Research Paper

Using the Islamic Financial Engineering in Design and Innovation a Government Sukuk of the Saudi Arabian Monetary Agency (SAMA) for Liquidity Management

Ahmed M. A. Medani

Business Administration Department Colleg of Arts and Sciences at Tabarajal, Jouf University, Kingdom of Saudi Arabia

Corresponding author: Ahmed M. A. Medani, amedani@ju.edu.sa
DOI: 10.33899/tanra.2020.167368

Article History: *Received*: 10/2/2020; *Revised*: 26/4/2020; *Accepted*: 18/5/2020; *Published*: 1 /12 /2020.

Abstract

This research reviews one of the applications of financial engineering and its use in designing and innovating a financial instrument that are compatible with the provisions of Islamic Sharia, that enables the SAMA to regulate the liquidity levels in the market as an alternative to the cconventional financial instruments (treasury bills and bonds), and completion of the tools that enable it to play his role in his relationship with Islamic banks.

This tool is represented in Islamic governmental checks that can be used as a tool in open market operations to control the inflation within the framework of an Islamic monetary policy. After completing the application aspect, the research revealed many results, and in the light of these results, the recommendations have also been put to serve the SAMA, and help it in liquidity management using the proposed types of governmental checks (sharing checks of SAMA, hiring checks of SAMA, Salam Checks of SAMA) Within the framework of the open market policy applied in the Saudi money market, and the gradual transformation of this market from a traditional market to a market that operates according to the provisions of Islamic Sharia.

Keyword

Financial Engineering, Innovation, checks, Liquidity.

Journal of

TANMIYAT AL-RAFIDAIN

(TANRA)

A scientific, quarterly, international, open access, and peer-reviewed journal

Vol. 39, No. 128
Dec., 2020

© University of Mosul | College of Administration and Economics, *Mosul, Iraq.*

TANRA retain the copyright of published articles, which is released under a "Creative Commons Attribution License for CC-BY-4.0" enabling the unrestricted use, distribution, and reproduction of an article in any medium, provided that the original work is properly cited.

Citation: Medani, Ahmed M. A. (2020)."Using the Islamic Financial Engineering in Design and Innovation a Government Sukuk of the Saudi Arabian Monetary Agency (SAMA) for Liquidity Management ***TANMIYAT AL-RAFIDAIN***, 39 (*128*), 31-55, https://doi.org/10.33899/tanra.2020.167368

P-ISSN: 1609-591X
e-ISSN: 2664-276X
tanmiyat.mosuljournals.com

مجلة

تنمية الرافدين

(TANRA): **مجلة علمية، فصلية، دولية، مفتوحة الوصول، محكمة.**

المجلد (٣٩)، العدد (١٢٨)،
كانون الاول ٢٠٢٠

© جامعة الموصل |
كلية الإدارة والاقتصاد، *الموصل، العراق.*

تحتفظ (**TANRA**) بحقوق الطبع والنشر للمقالات المنشورة، والتي يتم إصدارها بموجب ترخيص (Creative Commons Attribution) لـ (CC-BY-4.0) الذي يتيح الاستخدام، والتوزيع، والاستنساخ غير المقيد وتوزيع للمقالة في أي وسيط نقل، بشرط اقتباس العمل الأصلي بشكل صحيح.

الاقتباس: مداني، أحمد محمد أحمد (٢٠٢٠). "استخدام الهندسة المالية الاسلامية في تصميم وابتكار صكوك حكومية لمؤسسة النقد العربي السعودي (*SAMA*) لإدارة السيولة ". ***تنمية الرافدين***، ٣٩ (١٢٨)، ٣١-٥٥،
https://doi.org/10.33899/tanra.2020.167368

P-ISSN: 1609-591X
e-ISSN: 2664-276X
tanmiyat.mosuljournals.com

ورقة بحثية

استخدام الهندسة المالية الاسلامية في تصميم وابتكار صكوك حكومية لمؤسسة النقد العربي السعودي (*SAMA*) لإدارة السيولة

أحمد محمد أحمد مداني

قسم إدارة الاعمال؛ كلية العلوم والاداب بطبرجل؛ جامعة الجوف؛ المملكة العربية السعودية

المؤلف المراسل: أحمد محمد أحمد مداني، amedani@ju.edu.sa

DOI: 10.33899/tanra.2020.167368

تاريخ المقالة: *الاستلام*: ٢٠٢٠/٢/١٠؛ *التعديل والتنقيح*: ٢٠٢٠/٤/٢٦؛ *القبول*: ٢٠٢٠/٥/١٨؛ *النشر*: ٢٠٢٠/١٢/١.

المستخلص

يستعرض هذا البحث إحدى تطبيقات الهندسة المالية واستخدامها في تصميم وابتكار أداة مالية تتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية، تُمكّن المصرف المركزي السعودي (مؤسسة النقد العربي السعودي SAMA) من خلالها تنظيم مستويات السيولة في السوق كبديل للأدوات المالية التقليدية (سندات وأذونات الخزينة)، واستكماله للأدوات التي تمكنه من القيام بدوره في علاقته بالمصارف الإسلامية. وتتمثل هذه الأداة في الصكوك الإسلامية الحكومية التي يمكن استخدامها أداة في عمليات السوق المفتوحة للتحكم في التضخم في إطار سياسة نقدية إسلامية. وبعد الانتهاء من الجانب التطبيقي كشف البحث الكثير من النتائج والتي في ضوئها تم وضع التوصيات التي تخدم مؤسسة النقد العربي السعودي، وتساعدها في إدارة وتعديل السيولة النقدية باستخدام أنواع الصكوك الإسلامية الحكومية المقترحة (صكوك مشاركة SAMA، صكوك إجارة SAMA، صكوك سلم SAMA) في إطار سياسة السوق المفتوحة المطبقة في السوق النقدية السعودية، والتحول التدريجي لهذه السوق من سوق تقليدية إلى سوق تعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية.

الكلمات المفتاحية

الهندسة المالية، الابتكار، الصكوك، السيولة.

مقدمة:

يمارس المصرف المركزي سياسة النقدية بمجموعة من الأدوات المباشرة وغير المباشرة من أجل السيطرة على عرض النقود، وتنظيم حركة رؤوس الأموال بين الداخل والخارج لتحقيق أهداف السياسة الاقتصادية، والتي يجسدها المربع السحري لكالدور: السيطرة على التضخم وتحقيق الاستقرار النقدي، تحقيق النمو المستهدف في الناتج القومي، تخفيض البطالة، وتحقيق توازن ميزان المدفوعات. إلا أن الحديث عن تلك الأدوات التي يمتلكها المصرف المركزي لتحقيق الدور المطلوب منه منها ما يخالف أحكام الشريعة الإسلامية، وبالتالي فإن تلك الأدوات تكون أقل تأثيراً أو قاصرة عن تحقيق الهدف الذي أنشئت من أجله المصارف الإسلامية ولا تتوافق مع طبيعة عمل هذا النوع من المؤسسات المالية.

إن هذا القصور في الأدوات الرقابية التقليدية أصاب دور المصرف المركزي بالعجز في علاقته مع المصارف الإسلامية، وأمام هذه الصعوبات أبدعت العقول الاقتصادية والقانونية والشرعية –في إطار الهندسة المالية الإسلامية– أداوت يمكن لها أن تسد ذلك القصور والنقص في أدوات المصرف المركزي، وتصلح بدائل لأدوات السياسة النقدية التقليدية، وتكون فعالة ومتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية من حيث أنها لا تتعامل بالربا، وفي الوقت نفسه بإمكانها تحقيق أهداف السياسة النقدية من حيث قدرتها على تحقيق استقرار المعروض النقدي، واستقرار الأسعار، والسيطرة على التضخم، وتحقيق أهداف التنمية الاقتصادية، وهي الصكوك الإسلامية الحكومية.

وتعتبر ماليزيا والبحرين والسودان من أهم الدول التي أصبحت تصدر أنواعاً كثيرة من الصكوك الإسلامية الحكومية لغرض استخدامها في عمليات السوق المفتوحة من أجل تنظيم السيولة وتعديلها بما يسمح بالتحكم في التضخم، إلى جانب أغراض تمويلية قصيرة وطويلة الأجل.

مشكلة البحث:

تهدف مشكلة البحث إلى دراسة الصكوك الإسلامية الحكومية وبيان مدى الحاجة إليها في مجال السياسة النقدية –كأداة نقدية بديلة لأدوات السياسة النقدية التقليدية المتضمنة للربا– واستخدامها من طرف مؤسسة النقد العربي السعودي في إدارة وضبط السيولة، وذلك بالاسترشاد بتجارب دولية رائدة. وعليه يمكن طرح السؤال الرئيس الآتي: **كيف تسهم الصكوك الإسلامية الحكومية في إدارة السيولة من طرف مؤسسة النقد العربي السعودي؟**

فرضية البحث:

انطلاقاً من مشكلة البحث؛ يمكن صياغة فرضية البحث الآتية: تستخدم مؤسسة النقد العربي السعودي الصكوك الإسلامية الحكومية في إدارة السيولة من خلال عمليات السوق المفتوحة.

أهمية البحث:

قد يُنظر إلى آلية عمل الصكوك الحكومية الإسلامية على أنها آلية لتمويل العجز لدى الحكومة لا أكثر، ولكننا إذا نظرنا إلى القصور الكبير في الأدوات الرقابية التقليدية، والتكامل الذي يجب أن يسود بين السياستين النقدية والمالية، ووجوب أن تنسجم هاتين السياستين بهدف تصحيح الوضع الاقتصادي في الدولة بكفاءة وفاعلية لتحقيق هدف الاستقرار المالي والنقدي في الدولة، فإن تصميم مثل هذه الصكوك باستخدام الهندسة المالية الإسلامية ستكون أداة فاعلة في يد المصرف المركزي السعودي تستخدم لإدارة السياسة النقدية ضمن عمليات السوق المفتوحة بهدف التأثير على السيولة واحتياطيات البنوك من جهة، وأداة لتمويل المشروعات الحكومية المراد تنفيذها.

هدف البحث:

يهدف هذا البحث إلى بلوغ الأهداف الآتية:

- التعريف بالهندسة المالية وصناعة الصكوك الإسلامية؛
- الوقوف على واقع ممارسة مؤسسة النقد العربي السعودي للسياسة النقدية وأدوات إدارة السيولة؛
- تسليط الضوء على أحد التطبيقات الهامة للصكوك الحكومية الإسلامية في مجال إدارة السياسة النقدية، ومدى فعاليتها في إدارة السيولة؛
- تقديم مقترح لصكوك إسلامية حكومية في إطار الهندسة المالية لمؤسسة النقد العربي السعودي لاستخدامها في إدارة السيولة ومعالجة الأزمات والمشكلات الناتجة عنها.

منهج البحث:

اعتمد البحث الحالي على المنهج الوصفي والذي تم من خلاله وصف صكوك إسلامية حكومية في إطار الهندسة المالية الإسلامية، وبيان أهميتها، وتحليلها من حيث إيجابياتها وآلية استخدامها في إدارة السيولة النقدية عن طريق سياسة السوق المفتوحة واقتراحها على مؤسسة النقد العربي السعودي لهذا الغرض كبديل لأدوات السياسة النقدية التقليدية.

هيكلية البحث:

للتحليل والتعمق أكثر وللوصول إلى الأهداف المرجوة، تم تقسيم هذا البحث إلى أربعة مباحث نوردها على النحو الآتي:

- **المبحث الأول:** الهندسة المالية الإسلامية ودورها في الابتكار المالي؛
- **المبحث الثاني:** أدوات السياسة النقدية الإسلامية لأغراض إدارة السيولة؛
- **المبحث الثالث:** دور الصكوك الحكومية الإسلامية في إدارة السيولة؛
- **المبحث الرابع:** استخدام الهندسة المالية الإسلامية في استحداث صكوك حكومية لإدارة السيولة في SAMA.

المبحث الأول: الهندسة المالية الإسلامية ودورها في الابتكار المالي

أولاً- تعريف الهندسة المالية الإسلامية:

وُجدت الصناعة المالية الإسلامية من حيث الواقع منذ أن جاءت الشريعة الإسلامية. فلقد جاء في السّنة النبوية «**أَنَّ رَسولَ اللَّهِ صَلَّى اللهُ عليه وسلَّمَ اسْتَعْمَلَ رَجُلًا علَى خَيْبَرَ، فَجَاءَهُ بتَمْرٍ جَنِيبٍ، فَقالَ رَسولُ اللَّهِ صَلَّى اللهُ عليه وسلَّمَ: أكُلُّ تَمْرِ خَيْبَرَ هَكَذَا؟، قالَ: لا واللَّهِ يا رَسولَ اللَّهِ إنَّا لَنَأْخُذُ الصَّاعَ مِن هذا بالصَّاعَيْنِ، والصَّاعَيْنِ بالثَّلَاثَةِ، فَقالَ رَسولُ اللَّهِ صَلَّى اللهُ عليه وسلَّمَ: لا تَفْعَلْ، بعِ الجَمْعَ بالدَّرَاهِمِ، ثُمَّ ابْتَعْ بالدَّرَاهِمِ جَنِيبًا**» (Sahih Bukhari: 2201). وفي هذا إشارة إلى أهمية البحث عن حلول تلبي الحاجات الاقتصادية دون الإخلال بالأحكام الشرعية.

وبناءً على ذلك، يمكن أن نعرِّف الهندسة المالية الإسلامية بأنها: "التصميم، والتطوير، والتنفيذ، لأدوات وآليات مالية مبتكرة، والصياغة لحلول إبداعية لمشاكل التمويل، وفق أحكام الشريعة الإسلامية وعدم الإخلال بها" (Al-Suwailem, 2004, 05-10). وبالتالي، نشير إلى أن الهندسة المالية الإسلامية تتضمن ثلاثة أنواع من الأنشطة:

- ابتكار أدوات مالية إسلامية جديدة تتميز بالمصداقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية، مثل الصكوك.
- ابتكار آليات تمويلية جديدة من شأنها تخفيض التكاليف الإجرائية لأعمال قائمة، كاستخدام الأنترنيت مثلا في التبادل.
- ابتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية، مثل إدارة السيولة، أو إعداد صيغ تمويلية لمشاريع معينة تلائم الظروف المحيطة بالمشروع.

ثانياً- أهداف الهندسة المالية الإسلامية:

تسعى الهندسة المالية الإسلامية إلى تحقيق مجموعة من الأهداف، يمكن تلخيصها فيما يأتي (Al-Hunaiti, 2010, 08-09):

- توفير منتجات مالية إسلامية ذات جودة عالية تعد بديلاً شرعياً للمنتجات المالية التقليدية، تمتاز بالمصداقية الشرعية.
- تحقيق الكفاءة الاقتصادية، حيث يمكن لمنتجات الهندسة المالية الإسلامية زيادة الكفاءة الاقتصادية عن طريق توسيع الفرص الاستثمارية في مشاركة المخاطر، وتخفيض تكاليف المعاملات وتكاليف الحصول على معلومات وعمولات الوساطة والسمسرة.
- تحقيق عوائد مجزية للمستثمرين وتنويع مصادر الربحية.
- المساهمة في إنعاش الاقتصاد وذلك بالاستفادة من رؤوس الأموال التي تعزف عن المشاركة في المشاريع التي تُموَّل ربوياً.
- المساعدة في إدارة تحقيق المواءمة بين العوائد والمخاطرة والسيولة لدى الشركات والمؤسسات المالية.
- المساعدة في تطوير أسواق المال المحلية والعالمية من خلال إيجاد أوراق مالية إسلامية.

- توفير تمويل مستقر وحقيقي ومن موارد موجودة أصلاً في الدورة الاقتصادية، مما يُقلِّل من الآثار التَّضخُّمية.
- توفير حلول شرعية مبتكرة لإشكالات التَّمويل.
- تقليل مخاطر الاستثمار بتنويع صيغه.

المبحث الثاني: أدوات السياسة النقدية الإسلامية لأغراض إدارة السيولة

إن أدوات السياسة النقدية في الاقتصاد الإسلامي الممكن استخدامها لغرض إدارة الكتلة النقدية كثيرة ومتنوعة، وتختلف اختلافاً كبيراً عن مثيلاتها في الاقتصاد الوضعي. وسوف نقسم هذه الأدوات إلى قسمين: أدوات كمية وأخرى كيفية، مركزين على أهم الأدوات في كل قسم:

أولاً- الأدوات الكمية للسياسة النقدية الإسلامية:

من أهم الأدوات التي يمكن أن تندرج ضمن هذا القسم ما يأتي:

١- **التغيير في كمية النقود:** دلت تجارب الماضي والحاضر على مدى الفساد والبلاء الذي عم البلاد إذا ترك الأمر للحكومات أن تصدر منها ما تشاء بدون حدود أو قيود، بل لا بد من وضع قيود على هذا الإصدار ومراقبته بحيث لا يسمح للحكومات أن تصدر منها إلا بالقدر المطلوب، ذلك لأن النقد ليس ورقاً تفرضه الدولة فحسب، بل تتوقف قيمته على (Al-Turkmani, 1409H, 256):

- قبول الأفراد وثقتهم بقدرة هذا النقد على تلبية الاحتياجات في الحاضر والمستقبل.
- قيمته الذاتية وتغطيته.
- القدرة الإنتاجية للبلد (عامل اقتصادي).
- ترشيد الإنفاق الحكومي الذي ينبغي أن يصاحبه الإصلاح الاقتصادي، وقد نبه إلى هذا العامل المقريزي حيث قال" إن النقود بقيت خالصة حتى أيام المتوكل فلما قتل وتغلبت الموالي من الأتراك وتناثر سلك الخلافة وبقيت الدولة العباسية في الترف قوي عامل كل جهة على ما يليه، وكثرت النفقات وقلت المجابي بتغلب الولاة على الأطراف، وحدثت بدع كثيرة من حينئذ، ومن جملتها غش الدراهم".

٢- **تغيير نسبة نقدية الزكاة:** حيث تستطيع السلطات النقدية أو الدولة (ولي الأمر) أن تقرر جباية الزكاة نقداً أو عيناً، فعن معاذ بن جبل رضي الله عنه أنه قال: «**بعثني النبيُّ صلى الله عليه وسلم إلى اليمنِ ، فأمرَني أن آخُذَ مِن كلِّ ثلاثين بقرةً تَبيعًا، أو تَبيعَةً، ومِن كلِّ أربعين مُسِنَّةً، ومِن كلِّ حالمٍ دينارًا، أو عدلِه مَعافِرَ**» (Tirmidhi: 623)، وجاء عن معاذ رضي الله تعالى عنه أيضاً: «**أَنه قَالَ لأهل الْيمن: ائْتُونِي بكلِّ خَمِيس أَو لبيس آخذه مِنْكُم مَكَان الصَّدَقَة؛ فَإِنَّهُ أرْفق بكم، وأنْفَعُ للمهاجرين وَالْأَنْصَار بِالْمَدِينَةِ**» (Salem, http://audio.islamweb.net/audio/index.php?page=FullContent&audioid). كما يمكن للدولة أن تقوم بتغيير موعد جباية الزكاة، ويكون ذلك تطوعاً أو بطلب من ولي الأمر بما يحقق المصلحة العامة، وتبعا للأوضاع الاقتصادية (Salehi, 2001, 104). كما يمكن توزيع الزكاة بين السلع الاستهلاكية

والسلع الإنتاجية (Kahf, 2002, 393)، بحسب حاجة النشاط الاقتصادي في الدولة، مما يحقق نمواً متوازناً ويمنع حدوث اختلالات نقدية وسلعية في المجتمع.

وعن طريق التغيير في نسبة النقدية بناءً على مقتضيات المصلحة في جباية الزكاة أو توزيعها، يمكن إدخال التغييرات المطلوبة في السياسة النقدية لمعالجة المشكلات الاقتصادية كالتضخم والانكماش.

ففي حالة التضخم يمكن لولي الأمر ممثلا في السلطات النقدية أن يجمع الزكاة نقداً عن جميع الأموال الزكوية، حيث يستطيع في هذه الحالة أن يحجب كميات هائلة من الأموال النقدية عن التداول هذا من جهة، ومن جهة أخرى يوزع الزكاة على المستحقين مقدمات عينية (سلع)، وإن الطلب على هذه المقدمات العينية سيؤدي بطبيعة الحال إلى زيادة إنتاجها، وإذا زاد الإنتاج في البلد تنخفض الأسعار ويقضى على التضخم. أما في حالة الانكماش فإن ولي الأمر أو السلطة النقدية تستطيع أن تأخذ الأموال مقدمات عينية ويوزعها على المحتاجين على شكل نقود، مما يساعد على وجود السيولة النقدية في البلد، ومن ثم القضاء على الانكماش الذي قد يعاني منه الاقتصاد.

٣- **عمليات السوق المفتوحة:** وتتمثل في دخول المصرف المركزي مشترياً أو بائعاً للأوراق المالية والتجارية (الأوراق المالية الحكومية في غالب الأمر) في السوق النقدي، وذلك بهدف التأثير على سيولة السوق النقدي بصفة عامة، والتأثير من خلالها بالتالي على سيولة البنوك التجارية، باعتبارهم أهم الأطراف المتعاملة في هذه السوق (Hasan Awad, 2007, 208). ونظرا لتحريم الربا في النظام الإسلامي؛ فيمكن للبنك المركزي الاسلامي التعامل بيعاً وشراءً بالصكوك الإسلامية وشهادات الاستثمار الحكومية التي تصدرها الدولة، وتهدف إلى امتصاص الفائض النقدي في السوق، أو إشراك الجمهور في مختلف المشاريع الإنمائية والإنتاجية، أو لتمويل النفقات الطارئة التي تتجاوز الطاقة على التوظيف.

٤- **تغيير نسبة الأرباح الموزعة ونسبة المشاركة في الأرباح والخسائر:** وتشمل هذه الأداة (Ben Daas, 2007, 225):

- تدخل المصرف المركزي الإسلامي في تحديد نسبة الأرباح الموزعة على المساهمين. فإذا كان يرغب في زيادة حجم المعروض النقدي رفع نسبة الأرباح الموزعة للمدخرين والمودعين لأموالهم في المصارف للاستثمار، لتشجيعهم على مزيد من الإيداعات الاستثمارية ولجلب مستثمرين جدد، والعكس في حالة رغبته تقليل حجم المعروض النقدي.
- التدخل لتغيير نسبة المشاركة بين المصرف والمودعين من جهة، ونسبة المشاركة بين المصرف والمستثمرين من جهة ثانية.

ثانياً- الأدوات الكيفية للسياسة النقدية الإسلامية:

تستخدم الأدوات بهدف توجيه الموارد المالية للقطاعات الحيوية التي يحتاجها المجتمع على حساب القطاعات الأخرى، ومن أبرزها ما يأتي:

١- شروط البيع بالمرابحة المصرفية

تعد المرابحة المصرفية واحدة من أهم صيغ التمويل الأكثر تطبيقاً في الصناعة المصرفية الإسلامية (Broquet, 2012, 59)، حيث بدأ استخدامها مع بداية نشأة المصارف الإسلامية سنة ١٩٧٥. ويقصد بها توسط المصرف لشراء سلعة بناءً على طلب عميله ثم بيعها له بالآجل بثمن يساوي التكلفة الكلية للشراء زائد ربح معلوم متفق عليه بينهما (Institute of Banking, 2010, http://www.kibs.edu.kw/upload/Morabaha_363.pdf). ويُنظر إلى المرابحة على أنها أحد أنواع بيوع الأمانة (Jawad, 2012, 248)، والتي تشتمل أيضاً بيع التولية (أي أن يتم عقد البيع بسعر الشراء نفسه، أو سعر التكلفة)، وبيع الوضيعة (أي أن يتم عقد البيع بنقص معلوم عن سعر الشراء أو سعر التكلفة)، والإشراك (أي أن يتم تولية بعض المبيع ببعض الثمن، بأن يشرك المشتري غيره في المبيع معه) (Institute of Banking, 2010, http://www.kibs.edu.kw/upload/Morabaha_363.pdf).

وعن دور صيغة المرابحة المصرفية في مجال السياسة النقدية بوصفها أداة كيفية لإدارة الكتلة النقدية، فإن هذه الأداة تفيد في ضمان عدم التركيز، وتنويع التسهيلات في استثمارات مختلفة تتفاوت في درجة المخاطرة، حماية لأموال المصرف وسلامة لودائع العملاء (Jaber, 1999, 187).

٢-نسبة مساهمة المصارف في النشاط الاستثماري

وهو مقدار ما تسهم به المصارف من قروض لتمويل نشاطات صغار المستثمرين، والقروض المخصصة للاستثمارات الأخرى، على أن يسدد أصحاب هذه المشاريع الجزء المتبقي من مواردهم الخاصة، ويمكن تحديد هذه النسبة وتعديلها من طرف السلطات النقدية تبعا لأولوية النشاطات الاقتصادية ووضعها المالي.

٣- الإقناع الإيماني

وهي تدخل المصرف المركزي لإقناع المصارف بالإجراءات الواجب إتباعها لمواجهة مشاكل الاقتصاد، وهذا من منطلق إيمانهم بضرورة تقديم المصلحة العامة على المصلحة الخاصة، وامتثالا لتوجيهات ولي الأمر، لقول الله تعالى ﴿**يَاأَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا أَطِيعُوا اللَّهَ وَأَطِيعُوا الرَّسُولَ وَأُوْلِي الْأَمْرِ مِنْكُمْ**﴾ (Al Nisaa:59) ، وتتم عادة عن طريق إجراء لقاءات مباشرة مع مديري المصارف (Dahman & Abdellaziz, 2015, http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2011/03.pdf).

٤- التعليمات والرقابة المباشرتان

يلجأ إليها المصرف المركزي إذا لم تجد وسيلة الإقناع الإيماني سبيلها، حيث يوجه تعليمات ملزمة للمصارف بضرورة تطبيق الإجراءات الضرورية لتنفيذ السياسة النقدية. كما أنه ولغرض إحكام عملية إشرافه على المصارف وضمان التناسق ضمن النظام المصرفي لمصلحة الاقتصاد ككل، يقوم بإجراءات رقابة مباشرة على هذه المصارف لتقييم مدى التزامها بالإجراءات التي يحددها، واتخاذ ما يراه مناسبا لصالح أو ضد هذه المصارف.

المبحث الثالث: دور الصكوك الحكومية الإسلامية في إدارة السيولة

للصكوك الحكومية الإسلامية فاعلية كبيرة في إدارة السيولة في إطار السياسة النقدية، من أهمها:

أولاً- توفير أداة مالية رقابية للبنك المركزي بديلة لسندات و أذونات الخزينة:

من بين أهم أهداف إصدار الصكوك الحكومية الإسلامية هو توفير أداة مالية بيد المصرف المركزي تمكنه من ممارسة دوره الرقابي والتنظيمي في السوق النقدية، وخاصة في علاقته مع المصارف الإسلامية التي نشأت بعد إخضاعها لرقابته، بحيث يمكن لتلك الصكوك أن تؤدي الدور الذي تقوم بها سندات الدين العام ذات الفائدة الثابتة في الحياة الاقتصادية والمصرفية، وذلك في الأجلين المتوسط والطويل، التي أصدر بشأنها مجمع الفقه الإسلامي القرار رقم (٦/١١/٦٢) والذي اعتبرها من قبيل القروض الربوية التي تحرمها الشريعة الإسلامية، ومن ثم لا يمكن للمصارف الإسلامية التعامل بها. أما في الأجل القصير، فيمكن للصكوك الحكومية الإسلامية أن تؤدي الدور الذي تقوم به أذونات الخزينة العامة، سواء في تمويل العجز القصير الأجل في الموازنة العامة، أو في تعديل وتنظيم المعروض النقدي داخل الجهاز المصرفي.

وإذا كانت الصكوك الحكومية الإسلامية تشترك مع السندات الحكومية وأذونات الخزينة العامة من حيث كونها أدوات تمويلية، إلا أن هذه الصكوك ذات طبيعة خاصة تختلف عن طبيعة غيرها من الأدوات التمويلية الأخرى. فأذونات الخزينة العامة هي سندات دين تصدرها الحكومة لآجال تتراوح بين ثلاثة أشهر إلى ستة أشهر تقوم بطرح في السوق عادة عن طريق المصرف المركزي، ويتقدم لخصم هذه الأذونات جميع العاملين في سوق النقد، ويتم تداولها عن طريق بيعها في المزاد العلني باستخدام مبدأ الخصم، وقيمة هذا الخصم تمثل الفائدة التي يحصل عليها حائزها حيث تدفع قيمتها الإسمية كاملة عند تاريخ الاستحقاق (Hasan Awad, 2007, 208)، تصدرها الحكومة لتمويل الخزانة عند حدوث عجز ف الموازنة أو لتنفيذ سياسة نقدية معينة (Shehata,without year, 22). أما السندات الحكومية، فتصدر عن طريق الحكومة والمؤسسات التابعة لها لضبط حجم النقد في السوق أو لتمويل مشاريعها الاستثمارية (Kafi, 2014, 150)، وتطرحها للحصول على قرض تتعهد بموجبها بسداد القرض وفوائده وفقاً لشروط الإصدار (Matar, 2005, 98). وبذلك يختلف حامل أذن الخزينة والسند الحكومي عن موقف حامل الصك الذي يعتبر مالكاً سواء لعين مؤجرة أو لمنافع أو أصول بحسب نوع الصك.

ثانياً- إمكانية استخدامها من طرف المصرف المركزي في عمليات السوق المفتوحة:

من الأهداف الرئيسة كذلك من وراء الأخذ بالصكوك الحكومية الإسلامية توفير أداة مالية من أهم أدوات السياسة النقدية بيد المصرف المركزي يستخدمها في التحكم في إدارة السيولة في الاقتصاد (Sudan Financial Services Company Ltd, 2015, 06) أحوال نقص السيولة يتم ضخ السيولة من خلال قيام المصرف المركزي بشراء الصكوك من المؤسسات المالية الإسلامية، وفي أحوال زيادة السيولة في السوق يتم سحب جانب منها من خلال بيع الصكوك لتلك المؤسسات السابقة. ونظراً لما تشكله الصكوك الحكومية الإسلامية من أهمية كبيرة في تمويل المشاريع العامة إلى جانب المبالغ الضخمة عادة في عملية إصدارها،

فضلاً عن اتصافها بالمرونة، فإنه يمكن استخدام هذه الأداة بسهولة ومرونة ونجاح وفعالية في عمليات السوق المفتوحة كبديل عن الأذونات والسندات الحكومية، وتزيد في توطيد العلاقة بين المصرف المركزي والمصارف الإسلامية.

ثالثاً- اتِّصاف الصكوك الحكومية بالمرونة في تحديد آجل الاستحقاق والعائد:

من المبررات التي أدت إلى تبني الصكوك الحكومية الإسلامية وجعلها الأداة التي يمارس من خلالها المصرف المركزي دوره في تنظيم وإدارة السياسة النقدية، هو اتِّصاف هذه الصكوك بالمرونة في تحديد آجال استحقاقها والعائد المدفوع عنها، بحيث يمكن تحديد نسبة العائد المدفوع، ويمكن تحديد نسبة ذلك العائد بحسب ظروف وأوضاع السوق، ومن ثم تسمح الصكوك الحكومية بإصدارها من خلال آجال توازي آجال إصدار سندات وأذونات الخزينة، وكذلك بالنسبة لآجال استحقاق العائد منها، بحيث يمكن أن تصدر صكوك حكومية طويلة نسبياً تشابه آجال السندات الحكومية، وإصدار صكوك حكومية قصيرة الأجل توازي آجال أذونات الخزينة، وهو ما قامت به مملكة البحرين من إصدار صكوك إجارة طويلة المدة وإصدار صكوك إجارة أخرى قصيرة المدة (Al-Bassman, 2011, 72-73).

رابعاً- قابلية الصكوك الحكومية الإسلامية للتداول في السوق الثانوية:

يسمح بجواز تداول الصكوك الحكومية (ماعدا تلك التي تشكل ديوناً في الذمة) بيعاً وشراءً في السوق الثانوية، بالثمن الذي يتفق عليه البائع والمشتري، سواء أكان مساوياً أم أقل أم أكثر من الثمن الذي اشتري به، وذلك بالنظر إلى خضوع أثمان الأعيان والمنافع عوامل السوق (العرض والطلب)، وتنتقل ملكية المنافع التي تمثلها الصكوك من بائعها إلى مشتريها، بما لها من حقوق وما عليها من التزامات (Fatwa and Sharia Supervisory Board, 2013, 13-15). إن المرونة في التداول التي تتصف بها الصكوك الحكومية الإسلامية من شأنها تحقيق تفاعل تلك الصكوك مع ظروف وأوضاع السوق من خلال انعكاس ذلك العائد المدفوع عن الصكوك على أسعار تداول هذه الصكوك ارتفاعاً وانخفاضاً.

المبحث الرابع: استخدام الهندسة المالية الإسلامية في استحداث صكوك حكومية لإدارة السيولة في SAMA

أولاً- واقع أدوات السياسة النقدية التقليدية لإدارة السيولة من طرف SAMA:

من المتعارف عليه في أدبيات الصيرفة المركزية أن التحكم في الائتمان المصرفي وبالتالي عرض النقود يتم بطريقتين: إما عن طريق استخدام الأدوات المباشرة أو استخدام الأدوات غير المباشرة أو كليهما. ومؤسسة النقد العربي السعودي (SAMA) استخدمت أنواعاً عدة من تلك الأدوات في إدارة وتنفيذ السياسة النقدية للمملكة بهدف تحقيق استقرار سعر صرف العملة الوطنية، والحفاظ على سلامة واستقرار النظام النقدي والمالي لدعم النمو الاقتصادي.

واستمراراً لنهج المؤسسة في الحفاظ على الاستقرار النقدي أمام تطورات الأسواق المالية العالمية، قامت المؤسسة خلال عام ٢٠١٨ برفع معدل عائد اتفاقيات إعادة الشراء وإعادة الشراء المعاكس أربع مرات بشكل

تدريجي، بارتفاع قدره ١٠٠ نقطة أساس عن معدل عام ٢٠١٧، ليستقر معدل عائد اتفاقيات إعادة الشراء عند نسبة ٣%، ومعدل عائد اتفاقيات إعادة الشراء المعاكس عند نسبة ٢,٥% بنهاية عام ٢٠١٨. وفي ظل تعزيز المؤسسة للاستقرار النقدي، قررت المؤسسة إيقاف العمل باتفاقيات إعادة الشراء لآجال استحقاق ٧ أيام و٢٨ يوماً و٩٠ يوماً. واتسم النظام المالي في عام ٢٠١٨ بتوافر السيولة على الرغم من انخفاض المتوسط اليومي لعمليات اتفاقيات إعادة الشراء المعاكس إلى ٦٥ مليار ريال في عام ٢٠١٨، مقابل ٩١ مليار ريال في عام ٢٠١٧، في حين ارتفع المتوسط اليومي لعمليات اتفاقيات إعادة الشراء إلى ٢٤٦ مليون ريال خلال عام ٢٠١٨، مقارنة بحوالي ١٢٠ مليون ريال خلال العام السابق. وأبقت المؤسسة على متطلبات الاحتياطي النظامي على ودائع العملاء لدى المصارف دون تغيير عن العام السابق عند نسبة ٤% للودائع الزمنية والادخارية، و٧% للودائع تحت الطلب. واستمرت المؤسسة في الحفاظ على سقف الإصدارات الأسبوعية لأذونات المؤسسة بمقدار ٣ مليار ريال (SAMA, 2019, 63). وقد أثرت هذه الأدوات على أداء السياسة النقدية وعلى نمو عرض النقود في المملكة العربية السعودية بحسب ما يوضحه الجدول رقم (١) الآتي:

جدول (١): معدلات نمو عرض النقود ومكوناته خلال الفترة (٢٠١٤-٢٠١٨) (%)

السنة	النقد المتداول خارج المصارف	الودائع تحت الطلب	(ن١)	الودائع الزمنية والادخارية	(ن٢)	الودائع الأخرى شبه النقدية	(ن٣)
٢٠١٤	٧,٤١	١٥,٣٩	١٤,٢٤	١٥,٥٧	١٤,٥٨	٦,٠١-	١١,٩٢
٢٠١٥	٩,٥٩	١,٣١-	٠,١٦	٨,٩٧	٢,٤٤	٣,٤٠	٢,٥٤
٢٠١٦	١,٠٨	٠,٢٢-	٠,٠٣-	١٣,١٤	٣,٥٩	٢٢,٠١-	٠,٧٩
٢٠١٧	١,٠٢	٢,٦٧	٢,٤٢	٨,٩٠-	٠,٩٨-	١٣,٠٩	٠,٢١
٢٠١٨	٤,٧٠	٣,٧٧	٣,٩٠	١,٩٧-	٢,٢٨	٧,٦٨	٢,٨٠

Source: (SAMA, 2019, 63).

لقد سجل عرض النقود بتعريفه الواسع (ن٣)، والمكون من النقد المتداول خارج المصارف وإجمالي الودائع لدى المصارف، ارتفاعاً في عام ٢٠١٨ نسبته ٢,٨% (٥٠,١ مليار ريال) ليبلغ حوالي ١,٨٤١ مليار ريال، مقارنة بارتفاع نسبته ٠,٢% (٣,٨ مليار ريال) في عام ٢٠١٧. علاوة على ذلك، سجلت الودائع المصرفية معدل نمو بلغ ٢,٦%، مقارنة بمعدل نمو نسبته ٠,١% في عام ٢٠١٧ ، وقد شكلت الودائع ما نسبته ٩٠,٢% من عرض النقود بتعريفه الواسع. وارتفع معدل نمو النقد المتداول خارج المصارف بنسبة ٤,٧% (٨,١ مليار ريال) في عام ٢٠١٨، مقارنة بنسبة ١% (١,٧ مليار ريال) في عام ٢٠١٧.

وبدراسة مؤشرات السيولة الرئيسة الأخرى ممثلةً بعرضي النقود بتعريفيهما الضيقين (ن١) و(ن٢) اللذين يشملان ودائع أكثر سيولة نسبياً، فقد سجل (ن١) –الذي يشمل النقد المتداول خارج المصارف والودائع تحت الطلب– نمواً في عام ٢٠١٨ نسبته ٣,٩% (٤٥,٨ مليار ريال) مقارنة بارتفاع نسبته ٢,٤% (٢٧,٧ مليار ريال) في العام السابق. وانخفض نصيب الودائع تحت الطلب في (ن١) بشكل طفيف في عام ٢٠١٨

ليصل إلى ٨٥,٢% مقارنة بنسبة ٨٥,٣% في العام السابق. في المقابل، سجل (ن٢) –الذي يشمل الودائع الزمنية والادخارية، الأقل سيولة من (ن١)– ارتفاعاً نسبته ٢,٣% (٣٧ مليار ريال).

ثانياً– الأدوات المالية الإسلامية الحكومية المقترحة لإدارة السيولة في الاقتصاد السعودي:

ظلت مسألة استنباط وسائل وأدوات للتحكم في السيولة من جانب البنوك المركزية من القضايا الأساسية التي تواجه معدي السياسات النقدية والتمويلية. ولعل أسلمة الجهاز المصرفي في السودان وباكستان وإلغاء التعامل بأسعار الفائدة، وتسارع نمو المالية الإسلامية في المملكة العربية السعودية واحتلالها فيها مراتب عالمية متقدمة جدا (المرتبة الثانية في المتوسط) في إصدارات الصكوك الإسلامية وفي نسبة امتلاك أصول الصيرفة الإسلامية تجعل من غير الممكن الاستمرار في استخدام الأدوات التقليدية لإدارة السيولة في الاقتصاد، وهنا تكمن الدواعي في استحداث وسائل وأدوات جديدة للتحكم في السيولة بحيث لا تتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية.

إن محدودية أدوات إدارة السيولة بطريقة تقليدية قائمة على الفائدة المحرمة تستدعي استحداث أدوات مالية (ونقترح هنا صكوك حكومية) تساعد على تحسين إدارة السيولة في الاقتصاد السعودي.

١– مقترح صكوك مشاركة SAMA:

١–١– التعريف

تعرف صكوك مشاركة البنك المركزي بأنها "صكوك مشاركة تمكن حاملها من مشاركة البنك المركزي ووزارة المالية في ملكيتهما لأسهمهما بالجهاز المصرفي، وتنشأ هذه الصكوك بعد حصر مساهمات البنك المركزي ووزارة المالية وتحديد قيمتها، ومن ثم تجزئتها إلى صكوك مشاركة بقيم متساوية" (Supreme Authority for Sharia Supervision of Banks and Financial Institutions, 1997, 01). وتتسم هذه الصكوك بأنها ذات قيمة واحدة وقابلة للتداول ومفتوحة الأجل، وليس لها تاريخ محدد، ولحاملها حق المشاركة في أرباح وخسائر البنوك المنضوية تحتها، وليس لحامل الصك أرباح نقدية، بل يحق له الحصول على أرباح عند بيعها، كما يحق لحاملها بيعها مباشرة للبنك المركزي في أي وقت (Al-Hasan et al, 2004, 33). وبإمكان مؤسسة النقد العربي السعودي استخدام هذه الصكوك من أجل تنظيم السيولة النقدية في الاقتصاد. فمؤسسة النقد العربي السعودي بحاجة ماسة لأداة مالية قائمة على أسس شرعية وعلى حد من المرونة تسمح له بتنظيم حجم السيولة النقدية بما يتلاءم مع أهداف السياسة العامة النقدية للدولة ولحماية أسعار الصرف من تقلبات العرض والطلب المفاجئة.

٢–١– الإجراءات

يمكن لمؤسسة النقد العربي السعودي أن تستخدمها لتحقيق أهدافها على النحو الآتي:

- تحصر مؤسسة النقد العربي السعودي ملكيتها في المصارف الإسلامية وتقومها ثم تجعلها صندوقاً مستقلاً يكون عند إنشائه مملوكاً بالكامل لمؤسسة النقد العربي السعودي.

- تصدر مؤسسة النقد العربي السعودي عدداً معلوماً محدداً من الصكوك استناداً على قيمة الصندوق، وتكون قيمة كل صك عند إصداره جزءاً من قيمة الصندوق الكلية.
- تعلن مؤسسة النقد العربي السعودي للجمهور عن إنشاء الصندوق ومحتواه وعدد الصكوك المصدرة عليه.
- تدعو مؤسسة النقد العربي السعودي الجمهور لمشاركته في ملكية الصندوق وأرباحه عن طريق بيع جزء من حصته في الصندوق مقدرة بعدد معلوم من الصكوك.
- يصبح مشتري الصكوك مالكاً مشاركاً لمؤسسة النقد العربي السعودي في الصندوق بنسبة قيمة صكوكه للقيمة الكلية للصندوق (أو بنسبة عدد الصكوك المملوكة للمشتري لعدد الصكوك الكلي).
- يشارك مشتري الصكوك مؤسسة النقد العربي السعودي في إجمالي أرباح الصندوق المحولة من البنوك التجارية بنسبة حصته.
- يحق لمشتري الصكوك أن يحتفظ بملكية هذه الصكوك أو أن يبيعها إلى مؤسسة النقد العربي السعودي أو لأي مستثمر آخر.
- تكون الصكوك غير مؤقتة وعليه لا تكون مشاركة مشتري الصكوك مع مؤسسة النقد العربي السعودي في الصندوق مؤقتة.

٣-١- الخصائص

تقوم صكوك مشاركة SAMA المقترحة على توريق الأصول المملوكة لمؤسسة النقد العربي السعودي ووزارة المالية في الجهاز المصرفي. ومن أهم خصائصها(Darboush et al, 2018, 89):

- لها قيمة إسمية محددة (face value) تكون مذكورة في الصك وقيمة محاسبية (value fair market) يتم اعلانها كل ثلاثة أشهر، وتعكس الأرباح الحقيقية النقدية والزيادة الرأسمالية في قيمة الأصول المسندة عليها هذه الصكوك، وسعر للتبادل (selling price) ويتحدد عن طريق التفاوض بين البائع والمشتري عند تبادل الصك.
- ليست لها فترة سريان محددة، وهي قابلة للتداول في السوق الثانوية وسهلة التسييل (no maturity, negotiable and highly liquid).
- البيع والشراء يتم أساسا من خلال مزادات ولكن توجد معاملات خارج المزاد.
- عمليات المزاد تحكمها أسس وضوابط محددة منها أن يحتوي الطلب على عروض لا تزيد عن خمسة وبأسعار مختلفة يتم ترتيبها بطريقة تنازلية، وأن لا يزيد مجموع العروض للمصرف عن ٢٥% من جملة المزاد، ولا يسمح لأي مصرف أن يتقدم بعرض نيابة عن مصرف آخر.
- تمثل منفذاً استثمارياً سريع التسييل للمصارف التجارية وآلية لإدارة السيولة بالنسبة للبنك المركزي.
- يكون العائد على هذه الصكوك في شكل أرباح رأسمالية يتم تحقيقها عند بيعها.

٤-١- الكفاءة في إدارة السيولة

إن عمليات السوق المفتوحة أكثر كفاءة في التأثير على السيولة بالمقارنة مع تغيير الاحتياطي القانوني، ومما لا شك فيه أن إدارة السيولة بكفاءة سيؤدي إلى رفع قدرة البنك المركزي للحد من التضخم المالي، مما يؤدي إلى خلق مناخ مناسب للاستثمار.

وبالتالي إذا أرادت مؤسسة النقد العربي السعودي تخفيض السيولة لدى البنوك التجارية فإنها تقوم بإصدار صكوك بقيمة المبلغ الذي تود سحبه من البنوك التجارية، وتقوم هذه الأخيرة بتقديم عروضها بعدد الصكوك التي تود شراءها وكذلك الأسعار التي ترغب في تقديمها، ثم يتم ترتيب كل العروض وفقاً لأسعارها وكذلك جمع الصكوك المطلوبة بطريقة تراكمية، وعندما يصل الرقم التراكمي للصكوك للرقم المراد بيعه يكون السعر المقدم مع آخر طلب. وإذا أرادت مؤسسة النقد العربي السعودي زيادة السيولة في الاقتصاد الوطني فسوف يطلب من البنوك تقديم عروض لبيع صكوك مشاركة SAMA. وسوف يتم تحديد السعر وفقاً لنتيجة المزاد، ولكن هنا السعر يكون الأعلى الذي يقابل آخر طلب يجعل المجموع التراكمي للصكوك مساوياً لما ترغب مؤسسة النقد العربي السعودي في شرائه. ويمكن لأحد البنوك بيع الصكوك إلى بنك آخر، كما يحق له بيعها لمؤسسة النقد العربي السعودي.

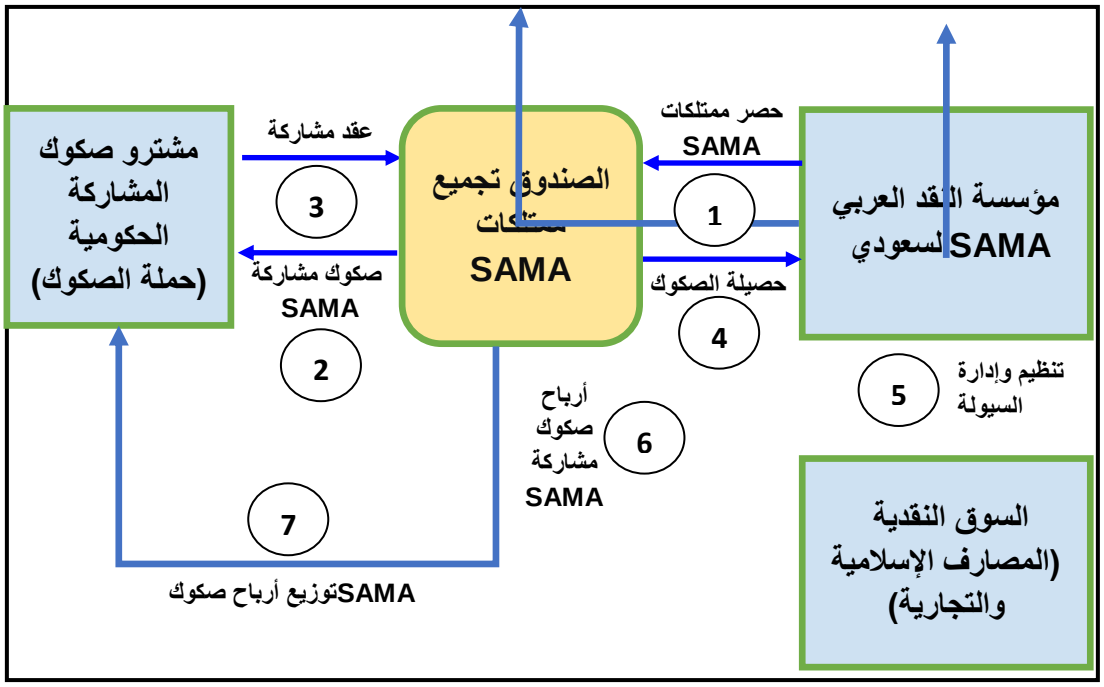
تستخدم هذه الآلية من قبل مؤسسة النقد العربي السعودي في التحكم في إدارة السيولة، فإذا رأت أن النشاط الاقتصادي في حاجة إلى سيولة عرضت شراء هذه الصكوك من مالكيها، وإذا شعرت بزيادة في السيولة عرضت ما عندها من صكوك للبيع بالقدر الذي يمتص السيولة الزائدة. وبالطبع يؤدي السعر الذي تعرضه مؤسسة النقد العربي السعودي للصك دوراً مهماً في تنفيذ عمليات البيع والشراء.

٥-١- مخطط لآلية سير صكوك مشاركة SAMA في إدارة السيولة

يوضح الشكل الآتي خطوات إصدار وسير صكوك مشاركة SAMA:

الشكل (١):

آلية عمل صكوك مشاركة SAMA



Source: Prepared by the researcher

٢- مقترح صكوك إجارة SAMA:

٢-١- تعريف صكوك إجارة SAMA وأهدافها

صكوك إجارة البنك المركزي هي صكوك مالية حكومية يتم إصدارها على صيغة الإجارة، وذلك بغرض تمكين البنك المركزي من إدارة السيولة وتوفير فرص استثمارية تحقق ربحا لحَمَلَة هذه الصكوك عن طريق تصكيك أصول البنك المركزي وعرضها للمستثمرين (البنوك) (Shahama Company, 2019, http://www.shahama-sd.com/ar/content/lsyg-lslmy).

وتهدف هذه الصكوك إلى تحقيق الأهداف الآتية (Darboush et al, 2018, 95):

- تمكين البنك المركزي من إدارة السيولة؛
- توفير فرص استثمارية تحقق ربحاً لحملة هذه الصكوك، ويتحقق ذلك بتصكيك أصول البنك المركزي وعرضها للمستثمرين.

٢-٢- تجارب رائدة في إصدار صكوك الإجارة داعمة للمقترح

وفي هذا الإطار، أصدر بنك السودان المركزي صكوك إجارة حكومية سُميت بـ "شهاب" سنة ٢٠٠٥ (Sudan Financial Services Company Ltd, 2015, 04) سعياً منه لتنويع وتطوير آليات إدارة السيولة في الاقتصاد، حيث أجازت الهيئة العليا للرقابة الشرعية صيغة الإجارة والتي تتم عن طريق البيع

الإيجاري، ببيع الأصول لجهة تصدر وفقاً لها صكوك ذات عائد يتم بيعها للأفراد والمؤسسات أو البنوك وقابلة للتداول في سوق الخرطوم للأوراق المالية (Sharif et al, 2003, 23). كما قام بنك البحرين المركزي سنة ٢٠٠٥ بإصدار "صكوك الإجارة الحكومية قصير الأجل" وهي أداة مالية تمثل أصولاً حكومية يصدرها مصرف البحرين المركزي نيابة عن حكومة مملكة البحرين، وتقوم هذه الأخيرة بموجب هذا الإصدار بطرح تلك الأصول على المستثمرين لشرائهم لها من الحكومة ثم تأجيرهم إياها للحكومة بقسط تأجيري، بموجب عقد إجارة منتهية بالتمليك بحيث تعد حكومة مملكة البحرين بإعادة شراء تلك الأصول في نهاية مدة الإصدار بثمن يمثل القيمة الأصلية التي اشتريت بها من الحكومة، كما تضمن حكومة مملكة البحرين هذه الصكوك ضماناً مباشراً وغير مشروط، وذلك بتعهدها بإعادة شراء الأصول المؤجرة عند تاريخ نهاية الإصدار بالقيمة الأصلية لهذه الأصول، كما تضمن استمرارية استئجارها لتلك الأصول طيلة مدة الإصدار (Central Bank of Bahrain, 2019, https://www.cbb.gov.bh/ar/government-securities/).

وفي هذا الجانب كذلك يمكن لمؤسسة النقد العربي السعودي أن تستفيد من تجربة البنك المركزي الماليزي في إدارة السيولة، فقد قدم البنك المركزي الماليزي أداة مالية إسلامية جديدة تُعرف باسم "صكوك إجارة البنك المركزي الماليزي"، والتي تم إصدارها في فيفري ٢٠٠٦ بواسطة شركة ذات الغرض الخاص "BNM Sukuk Berhad"، وبموجبها قام البنك المركزي الماليزي بتصكيك مبانيه مستخدماً صيغة الإجارة الإسلامية من خلال بيع أصوله (المتمثلة في مبانيه) ومن ثم إجارتها من ملاكها الجدد (حملة صكوك الإجارة)، مقابل رسوم استئجار ستوزع بين المستثمرين كعوائد على أساس نصف سنوي (Berradia & Jaafar, 2015, 296).

٢-٣- إجراءات إصدار صكوك إجارة SAMA

يتم إصدار صكوك إجارة SAMA بعائد ثابت يتم تحديده من قبل مؤسسة النقد العربي السعودي بعد دعوة جميع المؤسسات المالية المؤهلة للمشاركة. حيث يتم تنفيذ إجراءات الإصدار على النحو الآتي:

- تقوم مؤسسة النقد العربي السعودي بتوجيه دعوات المشاركة، وتشمل جميع تفاصيل الإصدار إلى جميع المؤسسات المالية المؤهلة للمشاركة.
- تقوم المؤسسات المالية بتقديم عطاءاتها إلى مؤسسة النقد العربي السعودي بالكمية التي يرغبون بها.
- يتم توزيع حجم الإصدار بالنسبة والتناسب لجميع المؤسسات المالية المشاركة في تغطية الإصدار.
- تقوم مؤسسة النقد العربي السعودي بإخطار المؤسسات المالية المشاركة حول نتيجة العطاءات والكمية المخصصة لهم.
- تقوم مؤسسة النقد العربي السعودي بإصدار بياناً يوضح فيه نتيجة التخصيص، بما في ذلك رقم الإصدار، تاريخ الإصدار، تاريخ الاستحقاق، مبلغ الإصدار، قيمة العائد ومجموع العطاءات المستلمة، كما يتم نشر هذه المعلومات على الموقع الالكتروني لهذه المؤسسة وفي الصفحة المخصصة للمصرف في وكالتي رويترز وبلومبرج.

- تتم تسوية المعاملات الناتجة عن مشاركة مصارف التجزئة من خلال الخصم من حسابات المصارف بتاريخ الإصدار، وذلك بعد يوم أو يومين من تاريخ تقديم العطاءات.
- تقوم هيئة الرقابة الشرعية لمؤسسة النقد العربي السعودي بمراجعة الإجراءات المتبعة لإصدارات الصكوك والتأكد من شرعية هذه الإجراءات مع وجود الفتوى اللازمة.

٢-٤- استخدام صكوك إجارة SAMA في إدارة السيولة

إذ إن بعض أنواع الصكوك مثل صكوك الإجارة، يتمتع بالاستقرار إلى درجة قد تصل إلى الثبات في صافي العوائد، بالنظر إلى معلومية الأجرة مسبقاً، وحيث إن صكوك الإجارة الحكومية تتمتع بدرجة عالية من الثقة والضمان من حيث الالتزام بدفع الأجرة في مواعيدها، والالتزام بالوفاء وبالوعد، بإعادة شراء الأصل المؤجر في نهاية مدة الإجارة، فإن صكوك الإجارة هذه تصلح بديلاً قوياً لأذونات (سندات) الخزينة وشهادات الإيداع في السياسة النقدية (Badran, 2017, 92) لمؤسسة النقد العربي السعودي، من خلال ما يسمى بالسوق المفتوحة.

إذ تستطيع مؤسسة النقد العربي السعودي أن تشتري صكوك الإجارة الحكومية من السوق النقدية عندما ترغب في زيادة العرض النقدي، ويبيعها عندما ترغب في تقليص كمية النقود.

وتدخل مؤسسة النقد العربي السعودي في سوق الصكوك –بالبيع أو بالشراء– يؤثر على أسعار صكوك الإجارة، على اعتبار استقرار العائد للصك.

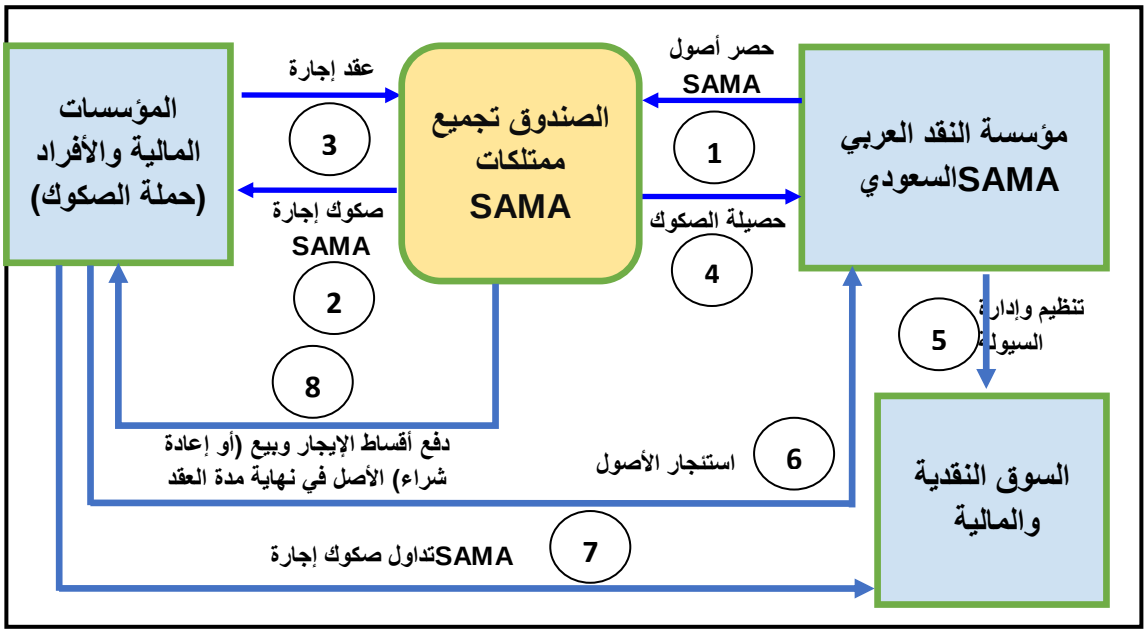
وهذا التأثير سينتقل إلى بقية عناصر السوق المالية، في حالة دخول مؤسسة النقد العربي السعودي مشتريةً أو بائعةً؛ الأمر الذي ينشأ عنه تغيرات في الربحية المتوقعة للاستثمار، وبالتالي يدعم الأثر المرغوب فيه لدخول مؤسسة النقد العربي السعودي للسوق، وهذا التأثير يكون في اتجاهين معاً، هما كمية النقود وسعر الفائدة في السوق التقليدية، أو كمية النقود والعائد المتوقع في السوق الإسلامية.

٢-٥- آلية سير صكوك إجارة SAMA

من خلال ما سبق، تمر عملية إصدار صكوك إجارة SAMA المقترحة عبر خطوات ومراحل عديدة نوضحها في الشكل الآتي:

الشكل (٢):

آلية إصدار صكوك إجارة SAMA



Source: Prepared by the researcher

٣- مقترح صكوك سلم SAMA قصيرة الأجل:

٣-١- تعريف صكوك السلم قصيرة الأجل

هي أدوات مالية تعبر عن عملية استثمارية أطرافها الحكومة (بائعة الأصل) والبنك المركزي (مشتري الأصل ومدير محفظة صكوك السلم)، يقوم بموجبها البنك المركزي بشراء أصول (نفط أو غاز أو ألمنيوم...) من الحكومة بصيغة السلم حيث تقوم المحفظة بدفع ثمن السلعة عاجلاً واستلام السلعة آجلاً (Radman, 2009, 10).

وتستفيد الشركات والدول في بيع ما لديها من ثروات طبيعية في صورة عقد السلم بأن تطرح شيئًا من هذه الثروات على فترات وأزمان متفاوتة بثمن عاجل، وتسليم آجل مع مراعاة شروط بيع السلم التي ذكرها الفقهاء، ويجوز وفق رأي من يقول بجواز بيع السلم قبل قبضه أن تطرح هذه الصكوك في السوق الثانوية للبيع (Al-Mutlaq, 1436H, http://almoslim.net/node/221059).

ولقد قامت مؤسسة نقد البحرين بإصدار صكوك السلم فباعت الألمنيوم بتسليم آجل مع قبض الثمن عاجلاً، وورد في مقدمة بيان الإصدار الصادر بتاريخ ٦/٥/ ٢٠٠١ تحت عنوان طبيعة الصكوك وأساسها الشرعي ما يأتي: "صكوك السلم الإسلامية الحكومية هي أداة تمثل أصولاً (ألمنيوم خام) موصوفة في الذمة مؤجلة التسليم، تصدرها حكومة مملكة البحرين بغرض إيجاد مجالات جديدة لاستثمار فائض الموارد المالية

في المجتمع ولتمويل الإنفاق والاحتياجات قصيرة الأجل لمشروعات التنمية المختلفة" (Al-Mutlaq, 1436H, http://almoslim.net/node/221059).

وتعد صكوك السلم قصيرة الأجل بديلاً إسلامياً لسندات الخزانة الحكومية التي تستند إلى سعر الفائدة، وبالتالي تستطيع المصارف الإسلامية المشاركة فيها. وبالنسبة لأهمية هذه الصيغة فقد عمل بنك السودان المركزي بالتنسيق مع وزارة المالية والاقتصاد الوطني والهيئة العليا للرقابة الشرعية للمصارف والمؤسسات المالية، مستفيدين من تجربة دولة البحرين الخاصة بصيغ بيع السلم في استنباط واستحداث أسلوب عملي لإصدار سندات حكومية إسلامية لا تتعارض والشريعة الإسلامية.

٣-٢- أهداف إصدار صكوك سلم SAMA قصيرة الأجل

يمكن لمؤسسة النقد العربي السعودي، إذا ما قامت بإصدار صكوك السلم الحكومية قصيرة الأجل، أن تحقق الأهداف الخاصة بإصدار هذا النوع من الصكوك فيما يأتي (Hassan, 2004, 37-38):

- تطوير منتجات مالية ذات جودة عالية للسوق البينية للمصارف الإسلامية والشركات والمؤسسات المالية لاستخدامها في معالجة فوائض السيولة النقدية قصيرة الأجل لدى تلك الجهات والتي يُستثمر جزء منها خارج الاقتصاد الوطني ووفق معاملات ربوية؛
- استخدام صكوك السلم قصيرة الأجل بوصفها أداة هامة لإنجاح فكرة إنشاء سوق مالية ونقدية عالمية إسلامية؛
- إعطاء دور أكبر للمؤسسات المالية الإسلامية لتوفير التمويل اللازم للاحتياجات الحكومية قصيرة الأجل.

٣-٣- إجراءات إصدار صكوك سلم SAMA قصيرة الأجل

تتلخص إجراءات إصدار صكوك سلم SAMA قصيرة الأجل المقترحة فيما يأتي:

- تقوم مؤسسة النقد العربي السعودي SAMA (بصفتها ممثلة لوزارة المالية) بدعوة المصارف الإسلامية والأفراد والشركات والمؤسسات المالية الراغبة في الاستثمار في الصكوك للمشاركة في محفظة الصكوك بالقدر الذي ترغب في شرائه من صكوك السلم المصدرة واستلام قيمة الصكوك المحددة لكل جهة للدخول في مضاربة تُنفذها مؤسسة النقد العربي السعودي نيابة عن تلك الجهات بغرض شراء السلعة التي تمثلها الصكوك (كمية محددة من النفط مثلاً) بسعر عاجل يتم التعاقد عليه مع وزارة المالية ثم بيع تلك السلعة عند حلول الأجل.

- تقوم مؤسسة النقد العربي السعودي بصفتها مديراً لمحفظة صكوك السلم بتوقيع عقد السلم مع وزارة المالية كممثل للحكومة المالكة للسلعة (النفط) والذي ينطوي على اتفاق بين الطرفين، إذ يشتري الأول نفطاً بمواصفات وكمية وسعر محدد يدفع عاجلاً، وإقرار من الطرف الثاني بقبض الثمن والتزامه بتسليم

السلعة أو قيمتها بحسب سعر البيع للنفط لاحقاً تسليم ثلاثة أشهر بربح معلوم، وذلك لأن أسعار النفط تسليم ثلاثة أشهر مثلاً هو سعر معروف مسبقاً ويمكن تبعاً لذلك التعاقد عليه.

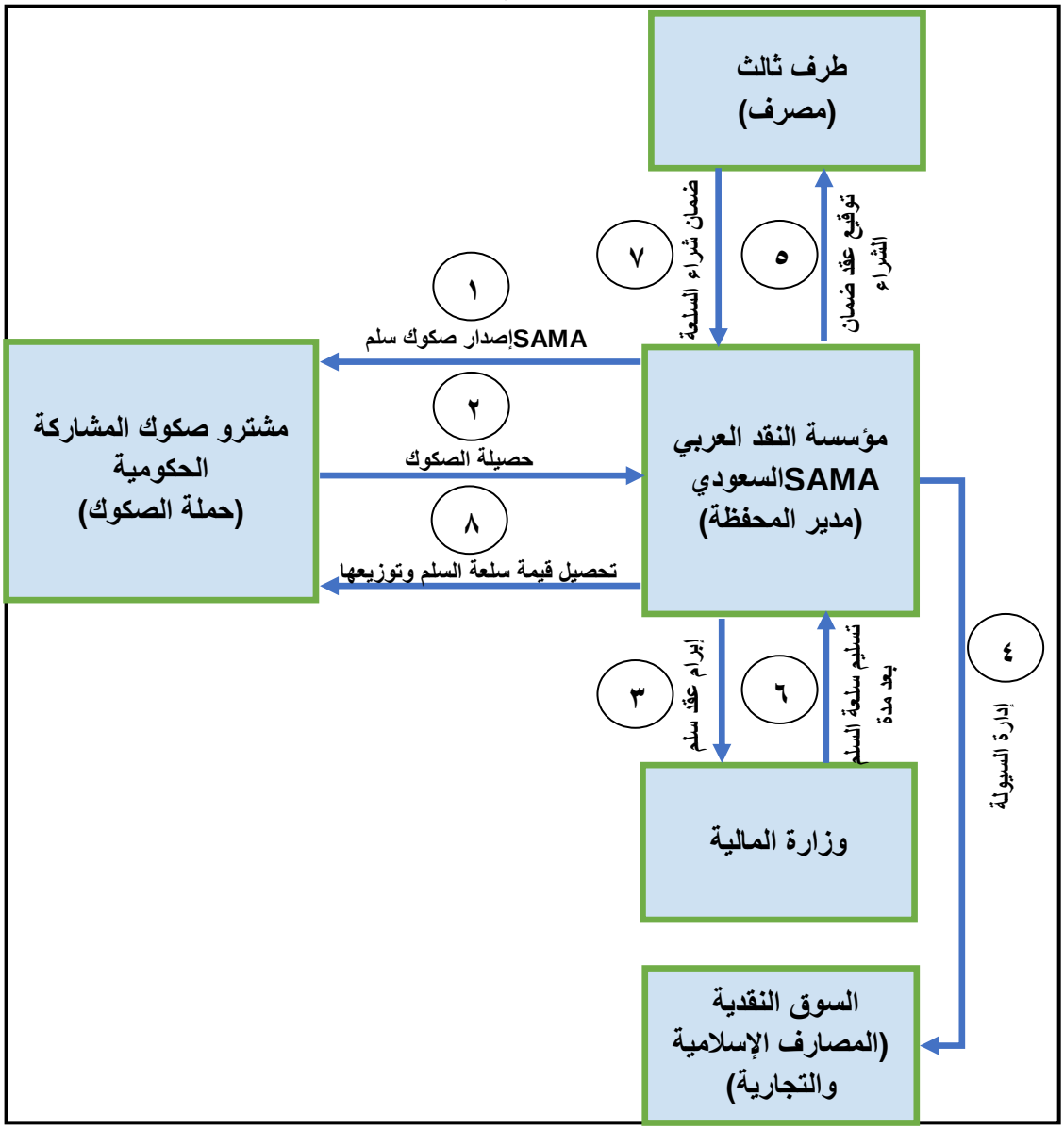
- يتم تحديد أحد المصارف كطرف ثالث ليوقع مع مؤسسة النقد العربي السعودي (مدير المحفظة) على الوعد الملزم بالشراء بالقيمة المحددة وفقاً للأسعار الدولية للسلعة تسليم ثلاثة أشهر كجهة ضامنة لشراء السلعة في حالة عدم تمكن الجهة المسوقة للحكومة من شراء تلك السلعة بذلك السعر.
- عند انتهاء أجل السلم، تقوم مؤسسة النقد العربي السعودي بتحصيل قيمة السلعة موضوع السلم وتوزيعها على المستثمرين في هذه السلعة.

٣-٤- آلية سير صكوك سلم SAMA قصيرة الأجل

بحسب ما سبق من تحليل، تمر عملية إصدار صكوك سلم SAMA المقترحة عبر خطوات ومراحل عديدة نوضحها في الشكل الآتي:

الشكل (٣):

آلية إصدار صكوك سلم SAMA



Source: Prepared by the researcher

النتائج والاقتراحات:

توصل البحث إلى العديد من الاستنتاجات التي تُجيب على فرضية البحث، أهمها ما يأتي:

١. تهدف الهندسة المالية الإسلامية إلى توفير منتجات مالية إسلامية ذات جودة عالية تعد بديلاً شرعياً للمنتجات المالية التقليدية، تمتاز بالمصداقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية.

٢. يمكن استخدام الصكوك الإسلامية الحكومية بسهولة ومرونة ونجاح وفعالية في عمليات السوق المفتوحة كبديل عن الأذونات والسندات الحكومية، وتزيد في توطيد العلاقة بين المصرف المركزي والمصارف الإسلامية.

٣. تستخدم مؤسسة النقد العربي السعودي (SAMA) أنواعاً عدة من الأدوات التقليدية المباشرة وغير المباشرة في إدارة وتنفيذ السياسة النقدية للمملكة بهدف تحقيق استقرار سعر صرف العملة الوطنية، والحفاظ على سلامة واستقرار النظام النقدي والمالي لدعم النمو الاقتصادي.

٤. تسارع نمو المالية الإسلامية في المملكة العربية السعودية في إصدارات الصكوك الإسلامية وفي نسبة امتلاك أصول الصيرفة الإسلامية تجعل من غير الممكن الاستمرار في استخدام الأدوات التقليدية لإدارة السيولة في الاقتصاد.

٥. يمكن لمؤسسة النقد العربي السعودي استحداث صكوك المشاركة الحكومية واستخدامها في التحكم في إدارة السيولة، فإذا رأت أن النشاط الاقتصادي في حاجة إلى سيولة عرضت شراء هذه الصكوك من مالكيها، وإذا شعرت بزيادة في السيولة عرضت ما عندها من صكوك للبيع بالقدر الذي يمتص السيولة الزائدة.

٦. تستطيع مؤسسة النقد العربي السعودي استحداث صكوك الإجارة الحكومية واستخدامها في إدارة السيولة، حيث تشتري هذه الصكوك من السوق النقدية عندما ترغب في زيادة العرض النقدي ويبيعها عندما ترغب في تقليص كمية النقود، الأمر الذي ينشأ عنه تأثير على كمية النقود وتغيرات في الربحية المتوقعة للاستثمار.

٧. يمكن لمؤسسة النقد العربي السعودي، إذا ما قامت بإصدار صكوك السلم الحكومية قصيرة الأجل، أن تحقق تطوير منتجات مالية ذات جودة عالية للسوق البينية للمصارف الإسلامية والشركات والمؤسسات المالية لاستخدامها في معالجة فوائض السيولة النقدية قصيرة الأجل، واستخدام هذه الصكوك بوصفها أداة مهمة لإنجاح فكرة إنشاء سوق مالية ونقدية عالمية إسلامية، وإعطاء دور أكبر للمؤسسات المالية الإسلامية لتوفير التمويل اللازم للاحتياجات الحكومية قصيرة الأجل.

وبناء على ما تم التوصل إليه من نتائج، نقترح ما يأتي:

١. إسراع مؤسسة النقد العربي السعودي في إصدار تعليمات وتشريعات جديدة تدعم وتشجع إصدار الصكوك الإسلامية الحكومية (صكوك المشاركة الحكومية، صكوك الإجارة الحكومية، صكوك السلم

الحكومية)، واستخدامها لإدارة السيولة في المملكة العربية السعودية بوصفها إحدى أدوات السياسات النقدية الإسلامية.

٢. التخلي التدريجي عن أدوات السياسة النقدية التقليدية لمحدوديتها في التحكم في السيولة ولآثارها السلبية الناجمة من سعر الفائدة المتضمن فيها.

٣. توعية المصارف والمؤسسات المالية في المملكة العربية السعودية بأهمية مشاركة مؤسسة النقد العربية السعودية والتعاون معها في إنجاح دور الصكوك المستحدثة في إدارة السيولة البينية وتحقيق التوازن والاستقرار في المؤشرات النقدية والاقتصادية.

٤. ضرورة قيام هيئة الرقابة الشرعية لمؤسسة النقد العربي السعودي بمراجعة الإجراءات المتبعة لإصدارات الصكوك الإسلامية الحكومية والتأكد من شرعية هذه الإجراءات مع وجود الفتوى اللازمة.

References:

1- The Holy Quran

2- The Prophetic Sunnah

3- Books:

Al-Bassman, M. M. (2011). ***Islamic Ijarah Sukuk (a legal study compared to Islamic law)*** (1st.ed). Jordan, Amman: Dar Al-Nafaes for Publishing and Distribution.

Al-Turkmani, A. K. (1409). ***Monetary and Banking Policy in Islam***. Jordan, Amman: Al-Risalah Institution.

Badran, A.J.(2017). ***The book of conditions and sciences of sukuk by Imam Abu Nasr Ahmed ben Mohammed al-Samarqandi -with a study on Islamic instruments between theory and practice*** - (2nd.ed). Egypt, Cairo: University publishing house.

Ben Daas, J. (2007). ***Monetary policy in the Islamic and positivist systems*** (1st.ed). Algeria, Algiers: Al-Khaldounia House.

Berradia, H, & Jaafar H. M.(2015). ***The role of Islamic securitization in managing liquidity in Islamic banks***. Jordan, Amman: Dar Al-Yazuri for Publishing and Distribution.

Broquet, Geneiève Causse (2012). ***La finance islamique*** (2e édition). Point Delta, Beyrouth, Liban**.**

Hasan Awad, Z. (2007). ***Banks and money economics***. Egypt, Alexandria: The New University House.

Jaber, A. (1999). ***Central banks and their role in supervising Islamic banks***. Egypt, Cairo University: Saleh Kamel Center Press.

Jawad, M. (2012). ***Islamic banks in light of regulatory developments for financing products in Morocco*** (1st.ed). Morocco, Mohammedia: El-Mottaki Printer.

Kafi, M. Y. (2014). ***Stock exchange analysis and management***. Syria, Damascus: The Raslan Foundation House.

Kahf, Monzer (2002). ***Economics of Zakah***. Islamic Development Bank (2nd Edition). JEDDAH, KSA.

Matar, M, & Tim F. (2005). ***Management of Investment Portfolios*** (1st.ed). Jordan, Amman: Wael Publishing House.

Salehi, S. (2001). ***Monetary and financial policy within the framework of the participation system***. Egypt, Cairo: Dar Al-Wafa for Publishing and Distribution.

Shehata, H. H. (without a year of publication). ***Jurisprudence rulings and accounting principles for zakat on stocks, bonds, and public treasury bills***. Egypt, Cairo: Faculty of Commerce in Al-Azhar University.

Supreme Authority for Sharia Supervision of Banks and Financial Institutions (1997). ***Fatwa Book*** (part 2). Sudan, Khartoum.

4- *Journal*s and Reports:

Al-Hasan M. A, et al. (2004). Evaluation of monetary and financing policy tools in Sudan during the period (1980-2002). ***Studies and Research Series***, Issue N°. (4), Central Bank of Sudan, Khartoum, Sudan.

Al-Suwailem, S. (2004). The Financial Engineering Industry: Views of the Islamic Method. ***Al-Rajhi Banking & Investment Corporation***, Kuwait.

Darboush, M. A, et al. (2018). Islamic financing sukuk as a mechanism to activate open market operations -the experience of the Central Bank of Sudan as a model. ***Journal of Finance and Markets***, 4(8), Mostaganem University, Mostaganem, Algeria.

Fatwa and Sharia Supervisory Board (2013). Draft of Dubai Financial Market Standard for the issuance, acquisition and trading of Sukuk. ***Dubai Financial Market***, Dubai, United Arab Emirates.

Hassan, M. S. (2004). Managing monetary policy under the Islamic banking system. ***Studies and Research Series***, Issue N°. (2), Central Bank of Sudan, Khartoum, Sudan.

Saudi Arabian Monetary Agency (SAMA) (2019). Annual report. ***SAMA Publications***, Issue 55, Riyadh, Kingdom of Saudi Arabia.

Sharif, A. A., et al. (2003). The possibility of developing cash and financial tools to manage liquidity. ***Studies and Research Series***, Issue N°. (10), Central Bank of Sudan, Khartoum, Sudan.

Sudan Financial Services Company Ltd. (2015). Evaluating the performance of governmental sukuk in Sudan and its impact on the national economy for the period 1998-2012. ***Company Publications***, Khartoum. Sudan.

5- Conferences and Seminars:

Al-Hunaiti, H. M. H. (2010). The role of Islamic financial engineering in addressing financial crises. ***Proceedings of the international scientific conference on the contemporary global financial and economic crisis from an Islamic***

economic perspective. The World Islamic Sciences University, Amman, Jordan.

Radman, M. O. (2009, June). Islamic sukuk and liquidity management. ***Proceedings of the Fourth Conference of Islamic Banks and Financial Institutions***. Damascus, Syria.

6- Web sites:

Salem, A. M. The Book of Zakat - Introduction to the Book of Zakat (4). Read lecture at the following link:
http://audio.islamweb.net/audio/index.php?page=FullContent&audioid=134633 seen on: 23/08/2019.

Institute of Banking Studies. Murabaha. An awareness leaflet issued by the Institute, Issue 3, February - March 2010, Kuwait at the following link:
http://www.kibs.edu.kw/upload/Morabaha_363.pdf seen on: 23/08/2019.

Dahman, A. F., & Abdellaziz, S.. Monetary Policy Tools between the Islamic Economic System and the Traditional Economic System: What Compatibility?. An intervention published at the following link:
http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2011/03.pdf seen on: 23/08/2019.

Shahama Company (Sudan Financial Services Company Ltd.). Financial Products (Sudan Company Islamic Financial Products). on the following website:
http://www.shahama-sd.com/ar/content/lsyg-lslmy seen on: 24/11/2019.

Central Bank of Bahrain. Governmental securities. On the bank's website:
https://www.cbb.gov.bh/ar/government-securities/ seen on: 25/11/2019.

Al-Mutlaq, A. B. M. Sukuk. An article published on 02/09/1436H on the following website:
http://almoslim.net/node/221059 seen on: 30/11/2019.

" تم دعم هذا المشروع من قبل جامعة الجوف تحت مشروع بحثي رقم (٤٠/١٧٨) "