



صندوق النقد العربي
ARAB MONETARY FUND

موجز سياسات: العدد 30

ديسمبر 2022

إعداد: د. عبد الكريم أحمد قندوز

استخدام الصكوك لدعم القاعدة الرأسمالية للبنوك الإسلامية

- تواجه بعض البنوك الإسلامية تحديات متزايدة حيال الوفاء بمتطلبات الحد الأدنى لكفاية رأس المال.
- الأدوات والمنتجات المالية التي طورتها الصناعة المالية التقليدية لدعم رأس مال البنوك لا تستوفي في الغالب المتطلبات الشرعية، ما يحول دون إمكانية استخدامها من طرف البنوك الإسلامية، كما أن الكثير من الأدوات والمنتجات المالية المتوافقة مع الشريعة لا تستوفي شروط اعتبارها جزءاً من رأس المال التنظيمي.
- استطاعت بعض البنوك الإسلامية من خلال الهندسة المالية ابتكار صكوك موجهة لدعم قواعدها الرأسمالية.
- يرتبط استخدام صكوك دعم القاعدة الرأسمالية للبنوك بتوفر إطار قانوني وتشريعي للصكوك.
- ما تزال هناك حاجة ماسة في الصناعة المالية الإسلامية لتطوير أدوات ومنتجات مالية تستوفي متطلبات إدراجها ضمن القواعد الرأسمالية للبنوك.

1. مقدمة:

المصرفية، بشكل خاص ما تعلق منها بالحد الأدنى لمتطلبات رأس المال، فالأدوات والمنتجات المالية التي طورتها الصناعة المالية التقليدية لدعم رأس مال البنوك لا تستوفي في الغالب المتطلبات الشرعية، ما يحول دون إمكانية استخدامها من طرف البنوك الإسلامية، كما أن الكثير من الأدوات والمنتجات المالية المتوافقة مع الشريعة لا تستوفي الشروط الفنية لاعتبارها جزءاً من رأس المال الأساسي أو التكميلي، ما يحتم البحث عن أدوات مبتكرة لدعم القاعدة الرأسمالية للبنوك الإسلامية، تستوفي الجانبين الشرعي والفني. وبالنظر إلى الخصائص الفريدة التي تتمتع بها الصكوك، على اعتبارها

تعتبر الدول العربية رائدة الصناعة المالية الإسلامية، وتستحوذ على ما يزيد عن 55 بالمائة من حجم هذه الصناعة في العالم. في الدول العربية تعمل بنوك متوافقة مع الشريعة ضمن القطاع المصرفي، وتمثل البنوك الإسلامية أهمية نظامية محلية في كل من السودان والسعودية والإمارات وقطر، والبحرين، والكويت، والأردن.¹ مع تشديد المتطلبات الرقابية المتعلقة بالملاءة المالية للبنوك بسبب الأزمة المالية العالمية، تواجه بعض البنوك الإسلامية بعض التحديات المتعلقة بالوفاء بمتطلبات لجنة بازل للرقابة

¹ (قندوز وقعلول، الصناعة المالية الإسلامية في دول المغرب العربي 2021)

**شكل 1. هيكل رأس المال الخاصة بالبنوك: مقارنة بازل 1
وبازل 2 وبازل 3**

بازل III	بازل II	بازل I	
4.5% من الأصول المرجحة بالخطر	2% من الأصول المرجحة بالخطر		الأسهم العادية (CET1)
6% من الأصول المرجحة بالخطر	4% من الأصول المرجحة بالخطر	4% من الأصول المرجحة بالخطر	رأس المال-الشرعية الأولى
8% من الأصول المرجحة بالخطر	8% من الأصول المرجحة بالخطر	8% من الأصول المرجحة بالخطر	رأس المال الإجمالي
2.5+ % من الأصول المرجحة بالخطر	-	-	هامش رأس المال التحفظي (Capital Conservation Buffer)
إلى غاية 2% من الأصول المرجحة بالخطر	-	-	هامش رأس المال لمواجهة التقلبات الدورية (Counter Cyclical Buffer)
النسبة تعتمد على البنوك المركزية	-	-	هامش رأس المال للبنوك ذات الأهمية النظامية مطلباً
1% إلى 2.5%	-	-	هامش رأس المال للبنوك ذات الأهمية النظامية عالمياً
3%	-	-	نسبة الرفع العالي
100%	-	-	نسبة تغطية السيولة
100%	-	-	نسبة التمويل المستقر

المؤلف: استناداً إلى متطلبات بازل

يتكون رأس المال من المستوى الأول من الأسهم العادية (CET1) ورأس المال الإضافي، في حين يشمل رأس المال من المستوى الثاني احتياطات إعادة التقييم وأدوات رأس المال الهجينة، والديون الثانوية، واحتياطات خسائر القروض، والاحتياطات غير المفصح عنها. يعتبر رأس المال من المستوى الثاني أقل قدرة على امتصاص الخسائر مقارنة مع المستوى الأول، كما يصعب تسويله (مثلاً في حال الحاجة للوفاء بالتزامات طارئة). يوضح الشكل (2) دور وأهمية رأس المال المستوفي لشروط ومتطلبات بازل III الذي يتم تضمينه في حساب نسبة كفاية رأس مال البنوك.

أدوات مالية تتميز بالكفاءة والمرونة، فضلاً عن توافقها مع متطلبات الشريعة، فقد أمكن باستخدام الهندسة المالية تطوير صكوك موجهة لدعم القاعدة الرأسمالية للبنوك الإسلامية، تستوفي كل الشروط الضرورية لكي يتم تضمينها في مكونات رأس المال.

يتناول هذا العدد من موجز السياسات كيفية استخدام الصكوك لدعم وتعزيز القاعدة الرأسمالية للبنوك، كما يعطي لمحة عن متطلبات الحد الأدنى لكفاية رأس مال البنوك حسب اتفاقية بازل III، ويوضح لماذا تحد تلك الشروط من تضمين الكثير من الأدوات المالية الإسلامية ضمن رأس مال البنوك، وكيف أمكن استخدام الهندسة المالية الإسلامية لابتكار صكوك تفي بتلك المتطلبات، مع دراسة تجارب بعض البنوك الإسلامية، والخروج بمجموعة من التوصيات حيال الاستفادة من الصكوك في الوفاء بمتطلبات المعايير الدولية.

2. متطلبات كفاية رأس المال بالبنوك الإسلامية:

1.2. كفاية رأس مال البنوك:

مرت معايير لجنة بازل للملاءة بعدة مراحل تاريخية، حيث تم في كل مرة إجراء تعديلات وتحديثات عليها لتأخذ بالاعتبار المستجدات التي طرأت على النظام المالي العالمي ونقاط الضعف التي أفرزتها التجربة العملية على تلك المعايير (شكل 1). بموجب بازل III، يجب ألا يقل رأس مال البنك من المستوى الأول (Tier1 Capital) والمستوى الثاني (Tier2 Capital) عن 10.5 بالمائة من أصوله المرجحة بالمخاطر².

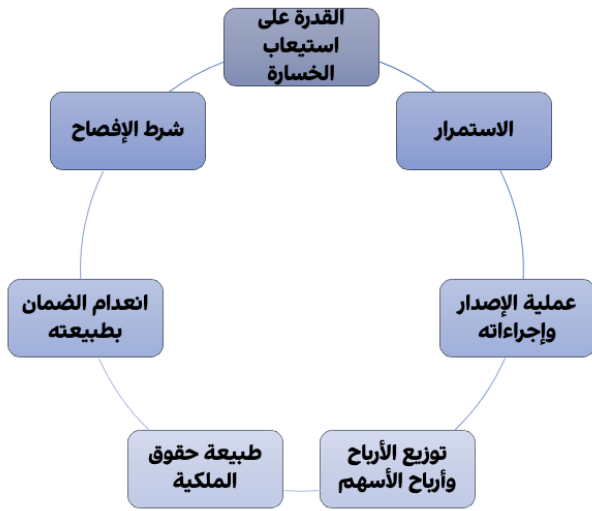
² بحسب متطلبات بازل 2، كان الحد الأدنى هو 8 بالمائة.

2.2 الحد الأدنى لمتطلبات كفاية رأس المال وشروط رأس المال:

إن التحدي الأهم الذي تواجهه البنوك عموماً، والبنوك الإسلامية على وجه الخصوص للوفاء بمتطلبات نسبة كفاية رأس المال هو استيفاء الشروط اللازمة لإدراج بند معين من بنود الميزانية أو أداة مالية ما ضمن رأس المال لحساب نسبة الكفاية. يوضح الشكل (3) أدناه أهم تلك الشروط استناداً إلى المعيار 23 لمجلس الخدمات المالية الإسلامية (IFSB-23)

شكل 3. المعايير المحددة لحقوق الملكية حسب معيار -

IFSB23

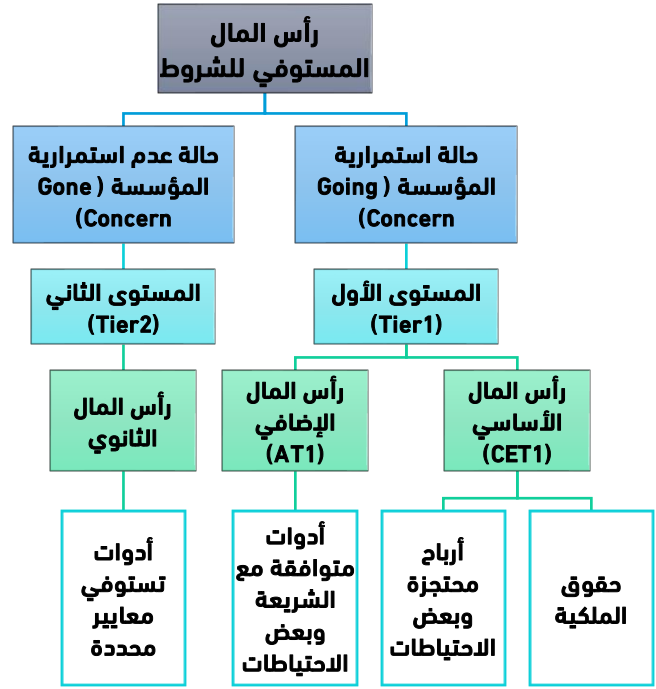


المصدر: المؤلف بالاستناد إلى معيار (IFSB23)

يمثل إجمالي رأس المال مجموع رأس المال الأساسي ورأس المال الإضافي. لكي يتم تضمين إحدى الأدوات المالية ضمن مكونات رأس المال الأساسي (أي ضمن حقوق الملكية) يجب استيفاء مجموعة من المعايير هي:

- القدرة على استيعاب الخسائر: ويتجلى ذلك في أمرين أولهما أولوية المطالبات، حيث يجب أن تكون حقوق الملكية في المرتبة الأخيرة في المطالبات عند تصفية مؤسسة التمويل الإسلامي، وتقتصر المطالبة على الأصول المتبقية بعد الوفاء بكافة المطالبات الأساسية، وثانيهما المشاركة في أية خسائر يتم تكبدها، حيث تكون حقوق الملكية في المرتبة الأولى لتحمل الخسارة (على أساس استمرارية الأعمال).

شكل 2. رأس مال البنوك المستوفي لمعايير بازل



المصدر: المؤلف

كما يوضحه الشكل (2) أعلاه، فإن رأس المال المستوفي لشروط اعتباره ضمن نسبة كفاية رأس المال ينقسم إلى قسمين، أحدهما يسمى رأس المال من المستوى الأول (Tier1) يستهدف حالة استمرارية الأعمال، وثانيهما، رأس المال من المستوى الثاني (Tier2) لحالة عدم استمرارية الأعمال أي عندما يفشل البنك، حيث يجب أن تمتص أدوات المستوى الثاني الخسائر من قبل المودعين والدائنين. لا بأس من التذكير أن الاستمرارية (Going Concern) تتمثل في الأعمال التجارية التي تعمل على توقع أن حالة الإفلاس / التصفية ليس لها احتمال كبير في المستقبل القريب، في مقابل ذلك، فإن حالة عدم استمرارية الأعمال (Gone Concern) تعني أن الشركة إما في حالة تصفية بالفعل أو من المحتمل أن تدخل حالة التصفية في المستقبل القريب.

المرجحة بأوزان المخاطر، وتتوافق متطلبات مجلس الخدمات المالية الإسلامية مع متطلبات بازل III، حيث يجب أن تكون أصول البنك من المستويين الأول والثاني على الأقل 10.5 بالمائة من أصوله المرجحة بالمخاطر (تم رفعها من 8 بالمائة بموجب اتفاقية بازل II).

يشمل رأس المال الأساسي الأسهم العادية، وعلاوة الإصدار، والأرباح المحتجزة، والاحتياطيات الأخرى المفصّل عنها والأسهم العادية الصادرة عن الشركات التابعة المدمجة في المصرف، ويتم إجراء تعديلات وخصومات رقابية (بحسب متطلبات الجهات الإشرافية)، في حين يتكون رأس المال **الإضافي** من الأدوات المالية المتفقة مع أحكام الشريعة، وبعض أنواع الاحتياطيات. يعتبر رأس المال الإضافي رأس مال في حالة عدم استمرارية المصرف والذي يقوم بامتصاص الخسائر الأخرى في حالة انعدام الجدوى للمصرف وبالتالي يساعد في حماية أصحاب الحسابات الجارية وبقية المودعين. تعد أداة رأس مال الشريحة الأولى الإضافية بمثابة أداة مالية محتملة تم صياغتها كهيكّل مختلط أو هجين تتكون من حقوق ملكية وديون، وتقدم معدلات ثابتة من العائد للمستثمرين في الوقت الذي يكون لديها القدرة فيه على استيعاب الخسائر في ظل فرضية استمرارية الأعمال رغم تحقيق خسائر لتعويضها مستقبلاً. وقد مكنت عملية تطوير وابتكار المنتجات والخدمات المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية في ظل الهندسة المالية الإسلامية من إصدار أول صكوك متوافقة مع متطلبات رأس مال الشريحة الإضافية الأول لبازل III في نهاية عام 2012. أما بالنسبة للشريحة الثانية بحسب متطلبات لجنة بازل، فهي تتكون من العناصر التالية:

- الأدوات (الصكوك) التي تصدرها البنوك والتي تستوي معايير إدراجها في رأسمال الشريحة الثانية (وليس مدرجة ضمن الشريحة الأولى).
- فائض المخزون الناتج عن الأدوات المدرجة في رأسمال الشريحة الثانية.

عملياً، لا يظهر أن البنوك الإسلامية تواجه تحديات جدية في الوفاء بمتطلبات نسبة كفاية رأس المال، سواءً من جانب الأصول (أو مقام النسبة) حيث يتم توزيع الأصول (الاستخدامات) بحسب درجات مخاطرة مدروسة، أو من ناحية رأس المال (بسط النسبة)، حيث عادة ما تكون نسبته كافية (سواء كأسهم عادية أو أرباح محتجزة واحتياطيات)، ولكي تحافظ البنوك على نسب كفاية رأس مقبولة، فإنها توازن بين الجانبين، لكن ما يزال المجال ضيقاً من ناحية ابتكار أو إيجاد

▪ **عملية الإصدار وإجراءاته:** عند إصدار أدوات مالية خاصة بحقوق الملكية العادية، لا يجوز أن تضفي مؤسسة التمويل أي توقع أو تضع ضمن الشروط التعاقدية أن تلك الأداة سوف يتم استردادها أو إلغاؤها أو إعادة شرائها (حق الخيار في الشراء) تحت أية ظروف.

▪ **الاستمرارية:** بحيث يجب أن يكون المبلغ الأساسي للأسهم العادية دائماً بطبيعته ولا يعاد سداده أبداً، عدا في حالات التصفية.

▪ **توزيع الأرباح أو أرباح الأسهم:** يجب ألا يكون توزيع الأرباح على الأداة (أو سداد أرباح الأسهم) إلزامياً، إذ لو حصل ذلك، فإن عدم السداد سيعتبر تخلفاً عن السداد، كما يتم التوزيع من بنود قابلة للتوزيع (ربح السنة أو الأرباح المحتجزة)، كما يشترط ألا تكون قيمة التوزيعات نسبة من قيمة المبلغ المدفوع عند الإصدار.

▪ **طبيعة حقوق الملكية:** أي أن يتم الاعتراف بالمبلغ المدفوع بوصفه رأس مال عادي في الميزانية العمومية لمؤسسات التمويل الإسلامي، ويصنّف محاسبياً على أنه حق ملكية.

▪ **انعدام الضمان بطبيعته:** بمعنى ألا يكون المبلغ المدفوع عند الإصدار مضموناً أو مكفولاً من قبل المؤسسة (أو كياناتها)، مع عدم وجود شروط أو ترتيبات تعاقدية عند إصدار أدوات رأس المال بحيث تعزز أحقية المطالبة لأي أداة مالية في حالة التصفية أو التعثر.

▪ **شرط الإفصاح:** حيث يجب أن يتم الإفصاح بشكل واضح عن حقوق الملكية العادية في قائمة المركزي المالي.

بالنسبة لرأس المال الإضافي، فيجب أن تتوفر فيه تقريباً نفس المعايير الخاصة برأس المال الأساسي، لكن يستثنى منها شرطا الاستمرارية والإفصاح.

إضافة للمعايير المذكورة أعلاه، يخضع تضمين أي من الأدوات في الإضافات لرأس المال الأساسي أو رأس المال الإضافي لتقدير السلطة الإشرافية في ضوء مجموعة معايير الاستيفاء ذات الصلة وعلى وجه الخصوص **المقدرة على امتصاص الخسائر**. ينبغي ألا تقل متطلبات رأس المال المستوفي للشروط للمصرف الإسلامي عن 8% من إجمالي الموجودات المرجحة بحسب أوزان المخاطر في جميع الأوقات. وينبغي على المصرف الاحتفاظ بحقوق ملكية ضمن رأس المال الأساسي بنسبة لا تقل عن 4.5% من إجمالي الموجودات المرجحة بأوزان المخاطر. يجب أن يمثل رأس المال الأساسي (حقوق الملكية والإضافات لرأس المال الأساسي) 6% من إجمالي الموجودات

مصدر الورقة وحاملها على نوع الصك (سوق دبي المالي 2018). تصدر الصكوك عادةً بأسماء مالكيها مقابل ما يقدمون من أموال لتنفيذ المشروع واستغلاله وتحقيق العائد لمدة تحدد في نشرة الإصدار وفق مبادئ الشريعة الإسلامية وأحكامها (قانون صكوك التمويل الإسلامي الأردني 2012). يمكن للصكوك أن تأخذ شكل مديونية أو شكل ملكية، بحسب طبيعة العقد الحاكم للصك. يمكن استخدام أحد النوعين (ديون أو ملكية) بناءً على مجموعة من المحددات مثل رغبات المستثمرين الممولين، وطبيعة المشروع الممول، والبيئة القانونية والتنظيمية، وغيرها. أما بالنسبة لصكوك دعم رأس المال، فهي لا تكون إلا قائمة على أساس الملكية، ذلك أنها تهدف كما يدل اسمها لزيادة رأس المال الذي هو بطبيعته ملكية لا دين. ووفقاً لهذه الهيكلة، فإن حملة الصكوك سيكون لهم دور (محتمل) في تجنب البنك الإسلامي الإفلاس أو التصفية، مشكّلين بذلك صماماً أمام الصدمات التي قد يتعرض لها البنك. وهذا يظهر ميزة هذه الصكوك، إذ ستسهم في تخفيف العبء الواقع بشكل أساسي على البنوك الإسلامية في إيجاد أدوات مالية تعزز رؤوس أموالها، خاصة حين لا يكون ممكناً تعزيز رأس المال من خلال المزيد من الاحتياطات أو إصدار الأسهم العادية.

2.3. مميزات صكوك دعم القاعدة الرأسمالية

تشمل صكوك دعم رأس مال المصرف كلا من صكوك الشريحة الأولى وصكوك الشريحة الثانية. تعرف صكوك الشريحة الأولى على أنها أوراق مالية (صكوك) ذات قيمة متساوية يصدرها المصرف لكي يتم تصنيفها من ضمن المستوى الأول من رأس المال (رأس المال الأساسي)، لذلك يجب أن تتصف بمجموعة من الميزات منها امتلاك ميزة حقوق الملكية، والاستمرارية (ليس لها أجل استحقاق أو قابلية للتحويل إلى أسهم)، وعدم وجود التزام على دفع العوائد، وغيرها. ولأنه يتم تصنيفها ضمن رأس المال الأساسي، فهي تسهل على البنك الوفاء بنسب كفاية رأس المال المتعلقة بالبنك المصدر، بل هو هدف إصدارها في الأصل. أما صكوك الشريحة الثانية فهي نوع من الصكوك يتم هيكلتها لغرض تضمينها في المستوى الثاني لرأس مال المصرف، ولذلك يجب أن تتوفر فيها خصائص هذا النوع من رأس المال.

استناداً إلى الخصائص الواجب توفرها في الأداة المالية حتى يمكن تضمينها في القاعدة الرأسمالية للبنوك، فإن صكوك دعم

أدوات مالية تمكنها من رفع قاعدتها الرأسمالية دون اللجوء إلى إصدار أسهم أو احتجاز أرباح. وبالرغم من أن البنوك الإسلامية عموماً لديها بند مهم في جانب الموارد وهو حسابات الاستثمار، الذي تصل نسبته في بعض الحالات إلى أكثر من نصف موارد البنك، إلا أنه لا يقدم دعماً للقاعدة الرأسمالية للبنك، حيث لا يتم اعتبارها جزءاً من رأس المال المتضمن ضمن نسبة كفاية رأس المال. تتميز حسابات الاستثمار بالبنوك الإسلامية ببعض الخصائص التي تجعلها تقترب من حقوق الملكية، لكن مع ذلك، لا يتم تصنيف حسابات الاستثمار على أساس المشاركة في الأرباح الخاصة بمؤسسات الخدمات المالية الإسلامية باعتباره جزءاً من رأس مال تلك المؤسسات، لأنها لا تستوفي الشروط المتعلقة برأس المال الأساسي ورأس المال الثانوي (القدرة على استيعاب الخسارة، عملية الإصدار، انعدام الضمان، توزيع الأرباح...). كذلك، فإن بعض أنواع حسابات الاستثمار تعامل بصورة منفصلة عن ميزانية المصرف (تعامل على أنها بنود خارج الميزانية)، ومع أنها لا تنطوي على ضمان رأس المال إلا أنها لا تستوفي متطلبات الإفصاح.

من جهة أخرى، لدى البنوك التقليدية مساحة واسعة لابتكار أدوات مالية هجينة تستوفي الشروط المطلوبة، بينما تضيق تلك المساحة على البنوك الإسلامية بسبب المتطلبات الشرعية التي تضع كثيراً من القيود المتعلقة بالقدرة على التداول، وضمن رأس المال، وغيرها (مثلاً: تضمن البنوك التقليدية الأسهم الممتازة ضمن رأس المال الإضافي، في حين لا يمكن للبنوك الإسلامية إصدار أسهم ممتازة).

3. استخدام الصكوك لدعم القاعدة الرأسمالية:

1.3. الصكوك وهيكلية التدفقات النقدية:

الصكوك هي وثائق (أوراق مالية) متساوية القيمة، تمثل حصصاً شائعة في ملكية أصول، أو أعيان، أو منافع، أو خدمات، أو ديون، أو حقوق مالية، أو خليط من بعضها أو كلها، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقليل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله (هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية 2003)، تطرح هذه الأوراق للاكتتاب وفق شروط معينة، وتقوم العلاقة التعاقدية بين

أو صكوك المرابحة مع المضاربة، وهكذا. لا تتناسب كل أنواع الصكوك لاستخدامها لدعم القاعدة الرأسمالية، ذلك أن تلبية كل متطلبات إدراج الأداة المالية ضمن رأس مال المصرف (الشريحة الأولى أو الشريحة الثانية) قد يكون مستحيلاً أو صعباً في بعض أنواع الصكوك، على سبيل المثال، قد يستحيل أو يصعب إدراج صكوك مرابحة ضمن الشريحة الأولى من رأس مال المصرف الإسلامي.

قام مجلس الخدمات المالية الإسلامية (IFSB) وهو من مؤسسات البنية التحتية للصناعة المالية الإسلامية، ويتولى وضع المعايير الخاصة بالصناعة المالية الإسلامية في قطاعاتها المختلفة (أسواق المال، بنوك إسلامية، قطاع تكافل...) بإصدار أدلة توجيهية تساعد البنوك الإسلامية في تحديد هياكل صكوك تتواءم مع متطلبات بازل التي تستوجب امتصاص الخسائر، من ذلك على سبيل المثال، ترى (IFSB) أن أنسب هياكل الصكوك المؤهلة للوفاء بمتطلبات بازل وبشكل خاص متطلبات الشريحة الأولى لرأس المال هي صكوك المشاركة، ذلك أن المستثمرين (حملة الصكوك) يتشاركون الأرباح ويقتسمون الخسائر مع المساهمين في محفظة أعمال البنك، وعليه فمن الطبيعي أن يتحملوا الخسائر، في حين أن الهيكل الأنسب للوفاء بمتطلبات الشريحة الثانية من رأس المال يشمل كلا من صكوك الوكالة وصكوك المضاربة.

4.3. تحديات إصدار صكوك دعم القاعدة الرأسمالية للبنوك:

درجت البنوك الإسلامية وبشكل خاص في دول منطقة مجلس التعاون لدول الخليج العربية على إصدار صكوك دعم القاعدة الرأسمالية، مستفيدة من الزخم الذي تعرفه سوق الصكوك والصناعة المالية الإسلامية عموماً في المنطقة. مع ذلك، لا يوجد إلى الآن قوانين محددة تنتظم إصدار هذا النوع من الصكوك، وغالب قوانين الصكوك تتعلق بالصكوك عامة دون تخصيص ما إذا كانت لتمويل مشروعات استثمارية أو لدعم القاعدة الرأسمالية للبنوك أو تمويل بنية تحتية أو غيرها. قد

مدة معينة (مثلاً بعد 5 أو 10 سنوات)، لجعل الصكوك جاذبة للمستثمرين.

رأس مال البنوك الإسلامية يجب أن تتميز بمجموعة من الخصائص. من جهة يجب أن تكون الصكوك قادرة على امتصاص الخسارة التي يتعرض لها المصرف، وتحمي المودعين من خلال تحويل قيمة الصكوك إلى أسهم أو استخدامها لتغطية الخسائر. في حالة كون استخدام الصكوك لتغطية الخسارة، فهذا يعني ضمناً أن حملة الصكوك قد يخسرون أموالهم المستثمرة في الصكوك³، كما لا يجب إضافة خاصية التعهد بالشراء في حالة العجز عن سداد عوائد الصكوك.

كذلك، فإن الصكوك يجب أن تكون ذات آجال استحقاق طويلة⁴ ولغرض تضمين الصكوك المصدرة واعتبارها جزءاً من رأس المال، يجب مراعاة الصيغة التي تصدر بها الصكوك. على سبيل المثال، لا يمكن تصور صكوك مرابحة تدخل ضمن مكونات رأس المال، بل ستدخل غالباً ضمن الالتزامات (الخصوم) الأخرى للمصرف، ولهذا السبب فإن أنسب الصكوك القابلة لاعتبارها ضمن مكونات رأس المال هي صكوك المضاربة، وصكوك الوكالة وصكوك المشاركة.

وللوفاء بشرط انعدام الضمان، فإنه ينبغي تضمين الصكوك شرط حرية البنك في عدم إجراء أية توزيعات أرباح لصالح حملة الصكوك دون اعتبار ذلك تعثراً، وهي بذلك على نفس المساواة مع الأسهم العادية التي يكون لمصدرها الحق في عدم إجراء توزيعات أرباح حتى في حالة تحقيق أرباح دون أن يعني ذلك تعثراً للمصدر في الوفاء بالتزاماته.

إذا استوفت الصكوك هذه الشروط، أمكن إدراجها ضمن مكونات رأس المال، وبالتالي تضمينها ضمن نسب كفاية رأس المال.

3.3. تحليل هياكل الصكوك الأنسب لدعم القاعدة الرأسمالية:

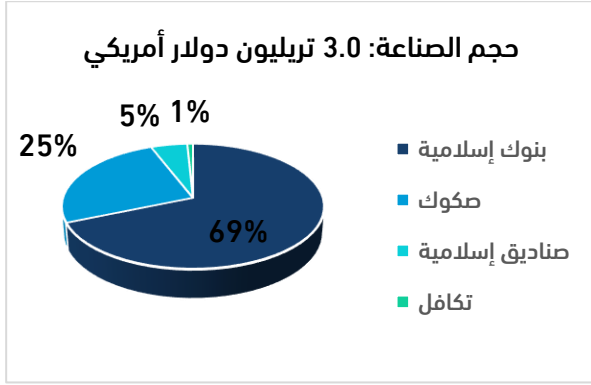
تتنوع الصكوك بتنوع عقود التمويل الإسلامي، من ذلك صكوك المرابحة، وصكوك الإجارة، وصكوك السلم، وصكوك الاستصناع، وصكوك المضاربة، وصكوك المشاركة، وصكوك الوكالة بالاستثمار، كما توجد صكوك هجينة تجمع أكثر من عقد واحد في هيكله الصك، مثل صكوك المرابحة مع الوكالة

³ لهذا السبب، يتضمن هذا النوع من الصكوك علاوة مخاطرة مقارنة بالصكوك العادية.

⁴ قد تكون الصكوك كذلك دائمة وليس لها تاريخ استحقاق، لكن مع ذلك يتم تضمين حق الخيار (من طرف المصدر) لسداد قيمة الصكوك بعد

نمو سنوي خلال فترة أوج الجائحة وصلت إلى 20 بالمائة، وواصل زخم النمو في الأسواق التقليدية (دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية، وجنوب شرق آسيا) وفي الأسواق الحديثة (تركيا ودول إفريقيا جنوب الصحراء). لا تزال حصة أصول البنوك الإسلامية من إجمالي الصناعة المالية الإسلامية هي الأعلى، حيث تمثل ما يقرب من 70 بالمائة من حجم الصناعة، في حين تكتسب الصكوك زخماً متزايداً للسنة الرابعة على التوالي، حيث وصلت في سنة 2021 إلى حوالي ربع حجم الصناعة المالية الإسلامية، ما قيمته 776 مليار دولار أمريكي (شكل 4):

شكل 4. مكونات الصناعة المالية الإسلامية وهيكلها (2021)



المصدر: (Islamic Financial Services Board 2022)

تاريخياً، يعزى الأداء القوي لصناعة الصكوك إلى الإصدارات السيادية القوية في أسواق التمويل الإسلامي الرئيسية لدعم نفقات الميزانية، غير أن عاملاً مهماً صار يمثل أحد أهم عناصر الدفع لقطاع الصكوك وهو إصدارات القطاع المالي، بشكل خاص إصدارات البنوك الإسلامية، والتي تركز على صكوك دعم القاعدة الرأسمالية: الشريحة الأولى والشريحة الثانية)، وأيضا لدخول عدد من الوافدين الجدد لسوق الصكوك (مثل تايوان)، وزيادة إصدارات الصكوك طويلة الأجل (ما بين 30 إلى 50 سنة)، والزيادة في إصدارات مستقرة قصيرة الأجل بهدف إدارة السيولة.

يساعد إصدار قوانين منظمة أو أدلة إرشادية في تيسير عمليات الإصدار وتوسع سوقها.

من التحديات التي تحتاج معالجة خاصة الحدث المسبب (Trigger Event) أي الحدث الذي استناداً إليه تعتبر الجهة الإشرافية أن البنك المصدر للصكوك لن يتمكن من الاستمرار في النشاط وهو على هذه الحال، ويطرح هذا الأمر إشكاليين أولهما يتعلق بكون تفعيل الحدث المسبب يكون تقديرياً (يرجع إلى السلطة الإشرافية غالباً)، وثانيهما يتعلق بالجانب الشرعي حول جواز إبراء البنك المصدر للصك من دفع مستحقات الصكوك عند تفعيل الحدث المسبب.

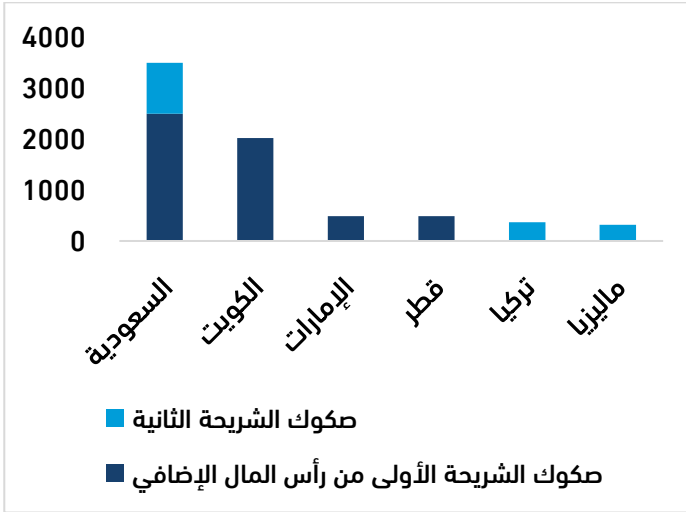
كذلك يواجه شرط الاستمرارية لإدراج الصك ضمن رأس المال الأساسي للبنك الإسلامي تحدياً آخر من الناحيتين الفنية والشرعية. من الناحية الفنية، ينظر المساهمون ببعض التوجس لحملة الصكوك الأبدية (المستمرة)، إذ قد يعني ذلك بالنسبة لهم دخول مساهمين جدد بشكل قانوني مختلف، أما من الناحية الشرعية، فيتم طرح تساؤل حول كون العقد (بشكل خاص عقد المضاربة على اعتباره الأكثر استخداماً في صكوك دعم رأس المال) أبدياً، أو مدته غير محددة. ومن القضايا التي تحتاج إلى معالجة شرعية ومحاسبية مالية هي أولوية صكوك رأس المال (Seniority) وهل تكون في مرتبة الأسهم العادية أم أعلى منها في الأولوية؟ وهل يتقدم حملة الصكوك على المساهمين في حالة التصفية أم لا (السياري 2019). كذلك لا توجد الكثير من الأدلة العملية ولا التطبيقات العملية التي تسهل عملية إصدار صكوك ومتطلباتها للوفاء بنسب كفاية رأس المال للبنوك الإسلامية، وحتى تعليمات لجنة بازل للرقابة المصرفية أخذت بالاعتبار للسندات التقليدية والتي تختلف تماماً في هيكليتها عن الصكوك.

4. دراسات حالة لهيكل الصكوك لدعم القاعدة الرأسمالية

1.4. نظرة على سوق صكوك دعم رأس المال:

على الرغم من أن الصناعة المالية الإسلامية (مثل غيرها من القطاعات الاقتصادية والمالية) قد أمضت سنة 2020 والجزء الأكبر من عام 2021 في مواجهة الصدمة المزدوجة المتمثلة في التكيف مع جائحة كوفيد-19 وانخفاض أسعار النفط، إلا أن قطاع الصكوك عرف نمواً غير مسبوق، حيث حقق معدل

شكل 6. إصدارات صكوك دعم رأس المال بحسب الدول



المصدر: (Islamic Financial Services Board 2022)

3.4. دراسة حالة صكوك مصرف الإنماء القائمة على المضاربة:

أصدر بنك الإنماء (بالمملكة العربية السعودية) وهو بنك إسلامي بالكامل⁵ صكوكاً قائمة على عقد المضاربة، وتم اعتبارها متوافقة مع متطلبات لجنة بازل للرقابة المصرفية لإدراجها ضمن الشريحة الأولى من رأس المال.

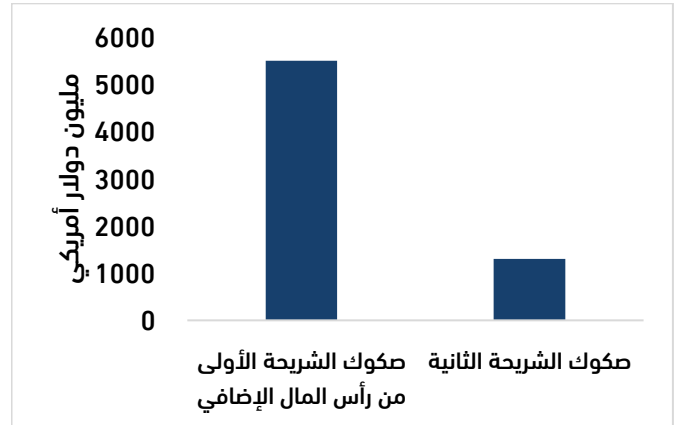
في صكوك المضاربة عادة ما يتم إنشاء شركة ذات غرض خاص (SPV) لإصدار الصكوك والمساهمة في العائدات المحصلة من المستثمرين كرأس مال المضاربة، ووفقاً لذلك، يكون المصدر (الشركة ذات الغرض الخاص) هو صاحب المال، بينما يكون المنشئ هو المضارب (وقد يساهم في بعض الحالات بالمال)، وبناء على ذلك يتولى إدارة المال. يتم تقسيم أي أرباح ناتجة عن المضاربة بين رب المال (SPV) والمضارب (الشركة المنشئة) وفقاً لنسب المشاركة في الأرباح المتفق عليها المنصوص عليها في اتفاقية المضاربة (في نشرة الإصدار). تستخدم الشركة ذات الغرض الخاص الأرباح التي تحصل عليها من المضاربة لتسديد مدفوعات مبالغ التوزيع الدورية المستحقة بموجب الصكوك لحملة الصكوك.

كانت هيكل صكوك المضاربة تشتمل عادةً على تعهد شراء لصالح الشركة ذات الغرض الخاص، مما يسمح بشراء حصة

2.4. تطور إصدارات صكوك دعم القاعدة الرأسمالية:

حافظ التوزيع القطاعي لمصدري الصكوك على ذات النمط خلال السنوات الأربعة الماضية، حيث لا يزال مصدر القطاع المالي يشكلون النسبة الأكبر من مصدري الصكوك بعد الإصدارات السيادية. لا يزال الإصدار الجماعي عبر هذين القطاعين (السيادي والقطاع المالي) يشكل نسبة 90 بالمائة من إجمالي الإصدارات خلال عام 2021. على مستوى مصدري القطاع المالي، هناك حوالي 14 بالمائة من الإصدارات تندرج ضمن إصدارات البنوك لدعم رأس المال التنظيمي وفقاً لاتفاقية بازل III، حيث تم إصدار حوالي 91 بالمائة منها في منطقة دول مجلس التعاون الخليجي (شكل 6).

شكل 5. إصدارات صكوك دعم رأس المال (بحسب النوع)



المصدر: (Islamic Financial Services Board 2022)

⁵ تعمل بالمملكة العربية السعودية أربع بنوك إسلامية هي الراجحي، والجزيرة، والبلاد، والإنماء.

يحتوي الجدول 1 وصفاً تفصيلياً لصكوك المضاربة المتوافقة مع متطلبات لجنة بازل للرقابة المصرفية لتصنيف الأداة المالية ضمن حقوق الملكية، مع توضيح الطريقة التي تم بها هيكل الصك للوفاء بتلك المتطلبات استناداً إلى نشرة الإصدار:

جدول 1. وصف هيكل صك المضاربة لبنك الإنماء مع متطلبات تضمين الصك ضمن حقوق الملكية

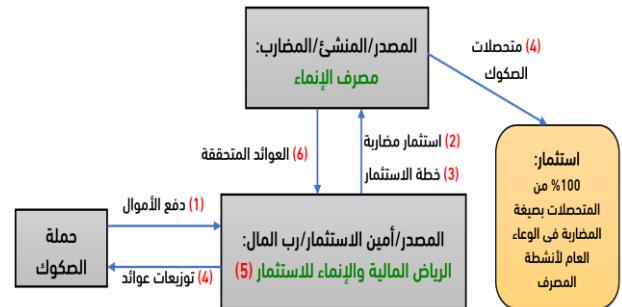
متطلبات إدراج المنتج المالي	الشروط في الصك
القدرة على استيعاب الخسارة	يملك الصك خصائص حقوق الملكية، حيث تكون مطالبة الصكوك في نفس مرتبة حقوق الملكية العادية، وتقتصر تلك على الموجودات المتبقية بعد الوفاء بكافة المطالبات الأساسية. وفيما يخص الخسارة، فإنه بحسب عقد المضاربة الذي يحكم الصكوك، فإنه في حال وجود خسارة يتحملها حملة الصكوك (رب المال) -إلا إذا أثبت المضارب (المصرف) أن الخسارة لم تكن بسبب تعديه أو تقصيره أو مخالفته لشروط المضاربة.
الاستمرار	بحسب نشرة الإصدار، الصكوك مستمرة، وليس لها تاريخ استحقاق محدد، بل تواريخ استدعاء اختيارية ⁶
توزيع الأرباح	يقتسم الطرفان (المصرف) والمستثمرون (حملة الصكوك) الربح المتحقق من أصول المضاربة وفق النسبة التي يتفقان عليها، وذلك على أساس التوزيع الحكي للمضاربة (بعد خصم حصة المصرف من الأرباح بالنسبة والتناسب مع أصوله الأخرى المختلطة في الوعاء العام).

⁶ الحق للمصرف استدعاء الصكوك عند حدوث حالة متعلقة بالضرائب أو حالة تتعلق برأس المال النظامي.

صاحب المال في المضاربة بسعر ممارسة (تنفيذ) متفق عليه مسبقاً، لكن الاعتراضات التي أبدتها هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI) حيال هذه الهيكله أدى إلى تراجع استخدام التعهد. كان تحفظ (AAOIFI) على استخدام التعهد، أنه تم تصميم سعر الممارسة لضمان حصول صاحب المال على المبلغ المطلوب لدفع مبلغ التوزيع المستحق في حال حل (انتهاء) الصكوك للمستثمرين، بمعنى آخر ضمان القيمة الإسمية للصكوك عند حلها. تقرر ضوابط التمويل الإسلامي أنه لا يجوز للمنشئ منح تعهد شراء بأي مبلغ بخلاف القيمة السوقية لمصلحة صاحب المال في أصول المضاربة في وقت البيع (على أساس أن تحديد القيمة بالرجوع إلى قيمة الصكوك هي بمثابة ضمان للربح وأصل الدين، وهو ما لا يُسمح به بموجب الشريعة الإسلامية، ما لم يتم تقديمه من قبل طرف ثالث مستقل). لم يكن أثر منح إمكانية منح تعهد للشراء سلبياً تماماً، فهو وإن أدى إلى تراجع هيكل المضاربة للصكوك، إلا أنه ساهم في تصحيح مسيرة الصكوك، وساهم في جعل صكوك المضاربة من الأدوات التي تتوافق مع متطلبات لجنة بازل للرقابة المصرفية لاعتبارها ضمن الأدوات المصنفة ضمن المستويين الأول والثاني لزيادة رأس المال التنظيمي للبنوك، وهذا ساعد على اكتساب هذا النوع من الصكوك زخماً كبيراً بشكل خاص لدى البنوك. (قندوز، **الصكوك: الإطار النظري والتطبيقي 2022**)

يوضح الشكل (7) أدناه هيكل صكوك مصرف الإنماء القائمة على صيغة المضاربة التي استخدمها لدعم رأس المال التنظيمي (الشريحة الأولى):

شكل 7. هيكل الصكوك القائمة على صيغة المضاربة



المصدر: (قندوز، الصكوك: الإطار النظري والتطبيقي 2022)

⁶ يحق للمصرف استدعاء الصكوك بتصفية المضاربة كلياً على أساس التصفية الحكيمة النهائية وذلك بعد مضي 5 سنوات على بدء المضاربة، أو في تاريخ توزيع دوري بعد هذا التاريخ، كما أن للمصرف

<p>إذا اختار المصرف استدعاء الصكوك وتصفية المضاربة، وكان رأس مال تصفية المضاربة أقل من رأس مال الصكوك، فيخير المضارب بين:</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ الاستمرار في استثمار رأس مال المضاربة وعدم الاستمرار في التصفية الحكيمة للمضاربة، ولن يتم توزيع عائدات التصفية في هذه الحالة، أو ▪ المضي قدماً في التصفية الحكيمة للمضاربة وتعويض حملة الصكوك بالنقص، ولا يعد ذلك ضماناً لرأس مال المضاربة لأن المضارب غير مجبر على التصفية باستخدام خيار الاستدعاء، بل هو صاحب الحق المطلق في اتخاذ قرار تصفية المضاربة في هذه الحال أو الاستمرار فيها. 	<p>انعدام الضمان بطبيعته وتبعات الاستدعاء</p>	<p>تظهر قيمة الأموال المكتتب فيها لهذه الصكوك ضمن حقوق الملكية في قائمة المركز المالي.</p>	<p>طبيعة حقوق الملكية</p>
<p>إذا أعلنت الجهة التنظيمية حالة عدم الاستمرارية للمصرف (وفقاً لشروط وأحكام الصكوك، ووفقاً للمتطلبات النظامية لرأس المال)، فيوافق حملة الصكوك على شطب حقوقهم في الصكوك بالنسبة والتناسب مع المبلغ المشطوب، وإذا كان مبلغ الشطب مساوياً لكامل القيمة الاسمية للصكوك، فيتم إلغاء الصكوك ويتنازل حملة الصكوك عن حقوقهم بموجب المضاربة للمضارب، ويتم الشطب عندئذ بشكل دائم.</p>	<p>عدم الاستمرارية</p>	<p>يظهر من خلال نشرة الإصدار، ما يلي:</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ لا يوجد عائد مضمون على الصكوك، ومعدل الربح المتوقع هو 4% سنوياً. ▪ في حال عدم دفع المصدر لمبلغ التوزيع الدوري في التاريخ المحدد نتيجة لحالة من حالات عدم الدفع أو اختيار عدم الدفع وفقاً لما تنظمه التعليمات ذات الصلة، يتم قيد أي ربح محقق ولم يتم دفعه لحملة الصكوك في ظل تلك الظروف في الحساب الاحتياطي للمضاربة، ولا يحق للمصرف في هذه الحالة توزيع أرباح على حملة الأسهم. ▪ تستخدم المبالغ المتحصلة من عوائد المضاربة في توزيع الدفعات الدورية لحملة الصكوك وفق مؤشر معين، ويعاد استثمار الفائض بعد دفع مبلغ التوزيع الدوري في كل فترة في أصول المضاربة لصالح حملة الصكوك، ويقر وكيل حملة الصكوك بعدم وجود ضمان لأي عائد من أصول المضاربة (سواء على هيئة رأس مال أو ربح) 	<p>انعدام الضمان</p>
<p>يتم تصفية المضاربة في أي من حالات إخلال أو إعسار أو تصفية المصرف. ويكون لحملة الصكوك عندئذ المطالبة بالمبالغ المتعلقة برأس مال المضاربة ومبالغ التوزيعات الدورية ومدفوعات التعويضات وأي مدفوعات أخرى</p>	<p>حالة الإعسار</p>	<p>عوائد التصفية عند التصفية الحكيمة النهائية للمضاربة في تاريخ انتهاء المضاربة، يقوم المصرف بتصفية ودفع عوائد التصفية لحملة الصكوك، وبعد دفع رأس مال تصفية المضاربة إلى حملة الصكوك، يتم دفع أية مبالغ مودعة في حساب احتياطي المضاربة إلى المضارب كحافز أداء</p>	<p>شرط الإفصاح</p>
<p>إضافة إلى ما سبق الإشارة إليها فيما يتعلق بطبيعة حقوق الملكية، يتم الإفصاح بشكل واضح عن حقوق الملكية العادية في قائمة المركزي المالي، كما يفصح المصرف (المضارب) بشكل دوري في بياناته المالية عن ربح المضاربة أو خسائرها.</p>			

مستحقة وواجبة السداد لهم بموجب شروط وأحكام الصكوك وعقد المضاربة.

2.4. إصدارات أخرى:

يوضح الجدول 2 أدناه بعض إصدارات صكوك دعم القاعدة الرأسمالية لبعض البنوك الإسلامية، مع وصف لأهم خصائصها:

جدول 2. بعض إصدارات صكوك زيادة القاعدة الرأسمالية

المؤسسة	وصف الصكوك
بنك البلاد	في عام 2016، أصدر بنك البلاد بالمملكة العربية السعودية (وهو بنك إسلامي بالكامل) صكوكا بقيمة 2 مليار ريال سعودي مستحقة في عام 2026. استندت الصفقة إلى هيكل هجين مكون من مرابحة ومضاربة، وبموجبه يتم استخدام 49% من حصيلة الصكوك في عقود على أصول مرابحة مدرة للربح، في حين يتم استثمار 51% من حصيلة الصكوك في الأصول التي تشكل أعمال المنشئ بموجب اتفاقية مضاربة. ميزة هذه الصكوك أنها وعلى عكس الهياكل الأخرى الشائعة في السوق حيث تكون المرابحة مسؤولة عن السداد بنسبة 100% من مبلغ التصفية ومدفوعات الأرباح خلال عمر الصك (وفقاً للهيكل المستخدم)، كان مكوّن المرابحة مسؤولاً فقط عن سداد 1.980.000.000 ريال سعودي، مع الدفع المتبقي في تاريخ الحل وجميع المدفوعات في كل تاريخ حل دوري متأتية من جزء المضاربة من الصفقة، من أجل جعل الصكوك جذابة ومتوافقة تماماً مع المتطلبات الشرعية حتى من الهيئات الشرعية الأكثر تحفظاً. تمت هيكلة الصكوك بحيث يتم تصنيفها على أنها من الفئة الثانية (Tier2) من رأس المال النظامي وتم إصدارها من أجل زيادة نسبة كفاية رأس مال البنك.
بنك الجزيرة	في عام 2016، تولت كل من شركة جي آي بي كابيتال والجزيرة كابيتال، بصفتها مديرين رئيسيين مشتركين ومديري حسابات، عملية تصكيك أصول لصالح بنك الجزيرة (وهو بنك إسلامي يعمل بالمملكة العربية السعودية)،

وإصدار صكوك بقيمة 2 مليار ريال سعودي تستحق في عام 2026. استندت الصفقة إلى هيكل مرابحة هجين، حيث تم استخدام 49% من حصيلة الإصدار في شكل مرابحة على أصول مدرة للدخل، ونسبة 51% من الحصيلة تم استثمارها في أصول تشكل أعمال المنشئ بموجب اتفاقية المضاربة. على غرار صكوك بنك البلاد السابق وصفها، فقد تمت هيكلة صكوك بنك الجزيرة بحيث يتم تصنيفها على أنها من الفئة الثانية من رأس المال، وتم إصدارها من أجل زيادة نسبة كفاية رأس مال البنك.

5. خاتمة وتوصيات:

قائمة المصادر:

- Islamic Financial Services Board. 2022. "Islamic Financial Services Industry: Stability Report."
- LATHAM & WATKINS LLP. 2019. "The Sukuk Handbook: A Guide To Structuring Sukuk."
- The World Bank, and Islamic Development Bank. 2019. *REFERENCE GUIDE: ISLAMIC FINANCE FOR INFRASTRUCTURE PPP PROJECTS*. Washington DC: The World Bank.
- الوليد طلحة، و طارق إسماعيل. 2021. *تمويل البنية التحتية في الدول العربية: التحديات والخيارات*. أبوظبي: صندوق النقد العربي.
- خالد السيارى. 2019. "صكوك الشريعة الأولى." جدة: ندوة البركة للاقتصاد الإسلامي.
- سوق دبي المالي. 2018. *معايير سوق دبي المالي المتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية: المعيار رقم 2 لإصدار وتملك وتداول الصكوك*. دبي: سوق دبي المالي.
- عبدالكريم قندوز. 2022. *الصكوك: الإطار النظري والتطبيقي*. أبو ظبي: صندوق النقد العربي.
- عبدالكريم قندوز، و سفيان فعلول. 2021. *الصناعة المالية الإسلامية في دول المغرب العربي*. أبو ظبي: صندوق النقد العربي.
- قانون صكوك التمويل الإسلامي الأردني. 2012. "قانون رقم 30 لسنة 2012: قانون صكوك التمويل الإسلامي."
- هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية. 2003. *المعيار الشرعي رقم 17: صكوك الاستثمار*.
- على غرار البنوك التقليدية، تواجه البنوك الإسلامية مجموعة من التحديات المتعلقة بالوفاء بمتطلبات نسبة كفاية رأس المال. وفي حين تتمتع البنوك التقليدية بمرونة نسبية في تطوير أدوات مالية تمكّنها من دعم قاعدتها الرأسمالية، لا تزال البنوك الإسلامية تجتهد في ابتكار وهندسة أدوات تحقق هذا الغرض. استفادت البنوك الإسلامية من الصكوك التي تتميز بمجموعة من الخصائص كالكفاءة الاقتصادية والمصدقية الشرعية، فضلاً عن مرونة هيكلتها. مكنت هذه الخصائص من تطوير صكوك موجهة لدعم القاعدة الرأسمالية للبنوك، سواءً لدعم الشريحة الأولى أو الشريحة الثانية من رأس المال. تظهر التطبيقات العملية لإصدارات الصكوك بالمنطقة العربية أنها تتركز بالكامل بالبنوك العاملة في منطقة مجلس التعاون لدول الخليج العربية، حيث لديها بنية تحتية قوية سواءً تلك الخاصة بأسواق المال (لأغراض الإصدار والتداول) أو تلك الخاصة بالتمويل الإسلامي (قوانين التمويل الإسلامي، مؤسسات إشرافية، رقابة شرعية، بنوك إسلامية...)، فضلاً عن أن استخدامها ما يزال محدوداً من حيث عدد البنوك التي استخدمتها. يجعل هذا الأمر من الصعب الوصول إلى استنتاجات حيال التحديات الفعلية المتعلقة بإصدار هذه الصكوك وتحديات استخدامها من طرف البنوك الإسلامية، والتحديات المتعلقة بالرقابة والإشراف على هذه الصكوك من طرف الجهات الإشرافية والرقابية على القطاع المالي، وقد يمكن ذلك مستقبلاً مع توسع انتشارها وزيادة استخدامها ما يوفر حجماً أكبر من البيانات القابلة للفحص. ولتعزيز انتشار استخدام هذه الأدوات المالية المبتكرة، قد تكون هناك حاجة لإجراء المزيد من الدراسات التطبيقية للتعرف على العلاقة بين إصدار صكوك دعم القاعدة الرأسمالية وريحية البنوك الإسلامية، والتعرف على مدى قدرتها على امتصاص الصدمات. لا تزال العديد من التحديات تواجه التوسع في استخدام صكوك دعم القاعدة الرأسمالية للبنوك الإسلامية، منها ما يتعلق بالجوانب الفنية (الوفاء بشروط ومتطلبات لجنة بازل لإدراجها ضمن رأس المال)، أو بالجوانب الشرعية، فضلاً عن أن استخدامها مرتبط بوجود بنية تحتية راسخة للصناعة المالية الإسلامية.

للاطلاع على الإصدارات الأخرى من موجز السياسات، يمكنكم زيارة الموقع الإلكتروني لصندوق النقد العربي على الرابط التالي:
www.amf.org.ae

صدر من سلسلة (موجز السياسات) مجموعة من الأعداد، منها:

- العدد 18: دور الشمول المالي في تمكين المرأة. يناير 2021.
- العدد 19: استخدام الاقتصاد السلوكي في دعم عملية صنع السياسات الاقتصادية: تجارب إقليمية ودولية، أبريل 2021.
- العدد 20: نحو عقد اجتماعي جديد في الدول العربية: دور المالية العامة، يونيو 2021.
- العدد 21: تحديات وخيارات تمويل البنية التحتية في الدول العربية، أغسطس 2021.
- العدد 22: اقتصاديات جانب العرض، أثر لافر، ومبدأ "الضريبة تقتل الضريبة": مدخل للإصلاحات الضريبية بالدول العربية، سبتمبر 2021.
- العدد 23: واقع وآفاق القطاع غير المصرفي في الدول العربية: قطاع التأمين، أكتوبر 2021.
- العدد 24: الموجة التضخمية العالمية- المسببات والآثار والانعكاسات على الاقتصادات العربية، نوفمبر 2021.
- العدد 25: سياسات جذب الاستثمار الأجنبي المباشر في أعقاب جائحة كوفيد-19، يناير 2022.
- العدد 26: تحديات وخيارات السياسة المالية في الدول العربية في مرحلة ما بعد جائحة كوفيد-19، فبراير 2022.
- العدد 27: استخدام الصكوك لتمويل مشروعات البنية التحتية بالدول العربية، أبريل 2022.
- العدد 28: التداعيات الاقتصادية الإقليمية والدولية للتطورات الراهنة" (أبريل 2022).
- العدد 29: واقع وآفاق القطاع غير المصرفي في الدول العربية: قطاع التمويل متناهي الصغر، مايو 2022.