

إمكانية استخدام الصكوك الإسلامية في تمويل مشروعات التنمية في ليبيا

(حالة دراسية مقترحة لتمويل مشروع مصنع أعلاف الصويا بشركة المنطقة الحرة باستخدام صكوك الإجارة الإسلامية)

عيسى يوسف بازينة • ومنى محمد الشيباني

ملخص

هدفت الدراسة إلى تقديم مقترح حول إمكانية استخدام مُنتجات الهندسة المالية الإسلامية في تمويل مشروعات التنمية الاقتصادية، وذلك من خلال محاولتها تطوير منتج لصكوك الإجارة الإسلامية، يمكن استخدامه في تمويل مشروع مصنع أعلاف الصويا بشركة المنطقة الحرة بمدينة مصراتة، مع إعداد تصور مبدئي لنشرة الاكتتاب تبين هيكلية الإصدار، وتصف أطراف ومراحل عملية التصكيك، وتوضح إجراءات الاكتتاب والتداول الخاصة بالصكوك.

استخدمت الدراسة منهج دراسة الحالة (Case Study)، بخاصيتي الاستنباط والاستقراء (Deduction & Induction)، وتوصلت إلى إمكانية استخدام صكوك الإجارة الإسلامية في تمويل مشروع مصنع الأعلاف التابع لشركة المنطقة الحرة، بحيث يتم من خلال عملية الإطفاء التدريجي انتقال ملكية الأصول المؤجرة من حملة الصكوك (المستثمرين) إلى الشركة المنشئة (شركة المنطقة الحرة)، وعليه فقد أوصت الدراسة شركة المنطقة الحرة بتطبيق منتج صكوك الإجارة الإسلامية- المقترح في هذه الدراسة- لتمويل مشروع مصنع الصويا، كما أوصت الدراسة بضرورة قيام الجهات المختصة بإصدار المزيد من الضوابط والإرشادات التي تساعد على إنجاح عمليات الصكوك الإسلامية بليبيا، وإعداد كوادرات شرعية مؤهلة للإشراف على عمليات إصدار الصكوك وتداولها.

الكلمات الدالة: الهندسة المالية، الصكوك الإسلامية، صكوك الإجارة، نشرة الإصدار، هيكلية إصدار الصكوك، القانون رقم (4) لسنة 2016 بشأن الصكوك.

1- مقدمة

لقد شهدت الصناعة المالية الإسلامية في صياغتها المعاصرة تحولات جوهرية عكست فاعليتها وقدرتها على الاستجابة للتحديات المختلفة؛ واستطاعت خلال مسيرتها القصيرة أن تخلق مؤسسات مالية إسلامية قادرة على منافسة مؤسسات السوق المالي التقليدي، وقد كان ملفتاً للانتباه التوسع القياسي لعدد المؤسسات المالية الإسلامية في الكثير من الدول الإسلامية وغير الإسلامية، حيث شهدت نمواً مطرداً في أصولها ومعدلات أرباحها، خاصة بعد ظهور الهندسة المالية الإسلامية التي قدمت أدوات ومنتجات استثمارية وتمويلية خاضعة لضوابط الشريعة الإسلامية، تستطيع أن تلبي رغبات وتطلعات المستثمرين والتمويلين (عبدالحق، ويني عامر، 2014).

ونظراً للطلب المتزايد خلال العقد الماضي على أدوات ومنتجات التمويل الإسلامي من قبل المؤسسات الدولية

والحكومات ومنظمات الأعمال، الأمر الذي سيقى بعبء المتطلبات التي تتولى الهندسة المالية الإسلامية تلبيتها من خلال ابتكارها للعديد من المنتجات التي تتسجم مع آليات وأدوات السوق المالي، وتتضبط مع الأحكام الشرعية في كل جوانبها، وتتسق مع القوانين واللوائح، وتتكيف مع النظام الاقتصادي السائد، مما يضيف لها ميزة المنافسة على أن تكون بديلاً جيداً للأدوات التقليدية المتداولة في السوق من حيث الأمان والربحية للمستثمرين والتمويلين على حدٍ سواء (فضل، 2012).

وبهذا استثمرت الهندسة المالية الإسلامية هذا الإقبال بأن طورت أدوات ساهمت في دعم حصتها السوقية، وانتقلت من الاكتفاء بهندسة المنتجات المالية القائمة على عقود المدائيات إلى منتجات قائمة على المشاركة في رأس المال، وتوالت بعدها الابتكارات والتحديثات في هذه الصيغ إلى أن طورت أدوات مبتكرة تجمع بين خصائص الملكية والدين، وتتماشى مع الضوابط الشرعية في جميع مراحلها، بإجراءات إدارية تشبه تلك التي تنتهجها الأوراق

وهذا ما دفع بالكثير من الدول النامية إلى الاتجاه نحو أدوات التمويل الإسلامي وإمكانية الاستفادة منها في تمويل التنمية، خاصة بعد التنافس العالمي الذي صورته الصكوك الإسلامية مؤخراً، مع انخفاض أداء الأدوات المالية التقليدية بعد الأزمة المالية العالمية عام 2008، وما صاحبه من ارتفاع في مؤشرات التوظيف لأدوات ومنتجات الهندسة المالية الإسلامية نحو رؤوس الأموال في القطاعات المختلفة (الحيطي، 2013).

والجدير بليبيا - كدولة نامية - أن تسعى للرقى الاقتصادي في ظل الصناعة المالية الإسلامية ببنني إصدار صكوك إسلامية - خاصة بعد صدور القانون رقم 4 لسنة 2016 بشأن الصكوك - بهيكلية تتماشى مع طبيعة المشروعات التنموية، وتتسم مع ظروف البيئة الليبية، وتتسق بإصدارها مع أدوات التمويل في السوق المالي الليبي، وذلك بما تحدثه من إضافة كمية ونوعية جديدة من الأوراق المالية مما يؤدي إلى رسملة سوق الأوراق المالية وزيادة عدد المتعاملين فيها، واستغلال الفوائض المالية للمستثمرين، وفي ضوء ما سبق يمكن توضيح مشكلة الدراسة من خلال السؤال التالي:

هل يمكن استخدام الصكوك الإسلامية في تمويل مشروعات التنمية في ليبيا؟

ويقرع من هذا السؤال الرئيسي الأسئلة الفرعية التالية:

1. هل يمكن أن تخدم الصكوك الإسلامية الدور التموي للاقتصاد الليبي؟
2. هل يمكن تصميم وتطوير هياكل الصكوك الإسلامية بما يتلاءم والاحتياجات التنموية للمشاريع الصناعية في ليبيا؟
3. هل يمكن الاستفادة من القانون رقم (4) لسنة 2016 بشأن الصكوك الإسلامية في إعداد تصوّر مبدئي لنشرة الإصدار الخاصة بالصكوك وطرحها للاكتتاب والتداول بسوق الأوراق المالية الليبي؟

3- أهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة إلى تقديم مقترح تمويلي حول إمكانية استخدام الصكوك الإسلامية في تمويل مشروعات التنمية في ليبيا، وفي محاولتها تقديم منتج مالي إسلامي ينسجم ويتسق مع الأحكام

المالية التقليدية، اصطلح على تسميتها بالصكوك الإسلامية، ليس ذلك فحسب، بل استطاعت أن تتفوق عن سابقتها بالمرونة وقدرتها على تعبئة المدخرات العاطلة وتوظيفها للقيام بدورها التنموي (الجورية، 2009).

وقد حظيت الصكوك الإسلامية باهتمام كبير من قبل المهنيين والأكاديميين على حدٍ سواء من خلال الدراسات والأبحاث التي تناولت جانبها الاقتصادي والشرعي، ومن بين الدراسات المهمة في هذا المجال دراسة عبد الحق وبنني عامر (2014) التي أشارت إلى الدور الفعال للصكوك في النمو الاقتصادي باستخدام صيغ المشاركة المتناقصة والصكوك الذهبية، في تمويل مشروعات البنية التحتية، ودراسة قنطجني (2010) التي توصلت إلى أن الصكوك الإسلامية تتمتع بمرونة عالية تمكن استخدامها في جميع الجوانب الاقتصادية، بالإضافة إلى وجود مساحة لتمويل مشروعات التنمية الاقتصادية والاجتماعية ومكافحة الفقر من خلال الاستفادة من عمليات التصكيك الإسلامي، وغيرها من الدراسات التي تشير إلى أهمية وجدارة الصكوك الإسلامية في تمويل مشروعات التنمية.

2- مشكلة الدراسة:

تمثل مشروعات التنمية أهمية بالغة بالنسبة لاقتصاديات الدول فهي توفر فرص استثمارية جيدة لرؤوس الأموال، وتعمل على تخفيض نسبة البطالة وتنشيط الدورة الاقتصادية، لذا وجب التركيز عليها والاهتمام بتطويرها وتحسينها - وخاصة في الدول النامية - بما يجعلها تساهم في دفع عجلة التنمية.

إن من أهم قضايا تطوير مشروعات التنمية في الدول النامية هو كيفية الحصول على التمويل اللازم. ويفرض سوق البنوك قيوداً اعتبارية، وتكاليف غير تنافسية على حجم التمويل والمبالغ التي يمكن تمويلها لمشروعات التنمية، لا سيما في ظل بيئة تمويلية احتكارية يتسبب فيها النموذج المستند على البنوك سوق التمويل، مع غياب شبه كامل لدور الأسواق المالية في تمويل التنمية، بالإضافة إلى العديد من المشاكل الأخرى كنفص السيولة ومحدودية التمويل البنكي، وغيرها من المعوقات التي يعاني منها السوق المصرفية التقليدية في توفير التمويل اللازم لمشروعات التنمية.

الاقتمادية في ليبيا، ومن جانب آخر فإن النموذج المقترح في هذه الدراسة من المتوقع أن يقدم منهجاً تطبيقياً لكل المهتمين بمجال الابتكار والتطوير لأدوات التمويل الإسلامي وإمكانية توظيفها في دعم التنمية الاقتصادية.

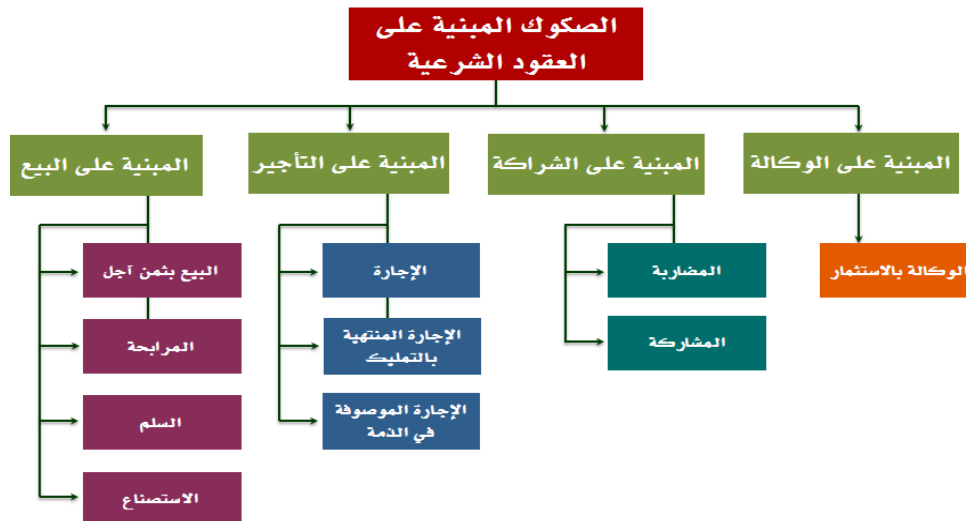
5- هياكل الصكوك:

تعتمد التصنيفات الأكثر شيوعاً للصكوك الإسلامية على العقود الشرعية، وتشمل هذه العقود؛ البيع بثمن أجل، والمرابحة، والسلم، والاستصناع، والإجارة، والمضاربة، والوكالة، مع الأخذ بعين الاعتبار أن هذه العقود ليست خاصة بسوق الصكوك، بل يمكن استخدامها في مجالات الصيرفة الإسلامية، وإدارة الأصول، والسوق النقدي. ومن وجهة نظر الشريعة، فلا يوجد ما يمنع من استخدام جميع العقود الشرعية في هيكلة الصكوك دون تفضيل عقد على آخر، لذلك فإن اختيار نوع العقد الشرعي من قبل المصدر في هيكلة صفقة الصكوك يعتمد على عوامل أخرى إلى جانب متطلبات الشريعة، ومن بين هذه العوامل؛ الأهداف الاقتصادية للمصدر، وتوافر الأصول، ومستوى الدين لدى الشركة المُشئنة، والتصنيف الائتماني للمصدر، والإطار القانوني للسلطة القضائية، والآثار الضريبية للهيكل (ISRA, 2011).

الشرعية، ويتلاءم مع طبيعة الوساطة المالية وحاجيتها، وسيتم ذلك من خلال وضع هيكلية مناسبة لإصدار صكوك إسلامية قابلة للتداول بهدف توفير الموارد المالية اللازمة لتمويل أحد المشروعات الجديدة التابعة لشركة المنطقة الحرة بمدينة مصراتة، حيث أشارت نتائج العديد من الدراسات- منها دراسة عبد الحق، ويني عامر (2014) - بأن استخدام الصكوك كأداة تمويل من شأنه أن يضع العلاج المناسب لقصور التمويل الحكومي، وبالتالي تحقيق التنمية الاقتصادية المنشودة، والمساعدة في تطوير السوق المالية الإسلامية.

4- أهمية الدراسة:

تتبع أهمية الدراسة من كونها تتناول موضوعاً في غاية الأهمية، حيث يعد سوق الصكوك من أبرز التطورات الحديثة في النظام المالي الإسلامي، وبالتالي فأهمية هذه الدراسة تتبع أساساً من أهمية الصكوك الإسلامية، وفلسفة التعامل بها، باعتبارها أداة جديدة برهنت عن جدارتها وقدرتها- ضمن التجارب السابقة- في تمويل المشروعات الاقتصادية في عدد من الدول الإسلامية وغير الإسلامية، كما تتبع أهمية هذه الدراسة من كونها الأولى (بحسب علم الباحثين) التي تقوم على تقديم مقترح تمويلي حول إمكانية استخدام الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات



شكل (1) تصنيف الصكوك حسب العقود الشرعية المبنية عليها. (المصدر: Securities Commission Malaysia, 2009)

وعليه يمكن القول أن المستثمرين في الصكوك المدعومة بالأصول يتمتعون بنوع من الضمان أو الامتياز في الاستحواذ على الأصول، وبالتالي فهم في وضع أفضل من وضع الدائنين من غير ضامن، وفي مثل حالات تعثر المصدر، أو إفلاسه يحق لحاملي الصكوك استرداد أموالهم من خلال السيطرة على الأصول والحصول على قيمة التصفية، ويتطلب تمتع حاملي الصكوك بهذه الحقوق أن تتضمن عناصر التوريق بيعاً حقيقياً للأصل، وفصله عن خطر إفلاس المصدر، مع توفر الإجراءات القانونية التي تضمن هذه الحقوق.

أما فيما يخص الصكوك المبنية على الأصول فيكون الأصل حاضراً لغرض الالتزام بالشرعية فقط، وليس بهدف أن يكون مصدراً لمدفوعات الربح ورأس المال، ولهذا عادة ما يركز تقييم مخاطر انتمان هذه الأصول على الجهة التي تلتزم بإطفاء الصكوك، وتتمثل غالباً بالشركة المصدرة، وفي بعض الحالات قد تكون المنشئ، أو الضامن، أو المستأجر من خلال التعهد بالشراء، وفي هذه الحالة يكون تحليل الأصل أمراً ثانوياً، وتكون الجدارة الائتمانية للمصدر هي العامل المؤثر في الحكم على الجودة الائتمانية للصكوك وتصنيفها (ISRA, 2011).

وتتم عملية هيكلية الصكوك المبنية على الأصول بتعهد المنشئ بشراء الأصول من المصدر عند استحقاقها، أو عند وقوع حدث محدد مسبقاً بسعر يساوي المبلغ الأصلي لحجم التمويل، وفي ظل هذا التعهد (بإعادة الشراء) تكون القيمة السوقية الحقيقية للأصل (محفظة الأصول) غير مؤثرة في قيمة الصكوك، باعتبار أن مبلغ إعادة الشراء معلوم مسبقاً، ويساوي مبلغ التمويل الأصلي، وفي مثل هذه الحالة لا يتمتع حملة الصكوك بأي حقوق خاصة على الأصول محل التوريق، ويعتمد المستثمرون كلياً على الجدارة الائتمانية للمنشئ، وقدرته على السداد الممولة من مصادره الداخلية، أو عن طريق إعادة التمويل، وفي حالة عدم قدرة المنشئ بالالتزام بإعادة الشراء فإن حاملي الصكوك سيصبحون في وضع أكثر سوء مقارنة ببقية الدائنين (في وضع يشبه حالة الدائنين من غير ضامن)، وهو ما يؤكد أهمية مساواة التعهد بالشراء بالالتزامات الأخرى غير المضمونة للمنشئ (Mseddi and Naifar, 2013).

كما يمكن تصنيف الصكوك الإسلامية بحسب نوع المصدر (شركات، حكومات)، أو بحسب قابليتها للتبديل أو التحويل (تحويل الصكوك إلى أسهم عند الاستحقاق، أو عند وقوع أحداث أخرى مؤثرة)، والصكوك المترابطة (يتم ربط أداتين معاً لا يمكن تداول واحدة منها بشكل منفصل)، والصكوك التابعة، وصكوك تمويل المشروعات. وفي مثل هذه التصنيفات فإنه يمكن استخدام عدة عقود شرعية تحت أي نوع من هذه الصكوك.

وبالإضافة إلى هذه التصنيفات فإن الصكوك بهيكلها المختلفة تصنف عموماً على أنها أدوات مدعومة؛ أو مبنية على الأصول بصفتها قائمة على استخدام الأصول بدلاً من القروض في هيكله صفقة التوريق، ولكن يظل هناك فرق بين الصكوك المبنية على الأصول، والصكوك المدعومة بالأصول، وقد حظي هذا التفرقة باهتمام متزايد في الآونة الأخيرة، خصوصاً بعد حالات التعثر التي لاحظها سوق الصكوك (ISRA, 2011).

وتتميز الصكوك المدعومة بالأصول بعدم أحقية حاملها الرجوع إلى المنشئ، وفي هذه الحالة تعتبر أصول الصكوك هي المصدر الوحيد لمدفوعات الربح ورأس المال، ويتم تحديد مخاطر الانتمان لهذا النوع من الصكوك من خلال تقدير الجودة الائتمانية للأصول محل التصكيك فقط، والتي عادة ما تعتمد على مقدار التدفقات النقدية للأصل، وفي بعض الحالات قيمته المتوقعة عند الاستحقاق، وفي كل الأحوال لا يستطيع حملة الصكوك وفق هذه الهيكلية، وصياغتها القانونية من الرجوع إلى صاحب الأصل (المنشئ)، ولكن وفي الوقت نفسه فإن حملة الصكوك سيتجنبون بعض المخاطر المالية، ومن بينها ما يتعلق بالمخاطر التي ترتبط مباشرة بالمنشئ، وفي هذه الحالة يجب أن تشمل هيكلية الصكوك المدعومة بالأصول على عناصر التوريق الأساسية التي تنص على فصل الخطر الائتماني للصكوك بشكل فعال عن خطر الشركة المنشئة، وأن يقتصر خطر الصكوك فقط على الخطر الائتماني المرتبط بأداء الأصول (Mseddi and Naifar, 2013).

6- الدراسات السابقة والتجارب العملية لإصدار الصكوك:

6-1 الدراسات السابقة:

تتعدد الدراسات المتعلقة بموضوع الصكوك الإسلامية وإن كان معظمها قد اهتم بدراسة جانب التأصيل الشرعي للصكوك دون التطرق إلى آلية توظيفها نحو تحقيق التنمية الاقتصادية المنشودة، وبالرغم من ذلك؛ ولغرض تقديم عرض يضم الأدبيات المتعلقة بالموضوع، وبشكل لا يفوقنا إلى الخوض في التفاصيل الشرعية، فإن الدراسة ستقتصر على استعراض الدراسات التالية:

دراسة الجورية (2009) التي تناولت بيان أهمية الضوابط الشرعية في تفعيل عمليات الصكوك الإسلامية، ورصد تأثير إصدارات الصكوك على التنمية الاقتصادية. اتبعت الدراسة منهجية ممزوجة بين الوصف والاستقراء، وخلصت إلى أن صكوك الاستثمار تمثل أدوات مالية مهيكلة بما يتوافق وأحكام الشريعة الإسلامية، وتعتبر بديلاً شرعياً عن الأدوات المالية التقليدية، كما أشارت الدراسة من خلال استقراءها لبعض التجارب العملية لإصدارات الصكوك بأنها أدوات تتميز بمرونة كافية لاستخدامها في تمويل مشروعات البنية التحتية، ومشروعات التنمية، وأوصت الدراسة بزيادة الاهتمام بتطوير آليات التصكيك الإسلامي لاستقطاب الفوائض النقدية من شريحة واسعة من المستثمرين وتوظيفها نحو التنمية الاقتصادية.

وهدفت دراسة أبو بكر (2009) إلى اختبار أثر الأزمة المالية العالمية التي حدثت في عام 2008 على تداول الصكوك الإسلامية في الأسواق المالية العالمية، وتقدير حجم المخاطر المتعلقة بها.

أشارت النتائج إلى أن الصكوك الإسلامية كانت أقل تأثراً بالأزمة المالية العالمية، الأمر الذي ترتب عليه زيادة إقبال المؤسسات المالية التقليدية، والمستثمرون العرب على حد سواء نحو التعامل بالأدوات المالية الإسلامية وذلك من أجل تحقيق العوائد المطلوبة، وتجنباً للخسائر الفادحة التي تعرضت لها الأدوات المالية التقليدية خلال الأزمة المالية، كما أشارت إلى أن معظم إصدارات الصكوك الإسلامية قد تركزت في

ماليزيا ودول مجلس التعاون الخليجي، وأوصت الدراسة بضرورة مراجعة هيكل الصكوك الإسلامية وتطويرها بما يجعلها أكثر صلابة في مواجهة المخاطر وتحجيمها.

أما دراسة دوابه (2010) فقد هدفت لوضع آليات لمعالجة مخاطر الصكوك الإسلامية اعتماداً على أدوات الهندسة المالية الإسلامية، واستخدمت الدراسة منهج الاستقراء والاستنباط، وأشارت نتائجها إلى أن أدوات التحوط التي تعتمد على المشتقات المالية هي نوع من المقامرة المحرمة شرعاً، مع تأكيدها على ضرورة الاستفادة من تجارب الآخرين لابتكار أدوات مالية تدبير المخاطر، وتجمع بين المصادقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية.

وهدفت دراسة الفضل (2012) إلى التعرف على أهم المحددات والمعوقات التي تحول دون التوسع في إصدار الصكوك الإسلامية. اتبعت الدراسة المنهج الوصفي التحليلي، وتوصلت إلى وجود عدد من المحددات والعوامل المؤثرة في إصدار الصكوك؛ أهمها: درجة الوعي لدى المستثمرين، والتشريعات والقوانين، والضمانات، والعائد المرتفع على الصكوك.

أما دراسة العاني (2013) فقد هدفت إلى اختبار تأثير سياسات البنوك المركزية بزيادة المعروض النقدي على معدل نمو الصكوك الإسلامية، وأشارت الدراسة إلى أن الصكوك كغيرها من أدوات الدين تتوقف جاذبية الاستثمار والتمويل بها فقط على معدلات العوائد المتوقعة من جهة، ومقدار تكلفة التمويل من جهة أخرى، وأن أسواق الصكوك الإسلامية لم تعكس إلى حد الآن تطوراً قوياً في أسواق التداول (الأسواق الثانوية)، وأوصت الدراسة بضرورة تطوير البيئة التشريعية للصكوك، وزيادة الاهتمام بتطوير آليات إدراجها في أسواق رأس المال.

في حين تناولت دراسة رفيق (2013) الصكوك الإسلامية كأدوات تمويلية واستثمارية يمكن استخدامها في حشد المدخرات وتوفير التمويل اللازم للمشروعات التنموية. استعرضت الدراسة العديد من التجارب الدولية لإصدارات الصكوك، وأشارت إلى أن تنوع وتعدد هيكل إصدار الصكوك الإسلامية من شأنه أن

البنوك الإسلامية لأساليب التمويل القائمة على الربح والخسارة (صفقات الصكوك القائمة على المشاركات)، والاستفادة منها في تمويل الأصول، وتطوير مصادر الدخل بشكل ينعكس إيجاباً على الأرباح.

6-2 التجارب العملية لإصدار الصكوك الإسلامية:

في إطار عمليات التصكيك الإسلامي زاد حجم الطلب على الصكوك الإسلامية بمعدلات تتجاوز (45%) سنوياً، وحققت تجربة إصدارها قبولاً معتبراً من المستثمرين بسبب عوائدها المرتفعة نسبياً مقارنة بغيرها من الأدوات المالية الأخرى، كما أن هذا الإقبال لم يكن مقتصرًا على دول العالم الإسلامي فحسب، بل تعد إلى دول أوروبا والولايات المتحدة الأمريكية، خاصة بعد النمو الملحوظ في إصدارات الصكوك الإسلامية لدول الخليج (فرحي، ومشراوي، 2011).

وقد شكلت الضوابط الشرعية، والمحاسبية التي تحكم وتنظم إصدارات الصكوك الإسلامية خاصة تلك المتمثلة في المعايير الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI) البحرين إطاراً مقنناً، ومنهجاً عملياً للصكوك، ساهم في نشر ثقافة التصكيك بين دول العالم، مع قيام بعض الدول بتطوير منتجات في إطار عمليات التوريق الإسلامي، وفي هذا الجانب بادرت العديد من الدول إلى إصدار صكوك متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، وأسست مؤشرات مالية لقياس أدائها ومنها مؤشر داوجونز سيتي غروب (Dow Jones Citigroup)، ومؤشر تومسون رويترز (Thomson Reuters) لقياس أداء الصكوك الإسلامية (فرحي، ومشراوي، 2011).

كما بلغ حجم إصدارات الصكوك عالمياً بنهاية أكتوبر من عام 2016 إلى (839) مليار دولار أمريكي، ويعتبر نجاح النموذج المالي أكبر داعم لحركة الصكوك الإسلامية ويمثل حوالي (71.38%) من إجمالي حجم إصدارات الصكوك الإسلامية العالمية في نهاية 2015، (IIFM, 2016)، وبالرغم من التطلعات الإيجابية للصكوك الإسلامية إلا أن هناك العديد من التحديات التي لازلت تشكل عائقاً يواجه سوق الصكوك، ومن

يوفر حلولاً مبتكرة ومتنوعة للحكومات، والشركات الريادية الراغبة في الاستفادة من تقنيات التصكيك الإسلامي.

ومن الدراسات المهمة في هذا المجال دراسة عبد الحق، وبني عامر (2014) التي أشارت إلى الدور الفعال للصكوك الإسلامية في النمو الاقتصادي والتنمية، من خلال مساهمتها في اقتراح صيغة المشاركة المتناقصة (المنتهية بالتمليك) كهيكلية فعالة يمكن تطبيقها في مشروع مطار 8/ ماي/ 1945 بدولة الجزائر، وطرح صيغة مبتكرة للصكوك الإسلامية تحت مسمى (الصكوك الذهبية).

استخدمت الدراسة منهجية التحليل الوصفي، وأشارت إلى أن تطبيق الصكوك الذهبية في تمويل مشروع المطار من شأنه أن يوفر التمويلات اللازمة، ويعالج مشكلة القصور في التمويل الحكومي بما يحقق أهداف التنمية الاقتصادية المنشودة. كما تناول أيضاً في دراسة أخرى (2014) إمكانية تمويل مشروعات البنية التحتية باستخدام الصكوك، بالتركيز على دور الصكوك في الاقتصاد الوطني باستخدام منهج مقارنة بين الصكوك والأدوات التقليدية الأخرى، وأشارت نتائج الدراسة إلى أن الصكوك تعتبر مصدر تمويل جيد للحكومات، وأوصت بالاهتمام والتركيز على نشر إصدار الصكوك لجذب صغار المستثمرين.

وهدف دارة الحنيطي (2015) إلى التعرف على دور الصكوك الإسلامية في التنمية الاقتصادية، بالاعتماد على دراسة حالة بنك دبي الإسلامي خلال الفترة الممتدة من سنة 2007 - 2013 م، استخدمت الدراسة المنهج الوصفي التحليلي لمجموعة من المؤشرات المالية الخاصة بالبنك؛ كمجموع التوظيفات، ومجموع الموارد المالية، ومتوسطي نسبة التمويل والاستثمار بالصكوك، وعلاقتها بالنتائج المحلي الإجمالي لإمارة دبي بدولة الإمارات.

أشارت نتائج الدراسة إلى وجود تذبذب في معدلات النمو التي حققتها الصكوك الإسلامية خلال فترة الدراسة، مع وجود انخفاض ملحوظ في نسبة مساهمة التمويل بالصكوك إلى الناتج المحلي الإجمالي، كما أن تعبئة الصكوك الإسلامية للموارد المالية كان ضعيفاً ومحدوداً، ولا يتناسب مع مؤشر التوقعات لدى البنك، وأوصت الدراسة بشكل عام على ضرورة تفعيل

ولعل من أهم أسباب نجاح الصكوك الإسلامية في ماليزيا يعود إلى قيام الحكومة الماليزية بإصدار العديد من السياسات، وسن القوانين واللوائح التنظيمية الخاصة بالمؤسسات المالية الإسلامية، كتلك القوانين واللوائح المتعلقة بتنظيم الهيئات الشرعية، والإطار التنظيمي الاحترازي للبنوك، بالإضافة إلى تطوير المراكز البحثية المتخصصة في التمويل الإسلامي، مع توفر وجود سوق مالية إسلامية نشطة، في ظل وجود نظام ضريبي حر، كل ذلك جعل من السوق الماليزية وجهة مفضلة لإدراج الصكوك الإسلامية المحلية والدولية، بالإضافة إلى الاهتمام النوعي للمصرف المركزي الماليزي بتوفير رأس المال البشري المؤهل والمدرّب من خلال المركز الدولي لتعليم التمويل الإسلامي The Global University of Islamic Finance (INCEIF)، والأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية International Shari' ah Research Academy for Islamic Finance (ISRA) (الصادق، وبوريش، 2015).

• التجربة البحرينية:

تعتبر تجربة حكومة مملكة البحرين مع إصدار صكوك الإجارة تجربة رائدة، فقد أصدرت مؤسسة النقد البحريني تسعة إصدارات منذ سبتمبر 2001 حتى مارس 2004 بقيمته (1.03) مليار دولار، إضافة إلى قيامها بطرح إصدارات متتالية من صكوك السلم، وهي صكوك غير قابلة للتداول، تصدر شهرياً بقيمة (25) مليون دولار من أجل امتصاص السيولة الزائدة في السوق (فرحي، ومشراوي، 2011).

ولعل من أهم إصدارات المؤسسة البحرينية للنقد الإصدار السابع في عام 2003 م المبني على الإجارة، والذي أسندته مؤسسة نقد البحرين وللمرة الأولى لمركز إدارة السيولة المالية Management International Islamic Liquidity Corporation (LMC) بقيمة (280) مليون دينار بحريني لصالح مشروع درّة خليج البحرين (مشروع سياحي عقاري)، ويعد هذا الإصدار الأكبر من نوعه لصكوك الاستثمار الحكومية، وثاني أكبر إصدار تطرحه المؤسسة، فضلاً عن أنه الأول الذي يصدر من خلال إحدى المؤسسات العاملة في مملكة البحرين (صالح، 2008).

بينها القصور في درجات الشفافية، وتوحيد المعايير والمقاييس، ونقص السيولة في السوق الثانوية - نظراً لمحدودية آليات التداول - وغياب الإطار الاحترازي لآليات التصكك، إلى جانب التباينات المختلفة بين الدول في مناهج التطوير، وطرق التعامل مع الصكوك (ISRA, 2011)، وتوجد بعض المعالم والتجارب العالمية البارزة في إصدار الصكوك الإسلامية (السيادية وللشركات) يمكن عرضها بإيجاز فيما يلي:

• التجربة الماليزية:

إن أول ظهور للصكوك الإسلامية في السوق الماليزية كان في عام 1990م، عندما قامت شركة Shell MDS Sdn Bhd (SMDS) بإصدار صكوك مبنية على البيع الآجل، بقيمة (50) مليون دولار أمريكي، وفي عام 1997م قامت شركة Khazanah (جهاز الاستثمار التابع لحكومة ماليزيا) بإصدار صكوك مبنية على بيع الدين والمرابحة بقيمة (750) مليون دولار أمريكي، ولمدة 5 سنوات، وتعد هذه الصكوك أول صكوك قابلة للتداول تم إصدارها في سوق ماليزيا (شريك، 2013).

وفي عام 2002م أصدرت حكومة ماليزيا أول إصدار من الصكوك السيادية تمثلت في شهادات الائتمان السيادية بقيمة (600) مليون دولار أمريكي، تستحق في عام 2007م، وهي صكوك مبنية على الإجارة، بمعدل سعر عائم يستند إلى منحى الائتمان السيادي لحكومة ماليزيا عوضاً عن قيمة الأصول (الدماع، 2012).

كما قامت ولاية (Sarawak) الماليزية في ديسمبر من عام 2004م بإصدار صكوك مبنية على الإجارة بقيمة بلغت (350) مليون دولار أمريكي لمدة 5 سنوات، وتولى بنك نورينا البحريني إدارة عملية الاكتتاب الخاصة بهذه الصنفقة (الدماع، 2012)، وفي عام 2005م قام البنك الدولي بإصدار صكوك إسلامية بقيمة (760) مليون رنجيت، لمدة 5 سنوات (شريك، 2013). وتعتبر ماليزيا الدولة التي مازالت تستحوذ على أكبر حصة سوقية من إصدار الصكوك عالمياً، وبنسبة (71.38%) من حجم الإصدارات العالمية حتى نهاية عام 2015م (IIFM, 2016).

واستخلاص الاحتياجات التمويلية، ثم صياغة المنتج التمويلي (إعداد الهيكلية) وتصميمه بما يتوافق مع الضوابط الشرعية في ذلك، ومن ثم إعداد التصور المبدئي لنشرة الإصدار (الاكتتاب) الخاصة بالصكوك، وبحسب النتائج فإن هذه المنهجية التقطت أهداف ومحتوى الدراسة.

8- لمحة عن القانون رقم (4) لسنة 2016 بشأن الصكوك:

صدر قانون الصكوك الليبي رقم (4) لسنة 2016 م بقرار من المؤتمر الوطني العام بتاريخ 17 يناير 2016 م، حيث سمح القانون لجميع الوزارات والمؤسسات العامة، ووحدات الحكم المحلي، والشركات المملوكة للدولة، والشركات المساهمة الليبية الحصول على تمويل من خلال إصدار الصكوك، وأشار إلى أن عمليات الإصدار يجب أن تدار بواسطة شركة ذات غرض خاص تكون مسؤولة عن عملية الإصدار وترتيب المعاملات بين أطراف عملية التصكيك.

وعرف القانون الشركة ذات الغرض الخاص / الجهة المصدرة للصكوك (S.P.V) Special Purpose Vehicle بأنها: شركة يتم إنشاؤها لإتمام عملية التصكيك، وتمثل حملة الصكوك حتى انتهاء العملية، وتكتسب الشخصية الاعتبارية اعتباراً من تاريخ قيدها بالسجل التجاري، ويكون لها ذمة مالية مستقلة عن الجهة التي أنشأتها (الشركة المصدر / المنشئ) ومنفصلة إدارياً عنها.

كما بين القانون أيضاً الغرض الأساسي للشركات ذات الغرض الخاص، والذي يقوم على تملك موجودات الصكوك نيابة عن المستثمرين، وتلقى حصيلة الاكتتاب في الصكوك، وحماية حقوق حملة الصكوك، وإدارة الموجودات ورعايتها، كما تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بتحصيل الدخل (أرباح وإيجارات) وتوزيعه على حملة الصكوك، وإصدار نشرة دورية لإعلام حملة الصكوك بكافة التطورات التي تطرأ على ممتلكاتهم، كما تتولى الشركة أيضاً مهام وإجراءات تصفية موجودات الصكوك في نهاية المدة، وتوزيع ناتج التصفية على حملة الصكوك.

كما تناول القانون جانباً تفصيلياً لطبيعة الصكوك، وأنواعها، وشروط إصدارها بما يتوافق وأحكام الشريعة الإسلامية، كما بين شروط الاكتتاب في الصكوك، ومحتوى نشرة الاكتتاب

ومن الأهمية أن نشير إلى أن تجربة إصدار الصكوك الإسلامية لم تكن حكراً على الدول الإسلامية فحسب، بل امتدت لتشمل دول أخرى كإندونيسيا وروسيا وبريطانيا وسنغافورة، وكلها دول غير إسلامية ذات اقتصاديات كبرى (صالح، وفطيمة، 2014). كما تشير التقارير الصادرة عن هيئة السوق المالية الإسلامية (IIFM, 2016) إلى أن سوق الصكوك شهد نمواً كبيراً وسريعاً خلال السنوات القليلة الماضية، خاصة بعد دعم ومساهمة الجهات الحكومية لها. كما أبدت المؤسسات المالية والمصرفية الغربية اهتماماً ملحوظاً بهذا النوع من الأدوات الاستثمارية، ومن أهم التجارب التي خاضتها الدول غير الإسلامية هي التجربة البريطانية، والتي تضافرت خلالها مجموعة من العوامل جعلت من المملكة المتحدة رائدة في مجال صناعة التمويل الإسلامي على الصعيد الأوربي، وتنتقل في السنوات القليلة القادمة إلى أن تصبح مركزاً عالمياً للصناعة المالية الإسلامية، وفي مقدمة هذه العوامل توفر الإرادة السياسية الداعمة لهذا التوجه، وانخراطها لإنجاح هذا المشروع الاستراتيجي في ظل التحولات الإقليمية والدولية التي يشهدها المحيط الاقتصادي (المكحل، ومايا، 2013).

7- منهجية الدراسة:

تقوم الدراسة على اتباع منهج دراسة الحالة (Case Study)، بخاصيتي الاستنباط والاستقراء (Deduction & Induction) فبحسب طبيعة الموضوع فإن هذه المنهجية تتيح فرصة التعمق والشمول للظاهرة المدروسة، والوصول إلى نتائج دقيقة وتفصيلية. كما أن إضافة أسلوب التكيف والابتكار - باعتبارهما من ضمن الأساليب الرئيسية للبحث والتطوير في الهندسة المالية الإسلامية - على منهجية هذه الدراسة يعد مطلباً في غاية الأهمية، حيث يعمل الأسلوب الأول على تعديل قائمة الخدمات والمنتجات التقليدية المقبولة شرعاً وتفتيتها من أي عناصر تتعارض مع الشريعة الإسلامية، أما الأسلوب الثاني فيعمل على تطوير خدمات ومنتجات جديدة ومبتكرة، تلبي حاجة العملاء اعتماداً على العقود الشرعية المختلفة، وعملاً بهذه المنهجية المركبة فإن الدراسة بدأت بمراجعة الأدبيات المتعلقة بالصكوك الإسلامية، والاطلاع على بعض التجارب العالمية لإصدارات الصكوك، ثم قامت بتحليل المؤشرات المالية لدراسة الجدوى الاقتصادية للمشروع،

تلبية احتياجات السوق من المنتجات المستهدفة مع إمكانية تصدير الفائض، ويعتبر من ضمن الصناعات التحويلية المخطط لإنتاج منتجات وسيطة تستخدم كمدخلات لمنتجات أخرى، مثل صناعة الأعلاف، وصناعة الزيوت، ومواد التنظيف، وصناعة الأدوية، وبطاقة قصوى تبلغ (525) ألف طن سنوياً، بالإضافة إلى مساهمته في توفير جزء من المواد الخام للعديد من المنتجات الأخرى المصنعة محلياً.

وتشير نتائج دراسة الجدوى الاقتصادية للمشروع- المعدة سابقاً من قبل إدارة الاستثمار بالشركة- إلى جدارة المشروع في تحقيق عوائد اقتصادية موجبة، ونظراً لأن الهدف الأساسي لهذه الدراسة هو تقديم مقترح لتمويل احتياجات المشروع باستخدام الصكوك الإسلامية، لذلك سنكتفي فقط بعرض نتائج دراسة الجدوى المالية، للتعرف على إجمالي قيمة التمويل المطلوب لبدء المشروع، وتحليل اتجاه المؤشرات المالية المستخدمة في تقييمه.

9-1 إجمالي قيمة الاحتياجات التمويلية للمشروع:

تبلغ قيمة الاحتياجات التمويلية اللازم لإقامة المشروع (114,601,713) دينار ليبي، وتشمل مصاريف التأسيس، وقيمة الأصول الثابتة، والمصاريف التشغيلية لدورة تجارية واحدة (مصروفات رأس مالية)، موضحة بالجدول التالي:

(الإصدار) والتي يجب أن تتضمن المعلومات الأساسية كمبلغ الصكوك الكلي، واعددها، والقيمة الاسمية للصكوك، ومصروفات الإصدار، ومواعيد فتح الاكتتاب وقله، ومدة انقضاء الصكوك.

كما أشار القانون إلى مجالات الصكوك، والشروط التي يجب أن تتوفر في المشروع الممول- والتي من بينها أن يكون المشروع متوافقاً مع الشريعة الإسلامية، وأن يكون قادراً على تحقيق عوائد مناسبة بناء على دراسة الجدوى الاقتصادية للمشروع- وشروط تداول الصكوك واستردادها، وقابليتها للتحويل، وآلية تقييم وتصنيف المصدر للصكوك، وتقارير الأداء والافصاح، والدور الرقابي لهيئة مالكي الصكوك، والمراجع الخارجي، وهيئة الرقابة الشرعية المعنية بالإصدار.

9- الجدوى الاقتصادية للمشروع محل الدراسة:

يستعرض هذا الجزء دراسة وتحليل المؤشرات المالية لمشروع مصنع أعلاف الصويا التابع لشركة المنطقة الحرة مصراتة، ويحدد احتياجاته التمويلية بناءً على نتائج دراسة الجدوى الاقتصادية المعدة من قبل إدارة الاستثمار بالشركة، وقد تم اختيار هذا المشروع كنموذج لتطبيق هذه الدراسة لسببين: الأول؛ هو تزامن فترة هذه الدراسة مع الفترة الزمنية المقررة لبدأ تنفيذ المشروع (بداية سنة 2018)، أما السبب الثاني؛ فينبع من أهمية هذا المشروع بالنسبة للاقتصاد الليبي، فهو يقوم على

جدول رقم (1) إجمالي قيمة الاحتياجات التمويلية للمشروع*

التكلفة (د.ل)	البند
77,000	مصروفات التأسيس تدفع مرة واحدة قبل بدء المشروع (مصروفات ما قبل التشغيل، الدراسات والبحوث).
76,884,100	الأصول الثابتة: (الأراضي، المباني، الإنشاءات، الآلات، معدات، وأثاث)••
36,905,000	الأصول المتداولة (نقدية؛ بضائع ومخزون).
735,613.08	مصروفات تشغيل لدورة واحدة (رواتب ومصروفات 3 أشهر).
114,601,713	إجمالي قيمة التمويل المطلوب

• المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات دراسة الجدوى.

• ستوجه الصكوك المقترحة في هذه الدراسة لتوفير احتياجات المشروع من الأصول الثابتة بعد استبعاد تكلفة الأراضي باعتبار أنها متوفرة لدى الشركة ولا تحتاج إلى تمويل.

9-2 المؤشرات المالية المستخدمة في تقييم المشروع:

أخرى تأخذ بنظر الاعتبار القيمة الزمنية للنقود، كمعيار صافي القيمة الحالية (NPT) Net Present Value ، ومؤشر الربحية (PI) Profitability Index ، ومعيار معدل العائد الداخلي (IRR) Internal Rate of Return ، إضافة إلى العديد من معايير التي تعتمد التقنيات الاحتمالية، منها تحليل شجرة القرارات Decision Tree Analysis ، وأسلوب تحليل الحساسية Sensitivity Analysis ، ويوضح الجدول رقم (2) بعض نتائج هذه المؤشرات التي تم استخدامها في تقييم المشروع محل الدراسة.

توجد العديد من المعايير التي تستخدم لقياس الربحية التجارية للمشروع تتعامل مع التدفقات النقدية الداخلة والخارجة دون القيام بخصمها، وتسمى بالمعايير التي تتجاهل القيمة الزمنية للنقود، ومنها على سبيل المثال معيار فترة الاسترداد Payback Period ، ومعدل العائد المحاسبي Accounting Rate of Return (ARR)، ودرجة رافعة التشغيل Degree of Operating Leverage (DOL)، ونقطة التعادل Break- Even Point ، كما توجد معايير

جدول رقم (2) مؤشرات تقييم مشروع مصنع أعلاف الصويا •

مؤشر التقييم	طريقة حساب المؤشر	قيمة المتوقعة للمؤشر
فترة الاسترداد	$\frac{\text{التكلفة الاستثمارية الأولية}}{\text{متوسط صافي التدفقات النقدية السنوية}}$	3.695 سنة
معدل العائد المحاسبي	$\frac{\text{متوسط الأرباح (العائد) السنوية}}{\text{التكلفة الاستثمارية الأولية}}$	27 %
درجة رافعة التشغيل	$\frac{\text{هامش المساهمة}}{\text{صافي الربح}}$	1.1817
صافي القيمة الحالية	القيمة الحالية للإيرادات - القيمة الحالية للتكاليف	109,546,703 دينار
مؤشر الربحية	$\frac{\text{القيمة الحالية للمنافع الإجمالية}}{\text{القيمة الحالية للتكاليف}}$	1.565
معدل العائد الداخلي	$\frac{\text{صافي القيمة الحالية للنسبة الأقل} \times 2}{\text{مجموع القيمة الحالية للنسبتين}} + \text{نسبة الخصم الأقل}$	25.484 %

• المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات دراسة الجدوى.

أما معيار معدل العائد المحاسبي (ARR)، والذي يعبر عن الكفاية الحدية لرأس المال المستثمر (النسبة بين متوسط العائد السنوي إلى التكاليف الاستثمارية الأولية دون الأخذ بنظر الاعتبار الاستهلاك والضرية)، فيشير إلى أن المشروع يحقق عائداً على رأس المال نسبته (27%)؛ ويعتبر هذا المعدل جيداً، ويتفوق بكثير عن معدل الفائدة المفترض في مثل هذه الاستثمارات وهو (12%).

ويقوم مؤشر فترة الاسترداد Payback Period بتقييم المشروع على أساس عدد السنوات اللازمة لاسترداد تكاليفه الاستثمارية (استرداد قيمة الأموال المستثمرة)، "وكقاعدة عامة أنه كلما كانت فترة الاسترداد أقصر كلما كان المشروع مربحاً" (العامري، 2010: 365)، وتشير النتائج الموضحة بالجدول رقم (2) إلى أن الفترة التي يستغرقها المشروع لتغطية تكاليفه الأولية تقل عن أربع سنوات، وتعتبر هذه الفترة مناسبة في مثل هذه الاستثمارات بالنظر إلى إجمالي التكاليف الرأسمالية.

وعلى الرغم من التفضيل الأكاديمي القوي لاستخدام NPT إلا أن الكثير من متخذي القرارات الاستثمارية (المستثمرون، والمدراء التنفيذيون في شركات الأعمال) يفضلون استخدام معدل العائد الداخلي (IRR) Internal Rate of Return، حيث يسمح IRR للمستثمرين التفكير بدلالات النسب المئوية، غير المتوفرة في NPT، ويعرف معدل العائد الداخلي بأنه "معدل الخصم الذي يجعل القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة المتوقعة من المشروع مساوية إلى القيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجة" (النعيمة، والتميمي، 2009: 235)، وعليه يكون المشروع مقبولاً إذا كانت قيمة IRR أكبر من معدل تكلفة رأس المال (معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين)، وتشير نتائج دراسة الجدوى الاقتصادية أن معدل العائد الداخلي للمشروع يبلغ (25.48%) وهو أكبر من معدل تكلفة رأس المال للمشروع (12%)، وعليه يكون المشروع مقبولاً اقتصادياً.

ومن المقاييس التي تعتمد على خصم التدفقات النقدية (DCF) أيضاً مؤشر الربحية (PI)، والذي يعبر عن قدرة المشروع الاستثماري في تحقيق الأرباح، ويقوم هذا المؤشر على استخراج العلاقة بين القيمة الحالية لكل التدفقات النقدية الصافية (المخرجات)، مع مجموع التكاليف الأولية للاستثمار (المدخلات)؛ وفيما تعد NPT مقياساً مطلقاً لقبول المشروعات، فإن PI يعد مقياساً نسبياً يعبر عن القيمة المضافة لكل دينار مستثمر في المشروع، وكقاعدة عامة يكون المشروع مقبولاً إذا كانت نتيجة مؤشر الربحية أكبر من الواحد، ويُفرض إذا كانت نتيجته أقل من الواحد" (العامري، 2010: 373)، وتشير نتائج دراسة الجدوى بأن مؤشر الربحية لمشروع مصنع الأعلاف يبلغ (1.565)، ويعكس هذا المعدل مستوى جيد من الكفاءة في تحقيق الأرباح، وبالتالي القيمة المضافة المتولدة عن الاستثمار بالمشروع.

وبشكل عام، ومن خلال ما تم استعراضه من مؤشرات لتقييم الأداء الاقتصادي المتوقع لمشروع مصنع الأعلاف، والتي أشارت جميعها إلى أن المشروع يمثل فرصة استثمارية جيدة. وتماشياً مع أهداف الدراسة فإن الجزء التالي سيتناول تطوير هيكلية لتمويل المشروع باستخدام صكوك الإجارة الإسلامية.

أما فيما يتعلق بتحليل هيكل تكاليف المشروع، ومن خلال تحديد درجة رافعة التشغيل (DOL) المتوقعة، والتي تعبر عن المدى الذي يعتمد فيه المشروع على التكاليف الثابتة في هيكل التكاليف؛ وبالتالي فإذا كانت نسبة التكاليف الثابتة إلى إجمالي التكاليف مرتفعة، فهذا يشير إلى أن المشروع يتميز برافعة تشغيل عالية، وعليه سيكون أكثر حساسية للتغير في حجم المبيعات، وبالتالي فإن أي زيادة بسيطة أو نقص بسيط في المبيعات سيؤدي إلى زيادة أو انخفاض في الأرباح بنسبة عالية، وهو ما يعبر عن ارتفاع في درجة مخاطر الأعمال (الميداني، 2006). وتتحد درجة رافعة التشغيل لمصنع أعلاف الصويا بنسبة تبلغ في المتوسط (1.18%) عند مستوى إنتاج (446,250) طن من الصويا، خلال العشرة سنوات الأولى من العمر الافتراضي للمشروع، وبالتالي فإن القيمة المنخفضة لهذا المؤشر قد تُفسّر من خلال اعتماد هيكل تكاليف المشروع على التكاليف المتغيرة بشكل كبير، وهذا ما يشير إلى أن المشروع يمكن أن يتصف بصلابة تجاه التغيرات في الأوضاع الاقتصادية، تمنحه الاستجابة بمرونة منخفضة لحالة الكساد المتوقعة في ليبيا في ظل استمرارية انخفاض أسعار البترول، والأوضاع السياسية الراهنة.

وفيما يخص التقنيات التي تعتمد على خصم التدفقات النقدية (Discount Cash Flows (DCF) بشكل يعكس القيمة الزمنية للنقود- والتي من أشهرها معيار صافي القيمة الحالية (NPT) - وبالاعتماد على تقديرات دراسة الجدوى الاقتصادية، فقد تم اعتماد معدل خصم يساوي (12%)، ويعكس هذا المعدل العائد المطلوب من قبل حملة الصكوك/ المستثمرون (معدل تكلفة رأس المال)، وكقاعدة عامة يتم قبول المشروع إذا كانت NPT أكبر من الصفر، وتشير النتائج الموضحة بالجدول رقم (2) إلى أن صافي القيمة الحالية التي يحققها المشروع بعد خصم التدفقات النقدية لكل التكاليف والمنافع خلال العمر الافتراضي تبلغ (109,546,703) دينار، وعليه فإن معدل العائد على الاستثمار بالقيمة الحالية سيبلغ (1.95%)، وهي نسبة مشجعة وتعكس مدى كفاءة المشروع في تحقيق التدفقات النقدية.

10- هيكلة صكوك الإجارة (المقترح) لتمويل المشروع محل الدراسة:

تعني الهيكلة إعداد التصور والهيكل التنظيمي الذي يمثل آلية الاستثمار بواسطة الصكوك، وإعداد جميع الدراسات المتعلقة بالمسائل القانونية والإجرائية والتنظيمية، وتضمن تفاصيل ونتائج هذه الدراسات في نشرة الاكتتاب (الإصدار)، وقد يتزامن مع ذلك، وضع اللوائح والاتفاقيات التي تحدد حقوق وصلاحيات وواجبات جميع الأطراف المختلفة، ومن الأهمية أن يتم اختيار تلك الجهات بطريقة جيدة لإيجاد عوامل الثقة والطمأنينة لدى المستثمرين، وتتم هذه الخطوة من قبل الجهة القائمة بعملية الإصدار، وهي إما من طرف الممولين (كالبانوك مثلاً) أو من طرف المستفيد من التمويل، وغالباً ما تستعين الجهة الراغبة في الإصدار ببيوت الخبرة لتتولى عملية التنظيم لقاء عمولة، كما تتم الاستعانة بهيئة شرعية لاستكمال المتطلبات الشرعية واستيفاء الأحكام والضوابط الشرعية (بازينة، 2016).

10-1 تكييف العلاقات التعاقدية في هيكلة الصكوك:

تقوم العلاقات التعاقدية ضمن هيكل صفقة الصكوك المقترحة لتمويل المشروع بين الأطراف الآتية:

• المستثمرون (حملة الصكوك).

• المصدر للصكوك: شركة المستشار لخدمات المالية الإسلامية وهي شركة ذات غرض خاص (SPV) يتم إنشاؤها بواسطة شركة المنطقة الحرة للقيام بعملية التصكيك، وتملك موجودات الصكوك وإدارتها نيابة عن المستثمرين.

• المنشئ (الشركة الممولة): شركة المنطقة الحرة مصراتة-

ليبيا / www.mfzly.com.

• البائع (المورد): شركة أوزدان (ÖZDEN)؛ شركة رائدة في مجال إنشاء وتجهيز مصانع الأعلاف- تركيا-

مدينة قونيا / <http://ozdenyemmak.com>.

• تقوم العلاقة بين المستثمرين (حملة الصكوك) والمصدر للصكوك (شركة المستشار لخدمات المالية الإسلامية) على أساس عقد المضاربة الشرعي. وبين البائع (شركة أوزدان البائع والموردة

للأصول) والمصدر (الوكيل عن حملة الصكوك) على أساس تملك الأصول بالشراء. وبين المنشئ (شركة المنطقة الحرة)، والمصدرة على أساس عقد الإجارة المنتهي بالتملك، بشرط موافقة جميع العقود للضوابط الشرعية.

• يدعو المصدر المستثمرين للاكتتاب في الصكوك بقيم محددة، ويصدر لكل مستثمر صكوكاً بقيمة استثماره.

• تمثل الصكوك بعد استثمارها موجودات حقيقية قائمة (أصول عينية مؤجرة بعقد إجارة منتهي بالتملك)، وحملة الصكوك الحق في تداول صكوكهم في سوق الأوراق المالية الليبي، أو بيعها في سوق ما بين البنوك.

• يتحدد عائد الصكوك بقيمة مدفوعات الإيجار، والأرباح الرأسمالية، ويتم توزيع العوائد الدورية (التوزيعات) بنسبة (95%) لحملة الصكوك، ونسبة (5%) للشركة المصدر.

• الوفاء بالالتزامات: تلتزم شركة المنطقة الحرة مصراتة بالوفاء بالتزاماتها الناشئة عن إصدار هذه الصكوك أو ضماناتها في تواريخ استحقاقها، وتقوض مصرف الجمهورية تقيضاً غير مشروط، وغير قابل للنقض بخضم الاستحقاقات في تواريخها من حسابها لدى المصرف دون الرجوع إليها.

• يلتزم المنشئ (شركة المنطقة الحرة) بضمان استمرارية إجارة الأصول محل عقد الإجارة طيلة مدة الإصدار حسب العقود الموقعة بينه وبين المصدر (شركة المستشار لخدمات المالية الإسلامية) ما لم يطرأ عذر شرعي يمنع استمرارية الإجارة.

• سعر وحجم الإصدار: تصدر الصكوك بقيمتها الاسمية دون خصم أو علاوة بفئة (1,000) دينار ليبي للصك، موزعة إلى 54,000 صك، وتستخدم حصيلة الإصدار في تمويل الأصول الثابتة للمشروع والتي تبلغ (54) مليون دينار ليبي تقريباً، وذلك بعد استبعاد قيمة الأراضي (23 مليون د. ل تقريباً) حسب بيانات دراسة الجدوى) باعتبارها متوفرة لدى الشركة ولا تحتاج إلى تمويل.

• مدة الإصدار: سبعة سنوات تبدأ من تاريخ قفل الاكتتاب، ويسترد حملة الصكوك قيمتها حسب سعرها السوقي في نهاية الفترة المحددة، ويكون الدفع بعد أسبوعين من تاريخ الاستحقاق.

ويشكل عام تخضع طلبات الاكتتاب للشروط التالية:

- فترة الاكتتاب: تبدأ فترة الاكتتاب يوم الأحد الموافق 03/ سبتمبر / 2017، وتنتهي في يوم الخميس الموافق 05/ أكتوبر / 2017، قابلة للتמיד.

• ترسل الطلبات متضمنة المبلغ الذي يرغب المستثمر الاستثمار به في الصكوك، إضافة إلى تفويض من المستثمر ببيع قيمة أي صكوك تخصص له على حسابه لدى مصرف الجمهورية فرع الميدان، أو عن طريق المصرف المركزي، في حالة إذا كان حساب المستثمر لدى مصارف تجارية أخرى.

• تسليم الصكوك: تقوم الشركة المصدرة بإعداد شهادات الصكوك وتسليمها لأصحابها بالبريد المسجل، أو باليد حسب رغبة المكتب.

• تداول الصكوك في السوق الثانوية: يتم إدراج الصكوك في سوق الأوراق المالية الليبية بعد تحويل غالب موجودات الصكوك إلى أصول عينية، ويتم تداولها وفقاً لآلية العرض والطلب.

10-3 هيكلية الإصدار وآلية عمل الصكوك:

يمثل المخطط البياني التالي شكلاً مبسطاً لهيكلية إصدار الصكوك، ووصفاً مختصراً للتدفقات النقدية الرئيسية التي تنطوي عليها آلية التمويل، والتعرف على معاني بعض المصطلحات المستخدمة أداها.

- مبلغ التوزيع الدوري: تدفع التوزيعات للمستثمرين (حملة الصكوك) كل (6) أشهر، ولكل فترة توزيع مبلغاً يتم احتسابه على النحو التالي:

$$DPK = \frac{\varphi_0(\gamma+k)\omega}{360}$$

حيث إن:

DPK = قيمة التوزيعات الدورة للفترة المعنية.

φ_0 = القيمة الاسمية للصكوك القائمة في تاريخ سجل التحويل الذي يسبق مباشرة تاريخ التوزيع الدوري المعني.

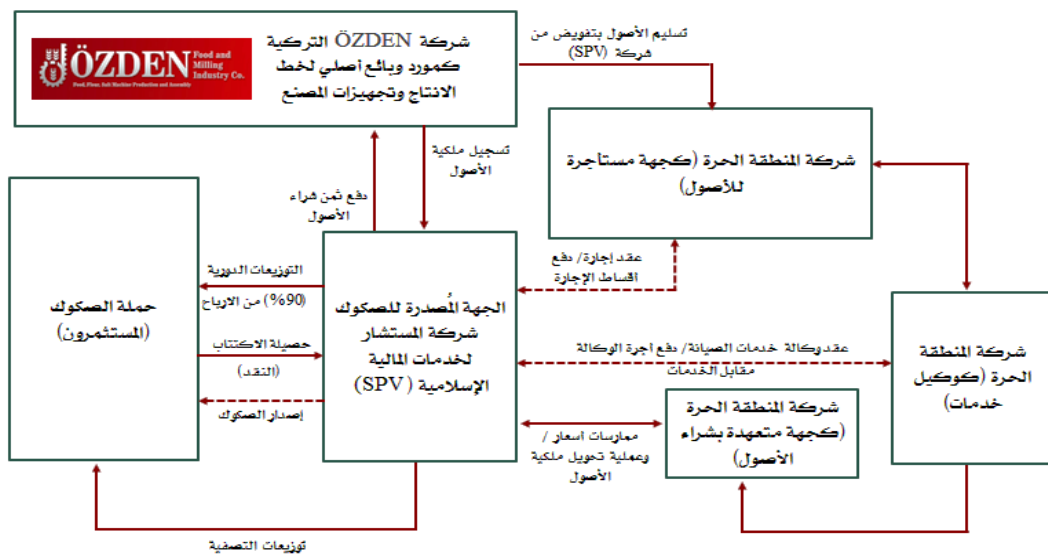
γ = سعر الفائدة على الودائع المعلن بالبنشرة الرسمية لمصرف ليبيا المركزي، والمطبق بين المصارف التجارية الليبية خلال فترة التوزيع المعنية.

k = هامش الربح الإضافي.

ω = عدد الأيام خلال فترة التوزيع المعنية.

10-2 أسلوب عرض الصكوك وتقديم طلبات الاكتتاب:

يكون عرض الاكتتاب موجه للبنوك، وصناديق الادخار والاستثمار، ومؤسسة الضمان الاجتماعي، وشركات التأمين العاملة في ليبيا، وبالنسبة للمستثمرين من غيرهم (الأفراد، والشركات الأخرى) الراغبون بالاستثمار في هذه الصكوك، فيجب أن يتقدموا بالاكتتاب من خلال البنوك



شكل (2) الهيكل المقترح لإصدار صكوك الإجارة لتمويل المشروع محل الدراسة

(المصدر: من إعداد الباحثين).

المصرفات الأساسية لحساب المصدر (شركة المستشار) بموجب شروط الاتفاق، والضوابط الشرعية لعقد الإجارة المنتهية بالتملك.

• تنفذ شركة المنطقة الحرة وعدها بشراء الأصول في نهاية الفترة المحددة وبذلك تنتقل ملكية الأصول إليها.

• تدفع شركة المستشار لخدمات المالية الإسلامية ما تم تحصيله من تنفيذ عقد بيع الأصول لحملة الصكوك، وبذلك يتم إطفاء الصكوك (تصفيتها).

11. الخلاصة والتوصيات:

نقدم في هذا الجزء خلاصة ما تم التوصل إليه من خلال محاولة الدراسة تقديم مقترح حول إمكانية استخدام مُنتجات الهندسة المالية الإسلامية في تمويل مشروعات التنمية الاقتصادية، وذلك من خلال تطوير منتج لصكوك الإجارة الإسلامية، يمكن استخدامه في تمويل مشروع مصنع أعلاف الصويا بشركة المنطقة الحرة بمدينة مصراتة، مع إعداد تصور مبدئي لنشرة الاكتتاب تبين هيكلية الإصدار، وتصف أطراف ومراحل عملية التصكيك، وتوضح إجراءات الاكتتاب والتداول الخاصة بالصكوك، والتي نوردتها وفقاً لما يلي:

• تعد الصكوك الإسلامية أداة مناسبة لتعبئة الموارد المالية اللازمة لتمويل مشروعات التنمية، ولها دور إيجابي في رفع مؤشراتنا، لأنها تنتوع في هياكلها، وأجال استحقاقها (ما بين قصيرة الأجل، ومتوسطة، وطويلة الأجل)، وهو ما يعطي الصكوك الإسلامية أساساً مرناً لإمكانية استخدامها في أوجه النشاط الاقتصادي.

• إن التجارب العملية للصكوك الإسلامية برهنت على أن منتجات الصكوك الإسلامية تتمتع بمرونة عالية في استخدامها لتمويل جميع الجوانب الاقتصادية (تجارية، صناعية، زراعية، خدمية) كما أنها تتميز بالعديد من الخصائص تمكنها من القيام بدور فعال في التنمية الاقتصادية.

• تعد صكوك الإجارة (المنتية بالتملك) مناسبة لتمويل مشروع مصنع الأعلاف التابع لشركة المنطقة الحرة مصراتة، بحيث تنتقل ملكية الأصول المؤجرة في نهاية الفترة من حملة

• تقوم شركة المستشار لخدمات المالية الإسلامية (SPV) بإصدار صكوك تعطي لحاملها الحق في الحصول على نصيب من الأرباح الموزعة، وقيمة التصفية، أو أية حقوق أخرى تتضمنها نشرة الإصدار (الاكتتاب).

• يكتب المستثمرون في الصكوك ويدفعون قيمة الاكتتاب إلى شركة المستشار لخدمات المالية الإسلامية ويفوضونها (تقويضاً) على أساس عقد مضاربة) بإتمام التعاقدات بالنيابة عنهم.

• تقوم شركة المستشار لخدمات المالية الإسلامية بإبرام عقد شراء الأصول المحددة مع البائع الأصلي لتقوم بتأجيرها (إجارة منتية بالتملك) للشركة المنشئة/المتمولة (شركة المنطقة الحرة).

• تقوم شركة المستشار لخدمات المالية الإسلامية بدفع الثمن من حصيله الاكتتاب في الصكوك للبائع الأصلي.

• تبرم شركة المستشار لخدمات المالية الإسلامية باعتبارها المؤجر عقد إجارة مع شركة المنطقة الحرة باعتبارها مستأجر للأصول لفترة زمنية محددة (7 سنوات)، وتحصل على وعد من شركة المنطقة الحرة بشراء الأصول نهاية الفترة بأجرة دورية لشركة المستشار (SPV).

• تقوم شركة المنطقة الحرة باعتبارها مستأجر بدفع قيمة الإيجارات المتفق عليها خلال فترات منتظمة (كل 6 أشهر) لشركة المستشار لخدمات المالية الإسلامية، وقيمة كل إيجار تعادل قيمة التوزيعات الدورية المستحقة على الصكوك بنسبة بين المضارب (شركة المستشار لخدمات المالية الإسلامية) ورب المال (حملة الصكوك)، وهذه القيمة تدفع بمعدل ثابت، وذلك وفقاً لشروط الارتباط المتبادل بين الأطراف مسبقاً.

• تقوم شركة المستشار لخدمات المالية الإسلامية بدفع قيمة التوزيعات على حملة الصكوك خلال كل فترة من الفترات الدورية لعقد الإجارة، بعد استلامها لقيمة الأجرة من شركة المنطقة الحرة.

• تبرم شركة المستشار لخدمات المالية الإسلامية باعتبارها موكّل عقد وكالة خدمات مع شركة المنطقة الحرة باعتبارها الوكيل لتقوم بصيانة الأصول والتأمين عليها، على أن تحمل

- العمل على إصدار اللائحة التنفيذية المتعلقة بالقانون رقم 4 لسنة 2016 م بشأن الصكوك، وإعداد جهات شرعية مختصة تشرف على عمليات إصدار وتداول الصكوك والتأكد من سلامتها من المخالفات الشرعية.
- محاولة الاستفادة من الاعتراف الدولي للصكوك الإسلامية والاستفادة من هياكل وآليات إصدارها في الدول الناشطة في هذا المجال كماليزيا، ودول الخليج، والأردن، والسودان وغيرها.
- العمل على إنشاء المعاهد التعليمية، ومراكز التدريب، والتركيز على دور الجامعات، وعقد المؤتمرات، وورش العمل في مجال الصكوك، وأهميتها في تحقيق التنمية، بهدف إعداد الكوادر البشرية وتأهيلها للعمل في هذه الصناعة.
- وأخيراً توصي الدراسة بالعمل نحو تفعيل دور الصكوك الإسلامية لدعم متطلبات التنمية المستدامة في ليبيا، وذلك من خلال إجراء الدراسات والأبحاث العلمية المساندة لمشاريع البنية التحتية (ولعل في مقدمتها تلك المتعلقة بتقديم مقترحات تمويلية تساهم في دعم مشاريع الطاقة المتجددة في ليبيا). كما توصي أيضاً بإجراء دراسات تتعلق بالابتكار والتطوير في هياكل الصكوك وذلك في إطار نظرية الوكالة.

الصكوك إلى شركة المنطقة الحرة، مع إمكانية الاستفادة من القانون رقم (4) لسنة 2016 بشأن الصكوك الإسلامية في إعداد نشرة الاكتتاب الخاصة بالصكوك، وطرحها للاكتتاب والتداول بسوق الأوراق المالية الليبي، وبطبيعة تتناسب مع حالة الاقتصاد الليبي تساعد في تطوير كفاءة القطاع المصرفي، وتنشيط حركة سوق الأوراق المالية الليبي.

واستناداً إلى ذلك فإن الدراسة تقدم التوصيات التالية:

- توصي الدراسة شركة المنطقة الحرة بتطبيق منتج صكوك الإجارة الإسلامية- المقترح في هذه الدراسة- لتمويل احتياجات المشروع من الأصول الثابتة، مع إمكانية البحث في هياكل أخرى للصكوك تكون مناسبة لتمويل احتياجات المشروع من الأصول المتداولة (صكوك المرابحة أو السلم مثلاً).
- تبني السياسات الفعالة، ووضع الإجراءات اللازمة لدعم الإطار المؤسسي للصكوك الإسلامية في ليبيا، فمحدودية الدور الرئيسي لسوق الأوراق المالية الليبي، وتخلف القطاع المصرفي الليبي عن مواكبة التطورات في الصناعة المالية الإسلامية، تشكل عائقاً رئيسياً أمام استخدام الصكوك الإسلامية في تمويل مشروعات التنمية في ليبيا.

قائمة المراجع

1. أبو بكر، صفية أحمد (2009). الصكوك الإسلامية، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دبي، 31 مايو - 3 يونيو / 2009.
2. التميمي، أرشد فؤاد، وعدنان النعيمي (2009). الإدارة المالية المتقدمة، اليازوري للنشر والتوزيع، (ط1)، عمان، الأردن.
3. الجورية، عبد الحليم أسامة (2009). صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد، رسالة ماجستير غير منشورة، معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية، لبنان.
4. الحنيطي، هناء محمد (2013). دور الصكوك الإسلامية في التمويل في ظل الوضع الاقتصادي الراهن، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، المجلد (21)، العدد (1)، ص 48-52.
5. الحنيطي، هناء محمد (2015). دور الصكوك الإسلامية في التنمية الاقتصادية: دراسة حالة بنك دبي الإسلامي، مجلة دراسات: العلوم الإدارية، المجلد (42)، العدد الثاني، ص 553-565.
6. الدماغ، زياد جلال (2012). الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
7. العامري، محمد على إبراهيم (2012). الإدارة المالية المتقدمة، إثراء للنشر والتوزيع، (ط1)، الأردن.
8. العاني، أبو قتيبة (2013). نمو الصكوك الإسلامية بين التيسير الكمي والتحفيز النوعي، مؤتمر الصكوك الإسلامية

16. عبد الحق، العيفة، زاهرة بني عامر (2014). دور الصكوك الإسلامية في تمويل مشاريع البنى التحتية، دراسة حالة مشروع توسيع مطار 8 ماي 1945 الدولي بسطيف، المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية، جامعة فرحات عباس، الجزائر، 05-06 مايو/ 2014.
17. فرحي، محمد، وسميرة مشراوي (2011). التوريق الإسلامي: ضمان لنقادي الأزمات المالية للحد من مخاطر التمويل، مجلة إسراء الدولية الإسلامية، المجلد (1)، العدد (2).
18. فضل، عبد الله علي (2012). محددات إصدار صكوك الاستثمار الإسلامية من قبل منظمات الأعمال: دراسة حالة التجربة السودانية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية الدراسات العليا، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا.
19. قنطججي، سامر مظهر (2010). صناعة التمويل في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، شعاع للنشر والعلوم، دمشق.
20. القانون رقم (4) لسنة 2016 م بشأن الصكوك الصادر عن المؤتمر الوطني العام، طرابلس، ليبيا.
21. IIFM. (2016) Sukuk Report (5rd Edition) A Comprehensive study of the Global Sukuk Market.
22. ISRA. (2011). Islamic Financial System: Principles & Operations, International Shari'ah Research Academy for Islamic Finance, Malaysia.
23. Mseddi, S., & Naifar, N. (2013). Rating methodology and evaluating the issuer of sukuk., International Journal of Management Science and Engineering Management: 1 – 14.
24. Securities Commission Malaysia (2009). The Islamic Securities (Sukuk) Market. Kuala Lumpur: LexisNexis.
- وأدوات التمويل الإسلامي، جامعة اليرموك، الأردن، 12-13 نوفمبر/ 2013.
9. المكحل، ياسر، قنتي مايا (2013). دور الصكوك الإسلامية في التمويل: التجربة البريطانية، مؤتمر الصكوك الإسلامية وأدوات التمويل الإسلامي، جامعة اليرموك، الأردن، 12-13 نوفمبر/ 2013.
10. الميداني، محمد أيمن عزت (2006). الإدارة التمويلية في الشركات، دار العبيكان للنشر والتوزيع، (ط6)، الرياض.
11. بازينة، عيسى يوسف (2016). دور الصكوك الإسلامية في تمويل مشروعات التنمية، حالة صكوك الإجارة: مجلة ريادة الأعمال الإسلامية، العدد (2)، المجلد (1)، ص 41-58.
12. دوابه، أشرف محمد (2010). إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، مؤتمر المصارف الإسلامية اليمينية: الواقع وتحديات المستقبل، نادي رجال الأعمال اليمينيين، صنعاء، 20-21 ماي 2010، ص 175-197.
13. رفيق، شرياق (2013). الصكوك الإسلامية كمقترح تمويلي لتوسيع المشاركة الشعبية في عملية التنمية الاقتصادية: التجربة الماليزية والسودانية، بحث مقدم إلى مؤتمر الصكوك الإسلامية وأدوات التمويل الإسلامي، 12-13 نوفمبر/ 2013.
14. صالح، فتح الرحمن محمد (2008). دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية، منتدى الصيرفة الإسلامية بيروت، لبنان.
15. صالح، مفتاح، ورحال فطيمة (2014). واقع صناعة الصكوك الإسلامية في دول مجلس التعاون الخليجي، المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية، جامعة فرحات عباس، الجزائر، 05-06 مايو/ 2014.