

صكوك الاستثمار
في سوق
المال الليبي

أ.د. عز الدين مصطفى الكور

- أهمية إدارة السيولة
- علاوة المخاطر المتضمنة في عائد الصكوك
- العائد الخالي من المخاطر
- الشروط الواجب توافرها في الأوراق المالية ذات معدل عائد خالي من المخاطر
- صكوك الاستثمار
- الشركة ذات الغرض الخاص
- إجراءات و متطلبات نشرة إصدار صكوك الاستثمار في سوق المال الليبي
- أطراف عملية التصكيك و هيكله صكوك الاستثمار
- مخاطر صكوك الاستثمار
- صلاحية صكوك الاستثمار للاستثمار وإدارة السيولة في المدى القصير

صكوك الاستثمار في سوق المال الليبي

Sukuk in the Libyan Stock Market

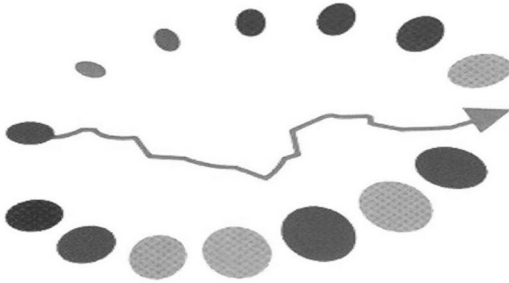
أ.د. عزالدين مصطفى الكور

الإهداء

إلى كل المهتمين بصناعة المالية الإسلامية



هذه الطبعة بمساهمة



سوق الاستثمار في سوق المال الليبي

ردمك: 9879959122674

رقم الإيداع: 2020\371

دار الكتب الوطنية – بنغازي

الطبعة الأولى 2020



AFAQ LIBYA Group
AFAQ LIBYA COMPANY
شركة أفاق ليبيا

تصميم وطباعة
afaq@afaqlibya.ly

صكوك الاستثمار في سوق المال الليبي

Sukuk in the Libyan Stock Market

أهمية إدارة السيولة

علاوة المخاطر المتضمنة في عائد الصكوك

العائد الخالي من المخاطر

الشروط الواجب توفرها في الأوراق المالية ذات معدل عائد خالي من

المخاطر

صكوك الاستثمار

الشركة ذات الغرض الخاص

إجراءات ومتطلبات نشرة إصدار صكوك الاستثمار في سوق المال الليبي

أطراف عملية التصكيك و هيكله صكوك الاستثمار

مخاطر صكوك الاستثمار

صلاحية صكوك الاستثمار للاستثمار وإدارة السيولة في المدى القصير

تمهيد

تعتبر صناعة المالية الإسلامية بشكل عام وقطاع البنوك الإسلامية بشكل خاص؛ من أكثر القطاعات تنافسية في الوقت الراهن، فحتى الأزمة المالية العالمية (2008) جاءت أثارها إيجابية؛ من حيث إنها سلطت الضوء على مفهوم المالية الإسلامية، والأحكام التي تقوم عليها في عمليات التمويل والاستثمار، إلا أن المؤسسات المالية الإسلامية في الدول التي تفتقد إلى الأسواق المالية الإسلامية؛ تعاني عديد المشاكل في إدارتها للسيولة والموائمة بين السيولة والربحية، بسبب عدم توفر الأدوات المالية قصيرة الأجل عالية السيولة (تلي أي عجز مالي مؤقت أو استثمار أي فائض مالي مؤقت)؛ و تتماشى مع الشريعة الإسلامية، الأمر الذي سبب في تدني مستويات كفاءة التكلفة ومعدلات الأداء فيها وفقاً لنتائج عديد الدراسات ومنها دراسة الكور (2010).

ونتيجة لأهمية إدارة السيولة في المدى القصير واعتبارها أداة لتحقيق هدف الربحية في المدى الطويل، على المؤسسات المالية

الإسلامية بشكل عام و البنوك الإسلامية بشكل خاص، أن تأخذ أهمية إدارة السيولة بعين الاعتبار، والوصول إلى تطبيق إستراتيجية فاعلة في إدارة السيولة، بأن تعمل على تبني إستراتيجية؛ تعتمد على منتجات مالية لا تتعارض مع الشريعة الإسلامية، وتسهم في إدارة السيولة بكفاءة، بشكل يعزز من قدرة المؤسسات المالية الإسلامية على المنافسة والاستمرار والنمو، ومن ثم تقديم خدمات محببة للمستهلكين ؛ تحقق القبول الاجتماعي ، فإدارة السيولة بنجاح في المدى القصير (مع ثبات العوامل الأخرى) يؤدي إلى تحقيق الربحية وتحسين معدلات الأداء و تعظيم القيمة السوقية للمؤسسات المالية الإسلامية في المدى الطويل.

وبهذا فإن ضعف إدارة السيولة في المؤسسات المالية الإسلامية يعود إلى افتقار الصناعة المالية الإسلامية إلى سوق مالية إسلامية يمكن من خلالها إصدار وتداول أدوات مالية عالية السيولة؛ بشكل يوائم بين هدفي السيولة والربحية. حيث تجد البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية نفسها مضطرة للاحتفاظ بجزء كبير من النقدية لتلبية متطلبات الاحتياطي القانوني وعمليات

السحب اليومي وتوفير السيولة التشغيلية ومجابهة الأحداث غير المتوقعة في عمليات التمويل والاستثمار، الأمر الذي يترتب عليه ارتفاع نسبة الأصول النقدية إلى مجموع الأصول عما هو عليه الحال في البنوك التقليدية، مما يزيد من ارتفاع تكلفة الأموال في المؤسسات المالية الإسلامية. الأمر الذي يترتب عليه ارتفاع مستويات عدم كفاءة التكلفة بشكل ينعكس سلباً على أدائها.

ولعل ما قدمته نتائج العديد من الدراسات، ومنها دراسة الفيومي و الكور (2008) ودراسة الكور (2008)، التي أشارت إلى بُعد البنوك الإسلامية عن الحد الأمثل للكفاءة على مستوى التكلفة، بالرغم من تمثيلها الجيد للكفاءة على مستوى الربح، الأمر الذي يشير إلى عدم الريادة على مستوى التكاليف، و الذي قد يعود إلى التشريعات والقوانين التي تلزمها بالاحتفاظ بالنقدية، بسبب عدم توفر أدوات مالية تتماشى مع الشريعة الإسلامية يمكن استثمار الفوائض المالية المؤقتة فيها، أو تسهيلها بسرعة عند حدوث عجز مالي مؤقت.

وعليه؛ فإن الاستمرار ضمن الصناعة المالية والنمو فيها، لا يكون من قبيل الصدفة، وإنما هو نتاج لاستراتيجيات تُصمم ويُعمل بها بعناية، كالريادة في التكاليف؛ والخطوة السبّاقة؛ والميزة التنافسية للمنتجات؛ والدخول المبكر للسوق؛ وابتكار وتصميم منتجات جديدة والتسويق لها، وغيرها من الاستراتيجيات التي تُسهم في تدعيم ونمو الحصة السوقية للمؤسسات المالية والحصول عليها بكفاءة تحقق لها معدلات أداء مرتفعة تجعلها قادرة على المنافسة والاستمرار والنمو.

أهمية إدارة السيولة

يقصد بالسيولة القدرة على تحويل الأصول المالية إلى نقود في الوقت المناسب وبسعر قريب من سعر السوق، إذ تتمثل أهم أهداف إدارة السيولة في المحافظة على رصيد نقدي موجب جاهز يمكن من خلاله عدم الوقوع في عجز نقدي (عسر فني) ومجابهة احتياجات النقدية في المدى القصير، حيث تكمن أهمية إدارة

السيولة في كونها تخفض المخاطر التي تحدث جراء حدوث فائض أو عجز في النقدية.

و ازدادت أهمية إدارة السيولة في السنوات الأخيرة نتيجة للتطور الحاصل في شتى المعاملات المالية، بالإضافة إلى التذبذب الحاصل في معدلات العوائد المطلوبة من قبل المستثمرين وتذبذب أسعار الصرف، والتغيرات في خصائص الأسواق، والتطورات التكنولوجية المستمرة، وأهمية الإيفاء بالالتزامات في مواعيدها (السمعة والجدارة الائتمانية)، وغيرها من الأمور التي تستوجب (على الدوام) أن تدار السيولة بكفاءة عالية، حتى يمكن تخفيض مخاطر السيولة إلى أقل ما يمكن، وهذا كله في إطار كفاءة الإدارة النقدية والموائمة بين مبدأ السيولة والربحية.

ونظراً لطبيعة البنوك وغيرها من المؤسسات المالية التي تعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية؛ وافتقارها إلى رعاية البنوك المركزية من حيث إنها لا تعتبر الملاذ الأخير لها للاقتراض؛ كما هو الحال في البنوك التقليدية، ونظراً لطبيعة الودائع في البنوك الإسلامية، إضافة إلى

ضعف آليات التمويل والحصول على السيولة من الأسواق المالية التقليدية بشكل عام والأسواق المالية الإسلامية بشكل خاص، ولمجابهة أي نقص محتمل في السيولة، تلجأ البنوك وغيرها من منشآت المال والأعمال التي تعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية؛ إلى الاحتفاظ بمقدار كبير من الأموال السائلة لمجابهة متطلبات السيولة المختلفة، كمتطلبات الاحتياطي القانوني وعمليات التشغيل اليومية و المصاريف المتعلقة بالنشاط؛ وتعزيز القدرة على الوفاء بالمسحوبات أو المدفوعات غير المتوقعة؛ سواء في البنوك أو غيرها من المؤسسات المالية الإسلامية؛ أو نتيجة لدافع الحيطة والحذر من مغبة عدم موائمة التدفقات النقدية الداخلة مع التدفقات النقدية الخارجة؛ أو نتيجة لدافع المضاربة الذي يتيح استغلال فرص مربحة غير متوقعة، فإن كل ذلك يستوجب من البنوك وغيرها من المؤسسات المالية الإسلامية الاحتفاظ بمعدلات مرتفعة نسبياً من السيولة مقارنةً بالبنوك والمؤسسات المالية التقليدية.

وبالمقابل؛ فإن الاحتفاظ بمقادير مرتفعة من النقدية سيزيد من مخاطر عدم استغلال الموارد المالية في البنوك وغيرها من المؤسسات المالية الإسلامية، ويزيد من ارتفاع تكاليف الأموال فيها، وانخفاض كفاءة التكلفة، مما يؤثر بشكل كبير على وضعها التنافسي وينعكس سلباً على الأرباح، ومن ثم على الأداء وعلى قيمتها السوقية.

ويتم الاحتفاظ بالأصول المالية ذات السيولة العالية؛ كاستثمار مؤقت يحقق عوائد منخفضة المخاطر، لمقابلة أي تدفقات نقدية خارجة غير متوقعة، أو عندما تكون التدفقات النقدية الداخلة أقل من التدفقات النقدية الخارجة، بشكل يسهم في تخفيض تكلفة التمويل من المصادر الخارجية.

كما تعتبر الأهداف المتمثلة في الربحية والسيولة والأمان؛ هي الإطار الذي تتخذ على ضوئه القرارات المالية في البنوك والمؤسسات المالية بشكل عام، إلا أن البنوك الإسلامية قد تعير هدف السيولة أهمية أكبر، وذلك لأن الصيغ والأدوات المالية التي تتماشى مع

الشريعة الإسلامية؛ تنطوي على مخاطر أكبر منه في الصيغ والأدوات المالية التقليدية، الأمر الذي يتطلب توخي الحيطة و الحذر واتخاذ قرارات مالية مناسبة تضمن حماية الأموال وتعظيم القيمة السوقية للمؤسسات.

فعند وجود احتمال عدم القدرة على المواءمة بين التدفقات النقدية الداخلة والخارجة، لا يمكن للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية الاستعانة بالبنوك المركزية؛ والاعتماد عليها كمصدر للسيولة، أو الاعتماد على الاقتراض بين البنوك؛ وغيرها من الأدوات المالية التقليدية قصيرة الأجل التي تعتمد على الفوائد. وبهذا يجب على المؤسسات المالية الإسلامية أن تعمل على تبني استراتيجية؛ تعتمد على منتجات مالية قصيرة الأجل لا تتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية، تمكنها من استثمار فائض السيولة المؤقتة لديها أو تلبية أي عجز مالي مؤقت بشكل ينعكس إيجاباً على معدلات الأداء فيها؛ و يعزز من قدرتها على المنافسة والنمو.

كما ترجع أهمية هدف السيولة أيضاً في منشآت المال و الأعمال التي تعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية؛ إلى احتمال عدم القدرة على الموازنة بين التدفقات النقدية الداخلة والخارجة، نظراً لطبيعة بعض الاستثمارات التي تتأثر بالمخاطر المالية والتشغيلية؛ و مخاطر الشريعة، والتي قد تؤثر أيضاً على عدم إمكانية الجزم بمواعيد وقيم سداد محددة، فالتمويلات الموجهة لمشاريع خطيرة نسبياً؛ يصاحبها درجة عالية من عدم التأكد؛ فيما يخص مواعيد التدفقات النقدية الداخلة منها؛ أو مواعيد استحقاقها وإطفائها بشكل نهائي.

ولأن المؤسسات المالية الإسلامية تسعى إلى تعظيم ثروة الملاك والمستثمرين؛ كغيرها من المؤسسات المالية التقليدية، فإن إدارة السيولة أفضل سبيل لكسب ثقة الملاك والمستثمرين والمودعين، والتي تعتمد على الطريقة التي تدير بها المؤسسات المالية الإسلامية سيولتها الفائضة، وكذلك طريقة الحصول على الأموال لمجابهة أي عجز مؤقت وخاصة في المدى القصير. فهدفا السيولة والربحية وفقاً لمبدأ الاستمرارية؛ هدفان يكمل أحدهما

الآخر، فلو اعتبرنا أن الربحية تهتم بالمدى الطويل؛ يمكن اعتبار أن السيولة تهتم بالمدى القصير، أي أن إدارة السيولة بنجاح في المدى القصير تؤدي إلى تحقيق الربحية في المدى الطويل، ومن ثم تعظيم القيمة السوقية لمنشآت المال والأعمال. وبالتالي فإن مسألة إدارة السيولة وانعكاسها على كفاءة التكلفة والربح والأداء؛ تبقى من أهم العوامل المؤثرة في اتخاذ القرارات المالية للمستثمرين بشكل عام.

وبهذا صارت الحاجة ملحة إلى وجود آلية يتم من خلالها الحصول على الأموال بسرعة وسهولة وبما لا يتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية، والوصول إلى استراتيجية فاعلة في إدارة السيولة، بتصميم وهيكل أدوات ومنتجات مالية تتماشى مع الشريعة الإسلامية، و أدوات مالية قصيرة الأجل ذات عائد خالي من المخاطر تسهم في إدارة السيولة بكفاءة؛ بشكل ينعكس إيجابياً على أدائها وقيمتها السوقية ووضعتها التنافسي ضمن الصناعة المالية.

مفهوم معدل العائد الخالي من المخاطر

يتحدد سعر الفائدة في السوق من خلال سعر الفائدة الحقيقي عديم المخاطرة (الذي يتمثل في عائد ورقة مالية مرتفعة السيولة وخالية من جميع المخاطر) إضافة لعلاوات متعددة كعلاوة التضخم وعلاوة مخاطر عدم السداد وعلاوة مخاطر السيولة وعلاوة مخاطر أجل الاستحقاق، أما معدل العائد الخالي من المخاطر فيعكسه سعر الفائدة الاسمي عديم المخاطرة الذي يحتوي على سعر الفائدة الحقيقي عديم المخاطرة إضافة لعلاوة مخاطر التضخم فقط.

علاوة المخاطر :

يرتبط مفهوم علاوة المخاطرة بالحد الأدنى للعائد المطلوب من قبل المستثمرين، حيث تتمثل في العائد المضاف للعائد الخالي من المخاطر الذي يطلبه المستثمر كتعويض عن المخاطر المرتبطة بالاستثمار في الأوراق المالية بما فيها الصكوك، وتعتبر العلاقة طردية بين علاوة المخاطرة والمخاطر المرتبطة بالاستثمار، وتتمثل علاوة المخاطرة فيما يلي:

• علاوة التضخم:

يعكس التضخم انخفاض القوة الشرائية للنقود ومن ثم ينعكس بالزيادة على الحد الأدنى للعائد المطلوب من قبل المستثمرين، و اللازم لتغطية أثر التضخم، بحيث يصبح العائد المطلوب مساوياً لمعدل العائد الخالي من المخاطر (سعر الفائدة الاسمي عديم المخاطرة) والذي يساوي سعر الفائدة الحقيقي عديم المخاطرة + علاوة التضخم .

• علاوة مخاطر عدم السداد:

تزداد علاوة مخاطر عدم السداد مع زيادة احتمال تحقق خسائر مُصدر الورقة المالية؛ وتزايد احتمال عدم قدرته على سداد العوائد أو سداد قيمة الورقة عند الاستحقاق. ولتعويض المستثمر عن هذه المخاطر يصبح سعر الفائدة الاسمي عديم المخاطرة متضمناً لسعر الفائدة الحقيقي عديم المخاطرة + علاوة التضخم + علاوة مخاطر عدم السداد بحيث يصبح سعر الفائدة الاسمي متضمناً لسعر الفائدة الحقيقي عديم المخاطرة + علاوة مخاطر عدم السداد، وبمعنى آخر

يضاف العائد المطلوب من قبل المستثمر للتعويض على مخاطر عدم السداد إلى معدل العائد الخالي من المخاطر .

• علاوة السيولة:

يعتبر تسويق الورقة المالية؛ وإمكانية تحويلها إلى نقود في الوقت المناسب وبسعر قريب من سعر السوق؛ من العوامل المهمة التي يأخذها المستثمرون بعين الاعتبار، وعلى هذا الأساس تضاف علاوة السيولة للعائد المطلوب من قبل المستثمرين عند احتساب عائد الورقة المالية محل الاستثمار، وعلى هذا الأساس ترتفع علاوة السيولة كلما انخفضت درجة سيولة الورقة المالية والعكس صحيح (علاقة عكسية).

• علاوة أجل الاستحقاق:

للزمن حصة من الثمن، وكلما زادت فترة الاستثمار زاد عدم التأكد بشأن المستقبل وبالتالي زادت المخاطرة؛ وزادت احتمالات ارتفاع أسعار الفائدة و معدل العائد المطلوب على الاستثمار، الذي ينعكس على

انخفاض السعر السوقي للورقة المالية وتحقيقها لخسائر رأسمالية في حال لم يكف العائد للتعويض عن هذه المخاطر، وبالتالي كلما زاد أجل الاستثمار في الأوراق المالية بشكل عام و الصكوك بشكل خاص تطلبت إضافة علاوة أجل الاستحقاق إلى العائد الحقيقي مع العلاوات الأخرى لتعويض المستثمر عن مخاطر أجل الاستحقاق.

الشروط الواجب توفرها في الأوراق المالية ذات معدل عائد خالي من المخاطر

يتحقق معدل العائد الخالي من المخاطر؛ عندما يمتد تقييم المستثمر للورقة المالية لفترة واحدة، بأن يعلم المستثمر الذي يشتري الورقة المالية في بداية الفترة بتأكد تام من قيمتها في نهاية الفترة، وأن فترة الاستثمار المحددة من قبل المستثمر تنتهي في تاريخ استحقاق الورقة المالية؛ لتفادي مخاطر معدل إعادة الاستثمار وانخفاض قيمة الورقة المالية عند الاستحقاق، وبهذا فإن الانحراف المعياري لعائد هذه الورقة الدوري يكون مساوياً للصفر ولا وجود لخسائر رأسمالية.

كما أن الورقة المالية ذات معدل عائد خالي من المخاطر قصيرة الأجل، وبهذا تكون درجة التأكد بشأن التضخم مرتفعة وعلاوة التضخم يتضمنها معدل العائد عليها. وأنها ذات دخل ثابت وتصدر عن مؤسسات مالية حكومية يصعب أن تفشل في سداد ما عليها من التزامات، وهي بذلك لا تنطوي على مخاطر عدم السداد.

الأوراق المالية التقليدية قصيرة الأجل ذات معدل العائد الخالي من المخاطر:

من أهم الأوراق المالية قصيرة الأجل التي تستخدم في إدارة السيولة في منشآت المال والأعمال التقليدية ما يلي:

• أذون الخزانة (وزارة الخزانة):

يعتبر أذون الخزانة من أهم أدوات الدين في السوق النقدية، وتصدرها الحكومة عن طريق البنك المركزي لتمويل عجز الموازنة العامة للدولة، كما يعتبر الأذون الورقة المالية الملائمة لاستثمار الفوائض النقدية المؤقتة (إدارة النقدية) لشركات المال والأعمال.

وتباع بخصم من قيمتها الاسمية لكافة المتعاملين في سوق النقد، أي بسعر بيع أقل من قيمتها الاسمية، وعند الاستحقاق تلتزم الحكومة بدفع القيمة المدونة على الأذون، ويمثل الفرق مقدار العائد الذي يتحصل عليه المستثمر. ويصدر الأذون بشكل دوري وباستحقاق يتراوح بين ثلاثة أشهر وستة أشهر وتسعة أشهر وأثنى عشر شهراً كحد أقصى، ويتميز بسيولته العالية (سوق نشط) وضمن سداد قيمته الاسمية عند الاستحقاق.

• شهادات الإيداع (المصرف المركزي):

تمثل شهادات الإيداع أدوات دين تصدرها البنوك المركزية كأداة من أدوات إدارة السيولة للمصارف التجارية التي تتوفر لديها سيولة فائضة مؤقتة يمكن استثمارها في شهادات الإيداع لتحقيق مبدأ الموازنة بين السيولة والربحية في البنوك التجارية، حيث تعطي عائد متمثل في فائدة (تناسب طردياً مع فترة الاستحقاق) تستحق مع قيمة الشهادة الاسمية في تاريخ الاستحقاق الذي يكون أقل من سنة. و لا يجوز استرداد قيمتها قبل تاريخ الاستحقاق إلا من خلال

البيع في السوق الثاني الذي تتداول فيه الأوراق المالية قصيرة الأجل بين البنوك وغيرها من المؤسسات المالية.

وتأسيساً على ما سبق، و وفقاً لأدبيات نظرية التمويل يمكن اعتبار أذونات الخزنة التي تصدرها وزارة المالية وشهادات الإيداع التي تصدرها البنوك المركزية؛ أوراقاً مالية قصيرة الأجل يعتبر معدل العائد فيها خالي من المخاطر، غير أنها لا تصلح لإدارة السيولة في البنوك الإسلامية بشكل خاص وغيرها من المؤسسات المالية الإسلامية بشكل عام، كونها تتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية، الأمر الذي يتطلب تفعيل سوق الأوراق المالية، و هيكله وإصدار صكوك استثمار بشكل عام تصلح لعمليات التمويل والاستثمار، وهيكله وإصدار صكوك استثمار قصيرة الأجل بشكل خاص؛ تصلح لإدارة السيولة في منشآت المال والأعمال التي تعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية.

صكوك الاستثمار

تعتبر الصكوك أداة مالية من أدوات النموذج المالي المستند على الأسواق المالية، و تُعرف بأنها وثائق متساوية القيمة الاسمية، تمثل حصصاً شائعة في ملكية موجودات نقدية أو أعيان أو منافع أو خدمات أو خليط منها، أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري محدد بقصد الاستثمار أو التمويل، ولا تمثل الصكوك ديناً في ذمة مُصدرها لحاملها، وتصدر في إطار عقد شرعي** .

وتعتبر الصكوك ذات مخاطر متباينة وفق تباين مخاطر العقود التي تبني على أساسها هياكل الصكوك (هياكل تبني على أساس عقود المداينات، وهياكل تبني على أساس عقود المشاركات التي تعتمد مبدأ تقاسم الأرباح والخسائر)، كما أنها لا تعتبر مصدر تمويل دائم كما هو الحال في الأسهم لاحتوائها على تاريخ استحقاق كما في السندات.

** مادة (1) قانون رقم (4) لسنة 2016 بشأن الصكوك.

وتعرف صكوك الاستثمار الحكومية على أنها الصكوك التي يكون المصدر فيها إحدى الوزارات أو الهيئات أو المؤسسات العامة أو وحدات الحكم المحلي أو الشركات المملوكة للدولة ملكية عامة. ويجب أن يكون إصدار الصكوك الحكومية وفق قانون الصكوك الليبي مقابل حق الانتفاع بالأصول فقط دون تملكها. كما يصدر الصك على أساس توكيل المصدر لجهة الإصدار في حفظ حقوقه وإدارة عملية التصكيك.

وعليه يشترط عند هيكلة وإصدار الصكوك وفق القانون الليبي مايلي:

- أن تصدر باسم مالكةا، بفئات متساوية القيمة؛ لإثبات حق مالكةا فيما تمثله من حقوق والتزامات مالية.
- أن تمثل الصكوك حصة شائعة في ملكية موجودات نقدية أو أصول أو منافع أو خدمات أو خليطاً منها ومن الحقوق المعنوية والديون والنقود.
- أن تصدر على أساس عقد شرعي، بضوابط شرعية تُنظم إصدارها وتداولها.

- أن يخضع تداولها لشروط تداول ما تمثله.
- أن يشارك مالكوها في غنمها حسب الاتفاق المبين في نشرة الإصدار، ويتحملون غرمها بنسبة ما يملكه كل منهم من صكوك.
- يجوز أن تنص نشرة الاكتتاب للصكوك غير الحكومية على تحول الصكوك إلى أسهم بعد موافقة الهيئة الشرعية وجميع أطراف العقد.
- لا يجوز أن تشمل نشرة الاكتتاب لصكوك الاستثمار ضمان للقيمة الاسمية أو قدرًا معينًا من الربح في غير حالات التعدي والتقصير.
- لا يجوز إصدار أو تداول الصكوك إلا من خلال سوق المال الليبي.
- يحق لحملة الصكوك تكوين هيئة مالكي الصكوك وممثل قانوني لها لمتابعة وحماية مصالحهم المشتركة.
- يجوز أن يتبرع طرف ثالث مستقل بضمان الصكوك.
- يجوز أن تقدم جهة الإصدار لمالك الصك بعض الضمانات العينية أو الشخصية لضمان مسؤوليتها في حالات تعديها أو تقصيرها.

- يجوز أن يتعهد المصدر أو جهة ما بشراء ما لم يُكتب فيه من الصكوك، ويكون الالتزام من متعهد الاكتتاب مبنياً على أساس الوعد الملزم، ولا يجوز أن يتقاضى المتعهد بالاكتتاب عمولات مقابل ذلك التعهد.
- لا يجوز تصكيك الديون في الذمم لغرض تداولها.

أنواع الصكوك:

- صكوك التمويل (صكوك المرابحة، صكوك الإستهناع، صكوك السلم).
- صكوك الإجارة (صكوك ملكية الأعيان القابلة للتأجير، صكوك ملكية منافع الأعيان القابلة لإعادة التأجير، صكوك إجارة الخدمات).
- صكوك الاستثمار (صكوك المضاربة، صكوك الوكالة بالاستثمار، صكوك المشاركة).
- صكوك المشاركة في الإنتاج (صكوك المزارعة، صكوك المساقاة، صكوك المغارسة).

• صكوك المحافظ الاستثمارية.

تداول الصكوك**:

يجوز تداول الصكوك واستردادها إذا كانت تمثل حصة شائعة في ملكية موجودات من أعيان أو منافع أو خدمات، بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط، أما قبل بدء النشاط فتراعى الضوابط الشرعية لعقد الصرف، كما تراعى أحكام الديون إذا تمت التصفية وكانت الموجودات ديونًا، أو تمّ بيع ما تمثله الصكوك بثمن مؤجل.

وفي الصكوك القابلة للتداول يجوز أن يتعهد مصدر الصك في نشرة إصدار الصكوك، بشراء ما يعرض عليه من هذه الصكوك، بعد إتمام عملية الإصدار بسعر السوق أو بالسعر الذي يتراضيان عليه يوم الشراء، ولكن لا يجوز أن يكون وعد الشراء بالقيمة الاسمية للصك.

** مادة (22) قانون رقم (4) لسنة 2016 بشأن الصكوك.

حق تحول الصكوك إلى أسهم وحق الأولوية لحملة الصكوك:

يشترط في تحول الصكوك إلى أسهم ما يلي:

- أن تكون الصكوك غير حكومية.
- صدور قرار من الجمعية العمومية غير العادية للمصدر.
- موافقة هيئة سوق المال وموافقة هيئة الرقابة الشرعية لدى الشركة ذات الغرض الخاص.
- أن تكون موضحة بنشرة الاكتتاب قيمة ونسب وأعداد الصكوك القابلة للتحويل.

أما حق الأولوية لحملة الصكوك فيجوز إصدار صكوك يكون لمالكها أولوية الاكتتاب في أي زيادة في رأس مال المصدر.

الشركة ذات الغرض الخاص

قبل البدء في هيكلة صكوك الاستثمار و تحليل مخاطر الصكوك سيتم التعريف بالشركة ذات الغرض الخاص (Special Purpose Vehicle (SPV، حيث لا يجوز إصدار صكوك الاستثمار الحكومية وغير الحكومية إلا بواسطة الشركة ذات الغرض الخاص، تكون مملوكة للدولة بالكامل

فيما يتعلق بالصكوك الحكومية، ويجوز أن تكون بالاشتراك مع آخرين فيما يتعلق بالصكوك غير الحكومية، ويكون لها ذمة مالية مستقلة ومنفصلة إدارياً عن المصدر. ويجب على المصدر نقل ملكية موجودات الصكوك إلى الشركة ذات الغرض الخاص للقيام بعملية التصكيك. وعليه يقوم المصدر بإنشاء الشركة ذات الغرض الخاص (جهة الإصدار)، تكون شركة ذات شخصية مستقلة ومسؤولية محدودة للقيام بعملية التصكيك، وحماية مصالح مالكي الصكوك حتى انتهاء العملية. وتأخذ الشركة ذات الغرض الخاص الشكل القانوني للشركة ذات المسؤولية المحدودة الخاصة. وبهذا يقدم المصدر طلب إنشاء الشركة لهيئة سوق المال للحصول على الموافقة المبدئية، وترفق الموافقة المبدئية بعقد تأسيسها ونظامها الأساسي مبيناً فيه غاياتها، وأي وثائق أو بيانات أخرى تطلبها الهيئة، ويتقدم بها للسجل التجاري لتسجيلها.

كما تسجل الشركة في سجل خاص لدى هيئة سوق المال يُسمى (سجل الشركات ذات الغرض الخاص) بأرقام متسلسلة حسب تاريخ تسجيلها، على أن يثبت فيه أي تعديل أو تغيير يطرأ عليها. ويُحدد

رأسمال الشركة وفقاً لما ينص عليه عقد تأسيسها ونظامها الأساسي. ولا يجوز إدراج أو تداول أسهم الشركة في سوق المال الليبي أو خارجه. كما لا يجوز للشركة الاندماج في أو مع غيرها من الشركات، أو الاستحواذ عليها.

وأخيراً لا يجوز للشركة رعاية أكثر من إصدار في الوقت ذاته وذلك فيما يتعلق بالصكوك غير الحكومية.

ملكية موجودات الصكوك:

يجب على المصدر أن ينقل ملكية موجودات الصكوك إلى الشركة ذات الغرض الخاص للقيام بعملية التصكيك، وعلى الشركة أن تضع قيداً على موجودات الصكوك، فلا يجوز التصرف فيها أو بيعها أو رهنها أو الحجز أو التنفيذ عليها، ولا يجوز رفع هذا القيد إلا بعد موافقة هيئة سوق المال وفي الحالات التالية:

- عدم الموافقة على نشرة الإصدار.
- عدم اكتمال الإصدار لعدم التغطية أو لأي سبب آخر.
- الإطفاء المبكر للصكوك.

- التصفية الاختيارية للمشروع.
 - الإطفاء النهائي للصكوك.
 - أي حالات أخرى توافق عليها هيئة سوق المال.
- و يكون كل من إدارة الشركة ذات الغرض الخاص أو مدير الاستثمار إن وجد، مسؤولاً عن إدارة و استثمار موجودات الصكوك، سواء كانت تقوم بالإدارة بنفسها أو من خلال جهة أخرى في حدود ما يسمح به قانون الصكوك ولائحته التنفيذية وتعليمات هيئة سوق المال.
- كما أن كل من إدارة الشركة ذات الغرض الخاص أو مدير الاستثمار إن وجد؛ مسؤولاً تجاه المستثمرين عن أية أضرار تلحق بهم؛ نتيجة مخالفة أحكام القانون أو اللائحة التنفيذية أو مخالفة قرارات هيئة سوق المال وهيئتها الشرعية وقرارات سوق المال الليبي؛ فيما يتعلق بالصكوك المقيدة والمدرجة به، أو مخالفة الهيئة الشرعية لدى الشركة ذات الغرض الخاص، أو إساءة استعمال الصلاحيات المخولة لها؛ أو التقصير أو التعدي أو الإهمال الجسيم أو مخالفة شروط إصدار الصكوك.

إجراءات تأسيس الشركة ذات الغرض الخاص:

لتأسيس الشركة يقوم المصدر بالإجراءات التالية:

يقدم طلب إنشاء الشركة لهيئة سوق المال للحصول على الموافقة المبدئية وفقاً للنموذج المعتمد لهذه الغاية.

تعتمد هيئة سوق المال عقد تأسيس الشركة ونظامها الأساسي.

ترفق الموافقة المبدئية بعقد تأسيسها ونظامها الأساسي مبيناً فيه غاياتها، وأي وثائق أو بيانات أخرى تطلبها هيئة سوق المال، ويتقدم بها للسجل التجاري لتسجيلها.

وتسجل الشركة في سجل خاص لدى هيئة سوق المال يُسمى (سجل الشركات ذات الغرض الخاص) بأرقام متسلسلة حسب تاريخ تسجيلها، على أن يثبت فيه أي تعديل أو تغيير يطرأ عليها.

يحدد رأسمال الشركة وفقاً لما ينص عليه عقد تأسيسها ونظامها الأساسي.

متطلبات الترخيص للشركة ذات الغرض الخاص:

تتمثل المستندات المطلوبة لمنح الترخيص من هيئة سوق المال

فيما يلي:

- الموافقة المبدئية لتأسيس الشركة.
- الموافقات المنصوص عليها بقانون الصكوك ولائحته التنفيذية.
- عقد التأسيس والنظام الأساسي.
- مستخرج من السجل التجاري.
- شهادة من المصرف تفيد بإيداع رأس المال.
- عنوان الشركة.
- شهادات الخبرة وشهادة حسن السيرة والسلوك لمدير الشركة.

مهام الشركة ذات الغرض الخاص:

- القيام بعملية التصكيك.
- تملك موجودات الصكوك نيابة عن حملة الصكوك.
- تلقي حصيلة الاكتتاب في الصكوك.
- حماية حقوق حملة الصكوك.

- إدارة موجودات الصكوك ورعايتها واستثمار ما ليس مستثمراً منها، حسب ما جاء في نشرة الاكتتاب.
- تحصيل الدخل من أرباح و إيجارات وغيرها.
- توزيع صافي ربح الصكوك وعوائدها على حاملتها.
- إصدار نشرة دورية لإعلام حملة الصكوك بكافة التطورات التي تطرأ على ممتلكاتهم.
- تصفية موجودات الصكوك في نهاية مدة الصكوك، وتوزيع ناتج التصفية على حملة الصكوك وفق سياسات وشروط نشرة الاكتتاب الخاصة بإصدار الصكوك.

إجراءات و متطلبات نشرة إصدار صكوك الاستثمار في سوق المال الليبي

إجراءات و متطلبات نشرة إصدار صكوك الاستثمار في سوق المال الليبي بموجب قانون الصكوك رقم 4 لسنة 2016 ولائحته التنفيذية واللوائح الصادرة بمقتضاه ما يلي :

- وصف كامل للصكوك المُصدرة والذي يشمل ؛ طبيعة المشروع، والضمانات و التعهدات المتخذة لحماية مالكي الصكوك، و التزام جهة الإصدار بأحكام الشريعة الإسلامية، و الأجر الذي يتعين دفعه مقابل إدارة و استثمار موجودات الصكوك، و أساليب وسياسات الاستثمار.
 - شروط وإجراءات الاكتتاب المتعلقة بمدة السماح اللازمة لتنفيذ المشروع وتاريخ بدء توزيع العوائد، و الإجراءات المتبعة في حالة عدم كفاية الطلب.
 - الغاية من الإصدار والقيمة الاسمية للإصدار وكيفية استغلال حصيلته الإصدار.
 - وصف للمُصدر و النشاطات الرئيسية له، وتقديم لمحة تاريخيه مختصرة تشمل ما يلي:
1. المركز المالي للمُصدر و حقوق المساهمين و حساب الأرباح والخسائر و البيانات المالية الأخرى.
 2. أية معلومات جوهرية أو رئيسة التي حدثت في الفترة الواقعة بين آخر ميزانية معدة وتاريخ الإصدار ولها أثر على البيانات

- المالية، و التغييرات والأحداث الهامة التي تشمل أية تغييرات أو أحداث جرت لدى المُصدر و أثرت عليه.
3. الامتيازات وبراءات الاختراع.
 4. القضايا لصالح المُصدر أو عليه.
 5. المشاريع المستقبلية.
 6. الوضع التنافسي للمُصدر والحجم التقديري لنشاطه قياسًا بمنافسيه، وبيان مدى تمتع منتجاته بالحماية وأسلوبها حال توفر ذلك.
 7. علاقة المُصدر بالشركات التابعة له أو الشركات الأم أو الحليفة أو الشقيقة إن وجدت.
 8. أية مطالبات أو حجوزات إدارية أو أية رهونات على أصول المُصدر.
 9. قيمة الصكوك التي يكون المُصدر و جهة الإصدار قد أصدرتها من قبل.

• وصف المشروع، و يشمل ما يلي:

1. دراسة الجدوى الاقتصادية والاجتماعية أو المصلحة من وراء إنشاء المشروع.

2. بيان المنتجات والخدمات الرئيسة للمشروع.

3. وصف مصادر المواد الخام الرئيسة وأماكن وجودها.

4. بيان موجز عن الاعتبارات البيئية الداخلة في مجال أعمال المشروع.

5. شرحا وافياً للمخاطر التي قد تنجم عن الاستثمار في المشروع.

• بيان لإدارة المصدر متضمنة ما يلي:

1- أسماء أعضاء مجلس الإدارة وأسماء الإدارة التنفيذية.

2- مساهمات أعضاء مجلس الإدارة وأقربائهم، الزوج أو الزوجة والأولاد القصر، والإدارة العليا لدى المصدر وكذلك مساهمات أي شركات مسيطر عليها من أي منهم.

3- المزايا والمكافآت التي حصل عليها أعضاء مجلس الإدارة والإدارة العليا.

4- أسماء أعضاء مجلس الإدارة أو الإدارة العليا الذين كانوا أعضاءً في مجالس إدارات شركات أخرى أو في الإدارات العليا، مع الإشارة للشركات التي تم تصفيتها أو تعثرت خلال العشر سنوات الأخيرة و أسباب ذلك.

- بيان عدد المساهمين وتوزيع ملكية أسهم المصدر (إن وجدت) وتحتوي أيضاً على:

- 1- أسماء المساهمين الذين يملك كل منهم (5%) من أسهم المصدر فأكثر، وعدد الأسهم التي يمتلكها كل منهم ونسبتها.
- 2- عدد المساهمين وجنسياتهم وتوزيع ملكية الأسهم.

- بيان لإدارة جهة الإصدار (الشركة ذات الغرض الخاص (SPV)) والمشروع متضمنة لما يلي:

- 1- أسماء أعضاء الإدارة، وخبرات كل منهم لكل من المشروع وجهة الإصدار، وخبرات ومؤهلات كل شخص منهم وعناوينهم المختارة للتبليغ والمراسلات.

2- أسماء أعضاء الإدارة أو الإدارة العليا لكل من جهة الإصدار و المشروع الذين كانوا أعضاء في مجالس إدارات شركات أخرى أو في الإدارات العليا، مع الإشارة للشركات التي تم تصفيتها أو تعثرت خلال العشر سنوات الأخيرة وبيان أسباب ذلك.

• تقديم المرفقات التالية بشكل منفصل و دون الحاجة إلى تضمينها لنشرة الإصدار:

1. جميع القرارات والوثائق الرسمية التي تبين الموافقة على إصدار الصكوك.
2. صورة مصدقة عن نسخ الامتيازات والتراخيص الممنوحة للمصدر.
3. المستندات التي بموجبها تم تأسيس جهة الإصدار (SPV).
4. دراسة الجدوى الاقتصادية للمشروع.

خطوات إصدار الصكوك في سوق المال الليبي

إجراءات تأسيس الشركة ذات الغرض الخاص (SPV):

يقدم المصدر طلباً لهيئة سوق المال للحصول على الموافقة المبدئية لتأسيس شركة ذات غرض خاص مرفق بالمستندات التالية:

1. موافقة الجمعية العمومية على إصدار الصكوك إذا كان المُصدر شركة.

2. قرار الجمعية العمومية بتشكيل الهيئة الشرعية لدى الشركة ذات الغرض الخاص.

3. ما يفيد سداد رأس مال المُصدر إذا كان المصدر شركة.

4. موافقة رئاسة الوزراء إذا كان المُصدر إحدى الجهات الحكومية أو العامة.

و تُمنح هيئة سوق المال الموافقة المبدئية للمُصدر على تأسيس شركة ذات غرض خاص، وذلك بعد موافقة هيئة الرقابة الشرعية بهيئة سوق المال. ومن ثم ترفق الموافقة المبدئية بعقد التأسيس والنظام الأساسي للشركة ذات الغرض الخاص وتقدم لوزارة الاقتصاد لتسجيلها بالسجل الخاص بالسجل التجاري، وبهيئة سوق المال.

و تتم عملية التصكيك وفقاً لما يلي:

1. تعد الشركة ذات العرض الخاص (SPV) وصفاً وافياً للمشروع الذي ترغب في استخدام حصيلة الإصدار به.

5. تبرم الشركة ذات العرض الخاص (SPV) العقد الذي تُصدر الصكوك على أساسه ووفقاً لطبيعته.
6. تعد الشركة ذات العرض الخاص (SPV) نشرة الإصدار وفقاً للمادة رقم 14 من القانون رقم 4.
7. تعتمد النشرة من الممثل القانوني للمصدر ومن المراجع الخارجي و من ديوان المحاسبة فيما يتعلق بالصكوك الحكومية.
8. تعتمد النشرة من هيئة سوق المال بعد اعتماد هيئة الرقابة الشرعية بهيئة سوق المال.
9. تنشر النشرة المعتمدة بالجريدة الرسمية وبجريدتين محليتين.
10. تطرح الصكوك باكتتاب عام أو خاص بالسوق الأول بسوق المال وفقاً للإجراءات والآلية المتبعة بالسوق.
11. تقوم الشركة ذات العرض الخاص (SPV) باستثمار حصيلة الاكتتاب وفقاً لأساليب وسياسات الاستثمار المحددة بنشرة الاكتتاب.
12. تقوم الشركة ذات العرض الخاص (SPV) بقيد الصكوك بنظام الإيداع والقيد المركزي بسوق المال الليبي.

أطراف عملية التصكيك و هيكله صكوك الاستثمار

أطراف عملية التصكيك*:

- العلاقة بين جهة الإصدار والمصدر.

يصدر الصك على أساس توكيل المصدر لجهة الإصدار (الشركة ذات الغرض الخاص) في حفظ حقوقه وإدارة عملية التصكيك. ولغرض إصدار صكوك ملكية الأعيان يوكل المصدر جهة الإصدار في بيع هذه الأعيان والعمل على إعادتها إلى ملكه حينما يجوز له ذلك.

- العلاقة بين جهة الإصدار ومالكي الصكوك:

تنظم نشرة الإصدار العلاقة بين طرفي الصك (جهة الإصدار، ومالكي الصكوك)، وتترتب آثار هذه العقود من حقوق والتزامات بين أطرافها بمجرد انعقاد العقد. ويمثل الاكتتاب في الصكوك إيجاباً من المكتتبين، أما القبول فهو موافقة جهة الإصدار وتخصيص الصكوك. إلا إذا صُرح في نشرة الإصدار بأنها إيجاب فيكون حينئذ الاكتتاب قبولاً.

*مادة (14/13) من اللائحة التنفيذية لقانون رقم (4) لسنة 2016 بشأن الصكوك.

وتتحدد العلاقة بين طرفي الصك (جهة الإصدار و حملة الصكوك) في الصكوك وفقاً لما يلي:

• صكوك ملكية الموجودات المؤجرة:

تعتبر جهة الإصدار بائع عين مؤجرة أو موعود باستئجارها، ومالكو الصكوك هم المشترون لها، وحصيلة الاكتتاب هي ثمن الشراء، وتكون ملكيتها على الشيوخ بغنمها وغرمها، وذلك على أساس المشاركة فيما بين مالكي الصكوك.

• صكوك ملكية المنافع (الإجارة):

1- صكوك ملكية منافع أعيان موجودة (الإجارة المعينة):
تعتبر جهة الإصدار مؤجراً لمنفعة العين الموجودة (سواء كانت مالكة للعين المؤجرة، أو لمنفعتها فقط) ومالكو الصكوك مستأجرين لها، وحصيلة الاكتتاب هي أجرة تلك المنفعة، وتكون ملكية تلك المنافع على الشيوخ بغنمها وغرمها، وذلك على أساس المشاركة فيما بين مالكي الصكوك.

2- صكوك ملكية منافع أعيان موصوفة (الإجارة الموصوفة في

الذمة):

تعتبر جهة الإصدار مؤجراً لمنفعة العين الموصوفة ومالكو الصكوك مستأجرين لها، وحصيلة الاكتتاب هي أجرة تلك المنفعة، وتكون ملكية تلك المنافع على الشيوع بغنمها وغرمها، وذلك على أساس المشاركة فيما بين مالكي الصكوك.

3- صكوك إجارة الخدمات أو الامتياز:

تعتبر جهة الإصدار بائعاً للخدمة (مؤجراً)، ومالكو الصكوك مشتريين للخدمة (مستأجرين لها)، وحصيلة الاكتتاب هي ثمن تلك الخدمة. ويستحق مالكو صكوك إجارة الخدمات بأنواعها حصيلة إجارة تلك المنافع.

• صكوك السلم:

تعتبر جهة الإصدار بائع سلعة السلم، ومالكو الصكوك هم المشترون للسلعة، وحصيلة الاكتتاب هي ثمن شراء السلعة (رأس مال السلم)، ويستحقون ثمن بيعها، أو ثمن بيع سلعة السلم في السلم الموازي إن وجد.

• صكوك الاستصناع :

تعتبر جهة الإصدار هي الصانع (البائع) ومالكو الصكوك هم المشترون للعين المراد صنعها، وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة المصنوع، والعين المصنوعة لمالكي الصكوك على الشيوخ بينهم، ويستحقون ثمن بيعها، أو ثمن بيع العين المصنوعة في الاستصناع الموازي إن وجد.

• صكوك المرابحة:

تعتبر جهة الإصدار المشتري الأمر بشراء سلعة المرابحة، ومالكو الصكوك هم البائعون لها مرابحة، وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة شراء البضاعة، وسلعة المرابحة لمالكي الصكوك، ويستحقون ثمن بيعها.

• صكوك المشاركة:

تعتبر جهة الإصدار هي طالب المشاركة معه في مشروع معين أو نشاط محدد، ومالكو الصكوك هم الشركاء في عقد المشاركة، وحصيلة الاكتتاب هي حصة المكتتبين في رأس مال المشاركة،

وموجودات المشاركة لمالكي الصكوك لهم غنمها وغرمةا، ويستحقون حصتهم في أرباح المشاركة إن وجدت.

• صكوك المضاربة:

تعتبر جهة الإصدار هي المضارب، ومالكو الصكوك هم أرباب المال، وحصيلة الاكتتاب هي رأس مال المضاربة، وموجودات المضاربة والحصصة المتفق عليها من الربح لأرباب المال، ويتحملون الخسارة إن وقعت.

• صكوك الوكالة بالاستثمار:

تعتبر جهة الإصدار هي الوكيل بالاستثمار، ومالكو الصكوك هم الموكلون، وحصيلة الاكتتاب هي المبلغ الموكل في استثماره، ويملك مالكو الصكوك ما تمثله الصكوك من موجودات بغممها وغرمةا، ويستحقون ربح المشاركة إن وجد.

• صكوك المزارعة:

تعتبر جهة الإصدار هي صاحب الأرض (مالكها أو مالك منافعها)، ومالك الصكوك هم المزارعون في عقد المزارعة (أصحاب العمل بأنفسهم أو بغيرهم)، وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف الزراعة. وقد تكون جهة الإصدار هي المزارع (صاحب العمل) ومالكو الصكوك هم أصحاب الأرض (المستثمرون الذين اشترت الأرض بحصيلة اكتتابهم)، ويملك مالكو الصكوك الحصة المتفق عليها مما تنتجه الأرض.

• صكوك المساقاة:

تعتبر جهة الإصدار هي صاحب الأرض (مالكها أو مالك منافعها) التي فيها الشجر، ومالكو الصكوك هم المساقون في عقد المساقاة، وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف العناية بالشجر. وقد تكون جهة الإصدار هي المساق (صاحب العمل) ومالكو الصكوك هم أصحاب الأرض (المستثمرون الذين سقيت الأرض بحصيلة اكتتابهم) ويستحق مالكو الصكوك الحصة المتفق عليها مما تنتجه الأشجار.

• صكوك المغارسة:

تعتبر جهة الإصدار هي مالك أرض صالحة لغرس الأشجار، ومالكو الصكوك هم المغارسون في عقد المغارسة، وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف غرس الشجر. وقد تكون جهة الإصدار هي المغارس (صاحب العمل) ومالكو الصكوك هم أصحاب الأرض (المستثمرون الذين غرست الأرض بحصيلة اكتتابهم)، ويستحق مالكو الصكوك الحصة المتفق عليها من الأرض والشجر.

هيكله صكوك الاستثمار:

لغرض تحليل مخاطر وعوائد صكوك التمويل والاستثمار التي تصدر وفق هيكلية خاصة تخضع لضوابط وقواعد التمويل الإسلامي، ينتفي فيها الربا والغرر في العقود التي تبنى على أساسها هياكل الصكوك. سيتم فيما يلي تبيان هيكله وإصدار صكوك الاستثمار المختلفة وفق القانون الليبي كما يلي:

أولاً / هيكله وإصدار صكوك الإجارة:

بدايةً نوه إلى جواز تعجيل الأجرة أو تقسيطها أو تأجيلها حسب الاتفاق، كما يجوز أن تكون الأجرة بمبلغ ثابت، أو بمبلغ متغير مرتبط

بسعر المثل أو بمعدل عائد في السوق له نفس المخاطر، وفي حال تغيير قيمة الإجارة يكون على الفترات اللاحقة غير المستحقة.

• هيكل وإصدار صكوك ملكية الأعيان القابلة للتأجير:

1- تعيين الأصول القابلة للتصكيك (معدات-مباني-امتيازات-منافع)، بحيث تصبح مستقلة عن بقية الأصول المملوكة للشركة المُصدرة.

2- يقوم المُصدر بتأسيس شركة ذات غرض خاص special purpose vehicle (SPV)، وبيع الأصل محل التصكيك لها بعد تقييمه بقيمته السوقية.

3- تصدر الشركة ذات الغرض الخاص (SPV) الصكوك على أساس عقدي البيع والإجارة، وتستخدم حصيلتها لشراء الأصل محل التصكيك، وتكون ملكيتها على الشيوخ بغنمها وغرماها، وذلك على أساس المشاركة فيما بين مالكي الصكوك.

4- تقوم الشركة ذات الغرض الخاص (SPV) بتأجير الأصل محل التصكيك للشركة المُصدرة بعقد إجارة (إجارة تشغيلية)، على أن

تتحمل جهة الإصدار كل ما يتعلق بالصيانة الأساسية للأصل المؤجر ويتحمل المصدر في حال ما كان مؤجراً للأصل الصيانة الدورية التشغيلية.

5- تكون الأجرة هي العائد الدوري لحملة الصكوك، إضافة للعائد الرأسمالي أو الخسارة الرأسمالية في حال تغير قيمة الأصل السوقية بالنقصان أو الزيادة، أو تغير السعر الذي يتم التراضي عليه عن القيمة الاسمية عند الاستحقاق.

6- يجوز تداولها منذ لحظة إصدارها بعد تملك مالك الصكوك للموجودات وحتى نهاية أجلها.

7- تطفأ صكوك ملكية الموجودات ببيع الموجودات لمصدر الصكوك أو لغيره وذلك بعد انتهاء مدة الإجارة المنصوص عليها في نشرة الإصدار، ويكون البيع بسعر السوق أو بالسعر الذي يتراضى عليه مصدر الصك وحامله، وتوزيع القيمة على مالكي الصكوك. كما تطفأ صكوك ملكية الموجودات المؤجرة عند استردادها من قبل مصدرها قبل أجلها بسعر السوق، أو بالسعر الذي يتراضى عليه مالك الصك ومصدره.

• **هيكله وإصدار صكوك الإجارة المنتهية بالتملك:**

- 1- تعيين الأصول القابلة للتصكيك (معدات- مباني- امتياز- منافع)، بحيث تصبح مستقلة عن بقية الأصول المملوكة للشركة المُصدرة.
- 2- يقوم المُصدر بتأسيس شركة ذات غرض خاص (SPV)، وبيع الأصل محل التصكيك لها بعد تقييمه بقيمته السوقية.
- 3- تصدر الشركة ذات الغرض الخاص (SPV) الصكوك على أساس عقدي البيع والإجارة، وتستخدم حصيلتها لشراء الأصل محل التصكيك، وتكون ملكيتها على الشيوخ بغنمها وغمها، وذلك على أساس المشاركة فيما بين مالكي الصكوك.
- 4- يجب الفصل بين عقدي الإجارة والتملك سواء عند البيع تدريجياً أو التملك بهبة مشروطة بتمام السداد.
- 5- تقوم الشركة ذات الغرض الخاص (SPV) بتأجير الأصل محل التصكيك للشركة المُصدرة بعقد إجارة منتهية بالتملك.
- 6- تكون الأجرة في حال تملك الأصل بإعطاء خيار للمستأجر بشراء الأصل المستأجر بسعر السوق أو بتقييم الخبراء وذلك بعد دفع جميع الأقساط الإيجارية خلال مدة الإجارة، هي العائد الدوري لحملة

الصكوك، إضافة للعائد الرأسمالي أو الخسارة الرأسمالية الناتج عن البيع بعقد منفصل وفي حال تغير قيمة الأصل السوقية بالنقصان أو الزيادة، أو تغير السعر الذي تم التراضي عليه عن القيمة الاسمية عند الاستحقاق.

وفي حال تملك الأصل بعقد هبة مستقل أو وعد بالهبة بوعد مستقل بعد سداد كامل الأجرة المتفق عليها، أو في حال تملك الأصل بإبرام عقد بيع مستقل بثمن رمزي بعد انتهاء عقد الإجارة يكون العائد فيها في القيمة الإضافية لقيمة مجموع أقساط الإيجار عن قيمة الصكوك الاسمية. أما في حال تملك الأصل عن طريق البيع بباقي الأقساط في وقت يختاره المستأجر وبعقد جديد، يكون العائد متضمنا مع قيمة القسط، بما يحقق قيمة الصكوك الاسمية إضافة إلى العائد على الاستثمار فيها.

7- يجوز تداولها منذ لحظة إصدارها بعد تملك مالك الصكوك

للموجودات وحتى نهاية أجلها.

8- تطفأ صكوك ملكية الموجودات المنتهية بالتملك مع سداد آخر قسط من قيمة الأصل وعائد الإجارة من قبل المستأجر (المصدر) إلى

حملة الصكوك، حيث تطفأ بانتقال كامل الملكية للمستأجر بعد المدة المحددة في العقد.

وعند انتقال الملكية بالبيع التدريجي يقسم الأصل محل التعاقد إلى حصص يحدد العقد قيمة كل منها وقسطها ومدة كل قسط، و تنتقل ملكية كل حصة إلى المشتري بتوقيع عقد منفصل.

أما إذا كان التملك بدفعة واحدة عند انتهاء المدة حسب الاتفاق، يكون باتفاق الطرفين على سعر البيع عند التعاقد الجديد و نقل الملكية بعقد جديد ومنفصل عن عقد الإجارة.

وفي حالة إطفاء صكوك الإجارة المنتهية بالتمليك القائمة على هبة الأصل للمستأجر عند الاستحقاق وسداد آخر قسط، فتنقل ملكية الأصل المؤجر للمستأجر بعقد هبة جديد. وفي حال ما تم إبرام عقد هبة مشروطة عند توقيع عقد الإجارة، تطفأ الصكوك و تنتقل ملكية الأصل عند سداد آخر قسط دون إبرام عقد جديد.

• هيكله وإصدار صكوك ملكية منافع الأعيان القابلة لإعادة

التأجير:

- 1- يقوم المُصدر بتأسيس شركة ذات غرض خاص (SPV)، وبيع المنفعة محل التصكيك لها لفترة زمنية معلومة.
- 2- تصدر الصكوك على أساس عقد الإجارة وتستخدم حصيلتها لشراء منفعة الأصل. ويمثل الصك حصة شائعة في ملكية المنفعة فقط دون ملكية الأصل.
- 3- تقوم الشركة ذات الغرض الخاص مالكة المنفعة بتأجير الأصل (المنفعة) محل التصكيك للشركة المُصدرة بعقد إجارة، على أن تتحمل جهة الإصدار كل ما يتعلق بالصيانة الأساسية للأصل المؤجر ويتحمل المُصدر في حال ما كان مؤجراً للأصل (المنفعة) الصيانة الدورية التشغيلية.
- 4- تكون الأجرة هي العائد الدوري للصكوك، ويتمثل العائد عند الاستحقاق في قيمة أقساط الأجرة - القيمة الاسمية للصكوك. وعند الاسترداد قبل تاريخ الاستحقاق يتمثل العائد في قيمة أقساط الأجرة + العائد الرأسمالي أو الخسارة الرأسمالية من قيمة الموجودات (المنافع المؤجرة) بسعر السوق، أو بالسعر الذي يترضى عليه مالك الصك ومُصدره، أو بالتنضيق الحتمي من قبل الخبراء والمتخصصين،

حيث يتحقق العائد الرأسمالي لحملة الصكوك عندما تكون القيمة السوقية للأصل (المنفعة) عند الاسترداد أعلى من قيمتها الاسمية.

5- يجوز تداولها منذ لحظة إصدارها بعد تملك مالك الصكوك للمنفعة وحتى نهاية أجلها.

6- تطفأ صكوك ملكية المنافع بانتهاء مدة الإجارة المبينة في نشرة الإصدار.

• هيكل وإصدار صكوك إجارة محلها الاختصاص (امتياز):

- 1- يقوم المصدر بتأسيس شركة ذات غرض خاص (SPV) وبيع الامتياز المجعول محلاً للتصكيك بثمان يحدد وفق السوق أو من خلال تقدير الخبراء.
- 2- تقوم جهة الإصدار (SPV) بتصكيك الامتياز على أساس عقد إجارة الخدمات، ودفح القيمة للمصدر.
- 3- يتمثل عائد هذا النوع من الصكوك في إيراد دوري يوزع على حملة الصكوك. وفي حال كان المصدر وكيل عن حملة الصكوك في إدارة هذا

الامتياز؛ يتقاضى أجرة عن الوكالة ينص عليها في اتفاقية إصدار الصكوك.

4- يجوز تداولها منذ لحظة إصدارها بعد تملك مالك الصكوك للامتياز وحتى نهاية أجلها.

5- تطفأ الصكوك في نهاية مدة التملك وعند الاستحقاق المبين في نشرة الإصدار، وعند استرداد ملكية الامتياز من قبل المصدر قبل موعد الاستحقاق يتم التنضيق الحكومي من قبل خبراء في تقدير القيمة السوقية للمدة المتبقية من عمر الصكوك.

ثانياً / هيكله وإصدار صكوك المرابحة:

1- يقوم المصدر بتأسيس شركة ذات غرض خاص (SPV) وتمثل المشتري الأمر بشراء سلعة المرابحة.

2- تقوم الشركة ذات الغرض الخاص (SPV) بإصدار صكوك على أساس عقد المرابحة بقيمة اسمية متساوية لكل الصكوك.

3- تقوم الشركة ذات الغرض الخاص أو الوكيل (عندما تكون الحاجة ملحة للوكيل) باستخدام حصيلة الإصدار في تمويل شراء بضاعة

المرابحة لبيعها للواعد بشرائها بعد تملكها وقبضها (تكون في ضمان حملة الصكوك).

4- يمثل الصك حصة شائعة في هذه البضاعة بعد شرائها وقبل بيعها.

5- تقوم الشركة ذات الغرض الخاص ببيع سلعة المرابحة للمصدر وتصبح في ضمانته.

6- يمثل الصك حصة شائعة في ثمن البضاعة بعد بيعها للواعد بشرائها.

7- عائد صكوك المرابحة هو الفرق بين ثمن شراء بضاعة المرابحة و ثمن بيعها للواعد بشرائها. ويكون نسبة مئوية من رأس مال بضاعة المرابحة.

8- لا يجوز تداول صكوك المرابحة بعد تسليم بضاعة المرابحة للمشتري، أما بعد شراء البضاعة وقبل بيعها للمشتري فيجوز التداول.

9- يتم إطفاء صكوك المرابحة مع تحصيل آخر قسط من قيمة بيع سلعة المرابحة في تاريخ الاستحقاق.

ثالثاً / هيكلية وإصدار صكوك المشاركة:

- 1- يقوم المُصدر بتأسيس شركة ذات غرض خاص (SPV).
- 2- تقوم الشركة ذات الغرض الخاص (SPV) بإصدار صكوك على أساس عقد مشاركة بقيمة اسمية متساوية لكل الصكوك.
- 3- تقوم الشركة ذات الغرض الخاص (جهة الإصدار طالب المشاركة) بالدخول في عقد مشاركة باستخدام حصيلة الإصدار (حصّة حملة الصكوك في المشاركة) التي تمثل حصّة شائعة في ملكية أعيان و منافع و ديون ونقود وحقوق مالية أخرى مع المُصدر للمتاجرة بها بالبيع أو الإجارة.
- 4- تحدد نشرة إصدار هذه الصكوك والعقود الشرعية الملحقة بها شروط وأحكام عقد المشاركة وحصّة حملة الصكوك في ربح المشاركة.
- 5- يجري توزيع أرباح المشاركة إن وجدت بعد استقطاع حصّة الشريك من الأرباح المحققة بالنسبة المتفق عليها بينهما، حيث يجري توزيع الأرباح المستحقة لحملة الصكوك بصفة دورية، كما يتحملون مخاطر

(خسارة) هذا الاستثمار وفق حصة حملة الصكوك بنسبة ما يحمله كل منهم من صكوك.

6- يتم تداول صكوك المشاركة بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط في الأعيان والمنافع.

7- تطفأ صكوك المشاركة بانتهاء مدة المشاركة المنصوص عليها في نشرة الإصدار، والقيام بتنضيض موجودات المشروع وتوزيع الأرباح أو الخسائر على مالكي الصكوك بنسبة ما يملكه كل منهم بعد اقتطاع حصة الشريك. أما صكوك المشاركة المتناقصة فتطفأ بانتهاء فترة التخارج المنصوص عليها في نشرة الإصدار ومع آخر قيمة مسددة من المصدر لحملة الصكوك.

رابعاً / هيكل وإصدار صكوك المضاربة:

- 1- يقوم المصدر بتأسيس شركة ذات غرض خاص (SPV).
- 2- تقوم الشركة ذات الغرض الخاص (SPV) بإصدار صكوك على أساس عقد مضاربة بقيمة اسمية متساوية لكل الصكوك، حيث يمثل الصك حصة شائعة في ملكية موجودات المضاربة (وتشمل الأعيان

والمنافع والديون والنقود والحقوق المالية الأخرى)، وفي ثمنها بعد بيعها.

3- تستخدم حصيلة الإصدار لدفع رأسمال المضاربة للمضارب (جهة الإصدار)، ويستحق حملة الصكوك (أرباب المال) حصة من عائد استثمار موجودات المضاربة، ويتحملون مخاطر (خسارة) هذا الاستثمار بنسبة ما يحمله كل منهم من صكوك، ويتحمل المضارب الخسارة الناتجة عن التعدي أو التقصير. وتحدد نشرة إصدار الصكوك والعقود الشرعية الملحقة بها شروط وأحكام عقد المضاربة وحصة حملة الصكوك من الربح.

4- يمكن جمع حصيلة الإصدار في وعاء استثماري يستخدم في عمليات تمويل بالمرابحة أو الإجارة أو المشاركة، بحيث تصمم الصكوك على عدة عقود للمضاربة يجري التنضيق الحكمي لها في نهاية كل فترة ومن ثم الدخول في مضاربة جديدة.

5- يجوز تداول صكوك المضاربة بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط في الأعيان والمنافع.

6- تطفأ صكوك المضاربة بانتهاء مدة المضاربة المنصوص عليها في نشرة الإصدار، وتنضيز موجوداتها، وتوزيع أرباح المضاربة على مالكي الصكوك بنسبة ما يملكه كل منهم بعد اقتطاع حصة المضارب. وفي حالة وجود خسائر (من غير الخسارة الناتجة عن التعدي أو التقصير) يتحملها مالكو الصكوك بنسبة ما يملكه كل منهم ويخسر المضارب جهده.

خامساً / هيكلية وإصدار صكوك الوكالة بالاستثمار:

- 1- يقوم المصدر بتأسيس شركة ذات غرض خاص (SPV).
- 2- تقوم الشركة ذات الغرض الخاص (SPV) بإصدار صكوك على أساس عقد الوكالة بالاستثمار (تعتبر جهة الإصدار هي الوكيل بالاستثمار، ومالكو الصكوك هم الموكلون، وحصيلة الاكتتاب هي المبلغ الموكل في استثماره) بقيمة اسمية متساوية لكل الصكوك.
- 3- يملك مالكو الصكوك ما تمثله الصكوك من موجودات بغنمها وغرمها، ويمثل الصك حصة شائعة في ملكية موجودات الوكالة

(تشمل الأعيان والمنافع والديون والنقود والحقوق المالية الأخرى)، وفي ثمنها بعد بيعها.

4- يستحق حملة صكوك الوكالة عائد استثمار موجوداتها ويتحملون مخاطر هذا الاستثمار بنسبة ما يحمله كل منهم من صكوك، ويستحق الوكيل أجراً معلوماً مضموناً على حملة الصكوك، وقد يستحق حافظاً مقرونًا بمعدل أداء معين.

5- يجوز تداول صكوك الوكالة بالاستثمار بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط في الأعيان والمنافع.

6- تطفأ صكوك الوكالة بالاستثمار بانتهاء مدة الاستثمار المنصوص عليها في نشرة الإصدار، وتنضيز موجودات عملية الاستثمار، وتوزيع الأرباح أو الخسائر - إن وجدت - على مالكي الصكوك بنسبة ما يملكه كل منهم بعد اقتطاع أجرة الوكيل.

سادساً / هيكلية وإصدار صكوك السلم:

1- يقوم المصدر بتأسيس شركة ذات غرض خاص (SPV).

- 2- تقوم الشركة ذات الغرض الخاص (SPV) بإصدار صكوك على أساس عقد السلم بقيمة اسمية متساوية لكل الصكوك.
- 3- يمثل الصك حصة شائعة في ملكية سلعة السلم قبل قبضها، وفي السلعة بعد قبضها وفي ثمنها بعد بيعها.
- 4- يتمثل عائد الصكوك في الفرق بين ثمن شراء سلعة السلم و ثمن بيعها.
- 5- لا يجوز تداول صكوك السلم.
- 6- تطفأ صكوك السلم في تاريخ الاستحقاق المنصوص عليه في نشرة الإصدار واستلام سلعة السلم وبيعها بسعر السوق، وتوزيع حصص بيعها على مالكي الصكوك بنسبة ما يملكون منها، وفي حالة عدم بيعها يتم توزيع موجودات سلعة السلم على حملة الصكوك حسب نسب ملكيتهم.

سابعاً / هيكله وإصدار صكوك الاستثمار:

- 1- يقوم المصدر بتأسيس شركة ذات غرض خاص (SPV).

- 2- تقوم الشركة ذات الغرض الخاص (SPV) بإصدار صكوك على أساس عقد الاستنصاع بقيمة اسمية متساوية لكل الصكوك.
- 3- تستخدم حصيلة إصدارها في تمويل تصنيع أصل مبيع استنصاعاً لتسليمها إلى مشتريه استنصاعاً.
- 4- يمثل الصك حصة شائعة في ملكية الأصل المصنع، وفي ثمنه بعد تسليمه لمشتريه.
- 5- يتمثل عائد صك الاستنصاع في الفرق بين تكلفة تصنيع الأصل (القيمة الاسمية للصك) و ثمن بيعه.
- 6- يجوز تداول صكوك الاستنصاع إذا تحولت النقود إلى أعيان مملوكة لمالك الصكوك في مدة الاستنصاع.
- 7- تطفأ صكوك الاستنصاع في تاريخ الاستحقاق المنصوص عليه في نشرة الإصدار، واستلام السلعة المُصنعة وبيعها بالسعر المتفق عليه مع المُصدر أو بسعر السوق، وتوزيع حصص بيعها على مالكي الصكوك بنسبة ما يملكون منها، أو توزيع الموجودات المصنوعة (إذا كانت قابلة للتوزيع) على حملة الصكوك بنسبة ما يملكه كل منهم.

ثامناً / هيكله وإصدار صكوك المزارعة:

- 1- يقوم المُصدر بتأسيس شركة ذات غرض خاص (SPV).
- 2- تقوم الشركة ذات الغرض الخاص (SPV) بإصدار صكوك على أساس عقد المزارعة بقيمة اسمية متساوية لكل الصكوك، تستخدم حصيلتها في تمويل تكاليف الزراعة.
- 3- يمثل الصك حصة شائعة في ملكية موجودات المزارعة غير الأرض وفى الزرع بعد ظهوره (المحصول) وذلك حسب الحصص المحددة في نشرة الإصدار بينهم وبين صاحب الأرض (المُصدر)، وفى ثمن الزرع بعد بيعه.
- 4- يتمثل عائد الصكوك في ثمن الحصة المعلومة من الزرع مطروحاً منها القيمة الاسمية للصكوك (تكاليف الزرع).
- 5- يجوز تداول صكوك المزارعة بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط إذا كان ملاك الصكوك ملاكاً للأرض، أمّا إذا كانوا هم الملتزمين بالعمل (الزراعة) فلا يجوز تداول الصكوك إلا بعد بدو صلاح الزرع أو الثمر.
- 6- تطفأ صكوك المزارعة بانتهاء مدة المزارعة المنصوص عليها في نشرة الإصدار، وبيع المحصول الزراعي بسعر السوق، وتوزيع حصص

بيعه على مالكي الصكوك بنسبة ما يملكون منه، أو توزيع المحصول الزراعي على مالكي الصكوك بنسبة ما يملكه كل منهم.

تاسعاً / هيكلية وإصدار صكوك المساقاة:

- 1- يقوم المصدر بتأسيس شركة ذات غرض خاص (SPV).
- 2- تقوم الشركة ذات الغرض الخاص (SPV) بإصدار صكوك على أساس عقد المساقاة بقيمة اسمية متساوية لكل الصكوك. تستخدم حصيلتها في تمويل رعاية أشجار قابلة للثمار.
- 3- يتعهد المصدر للصكوك بسقي الزرع وتهذيبه وتسميده ومعالجة الآفات التي تصيبه حتى يثمر.
- 4- يمثل الصك حصة شائعة في ملكية موجودات المساقاة غير الشجر، وفي الثمر بعد ظهوره وذلك حسب الحصص المحددة في نشرة الإصدار بينهم وبين مالك الشجر (المصدر)، وفي ثمن الثمر بعد بيعه.
- 5- يتمثل عائد الصكوك في ثمن الحصة المعلومة من الثمر مطروحاً منها القيمة الاسمية للصكوك (تكاليف العناية بالشجر).

6- يجوز تداول صكوك المساقاة بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط إذا كان مالكو الصكوك مالكي الأرض، أمّا إذا كانوا هم الملتزمين بالعمل (السقي) فلا يجوز تداول الصكوك إلا بعد بدو صلاح الزرع أو الثمر.

7- تطفأ صكوك المساقاة بانتهاء مدة المساقاة المنصوص عليها في نشرة الإصدار، وبيع المحصول الزراعي بسعر السوق، وتوزيع حصص بيعه على مالكي الصكوك بنسبة ما يملكون منه، أو توزيع المحصول الزراعي على مالكي الصكوك بنسبة ما يملكه كل منهم.

عاشراً / هيكلية وإصدار صكوك المغارسة:

- 1- يقوم المصدر بتأسيس شركة ذات غرض خاص (SPV).
- 2- تقوم الشركة ذات الغرض الخاص (SPV) بإصدار صكوك على أساس عقد المغارسة بقيمة اسمية متساوية لكل الصكوك، تستخدم حصيلتها في تمويل غرس الأرض بأشجار ذات قيمة اقتصادية.
- 3- يتعهد المصدر للصكوك برعاية غرس الأرض حتى تصل لمرحلة الإثمار.

- 4- يمثل الصك حصة شائعة في ملكية موجودات المغارسة من الأرض والغرس، و في ثمنها بعد بيعها وذلك حسب الحصص المحددة في نشرة الإصدار بينهم وبين مالك الشجر (المصدر)، وفي ثمن بيع حصة حملة الصكوك المتفق عليها من الأرض والشجر.
- 5- يتمثل عائد الصكوك في ثمن الحصة المعلومة من موجودات المغارسة من الأرض والغرس مطروحاً منها القيمة الاسمية للصكوك (تكاليف غرس الشجر وعنايته).
- 6- يجوز تداول صكوك المغارسة بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط سواء كان ملاك الصكوك ملاكاً للأرض أم الملتزمين بالغرس.
- 7- تطفأ صكوك المغارسة بانتهاء مدة المغارسة المنصوص عليها في نشرة الإصدار، وبيع حصة حملة الصكوك المتفق عليها من الأرض والشجر، وتوزيع حصص البيع على مالكي الصكوك بنسبة ما يملكون منها. أو توزيع حصة حملة الصكوك المتفق عليها من الأرض والشجر (إن أمكن) على مالكي الصكوك بنسبة ما يملكه كل منهم.

مخاطر صكوك الاستثمار

تحليل مخاطر صكوك الاستثمار:

تتمثل معايير اختيار الأوراق المالية بما فيها صكوك الاستثمار لتكوين المحافظ الاستثمارية ذات السيولة العالية لأغراض الاستثمار أو لأغراض الموائمة بين السيولة والربحية وإدارة السيولة في المخاطر التالية:

المخاطر العامة:

- المخاطر المالية:

تتمثل المخاطر المالية في درجة تذبذب السعر؛ ومن ثم مدى تحقق الخسائر الرأسمالية للورقة المالية في حالة البيع قبل موعد الاستحقاق، حيث تتعرض كافة الصكوك القابلة للتداول لهذه المخاطر، باعتبار إمكانية بيعها قبل موعد استحقاقها؛ لأغراض السيولة أو ظهور فرص بديلة تحقق عوائد أعلى، وبهذا يكون حملة الصكوك دون المصدر عرضة لاحتقال تحقق خسائر رأسمالية عند بيع الصكوك بقيمة سوقية أقل من قيمتها الاسمية.

أما عند الاحتفاظ بالصك إلى تاريخ الاستحقاق؛ فحملة الصكوك يتعرضون لمخاطر احتمال تغير القيمة السوقية إلى أقل من قيمتها الاسمية عند الإطفاء، والعكس صحيح بالنسبة لمُصدر الصكوك الذي يتعرض لهذه المخاطر عند ارتفاع القيمة السوقية عن القيمة الاسمية للصك عند الإطفاء. أما الصكوك التي يجوز استردادها والقابلة للاستدعاء قبل تاريخ الاستحقاق، والتي من المتوقع أن يستردها المُصدر عندما تكون القيمة السوقية أقل من قيمتها الاسمية، يتحقق فيها أيضاً خسائر رأسمالية لحملة الصكوك.

وتزداد المخاطر المالية مع احتمال تحقق الخسائر أو العسر المالي سواءً الفني منه أو الحقيقي للشركة المُصدرة للورقة المالية، والتي تعرف بمخاطر التوقف عن سداد الالتزامات، و تتمثل في عدم قدرة المُصدر على سداد العوائد أو سداد قيمة الورقة عند استحقاقها، الذي قد يرجع إلى ظروف اقتصادية عامة (مخاطر عامة) أو ظروف خاصة بالمُصدر (مخاطر خاصة). وعلى هذا الأساس يستوجب الأمر عند الاستثمار في الصكوك بشكل عام دراسة وتحليل قدرة المُصدر على السداد، فبظهور احتمال ولو ضعيف؛ عن عدم قدرة المُصدر على

سداد قيمة العائد أو قيمة الصكوك؛ كفيل بانخفاض قيمة الصكوك السوقية، ناهيك عن عدم قدرته وعجزه الحقيقي عن السداد، الذي يحقق خسائر رأسمالية كبيرة؛ تعتمد حدتها على ما تمثله الصكوك من أصول أو منافع أو ديون.

• مخاطر سعر الفائدة:

عند ارتفاع أسعار الفائدة في السوق؛ يزيد الحد الأدنى من العائد المطلوب من قبل المستثمرين؛ الذي ينعكس بدوره على أسعار الأوراق المالية المُصدرة بالانخفاض. وبهذا تتحقق الخسائر الرأسمالية عند بيع الصك خلال عمره وقبل موعد الاستحقاق؛ في حال ما انخفضت القيمة السوقية للصك المُصدر عن قيمته الاسمية، أما عند الاحتفاظ بالصك إلى موعد الاستحقاق (هذا ما يميز الصكوك عن الأسهم التي تعتبر مصدر تمويل دائم، بينما الصكوك تتشابه مع السندات في أنها ذات آجال محددة) يتم استرداد القيمة الاسمية و لا تتحقق الخسائر بالمعنى المحاسبي؛ وهذا يتحقق فقط في صكوك المرابحة والإجارة المنتهية بالتملك و الشراكة المتناقصة.

و عند ارتفاع أسعار الفائدة في السوق و أخذ تكلفة الفرصة البديلة بعين الاعتبار؛ تتحقق عندها الخسائر بالمعنى الاقتصادي لحملة الصكوك، فالعوائد المحققة على الاستثمار في الصكوك، تصبح غير مجزية لحملتها؛ وأقل من معدل العائد المطلوب عليها؛ وتنعكس سلباً على القيمة السوقية للصكوك.

أما عند انخفاض أسعار الفائدة؛ فيفترض في القيمة السوقية للصكوك أن ترتفع؛ وتحقق أرباح رأسمالية عند بيعها قبل موعد الاستحقاق؛ باعتبار أنها تحقق عوائد أعلى من عوائد الاستثمارات في السوق لذات المستوى من المخاطر، وفي حال الاحتفاظ بها لحين موعد الاستحقاق تكون العوائد مجزية أيضاً، حيث إنها كانت أعلى من عائد الفرصة البديلة للاستثمارات ذات نفس المستوى من المخاطر.

• مخاطر القوة الشرائية:

عند حدوث التضخم وانخفاض القوة الشرائية، ينعكس ذلك على العوائد الدورية والرأسمالية للاستثمار في الأوراق المالية بالانخفاض أيضاً. وبالتالي الأوراق المالية ذات الفائدة أو العوائد الثابتة

(السندات أو صكوك المرابحة و الإجارة مثلاً) تنخفض قيمتها وتحقق خسائر رأسمالية، وهذا ينطبق أيضاً على كافة أنواع الأوراق المالية و الصكوك؛ في حال ما كانت عوائدها أقل من معدل العائد المطلوب عليها جراء انخفاض القوة الشرائية.

• مخاطر تذبذب سعر الصرف:

عند انخفاض قيمة العملة المحلية مقابل العملات الرئيسية، تحدث موجات من التضخم، وخاصة تلك المصاحبة بسياسات نقدية انكماشية على مستوى الدولة؛ تؤدي إلى صعوبة الحصول على تمويل لتغطية حاجتها من النقدية، لهذا تضطر الشركات للاحتفاظ بالنقدية، وخوفاً من تآكل قوتها جراء انخفاض قيمتها؛ تقوم باستثمارها في أوراق مالية قصيرة الأجل ذات سيولة عالية؛ للمواءمة بين السيولة والربحية والمحافظة على القيمة، وبهذا تتعرض الأوراق المالية إلى مخاطر احتمال انخفاض قيمتها السوقية في حال ما كانت عوائدها أقل من معدل العائد المطلوب جراء انخفاض قيمة عملة الإصدار وتذبذب سعر الصرف.

• مخاطر السوق:

ترجع مخاطر السوق؛ لمخاطر تتعلق بعوامل اقتصادية أو سياسية أو اجتماعية، تؤثر في الاتجاهات السعرية الصاعدة والهابطة في سوق المال وفي قيمة الأوراق المالية المتداولة فيه، بما فيها الصكوك القابلة للتداول.

وعليه؛ فإن كل المخاطر سالفة الذكر؛ تتأثر بها كافة صكوك الاستثمار، إلا أن درجة التأثير بها تختلف من صك لآخر؛ وذلك حسب حساسية هذه الصكوك تجاه المخاطر العامة التي تكون ذات علاقة طردية مع عوائدها، فعلى سبيل المثال الصكوك الأكثر حساسية تجاه المخاطر العامة يفترض أن تحقق عوائد أعلى لحملتها من تلك الصكوك الأقل حساسية، وهذا وفق مقتضيات العلاقة التعويضية والتوازنية بين العائد والمخاطرة.

• مخاطر السيولة:

مخاطر السيولة تكمن في عدم القدرة على بيع الورقة المالية أو احتمال بيع الورقة المالية بأقل من سعرها السوقي نتيجة لظروف السوق، وخاصة في الأسواق الضحلة التي لا تتمتع بالعمق والاتساع

وسرعة الاستجابة أو التي تعاني من ضعف التداول ومن ثم الحد من حرية الخروج من السوق.

هذا النوع من المخاطر يعتمد بالدرجة الأولى على سوق المال الذي يتم فيه تداول الصكوك المُصدرة، ومن ثم يمكن اعتباره من المخاطر العامة التي تواجه كافة الأوراق المالية بما فيها الصكوك، الأمر الذي يتطلب من المكتتبين فيها أن يأخذوا هذه المخاطر بعين الاعتبار؛ وخاصة المستثمرين أصحاب مراكز الاستثمار قصيرة الأجل؛ أو الذين لا يرغبون في الاحتفاظ بالصكوك القابلة للتداول لتاريخ الاستحقاق؛ أو عند الاستثمار في الصكوك القابلة للاستدعاء؛ التي يجوز فيها الاستدعاء و الاسترداد من قبل المُصدر وإطفائها قبل تاريخ الاستحقاق.

وتأسيساً على ما سبق؛ يمكن اعتبار أن التقلبات والتذبذبات السعرية التي تواجهها صكوك الاستثمار قصيرة الأجل أقل منه في صكوك الاستثمار طويلة الأجل؛ نتيجة لقصر فترة استحقاقها (أقل من سنة) وانخفاض عدم التأكد بشأن العوائد المتولدة عنها وانخفاض عدم التأكد بشأن قيمتها السوقية.

وعلى هذا الأساس يتطلب الأمر عند إدارة المحافظ الاستثمارية تحقيق التوازن بين الاستثمارات القصيرة والطويلة الأجل، فالاستثمار في الصكوك طويلة الأجل يحقق للمستثمر عوائد مجزية عند انخفاض أسعار الفائدة ومعدلات العوائد المطلوبة في السوق، أما الاستثمار في الصكوك قصيرة الأجل فيعتبر أقل حساسية (أقل مخاطرة) تجاه تقلبات العوائد في السوق منه في صكوك الاستثمار طويلة الأجل، فصكوك الاستثمار قصيرة الأجل تتمتع بفترة استرداد قصيرة؛ تحمي المستثمر من مخاطر ارتفاع معدلات الفائدة والعوائد في السوق؛ وذلك من خلال إمكانية إعادة استثمارها بشكل أسرع وبعوائد جديدة أعلى.

ومن المتعارف عليه أن المخاطر المالية وتذبذب القيمة السوقية ومخاطر كل من سعر الفائدة ومخاطر القوة الشرائية وتذبذب أسعار الصرف تنعكس بقوة على أسعار الأوراق المالية القابلة للتداول بشكل عام وصكوك الاستثمار القابلة للتداول بشكل خاص؛ جراء تأثيرها المباشر على الحد الأدنى من العائد المطلوب من قبل المستثمرين، الذي يزيد بزيادة المخاطر سالفة الذكر وينعكس على

القيمة السوقية للأوراق المالية بالانخفاض أثناء عمر الصك. وعليه لا يمكن تجاهل مخاطر تغير أسعار الفائدة ومخاطر تذبذب القيمة السوقية وتذبذب أسعار الصرف في السوق ومخاطر القوة الشرائية وعلاقتها العكسية مع أسعار الأوراق المالية بشكل عام. فالمخاطر المرتبطة بارتفاع وانخفاض معدلات العوائد تتعرض لها كافة الأوراق المالية المتداولة في السوق بما فيها الصكوك القابلة للتداول.

كما يتضح مما سبق أن الصكوك تتعرض للمخاطر المالية ومخاطر تغير قيمتها السوقية قبل وعند الاستحقاق، وبهذا فهي تستوجب تحقق شروط و متطلبات إدارة السيولة في المدى القصير، جراء احتمال تعرضها للتذبذب في قيمتها السوقية. غير أن مصدر هذا النوع من الصكوك يتعرض لمخاطر أكبر من تلك التي يتحملها حملة الصكوك؛ جراء احتمال ارتفاع القيمة السوقية للصكوك أو ما تمثله من أصول ومنافع عن قيمتها الاسمية عند الاستحقاق، الأمر الذي يتطلب كفاءة في الاستثمار وإدارة المخاطر لدى الجهات المُصدرة.

إلا أنه ونتيجة لطبيعة صكوك المرابحة و صكوك الاستصناع و صكوك السلم و صكوك المزارعة و المساقاة و المغارسة المتمثلة في أن

إطفاءها عند موعد الاستحقاق يكون ببيع سلعة الصكوك، المتضمنة لقيمة الصكوك الاسمية مضافا إليها العائد، و بهذا تضمن هذه الأنواع من الصكوك الحصول على قيمة الاستثمار بالكامل دون انخفاض ولا زيادة (وخاصة إذا كان هناك تحوط بسلم أو إستصناع موازي) مع عائد إضافي يفترض أنه مجزي، باعتبار أن هذا العائد يحتوي على العلاوات المختلفة عن المخاطر، وبالتالي يمكن تحقيق عوائد مجزية تعوض مخاطر الاستثمار فيها.

إضافة إلى أن عدم جواز تداول صكوك المرابحة والسلم يبعد مخاطر بيعها بقيمة أقل من قيمتها الاسمية قبل موعد الاستحقاق، وبالتالي فهي لا تحتوي على مخاطر تذبذب القيمة السوقية ومخاطر تحقق الخسائر الرأس مالية بمفهومها المحاسبي، أما بالمفهوم الاقتصادي وعدم تحقيق عوائد مجزية تأخذ القيمة الزمنية للنقود ومخاطر التضخم بعين الاعتبار؛ فهي عرضة لها، الأمر الذي يحتاج إلى تحليل المخاطر المتوقعة من قبل المستثمرين في الصكوك؛ وعكس علاوات المخاطر المختلفة في العوائد، حتى تكون مُثلى ولا تؤدي إلى تحقق انخفاض في قوة الأموال المستثمرة.

أما صكوك المشاركة المتناقصة فتطفاً بانتهاء فترة التخارج المنصوص عليها في نشرة الإصدار ومع آخر قيمة مسددة من المصدر لحملة الصكوك، وكذلك صكوك ملكية الموجودات المنتهية بالتمليك التي تنتهي مع سداد آخر قسط من قيمة الأصل وعائد الإجارة من قبل المستأجر (المصدر) إلى حملة الصكوك، حيث تطفاً بانتقال كامل الملكية للمستأجر بعد المدة المحددة في العقد، ويتحقق فيها ضمان حصول حملتها على القيمة المتوقعة والمقدرة منذ بداية الاستثمار.

المخاطر الخاصة:

• مخاطر عدم تماثل المعلومات:

تشترب نظرية كفاءة سوق رأس المال تماثل المعلومات بين المستثمرين، الأمر الذي يجعل من توقعات المتعاملين (عدد كبير من المستثمرين اللذين يتصفون بالرشد ويسعون لتعظيم المنفعة) متماثلة بالنسبة لاتجاهات السوق المستقبلية، ومن غير الممكن لأي مستثمر التأثير على الاتجاهات السعرية والتفوق على السوق.

أما عدم تماثل المعلومات فيشير إلى حصول بعض المستثمرين دون غيرهم، على المعلومات ذات العلاقة والمهمة والجوهرية، التي تمكنهم من اتخاذ قرارات استثمارية تحقق لهم أرباح خاصة وغير عادية على حساب الآخرين.

وتحت نظرية كفاءة سوق رأس المال على أن تكون علاقة أطراف التعاقد أو الاتفاقيات (البائع والمشتري، الملاك القدامى والجدد، الملاك ومجلس الإدارة، أصحاب الالتزامات والملاك، الإدارة وكل من العاملين والمجتمع والبيئة) نافية للجهالة بحيث تنخفض معها مشكلة الوكالة وتكاليفها، وتنتج حالة من الشفافية وتماثل المعلومات؛ تحقق مصلحة أطراف التعاقد ولا تسمح بحدوث مشكلة العبء الأخلاقي وتعارض المصالح بينهم.

و على هذا الأساس يتطلب تخفيض مخاطر عدم تماثل المعلومات وما تنتجه من عبء أخلاقي، رفع مستويات الكفاءة (التشغيل والتسعير) في السوق المالي، الأمر الذي يتوفر من خلاله متطلبات الإفصاح والشفافية المطلقة وسرعة الاستجابة لأوامر البيع والشراء في السوق المالي.

وبهذا تجمع مخاطر عدم تماثل المعلومات بين المخاطر الخاصة كون المعلومة الداخلية المسربة للبعض دون الآخرين؛ من مسئولية الشركة أو المؤسسة المُصدرة لصكوك الاستثمار، وبين المخاطر العامة؛ كون هيئة سوق المال والسوق المالي مناط بها رفع مستويات الرقابة والإفصاح وتحقيق الشفافية المطلقة لتحقيق تماثل المعلومات وتحقيق العدالة في عمليات الاستثمار والتمويل.

• مخاطر الإدارة:

ترجع مخاطر الإدارة إلى اتخاذ قرارات مالية متمثلة في قرارات تمويل وقرارات استثمار خاطئة، بالإضافة إلى قرارات تشغيلية خاطئة أخرى في مجال إدارة الإنتاج والتسويق وغيرها من الأخطاء الإدارية التي تؤدي إلى تلف الأصول، حيث تنعكس كلها سلباً على العوائد وعلى قيمة الشركة السوقية.

وبالتالي تنعكس هذه المخاطر سلباً على المُلاك؛ وعلى حملة الأوراق المالية بما فيها الصكوك المُصدرة من هذه الشركة على السواء، ويتطلب الأمر لتخفيضها من قبل المستثمرين بشكل عام وحملة

الصكوك بشكل خاص؛ الدراسة والتحليل (قبل اتخاذ قرار الاستثمار فيها) لتاريخ الشركة وشخصية وسمعة الإدارة وخاصة فيما يتعلق بمشكلة الوكالة و الحاكمية المؤسسية. كما تكمن أهم عوامل تخفيض المخاطر الخاصة المتمثلة في مخاطر الإدارة في التنوع؛ الذي يتيح عدم تركيز كل الاستثمارات في شركة مُصدرة واحدة؛ بل يتعداه بالاستثمار في عدة إصدارات لشركات متنوعة، بشكل يخفض الانحرافات المتوقعة في معدل العائد جراء هذا النوع من المخاطر؛ ويتيح تحقيق متوسط عائد مجزي ومستقر عبر الزمن لحملة الصكوك.

• مخاطر المسؤولية البيئية و الاجتماعية:

ينبغي على الشركة المُصدرة والمشروع محل التصكيك تبني مفاهيم المسؤولية البيئية والمسؤولية الاجتماعية، ضمن رؤية واضحة والالتزام بها عند تنفيذ الاقتراحات الاستثمارية، لما لها من أثر واضح على قيمة الشركة ومن ثم على قيمة الأوراق المالية المُصدرة؛ وخاصةً صكوك الاستثمار منها؛ التي تستند على مشاريع قد لا تستمر وتتوقف في حال وجود ضرر بيئي أو عدم قبول مجتمعي. وبالتالي يجب على المستثمرين أخذ هذه المخاطر بعين الاعتبار وعدم

الاستثمار في صكوك تحتوي على احتمال وجود هذه المخاطر التي تنعكس بقوة على قيمتها السوقية وتؤدي إلى خسائر رأسمالية كبيرة.

• مخاطر الشريعة:

تعتبر مخاطر الشريعة من أهم المخاطر التي تواجه صكوك الاستثمار، فمخالفة الصكوك لأحكام الشريعة الإسلامية خلال أي فترة من عمر الصكوك المُصدرة قد يؤدي إلى بطلانها أو عدم جواز تداولها (كزيادة نسبة الديون عن ثلث مكونات الصك أو التملك الصوري للأصول... الخ). وهي من المخاطر الخاصة لعلاقتها المباشرة بالمصدر وجهة الإصدار.

ولتخفيض هذا النوع من المخاطر على المستثمرين والمكتتبين المُحتملين في الصكوك، التحري عن هيئة الرقابة الشرعية لدى الجهة المُصدرة، ومعرفة مدة تمتعها بالقدرة والمعرفة والأمانة، إضافة إلى التحري على مدى كفاءة وفاعلية أنظمة الرقابة الداخلية والخارجية وكفاءة أساليب وإجراءات التدقيق الشرعي في الجهات المُصدرة.

• المخاطر الائتمانية والأخلاقية (المخاطر المتعلقة بالعميل):

تتمثل المخاطر الائتمانية في عدم وفاء العميل بالتزاماته التعاقدية، وهي تعتمد بالدرجة الأولى على دراسة شخصية العميل من حيث قدرته و رغبته في السداد والالتزام بشروط التعاقد، كأن يتراخى أو يماطل ولا يوفي بالتزاماته المنصوص عليها في العقود التي تبنى عليها الصكوك، أو نكول العميل بتعهداته أو امتناعه أو عدم رغبته في استلام سلعة مصنعة أو سلعة مرابحة أو عدم سداد دفعات الإجارة وغيرها من المخاطر. وهذا النوع من المخاطر يصيب كافة الصكوك؛ ويجمع لكفاءة العميل، والسبيل لتخفيضها يكمن في قدرة جهة الإصدار على دراسة شخصية العميل؛ من حيث الرغبة والقدرة، وتجميع البيانات حول سمعته وجدارته الائتمانية؛ بشكل يقلل ويخفض من الانحرافات و المخاطر المتعلقة به.

صلاحية الصكوك للاستثمار وإدارة السيولة في المدى القصير

من خلال هيكله الصكوك و تحليل المخاطر فيها يتضح ما يلي:

- عدم صلاحية صكوك الاستثمار طويلة الأجل التي لا يجوز تداولها أو تلك التي تخضع لأحكام التصرف في الديون لإدارة السيولة و استثمار الفوائض النقدية المؤقتة والموائمة بين السيولة والربحية.
- أن صكوك الاستثمار القابلة للتداول تواجه كغيرها من الأوراق المالية عديد المخاطر، التي قد تحد من سيولتها وإمكانية توظيفها في إدارة السيولة والموائمة بين السيولة والربحية في المدى القصير، غير أنها تتميز أيضاً بما يعزز سيولتها ويعطيها جاذبية تتفوق من خلالها على أوراق مالية أخرى في عمليات التمويل والاستثمار في المدى الطويل، من خلال ما تمثله من أصول ومنافع وخدمات؛ و وجود هيئة وأنظمة رقابة شرعية؛ و آجال استحقاق متفاوتة؛ و إصدارات متنوعة تغطي كافة المجالات؛ و إمكانية وجود كفيل أو رهونات أو وجود طرف ثالث كضامن.
- تتمتع بعض صكوك الاستثمار وفق صيغ العقود التي تمثلها؛ بإمكانية استرجاع القيمة الاسمية والعوائد المترتبة عليها عند

الاستحقاق، وبالتالي تنخفض فيها مخاطر الخسارة الرأس مالية فيها، كصكوك الإجارة المنتهية بالتملك والمشاركة المتناقصة، أو تلك التي تنتهي وتطفأ بتسلم السلع التي تمثلها كصكوك الاستصناع والسلم على سبيل المثال.

- صلاحية صكوك الاستثمار التي يجوز تداولها لإدارة السيولة والمواءمة بين السيولة والربحية، وكذلك الصكوك التي لا يجوز تداولها ولكنها ذات آجال أقل من سنة (قصيرة الأجل) كصكوك السلم وصكوك المرابحة، وخاصةً إذا توفرت فيها الشروط التالية:

1. إلزام المصدر من قبل السوق المالي بالتعهد على صحة البيانات وكفايتها في نشرة الإصدار للصكوك، والإفصاح الكامل والشفافية المطلقة لكافة المعلومات الجوهرية التي لها علاقة بالإصدار.

2. حاجات تمويلية حقيقية وتصنيف ائتماني مرتفع لمصدر الصكوك، والتزامه بالمسئولية البيئية والمسئولية الاجتماعية وبعدهم مخالفة أحكام الشريعة الإسلامية في جميع تعاملات المشروع موضوع الإصدار.

3. وجود طرف ثالث ضامن يتمتع بتصنيف ائتماني مرتفع في الإصدارات الخاصة، وطرف ثالث ضامن كالحكومة أو أحد الوزارات كالخطيط أو المالية أو الاقتصاد على سبيل المثال، أو وجود ضمانات من المصرف المركزي في حالة الصكوك الحكومية.
4. أن يتضمن عائد الصكوك علاوات المخاطرة المختلفة (عائد مجزي)؛ بحيث تتحقق فيه العلاقة التوازنية والتعويضية بين العائد والمخاطرة؛ فعدم كفاية العوائد في تعويضها للمخاطر؛ يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للصكوك؛ ومن ثم تحقق الخسائر الرأس مالية لحملتها عند البيع لأغراض السيولة قبل موعد الاستحقاق.
5. تمثيل الصكوك لأصول ومنافع وخدمات أو امتيازات عالية الجودة.
- يمكن هيكلة وإصدار صكوك استثمار قصيرة الأجل ذات معدل عائد خالي من المخاطر، كصكوك السلم قصيرة الأجل، وصكوك المرابحة قصيرة الأجل بشكل عام؛ وصكوك المرابحة الاستيرادية بشكل خاص، على أن تتوفر فيها الشروط التالية:

1. أن يكون تقييم المستثمر (حامل الصك) يمتد لفترة واحدة، بأن يعلم في بداية الفترة بتأكد تام قيمتها في نهاية الفترة، وأن فترة الاستثمار المحددة من قبل المستثمر تنتهي بانتهاء تاريخ الصك؛ لتفادي مخاطر معدل إعادة الاستثمار، بأن يكون الانحراف المعياري لعائد الصكوك مساوياً للصفر ولا وجود لخسائر رأسمالية.

2. أن يكون عمر الصكوك أقل من سنة، و درجة التأكد بشأن التضخم مرتفعة؛ وعلاوة التضخم يتضمنها معدل العائد عليها. وأنها ذات دخل ثابت وتصدر عن مؤسسات مالية حكومية يصعب أن تفشل في سداد ما عليها من التزامات، وهي بذلك لا تنطوي على مخاطر عدم السداد.

وبهذا فإن صكوك السلم قصيرة الأجل، وصكوك المرابحة قصيرة الأجل بشكل عام؛ وصكوك المرابحة الاستيرادية بشكل خاص، بعيدة عن احتمال بيعها بأقل من قيمتها الاسمية قبل استحقاقها بسبب عدم جواز تداولها، ويمكن إصدارها لأجل أقل من سنة، وتحتوي على درجة تأكد مرتفعة بشأن التضخم وتضمين علاوته في العائد، وتؤكد عالي بشأن القيمة الاسمية والعائد عند الإطفاء، مع إمكانية إصدارها

وهيكلتها من قبل المصرف المركزي أو وزارة المالية أو أية وزارة أخرى، أو من جهة تتمتع بالقدرة والجدارة الائتمانية والتصنيف الائتماني المرتفع ومضمونة من طرف ثالث متمثل في الحكومة أو إحدى الوزارات أو أحد الصناديق السيادية غير ذات علاقة بالمصدر (من باب تحقق المصلحة العامة من الإصدار)؛ وبالتالي لا تنطوي على مخاطر عدم السداد، وبهذا تتوفر الشروط الواجبة لتكون صكوك استثمار ذات معدل عائد خالي من المخاطر.

وذلك كأن يقوم مصنع الحديد والصلب (المصدر) بعد موافقة الحكومة بإصدار صكوك على أساس عقد السلم، وذلك لتمويل إنتاج معين ولأجل في حدود ثلاثة أو ستة أو تسعة أشهر. ودخول طرف ثالث كضامن متمثل في أحد البنوك التجارية أو أحد الصناديق السيادية أو الشركات الاستثمارية الحكومية.

أو أن يقوم المصرف المركزي أو وزارة المالية بتمويل عجز مالي مؤقت للدولة لاستيراد سلع للحكومة أو أحد الوزارات (تمويل بالعجز) وفق عقود مرابحة أو سلم أو إستصناع ولأجل قصيرة.

كما يمكن لشركة المطاحن والأعلاف أو صندوق موازنة الأسعار إصدار صكوك مربحة استيرادية ذات أجال تتراوح من ثلاثة إلى تسعة أشهر وبضمان طرف ثالث كالمصرف المركزي أو وزارة التخطيط على سبيل المثال .

التوصيات

في الختام وتأسيساً على ما سبق؛ يجب العمل على تفعيل النموذج المالي المستند على سوق الأوراق المالية (سوق المال الليبي)، وتعزيز البنية الأساسية للخدمات المالية الإسلامية فيه، بحيث تتوفر أدوات مالية تلبي أي عجز مالي مؤقت أو استثمار أي فائض مالي مؤقت لمنشآت المال والأعمال في المدى القصير، وتفي بمتطلبات التمويل والاستثمار في المدى الطويل، بشكل يسهم في جذب الاستثمارات المتعلقة بكافة المجالات التجارية والصناعية والخدمية، الأمر الذي يعمل السوق المالي من خلاله على تحقيق استقرار النظام المالي وتحسين إدارة الموارد المالية وتشجيع التنمية وتنويع القطاع الخاص وتوفير فرص العمل وتحقيق النمو الشامل.

وكما تم الإشارة إليه عند تحليل المخاطر فإن صكوك الاستثمار تتعرض للمخاطر بشكل متفاوت، على حسب العقود التي بنيت عليها، الأمر الذي يفترض فيه أن لا يحد من إصدارها ومن ثم تداولها، فالاستثمارات المرحة تتعرض للمخاطر بعلاقة طردية، وما يجب أن يكون عند الاستثمار والتمويل بالصكوك هو تحقيق قيمة اقتصادية مضافة؛ تحقق التوازن بين مخاطر الصكوك وعوائدها. وبهذا و وفقاً لأهمية إدارة السيولة في المدى القصير؛ باعتبارها أداة لتحقيق هدف الربحية في المدى الطويل، على المؤسسات المالية الإسلامية أن تأخذ بعين الاعتبار أهمية إدارة السيولة؛ لما لها من أثر على قيمة المؤسسة وقدرتها على المنافسة والاستمرار والنمو، حيث يستوجب الأمر تصميم وهيكله صكوك استثمار قصيرة الأجل ذات عائد خالي من المخاطر تصلح لإدارة السيولة والموائمة بين السيولة والربحية.

وبالتالي ضرورة العمل من قبل المشرعين والمهتمين بقضايا المالية الإسلامية على هيكله صكوك استثمار قصيرة ومتوسطة الأجل، تسهم في الموائمة بين السيولة والربحية، وترفع من مستويات إدارة

السيولة في منشآت المال والأعمال بشكل عام؛ والمؤسسات المالية الإسلامية بشكل خاص.

كما يجب على مصرف ليبيا المركزي العمل على تأسيس مركز لإدارة السيولة يعمل على تلبية متطلبات السيولة في المؤسسات المالية الإسلامية، و ضرورة العمل على تبني إستراتيجية تعتمد على أدوات ومنتجات مالية قصيرة الأجل (إصدار الصكوك) تسهم في إدارة السيولة بكفاءة، بشكل يعزز من قدرة منشآت المال والأعمال التي تعمل بالصيغ والأدوات التي لا تتعارض مع الشريعة الإسلامية؛ على المنافسة وتقديم خدمات محببة للمستهلكين وتلقى القبول الاجتماعي، بشكل ينعكس ايجابياً على كافة الأطراف.

المراجع

الكتب:

1. أجين برجام (2010). الإدارة المالية، شعاع للنشر والعلوم.
2. هندي، منير إبراهيم، (1996)، الفكر الحديث في مجال الاستثمار. الإسكندرية: منشأة المعارف.
3. هندي، منير إبراهيم، (2002). إدارة الأسواق والمنشآت المالية. الإسكندرية: منشأة المعارف.
4. ويستون، فرد، و يوجين برجام،(1993). التمويل الإداري، الجزء الثاني. الرياض: دار المريخ.

المجلات:

5. الشريف، حمزة بن حسين (2010) أحكام ضمان الصكوك وعوائدها، ندوة الصكوك الإسلامية، جدة مركز أبحاث الاقتصاد

الإسلامي بجامعة الملك عبد العزيز بجدة ومجمع الفقه الإسلامي الدولي.

6. العمرني، السحيباني، (2013). التصكيك في الأسواق المالية الإسلامية، حالة صكوك الإجارة، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية.

7. الفيومي، نضال أحمد، و عزالدين الكور، (2008). كفاءة التكلفة والربح في البنوك التجارية الأردنية (طرق معلمية وغير معلمية)، دراسات، العلوم الإدارية، المجلد (35)، العدد (1).

8. الفكي، أزهرى الطيب (2012)، دور الصكوك الإسلامية في تمويل التنمية الاقتصادية والاجتماعية في السودان (دراسة حالة شركة السودان للخدمات المالية المحدودة للفترة 1998-2010) رسالة دكتوراه- جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا.

9. الكور، عزالدين مصطفى، (2008). تقدير عدم الكفاءة على مستوى التكلفة والربح، مؤتمر الخدمات المالية الإسلامية، طرابلس-ليبيا 29-30/6/2008.

10. الكور، عزالدين مصطفى، (2010) أثر السيولة على كفاءة التكلفة والأداء في البنوك، دراسة تطبيقية على المصارف الإسلامية الأردنية، (مؤتمر الخدمات المالية الإسلامية الثاني طرابلس).

11. الكور، عزالدين مصطفى، (2019) مخاطر الصكوك ومتطلبات إدارة السيولة، مجلة البحوث الأكاديمية، يناير-العدد الثالث عشر.

12. الكور، عزالدين مصطفى، (2019) صكوك الاستثمار قصيرة الأجل والعائد الخالي من المخاطر، المؤتمر الدولي تحت عنوان مستجدات العلوم الشرعية، محور المصارف الإسلامية .. تنظيم كلية الشريعة / الجامعة الأردنية، وبرعاية البنك الإسلامي الأردني، عمان/الأردن 30-31/7/2019.

13. الكور، عزالدين مصطفى، (2019) صكوك الاستثمار قصيرة الأجل وإدارة السيولة في المؤسسات المالية الإسلامية العاملة في ليبيا، المؤتمر الدولي الثاني للأكاديمية الأوروبية للتمويل والاقتصاد الإسلامي، اسطنبول-تركيا 2019.
14. الكور، عزالدين مصطفى، و نضال الفيومي، (2007). أثر قوة السوق وهيكّل الكفاءة على أداء البنوك التجارية، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد (3)، العدد (3).
15. أمل، على إبراهيم، و فرغلي، أميرة عبد المعز، وإبراهيم، حميدة أحمد، ومحمد، دينا سمير، و أحمد، ياسمين محمد، (2018). الصكوك الإسلامية كأداة للتمويل وأثرها على النمو الاقتصادي. دراسة صادرة عن المركز الديمقراطي العربي للدراسات الإستراتيجية الاقتصادية والسياسية.
16. بدر، أسامة محمد (2015)، الصكوك الإسلامية كأداة فعالة للتمويل، مجلة دراسات 16، (2).

17. علي محمد الموسى، علي محمد، و مادو غي سيلا، (2016).
الصكوك الاستثمارية: مفهوما، نشأتها، مخاطرها، ضوابطها،
مجلة جامعة الشارقة للعلوم الشرعية والقانونية المجلد 13
العدد 2.
18. ميرة، حامد بن حسن (2011)، ملكية حملة الصكوك وضماناتها،
بحوث ندوة البركة الثانية والثلاثون للاقتصاد الإسلامي.
19. ناصر، سليمان، و ربيعة بن زيد (2014)، الصكوك الإسلامية كأداة
 لتمويل التنمية الاقتصادية ومدى إمكانية الاستفادة منها في
 الجزائر، المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار
 والهندسة المالية، الجزائر 5-6-2014.
20. Grassa, R., Miniaoui, H., 2017. Corporate Choice between
 Conventional bond and Sukuk issuance Evidence from GCC
 countries. *Research in International Business and Finance*.

21. Nagano, M., 2016. Sukuk issuance and information asymmetry: Why do firms issue sukuk? Pac. Basin Finance. J. 42 (2017) 142–157.

القوانين واللوائح والمعايير والأدلة:

22. قانون رقم (4) لسنة 2016م بشأن الصكوك.
23. اللائحة التنفيذية للقانون رقم (4) لسنة 2016م بشأن الصكوك.
24. المعيار المصرفي رقم (10) المنظم للإجارة والإجارة المنتهية بالتملك، الصادر بقرار رقم (2) لسنة 2016م عن الهيئة المركزية للرقابة الشرعية بمصرف ليبيا المركزي.
25. أدلة عمل منتجات المرابحة للأمر بالشراء (أفراد في السلع المحلية) (2013)، ومنتج المشاركة المتناقصة (2013)، ومنتج الاستصناع (2013)، ومنتج إجارة المنافع (2013)، ومنتج الإجارة المنتهية بالتملك (2013)، ومنتج المرابحة الاستيرادية (2013)، ومنتج حساب الاستثمار المشترك المطلق (2013)، ودليل

الإجراءات التنفيذية لعمليات المزارعة (2013)، ومنتج المضاربة
المقيدة (2013)، ومنتج السلم (2014)، الصادرة عن اللجنة
الاستشارية للصيرفة الإسلامية، اللجنة الفرعية لأدلة المنتجات
المصرفية الإسلامية، مصرف ليبيا المركزي.