

بسم الله الرحمن الرحيم

تقييم أذون الخزانة وبدائلها في الجمهورية اليمنية

دراسة تحليلية للفترة 1996 - 2010

إعداد

د. محمد عبد الحميد فرحان

رئيس قسم العلوم المالية والمصرفية

الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية - صنعاء

يوليو 2010

مقدمة

الحمد لله رب العالمين، والصلاة والسلام على أشرف الخلق سيدنا محمد وعلى آله وصحبه أجمعين، وبعد:

تعرض الاقتصاد اليمني بعد حرب صيف 1994 لهزات عنيفة نتيجة لمجموعة من العوامل الداخلية والخارجية التي أثرت فيه سلباً وبشكل كبير، الأمر الذي حدا بالحكومة إلى تبني برنامج جديد للإصلاح الاقتصادي والنقدي وبدعم من صندوق النقد والبنك الدوليين، وظهرت نتيجة لذلك وتحديداً منذ العام 1995 ولأول مرة في اليمن ما أصطلح عليه بأذون الخزانة، وعلى الرغم من تحسن المؤشرات الاقتصادية التي ارتبطت بها أذون الخزانة منذ العام 1998، إلا أن السلطات استمرت في إصدارات أذون الخزانة وبنسب متزايدة، وهو ما جعل من تلك السياسة عرضة للتشكيك في مدى قدرتها على تحقيق الأهداف المرجوة منها، الأمر الذي أكد عليه مجموعة من الباحثين والمتخصصين في هذا المجال.

ومن هنا تأتي أهمية هذه الدراسة التي سعت إلى تقييم الآثار الاقتصادية لأذون الخزانة منذ فترة إنشائها وحتى مايو من العام الحالي 2010، والتأكد من مدى الحاجة لأداة بديلة لأذون الخزانة، ومن ثم تقديم تصور حول تلك الأداة وكيفية تطبيقها بما يخدم أهداف التنمية في البلد.

أما مشكلة الدراسة فتمثلت باستمرار السلطات في إصدار أذون الخزانة رغم تزايد حدة التشكيك في مدى قدرتها على تحقيق الأهداف المرجوة منها، وتعالى الأصوات المطالبة بأهمية وجود بديل لتلك الإصدارات يمكن من خلاله تحقيق الأهداف التي يرى المتخصصون أن سياسة الاستمرار بإصدار أذون الخزانة قد فشلت في تحقيقها.

وعليه فإن هذه الدراسة هدفت إلى التأكد من مدى قدرة السياسة المتمثلة في الاستمرار بإصدار أذون الخزانة وبنسب متزايدة في تحقيق أهدافها المحددة بالقانون،

إضافة إلى تقديم تصور حول البديل الملائم الذي يمكن من خلاله تحقيق الأهداف الاقتصادية المُفترض بأذون الخزانة تحقيقها.

وقد بنيت هذه الدراسة التي اعتمدت المنهج الوصفي التحليلي على فرضيتين: الأولى، أن سياسة الاستمرار في إصدارات أذون الخزانة قد استنفدت أهدافها المحددة بالقانون، والثانية، أن الحاجة ماسة إلى بديل مناسب يتلائم مع الخصوصية البيئية والاقتصادية السائدة ويحقق الأهداف الاقتصادية المرجوة.

أما بالنسبة لمفردات هذه الدراسة، فقد تم عرضها في مبحثين: الأول بعنوان " تقييم أذون الخزانة في اليمن "، ويتضمن نبذة مختصرة عن نشأة أذون الخزانة في اليمن والأهداف المرجوة منها منذ إنشائها، إضافة إلى تطور إصدارها منذ العام 1996 وحتى مايو 2010، ومن ثم سيتم استعراض آثار إصدارات أذون الخزانة على المتغيرات الاقتصادية ذات الصلة بالأهداف المرجوة منها. والثاني بعنوان "الصكوك الإسلامية وخيارات إصدارها في الجمهورية اليمنية"، ويتضمن نبذة مختصرة عن نشأة الصكوك الإسلامية وتطورها وأبرز الخصائص التي تميزها والأهمية الاقتصادية لتبني إصدارها في اليمن، والأطراف المعنية بإصدارها، والصيغ الممكن استخدامها في التطبيق، ومن ثم خيارات إصدارها في الجمهورية اليمنية ومجالات تطبيق كل خيار.

المبحث الأول: تقييم أدون الخزانة في اليمن.

تعتبر أدون الخزانة (نسبة إلى خزينة الدولة) من أدوات عملية الاقتراض قصيرة الأجل من قبل الحكومة ويقصد بالأدون: إذن من الحكومة للبنك المركزي بإصدارها ووعدها منها للمشتري بسدادها (مكتوب على وثيقة إذن الخزانة)، ومدة الإذن الواحد تتراوح بين شهر إلى عام كامل من تاريخ إصداره، ويطلق عليها أحياناً مسمى السندات الحكومية كون الحكومة من خلال البنك المركزي تصدرها للاكتتاب العام بعائد ثابت^١.

نشأة أدون الخزانة في اليمن وأهدافها.

في ضوء التراجع الاقتصادي الذي شهدته اليمن منذ بداية العقد الأخير من القرن الماضي، والذي نتج عن تضافر مجموعة من العوامل والتغيرات الداخلية والخارجية التي عانت منها اليمن في تلك الفترة ومنها^٢:

١. انخفاض التحويلات الخارجية بما يقارب ملياري دولار سنوياً، بسبب عودة المغتربين من دول الخليج، وتوقف المساعدات الخارجية نتيجة لموقف اليمن من حرب الخليج الثانية.

٢. ارتفاع حجم المديونية الداخلية والخارجية بحدود العام 1995 إلى أرقام قياسية تصل نسبتها إلى (3.65) ضعف الناتج المحلي الإجمالي.

٣. ارتفاع نسبة العجز في الموازنة العامة إلى نسب قياسية وصلت في العام 1994 إلى (22%) من حجم الناتج المحلي الإجمالي.

٤. ارتفاع معدلات التضخم بدرجات لم تشهدها اليمن من قبل حيث وصلت في العام 1994 إلى 72%، وإن كانت بعض التحليلات تشير إلى أنها تجاوزت ذلك المعدل بكثير.

^١ خربوش، حسين علي، وآخرون: إدارة المحافظ الاستثمارية، دار الزهران للنشر، الأردن، ط ١٩٩٩م، ص ٤٠ - ٤١.
^٢ فرحان، حسن ثابت: أدون الخزانة: البداية والنهاية، هدف الإنشاء ونهاية الاستخدام، دراسة منشورة في المجلة العلمية، جامعة عين شمس، العدد الأول، يناير ٢٠٠٨م، ج ٢، ص ٤٨٣ - ٤٨٤.
ورقة عمل منشورة أعتها اللجنة المالية في مجلس الشورى بعنوان "أدون الخزانة وأثرها على الاقتصاد والاستثمار"، مجلة دراسات اقتصادية، العدد العاشر، يناير - مارس، ٢٠٠٤م، المؤتمر الشعبي العام، صنعاء، ص ١١٦ - ١١٧.
الأثوري، جميل حميد: دور السياستين المالية والنقدية في عملية الاستقرار الاقتصادي في اليمن، مجلة دراسات اقتصادية، العدد العاشر، يناير - مارس، ٢٠٠٤م، المؤتمر الشعبي العام، صنعاء، ص ١٦٨ - ١٧٢.

٥. النمو السالب في الناتج المحلي لعدة سنوات متتالية وتجمد الاستثمار وهروب رؤوس الأموال الوطنية.

٦. استفحال البطالة وارتفاع معدلاتها، حيث أشارت الدراسات المختلفة إلى أن معدلاتها وصلت إلى ما بين 35% - 40% من قوة العمل.

وفي ظل تلك الظروف تبنت الحكومة بدعم من البنك الدولي وصندوق النقد الدولي حزمة من الإصلاحات المالية والاقتصادية تمثلت في إجراء مجموعة من التعديلات الجوهرية الهادفة إلى إصلاح وتهيئة البنية الاقتصادية في اليمن، والتي كان من أهمها البدء في تمويل الموازنة العامة بأدوات غير تضخمية عن طريق إصدارات الدين العام حيث بدأت بإصدار أذون الخزانة المحلية كأداة من أدوات السياسة الاقتصادية بشقيها المالي والنقدي، وذلك لتحقيق هدفين أساسيين حددت بموجب قانون الدين العام رقم (19) للعام 1995، يرى المختصون ارتباطهما بمجموعة من الأهداف الفرعية، وذلك الهدفان هما ١:

١ تمويل المشاريع الاستثمارية.

ويرتبط به هدف تمويل عجز الموازنة لا سيما في شقها الاستثماري بدلاً من الإصدار النقدي الجديد^٢.

٢ سحب فائض السيولة النقدية وتوجيهها لأغراض المنفعة الاقتصادية العامة.

ويرتبط به هدف تخفيض معدلات التضخم وتحقيق استقرار الأسعار^٣.

^١ القانون رقم (١٩) للعام ١٩٩٥م، المادة (٣).

^٢ ورقة عمل منشورة أعدتها اللجنة المالية في مجلس الشورى بعنوان "أذون الخزانة وأثرها على الاقتصاد والاستثمار"، مرجع سابق، ص ١٢٠.

^٣ المرجع نفسه.

تطور أذون الخزانة في اليمن خلال الفترة (ديسمبر 1996 – مايو 2010)

إن إصدارات أذون الخزانة اليمنية تعبر عن دين حكومي قصير الأجل¹، تطرحه الحكومة للمؤسسات العامة المحلية والتأمينات والبنوك والأفراد، مجزأ إلى قيم متساوية تحدد قيمة الإذن الواحد بمبلغ 10000 ريال يمني قيمة أسمية (القيمة الفعلية + الفائدة) وقد تدفع فيه الفائدة مقدماً، بحيث يتولى عملية إصدارها البنك المركزي اليمني نيابة عن الحكومة ممثلة بوزارة المالية.

وقد تطورت عملية إصدار الحكومة لأذون الخزانة بشكل كبير لدرجة جعلت منها محط أنظار واهتمام كثير من الباحثين والمهتمين الذين تناولوا تطور عملية الإصدار بكثير من النقد والتحليل، ولذلك فإننا سنكتفي في هذا السياق بالتعريف بعملية تطور حجم الإصدارات السنوية لأذون الخزانة بالقيمة الاسمية والفعلية ومعدل العائد، للفترة من ديسمبر 1996 حتى مايو 2010.

فكما هو موضح في الجدول رقم (1) يتبين أن حجم الإصدارات بالقيمة الفعلية قد شهد تطوراً ملحوظاً خلال الفترة من ديسمبر 1995 حتى مايو 2010، إذ ارتفع حجم الإصدارات بالقيمة الفعلية من (39,360) مليون ريال في ديسمبر 1996، إلى (1,617,524) مليون ريال في ديسمبر 2009، بمعنى أن حجم الإصدار خلال هذه الفترة زاد بحوالي أربعين ضعفاً، وبمعدل نمو سنوي يتراوح بين (173.8 %) في العام 1997، و(6.9 - %) في العام 2009. كما أن حجم الإصدارات قد بلغ خلال الفترة يناير – مايو 2010 مبلغ (731,450) مليون ريال، وهو ما يقدر بحوالي (18) ضعف حجم الإصدارات خلال العام 1996.

وتجدر الإشارة هنا إلى أن سبب تراجع معدل النمو السنوي من (42.6%) في العام 2008 إلى (6.9 - %) في العام 2009، يرجع بالأساس إلى إصدار الحكومة بدءاً من فبراير 2009 سندات حكومية خاصة بالمؤسسات العامة تبلغ مدة تلك السندات ثلاث سنوات وبفائدة سنوية (7%) كبديل للاستثمار في أذون الخزانة لتلك المؤسسات والتي من أبرزها هيئات التأمينات والمعاشات وصناديق التقاعد وغيرها من المؤسسات العامة الأخرى، حيث بلغت

¹ تتراوح آجال أذون الخزانة ما بين 91 يوم، و364 يوم، وهو ما يجعل كثير من الباحثين يصنفها على أساس أنها من ضمن الأوراق المالية قصيرة الأجل. انظر: المخلافي، عبد الله غالب: قراءة في أوراق الحلقة النقاشية في مجلس الشورى حول أذون الخزانة، منشورة في: مجلة دراسات اقتصادية، العدد العاشر، يناير - مارس، 2004، المؤتمر الشعبي العام، صنعاء، ص 107..

السندات المصدرة للفترة فبراير 2009 – مايو 2010 مبلغ (397,150) مليون ريال يمني، وهو ما يقدر بـ (17%) من حجم الإصدار بالقيمة الفعلية لأذون الخزانة لنفس الفترة¹.

الآثار الاقتصادية لأذون الخزانة

سيتم في هذا الجزء دراسة الآثار الاقتصادية لأذون الخزانة على مجموعة من أهم المتغيرات ذات الصلة بالأهداف الاقتصادية التي أنط القانون بأذون الخزانة مسئولية تحقيقها، وذلك بغرض تقييم دورها وكفاءتها في تحقيق تلك الأهداف.

وبناء على ما سبق عرضه حول الأهداف الاقتصادية لأذون الخزانة المنصوص عليها بالقانون، فإن تقييم آثارها الاقتصادية سيقصر في هذه الدراسة على المجالات التالية:

أولاً: أثر أذون الخزانة على الاستثمار .

ثانياً: أثر أذون الخزانة على تمويل عجز الموازنة.

ثالثاً: أثر أذون الخزانة على المستوى العام للأسعار.

رابعاً: أثر أذون الخزانة على أسعار الصرف.

أولاً: أثر أذون الخزانة على الاستثمار:

لقد كان قانون الدين العام صريحاً بأن توجه قيمة إصدارات أذون الخزانة نحو تمويل المشاريع الاستثمارية وهو ما يعني أن تلك الإصدارات لا بد أن يكون لها تأثيراً إيجابياً على حجم الاستثمارات في الاقتصاد²، إلا أن المؤشرات الاقتصادية ذات الصلة تؤكد ما سبق أن أكدته الدراسات السابقة المتخصصة في تقييم الآثار الاقتصادية لإصدارات أذون الخزانة، بأن الإصدارات المتتالية والمستمرة لأذون الخزانة لم تحقق هدفها في هذا المجال، حيث كان لها آثاراً سلبية كبيرة على الاستثمار، مستدلين على ذلك بالآتي:

أولاً: أن التوسع والاستمرار في إصدار أذون الخزانة – راجع جدول رقم (1) - وبشكل أسبوعي، أدى إلى حرمان القطاع الخاص من الموارد التي اتجهت للاستثمار في أذون الخزانة وهو ما يعني التأثير السلبي على قدرة القطاع الخاص في تنفيذ الخطط الاستثمارية، الأمر الذي

¹ تقرير الإدارة العامة للدين العام بالبنك المركزي اليمني للعام 2009.
² القانون رقم (19) للعام 1995، المادة (3).

أدى إلى ظهور ما يعرف اقتصادياً بـ (أثر المزاخمة) أي مزاخمة الحكومة للقطاع الخاص في الحصول على موارد السيولة والمدخرات المحلية المتاحة في الاقتصاد، وهو ما يؤدي بالضرورة إلى ضعف حجم الاستثمارات في الاقتصاد^١.

ثانياً: إن التوسع في إصدار وبيع أذون الخزانة إلى الجمهور بشكل عام والبنوك بصفة خاصة - بلغت نسبة أذون الخزانة المباعة للبنوك التجارية في ديسمبر 2009، والفترة ما بين يناير - مايو 2010، نسبة (87%)، (84%) على التوالي من إجمالي الأذون المباعة^٢ - أدى إلى تراجع نسب نمو الأرصدة النقدية المتاحة لدى البنوك، وبالتالي إضعاف قدرة البنوك التجارية على منح القروض، وهو ما يعني التأثير سلباً على حجم الاستثمارات في الاقتصاد^٣.

ثالثاً: إن ارتفاع أسعار الفائدة على أذون الخزانة (نسبة الفائدة السائدة في السوق مضافاً إليها نقطتين مئويتين) شكل عامل جذب كبير للمستثمرين بما فيهم البنوك والمؤسسات، الأمر الذي أدى إلى مزاخمة الاستثمار المالي للاستثمار العيني (الإنتاجي)، وهو ما أثر سلباً على حجم الاستثمارات الحقيقية في الاقتصاد ومن ثم تراجع معدلات النمو والدخول في مرحلة الركود الاقتصادي^٤.

رابعاً: أن ارتفاع تكاليف إصدار أذون الخزانة - بلغ إجمالي الأعباء التي تحملتها الحكومة خلال الفترة يناير 1996 وحتى مايو 2010 مبلغ (481,222) مليون ريال، جدول رقم (2) - أسهم في الحد من قدرة الدولة في دعم الاستثمار العام لاسيما وأن معظم مبالغ تلك الإصدارات تم توجيهها لتغطية الإنفاق الجاري^٥، وهو ما يثبت تحول أذون الخزانة إلى عبء على الدولة أكثر من كونها أداة لتشجيع الاستثمار وتحقيق النمو الاقتصادي.

^١ ورقة عمل منشورة أعدتها اللجنة الاقتصادية في مجلس الشورى بعنوان "انحسار دور الجهاز المصرفي ورأس المال الوطني في الاستثمار"، مجلة دراسات اقتصادية، العدد العاشر، يناير - مارس، ٢٠٠٤م، المؤتمر الشعبي العام، صنعاء، ص ٢٠١.

^٢ التقرير السنوي للإدارة العامة للدين العام في البنك المركزي اليمني للعام ٢٠٠٩م. التقارير الشهرية للإدارة العامة للدين العام في البنك المركزي اليمني، يناير - مايو ٢٠١٠م.

^٣ معروف، عبد المنعم حسن: أثر أذون الخزانة على مساهمة البنوك التجارية في التنمية الاقتصادية، بحث غير منشور مقدم إلى الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، صنعاء، ٢٠١٠م، ص ٦٩ وما بعدها.

^٤ فرحان، حسن ثابت: مرجع سابق، ص ٧٥ وما بعدها.

^٥ يؤكد هذا الأمر مجموعة من الباحثين، انظر على سبيل المثال: ورقة العمل المقدمة من اللجنة المالية في مجلس الشورى: مرجع سابق، ص ١٢٥. وبابكر، شمسان محمد: بابكر، شمسان محمد: تطور أذون الخزانة في الجمهورية اليمنية خلال الفترة من ١٩٩٦م حتى ٢٠٠٩م، بحث مقدم إلى المعهد المالي، صنعاء، ٢٠١٠م، ص . و باصهيب، نزار عبد الله: الآثار الاقتصادية لأذون الخزانة، مجلة دراسات اقتصادية، العدد العاشر، يناير - مارس، ٢٠٠٤م، المؤتمر الشعبي العام، صنعاء، ص ٩٠ وما بعدها.

ثانياً: أثر أدون الخزنة على تمويل عجز الموازنة:

إن هدف تمويل عجز الموازنة فيما يتعلق بشقها الاستثماري، يُعد من أهم أهداف إصدار أدون الخزنة، وللتعرف على مدى قدرة أدون الخزنة في تحقيق هذا الهدف بالصورة المثلى (التي تتساوى فيها نسب إصدارات أدون الخزنة مع نسب العجز في الموازنة)، سنحاول المقارنة بين عجز الموازنة والموقف القائم لأدون الخزنة بالقيمة الفعلية في نهاية كل عام - على اعتبار أن الموقف القائم يعبر عن الأموال التي ما زالت ضمن تاريخ الاستحقاق والتي يمكن القول أن الحكومة استخدمتها فعلاً - وذلك بغرض التعرف على مدى كفاءة إصدارات أدون الخزنة في تمويل عجز الموازنة بدون أي انحرافات سواء كانت موجبة أو سالبة.

وكما هو ملاحظ من الجدول رقم (3) فإن نسبة الموقف القائم إلى عجز الموازنة باستثناء عامي 1996، و2009 التي لم تتجاوز نسبة الموقف القائم إلى العجز فيهما نسبة (40%)، (٩٤%) على التوالي، يتعدى بنسب عالية جداً نسب عجز الموازنة العامة في الدولة، لدرجة أن الموقف القائم لأدون الخزنة وصل في العام 1999 إلى أكثر من أربعين ضعفاً من قيمة العجز، كما أنه في السنوات 2000 و 2001 و 2006 استمرت إصدارات أدون الخزنة وبزيادات مضطربة باستثناء العام 2001 الذي شهدت نسبة الإصدار فيه تراجعاً خفيفاً، استمرت الإصدارات رغم أن الموازنة حققت فائضاً وكان الأخرى تخفيض حجم الإصدارات للاستفادة من هذا الفائض في تخفيف عبء المديونية المستحقة على الحكومة.

وبغض النظر عن أسباب الزيادة المضطربة في حجم الإصدارات بنسب تفوق بكثير نسب العجز في الموازنة^١، فإن ما يهمنا من هذا الأمر هو أن في ذلك مؤشر واضح على وجود انحراف عن الهدف المرجو من استخدام أداة أدون الخزنة في هذا المجال وهو تمويل عجز الموازنة بصورة كفؤة وفاعلة، وهو ما ينذر بتحقيق أهداف سلبية معاكسة تتمثل في زيادة احتمالات العجز مستقبلاً نتيجة لزيادة تلك الإصدارات من جهة، وزيادة الأعباء المترتبة

^١ تفاوتت آراء الباحثين حول أسباب زيادة حجم إصدارات أدون الخزنة بنسب تفوق معدلات العجز، ولعل من أهم تلك الآراء ما يلي: الرأي الأول: أن ذلك راجع إلى أن هناك مؤسسات اقتصادية يتوقف بقائها على الاستثمارات في أدون الخزنة (يؤكد هذا الأمر ورقة عمل قدمها محافظ البنك المركزي في حينه لمجلس الشورى)، وبالتالي فإن الحكومة مضطرة لأسباب سياسية وليست اقتصادية إلى الاستمرار في إصدار أدون الخزنة لأجل الحفاظ على تلك المؤسسات من الانهيار، وإن كانت تقوم من خلال البنك المركزي في إعادة استثمار تلك الإصدارات بالخارج وبنسب فائدة أقل بكثير مما تدفعه لتلك المؤسسات.

الرأي الثاني: أن ذلك راجع إلى زيادة حجم الالتزامات المتزايدة على الحكومة نتيجة لتلك الإصدارات مما يضطر الحكومة إلى زيادة حجم الإصدارات بهدف تغطية التزاماتها السابقة والأعباء المترتبة عليها.

انظر على سبيل المثال: فرحان، حسن ثابت: مرجع سابق، ص ٧٣، ص ٨٠. ويا بكر، شمسان محمد: مرجع سابق، ص ١٥. السماوي، أحمد عبد الرحمن، أدون الخزنة أداة مالية وتقنية ضرورية وخطة متقدمة نحو إنشاء سوق للأوراق المالية، ورقة عمل قدمت لمجلس الشورى منشورة في مجلة دراسات اقتصادية، العدد العاشر، يناير - مارس، ٢٠٠٤م، المؤتمر الشعبي العام، صنعاء، ص ١٤٤.

عليها سواء تكاليف فوائد تلك الإصدارات أو الخسائر المترتبة عليها نتيجة ضياع الفرص البديلة للاستثمار والإعفاءات الضريبية التي يحصل عليها حاملي تلك الإصدارات من جهة أخرى، وهو ما أكدته عدد من الدراسات التحليلية والقياسية لبعض الباحثين في هذا المجال^١.

ثالثاً : أثر أذون الخزانة على المستوى العام للأسعار:

كما هو ملاحظ من الجدول رقم (4) فإن إصدارات أذون الخزانة قد ساهمت في خفض معدل التضخم السنوي خلال السنوات الأولى من الإصدار، حيث انخفض المعدل خلال السنوات الأولى للإصدار 96، 97، 98، من (62.5%) إلى (40%) إلى (4.6%) على التوالي، إلا أن الحكومة وكما هو ملاحظ من الجدول لم تستطع من خلال الاستمرار في إصدارات أذون الخزانة أن تؤثر إيجاباً في تخفيض نسبة التضخم السنوي، حيث عاود معدل التضخم الارتفاع بعد ذلك ليتراوح فيما بين (8%) و (12.5%).

وتؤكد هذه الدراسة ما سبق إليه الباحثون السابقون من أن الاستمرار في إصدار أذون الخزانة بعد العام 98 قد استنفدت أهدافها في هذا المجال، حيث أن ارتفاع سعر إعادة الخصم وإن لم يكن هو العامل الوحيد إلا أنه قد ساهم بشكل واضح في ارتفاع أسعار الكثير من السلع الهامة والضرورية، وذلك من عدة وجوه من أهمها^٢:

١. ارتفاع كلفة الاقتراض من البنوك التجارية وبالتالي ارتفاع تكلفة المشاريع الإنتاجية والخدمية المعتمدة على الاقتراض من البنوك ومن ثم ارتفاع أسعار منتجاتها.

٢. توجه العديد من المنتجين لرفع أسعار منتجاتهم لتصل معدلات الأرباح إلى مستوى معدل أذون الخزانة.

مما سبق وعلى ضوء ما هو موضح في الجدول رقم (4) يتبين أن إصدارات أذون الخزانة بعد العام 1998 رافقها ارتفاع مستمر في المستوى العام للأسعار، وهو ما يعد مخالفاً للهدف المرجو منها في هذا المجال والمشار إليه في القانون.

^١ الطيري، نبيل محمد: تقييم سياسة أذون الخزانة وأثرها على المتغيرات الاقتصادية الكلية في الجمهورية اليمنية، قطاع التوقعات الاقتصادية، وزارة التخطيط والتنمية، صنعاء، فبراير ٢٠٠٩م، ص ١٩ وما بعدها. بابكر، شمسان: مرجع سابق، ص ٤٧ - ٤٩.

^٢ ورقة عمل منشورة أعدتها اللجنة الاقتصادية في مجلس الشورى بعنوان "انحسار دور الجهاز المصرفي ورأس المال الوطني في الاستثمار"، مرجع سابق، ص ١٩٥. باصهيب، نزار عبد الله: الآثار الاقتصادية لأذون الخزانة، مرجع سابق، ص ٩٦. بابكر، شمسان محمد: مرجع سابق، ص ٥١. الطيري، نبيل: مرجع سابق، ص ١٩.

رابعاً: أثر أذون الخزانة على أسعار الصرف:

يعد استقرار سعر صرف العملة المحلية أمام العملات الأجنبية وأهمها الدولار الأميركي من أبرز جوانب برنامج الإصلاح الاقتصادي والنقدي، وتبعاً لذلك أصبحت أذون الخزانة من أهم متطلبات برنامج الإصلاح لأجل تحقيق هذا الهدف، بحيث كان من المفترض أن تؤثر إصدارات أذون الخزانة بشكل إيجابي في استقرار سعر الصرف وذلك من جانبين:

١. توجيه قيمة إصدارات أذون الخزانة لتمويل المشروعات الاستثمارية، وهو ما سيؤدي إلى زيادة الصادرات وتخفيض الواردات وبالتالي انخفاض الطلب على العملات الأجنبية وأهمها الدولار واستقرار سعره.

٢. التأثير من خلال العائد المرتفع على أذون الخزانة على زيادة مستويات الادخار بالعملة المحلية بدلاً عن العملات الأجنبية، مما يسهم في الحد مما يعرف بظاهرة الدولار والمضاربة بالعملات الأجنبية وبالتالي استقرار سعر الصرف الأجنبي.

إلا أنه وكما تبين في السابق فإن إصدارات أذون الخزانة قد كان لها أثر سلبي على مؤشرات الاستثمار، كما أن البيانات المتعلقة بحجم الودائع بالعملة الأجنبية للفترة 1996 – مايو 2010 جدول رقم (5)، تؤكد الزيادة المستمرة في نسب نمو الودائع بالعملات الأجنبية، وهو ما يعني أن السياسة النقدية بأدواتها المختلفة بما فيها أذون الخزانة لم تستطع الحد من الطلب على العملات الأجنبية وفقاً لما هو مخطط لها.

وللتأكيد على ما سبق وكما هو موضح في الجدول رقم (6) فإن ارتفاع سعر صرف الريال أمام الدولار الأميركي يسير بشكل شبه متوازي مع النمو في إصدارات أذون الخزانة، وهو ما يشير إلى أن أذون الخزانة لم تستطع تحقيق الهدف المرجو منها والمتمثل في تحقيق الاستقرار في أسعار الصرف.

الخلاصة:

مما سبق يتبين أن أدون الخزانة قد استنفدت أغراضها وفشلت على الأقل منذ العام 1998 في تحقيق الأهداف التي قررها القانون، وبالتالي فإننا بحاجة إلى ابتكار وطرح أدوات مالية بديلة يمكن أن تحقق الأهداف السابقة التي قررها القانون، ولعل من أهم تلك الأدوات ما يُعرف اليوم بالصكوك الإسلامية والتي تم تطبيقها في كثير من بلدان العالم بما فيها غير الإسلامية، وأثبتت نجاحاً متميزاً في إدارة السيولة النقدية وتمويل عجز الموازنة العامة في تلك البلدان، وهو الأمر الذي بدأ يدركه تماماً خبراء صندوق النقد الدولي المعنيون ببرنامج الإصلاح الاقتصادي والنقدي في اليمن، حيث قدموا العديد من التوصيات للأجهزة المختصة بطرح الصكوك الإسلامية كأداة مالية لا غنى عنها في تحقيق الأهداف التي فشلت في تحقيقها أدون الخزانة.

كما أنه قد زارت اليمن مؤخراً عدة بعثات من صندوق النقد الدولي لمناقشة هذا الموضوع مع المختصين في وزارة المالية والبنك المركزي ووزارة التخطيط والتعاون الدولي، بهدف تقديم تصور حول إمكانية تطبيق الصكوك الإسلامية في اليمن وكيفية تذليل المعوقات التي قد تواجه عملية التطبيق.

ولعل من أبرز النتائج العملية لتلك الزيارات إنشاء وحدة متخصصة في الصكوك الإسلامية في البنك المركزي اليمني التي نأمل أن نلمس آثارها العملية في القريب العاجل.

وسنحاول في المبحث التالي من هذه الدراسة التعريف بمفهوم الصكوك الإسلامية، وكيف نشأت وتطورت، إضافة إلى بيان أهميتها التنموية من واقع تجارب دول أخرى طبقتها، وعلى ضوء كل ذلك سيتم تقديم خيارات تطبيق تلك الصكوك في الجمهورية اليمنية ومتطلبات تطبيق كل خيار.

المبحث الثاني: الصكوك الإسلامية وخيارات إصدارها في الجمهورية اليمنية

اختلف الباحثون حول أول ظهور لفكرة صكوك الاستثمار الإسلامية، إلا أن المتفق عليه أن من أقدم الصكوك الإسلامية في العصر الحديث هي ما اشتهرت باسم سندات المقارضة التي ترجع فكرتها للدكتور سامي حمود عند وضع قانون البنك الإسلامي الأردني، حيث كان المقصود منها في تلك الفترة (منتصف العقد السابع من القرن الماضي) إيجاد البديل عن سندات القروض التي تصدرها البنوك التقليدية، وفي مرحلة تالية عرض سامي حمود فكرة سندات المقارضة على وزارة الأوقاف الأردنية وذلك من أجل تنمية وتثمين أموال الأوقاف، بحيث تشكلت لجنة خاصة لذلك صدر كنتيجة لتشكيلها قانون خاص بتنظيم إصدار تلك السندات وذلك في العام 1981¹.

ومنذ ذلك الحين شهد سوق الصكوك الإسلامية تطوراً كبيراً جاء كنتيجة للتطور الفكري في هذا الموضوع بما يواكب التطور في الواقع العملي، بحيث أصبحت الصكوك الإسلامية من أهم متطلبات التنمية الاقتصادية في كثير من بلدان العالم بما فيها غير الإسلامية، وهو ما أدى إلى انتشار وتطور إصدارها في مختلف دول العالم الإسلامي كماليزيا وتركيا ودول الخليج والباكستان والسودان، وامتد تطبيقها إلى عدد آخر من الدول غير الإسلامية كبريطانيا واليابان وألمانيا وولاية تكساس الأميركية، حيث تنمو عملية إصدار الصكوك بحسب وكالة موديز للتقييم الائتماني بنسبة تتراوح بين 30% - 35% سنوياً، كما تشير التوقعات أن يصل إجمالي الصكوك المُصدرة بحلول العام 2015 إلى ثلاثة تريليون دولار².

¹ خطاب، كمال توفيق: الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، 31- مايو - 3 يونيو 2009، ص 12. نقلاً عن: شبير، محمد عثمان: المعاملات المالية المعاصرة، دار النفائس، عمان، 1996، ص 188.

² فرح، عبد الفتاح محمد: الصكوك وتمويل التنمية، بحث منشور على شبكة الانترنت على الرابط:

تعريف الصكوك الإسلامية وخصائصها

تعددت تعاريف الباحثين والمتخصصين لمصطلح الصكوك الإسلامية، ولعل من أبرز هذه التعاريف وأكثرها انتشاراً تعريفاً:

الأول: تعريف مجمع الفقه الإسلامي الذي عرف صكوك المقارضة – بحسب تسميته لها - بأنها: "أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس مال القراض (المضاربة) بإصدار صكوك ملكية برأس مال المضاربة على أساس وحدات متساوية القيمة ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصاً شائعة في رأس مال المضاربة وما يتحول إليه، بنسبة ملكية كل منهم فيه"¹.

الثاني: تعريف المجلس الشرعي بهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI) الذي عرف الصكوك بأنها: "وثائق متساوية القيمة، تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات، أو في موجودات مشروع معين، أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت لأجله"².

وكما يتضح من التعريفين السابقين والتعاريف الأخرى للصكوك³، فإن الصكوك تمتاز بمجموعة من الخصائص من أهمها:

1. الصكوك تمثل حصصاً شائعة في رأس مال المضاربة.
2. الصكوك تمثل نصيباً شائعاً في موجودات وحقوق المشروع وديونه التي على الغير ولهذا فإن انتقال حق الملكية لا يرد على الصك بل يرد على ما يدل عليه من صافي قيمة الأعيان والحقوق.

¹ مجلة مجمع الفقه الإسلامي: النورة الرابعة، جدة، 1988، الجزء الثالث، ص 2162.
² المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، المعيار الشرعي رقم (17) الصادر بتاريخ 7 ربيع الأول 1424 هـ الموافق 8 مايو 2003.
³ انظر على سبيل المثال: تعريف د. محمد القري، الذي يعرف الصكوك بأنها: " أوراق مالية قابلة للتداول تثبت ملكية حاملها لأصل مولد لدخل دوري، وتنتم بأنها ذات مخاطر متدنية وإيراد قابل للتوقع، ولا يضمن مصدر الورقة رأس مالها (القيمة الاسمية) ولا العائد إلا في حال التعدي أو التقصير"، انظر: القري، محمد علي: كيف تتوافق الصكوك مع أحكام الشريعة الإسلامية، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر السابع للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين.
⁴ منصور، عبد الملك: العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جديدة، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، 31- مايو – 3 يونيو 2009، ص 10 – 11.
علي، نادية أمين محمد: صكوك الاستثمار الشرعية – خصائصها وأنواعها، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات، ص 998 – 990.

٣. جواز تداول الصكوك مع مراعاة الضوابط الشرعية بهذا الشأن.
٤. تعدد العلاقات الناشئة عن التعامل بالصكوك، حيث توجد علاقة بين حامل الصك وغيره من حملة الصكوك وهي علاقة الشركاء في الملك الواحد، كما توجد علاقة بين حملة الصكوك والجهة المصدرة له، وهي علاقة رب مال بمضارب وليست علاقة دائن بمدين.
٥. الالتزام بالضوابط الشرعية سواء من حيث الأنشطة والاستثمارات التي تعمل فيها، أو من حيث طبيعة العلاقة بين أطرافها، وما ينشأ عن تلك العلاقة من شروط وأحكام.

الأهمية الاقتصادية لإصدار الصكوك في الجمهورية اليمنية

في سياق التحديات الكبيرة التي تمر بها بلادنا، وللدور الكبير الذي يمكن أن تؤديه الصكوك الإسلامية في مواجهة تلك التحديات وفي مقدمتها التحدي الاقتصادي، يجعل من الضرورة بمكان أن تسرع السلطات المعنية في إصدار الصكوك الإسلامية، للاستفادة من المزايا الاقتصادية التي يمكن أن تقدمها تلك الصكوك، ومن تلك المزايا على سبيل المثال لا الحصر ما يلي^١:

١. توفير فرص جيدة لاستثمار فائض السيولة عند الجمهور العازفين عن التعامل بأذون الخزانة، وعند المصارف الإسلامية التي تعمل وفقاً للضوابط الشرعية.
٢. دعم الإنفاق الرأسمالي والتنموي من خلال إقامة مشاريع إستراتيجية قد لا تكون الحكومة قادرة بمفردها على إقامتها.
٣. توفير أداة سياسة نقدية إضافية للبنك المركزي لتلائم المصارف الإسلامية.
٤. تنويع تمويل المشاريع الاستثمارية في الموازنة العامة للدولة.
٥. تقديم بديلاً تنموياً لأذون الخزانة التي تصدرها الحكومة والتي أثرت على الاقتصاد اليمني تأثيراً سلبياً.

^١ ذكرت بعض هذه المزايا في تقرير بعثة صندوق النقد الدولي المقدم إلى البنك المركزي اليمني حول تطوير سوق للصكوك الإسلامية والتي زارت اليمن خلال الفترة 19-28 يونيو 2009.

٦. المساهمة في تحقيق هدف العدالة الاقتصادية للمجتمع من خلال إشراك أفراد الشعب في تملك المشروعات الإستراتيجية التي سيتم تنفيذها بأموال حملة الصكوك بما فيهم أولئك الأفراد.

٧. تلافي الآثار الاقتصادية السلبية التي تحدثها سياسات الخصخصة المفروضة على البلدان النامية ومنها بلادنا.

٨. في تنوع الصكوك ميزة حقيقية تعكس إمكانية استخدامها في تلبية متطلبات مختلف القطاعات الاقتصادية في البلد وبمرونة كبيرة.

الأطراف المعنية بإصدار الصكوك الحكومية في الجمهورية اليمنية

إن عملية إصدار الصكوك الحكومية تتطلب أن يقوم بها عدة أطراف، وذلك تلبية لمتطلبات إصدارها الفنية والشرعية، وعلى الرغم من أنه قد تتفاوت أهمية تلك الأطراف بحسب الهدف من إصدار الصكوك والخيار المناسب لتحقيقه، إلا أنه لا بد من وجود جميع تلك الأطراف لإصدار عملية الصكوك بصورة تضمن تحقيق الأهداف المرجوة منها، وتلك الأطراف هي^١:

١. المؤسسات الحكومية المستفيدة أو وزارة المالية، باعتبارها من ستقوم بشراء

الأصول الرأسمالية وتنفيذ المشروعات التنموية.

٢. البنك المركزي اليمني باعتباره وكيل الإصدار لصالح الجهات الحكومية المستفيدة.

٣. الموردون أو المقاولون الذين سيقومون بتوفير السلع والخدمات.

٤. حملة الصكوك - سواء من السوق الأولية أو الثانوية - باعتبار أنهم من يقوم بدفع قيمة الصكوك.

٥. الإطار المؤسسي الذي ينوب عن حملة الصكوك في إدارة الأصول التي تعكس قيمتها الصكوك.

^١ تؤكد هذا الأمر بعثة صندوق النقد الدولي حول تطوير سوق للصكوك الإسلامية التي زارت اليمن خلال الفترة 19-28 يونيو 2009، انظر تقرير البعثة المقدم إلى البنك المركزي اليمني حول ذات الغرض والمقدم في 28 يونيو 2009.

أهم أنواع (صيغ) الصكوك الممكن تطبيقها في الجمهورية اليمنية

وحتى تتجلى صورة الصكوك بشكل أكثر وضوحاً سيتم فيما يلي بيان أهم أنواع (صيغ) الصكوك الإسلامية - في تقديري - والتي تلائم التطبيق في الجمهورية اليمنية، مع إعطاء صورة موجزة عن كل صيغة وخطوات تطبيقها، وتلك الصيغ هي¹:

أولاً: صكوك المرابحة.

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة ما مرابحة (أي بمثل الثمن الأول مع زيادة ربح)، وبحيث تصبح السلعة بعد تملكها من قبل حملة الصكوك، مملوكة للجهة الحكومية المستفيدة، مقابل أن يثبت في ذمتها لصالح حملة الصكوك قيمة السلعة (الثمن الأول مضافاً إليه الربح المتفق عليه) والتي تلتزم الحكومة ممثلة بالبنك المركزي بسدادها على أقساط يتم تحديد قيمتها وتواريخ سدادها في العقد.

انظر الشكل رقم (1) للتعرف على أطراف تطبيق هذه الصيغة وخطوات تطبيقها.

ثانياً: صكوك المشاركة.

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع، أو تطوير مشروع قائم، أو تمويل نشاط على أساس عقد من عقود المشاركة، ويصبح المشروع أو موجودات النشاط ملكاً لحملة الصكوك في حدود حصصهم، وتدار صكوك المشاركة من قبل المؤسسة أو الشركة النائبة عن حملة الصكوك على أساس عقد المضاربة أو على أساس عقد الوكالة بالاستثمار.

انظر الشكل رقم (2) للتعرف على أطراف تطبيق هذه الصيغة وخطوات تطبيقها.

ثالثاً: صكوك المشاركة المتناقصة المنتهية بالتمليك.

ويتم تطبيق هذه الصيغة بنفس الصورة التي يتم بها تطبيق صيغة صكوك المشاركة باستثناء فارق جوهري وهو أن موجودات النشاط المملوكة لحملة الصكوك تؤول ملكيتها في نهاية الفترة المحددة بالعقد لصالح الجهة الحكومية المستفيدة.

انظر الشكل رقم (3) للتعرف على أطراف تطبيق هذه الصيغة وخطوات تطبيقها.

¹ المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، المعيار الشرعي رقم (17) الصادر بتاريخ 7 ربيع الأول 1424 هـ الموافق 8 مايو 2003.

رابعاً: صكوك الاستصناع.

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة ما، بحيث تصبح السلعة المصنوعة بعد تملكها من قبل حملة الصكوك مملوكة للجهة الحكومية المستفيدة، مقابل أن يثبت في ذمتها لصالح حملة الصكوك قيمة السلعة (بالسعر المتفق عليه) والتي تلتزم الحكومة ممثلة بالبنك المركزي بسدادها على أقساط يتم تحديد قيمتها وتواريخ سدادها في العقد.

انظر الشكل رقم (4) للتعرف على أطراف تطبيق هذه الصيغة وخطوات تطبيقها.

خامساً: صكوك السلم.

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تلبية احتياجات الجهة الحكومية المستفيدة من النقود، مقابل أن يثبت في ذمتها لصالح حملة الصكوك سلعة ما محددة الأوصاف تحديداً دقيقاً يتم تسليمها لحملة الصكوك في تاريخ مستقبلي يتم تحديده في العقد.

انظر الشكل رقم (5) للتعرف على أطراف تطبيق هذه الصيغة وخطوات تطبيقها.

سادساً: صكوك الإجارة.

يمكن تقسيم هذه الصكوك إلى نوعين:

النوع الأول: صكوك إجارة الأعيان الموجودة.

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في شراء أصل مملوك للجهة الحكومية المستفيدة بغرض استفادة تلك الجهة من تلك المبالغ في تلبية احتياجاتها النقدية، مقابل أن تقوم ذات الجهة بإعادة استئجار ذلك الأصل من مالكه الجدد (حملة الأصول) بعقد جديد يتم فيه تحديد مدة الإجارة وقيمة القسط الإيجاري.

انظر الشكل رقم (6) للتعرف على أطراف تطبيق هذه الصيغة وخطوات تطبيقها.

النوع الثاني: صكوك إجارة الأعيان الموصوفة في الذمة.

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تجهيز أصول رأسمالية ثابتة تحتاج إليها الجهة الحكومية المستفيدة لتطوير أنشطتها المختلفة، مقابل أن تقوم ذات الجهة بإعادة استئجار ذلك الأصل من مالكيه الجدد (حملة الأصول) بعقد جديد يتم فيه تحديد مدة الإجارة وقيمة القسط الإيجاري.

انظر الشكل رقم (7) للتعرف على أطراف تطبيق هذه الصيغة وخطوات تطبيقها.

سابعاً: صكوك الإجارة المنتهية بالتمليك.

وكما هو الحال بالنسبة لصكوك الإجارة يمكن تقسيم هذه الصكوك إلى نوعين:

النوع الأول: صكوك الإجارة المنتهية بالتمليك لأعيان موجودة.

ويتم تطبيق هذه الصيغة بنفس الصورة التي يتم بها تطبيق صيغة صكوك إجارة الأعيان الموجودة باستثناء فارق جوهري وهو أن الأصل المؤجر المملوك لحملة الصكوك يؤول ملكيته في نهاية الفترة المحددة بالعقد لصالح الجهة الحكومية المستفيدة.

ومن المهم التنويه هنا أن هذه الصيغة ليست محل إجماع من الناحية الشرعية، وأن عرضها هنا لملائمة استخدامها من قبل البنك المركزي لتحقيق أهداف السياسة النقدية.

انظر الشكل رقم (8) للتعرف على أطراف تطبيق هذه الصيغة وخطوات تطبيقها.

النوع الثاني: صكوك الإجارة المنتهية بالتمليك لأعيان موصوفة في الذمة.

ويتم تطبيق هذه الصيغة بنفس الصورة التي يتم بها تطبيق صيغة صكوك إجارة الأعيان الموصوفة بالذمة باستثناء فارق جوهري وهو أن الأصل المؤجر الذي تم استحداثه والمملوك لحملة الصكوك يؤول ملكيته في نهاية الفترة المحددة بالعقد لصالح الجهة الحكومية المستفيدة.

انظر الشكل رقم (8) للتعرف على أطراف تطبيق هذه الصيغة وخطوات تطبيقها.

خيارات إصدار الصكوك في الجمهورية اليمنية

بعد التعرف على عدد من التجارب الخاصة بإصدار الصكوك، ومحاولة فهم العلاقات التعاقدية الشرعية التي تحكم أطراف عملية إصدار الصكوك، يعتقد الباحث أن هناك ثلاث خيارات رئيسية يمكن من خلالها إصدار الصكوك في الجمهورية اليمنية، إذ سيتم فيما يلي عرض مختصر لأبرز تلك الخيارات مع التعريف بمزايا وعيوب ومتطلبات تطبيق كل خيار، إضافة إلى التعريف بمجالات تطبيق كل خيار والصيغ الملائمة لكل مجال.

الخيار الأول: تبنى مشروع الصكوك من قبل البنك المركزي بشكل مستقل.

ويمكن استخدام هذا الخيار في حال اضطر البنك المركزي تطبيق مشروع الصكوك الإسلامية بصفة مستقلة عن الجهات الحكومية الأخرى، وذلك لأجل استخدامها بشكل أساسي في مجال السياسة النقدية، وتعتمد صيغة الصكوك المستخدمة في هذا الخيار على الغرض من إصدار الصكوك وعلى طبيعة الأصول التي تعكسها قيمة الصكوك، وإن كانت صيغة صكوك الإجارة المنتهية بالتملك والمشاركة المنتهية بالتملك هي الأغلب استخداماً في هذا الخيار، حيث يمكن استخدام تلك الصيغ كالتالي:

١. صيغة الإجارة المنتهية بالتملك: وصورة التطبيق أن يتم بيع جزء من أصول البنك القائمة للمؤسسة النائية عن حملة الصكوك بغرض سحب السيولة النقدية من السوق، ومن ثم يقوم البنك بإعادة استئجارها من المؤسسة للفترة التي يراها مناسبة قبل أن يتم استرداد الأصول المباعة من قبل البنك بسعر الزمان والمكان أو بالسعر المتفق عليه، وأنوه هنا بأن إصدار هذه الصكوك وتحديد القسط الإيجاري يتم بناء على دراسة تحليلية للسوق والعائد.

٢. صيغة المشاركة المنتهية بالتملك: وصورة التطبيق أن يضع البنك مجموعة من أصوله في صندوق خاص ثم يقوم ببيع جزء من تلك الأصول لحملة الصكوك من خلال المؤسسة التي سوف تتولى إدارة الصندوق، بحيث يصبح حملة الصكوك شركاء في الصندوق بمقدار مساهمتهم ويستحقون الربح كذلك على أساس مساهمتهم، وفي نهاية أجل الإصدار يستعيدون قيمة الصكوك على أساس القيمة السوقية أو القيمة المتفق عليها لحصتهم في الصندوق.

وأنوه هنا أن هذا الخيار قد لا يكون ملائماً بدرجة كبيرة وأن كلفته قد تكون عالية بحسب نوع الصك والغرض من إصداره، كما أنه لا يمكن ضمان استمرارية إصدار الصكوك وفقاً لهذا الخيار لمحدودية الأصول التي يمكن أن تصدر مقابلها صكوك، وعليه فإن هناك خيارين آخرين يمكن من خلالهما تطبيق موضوع الصكوك بصورة أكثر كفاءة من وجهة نظري، إلا أنه وحتى تكون الصورة مكتملة وقبل التطرق للخيارين الآخرين فإن لتطبيق هذا الخيار العديد من المتطلبات، أهمها:

١. الدراسة التحليلية لأصول البنك للتعرف على الأصول التي يمكن تصكيكها والصيغ المناسبة للتصكيك ومدى كفاءة إصدار الصكوك على ضوء أهداف البنك المركزي من إصدار الصكوك.

٢. تهيئة البنية التشريعية من خلال استصدار قرار مؤقت من مجلس الوزراء يسمح للبنك المركزي بإصدار الصكوك الإسلامية، وتكليف الشئون القانونية بالبنك بإعداد اللائحة المؤقتة لتطبيق الصكوك الإسلامية بما يتفق والأحكام الشرعية.

٣. تهيئة البنية المؤسسية بإصدار قرار بتأسيس مؤسسة مستقلة يرأس مجلس إدارتها محافظ البنك المركزي تكون مهمتها إدارة الصكوك (إصداراً وتداولاً وتصفية).

٤. بالنسبة لتداول الصكوك يمكن أن يتم ذلك بداية من خلال إنشاء إدارة متخصصة بهذا الشأن في إطار المؤسسة، أو من خلال السماح بإنشاء سوق ثانوية بين البنوك متخصصة في تداول الصكوك التي تم إصدارها.

٥. بالنسبة لموضوع تأكيد شرعية الصكوك يمكن ذلك من خلال استحداث هيئة شرعية تتبع مجلس إدارة المؤسسة المقترحة تكون مهمتها المراجعة الشرعية لصيغة الصك ونشرة الإصدار وكذا متابعة التنفيذ، كما أن هناك أساليب أخرى يمكن التأكيد من خلالها على مطابقة الصكوك المصدرة لأحكام الشريعة الإسلامية.

٦. تشجيع المستثمرين على اقتناء هذا النوع من الصكوك، وذلك من خلال ابتكار العديد من الطرق والأساليب اللازمة لتحقيق هذا الغرض، ومنها على سبيل المثال: إصدار تعميم للبنوك العاملة في القطاع المصرفي بقبول هذه الصكوك كضمانات في منح التسهيلات الائتمانية.

الخيار الثاني: تبني مشروع الصكوك من قبل البنك المركزي بالتنسيق مع بعض المؤسسات الحكومية.

ويُعد هذا الخيار من وجهة نظري الأسهل تطبيقاً في ظل الظروف الراهنة، كما أنه قد يكون مفيداً جداً للتدرج في تطبيق الصكوك الإسلامية لدرجة تصبح معها الصكوك ركن أساسي من أركان عملية التنمية الشاملة، حيث يمكن استخدام هذا الخيار بكفاءة اقتصادية عالية في مجالين أساسيين:

الأول: إدارة السيولة النقدية.

الثاني: توفير سيولة عاجلة للحكومة.

ولتوضيح كيفية استخدام هذا الخيار في المجالين أعلاه يمكن على سبيل المثال التنسيق بين البنك المركزي ووزارتي المالية والنفط والمعادن في إصدار (صكوك سلم قائمة على سلعة النفط) بحيث يتم بيع حصة من النفط المتوقع استخراجه مستقبلاً بأقل من السعر المتوقع في وقت التسليم واستلام القيمة نقداً. وبحيث يتحقق هدف سحب السيولة النقدية وتوفير السيولة العاجلة للحكومة.

ولعل من أبرز مزايا هذا الخيار إضافة إلى ما قد تم الإشارة إليه أن كلفة متطلبات تطبيقه قد تكون أقل من كلفة متطلبات تطبيق الخيارات الأخرى، فهو لا يحتاج إلى بنية مؤسسية معقدة بحيث يمكن طرح هذا النوع من الصكوك في اعتقادي من خلال إدارة مستقلة في البنك المركزي وبصورة مباشرة، كما أنه لا يحتاج إلى سوق تداول من البداية لأن صكوك السلم تعتبر من عقود المدائبات التي لا يجوز تداولها إلا عند قبض السلعة، ولتشجيع تداول مثل هذه الصكوك يمكن هندسة الصك بحيث يكون أحد أطرافه أيضاً هيئة تسويق النفط والتي بدورها تضمن لحملة الصكوك شراء الكمية المحددة في الصكوك إذا حل أجل التسليم سواء بسعر السوق أو السعر المتفق عليه في حينه.

وقبل التعرف على متطلبات هذا الخيار لا يفوتني أن أنوه هنا أيضاً إلى أهمية التعرف على تجارب الدول الأخرى بهذا الشأن.

متطلبات هذا الخيار:

١ - موافقة مجلس الوزراء والوزارات المعنية على هذا الخيار وإصدار القرار اللازم لذلك واللائحة المنظمة لذلك إلى حين تعديل قانون الدين العام ليشتمل على هذا الخيار.

٢ - استحداث إدارة خاصة بالصكوك الإسلامية يتحدد موقعها التنظيمي بناء على تقديرات الخبراء والمتخصصين بالبنك، بحيث توكل لهذه الإدارة من خلال أقسامها المختلفة العديد من المهام من أبرزها:

١/٢ الدراسة التحليلية للوقوف على الوقت المناسب لإصدار مثل هذه الصكوك (صكوك السلم) وتحديد سعر البرميل الذي يمكن القبول به من قبل السوق على ضوء دراسة التوقعات المستقبلية لأسعار النفط.

٢/٢ صياغة الصك وإعداد دليل الإصدار بطريقة شرعية - بحيث يمكن الاستعانة بمجموعة من العلماء الكبار في الخارج والمتخصصين بهذا الشأن، أو بهيئة شرعية يشكلها البنك المركزي، أو بالهيئات الشرعية التابعة للبنوك الإسلامية أو بإحدى شركات التصنيف الشرعي الموجودة في الخارج.

٣/٢ تطبيق الإجراءات الإدارية والتسويقية اللازمة لطرحة في الأسواق.

٤/٢ تصفية الصكوك في نهاية الفترة.

كما أنه يمكن إصدار صكوك بالتعاون مع بعض المؤسسات الحكومية الإيرادية التي ترغب بإصدار صكوك إسلامية لتطوير نشاطها، فعلى سبيل المثال يمكن التعاون مع الخطوط الجوية اليمنية في إصدار صكوك استئجار لتمويل شراء طائرات جديدة يكون البنك المركزي بمثابة الضامن لحملة الصكوك بدفع قيمة الصكوك عند الاستحقاق.

الخيار الثالث: تبني مشروع الصكوك من قبل الحكومة بغرض استخدامه لتمويل

مشروعات قطاعاتها التنموية المختلفة.

ويُعتبر هذا الخيار أفضل الخيارات السابقة وأكثرها مساهمة في تحقيق هدف التنمية الشاملة، ويمكن تطبيقه في حال تبنت الحكومة بمختلف قطاعاتها لموضوع الصكوك الإسلامية في تطوير مشروعاتها وتمويل خططها التنموية، ويمتاز هذا الخيار بإمكانية استخدام تشكيلة واسعة من صيغ الصكوك الإسلامية وبصورة تسمح بتوسيع الدور التنموي لتلك الصكوك بما يتلائم وتنوع المشروعات التنموية واختلاف آجالها.

وفي هذا السياق تجدر الإشارة إلى أن دور البنك المركزي سيكون فاعلاً ومؤثراً في تطبيق هذا الخيار سواء من خلال هندسة الصكوك التي سيكون البنك المركزي طرف أساسي فيها، أو من خلال نسبة مساهمته في الشركة التي ستتولى عملية إدارة الصكوك، أو من خلال الضوابط والتعليمات التي سيصدرها للبنوك حول هذا الموضوع.

أما ما يتعلق بمتطلبات تطبيق هذا الخيار فإن ذلك وكتصور مبدئي يستلزم ما يلي:

١. تهيئة البنية التشريعية بإصدار قانون ولائحة خاصة بالصكوك الإسلامية، أو تعديل قانون الدين العام واللائحة الخاصة به لاستيعاب موضوع الصكوك بشقيه التشريعي والمؤسسي.

٢. تشكيل لجنة من الخبراء والمتخصصين تركز مهمتها على الآتي:

١/٢ وضع خطة إستراتيجية للمشاريع التنموية المطلوب تطويرها أو إنشاؤها وفق رؤية علمية ومتخصصة - تراعي تحقيق الأهداف الاقتصادية والتنموية- وتحديد الصيغة الملائمة لكل مشروع.

٢/٢ وضع وتنفيذ إستراتيجية إعلامية هدفها تعزيز القناعة لدى شرائح المجتمع المختلفة بأهمية الاشتراك في عملية التنمية في البلد من خلال الصكوك الإسلامية والمنافع التي يمكن أن تتحقق للجميع من وراءه على الصعيدين الوطني والشخصي.

٣. إنشاء شركة مستقلة بين البنك المركزي ووزارة المالية يرأس مجلس إدارتها رئيس مجلس الوزراء، وعضوية كل من محافظ البنك المركزي ووزير المالية والتخطيط

والتعاون الدولي وممثلي الجهات الأخرى ذات العلاقة، تكون مهمتها: القيام بأعمال الخدمات المالية المتعلقة بالإدارة والتصرف الإداري الكامل في الأنصبة والحصص المملوكة لمؤسسات الحكومة المختلفة عن طريق إصدار صكوك استثمارية وفقاً للصيغ المناسبة وبما يضمن تحقيق عملية التنمية الشاملة، بحيث تعتبر هذه الشركة بمثابة نائب عن حملة الصكوك، ووسيط بينهم وبين الحكومة، فتكون العلاقة بينها وبين حملة الصكوك علاقة مضاربة، فيما تتحدد العلاقة بينها وبين المؤسسات الحكومية التي أصدرت الصكوك لصالحها بناء على نوع العقد المبرم (يمكن تقديم تصور لنشاط الشركة وأهدافها وهيكلها التنظيمي بعد التعرف على تجارب الدول الأخرى بهذا الشأن).

٤. إنشاء سوق لتداول الأوراق المالية بما فيها الصكوك، ويمكن ابتداءً استحداث إدارة خاصة بتداول الصكوك في إطار الشركة أو السماح بإنشاء سوق مشتركة لتداول الصكوك بين البنوك وفقاً للضوابط الشرعية وتعليمات البنك المركزي.

مجالات تطبيق هذا الخيار:

يمكن استخدام هذا الخيار لتطوير العديد من المجالات التنموية التي يكون من مسئولية الحكومة تلبيتها، بحيث يمكن تطبيقه على سبيل المثال لا الحصر في المجالات التالية:

أولاً: تطوير قطاع الكهرباء.

يمكن تطوير قطاع الكهرباء من خلال إصدار صكوك بالتعاون مع وزارة الكهرباء والمؤسسة العامة للكهرباء، وذلك على النحو التالي:

١. استخدام صيغة المشاركة بأنواعها في تطوير المنشآت القائمة أو إقامة المنشآت الجديدة من خلال عقود مشاركة بين الشركة النائبة عن حملة الصكوك ووزارة الكهرباء أو المؤسسة العامة للكهرباء.

٢. استخدام صيغة الإجارة المنتهية بالتملك في بناء محطات التوليد ثم إعادة تأجيرها لوزارة الكهرباء بصيغة إجارة منتهية بالتملك تنتقل بموجبها المحطة إلى ملكية الوزارة بالتدريج أو دفعة واحدة نهاية فترة الإيجار.

٣. استخدام صيغة الإجارة التشغيلية في بناء محطات للتوليد بأموال حملة الصكوك ومن ثم تقوم بإعادة تأجيرها نيابة عنهم للحكومة ممثلة بوزارة الكهرباء بموجب عقد إجارة تشغيلية.

ثانياً: تطوير قطاع المياه.

- يمكن تطوير هذا القطاع بالتعاون مع المؤسسات المعنية في هذا المجال كما يلي:
١. استخدام صيغ الإجارة بأنواعها والمشاركة بأنواعها في إنشاء أو تطوير محطات تحلية المياه وعلى نحو ما تم توضيحه فيما سبق.
 ٢. استخدام صيغة الاستصناع (المقولة) في بناء السدود والحواجز المائية بحيث تقوم وزارة المياه بتحديد السدود والحواجز التي تريد بناءها ومواصفاتها على أن تقوم الشركة بإصدار الصكوك لتنفيذها للوزارة بموجب المواصفات المطلوبة وعند استكمال بناءها تقوم بتسليمها للوزارة بالقيمة المتفق عليها بحيث تتسلم قيمتها من الوزارة على أقساط والشركة تقوم بإصدار صكوك مضاربة بتكلفة التنفيذ إذا كانت ستنفذها بنفسها أو بتكلفة المقولة إذا كانت ستنفذها بعقد مقولة من الباطن).
 ٣. استخدام صيغتي الاستصناع أو المشاركة في بناء محطات الصرف الصحي.

ثالثاً: تطوير قطاع التعليم.

- يمكن تطوير هذا القطاع بالتعاون بين الجهة المعنية بإصدار الصكوك مع المؤسسات المعنية في هذا المجال وذلك على النحو التالي:
١. استخدام صيغة الاستصناع (المقولة) في استكمال البنى التحتية في مجال المدارس والمعاهد المهنية والجامعات باستخدام صيغة الاستصناع (المقولة).
 ٢. استخدام صيغتي المرابحة والإجارة في توفير التجهيزات اللازمة من أثاث وأجهزة مختلفة للمدارس والمعاهد المهنية والجامعات.

رابعاً: تطوير قطاع الصحة.

- يمكن تطوير هذا القطاع بالتعاون بين الجهة المعنية بإصدار الصكوك مع المؤسسات المعنية في هذا المجال وذلك على النحو التالي:

١. استخدام صيغة الاستصناع (المقولة) في استكمال البنى التحتية في مجال المراكز الصحية والمستوصفات والمستشفيات.

٢. استخدام صيغتي المرابحة والإجارة بأنواعها في توفير التجهيزات اللازمة من أثاث وأجهزة مختلفة للمراكز الصحية والمستوصفات والمستشفيات.

خامساً: تطوير قطاع الإنشاءات.

يمكن استخدام صكوك الاستصناع (المقولة) بغرض استكمال البنى التحتية في مجال الطرقات في المدن والمديريات بحيث تقوم المؤسسات المعنية في هذا المجال بتحديد الطرقات التي تريد بناءها ومواصفاتها على أن تقوم الجهة المعنية بإصدار الصكوك بتنفيذها بموجب المواصفات المطلوبة وعند استكمال بناءها تقوم بتسليمها للمؤسسة المعنية بالقيمة المتفق عليها بحيث تتسلم قيمتها من الوزارة على أقساط والشركة تقوم بإصدار الصكوك بتكلفة التنفيذ إذا كانت ستنفذها بنفسها أو بتكلفة المقولة إذا كانت ستنفذها بعقد مقولة من الباطن (عقد استصناع موازي).

سادساً: تطوير القطاع الصناعي الحكومي.

يمكن تطوير القطاع الصناعي الحكومي مثل: مصنع الغزل والنسيج، أو مصافي النفط، وذلك من خلال تحديث وتطوير تلك المؤسسات، على النحو التالي:

١. استخدام صيغتي المشاركة أو المشاركة المتناقصة المنتهية بالتمليك في تطوير المؤسسات الصناعية العامة، بحيث تكون المؤسسة الحكومية شريكة بمقدار القيمة السوقية لأصولها القائمة، والشركة المصدرة للصكوك شريكة بمقدار القيمة المضافة من الأصول.

٢. استخدام صيغة الإجارة المنتهية بالتمليك في حال رغبت المؤسسات الصناعية الحكومية بعدم الشراكة مع القطاع الخاص مع حاجتها لآلات جديدة لممارسة نشاطها، بحيث يقتصر دور الشركة المصدرة للصكوك على تملك الأصول بأموال حملة الصكوك ومن ثم إعادة تأجيرها للحكومة ممثلة بالمؤسسة أو المصنع الإنتاجي على أن تكون قيمة قسط الإيجار معبرة عن حصة من ثمن الأصل المؤجر للحكومة بحيث تؤول الملكية خلال فترة محددة بالعقد لصالح المؤسسة.

٣. استخدام صيغتي الإجارة التمويلية أو التشغيلية في توفير آلات جديدة للمؤسسة الصناعية العامة بناء على رغبتها، بحيث يتم بعد تملك تلك المؤسسات من قبل حملة الصكوك إعادة تأجيرها للمؤسسة العامة مقابل أن يستفيد حملة الصكوك من القيمة الإيجارية التي سيستلمونها كعائد لاستثماراتهم.

٤. استخدام صيغة المرابحة في توفير المواد الخام وقطع الغيار لتلك المصانع والمؤسسات الإنتاجية.

٥. استخدام صيغة السلم في دعم النشاط الإنتاجي لتلك المؤسسات، حيث يمكن على سبيل المثال التعاقد مع مصنع الغزل والنسيج على شراء حصة معينة من إنتاجه المستقبلي بمواصفات محددة مقابل ثمن يدفعه حملة الصكوك مقدماً يمكن أن يستفيد منه المصنع في توفير مستلزماته من الإنتاج.

سابعاً: تطوير قطاع الملاحة البحرية والجوية.

يمكن تطوير هذا القطاع بالتعاون مع المؤسسات المعنية في هذا المجال على النحو التالي:

١. استخدام صيغة الاستصناع في استكمال البنى التحتية في مجال المطارات والموانئ.
٢. استخدام صيغة الاستصناع في توفير الأصول الرأسمالية اللازمة لتسيير أنشطة المؤسسات المعنية في هذا المجال.
٣. استخدام صيغة المرابحة في توفير المتطلبات الاستهلاكية اللازمة لتسيير أنشطة المؤسسات المعنية في هذا المجال.

ملاحظة هامة:

تعتمد آجال الصكوك التي يتم إصدارها إلى حد كبير على صيغ الصكوك وعلى مدى توفر السوق الثانوية التي تسمح بتسييل الصكوك بما يتفق وأحكامها الشرعية.

النتائج والتوصيات

أولاً: النتائج:

١. أدون الخزانة استنفدت كافة أهدافها المحددة بموجب القانون، بل أنها قد تعدت ذلك وأصبحت ذات أثر سلبي على المتغيرات الاقتصادية ذات الصلة بإصدارها.
٢. الحاجة ماسة لابتكار أدوات مالية جديدة تتلائم والخصوصية اليمينية يمكن من خلالها تحقيق الأهداف الاقتصادية التنموية، ومن أهم تلك الأدوات التي أثبتت نجاحها في الدول المشابهة للخصوصية اليمينية الصكوك الإسلامية.

ثانياً: التوصيات:

١. الإيقاف التدريجي لأدون الخزانة قصيرة الأجل وخلال أقرب فترة ممكنة.
٢. ضرورة تبني السلطات للصكوك الإسلامية كأداة بديلة لأدون الخزانة يمكن من خلالها تحقيق الأهداف الاقتصادية التي فشلت أدون الخزانة في تحقيقها، ويتطلب ذلك تحقيق مجموعة من الخطوات العاجلة، أهمها:
 - ١/٢ تشكيل لجنة من الخبراء والمتخصصين تركز مهمتها على وضع الخطط اللازمة للبدء بالتنفيذ، بما في ذلك وضع خطة إستراتيجية محددة ببرنامج زمني للمشاريع التنموية المطلوب تطويرها أو إنشاؤها على أساس رؤية علمية ومتخصصة تضمن تحقيق الأهداف الاقتصادية والتنموية.
 - ٢/٢ سرعة تجهيز البنية التشريعية لتطبيق الصكوك، إما من خلال تطوير قانون الدين العام الحالي أو من خلال إصدار قانون جديد ينظم عملية إصدار الصكوك الإسلامية وكيفية تداولها.
 - ٣/٢ سرعة تجهيز البنية المؤسسية لتطبيق الصكوك، وذلك بوضع الإطار المؤسسي الملائم لخيار التطبيق، وكذا الإطار المؤسسي الملائم لعملية تداول الصكوك.

أهم المراجع

١. الأثوري، جميل حميد: دور السياستين المالية والنقدية في عملية الاستقرار الاقتصادي في اليمن، مجلة دراسات اقتصادية، العدد العاشر، يناير - مارس، 2004، المؤتمر الشعبي العام، صنعاء.
٢. بابكر، شمسان محمد: تطور أذون الخزانة في الجمهورية اليمنية خلال الفترة من 1996 حتى 2009، بحث مقدم إلى المعهد المالي، صنعاء، 2010.
٣. باصهيب، نزار عبد الله: الآثار الاقتصادية لأذون الخزانة، مجلة دراسات اقتصادية، العدد العاشر، يناير - مارس، 2004، المؤتمر الشعبي العام، صنعاء.
٤. تقارير الإدارة العامة للدين العام بالبنك المركزي اليمني من عام 1996 حتى مايو 2010.
٥. تقارير ونشرات التطورات النقدية والاقتصادية الصادرة عن الإدارة العامة للبحوث والإحصاء بالبنك المركزي اليمني من عام 1996 حتى 2009.
٦. تقرير بعثة صندوق النقد الدولي المقدم إلى البنك المركزي اليمني حول تطوير سوق للصكوك الإسلامية والتي زارت اليمن خلال الفترة 19-28 يونيو 2009.
٧. خريوش، حسين علي، وآخرون: إدارة المحافظ الاستثمارية، دار الزهران للنشر، الأردن، ط 1999.
٨. السماوي، أحمد عبد الرحمن، أذون الخزانة أداة مالية ونقدية ضرورية وخطوة متقدمة نحو إنشاء سوق للأوراق المالية، ورقة عمل قدمت لمجلس الشورى منشورة في مجلة دراسات اقتصادية، العدد العاشر، يناير - مارس، 2004، المؤتمر الشعبي العام، صنعاء.
٩. الطيري، نبيل محمد: تقييم سياسة أذون الخزانة وأثرها على المتغيرات الاقتصادية الكلية في الجمهورية اليمنية، قطاع التوقعات الاقتصادية، وزارة التخطيط والتنمية، صنعاء، فبراير 2009.
١٠. علي، نادية أمين: صكوك الاستثمار الشرعية - خصائصها وأنواعها، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات.
١١. فرحان، حسن ثابت: أذون الخزانة: البداية والنهاية، هدف الإنشاء ونهاية الاستخدام، المجلة العلمية، جامعة عين شمس، العدد الأول، يناير 2008، ج2.

١٢. القانون رقم (19) للعام 1995.

١٣. القري، محمد علي: كيف تتوافق الصكوك مع أحكام الشريعة الإسلامية، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر السابع للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين.

١٤. القري، محمد علي: كيف تتوافق الصكوك مع أحكام الشريعة الإسلامية، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر السابع للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين.

١٥. مجلة مجمع الفقه الإسلامي: الدورة الرابعة، جدة، 1988، الجزء الثالث.

١٦. المخلافي، عبد الله غالب: قراءة في أوراق الحلقة النقاشية في مجلس الشورى حول أذون الخزانة، منشورة في: مجلة دراسات اقتصادية، العدد العاشر، يناير - مارس، 2004، المؤتمر الشعبي العام، صنعاء.

١٧. المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، المعيار الشرعي رقم (17) الصادر بتاريخ 7 ربيع الأول 1424 هـ الموافق 8 مايو 2003.

١٨. معروف، عبد المنعم حسن: أثر أذون الخزانة على مساهمة البنوك التجارية في التنمية الاقتصادية، بحث غير منشور مقدم إلى الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، صنعاء، 2010.

١٩. منصور، عبد الملك: العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جديدة، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، 31 مايو - 3 يونيو 2009.

٢٠. ورقة عمل منشورة أعدتها اللجنة الاقتصادية في مجلس الشورى بعنوان "انحسار دور الجهاز المصرفي ورأس المال الوطني في الاستثمار"، مجلة دراسات اقتصادية، العدد العاشر، يناير - مارس، 2004، المؤتمر الشعبي العام، صنعاء.

٢١. ورقة عمل منشورة أعدتها اللجنة المالية في مجلس الشورى بعنوان "أذون الخزانة وأثرها على الاقتصاد والاستثمار"، مجلة دراسات اقتصادية، العدد العاشر، يناير - مارس، 2004، المؤتمر الشعبي العام، صنعاء.

الملاحق

أولاً: الجداول

جدول رقم (1) يوضح تطور إصدارات أدون الخزانة خلال الفترة من ديسمبر 1996 حتى مايو 2010
المبلغ بالمليون ريال

العام	القيمة الفعلية	النمو السنوي	القيمة الاسمية
1996	39,360	---	41,931
1997	107,767	173.8%	114,241
1998	180,147	67.2%	190,612
1999	235,161	30.5%	255,640
2000	267,304	13.7%	282,489
2001	261,598	-2.1%	275,767
2002	289,269	10.6%	304,037
2003	398,414	37.7%	420,879
2004	633,770	59.1%	669,825
2005	790,327	24.7%	838,038
2006	990,892	25.4%	1,049,735
2007	1,217,900	22.9%	1,287,000
2008	1,736,700	42.6%	1,825,000
2009	1,617,524	-6.9%	1,690,465
يناير – مايو 2010	731,450	-10%	774,482

المصدر : التقارير السنوية للإدارة العامة للدين العام بالبنك المركزي اليمني من عام 1996 حتى مايو 2010 .

جدول رقم (2) يوضح العائد على أدون الخزانة للفترة: يناير 1996 - مايو 2010.

العام	مبلغ العائد (بالمليون ريال)	نسبة نمو العائد (%)
1996	1,603	---
1997	3,728	133%
1998	6,927	86%
1999	14,540	110%
2000	19,494	34%
2001	19,738	1%
2002	8,743	-56%
2003	17,314	98%
2004	28,363	64%
2005	41,755	47%
2006	55,124	32%
2007	62,562	13%
2008	85,359	36%
2009	72,940	-14.5%
يناير – مايو 2010	43032	---
الإجمالي	481,222	---

المصدر: التقارير السنوية ونشرات التطورات النقدية والاقتصادية الصادرة عن الإدارة العامة للبحوث والإحصاء بالبنك المركزي اليمني من عام 1996 حتى 2009.

جدول رقم (3) يوضح نسبة الموقف القائم لأذون الخزانة إلى عجز / فائض الموازنة العامة للدولة للفترة: 1996 - 2009
المبلغ بالمليار ريال

الفترة	إجمالي الإيرادات والمنح	إجمالي النفقات وصافي الإقراض	العجز / الفائض (٢-١)	الموقف القائم بالقيمة الفعلية	نسبة الموقف القائم إلى الفائض / العجز
1996	251.90	279.60	-27.70	11.016	-40%
1997	289.30	302.60	-13.30	51,241.0	-385%
1998	225.90	280.10	-54.20	84,107.0	-155%
1999	338.30	340.90	-2.60	106,586.4	-4099%
2000	603.80	480.50	123.30	109,555.0	88.8%
2001	568.40	527.10	41.30	118,379.5	287%
2002	560.70	574.30	-13.60	129,154.4	-949%
2003	664.90	755.60	-90.70	184,241.7	-203%
2004	812.10	867.50	-55.40	275,725.7	-498%
2005	1,110.80	1,169.20	-58.40	328,545.8	-563%
2006	1,449.70	1,404.00	45.70	373,222.7	817%
2007	1,429.04	1,733.50	-304.46	504,801.9	-166%
2008	1,993.51	2,221.59	-228.08	597,958.3	-262%
2009	1,282.59	1,844.28	-561.69	525,792.3	-94%

المصدر: تقارير ونشرات التطورات النقدية والاقتصادية الصادرة عن الإدارة العامة للبحوث والإحصاء بالبنك المركزي اليمني من عام 1996 حتى 2009.

جدول رقم (4) يوضح سعر إعادة خصم أذون الخزانة مع معدل التضخم السنوي للفترة: 2009 - 1996

الفترة	سعر إعادة الخصم (%)	معدل التضخم السنوي (%)	النمو السنوي للتضخم (%)
1996	28.51	62.50	---
1997	15.00	40.00	-36
1998	19.95	4.60	-88.5
1999	18.53	11.50	150
2000	15.89	8.00	-30.4
2001	15.16	10.90	36.3
2002	13.90	11.90	9.2
2003	16.87	12.20	2.5
2004	16.98	12.50	2.5
2005	17.77	11.83	-5.4
2006	17.89	16.65	40.7
2007	17.92	11.17	-31.4
2008	16.8	10.80	-3.3
2009	15	10.96	1.5

المصدر: نشرة التطورات النقدية والمصرفية للبنك المركزي اليمني للأشهر ديسمبر 2000، ديسمبر 2005، إبريل 2010.

جدول رقم (5) يوضح إجمالي ودائع بالعملة الأجنبية ونسبة نموها للفترتي 1996 - 2009

المبالغ بالمليون ريال

الفترة	إجمالي ودايع البنوك	الودائع بالعملة الأجنبية	نسبة الودائع بالعملة الأجنبية إلى إجمالي الودائع	نسبة نمو الودائع بالعملة الأجنبية
1996	119824.3	49512.1	41.3%	-1.4%
1997	139160.2	64164.6	46.1%	29.6%
1998	165979.1	85123.7	51.2%	32.7%
1999	189845.0	99873.1	52.6%	17.3%
2000	249795.9	127620.0	51.1%	27.8%
2001	307308.6	161918.8	52.7%	26.9%
2002	387804.6	198841.4	51.3%	22.8%
2003	474452.3	238576.1	50.1%	20%
2004	573540.1	264189.8	46%	10.7%
2005	637958.8	316977.3	49.7%	20%
2006	851044.0	412582.2	48.5%	30.2%
2007	1050932.3	466219.6	44.4%	13%
2008	1236000.0	488362.1	36.3%	4.75%
2009	1345400.0	567085.4	42.15%	16.1%

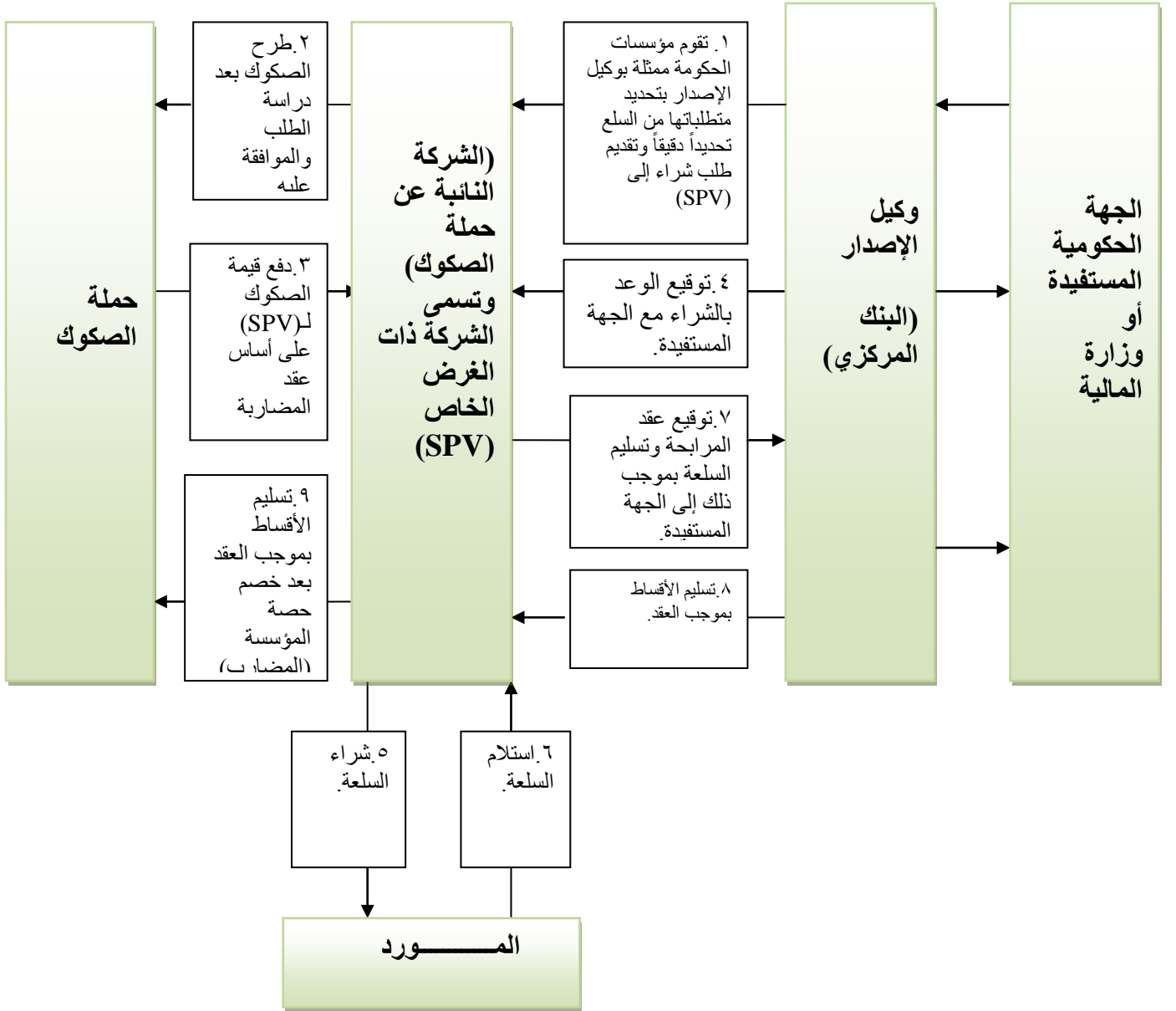
المصدر: تم تجميع البيانات من تقارير إدارة المراكز المالية الصادرة عن الإدارة العامة للرقابة على البنوك بالبنك المركزي اليمني للأعوام 2008 ، 2009 ، + كتاب الإحصاء السنوي للعام 2007.

جدول رقم (6) يوضح أثر أدوة الخزنة على أسعار الصرف للفترتي 1996 - مايو 2010

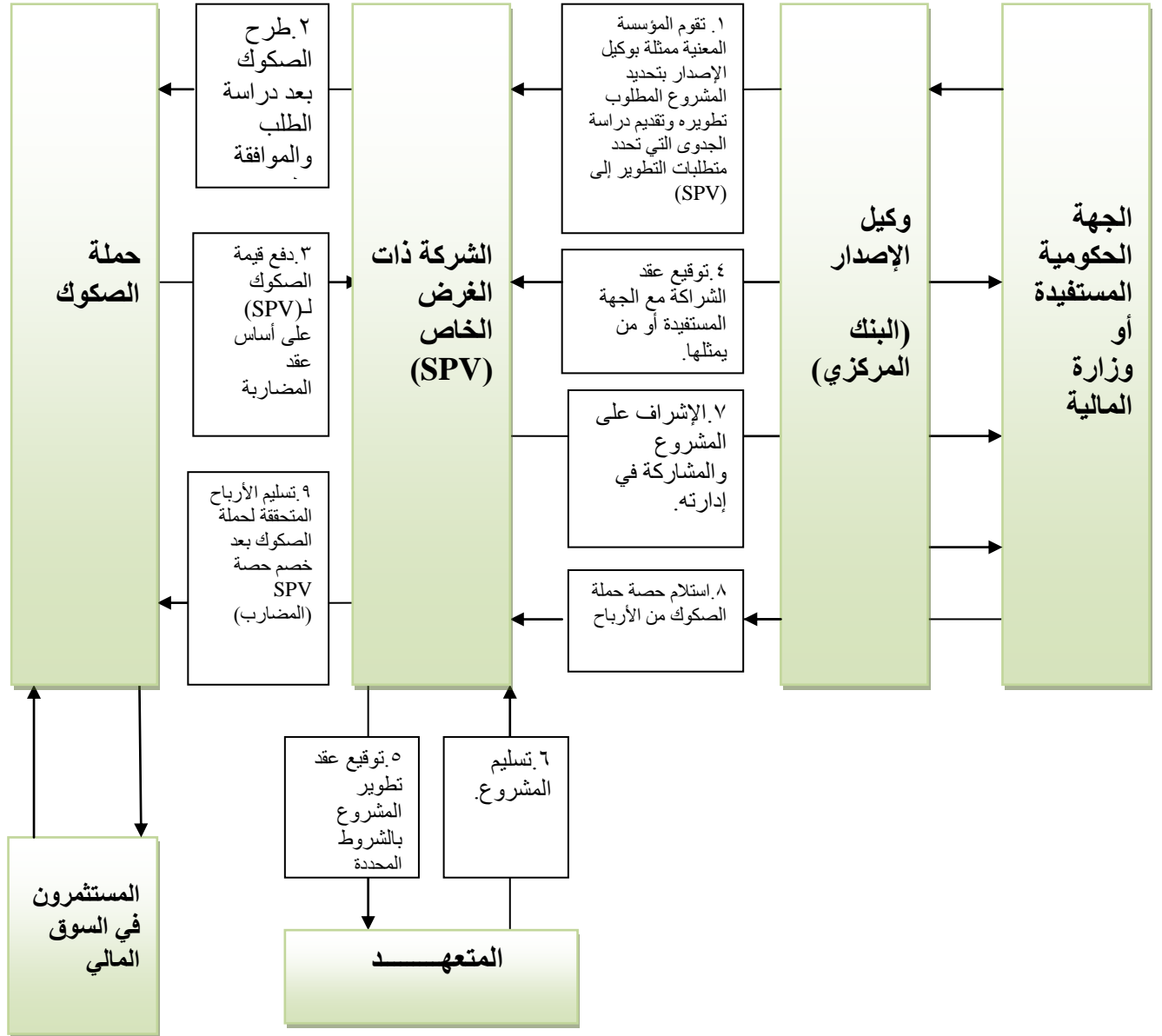
الفترة	المتوسط السنوي لسعر الصرف (ريال لكل دولار)	نسبة الزيادة السنوية في سعر الصرف	معدل نمو أدون الخزنة
1996	128.18	--	--
1997	129.28	0.9%	173.8%
1998	135.88	5.1%	67.2%
1999	155.75	14.6%	30.5%
2000	161.73	3.8%	13.7%
2001	168.69	4.3%	-2.1%
2002	175.62	4.1%	10.6%
2003	183.45	4.5%	37.7%
2004	184.78	0.7%	59.1%
2005	191.42	3.6%	24.7%
2006	197.05	2.9%	25.4%
2007	198.95	1.0%	22.9%
2008	199.78	0.4%	42.6%
2009	202.85	1.54%	-7.1%
2010مايو	225.56	11.2%	-10%

المصدر: تم بتجميع البيانات من تقارير ونشرات التطورات النقدية والاقتصادية الصادرة عن الإدارة العامة للبحوث والإحصاء بالبنك المركزي اليمني للفترة 1996 - مايو 2010.

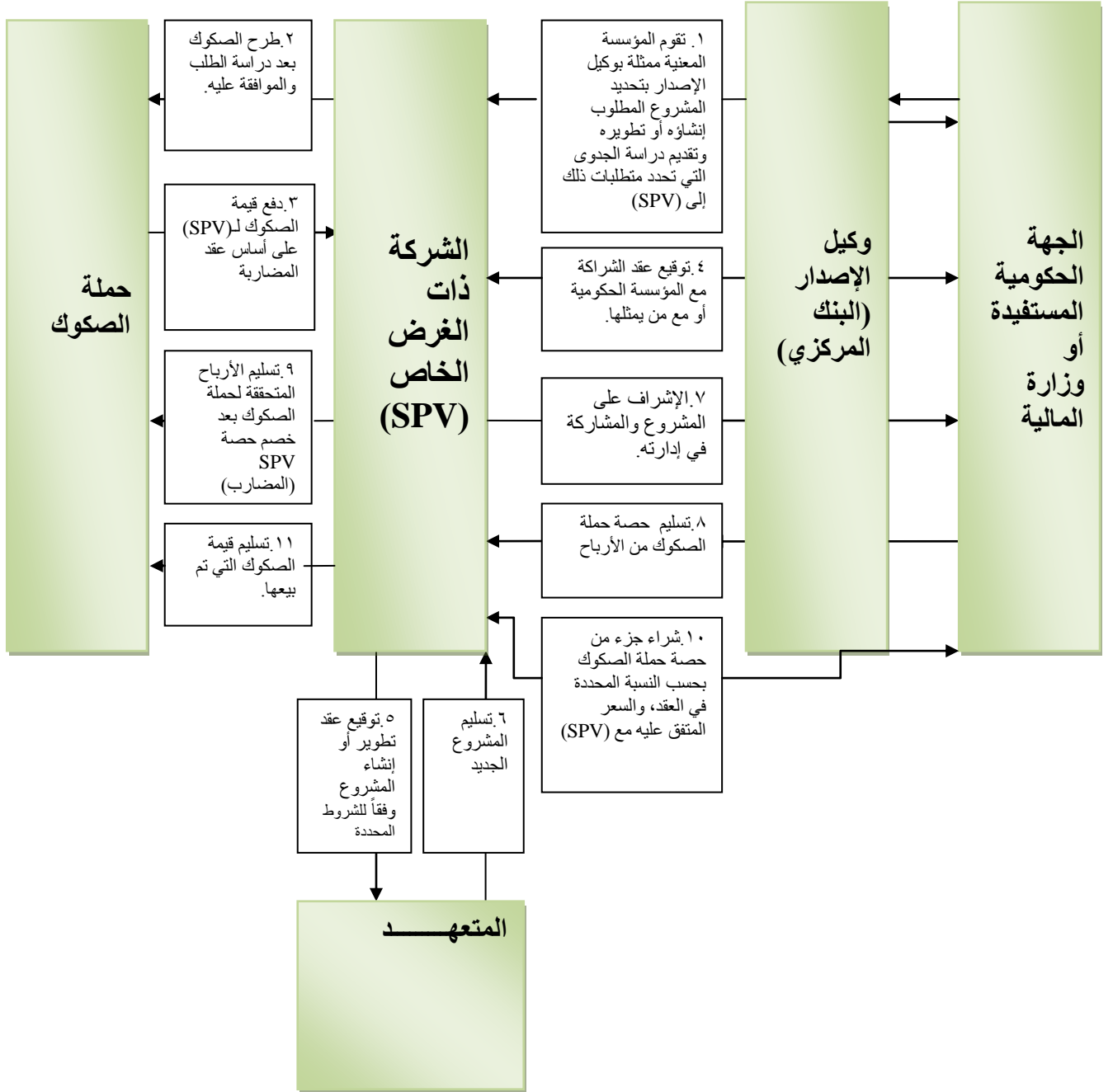
شكل رقم (1) يبين أطراف صكوك المرابحة وخطوات إصدارها.



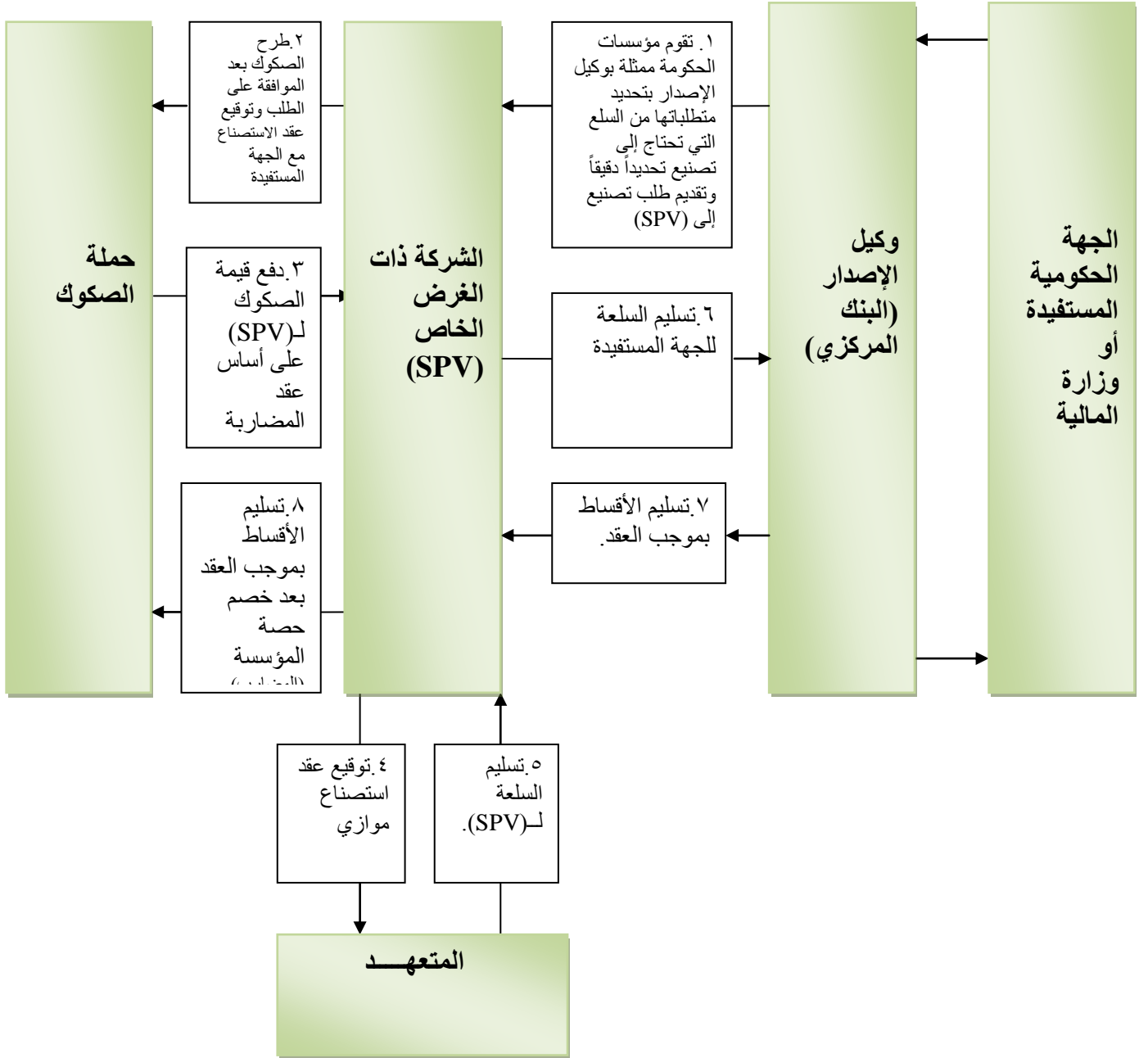
شكل رقم (2) يبين أطراف صكوك المشاركة وخطوات إصدارها.



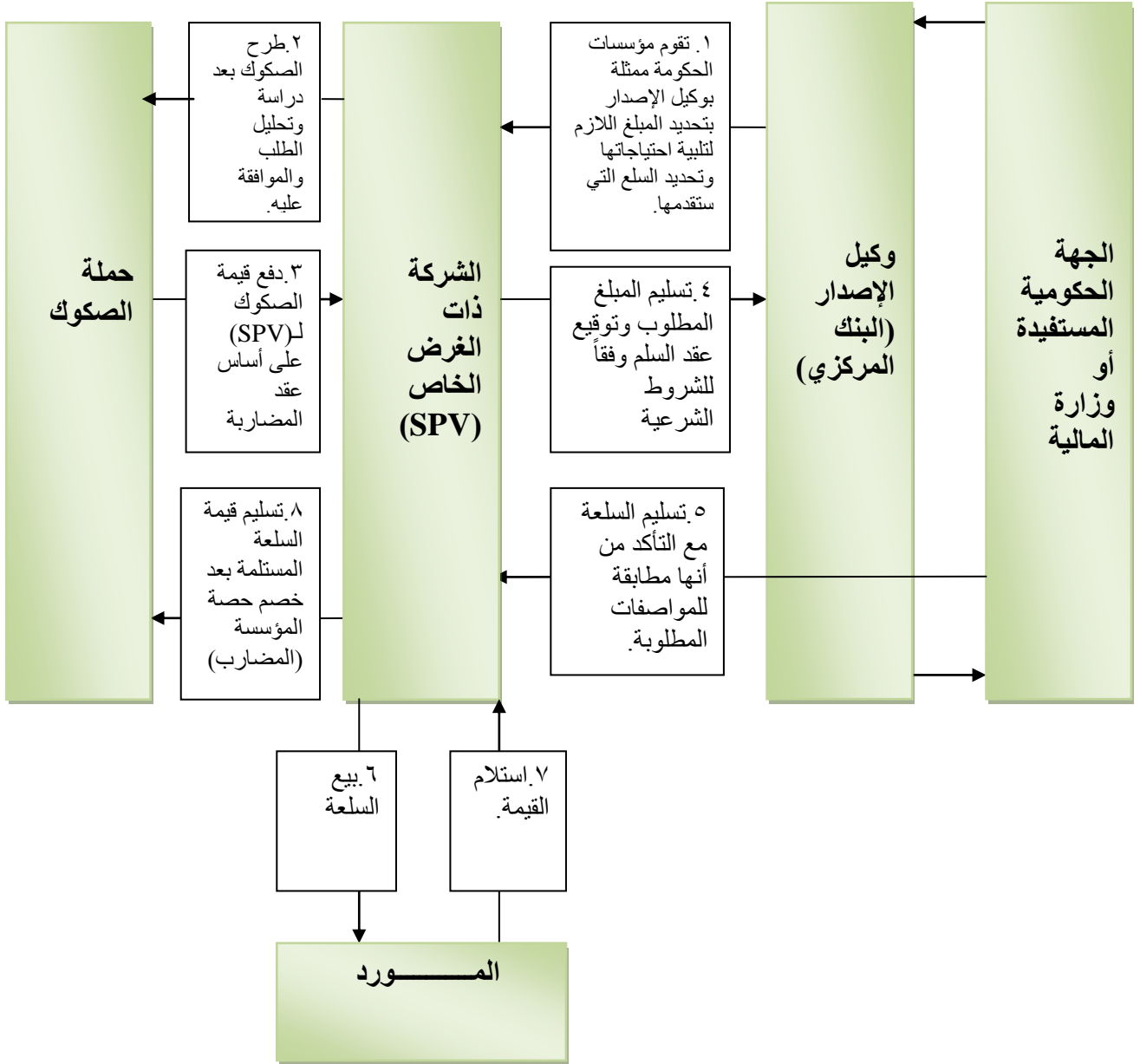
شكل رقم (3) يبين أطراف صكوك المشاركة المتناقصة وخطوات إصدارها.



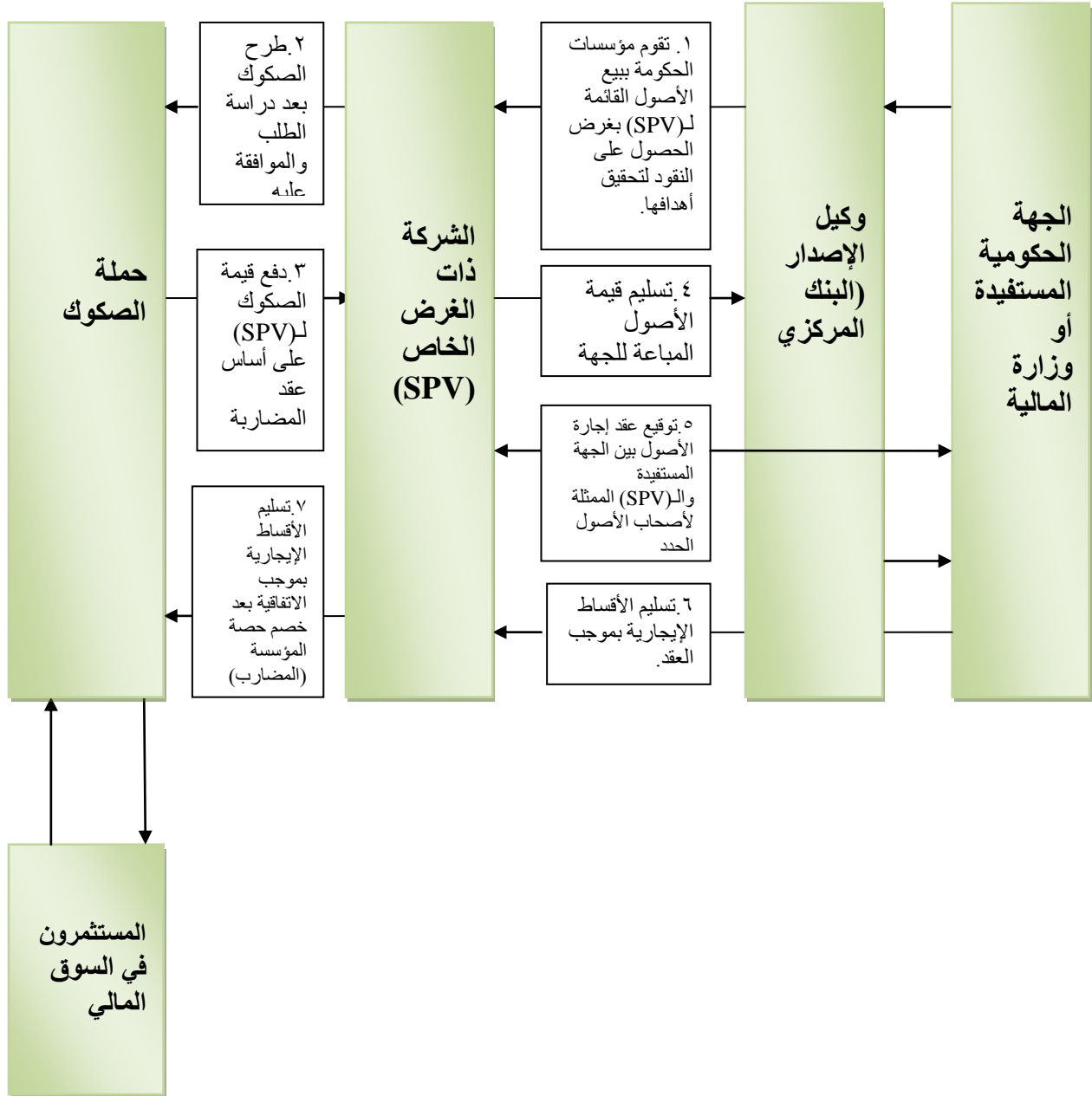
شكل رقم (4) يبين أطراف صكوك الاستصناع وخطوات إصدارها.



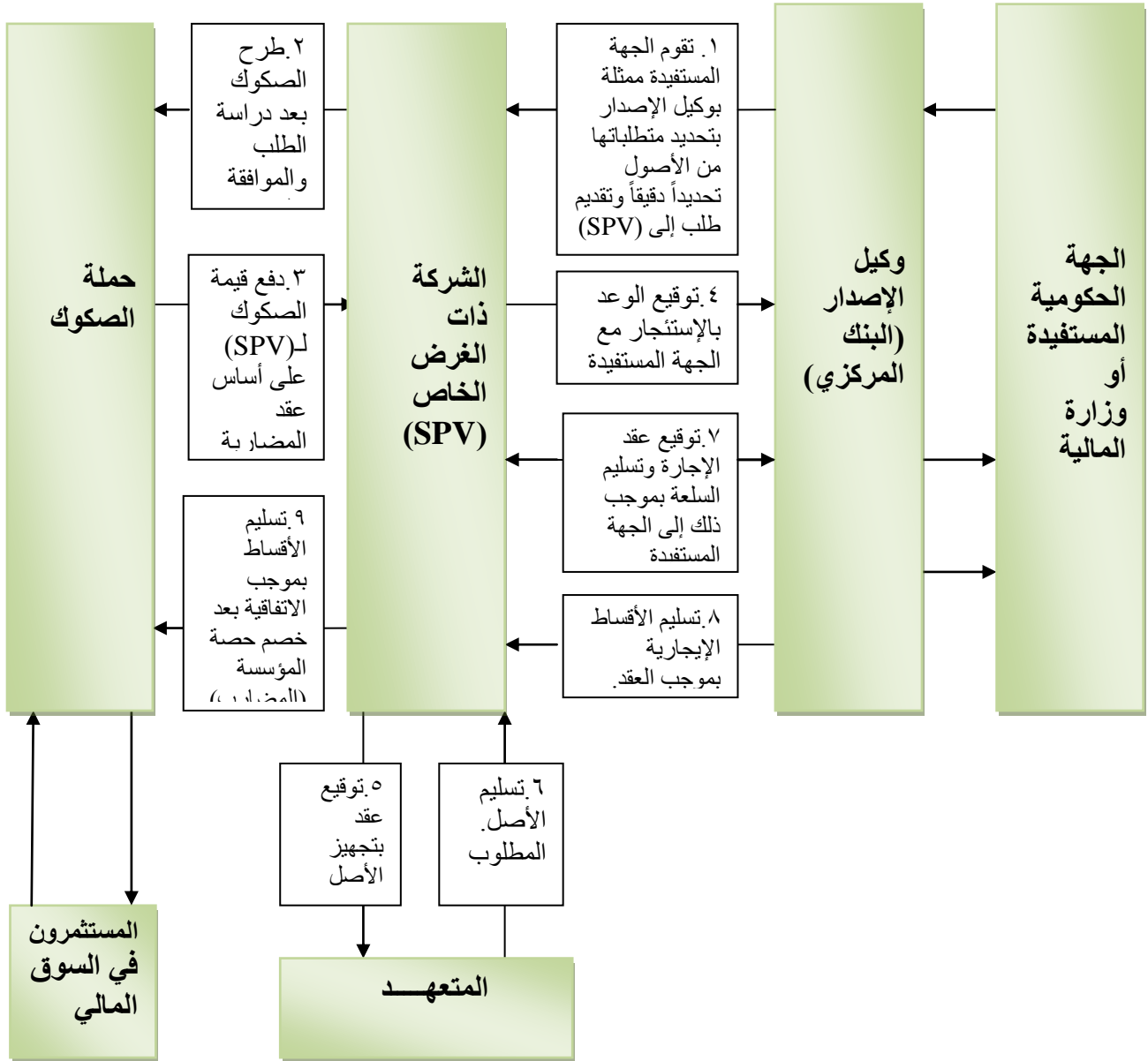
شكل رقم (5) يبين أطراف صكوك السلم وخطوات إصدارها.



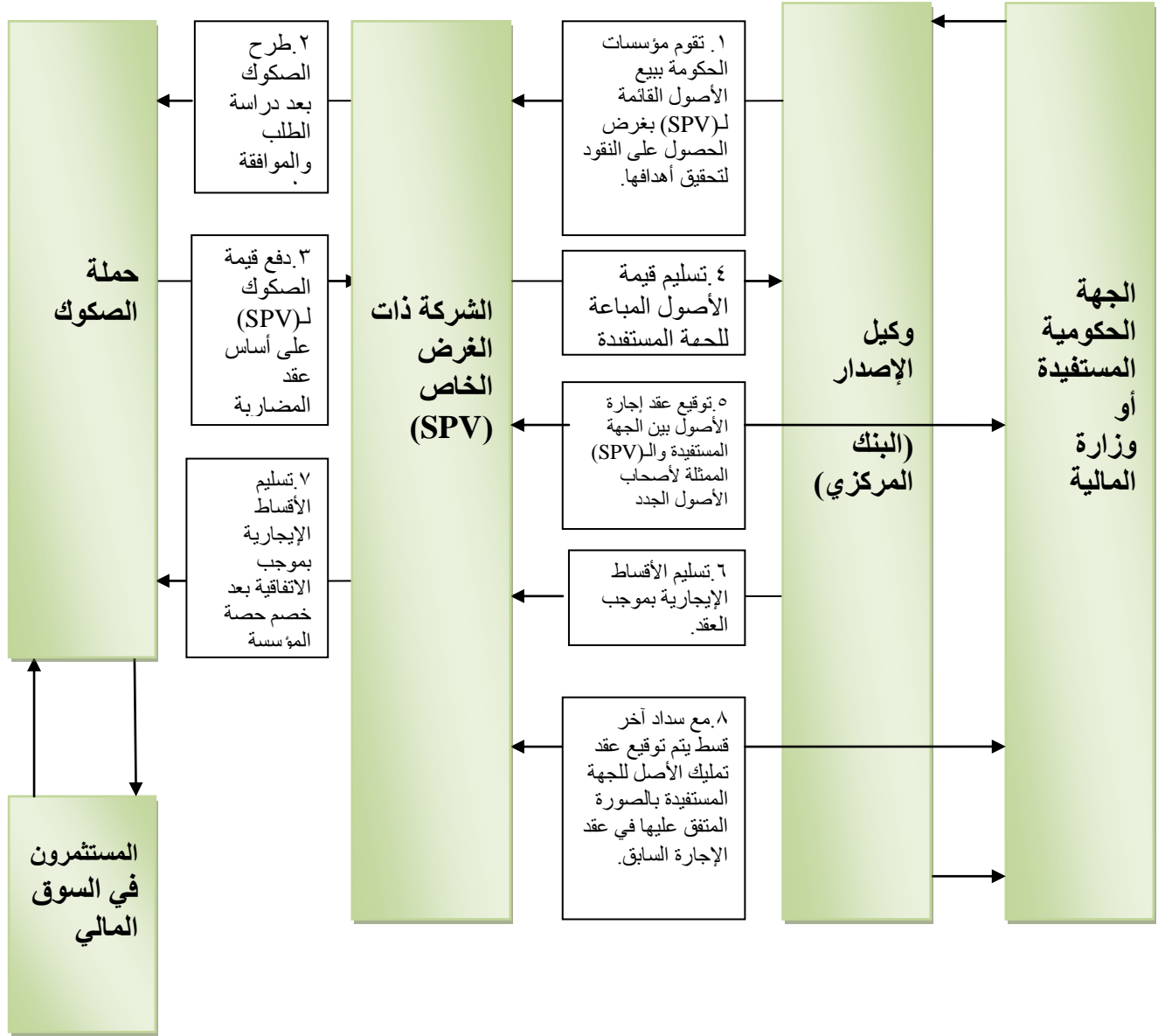
شكل رقم (6) يبين أطراف صكوك الإجارة (أصول قائمة) وخطوات إصدارها.



شكل رقم (7) يبين أطراف صكوك الإجارة (أصول جديدة) وخطوات إصدارها.



شكل رقم (8) يبين أطراف صكوك الإجارة المنتهية بالتمليك وخطوات إصدارها (أصول قائمة).



شكل رقم (9) يبين أطراف صكوك الإجارة المنتهية بالتمليك وخطوات إصدارها (أصول جديدة).

