابة تكميلية على مستوى المجمععات المالية، حيث لا تمس هذه الرقابة التكميلية الرقابة المجراة من

قبل سلطات الرقابة الأخرى. تغطي الرقابة المصرفية كافة مراحل دورة حياة البنك والمؤسسة المالية، بداية من منح الترخيص لممارسة النشاط إلى غاية عملية الحل والتصفية، وتختتم أعمال الرقابة المصرفية سنويا من خلال إصدار تقرير عن الرقابة المصرفية.

يعرف القانون عدد 48 لسنة 2016 (مؤرخ في 11 يوليو 2016) العمليات المصرفية على أنها عمليات قبول الودائع من الجمهور (بغض النظر عن مدتها وشكلها)، عمليات منح القروض بكل أشكالها، عمليات الإيجار المالي، عمليات خدمة إدارة القروض (الفكتورينغ)، عمليات الصيرفة الإسلامية، وضع وسائل الدفع على ذمة العملاء وإسداء خدمات الدفع.

يتولى البنك المركزي التونسي ولجنة الاستقرار المالي (لجنة وطنية) الحفاظ على الاستقرار المالي، ويتم التنسيق والتعاون بينهما من خلال هيئة الرقابة الاحترازية الكلية والتصرف في الأزمات المالية، المشكلة من محافظ البنك المركزي (رئيس الهيئة) وممثل من الوزارة المكلفة بالمالية، ورئيس هيئة السوق المالية، ورئيس الهيئة العامة للتأمين، والمدير العام لسلطة رقابة التمويل الأصغر.

#### 1.1 البنوك والمؤسسات المالية العاملة

##### بتونس:

بلغ عدد البنوك والمؤسسات المالية بتونس 42 مؤسسة في سنة 2020، وتتوزع المؤسسات المذكورة بين 23 بنكا مقيما، و10 مؤسسات مالية، وبنكي أعمال، و7 بنوك ذات طابع خاص (بنوك غير

## 2.1. نبذة تاريخية حول البنوك الإسلامية

### في تونس:

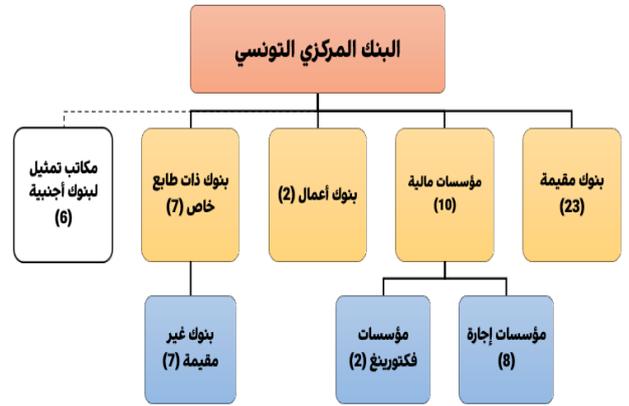
في حالة تونس، ظهر التمويل الإسلامي لأول مرة في أوائل الثمانينيات من القرن العشرين في القطاع المصرفي مع إنشاء بنك دولي في يونيو 1983 هو بنك (بيت التمويل السعودي التونسي). كان تأسيس البنك كفراع مالي لأحد المشروعات العقارية العملاقة في العاصمة التونسية آنذاك، لذلك كان ظهور التمويل الإسلامي هذا إجراءً لمرة واحدة ولا يُظهر أي توجه استراتيجي حكومي نحو تبني التمويل الإسلامي آنذاك. علاوة على ذلك، لم يرافق إنشاء بيت التمويل السعودي التونسي أي إجراءات لوضع إطار تشريعي خاص بالتمويل الإسلامي الذي واصل أنشطته بموجب قانون ينظم عمل البنوك التقليدية (القانون رقم 85-108 المؤرخ 6 ديسمبر 1985) الذي يحد من مجالات عمله ويبطئ توسعه.

استغرق ظهور تجربة ثانية في مجال التمويل الإسلامي حوالي 15 سنة، حيث تم إنشاء بيت الأيجار المالي التونسي السعودي القائم على عقود الإجارة عام 1999، واستمر عمل المؤسسة كذلك في غياب أي إطار تشريعي خاص بالتمويل الإسلامي. شهدت نهاية عام 2009 ظهور أول بنك إسلامي مقيم مرخص له بالعمل دون قيود كبنك إسلامي بموجب القوانين التي تحكم البنوك التقليدية، وهو بنك الزيتونة، ولكن دوماً في ظل غياب إطار تشريعي ينظم مجال التمويل الإسلامي. تجدر الإشارة إلى أنه حتى نهاية عام 2009، لم تتجاوز الحصة السوقية للتمويل الإسلامي من حيث الودائع المحصلة نسبة 1% من السوق المصرفي.

مقيمة)، هذا دون احتساب 6 مكاتب تمثيل لبنوك أجنبية.

بفضل الرقابة والإشراف المستمرين من البنك المركزي التونسي، يتمتع القطاع المصرفي في تونس بمتانة واضحة، تدل عليه نتائج أعمال البنوك وأدائها لعقود، فضلاً عن عدم تعرض البنوك مفردة أو القطاع المالي ككل لعقود من الزمن لأية أزمات مالية أو مصرفية ذات تأثير معتبر.

### شكل 1. هيكل النظام المالي التونسي



المصدر: المؤلف استناداً إلى تقرير الرقابة (2020)

تستحوذ المصارف الحكومية على حصة معتبرة من النشاط المصرفي في تونس، إذ تسيطر على نحو 39 بالمائة من موجودات القطاع المصرفي، و40 بالمائة من القروض، و36 بالمائة من الودائع، تليها المصارف الخاصة التونسية والتي تسيطر على 29 بالمائة من الموجودات، 30 في المئة من القروض، و31 في المئة من الودائع. أما المصارف المشتركة فتبلغ حصتها حوالي 4 في المئة من الموجودات والقروض، و2 في المئة من الودائع. أما بالنسبة إلى المصارف الأجنبية، فتستحوذ على 28 في المئة من الأصول، 26 في المئة من القروض و31 في المئة من الودائع (صندوق النقد العربي: 2022)

- منشور تعريف عمليات الصيرفة الإسلامية وضبط صيغ وشروط ممارستها، عدد 8 لسنة 2019.
  - المذكرة العامة عدد 32 لسنة 2016 الصادرة من وزارة المالية والخاصة بالنظام الجبائي للعمليات المعمولة بأدوات التمويل الإسلامي (الإجارة والمرابحة والاستصناع والسلم والمضاربة والصكوك).
- يوضح الشكل 2 أهم القوانين والتنظيمات التي صدرت في تونس لتنظيم قطاع التمويل المتوافق مع الشريعة الإسلامية:

شكل 2. الإطار القانوني والتشريعي للمالية الإسلامية في تونس



المصدر: المؤلف

انعكست القوانين المذكورة على واقع الصناعة، فشهدت الصيرفة الإسلامية تطوراً ملحوظاً في الفترة الأخيرة في تونس، حيث يعمل عدد من المؤسسات المالية الإسلامية التي تغطي مختلف القطاعات الفرعية للصناعة، منها القطاع المصرفي

ويرجع ذلك بدرجة أساسية إلى أن (بيت التمويل السعودي التونسي) مُنعت من تجاوز هذا الحد (بحسب القانون 85-108)، وثانياً لأن بنك الزيتونة لم يبدأ أنشطته حتى فبراير 2010. في السنوات الأخيرة، شرعت تونس في عدة مشاريع للإصلاحات الاقتصادية، من بينها القطاع المصرفي والمالي الذي يهدف إلى تحديث القطاع وسد الثغرات التنظيمية القائمة، بما في ذلك تلك المتعلقة بالتمويل الإسلامي.

### 3.1. الإطار التشريعي لصناعة المالية الإسلامية بتونس:

تعتبر المنظومة التشريعية الخاصة بالصناعة المالية الإسلامية في تونس شبه مكتملة، وقد صدر إلى الآن:

- قانون البنوك والمؤسسات المالية في 11 يوليو 2016 والذي تضمن مواد قانونية متعلقة بالصيرفة الإسلامية.
- القانون رقم 47-2014 المؤرخ 24 يوليو 2014، بتعديل واستكمال قانون التأمين، الذي ينظم تأمين "التكافل".
- القانون رقم 48-2013 المؤرخ 9 ديسمبر 2013، المتعلق بصناديق الاستثمار الإسلامية.
- القانون عدد 30-2013 المؤرخ في 30 يوليو 2013 بشأن الصكوك الإسلامية.
- الأمر رقم 117-2011 المؤرخ 5 نوفمبر 2011 والنصوص اللاحقة التي تنظم نشاط مؤسسات التمويل الأصغر.

(مصرف الزيتونة، بنك البركة، بنك الوفاق)، وقطاع التكافل (زيتونة تكافل، تكافلية، أمانة تكافل)، ومؤسسات مالية أخرى غير مصرفية (مثل "زيتونة تمكين" وهي مؤسسة للتمويل الأصغر المتوافق مع الشريعة).

## 2. التطورات الأخيرة في مجال

### التمويل الإسلامي:

#### 1.2. الخطة الضريبية

أدخلت قوانين المالية للأعوام 2012 و2014 و2016 النظام الضريبي لمختلف أدوات التمويل الإسلامي، شاملة كلا من عقود الإجارة والمرابحة والاستصناع والسلم والمضاربة والصكوك. في هذا الصدد، أصدرت وزارة المالية بتاريخ 31 مارس 2016، المذكرة العامة عدد 32 لسنة 2016 الخاصة بالنظام الجبائي للعمليات الممولة بأدوات التمويل الإسلامي (الإجارة والمرابحة والاستصناع والسلم والمضاربة والصكوك)، والتي كانت مجالاً تطبيقياً ذا أهمية كبيرة للتمويل الإسلامي. كان لهذه المذكرة ميزة إضفاء الطابع الرسمي على الأدوات المستخدمة حتى ذلك الحين من قبل المشغلين الثلاثة في التمويل الإسلامي (بنك البركة، بنك الزيتونة، وبنك الوفاق) والاعتراف بها كمنتجات مصرفية تخضع لنفس الحقوق والالتزامات مثل تلك الخاصة بالتمويل التقليدي، كما كان له ميزة تحديد المنتجات الإسلامية الرئيسية الأخرى ومنحها نفس المزايا الضريبية الممنوحة لمنتجات المؤسسات المالية التقليدية.

## 2.2. الإصلاحات التنظيمية والتشريعية

على المستوى التنظيمي والتشريعي، أصدرت الجهات الإشرافية على القطاع المالي في تونس مجموعة متكاملة من القوانين التي تغطي مختلف قطاعات الصناعة الإسلامية بدءاً من البنوك وانتهاءً بالأسواق المالية الإسلامية ومروراً بالتأمين التكافلي، فيما يلي استعراض لأهم تلك القوانين:

### 1.2.2. قانون عدد 30 لسنة 2013 (30 يوليو 2013)

#### يتعلق بالصكوك الإسلامية

تتماشى المادة 1 من هذا القانون مع قواعد الشريعة الإسلامية، وتعترف بالصكوك على أنها أوراق مالية قابلة للتداول تمثل حصصاً مشتركة ذات قيمة متساوية في ملكية الممتلكات، أو المنافع، أو الخدمات، أو الحقوق الموجودة، أو التي سيتم إنشاؤها أو مزيج من الأصول أو المنافع أو الخدمات، العملات والذمم المدينة من حيلة الاكتتاب. يتم إصدارها بموجب عقد وفقاً للمعايير القياسية وعلى أساس مبدأ تقاسم الأرباح والخسائر. تعتبر المادة 2 من نفس القانون أن الصكوك هي أوراق مالية قابلة للتحويل بالمعنى المقصود في المادة 1 من القانون رقم 35-2000 المؤرخ 21 مارس 2000 بشأن إضفاء الطابع المادي على الأوراق المالية.

### 2.2.2. قانون عدد 48 لسنة 2013 (9 ديسمبر 2013)

#### يتعلق بصناديق الاستثمار الإسلامية

بموجب هذا القانون، فإن أحكام قانون التعهدات للاستثمار الجماعي الصادر بالقانون رقم 83-2001 المؤرخ 24 يوليو 2001، والقانون رقم 58-2005 المؤرخ 18 يوليو 2005 بشأن الصناديق الأولية،

4.2.2. قانون عدد 48 لسنة 2016 (11 يوليو 2016) يتعلق البنوك والمؤسسات المالية

يهدف هذا القانون إلى تنظيم شروط ممارسة العمليات المصرفية، وكيفية الرقابة على البنوك والمؤسسات المالية بما فيها تلك المتوافقة مع الشريعة، بغرض الحفاظ على متانتها وحماية المودعين ومستعملي الخدمات المصرفية، بما يسهم في حسن سير القطاع المصرفي، وتحقيق الاستقرار المالي. وقد عرّف هذا القانون العمليات المصرفية (الفصل 4) على أنها عمليات قبول الودائع من الجمهور، وعمليات منح القروض، وعمليات الإيجار المالي، وعمليات خدمة إدارة القروض (الفكتورينغ)، وعمليات الصيرفة الإسلامية. وبذلك، فإن هذا القانون ينظم شروط تقديم الخدمات المالية الإسلامية، وينظم الرقابة عليها. وبالتفصيل، يعرّف القانون (الفصل 11) عمليات الصيرفة الإسلامية على أنها العمليات المصرفية القائمة على غير أساس الفائدة، أخذاً وإعطاءً وفق آجال مختلفة في مجال قبول الودائع والتوظيف والتمويل والاستثمار في المجالات الاقتصادية بما يتفق مع عمليات الصيرفة الإسلامية للمعايير الدولية في هذا المجال، وتشمل تلك العمليات: المرابحة، التمويل بالإجارة مع خيار التملك، المضاربة، المشاركة، الاستصناع، السلم، الودائع الاستثمارية. تعرف الفصول 12، 13، 14، 15 كلا من عقود: المرابحة، والإجارة التمويلية، والاستصناع، والسلم على الترتيب.

والقانون رقم 88-92 المؤرخ 2 أغسطس 1988 المتعلق بشركات الاستثمار، وقانون تقديم الخدمات المالية لغير المقيمين الصادر بالقانون رقم 2009-64 المؤرخ 12 أغسطس 2009، تنطبق كلها على صناديق الاستثمار الإسلامية.

### 3.2.2. قانون عدد 47 لسنة 2014 (24 يوليو 2014) معدل ومتمم لقانون التأمين

بموجب هذا القانون، تم إدراج التأمين التكافلي ضمن قطاع التأمين بتونس. كان قطاع التأمين في تونس خاضعاً لقانون التأمين عدد 24 لسنة 1992، مؤرخ في 9 مارس 1992 يتعلق بإصدار مجلة التأمين، 92، وبإدخال الفصل السابع الخاص متمماً للقانون المذكور، فقد تم ترسيم التأمين التكافلي (الماد من 201 إلى 2017)، وضع إطاراً تشريعياً كاملاً خاصاً بالتأمين التكافلي. عرف القانون التأمين على التكافلي على أنه نظام تعاقدية تلزم بمقتضاه مجموعة من الأشخاص (المشتركون) بتحقيق التعاون بينهم في حالة تحقق الخطر أو حلول الأجل المبين بعقد التأمين التكافلي، وذلك بدفع مبلغ مالي على سبيل التبرع يدعى: (معلوم الاشتراك)، ويكون مجموع معالم الاشتراك صندوق المشركين الذي يخصص لدفع التعويضات ويكون منفصلاً بشكل تام عن حسابات مؤسسة التأمين التكافلي. وتقوم مؤسسة التأمين التكافلي بإدارة صندوق المشركين واستثمار الأموال المتجمعة فيه مقابل عمولة معينة وبما يتفق والمعايير الشرعية.

### 3. البنوك الإسلامية:

تم إثراء النظام المصرفي التونسي منذ مارس 2010 بدخول بنك جديد متخصص في التمويل الإسلامي هو بنك الزيتونة. منذ يناير 2014، أصبح البنك الخارجي "بنك البركة تونس (البركة)" الذي تم تحويله إلى بنك شامل اعتباراً من ديسمبر 2013، مدرجاً في الإحصاءات المصرفية. في نوفمبر 2015، تم تحويل المؤسسة المالية (الوفاق للإيجار المالي) (EL Wifack leasing) إلى بنك متخصص في العمليات المصرفية الإسلامية يسمى بنك الوفاق (Wifak Bank).

حالياً، يبلغ عدد المصارف الإسلامية في تونس ثلاثة بنوك من مجموع 22 بنكاً، وهي مصرف الزيتونة وبنك البركة وبنك الوفاق، لتدخل بذلك المالية الإسلامية إلى أهم مكونات القطاع المصرفي في تونس. وعلى الرغم من أن "بنك الوفاق" قد بدأ نشاطه الفعلي سنة 2016، إلا أن حصة أصول المصارف الإسلامية في إجمالي أصول البنوك لا تزال ضعيفة حيث إنها لا تتجاوز 6 بالمائة من إجمالي الأصول في القطاع المصرفي في تونس.

#### 1.3. مصرف الزيتونة:

يعتبر مصرف الزيتونة أول بنك إسلامي تونسي تأسس سنة 2009، وهو بنك تجاري شامل يخضع للنصوص القانونية التي تدير النشاط البنكي في تونس. وانطلق نشاط المصرف بصفة فعلية سنة 2010 ليوفر منتجات وخدمات في مجال حسابات الإيداع والتمويلات والاستثمارات التشاركية. تميزت

سنة 2017 بالنسبة لمصرف الزيتونة بالأحداث التالية:

- تحرير الزيادة في رأس المال بقيمة 5.31 مليون دينار والتي تم إقرارها سنة 2016 وكذلك في رأس مال المصرف الذي ارتفع من 5.88 مليون دينار إلى 120 مليون دينار بنهاية سنة 2017،
- تطور مجموع الموازنة بمبلغ 542 مليون دينار، ارتفاع الودائع بقيمة 409 مليون دينار، تحقيق نتيجة صافية إيجابية بقيمة 8,19 مليون دينار، افتتاح 11 فرع جديد لتعزيز الشبكة إثر دخول برنامج جديد لحيز التنفيذ في نهاية السنة ليبلغ مجموع الفروع 114 نهاية سنة 2017.

#### 2.3. بنك البركة:

يعتبر بنك البركة البنك الإسلامي الثاني في تونس، ويحتل اليوم مرتبة ريادية في مجال الصيرفة الإسلامية. تم تأسيسه سنة 1983 تحت تسمية «بيت التمويل التونسي السعودي» من طرف الدولة التونسية والشيخ صالح عبد الله كامل مؤسس مجموعة «دلة البركة». وفي سنة 2009، وسعياً لتوحيد الهوية التجارية لمجموعة البركة المصرفية، تم تغيير تسمية البنك ليصبح «بنك البركة تونس». وتحصل بنك البركة تونس سنة 2013 على ترخيص لتحويل نشاطه من بنك غير مقيم إلى بنك شمولي مقيم ويمارس نشاطه طبقاً لصناعة المالية الإسلامية. كما قام بنك البركة تونس بتطوير منتجاته وخدماته طبقاً للقوانين والتراتيب الجاري بها العمل

وأحكام المالية الإسلامية وذلك استنادا على بناء علاقة شراكة في مختلف العمليات المالية والتجارية وتطبيق مبدأ المشاركة في النتائج بين الأطراف المتعاقدة، إلى جانب ضرورة اقتران كل عملية مالية بمعاملة تجارية حقيقية. تحصل بنك البركة على لقب أفضل بنك إسلامي في تونس لسنة 2018.

### 3.3. بنك الوفاق:

تأسس بنك الوفاق (برأس مال قدره 150 مليون دينار تونسي) كمؤسسة مصرفية سنة 2015 على (تحصل بنك الوفاق على تأشيرة البنك المركزي بتاريخ 8 أكتوبر 2014) إثر عملية تحول مؤسسة "الوفاق للإيجار المالي" (أنشئت عام 2002) إلى بنك شمولي متخصص في عمليات الصيرفة الإسلامية بموافقة البنك المركزي التونسي ومساعدة فنية من المؤسسة الإسلامية لتنمية القطاع الخاص (عضو مجموعة البنك الإسلامي للتنمية). وبتأسيس بنك الوفاق، صار عدد البنوك الإسلامية في تونس ثلاثة بنوك. ساهم بنك الوفاق في إثراء الساحة المالية وذلك منذ انطلق نشاطه بداية من سنة 2017، ويعمل البنك بتوسيع نشاطه من ناحية تنويع الخدمات المالية التي يقدمها أو من ناحية انتشاره في أرجاء التراب التونسي.

### 4.3. هيئة مراقبة مطابقة معايير الصيرفة

#### الإسلامية:

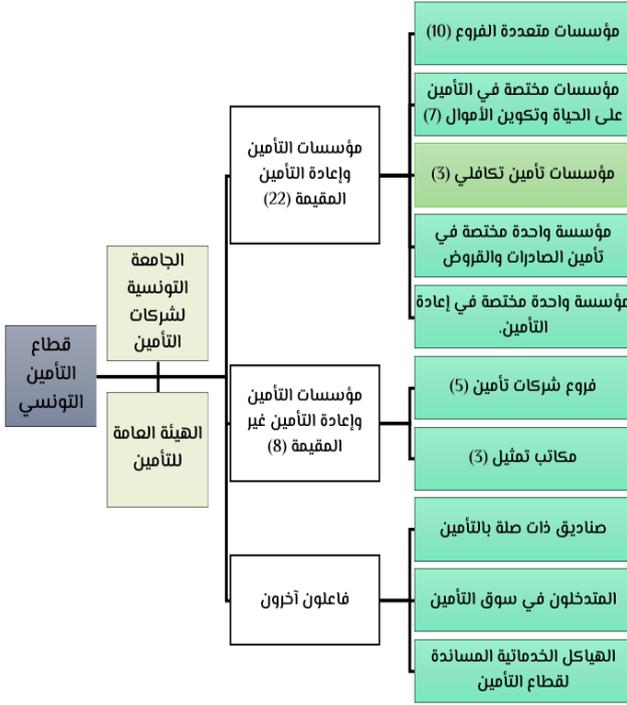
سمح القانون عدد 48 لسنة 2016، للبنوك والمؤسسات المالية المرخص لها بممارسة عمليات الصيرفة الإسلامية أن تحدث هيئة مراقبة مطابقة

معايير الصيرفة الإسلامية، تكون مرتبطة بمجلس الإدارة أو بمجلس المراقبة، تتولى المهام التالية:

- التأكد من مدى توافق العمليات المصرفية الإسلامية مع المعايير المضبوطة في هذا المجال.
  - إبداء الرأي في مدى امتثال المنتجات وصيغ العقود والإجراءات العملية للنشاط مع معايير الصيرفة الإسلامية.
  - النظر في أية مسائل تتعلق بالصيرفة الإسلامية تُعرض عليها من قبل البنك أو المؤسسة المالية.
- تخضع هيئة مراقبة معايير الصيرفة الإسلامية إلى النصوص التالية:

- قانون عدد 35-2016 المؤرخ في 25 أبريل 2016، المتعلق بضبط النظام الأساسي للبنك المركزي التونسي.
- القانون عدد 48-2016 المؤرخ في 11 جويلية 2016 المتعلق بالبنوك والمؤسسات المالية، وكذلك النصوص التنظيمية والترتيبية والتطبيقية في هذا المجال.
- معايير الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية "أيوفي".
- معايير المحاسبة والمراجعة والضوابط الخاصة بالمؤسسات المالية الإسلامية الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (أيوفي).

### شكل 3. هيكل قطاع التأمين بتونس



المصدر: المؤلف

## 4. التأمين التكافلي:

### 1.4. هيكل سوق التأمين التونسية:

أصبح قطاع التأمين يتكون من 24 مؤسسة مقيمة مع نهاية سنة 2020. تتوزع المؤسسات المقيمة حسب الاختصاصات التي تباشرها كالتالي:

- 15 مؤسسة تمارس مختلف أنواع التأمين وفروعه، ومنها 3 شركات تأمين
- 7 مؤسسات مختصة في التأمين على الحياة وتكوين الأموال
- مؤسسة واحدة مختصة في تأمين الصادرات والقروض
- مؤسسة واحدة مختصة في إعادة التأمين.

إضافة إلى المؤسسات المقيمة، يوجد في سوق التأمين التونسية ثماني مؤسسات غير مقيمة (5 فروع و3 مكاتب تمثيل لشركات أجنبية). تشمل شركات التأمين التكافلي كلا من الزيتونة تكافل، والأمانة تكافل، والتكافلية.

### 2.4. سوق التأمين التكافلي التونسية:

شهد التأمين التكافلي خلال السنوات الأخيرة نموًا هائلاً على المستوى العالمي، حيث بلغ نسق تطوّر معدل سنوي بلغت 20% مقابل نسبة تطوّر بمعدل 10% للتأمين التقليدي لنفس الفترة. ومن المنتظر أن ينمو التأمين التكافلي خلال الفترة القادمة بمعدل 22% سنوياً مقابل 6% فقط للتأمين التقليدي في كافة الأسواق التي تمارس التأمين التكافلي في العالم

في هذا الإطار، وبهدف استقطاب الاستثمارات المتأثية من البلدان الإسلامية التي تشترط توفر قطاع مالي ينشط وفق التعاليم الإسلامية، وضعت الجامعة التونسية لشركات التأمين والهيئة العامة للتأمين إطاراً تشريعياً جديداً ينظم التأمين التكافلي وفقاً لمبادئ الشريعة الإسلامية وذلك

## 5. أسواق المال المتوافقة مع الشريعة:

تجد البنوك الإسلامية صعوبة في إعادة التمويل على المدى القصير بسبب ندرة السيولة المصرفية من جهة وغياب سوق المال الإسلامي من جهة أخرى. يمكن لإصدار بنك "الوفاق" لقرض رقايعي وفقا لمبادئ الشريعة أن يفتح الطريق للصكوك ومن ثمة تكريس التمويل الإسلامي في الصناعة المالية بتونس

ما تزال سوق لإدارة السيولة للمؤسسات المالية الإسلامية أحد أكبر التحديات التي تواجه الصناعة المالية الإسلامية، وقد يكون للتقنيات المالية مستقبلًا (البلوكتشين) دور حاسم في التغلب على هذا التحدي، غير أنه يتطلب بذل المزيد من الجهود لتبني تلك التقنيات، بما في ذلك البيئات الحاضنة والتشريعات الداعمة.

أما بخصوص الصكوك، لم تتمكن تونس من إصدار صكوك سيادية في السوق المالية الدولية، رغم أنها كانت مبرمجة لأول مرة في مصادر الاقتراض الخارجي لميزانية الدولة منذ عام 2014. ويعزى هذا الإلغاء المتتالي لإصدار الصكوك التي برمجت كذلك ضمن قوانين المالية 2015 و 2016 إلى وجود مشاكل قانونية وأخرى تتعلق بالملكية العقارية (نقل ملكية الأراضي، إدارة ممتلكات الدولة، تقييم قيمة الأصول والرسوم الضريبية)، والتي حالت المشاكل دون القدرة على استعمال آلية الصكوك ضمن آليات التمويل.

بإدراج باب ضمن مجلة التأمين يخول ممارسة هذا الصنف من التأمين لتتواجد اليوم 3 شركات تأمين تكافلي كبرى، وهي:

### 1.2.4. زيتونة تكافل

أول شركة تأمين في تونس متعددة الفروع، تخضع منتجاتها وطريقة تصرفها وكذلك استثماراتها لمصادقة هيئة الرقابة الشرعية. منذ دخولها إلى سوق التأمين التونسية في عام 2011 عملت الزيتونة تكافل على توفير مجموعة متنوعة من منتجات التكافل العام والتكافل العائلي موجهة للأفراد والمهنيين والمؤسسات، كما توفر الزيتونة تكافل باقة متكاملة من المنتجات كالتأمين على السيارة وتأمين المنزل والتأمين ضد الحريق وتأمين متعدد الأخطار المهنية. إن النموذج المعتمد من قبل "الزيتونة تكافل" لإدارة منتجاتها مبين في الرسم البياني التالي:

### 2.2.4. أمانة تكافل

وهي تعتبر الشركة الثانية في سوق التأمين التكافلي، وقد أحدثت هذه الشركة التي تقدر قيمة رأس مالها بعشرة ملايين دينار في إطار مشروع شراكة بين عدد من شركات التأمين وإعادة التأمين التونسية، توفر أمانة تكافل منتجات تأمينية تستجيب لتطلعات السوق وهو ما من شأنه أن يساهم في الارتقاء بخدمات قطاع التأمين في تونس. وقامت الشركة بتسمية هيئة رقابة شرعية ستتولى مهمة تطبيق مبادئ التأمين التكافلي وذلك في كل عملياتها التأمينية وتوظيف أموالها.

### 3.2.4. تكافلية

تأسست في سنة 2013، وانطلقت فعلياً عام 2014.

بالبنوك الإسلامية، وتطوير أدوات التمويل الاجتماعي الإسلامي كالزكاة والوقف والقرض الحسن، وزيادة نسب الشمول المالي.

### المصادر:

- الصناعة المالية الإسلامية بدول المغرب العربي، صندوق النقد العربي 2020.
- تقرير الاستقرار المالي، صندوق النقد العربي 2022.
- تقرير الرقابة المصرفية (2020)، تونس.

## 6. آفاق التمويل الإسلامي في

### تونس:

إن التطوير والإصلاح المالي طريق طويل، وعمل دؤوب ومستمر. يتوقع أن يكون للإصلاحات التي يتبناها بنك تونس المركزي آثار واضحة في المدى المتوسط. بعض ثمار القوانين الصادرة والمتعلقة بالتمويل الإسلامي صارت جلية فعلا، من ذلك على سبيل المثال لا الحصر عمل العديد من البنوك المتوافقة مع الشريعة في بيئة أكثر وضوحاً وملاءمة، حيث تم تجاوز الكثير من التحديات التي كانت تعوق عملها قبل إصدار تلك القوانين والتشريعات. ونفس الأمر ينطبق على قطاع التأمين التكافلي. عززت القوانين الصادرة والإصلاحات المتتالية تجربة التمويل الإسلامي، وتوفر بيئة لتحويل بنوك قائمة لتقديم خدمات مالية إسلامية، أو دخول مؤسسات مالية إسلامية دولية، لتزيد من ثراء التجربة التونسية وتنوعها.

لا شك أن هناك الكثير مما يمكن القيام به للمزيد من تعزيز التجربة، وفي ظل الاهتمام المتزايد بتعزيز دور الصناعة المالية الإسلامية في الدول العربية عموماً، ودول المغرب العربي خصوصاً، يتوقع أن تكون التجربة التونسية رائدة في مجال تطوير التشريعات والمتابعة والمراقبة والدعم من البنك المركزي ذاته، في واحد من القطاعات المصرفية والمالية الأكثر استقراراً ومتانة.

تتمحور أهم الإصلاحات المرتقبة حول استكمال الإطار الترتيبي لممارسة العمليات المصرفية الإسلامية من قبل البنوك التقليدية وتشجيع إصدار الصكوك الإسلامية، وتطوير سوق سيولة خاصة

## عودة للأساسيات

الصكوك

- د. عبد الكريم قندوز، اقتصادي أول.

### تعريف الصك:

الصك هو مستندٌ أو وثيقةٌ تصدرها جهة معينة (قد تكون خاصةً أو حكوميةً)، تُثبت قيمةً ماليةً دفعها المكتتب مقابل هذه الوثيقة، ويتم استثمار حصيلة تلك الأوراق (الوثائق) في المشروع الاستثماري الذي صدرت لأجله، ويكون للمكتتب في الصك الحق في المشاركة في نتائج المشروع حسب الشروط الخاصة بالإصدار.

### تعريف التصكيك:

التصكيك يعني العملية التي تكون محصلتها إنشاء الصكوك، وقد يكون ذلك من خلال إصدار صكوك ممثلة لمشروع (أو أصل) قائم، أو إصدار صكوك لأصول ستكون مستقبلاً (أي هي غير موجودة حالياً). فالتصكيك على هذا النحو يعني تقسيم ملكية الأصول أو المنافع أو الخدمات إلى أجزاء متساوية، وإصدارها في شكل وثائق (مستندات) ومن ثم طرحها للاكتتاب. ويكون المكتتب في هذه الوثائق مالِكاً بمقدار ما اشترى من وثائق، ويوضح الشكل (1) أدناه معنى التصكيك وإسقاطه على أنواع الصكوك، والتي سنتعرف عليها لاحقاً بمزيد من التفصيل:

### شكل 1. ماهية التصكيك



المصدر: المؤلف

### السمات الأساسية للصك:

استناداً إلى التعريفات السابقة للصك، فإنه يتضح لنا السمات الأساسية التالية للصكوك:

#### جدول 1. السمات الأساسية للصكوك

السمات	شرحها
طبيعة الصك	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ وثيقة تثبت الحق لصاحبها في ملكية بالاشتراك مع الغير.</li> <li>▪ لا تمثل ديناً في ذمة مصدرها عند إصدارها.</li> </ul>
قيمة الصك	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ لكل صك قيمة اسمية محددة ومسجلة على الصك.</li> <li>▪ تصدر الصكوك بفئات متساوية القيمة، غير قابلة للتقسيم.</li> </ul>
أساسها	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ يعتمد إصدارها على عقد من العقود الشرعية، وتفضل نشرة إصدارها وعقودها حقوق والتزامات أطرافها.</li> </ul>

أنها إيجاب فتكون حينئذٍ إيجاباً ويكون الاكتتاب قبولاً).	
المشروع الممول	<ul style="list-style-type: none"> <li>يشمل أي نشاط اقتصادي أو أصل مدر للدخل غير محظور شرعاً.</li> </ul>
العلاقات المتبادلة	<ul style="list-style-type: none"> <li>تنشأ عن الصك مجموعة مركبة من العلاقات المتبادلة بين أطراف الصك، تشمل: <ul style="list-style-type: none"> <li>علاقة بين حامل الصك وبقية حملة الصكوك: العلاقة هنا هي علاقة بين شركاء في ملك واحد.</li> <li>علاقة حملة الصكوك مع الجهة المصدرة: هي علاقة رب مال بمضارب.</li> </ul> </li> </ul>
التوافق مع مبادئ التمويل الإسلامي	<ul style="list-style-type: none"> <li>الصكوك متوافقة مع أحكام الشريعة من حيث الأنشطة والاستثمارات التي تعمل فيها، أو من حيث طبيعة العلاقة بين أطرافها.</li> </ul>

المصدر: المؤلف

### أطراف عملية التصكيك:

التصكيك هو عملية تحويل الأصول المدرة للدخل إلى صكوك مالية تحمل قيمة تلك الأصول. تكون الصكوك مفصولة الذمة المالية عن الجهة المنشئة لها، وتحمل خصائص مختلفة بحسب طبيعة الأصول التي تم تصكيكها، فهي تكون قابلة للتداول إذا كان أغلب تلك الأصول أعياناً (أصولاً حقيقية)، وتكون غير قابلة للتداول إذا غلب عليها النقد، كما تدرّ الصكوك عوائد لملاكها مقابل درجات معينة من الخطر لأنها ترتبط بأداء الأصول التي تستند إليها. ويتضح مما سبق أن التصكيك عقد له مجموعة من الأطراف، ويترتب عنه مجموعة من الحقوق والالتزامات لتلك الأطراف. يمكن تقسيم أطراف العقد إلى نوعين: أطراف أساسية تشارك بشكل مباشرة في عملية التصكيك، وأطراف مساعدة

قابلية التداول والاسترداد	<ul style="list-style-type: none"> <li>الصك قابل للتداول ما لم يمثل نقداً أو ديناً محضاً.</li> <li>الصك قابل للاسترداد.</li> </ul>
أحكام التداول	<ul style="list-style-type: none"> <li>يأخذ الصك نفس أحكام تداول الأصول التي يمثلها.</li> </ul>
التصرف في الصك	<ul style="list-style-type: none"> <li>تتضمن الحصة التي يمثلها الصك ملكيةً شائعةً في المشروع أو الاستثمار الذي تم تمويله بأموال الصكوك، ولهذا، يخضع التصرف في الصك لأحكام التصرف في المشاع في الفقه الإسلامي.</li> </ul>
ماذا يمثل الصك	<ul style="list-style-type: none"> <li>يمثل الصك ملكية شائعة في أصول: أعيان، أو منافع، أو ديون، أو نقود، أو خدمات، أو حقوق مالية، أو خليط من بعضها أو كلها، يستتبع ذلك أن انتقال حق الملكية لا يرد على الصك، بل على ما يدل عليه من صافي قيمة الأعيان والحقوق.</li> </ul>
استحقاق الربح	<ul style="list-style-type: none"> <li>صاحب الصك يستحق المشاركة في ناتج المشروع الممول من أموال الصك، فيحصل على نصيبه من العائد ويتحمل نصيبه من الخسارة في حدود ما يمثله الصك.</li> </ul>
الخسارة أو حالة تصفية المشروع	<ul style="list-style-type: none"> <li>يشارك حامل الصك في أرباح المشروع الذي يموله الصك، وأيضاً في ناتج التصفية بنسبة ما يملكه من صكوك.</li> <li>يتحمل الخسائر إن وجدت بنسبة ما يملكه.</li> </ul>
مدة استحقاق الصك	<ul style="list-style-type: none"> <li>يصدر الصك لمدة محددة، تسترد أو تُطفأ بعدها أو في أثنائها.</li> <li>قد تصدر لمدد غير محددة.</li> </ul>
نشرة الإصدار	<ul style="list-style-type: none"> <li>هي وثيقة تتضمن بيانات الإصدار، وشروطه، وشروط التعاقد، وأحكامهما.</li> </ul>
الإيجاب والقبول	<ul style="list-style-type: none"> <li>يقوم العقد في الصكوك على أساس أن شروط التعاقد تحدد نشرتها الإصدار.</li> <li>الإيجاب يعبر عنه الاكتتاب في الصكوك.</li> <li>القبول يعبر عنه بموافقة الجهة المصدرة (إلا إذا صرح في نشرة الإصدار</li> </ul>

كياناً مستقلاً وذات شخصية اعتبارية. تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بوظائف أخرى كثيرة ذات علاقة بالصكوك، فهي -إضافة إلى الإصدار- تدير الاستثمار (المشروع)، وتعمل كأمين على المشروع، وتحمي مصالح حملة الصكوك (المستثمرين)...الخ.

### حملة الصكوك:

حملة الصكوك (Sukuk Holders) أو المستثمرون هم من قام بشراء الصك المطروح للاكتتاب، بمعنى آخر استخدموا أموالهم الخاصة للحصول على الصك، ولأن الصك يمثل موجودات (أعيان، أو منافع، أو خدمات، أو خليط بينها)، فهذا يعني أن حامل الصك يمتلك هذه الموجودات بحسب حصته، ما يعني أن يستحق نصيباً من الربح الناتج عن تلك الموجودات، كما يتحمل أي خسارة. لا شك أن الهدف الأساس لحامل الصك هو استثمار أو توظيف أمواله، فهو يتوقع أن يسترد كامل قيمة الصك إضافة للعوائد. يمكن لحامل الصك أن يكون فرداً، أو مستثمراً، أو مستثمراً مؤسسياً، أو شركة محلية، أو دولية، أو حكومات، أو غيرها.

### محفظة التصكيك:

محفظة التصكيك (Portfolio Asset) هي مدار عملية التصكيك، وإليها تلتقي كل أطراف العملية (سواء الأساسية أو المساعدة)، ويمكن تعريفها على أنها الوعاء الاستثماري الذي يجمع مختلف أنواع الأصول التي تم تصكيكها لصالح الجهة المنشئة للصكوك بغرض الحصول على تمويل لمشروع استثماري جديد أو التوسع في مشروع قائم، وعوائد محفظة التصكيك هي التي يتم

يتم عادة التعاقد معها لتأدية خدمات محددة في عملية التصكيك:

### الأطراف الأساسية:

#### الشركة المنشئة (المصكك الأصلي):

الشركة المنشئة (Originator) هي جهة الإصدار وتسمى كذلك البادئ، وهي مالك الأصل أو المنافع أو النشاط الذي يتم التصكيك لصالحه، بمعنى آخر فإن الشركة المنشئة بحاجة لتمويل المشروع (أو الأصل)، فتقوم بتصكيك أصولها للحصول على سيولة من خلال حصر وتجميع مختلف أنواع الأصول في وعاء استثماري (محفظة التصكيك)، وهي التي تستفيد من حيلة الاكتتاب في الصكوك، أو تنشئ شركة ذات غرض خاص (سيأتي شرحها)، وتنقل إليها محفظة التصكيك لتحصل مقابل ذلك على نقد هو حيلة الاكتتاب. جهة الإصدار يمكن أن تكون شركة أو حكومة، وقد تكون بنكاً مركزياً، أو بنكاً تجارياً، أو شركة تمويل، أو حتى مؤسسة خيرية.

#### وكيل الإصدار:

وكيل الإصدار (يسمى أيضاً المُصدر) (Issuer) هو الجهة التي حصلت على التفويض بإنشاء الصكوك وبيعها للمستثمرين (حملة الصكوك)، كما تتولى إدارة الأصول المملوكة لحملة الصكوك نيابة عنهم. يمكن للشركة المنشئة للصكوك أن تكون وكيل الإصدار وتتولى المهام المذكورة سابقاً، لكن عملياً، تقوم الشركة المصككة بإنشاء شركة ذات غرض خاص (Special Purpose Vehicle) تتولى عملية الإصدار، وتتخذ كل الإجراءات اللازمة لعملية التصكيك، يكون ذلك بأجر أو مقابل عمولة محددة (يتم تحديدهما في نشرة الإصدار). ونظراً لكونها

إطفاء الصكوك، وبذلك فهي تتولى مراجعة نشرة الإصدار، والعقود والإجراءات المرتبطة بالصكوك، وعملية إصدار الصكوك وطريقة استخدام حصيلتها، والتأكد من أنها تستوفي متطلبات السلامة الشرعية. بما في ذلك العلاقات المتبادلة بين مختلف أطراف عملية التصكيك وإلى غاية تصفية (حل) الصكوك. وإذا أخذنا بالاعتبار أن توافق عملية التصكيك (بكل مراحلها وإجراءاتها) مع الضوابط الشرعية يعتبر أهم سبب لوجودها، فإننا نستطيع أن ندرك أن أهم الأطراف المساعدة في عملية التصكيك هي هيئة الرقابة الشرعية. تتشكل الهيئة في العادة من فقهاء شرعيين ذوي خبرة في المعاملات المالية، والقانون.

#### **جمعية حملة الصكوك:**

تسمى كذلك هيئة حاملي الصكوك، وهي جمعية أو هيئة يكون غرضها حماية المصالح المشتركة لأعضائها أي لحملة الصكوك، بحيث يكون لهم ممثل قانوني (من أعضائها أو من الغير ممن ليس له مصلحة مباشرة أو غير مباشرة مع جهة الإصدار) يباشر ما تقتضيه حماية المصالح المشتركة لحملة الصكوك في مواجهة الشركة ذات الغرض الخاص أو في مواجهة الغير أو أمام القضاء. تعقد الجمعية اجتماعات عادية أو استثنائية لمناقشة ما يتعلق بالصكوك كمواعيد الوفاء بالصكوك، أو العوائد المتوقعة، أو قيمة الاسترداد، أو ما من شأنه المساس بحقوق حملة الصكوك...الخ

#### **مدير الدفاتر:**

مدير الدفاتر أو مدير الطرح (*Bookrunner*) هو الضامن الرئيس الذي يشرف على الطرح الأولي أو الإصدار الجديد للأداة المالية (الأسهم، أو السندات،

تخصيمها لسداد مستحقات حملة الصكوك (بحسب تواريخ الاستحقاق).

#### **مدير الصكوك:**

هو من يتولى إدارة الصكوك، وبحسب طبيعة الصكوك فقد يكون مضاربا ويحصل على نصيبه من الربح كمضارب، أو قد يكون مديرا شريكا ويحصل على نصيبه مقابل مشاركته، كما قد يكون وكيل استثمار ويحصل على أجر مقابل الإدارة.

#### **2.2.1. الأطراف المساعدة:**

#### **أمين الاستثمار:**

أمين الاستثمار (*Trustee*) هو مؤسسة وساطة مالية تكون مهمتها هي حماية مصالح حملة الصكوك، والرقابة والإشراف على مدير الصكوك (مدير الإصدار)، ومتابعة مدى التزامه بإجراءات الاستثمار في الصكوك على نحو ما هو محدد في نشرة الإصدار. يدخل من ضمن وظائف أمين الاستثمار الاحتفاظ بالسجلات والوثائق والضمانات، ويعتبر دوره أساسياً خلال المراحل المبكرة لعملية التصكيك. غالباً ما تأخذ العلاقة بين أمين الاستثمار وحملة الصكوك شكل (عقد وكالة بأجر)، ويتم النص في نشرة الإصدار على طبيعة العلاقة والأجر المستحق. في التطبيق العملي، تقوم شركة الغرض الخاص بهذه الوظيفة، ومع ذلك يمكن لحملة الصكوك إنهاء هذه الوكالة وتوكيل أمين آخر عدى شركة الغرض الخاص.

#### **هيئة الرقابة الشرعية:**

تسمى كذلك لجنة الصكوك الشرعية، وهي لجنة يتم اعتمادها في العادة من طرف مصدر الصك، وظيفتها الأساسية هي الإشراف على الجوانب الشرعية من لحظة بدء عملية التصكيك وإلى غاية

بعملية التصنيف، حيث يتم اعتبار الصكوك أقرب لأدوات الدين رغم الاختلافات الجوهرية بين السندات والصكوك، كما أن بعض أنواع الصكوك تعتبر إلى الآن غير مفهومة بالنسبة لوكالات التصنيف من حيث طبيعة العلاقات المتبادلة وكذا التدفقات النقدية التي ينطوي عليها الصك، ما يجعلها عصيةً على التصنيف الائتماني. لهذا الغرض تم إنشاء الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف (*The Islamic International Rating Agency*) لتوفير تقييمات مستقلة للمُصدرين والإصدارات المتوافقة مع مبادئ التمويل الإسلامي (الإطار رقم 2). يحقق التصنيف الائتماني للصكوك (كما لغيرها من الأدوات والمؤسسات المالية) الكثير من المزايا، على سبيل المثال يسهّل التصنيف على المُصدر تحديد المخاطر التي يواجهها، ونقاط القوة والضعف في الأداة المصدرة، وهذا يساعده على التخطيط للمدين المتوسط والبعيد، كما يسهل له الوصول لمصادر تمويل بديلة لرأس المال (إذا كانت الأداة المصدرة مثلاً أقل جدوى من الخيارات الأخرى المتوفرة في السوق)، وبالتالي تقليل تكلفة التمويل. بالنسبة للمستثمرين الراغبين في توظيف أموالهم، يوفر التصنيف الائتماني للأدوات المالية معلومات متعلقة بفرص الاستثمار الممكنة، ويساعدهم على تخصيص استثماراتهم بحسب توليفات العائد/الخطر التي يرغبون فيها، فضلاً عن جعل الأخطار التي تنطوي عليها الأدوات المالية أو المؤسسات أو حتى الدول مفهومةً وقابلةً للمقارنة، وهذه العناصر مجتمعة تبني ثقة المستثمرين وتقلل من حالات الغموض وعدم اليقين. بالنسبة للصناعة المالية ككل، تساعد

أو الصكوك، أو الأوراق المالية الهجينة)، فهو بذلك ضامن ومدير ومنسق ومنظم لعملية الإصدار، ويمكن أن يتعاون أكثر من مدير دفاتر في إصدار نفس الأوراق المالية. يتولى مدير الدفاتر الترويج للاكتتاب العام، جمع عطاءات المستثمرين الأفراد والمؤسسات المهمة بالاكتتاب، التفاوض بخصوص سعر الإصدار، تخصيص الطرح للمستثمرين (ما بين كبار المستثمرين، وصغار المستثمرين وغيرهم).

### وكالات التصنيف الائتماني:

وكالة التصنيف الائتماني (*Credit Rating Agency*) هي مؤسسة وظيفتها الأساسية تحديد التصنيفات الائتمانية للأدوات المالية والشركات وحتى الدول أو الحكومات (لا تقوم بتصنيف المستهلكين الأفراد). يعتمد ذلك التصنيف على تقييم الأخطار المتعلقة بإصدارات الدين ومصدرها، وتقدير قدرة المدين على سداد تلك الديون (سداد أصل الدين وفوائده) في الوقت المناسب وتقدير احتمالات التخلف عن السداد. يمكن لوكالات التصنيف أن تصنف الجدارة الائتمانية لمصدري التزامات الدين، ولأدوات الدين، وفي بعض الحالات، لمقدمي خدمة الدين الأساسي. حالياً، يعتبر سوق التصنيف الائتماني أحد أركان الصناعة المالية العالمية، لكنه شديد التركيز، ذلك أن ثلاث شركات تستحوذ تقريباً على كامل السوق، وهي: موديز (*Moody's*)، أس أند بي (*S&P Global*)، وفينتش (*Fitch Ratings*) (الإطار رقم 1). يسهم التصنيف الائتماني الجيد للصك في جعله أكثر جاذبية للمستثمرين، كما يمنح الصناعة المالية الإسلامية المزيد من الثقة في الأسواق العالمية، غير أن بعض التحديات تظهر عند قيام شركات التصنيف العالمية

قيمة حقوق الملكية نسبة إلى عدد الأسهم، أما بالنسبة للسند فهي صافي الفرق بين القيمة الاسمية للسند وأي أقساط غير مستهلكة). وقيمة سوقية تتحدد في السوق بناء على عوامل العرض والطلب.

- قابلية التداول: الأوراق المالية قابلة للتداول، وهذا حال الأسهم والسندات والصكوك، باستثناء بعض أنواع الصكوك.
- العائد مقابل المخاطرة: كل ورقة مالية تنطوي على تشكيلة متداخلة من العائد والخطر. بحسب النظرية المالية، هناك تلازم بين العائد والخطر، فكلما رغب المستثمر في عوائد أكبر، كان عليه المخاطرة أكثر. ينطوي السهم على مخاطرة عالية (فالشركة معرضة للخسارة والإفلاس)، لكنه في مقابل ذلك ينطوي على احتمالات تحقيق عوائد عالية. على النقيض من ذلك، تنطوي السندات على درجات عالية من التأكد (مثلاً: تدفقات نقدية ثابتة ومعروفة وغير مرتبطة بأداء الشركة، وأحياناً مضمونة برهونات)، لكن عوائدها عادة منخفضة. تقترب الصكوك في تشكيلة (العائد/الخطر) من الأسهم بشكل كبير.
- أجل الاستحقاق: تختلف الأوراق المالية من حيث آجال لاستحقاق، فالأسهم تعتبر أبدية (أي ليس لها أجل استحقاق)، في حين أن للسند والصك أجلاً محدداً ومعلومًا.

### الصك مقابل السهم:

السهم هو وثيقة أو مستند يثبت ملكية حصة شائعة في موجودات الشركة، ويخول لحامله

التقييمات الائتمانية على التعرف على المخاطر في النظام والعمل بمثابة تحذير مبكر للفشل، كما تعزز وتنقي تدفقات رأس المال عبر الحدود، وتساعد على استكشاف الأسعار.

### المراجع الخارجي:

يتولى مراجعة حسابات الصكوك مراجع خارجي يتم اعتماده من الجهات المخولة قانوناً (مثلاً هيئة سوق المال)، وعادةً ما يتم تعيينه وتحديد أتعابه من الشركة ذات الغرض الخاص، ومع ذلك فلجهة النظامية المخولة الحق في رفضه وطلب تغييره إذا كانت هناك أسباب تبرّر ذلك، وفي حال تعيينه، فلا يمكن للجهة التي عينته أن تنحيه إلا بموافقة الجهات الإشرافية.

### الفروق بين الصكوك والأوراق المالية الأخرى:

- الصك باعتباره ورقة مالية يشترك مع الأنواع الأوراق المالية الأخرى في نواحي كثيرة، من ذلك على سبيل المثال، لا الحصر:
- الغرض من الأداة المالية: تهدف أي ورقة مالية يتم طرحها في السوق لاستقطاب الأموال، بمعنى آخر الحصول على التمويل، قد يكون ذلك في شكل مشاركة (كما في الأسهم والصكوك)، وقد يكون في شكل استئانة (كما في السندات).
- قيمة الورقة: لكل ورقة مالية مجموعة من القيم، على سبيل المثال هناك القيمة الاسمية وهي التي تصدر بها الورقة المالية (وتكون مسجلة على الورقة)، وقيمة دفترية أي في دفاتر الشركة المحاسبية (في حالة السهم هي

الصكوك المستندة إلى أصول (Asset-backed Sukuk).

### الصك مقابل السند:

على الرغم من أن الكثير من الكتابات (حتى المتخصصة منها أحياناً) تشير إلى الصكوك بأنها البديل الإسلامي للسندات، ويطلق عليها البعض اسم (السندات الإسلامية)، إلا أن الحقيقة أن الصكوك تختلف جوهرياً عن السندات، ونقاط الاشتراك معها شكلية في غالبيتها. وسبب التشبيه بين الصكوك والسندات، أن استخدامات الصكوك من طرف الجهات الحكومية تؤدي نفس أغراض ما تقوم به السندات الحكومية، مع اختلاف في الهيكل والالية. أما على مستوى الشركات، فقد وقع اللبس من ناحية أن الصكوك تستخدم لتمويل مشروعات لها استحقاق، وهو نفس ما تقوم به السندات، مع اختلاف كبير أيضاً في طريقة العمل والهيكل.

السند هو وثيقة تثبت ديناً في ذمة مصدرها لصالح حامل السند الذي دفع قيمته الاسمية. بموجب هذه الوثيقة، يلتزم المصدر بدفع فوائد دورية (سنوية أو نصف سنوية في الغالب)، وردّ قيمة السند (الاسمية) عند أجل الاستحقاق. فالسند في حقيقته ليس أكثر من قرض بفائدة، يدفع عليه المقترض فوائد دورية ثم يردده عند أجل الاستحقاق. الصك كما رأينا سابقاً، يثبت ملكية حصة شائعة، وبالتالي فهو أقرب ما يكون من السهم، ويشترك مع السند في عناصر هي:

- أجل الاستحقاق: لكل من السند والصك أمد أو أجل استحقاق، وكلاهما يصنفان

(صاحبه) مجموعة من الحقوق أهمها الحق في الحصول على نصيب من الأرباح إذا تحققت، والحق في حضور الجمعية العمومية والتصويت واختيار مجلس الإدارة والحق في الحصول على نصيبه في حالة تصفية الشركة بعد استيفاء أصحاب الأولوية (الدائنين وأصحاب الأسهم التفضيلية). من ناحية الالتزامات، يتحمل حامل السهم الخسارة التي تكبدها الشركة، ويظهر ذلك إما في عدم حصوله على أية توزيعات أرباح أو في تراجع قيمة السهم، ومع ذلك تكون أقصى مسؤولية لحامل السهم هي مقدار ما دفعه للحصول على السهم. ليس للسهم أجل استحقاق، كما أنه يصعب التنبؤ بالتدفقات النقدية الناتجة عنه، ذلك أن تلك التدفقات تعتمد على أداء الشركة الذي بدوره يعتمد على حسن الإدارة ونظام الحوكمة، والمنافسة، والوضع الاقتصادي وغيرها من متغيرات يصعب التنبؤ بها جميعاً. يتم إصدار الأسهم لأول مرة من خلال الطرح الأولي العام، ثم يمكن بعد ذلك تداولها في السوق المالية الثانوية.

يتضح من وصف السهم أنه يقترب كثيراً من معنى الصك الذي يمثل بدوره ملكية شائعة في أصل أو مشروع، غير أن الفرق الجوهرى بينهما هو الاستحقاق، فليس للسهم أجل استحقاق، بينما يوجد أجل استحقاق للصك، يتم عنده استرداد قيمته.

لا يمتلك حملة الصك الحق في اتخاذ القرارات، ومع ذلك بإمكانهم تعيين من يمثلهم أمام مختلف الأطراف. تنتمي الأسهم والصكوك إلى نفس فئة المخاطر، ومع ذلك، يتم هيكله بعض أنواع الصكوك لجعلها ذات درجات خطر أدنى، مثال ذلك

ضمن أدوات سوق رأس المال، أي أدوات تستحق لمدة أكثر من سنة.

- إمكانية استخدامه لتمويل أصل أو مشروع: يمكن استخدام الصك والسند لتمويل مشروع استثماري أو تمويل اقتناء أصل، حيث تتوافق مدة تمويل الأصل أو المشروع مع الأدوات المالية التي لها أجل استحقاق.

### المصادر:

- عبد الكريم قندوز، المالية الإسلامية، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، 2019.
- عبد الكريم قندوز، عقود التمويل الإسلامي، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، 2020.

## بحوث ودراسات صندوق النقد العربي

### دور التمويل الإسلامي في تعزيز نمو القطاع الزراعي في الدول العربية



- د. أحمد شاذلي، قسم القروض والبرامج.
- د. عبد الكريم قندوز، معهد التدريب وبناء القدرات.
- د. الوليد طلحة، قسم الدراسات والإحصاء
- د. عبد الله سراج، معهد التدريب وبناء القدرات.

في إطار الجهود التي يبذلها صندوق النقد العربي على صعيد نشاط الدراسات والبحوث بهدف دعم السلطات في الدول العربية على صعيد قضايا السياسات الاقتصادية والمالية ذات الأولوية، أصدر الصندوق في إطار "سلسلة دراسات تطوير القطاع المالي" دراسة حول "أثر التمويل الإسلامي على الشمول المالي في المنطقة العربية". تهدف الدراسة إلى قياس آثار التمويل الإسلامي على الشمول المالي في ستة عشر دولة عربية خلال الفترة الممتدة من 2011 إلى 2019، إضافة إلى الأخذ في الاعتبار أثر متغيرين آخرين هما: الائتمان المحلي المقدم إلى القطاع الخاص ونصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي. كما تُقدم الدراسة إطاراً تحليلياً لصانعي السياسات في المنطقة العربية، يُسهم في تعزيز فهم العلاقة بين التمويل الإسلامي والشمول المالي، وبالتالي وضع السياسات المناسبة.

حظيت الدراسات حول العلاقة بين التمويل الإسلامي والشمول المالي في الاقتصادات المتقدمة والنامية باهتمام متزايد في السنوات الأخيرة، حيث توصل معظمها إلى وجود اختلاف في طبيعة تلك العلاقة نتيجة لعدم التجانس بين الاقتصادات واختلاف مستوى التطور المالي الإسلامي. من جانب آخر، أولت العديد من الدول العربية اهتماماً متزايداً بتطوير القطاع المالي الإسلامي من خلال إصدار عدداً من التشريعات التنظيمية والإشرافية لتفعيل دوره في الاقتصادات الوطنية.

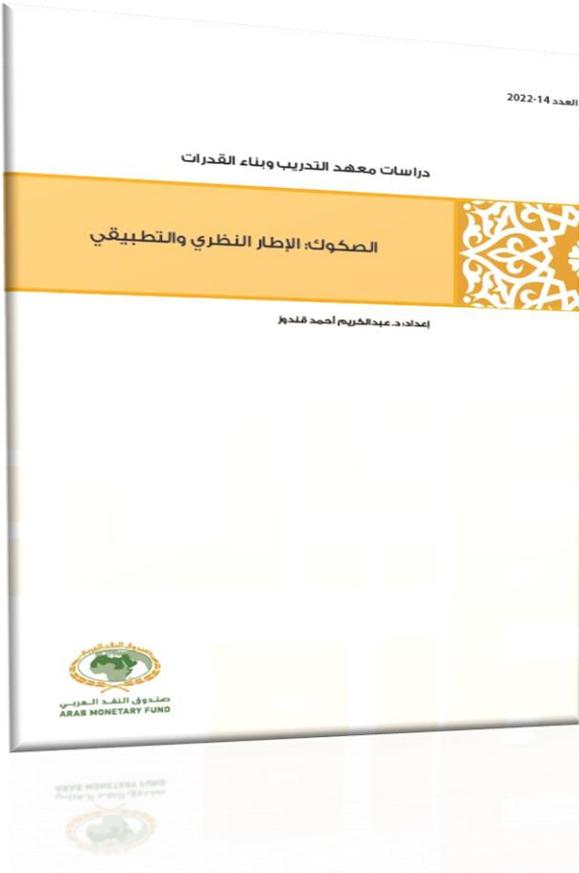
أظهرت النتائج التي تم التوصل إليها أن الشمول المالي يستجيب للتغيرات في مؤشر التطور المالي الإسلامي، والائتمان المحلي المقدم إلى القطاع الخاص، ونصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي في الدول العربية قيد الدراسة. في ضوء هذه النتائج، يُمكن استخلاص عدداً من التوصيات، منها ضرورة تعزيز دور التمويل الإسلامي ضمن القطاع المالي لتحسين مستويات الشمول المالي. في هذا الإطار، يمكن للمؤسسات المصرفية الإسلامية أن تلعب دوراً أكبر في تعزيز الشمول المالي في الدول العربية، من خلال تقديم منتجات متوافقة مع الشريعة بتكاليف معقولة تفي باحتياجات الأفراد، إضافةً إلى مطابقة المتطلبات والحالة الخاصة بكل دولة وتقديم معلومات كافية للعملاء. كما توصي الدراسة بدعم الجهات الإشرافية للقطاع المالي على تكثيف وتوسيع نطاق الخدمات المصرفية المتوافقة مع الشريعة، مما يساعد على تعزيز الشمول المالي في الدول العربية.

للاطلاع على الدراسة كاملة، يمكن الوصول إليها من خلال الرابط التالي:

<https://www.amf.org.ae/sites/default/files/publications/2022-04/studying-the-role-of-islamic-finance-in-promoting-the-growth-of-the-agricultural-sector-in-the-arab-countries.pdf>

## الصكوك: الإطار النظري والتطبيقي

• د. عبد الكريم قندوز، اقتصادي أول.



في إطار الجهود التي يبذلها صندوق النقد العربي على صعيد نشاط الدراسات والبحوث بهدف دعم السلطات في الدول العربية في قضايا السياسات الاقتصادية والمالية ذات الأولوية، وضمن مبادرة تفعيل دور التمويل الإسلامي بالقطاع المالي بالدول العربية، أصدر الصندوق كتاباً حول "الصكوك: الإطار النظري والتطبيقي".

تناول الكتاب مجموعة من الموضوعات النظرية والتطبيقية المتعلقة بالصكوك، التي يتوقع أن تفيد صانعي السياسات في المزيد من الفهم المتعمق لآلية التصكيك ودورها في أسواق رأس المال.

ابتدأ الكتاب في *جزئه الأول* باستعراض أهم أساسيات الصكوك وعملية التصكيك، وأطراف عملية التصكيك ومراحلها ومتطلباتها الفنية، والعوامل الواجب أخذها بالاعتبار لتحديد الهيكل المناسبة للصكوك، كما استعرض أهم أوجه الشبه وأوجه الاختلاف بين الصكوك والأدوات المالية الأخرى كالأسهم والسندات. *تُخصّص الجزء الثاني* من الكتاب لأحد أركان عملية التصكيك، وهو الشركة ذات الغرض الخاص وهي شركة فرعية يتم تشكيلها للقيام بنشاط أو غرض تجاري محدد، وتُستخدم بشكل شائع في بعض تطبيقات التمويل المهيكل، والتصكيك (إصدار الصكوك) وتوريق الأصول، أو المشاريع المشتركة، أو صفقات العقارات، أو لعزل أصول الشركة الأم أو عملياتها أو مخاطرها. غطى هذا الجزء تعريف الشركة واستخداماتها والمخاطر التي تنطوي عليها فضلاً عن تناول أهميتها ودورها في عملية إصدار الصكوك من الناحيتين الاقتصادية والشرعية. تناول الجزء الثالث من الكتاب تقسيمات الصكوك وهي كثيرة ومتنوعة، منها تقسيمها بحسب العقود الحاكمة للصك (مثلاً صكوك مرابحة، صكوك مشاركة، صكوك إجارة...)، ومنها تقسيمها بحسب استنادها إلى أصول (صكوك مدعومة بأصول وصكوك مبنية على أصول)، وكذا تقسيمها بحسب آجال استحقاقها أو بحسب جهة الإصدار (حكومية أو شبه حكومية أو خاصة)، أو بحسب هدف الصكوك (تمويل، استثمار، مشاركة في الإنتاج...).

وبغرض تقديم مجموعة من الرؤى التطبيقية والعملية التي تساعد صانع السياسة في فهم آلية عمل الصكوك، وإمكانية وضعها حيز التنفيذ، فقد تم تخصيص الجزء الرابع من الكتاب لمجموعة من دراسات الحالة، تناولت مجموعة من الحالات العملية لعمليات إصدار صكوك، شملت معظم التطبيقات المعروفة للصكوك كتمويل مشروعات البنية التحتية، أو دعم رأس مال، أو تمويل مشروع تجاري، أو غيرها، باستخدام أنواع الصكوك المختلفة (صكوك مضاربة، صكوك مشاركة، صكوك إجارة..).

اختتم الكتاب في جزئه الخامس والأخير باستعراض وتحليل شامل لأسواق الصكوك العالمية مع التركيز على الدول العربية التي تعرف وتيرةً متسارعةً وزخماً في تبني مختلف أشكال الصناعة المالية الإسلامية، وعلى وجه الخصوص الصكوك التي يمكنها الإسهام في سد فجوة التمويل لبعض القطاعات (مثلاً: تمويل البنية التحتية).

للاطلاع على النسخة الكاملة من الكتاب، يمكن الوصول إليه من خلال الرابط التالي:

<https://www.amf.org.ae/ar/publications/aldrasat-alaqtsadyt/alskwk-alatar-alnzry-waltrbyqy>

## البنوك الإسلامية وأهداف التنمية المستدامة في العالم العربي: دراسة حالة لدول مختارة

• د. أنور عثمان، اقتصادي.

أصدر صندوق النقد العربي دراسة بعنوان "البنوك الإسلامية وأهداف التنمية المستدامة في الدول العربية" تهدف إلى معرفة مدى مساهمة المصارف المتوافقة مع الشريعة في تحقيق أهداف التنمية المستدامة في عدد من هذه الدول. لتحقيق هذا الهدف تم تطبيق نموذج الانحدار الذاتي الموزع لتحليل العلاقة ما بين عقود التمويل المتوافقة مع الشريعة في هذه الدول، ومؤشر الأمم المتحدة الذي يرصد مدى التقدم في تحقيق أهداف التنمية المستدامة.

يُعتبر تحقيق أهداف التنمية المستدامة من أنسب الوسائل لدعم الأفراد والمجتمعات والدول، لذلك من المهم التعرف بشكل تجريبي على كيفية مساهمة البنوك الإسلامية في تحقيق أهداف التنمية المستدامة للأمم المتحدة (SDGs) في العالم العربي. استندت الدراسة على بيانات تم جمعها من بلدان مختارة، وهي المملكة العربية السعودية والإمارات العربية المتحدة والكويت وعمان والأردن والسودان للفترة 2013-2020. أشارت نتائج الدراسة إلى أن ممارسات التمويل المتوافق مع الشريعة في كل من السعودية والإمارات قد ساهمت بشكل إيجابي في تحقيق أهداف التنمية المستدامة. يرجع ذلك إلى أن التمويل المتوافق مع الشريعة الذي تم منحه في هاتين الدولتين يميل إلى دعم وتمويل الأنشطة الاقتصادية المتوافقة مع أهداف التنمية المستدامة.

في ضوء النتائج الواردة في هذه الدراسة، يُمكن لواقعي السياسات والبنوك المركزية تحديد مدى اعتماد المصارف لمعايير المسؤولية الاقتصادية والبيئية والاجتماعية، وتُمكنها من تطوير أطر ومعايير لضمان قيام البنوك المتوافقة مع الشريعة بمنح التمويل أو الاستثمار في المحافظ التي تسهم في تحقيق أهداف التنمية المستدامة.

للاطلاع على النسخة الكاملة من الدراسة، يمكن الوصول إليه من خلال الرابط التالي:

[islamic-banks-and-sustainable-development-goals-in-the-arab-world-a-case-study-of-selected-countries.pdf \(amf.org.ae\)](https://www.amf.org.ae/publications/islamic-banks-and-sustainable-development-goals-in-the-arab-world-a-case-study-of-selected-countries.pdf)

## الأنشطة والفعاليات

### التدريب وبناء القدرات



معهد التدريب وبناء القدرات، صندوق النقد العربي

نظم معهد التدريب وبناء القدرات التابع لصندوق النقد العربي دورة تدريبية حول إدارة المخاطر بالبنوك الإسلامية خلال الفترة 12-15 سبتمبر 2022. شارك في الدورة عدد من المختصين والمهتمين بقطاع التمويل الإسلامي من البنوك المركزية بالدول العربية. تأتي الدورة ضمن البرنامج التدريبي السنوي لمعهد التدريب وبناء القدرات لبناء وتطوير قدرات الدول العربية في مجال التمويل الإسلامي، وعلى وجه الخصوص البنوك الإسلامية وإدارة المخاطر.

تزايدت مساهمة البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية

ضمن القطاع المالي للدول العربية بشكل معتبر، وصارت تشكل أهمية نظامية على المستوى المحلي والعالمى على حد سواء، وأصبح لهذه المؤسسات إسهام كبير في دفع عجلة النمو الاقتصادي من خلال ما تقدمه من منتجات وخدمات مالية تلبى رغبات واحتياجات فئات واسعة من المتعاملين الاقتصاديين. وتتشرك المصارف الإسلامية في نفس المخاطر التي تواجه البنوك التقليدية، كما أنها تزيد عليها في بعض المخاطر ذات العلاقة بطبيعة التمويل الإسلامي مثل مخاطر معدل العائد والمخاطر التجارية المنقولة، وهو ما يجعل عملية إدارة المخاطر بالبنوك الإسلامية للحفاظ على سلامتها المالية من المواضيع الأساسية التي تشغل بال الجهات الرقابية والإشرافية، إذ أن ذلك كفيل بجعل النظام المالي أكثر استقراراً في بيئة مالية عالمية تتسم بزيادة حجم المخاطر وحدتها وسرعة انتشارها. ولا تنفك المخاطر عن العمل المصرفي، فبعض المخاطر هيكلية لا يمكن فصلها عن وظيفة البنك وهيكله، فلطالما كانت وظيفة البنوك هي منح الائتمان فستظل أخطار الائتمان موجودة، ولطالما كان هيكل التمويل يعتمد على مصادر تمويل قصيرة الأجل واستخدامات متوسطة وطويلة الأجل فستظل أخطار السيولة موجودة، وما سبق يعني أن التخلص الكلي من تلك المخاطر غير ممكن، لكنه في نفس الوقت يعني أن من واجب البنوك التعرف عليها في مراحلها المختلفة وتقديرها بأساليب علمية وموضوعية، ومن ثم اختيار الطريقة المناسبة للتعامل معها، ولذلك دأبت المصارف والجهات

الرقابية والإشرافية على تطوير أدوات للتعرف على الأخطار وقياسها، ولأن ما لا يمكن قياسه لا يمكن إدارته، فإن قياس المخاطر على اختلاف أنواعها يعتبر أول خطوة لإدارة تلك المخاطر . يتطلب الحفاظ على سلامة ومثانة البنوك الإسلامية أن تنتهج هذه البنوك أفضل الممارسات فيما يتعلق بإدارة المخاطر لديها، لذلك استهدفت الدورة إطلاع المشاركين على أهم عناصر إدارة المخاطر لدى البنوك الإسلامية، بما في ذلك المعايير الصادرة بهذا الخصوص عن مجلس الخدمات المالية الإسلامية، وكذلك أفضل الممارسات المتعلقة بإدارة المخاطر، كما تركز الدورة على أهم النماذج التطبيقية المستخدمة في قياس مخاطر الائتمان ومخاطر السوق، وكان من أهم الموضوعات التي تناولتها الدورة التدريبية:

- نماذج عمل البنوك الإسلامية ومدى ارتباطها بالمخاطر التي تواجهها.
- الهيكل التنظيمي لإدارة المخاطر في البنوك الإسلامية والواجبات والمسؤوليات.
- إدارة المخاطر في البنوك الإسلامية والبنوك التقليدية.
- تحديد وإدارة وقياس الأنواع الرئيسية للمخاطر المصرفية.
- تطبيق النماذج العملية الرئيسية المستخدمة لقياس مخاطر السوق مثل: القيمة المعرضة للخطر (VaR) والعجز المتوقع.
- تطبيق المقاربات الرئيسية المستخدمة لقياس المخاطر الائتمانية مثل المقاربة الاكتوارية ومصفوفة انتقال التصنيف الائتماني.

ويعمل صندوق النقد العربي من سنوات طويلة على تخصيص جزء من دوراته لتغطية قطاعات التمويل الإسلامي على اختلافها بما في ذلك: البنوك الإسلامية، أسواق المال، قطاع التأمين الإسلامي (التكافل) والمؤسسات المالية غير المصرفية، ولتحقيق أكبر فائدة للمشاركين، يعمل الصندوق على عقد شراكات مع مؤسسات البنية التحتية للصناعة المالية الإسلامية كمجموعة البنك الإسلامية للتنمية، ومجلس الخدمات المالية الإسلامية، وهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية وغيرها. وفيما يلي أهم الدورات التدريبية التي تغطي قطاعات المالية الإسلامية المخططة ضمن برنامج التدريب لعام 2022:

التاريخ	الدورة التدريبية
فبراير 2022	الرقابة والإشراف على قطاع التمويل الأصغر الإسلامي
سبتمبر 2022	إدارة المخاطر بالمؤسسات المالية الإسلامية
ديسمبر 2022	تحليل القوائم المالية للبنوك الإسلامية
ديسمبر 2022	الرقابة والإشراف على قطاع التأمين التكافلي
الربع الرابع 2022	الجوانب العملية للمعايير المحاسبية للمؤسسات المالية الإسلامية (بالتعاون مع معهد البنك الإسلامي للتنمية)
يناير 2023	أساسيات التمويل والصيرفة الإسلامية
أكتوبر 2023	الصكوك ودورها في التمويل

## إصدارات صندوق النقد العربي في مجال التمويل الإسلامي

لدى صندوق النقد العربي اهتمام متزايد بموضوع التمويل المتوافق مع الشريعة. أحد الأهداف الاستراتيجية لصندوق النقد العربي (الهدف الثاني) يتمثل في "تطوير القطاع المالي بما يدعم دوره كقاطرة للنمو الاقتصادي"، وهو ينطوي على محور كامل خاص بتطوير قطاع التمويل المتوافق مع الشريعة الإسلامية. في هذا الإطار، يأتي سعي صندوق النقد العربي لتتبع ومواكبة الإصلاحات الحاصلة في مجال التمويل الإسلامي بالدول العربية، والعمل على تقديم كل أشكال الدعم والمشورة الفنية والتدريب وبناء القدرات وإجراء البحوث الهادفة في هذا المجال، مع الحرص على إبراز جهود الدول العربية كذلك، وتبادل التجارب والمعرفة فيما بينها باتجاه تعزيز قطاع التمويل الإسلامي. أصدر الصندوق العديد من الدراسات التي تغطي مجالات التمويل الإسلامي المختلفة، شملت عقود التمويل الإسلامي وتطبيقاتها العملية، الابتكار في الصناعة المالية الإسلامية، تحديات تطبيق متطلبات بازل III بالبنوك المتوافقة مع الشريعة، مساهمة التمويل الإسلامي في النمو الاقتصادي وفي الشمول المالي بالدول العربية، دوافع التمويل الأصغر المتوافق مع الشريعة، وغيرها من موضوعات. فيما يلي بعض إصدارات صندوق خلال السنوات الأخيرة وهي متوفرة على موقع الصندوق الإلكتروني:

سنة النشر	عنوان الدراسة
2022	الصكوك: الإطار النظري والتطبيقي، عبد الكريم قندوز
2022	دور التمويل الإسلامي في تعزيز نمو القطاع الزراعي في الدول العربية أحمد شاذلي، عبد الكريم قندوز، الوليد طلحة، عبد الله سراج.
2022	مقترحات إصلاح النظام النقدي العالمي: أيها تتناسب مع متطلبات التمويل الإسلامي؟ عبد الكريم قندوز
2022	البنوك الإسلامية وأهداف التنمية المستدامة في العالم العربي: دراسة حالة لدول مختارة، أنور عثمان
2021	دوافع التمويل الأصغر الإسلامي في الدول العربية: المقارنة مع قطاع التمويل الأصغر التقليدي وإمكانية الاستفادة من تجارب دولية رائدة، حبيب عطية وعبد الكريم قندوز
2021	التقنيات المالية الحديثة في الخدمات المالية المتوافقة مع الشريعة: المتطلبات والفرص والتحديات، مجموعة العمل الإقليمية للتقنيات المالية الحديثة في الدول العربية
2021	أثر التمويل الإسلامي على الشمول المالي في المنطقة العربية، جمال الجويني وعبد الكريم قندوز

2021	آليات انتقال أثر السياسة النقدية في اقتصاد خال من الفائدة، عبد الكريم قندوز والوليد طلحة
2021	التمويل الإسلامي والنمو الاقتصادي: دراسة قياسية، عبد الكريم قندوز
2020	التقنيات المالية وتطبيقاتها في الصناعة المالية الإسلامية، عبد الكريم قندوز
2019	الابتكار في الصناعة المالية الإسلامية، عبد الكريم قندوز
2019	المالية الإسلامية، عبد الكريم قندوز
2019	عقود التمويل الإسلامي: دراسات حالة، عبد الكريم قندوز
2016	انعكاسات تنامي صناعة الصيرفة الإسلامية على إدارة السياسة النقدية في الدول العربية، هبة عبد المنعم
2013	البنوك الإسلامية: الإطار المفاهيمي والتحديات، إبراهيم الكراسنة.

للحصول على مطبوعات صندوق النقد العربي:

صندوق النقد العربي

معهد التدريب وبناء القدرات

شبكة المعرفة

أبو ظبي - ص.ب. 2818

الإمارات العربية المتحدة

هاتف: 0097126215000

E-Mail : [Publications@amfad.org.ae](mailto:Publications@amfad.org.ae)

Web : [www.amf.org.ae](http://www.amf.org.ae)