

بسم الله الرحمن الرحيم

## ورقة مفاهيمية

### حول العملات الرقمية والتوريق والصكوك الإسلامية

#### خلاصة تنفيذية:

شهدت اسواق العملات الرقمية تطورات كبيرة بعد الازمة المالية العالمية عام 2008 مع تراجع الثقة بالأسواق المالية، وبحث المتعاملون عن أدوات لا تخضع للأطر التنظيمية المتعارف من قبل هيئات الأوراق المالية او البنوك المركزية. وقد ارتفعت القيم السوقية لهذه العملات بأوقات قياسية. وتعود أسباب عدم تدخل السلطات الرقابية لتنظيم هذه الأسواق الى اكثر من عامل، أولها أن هذه الجهات غير مجهزة تنظيميا ولا تقنيا للتعامل مع التطورات في هذه الأسواق، إضافة لكون البنوك المركزية تأسست من أجل ضبط الأوراق النقدية والمعدنية ومراقبة أعمال البنوك، ومنطقها هو المركزية والتحفظ في اتخاذ القرار المالي. وفي المقابل، فإن سوق العملات الرقمية غير مركزي وتجاوز الحدود، كما أن مراحل تصنيع هذه العملات ما زالت غير واضحة، في حين أن البنك المركزي يجب أن تكون لديه الصلاحيات من أجل تتبع كل مراحل استصدار العملات، لذلك ما زالت البنوك المركزية تتعامل بحذر شديد مع هذه العملات. وبالمقابل فإن تقلباتها شديدة وعلى من يتعامل فيها أن يكون مستعداً لاحتمالات عالية من الربح أو الخسارة لأنه لا منطوق في تفسير سلوك هذه العملات، كما ان مستقبل هذه العملات يحيط به الغموض.

بالمقابل فإن الأسواق المالية والنقدية منظمة، وتحكمها معايير وضوابط مؤسسية للحد من المخاطر والتقلبات الشديدة، كما ان هناك ضمانات من عملات صعبة او تدخلات مباشرة او غيرمباشرة من البنوك المركزية، وكما هو الحال أيضا في وثائق عمليات التوريق

والتصكيك، فهناك ضمانات من أصول واستثمارات، بالإضافة لوجود ضمانات لهذه الوثائق من مؤسسات مالية ضامنة.

## 1. مفهوم ونشأة العملات الرقمية المشفرة:

العملات الرقمية المشفرة هي عملات غير حقيقية في المفهوم المتعارف عليه للأوراق النقدية الصادرة عن البنوك المركزية، وظهرت أول هذه العملات في عام 2009 كبرامج الكترونية مفتوحة المصدر، ويتم تحويل ملكية الأوراق من شخص إلى آخر عبر الشبكة الالكترونية وبدون تدخل الوسطاء، في الوقت الذي يتم فيه التحقق من إتمام المعاملات والحوالات باستخدام التشفير بطريقة الند للند peer to peer، كما يجري تسجيل العمليات الكترونياً وضبط حركاتها في دفتر حسابات الكترونية يسمى سلسلة الكتل Bock Chain، والذي يوثق كل الحركات التي تتم على ملكيات العملات الرقمية، ولا يغطي أي اصدار لهذه العملات أصول أو موجودات، وبالتالي فان تقلباتها كبيرة جداً ولا يوجد ضمان لاسترداد قيمتها.

يعود السبب في انتشار العملات الرقمية إلى الازمة المالية العالمية التي شهدها العالم عام 2008 وما تبعها من انهيار للأسواق المالية وفقدان المتعاملين للثقة بكافة الأدوات المالية في هذه الأسواق نتيجة لتركز الاستثمارات في الدولار الأمريكي الذي استحوذ على ما نسبته 90% من التسويات الدولية وما نسبته 60% من الاحتياطيات الدولية، إضافة الى استخدام الدولار كأداة لتسعير العديد من الأصول مثل الذهب والنفط، وغيرها، وفي ظل هذه الظروف ظهرت العملات الرقمية لتلبي رغبة المتعاملين الباحثين عن استثمارات بعيدة عن تدخلات الدول أو البنوك المركزية أو هيئات الرقابة المالية.

كان أول ظهور للأوراق الرقمية بإصدار عملة البيتكوين عام 2009 والتي أصدرها مجموعة من المتعاملين الهواة، وكان صعود هذه العملة مذهلاً حيث ارتفعت قيمتها السوقية من خمسة سنتات لكل توكن في عام 2010 إلى ما يقرب من 70 ألف دولار في منتصف عام 2021 مما أدى إلى حدوث موجة من مضاربات شراء هائلة وضخ مزيد من الاستثمارات إلى السوق لتصل القيمة السوقية للعملات الرقمية الى 3.3 مليار دولار في نهاية عام 2021. وقد شجع قيام عدد من الدول وشركات كبرى كفيس بوك بإصدار عملات رقمية على زيادة الاقبال على العملات الرقمية، بالإضافة لقبول بعض الشركات الدفع بالعملات الرقمية، هذا الى جانب سماح بعض المؤسسات المالية للعملاء استثمار نسبة مئوية من محافظها في الأصول الرقمية.

## 2. خصائص العملات الرقمية المشفرة:

العملات الرقمية تصدر عن اشخاص أو مؤسسات خاصة، أي أنها لا تصدر عن البنوك المركزية كما هو الحال في العملات الورقية، وتعتمد في عمليات توثيق المعاملات في البيع أو الشراء والمدفوعات على نظام سلاسل الكتل Block Chains، ويتم إدارة المعاملات المحاسبية وتوثيقها إلكترونياً الأمر الذي وفر الوقت والجهد والمال، وذلك من خلال العمل على منظومة إلكترونية متكاملة ومترابطة. وتصدر العملات الرقمية بدون احتياطات مقابلة من عملات أجنبية أو ذهب أو أية أصول ضامنة، والكمية المعروضة منها ثابتة، كما أن التعامل بها يتم مباشرة بدون وسيط، وتتم تسوية العمليات بشكل فوري، ولذلك لا يوجد كلفة لعمليات البيع أو الشراء وبإمكان أي شخص التعامل بها دون أن يكون له حساب مصرفي، كما أنها لا تخضع لأي تشريعات أو تنظيم أو رقابة من هيئات الرقابة المالية أو البنوك المركزية ولا يوجد لها أي ضامن ولا تعتبر ورقة مالية مثل الأسهم والسندات ولا ترتبط بأي أصل حقيقي.

## 3. مخاطر العملات الرقمية المشفرة:

إن اعتماد العملات الرقمية على التكنولوجيا ببعاً وشراء وتوثيقاً وتسوية للمعاملات، وغياب التشريعات والتنظيم والرقابة بالإضافة إلى عدم خضوعها لأي سلطة رقابية رسمية يبقها عرضة لعمليات الاختراق الإلكتروني وغسل الأموال وتجارة المخدرات وتمويل الإرهاب. أما فيما يتعلق بحركات أسعار هذه العملات فلا يوجد محددات أو سقف على ارتفاعها أو انخفاضها كما هو الحال في الأسهم التي لا يسمح بانخفاضها بأكثر من نسبة محددة في اليوم، أما الخطر الأكبر فيتمثل بعدم ارتباطها بأي أصل حقيقي ولذلك فهي عملة وهمية معرضة للانهايار في أي وقت وخاصة في حال تدخلت الحكومات أو السلطات الرقابية أو البنوك المركزية لتنظيم السوق حماية للجمهور أو قيامها بطرح عملات رقمية من منظور نقدي وتكنولوجي، إضافة إلى التدخل في إصدار العملات الرقمية للسيطرة على المعروض النقدي وهو أمر لن تتنازل عنه الحكومات بسهولة فالعملات تشكل مورد مالي هام منخفض الكلفة لهذه الدول ودخول أي منافس قد يرى فيه العديد من المسؤولين الحكوميين تحدياً لمكتسباتهم وسيطرتهم.

من جهة أخرى، فقد دخلت إلى السوق منذ عام 2015 عملات رقمية أكثر استقراراً وتراعي احتياجات السوق والمتعاملين وأقل خطورة، وذلك من خلال اعتمادها على الضمانات سواء من العملات الصعبة

كالدولار واليورو أو المعادن الثمينة كالذهب أو العملات الرقمية المشفرة. ومن هذه العملات على سبيل المثال عملة "تيثير USD".

وبشكل عام، فقد اخترقت العملات الرقمية المشفرة كافة أنظمة وقواعد العمل التقليدي للأسواق المالية، سواء من حيث أنظمة العمل وآلياته، والضمانات والاحتياطات والأطر المؤسسية وهوامش حركات الأسعار ودور الوسطاء الماليين والضامنين وآليات الاحتفاظ بالأصول المتداولة وغيرها. وبالمقابل تكون الأدوار في أسواق العملات المشفرة أكثر مرونة، فالبورصات ليست منصة للتداول فقط وإنما للاحتفاظ بالأصول أيضاً، فإذا واجهت إحدى هذه المنصات صعوبات مالية أو تم اختراقها أو تعطلت أنظمة تكنولوجيا المعلومات، فقد يستغرق الأمر وقتاً طويلاً لاستعادة الأصول.

#### 4. وجهة نظر السلطات الرسمية في العملات الرقمية المشفرة:

تقوم الهيئات التنظيمية في جميع أنحاء العالم باتخاذ إجراءات متباينة للتعامل مع العملات الرقمية المشفرة، حيث أصدرت الصين حظراً على استخدام هذه العملات. وتنتظر الولايات المتحدة ومن خلال هيئة الأوراق المالية والبورصات الأميركية باتخاذ مجموعة من الإجراءات تهدف إلى وقف التعامل بها. أما في المملكة المتحدة، فإنها تشترط على الشركات التي تعمل في مجال تداول العملات المشفرة، التسجيل لدى الجهة التنظيمية لمراقبة مكافحة غسل الأموال وتنشر الهيئة التنظيمية قائمة بالشركات التي تعتقد أنها تقدم خدمات تشفير من دون إذن، وتوصي بعدم التعامل معها ومن جهته يعمل بنك إنجلترا على تطوير متطلبات رأس المال للمؤسسات المالية التي تحتفظ بها، كما أن نظام حماية الودائع لا يشملها. وبالمقابل تسعى سويسرا إلى تشجيع التعامل بالعملات المشفرة واعتبرتها قانونية إذا حصلت على ترخيص وتفي بالقواعد المتعلقة بالجرام المالية.

#### 5. التحديات التي تواجه صناعة العملات الرقمية المشفرة:

تواجه صناعة العملات الرقمية المشفرة تحديات تتمثل بتدخل السلطات لتنظيم السوق، وأيضا دخولها منافسا من خلال قيام البنوك المركزية بإصدار أوراق رقمية آمنة يمكن الوصول إليها بسهولة مما يسهم في حرمان البنوك الخاصة من جزء من قاعدة ودائعها، والتأثير في المنافسة بين البنوك والمنصات الرقمية. فالتنظيم لهذه الصناعة مهم بشرط أن ألا تعيق اللوائح التنظيمية المستقبلية حركة الابتكار في المدفوعات التي تعود بالفائدة على الجميع. من ناحية أخرى يرى البعض هنالك مخاوف من تدويل العملة الرقمية فهي بطبيعتها عابرة للحدود وستعرض البلدان لمنافسة متزايدة، وقد يؤدي هذا إلى إنشاء «مناطق للعملات الرقمية» حيث يرتبط استخدام العملة بشبكة رقمية معينة بدلاً من دولة معينة.

## 6. متطلبات تطوير صناعة العملات الرقمية:

يُشكل وضع قواعد واضحة لصناعة العملات الرقمية ضرورة أساسية لضمان استمرار تطوير هذه الصناعة، وجذب قدر متزايد من الأموال الفردية والمؤسسية باعتبار هذه العملات تشكل أصول بديلة للعملات الورقية أو السلع الأساسية أو المشتقات المالية، ولتحقيق ذلك يجب تلبية ثلاثة شروط:

أ. توفر بيانات موثوقة للعملات الرقمية، إذ حققت هذه العملات إنجازات مهمة على الرغم من ان البيانات والمعلومات المتوفرة ما زالت منقوصة، ولهذا يلزم توفير بيانات تحليلية تتجاوز ما هو متوفر حول الأسعار.

ب. الحاجة إلى اجراء بحوث تُسهل التوصل إلى فهم أعمق للعملات الرقمية المشفرة باعتبارها من فئة الأصول الاستثمارية. وقد أثبتت البحوث الأكاديمية نجاحها في إنشاء عدد من فئات الأصول الجديدة، مثل المشتقات المالية وصناديق المؤشرات، ناهيك عن أساليب الاستثمار مثل الاستثمار في المؤشرات وغيرها.

ج. وجود إطار تنظيمي موثوق، صحيح ان الاطار الحالي ما زال ناشئاً، إذ ان التنظيم يفتح تحديات لأسباب ليس أقلها أن تنظيم العملات الرقمية المشفرة يطرح تحديات هائلة امام تطوير هذه الصناعة، فعلى سبيل المثال يتطلب وضع نظريات جديدة أو تعديل النظريات القائمة في مجالي المحاسبة والقانون. والبعض الآخر عملي وعلى سبيل المثال، في حين تُعد سجلات جميع المعاملات عامة، يصعب أو يستحيل التحقق من هويات الأطراف التي تنفذ هذه المعاملات. في الواقع، تُعد جميع هذه الاعتبارات عالمية مما يعني أن الهيئات التنظيمية في معظم البلدان الكبرى سوف تحتاج إلى تنسيق جهودها الرقابية دون خنق الابتكار. وبمجرد التغلب على هذه التحديات، ووضع إطار تنظيمي فعال، ستُصبح العملات الرقمية المشفرة أكثر تداولاً، وسوف يعقب السنوات العشر الثانية من هذا القرن الجاذبة للانتباه والمليئة بالتجارب إنشاء نسخة أكثر قابلية للتنبؤ بمستقبل سوق التشفير، حيث تصبح العملات الرقمية المشفرة فئة الأصول جديدة بالثقة. وتتضح الصورة بمقارنة العملات الرقمية بعمليات تتم كعمليات التوريق والصكوك الإسلامية، من خلال النظر الى خصائص هذه الأدوات المالية:

## 7. عمليات التوريق Securitization :

ظهرت فكرة عمليات التوريق في سبعينيات القرن الماضي في الولايات المتحدة الأمريكية باستخدام الرهونات والقروض العقارية، وكان الهدف من هذه العمليات تسهيل تمويل قطاع الإسكان وتمكين الأفراد من امتلاك منازل خاصة، حيث قامت فكرة التوريق على بيع المؤسسات المالية والتعاقدية القروض والرهونات والقروض العقارية إلى مؤسسة خاصة تسمى " مؤسسة التوريق الخاصة" Special Private Vehicle وتنشأ هذه المؤسسة لهذه الغاية، وتقوم هذه المؤسسة ببيع حصص الاستثمار أو السندات إلى المستثمرين. سميت هذه العمليات بالأوراق المالية المستندة إلى الرهونات العقارية Mortgages-backed securities.. و بعد التوسع الذي شهده النشاط الاقتصادي في بداية الثمانينات وزيادة الطلب على القروض العقارية بدأت عمليات التوريق بإصدار الأوراق المالية مقابل القروض وسميت هذه العمليات بالأوراق المالية المستندة إلى الأصول (ABS) Securities-backed assets. وتستند عمليات التوريق الى وجود أصول مقابل الأوراق المالية المصدره، وهناك جهة ضامنة لهذه الإصدارات من الأوراق المالية وجهة تحتفظ بها تسمى امين الاستثمار. وعادة ما تكون هذه الجهات مؤسسات مالية معروفة، وهذه الوثائق مضمونة بالأصول المصدره مقابلها وأيضا بوجود اطر مؤسسية لتوفير الضمانات لهذه الوثائق.

## 8. الصكوك الإسلامية:

وهي أوراق مالية تصدر مقابل أصول مالية سواء كانت عقارية أو إيرادات أصول عمليات تمويل تتفق مع احكام الشريعة الإسلامية، اما عمليات الصكوك الإسلامية، فشبيهه بعمليات التوريق التقليدية المشار إليها، باستثناء اعتمادها على أدوات مالية تتفق واحكام الشريعة الإسلامية، مثل المضاربة والمشاركة والمرابحة والسلم والاستصناع. والصكوك التي تنشئ عن عمليات التصكيك يمكن تقسيمها الى مجموعات رئيسية شملت صكوك عمليات المضاربة، صكوك عمليات المشاركة، صكوك عمليات الاجارة، صكوك عمليات الاستصناع، وصكوك عمليات مختلطة من الادوات المالية التي تتفق واحكام الشريعة الإسلامية.

لقد كانت السودان من أوائل الدول التي أصدرت الصكوك، حيث قام البنك المركزي السوداني في نهاية التسعينات من القرن الماضي بإصدار ادوات مالية سميت شمم، وكذلك اصدار وزارة المالية ادوات مشابهة سميت شهامة، وتبعها دول اخرى مثل البحرين وقطر وماليزيا والسعودية والكويت والأردن

والتي بدأت باصدار الصكوك الإسلامية، كما بدأت بعض المؤسسات المالية الإسلامية باصدار الصكوك مثل البنك الاسلامي للتنمية. إضافة الى البنوك الإسلامية في مختلف الدول.

اما في الأردن فقد بدأت عملية اصدار الصكوك بعد صدور قانون الصكوك الإسلامية عام 2012 ووضع الأنظمة والتعليمات الناظمة لاصدار الصكوك، حيث صدرت مجموعة من الصكوك لصالح وزارة المالية بهدف توفير موارد مالية للوزارة لتمويل العجز وتحسين إدارة المديونية، كما أصدرت بعض المؤسسات العامة صكوك إسلامية مثل شركة الكهرباء الوطنية.

وتشير البيانات المتوفرة حول قيمة الاصدارات من الصكوك الإسلامية على مستوى كافة الدول، الى نمو سوق الصكوك الإسلامية بنسبة تراكمية تجاوزت 10% سنويا، ويقدر حجم الإصدارات من الصكوك الإسلامية حاليا ما يصل الى حوالي 3.3 مليار دولار.

## 9. مقارنة بين العملات الرقمية المشفرة والعملات الورقية والمعدنية وعمليات التوريق والصكوك:

للقوف على حقيقة العملات الرقمية واستشعار مستقبلها من الأهمية بمكان مقارنة خصائصها مع العملات النقدية التقليدية وعمليات التوريق والصكوك الإسلامية، ويمكن النظر بشكل خاص الاطار المؤسسي والتنظيمي والمخاطر:

1. الاطار المؤسسي: تصدر العملات الرقمية المشفرة عن افراد او مؤسسات خاصة مقابل العملات النقدية التقليدية التي تصدر عن البنوك المركزية، اما عمليات التوريق والصكوك تصدر عن الحكومات او المؤسسات العامة ذات كفاءة ائتمانية عالية.
2. التغطية الاحتياطية: تصدر العملات الرقمية بدون تغطية، وبالمقابل تصدر الأوراق النقدية النقدية او عمليات التوريق او الصكوك الإسلامية مقابل عملات صعبة او أصول مادية او عوائد استثمارات.
3. الاطار التنظيمي: لا يوجد اطار تنظيمي للعملات الرقمية، وبالمقابل فان العملات النقدية ينظم إصدارها البنوك المركزية، اما عمليات التوريق والصكوك فتنظمها هيئات الأوراق المالية.
4. المخاطر: مخاطر وتقلبات العملات الرقمية عالية جدا ولا يوجد حدود لتغيراتها. اما العملات النقدية فيضبط حركاتها السياسية النقدية. اما عمليات التوريق والصكوك فالتغيرات عليها محدودة وفقا لتطورات الأداء .

5. التبوؤ بالمستقبل: يتوقع ان تواجه العملات الرقمية المشفرة تحديات كبيرة من الحكومات والمؤسسات التنظيمية والرقابية، وهذه التحديات قد يكون اثرها كبيراً على العملات الرقمية.

### جدول مقارنة بين العملات الرقمية وعدد من الأدوات الاستثمارية

المحور	العملات الرقمية	العملات الورقية والمعدنية	عمليات التوريق	الصكوك الإسلامية
المؤسسات المصدرة	افراد او مؤسسات خاصة ولا مركزية ( بدون بنوك مركزية)	بنوك مركزية	مؤسسات عامة او خاصة ذات كفاءة ائتمانية عالية	مؤسسات عامة او خاصة ذات كفاءة ائتمانية عالية
المؤسسات التنظيمية	لا يوجد	البنوك المركزية	هيئات الأوراق المالية	هيئات الأوراق المالية
الاحتياجات	لا يوجد	عملات صعبة او أداء الإقتصاد	أصول محددة واستثمارات	أصول محددة واستثمارات
الجهة الضامنة	لا يوجد	البنك المركزي والحكومات	ضامن الاستثمار (مؤسسة مالية)	ضامن الاستثمار (مؤسسة مالية)
جهات إيداع الاوراق الرقمية	شبكات الكترونية	البنوك المرخصة	امين الاستثمار ( بنك او مؤسسة مالية)	امين الاستثمار ( بنك او مؤسسة مالية)
وسطاء ماليين	لا يوجد	يوجد	لا يوجد	لا يوجد
مخاطر تدخل السلطات الحكومية والرقابية والبنوك المركزية لغايات التنظيم	عالية جدا	لا يوجد	محدود	محدود
الأرباح	عالية جدا	متوسطة	متوسطه	متوسطة
الخسائر	عالية جدا	متوسطة	متوسطة	متوسطة
إمكانية الاستدامة	صعبة جداً	دخول مناقسة من العملات الرقمية	عالية	عالية
مخاطر امن سيبراني، وغسل أموال وتمويل ارهاب	عالية جدا	محدودة	لا يوجد	لا يوجد
مخاطر فقدان الشيفرة الرقمية	عالية جداً	لا يوجد	لا يوجد	لا يوجد
كلفة التداول	لا يوجد	محدودة	محدودة	محدودة
هوامش حركة الأسعار اليومية	لا يوجد	حسب سياسة البنك المركزي	يوجد	يوجد
أسواق التداول	شبكات الكتوننية	أسواق الصرف	الأسواق المالية	الأسواق المالية
حدود أماكن التداول	عابرة للحدود	أسواق الوطنية	الأسواق المالية المسجلة فيها وثائق عمليات التوريق.	الأسواق المالية المودعة فيها الصكوك