

**THE INTEGRATION BETWEEN INVESTMENT SUKUK AND
CROWDFUNDING PLATFORMS IN THE KINGDOM OF SAUDI
ARABIA**

التكامل بين الصكوك الاستثمارية ومنصات التمويل الجماعي في المملكة العربية السعودية

Yahya Abdallah Ahmed Qatranⁱ & Abdulmajid Obaid Salehⁱⁱ

ⁱ (Corresponding author). Ph.D Student, International Institute of Islamic Banking and Finance (IIiBF), International Islamic University Malaysia (IIUM). yehyaqatran@gmail.com

ⁱⁱ Associate Professor, International Institute of Islamic Banking and Finance, International Islamic University Malaysia. alamri@iium.edu.my

Article Progress

Received: 16 August 2025

Revised: 5 December 2025

Accepted: 15 February 2026

Abstract

This study aims to examine the effectiveness of the integration between investment sukuk and crowdfunding platforms in the Kingdom of Saudi Arabia as one of the emerging approaches to developing Islamic financial instruments and enhancing the efficiency of financial markets amid the digital and regulatory transformations in the Saudi financial sector. The study also seeks to analyze the regulatory and Shariah frameworks governing investment sukuk and crowdfunding platforms, and to assess the feasibility of integrating sukuk into crowdfunding models in a manner that ensures Shariah compliance, enhances investor protection, and improves financing and investment efficiency. The study adopts both descriptive-exploratory and analytical approaches by reviewing and analyzing the regulatory frameworks and guidelines issued by the Capital Market Authority and the Saudi Central Bank, examining existing models and practices in crowdfunding, and analyzing relevant literature on Islamic sukuk and crowdfunding. This approach aims to explore the current state of implementation and identify opportunities for integration, as well as the regulatory, technical, and Shariah challenges associated with it, including disclosure requirements, governance standards, and risk management considerations. The findings indicate that the integration between investment sukuk and crowdfunding platforms represents a promising financing mechanism that enhances Shariah-compliant financing and investment efficiency, expands the investor base, reduces issuance costs, promotes financial inclusion, and supports the financing of small and medium-sized enterprises. However, the practical effectiveness of this integration remains limited due to the absence of a specific regulatory framework governing crowdfunding sukuk, as well as regulatory, Shariah, and technical challenges related to aligning sukuk structures with digital platform models. The study recommends the development of clear regulatory and legislative frameworks for crowdfunding sukuk, strengthening coordination among regulatory authorities, supporting the development of appropriate Shariah and technological models, and enhancing investment awareness to contribute to achieving the objectives of Saudi Vision 2030 and advancing the Islamic sukuk industry.

Keywords: Sukuk, Investment, Crowdfunding, Financial Technology, Saudi Arabia.

ملخص البحث

يهدف هذا البحث إلى دراسة مدى فاعلية التكامل بين الصكوك الاستثمارية ومنصات التمويل الجماعي في المملكة العربية السعودية، بوصفه أحد المسارات الحديثة لتطوير أدوات التمويل الإسلامي وتعزيز كفاءة الأسواق المالية في ظل التحولات الرقمية والتشريعية التي يشهدها القطاع المالي السعودي. كما يسعى البحث إلى تحليل الإطار التنظيمي والشرعي الناظم لعمل الصكوك الاستثمارية ومنصات التمويل الجماعي، وبيان مدى إمكانية دمج الصكوك ضمن نماذج التمويل الجماعي بما يحقق متطلبات الشريعة الإسلامية، ويعزز حماية المستثمرين، ويدعم كفاءة التمويل والاستثمار. واعتمد البحث على المنهج الوصفي الاستكشافي والمنهج التحليلي، من خلال استعراض وتحليل الأطر التنظيمية والتعليمات الصادرة عن هيئة السوق المالية والبنك المركزي السعودي، ودراسة نماذج وتجارب قائمة في مجال التمويل الجماعي، إلى جانب تحليل الأدبيات ذات الصلة بالصكوك الإسلامية والتمويل الجماعي، بهدف استكشاف واقع التطبيق وتحديد فرص التكامل والتحديات التنظيمية والتقنية والشريعة المرتبطة به، بما في ذلك متطلبات الإفصاح والحوكمة وإدارة المخاطر. وتوصل البحث إلى أن التكامل بين الصكوك الاستثمارية ومنصات التمويل الجماعي يمثل آلية تمويلية واعدة تساهم في تعزيز كفاءة التمويل والاستثمار المتوافق مع الشريعة، وتوسيع قاعدة المستثمرين، وخفض تكاليف الإصدار، وتعزيز الشمول المالي، ودعم تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة، إلا أن فاعلية هذا التكامل ما تزال محدودة من الناحية التطبيقية نتيجة غياب إطار تنظيمي مستقل لصكوك التمويل الجماعي، ووجود تحديات تنظيمية وشرعية وتقنية تتعلق بمواءمة هياكل الصكوك مع بيئة المنصات الرقمية. ويوصي البحث بضرورة تطوير أطر تنظيمية وتشريعية واضحة لصكوك التمويل الجماعي، وتعزيز التنسيق بين الجهات الرقابية، ودعم تطوير النماذج الشرعية والتقنية الملائمة، ورفع الوعي الاستثماري، بما يساهم في تحقيق مستهدفات رؤية المملكة ٢٠٣٠ وتطوير صناعة الصكوك الإسلامية.

الكلمات المفتاحية: الصكوك، الاستثمارية، التمويل الجماعي، التقنيات المالية، السعودية.

مقدمة

يشهد قطاع التمويل الإسلامي في المملكة العربية السعودية تطوراً متسارعاً مدفوعاً برؤية المملكة ٢٠٣٠، التي أولت اهتماماً خاصاً بتطوير الأسواق المالية وتعزيز أدوات التمويل المبتكرة المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية. وفي هذا السياق، برزت الصكوك الإسلامية بوصفها أداة تمويلية استراتيجية لتمويل المشاريع الكبرى، إلى جانب منصات التمويل الجماعي التي أسهمت في توسيع دائرة المشاركة الاستثمارية ودعم المشاريع الناشئة والصغيرة والمتوسطة.

وعلى الرغم من التطور التنظيمي والتشغيلي لكلٍ من الصكوك ومنصات التمويل الجماعي على نحو مستقل، إلا أن العلاقة بينهما لا تزال محدودة من حيث نماذج التكامل والتفعيل المشترك، بما يحقق الاستفادة من المزايا النسبية لكل أداة. ويُعد هذا التكامل أحد أبرز مظاهر الابتكار المالي الإسلامي، لما ينطوي عليه من إمكانات في تعزيز الشمول المالي، وتنويع مصادر التمويل، وتحقيق الكفاءة الاقتصادية، مع الالتزام بالضوابط الشرعية. لذلك تسعى هذه الدراسة إلى تقييم تجربة المملكة العربية السعودية في مجال التكامل بين صكوك الاستثمار ومنصات التمويل الجماعي، من خلال تحليل الأطر التنظيمية والتشريعية الحاكمة لهذا التكامل.

مشكلة الدراسة

شهدت أدوات التمويل والاستثمار في السنوات الأخيرة تطوراً ملحوظاً نتيجة اندماج التكنولوجيا المالية مع مبادئ التمويل الإسلامي، الأمر الذي أفرز نماذج تمويلية مبتكرة، من أبرزها منصات التمويل الجماعي بوصفها قنوات رقمية داعمة للمشروعات الصغيرة والمتوسطة. (بولجال، ٢٠٢٤، ص ٢٦٤). ورغم ما توفره هذه الأدوات من فرص لتعزيز التمويل والاستثمار المتوافق مع الشريعة الإسلامية، فإن الأدبيات التطبيقية لا تزال تفتقر إلى نموذج متكامل يوضح آليات التكامل بين صكوك الاستثمار ومنصات التمويل الجماعي في البيئة التنظيمية المعاصرة، ولا سيما في المملكة العربية السعودية.

وتتجلى الإشكالية الرئيسة في وجود فجوة بين الإمكانيات النظرية للتكامل بين صكوك الاستثمار ومنصات التمويل الجماعي وبين محدودية التطبيق العملي لهذا التكامل. ويعود ذلك إلى عدة عوامل، من أبرزها عدم وجود تشريع خاص مستقل ينظم الصكوك الاستثمارية، إذ يتم تنظيمها ضمن الإطار العام لنظام السوق المالية ولوائح التنفيذ، مما يثير تساؤلات حول كفاية الإطار التنظيمي القائم لاستيعاب نماذج التكامل بين الصكوك ومنصات التمويل الجماعي.

كما تواجه منصات التمويل الجماعي تحديات عامة تؤثر في كفاءتها، مثل بناء الثقة لدى المستثمرين، وضعف التهيئة المسبقة للحملات التمويلية، والوفاء بالتزامات ما بعد التمويل، إلى جانب تحديات خاصة تتعلق بالتكامل بين الصكوك ومنصات التمويل الجماعي، ولا سيما من الجوانب التنظيمية والشريعة والتقنية.

وتكمن المشكلة الرئيسة للدراسة في وجود فجوة بين الإمكانيات النظرية للتكامل بين صكوك الاستثمار ومنصات التمويل الجماعي من جهة، ومحدودية التطبيق العملي لهذا التكامل من جهة أخرى، سواء من حيث الأطر التنظيمية، أو الضوابط الشرعية، أو البنية التقنية، أو مستوى الإفصاح والمشاركة الاستثمارية. وبناءً على ذلك، تتمثل مشكلة الدراسة في الإجابة عن السؤال المحوري الآتي:

ما مدى فاعلية التكامل بين صكوك الاستثمار ومنصات التمويل الجماعي في المملكة العربية السعودية؟
أسئلة الدراسة

استناداً إلى ما تم طرحه من مشكلة البحث، وفي ضوء التساؤل الرئيسي للدراسة؛ يتفرّع عنه الأسئلة الفرعية التالية:

1. ما الإطار التنظيمي والشرعي الحاكم للتكامل بين صكوك الاستثمار ومنصات التمويل الجماعي في المملكة العربية السعودية؟
2. كيف يسهم التكامل بين صكوك الاستثمار ومنصات التمويل الجماعي في تعزيز كفاءة التمويل والاستثمار المتوافق مع الشريعة في المملكة العربية السعودية؟

أهداف الدراسة

تهدف الدراسة الحالية إلى التحقق من مدى التكامل بين صكوك الاستثمار ومنصات التمويل الجماعي، وتنبثق عن الهدف السابق عدد من الأهداف الفرعية على النحو الآتي:

1. التعرف على الإطار التنظيمي والشرعي الحاكم للتكامل بين صكوك الاستثمار ومنصات التمويل الجماعي في المملكة العربية السعودية.
2. تحليل مدى إسهام التكامل بين صكوك الاستثمار ومنصات التمويل الجماعي في تعزيز كفاءة التمويل والاستثمار المتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية في المملكة العربية السعودية.

أهمية الدراسة

تنبع أهمية الدراسة من إسهامها في إثراء الأدبيات العلمية في مجال التمويل الإسلامي، من خلال بناء إطار نظري وتحليلي يوضح مفهوم التكامل بين صكوك الاستثمار ومنصات التمويل الجماعي في ضوء الابتكار المالي الإسلامي، وبيان أبعاده الشرعية والتنظيمية. كما توفر الدراسة أساساً علمياً يمكن الاعتماد عليه في تطوير الدراسات المستقبلية ذات الصلة بالصكوك والتمويل الجماعي. وعلى الصعيد التطبيقي، تسهم نتائج الدراسة في مساعدة الجهات التنظيمية والمؤسسات المالية الإسلامية ومنصات التمويل الجماعي على تطوير نماذج عملية لتكامل الصكوك مع المنصات الرقمية، بما يعزز كفاءة التمويل، ويوسع قاعدة المستثمرين، ويحسن

آليات تمويل المشروعات ولا سيما الصغيرة والمتوسطة بما يدعم الابتكار المالي ويسهم في تعزيز الاقتصاد الوطني.

منهجية البحث

تعتمد هذه الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي ذي الطابع الاستكشافي، حيث يُعد المنهج الاستكشافي من المناهج البحثية التي تُستخدم عند ندرة المعلومات حول الظاهرة محل الدراسة أو محدودية الدراسات السابقة التي تناولتها (العريقي، ٢٠١٢، ص ٢٨). ونظرًا لحداثة ظاهرة التكامل بين الصكوك الاستثمارية ومنصات التمويل الجماعي، وقلة الدراسات التي تناولتها بشكل مباشر، فقد تم الجمع بين المنهج الوصفي التحليلي والمنهج الاستكشافي لتحقيق فهم أعمق للموضوع محل البحث.

تعتمد الدراسة على وصف الصكوك الاستثمارية ومنصات التمويل الجماعي وتحليل واقع تكاملهما في السعودية، ضمن إطار يقيّم فاعلية هذا التكامل عبر ثلاثة أبعاد رئيسية: التنظيمي، والشرعي، والتقني - التمويلي، مع مراعاة الأنظمة ذات الصلة ومعايير AAOIFI وقدرة المنصات الرقمية على دعم إصدارات الصكوك. ويهدف هذا الإطار التحليلي إلى تقييم فاعلية التكامل بين صكوك الاستثمار ومنصات التمويل الجماعي، وتحديد التحديات المرتبطة به، واقتراح آليات تطويره بما يسهم في تعزيز الابتكار في مجال التمويل الإسلامي.

الإطار النظري ومراجعة الأدبيات

دراسة (الجار الله، ٢٠٢٢م) والتي كانت بعنوان "التمويل الجماعي بالدين ودوره في تمويل المنشآت الصغيرة والمتوسطة، دراسة تطبيقية على السعودية" وقد هدفت إلى تسليط الضوء على التمويل الجماعي بالدين أحد أدوات التمويل الحديثة في المملكة العربية السعودية، ودوره في تمويل المنشآت الصغيرة والمتوسطة. اعتمد الباحث على المنهج الوصفي التحليلي، واستخدم مراجعة البيانات الرسمية الصادرة عن البنك المركزي، وهيئة السوق المالية، تناولت الدراسة المجتمع المتمثل في المنصات المرخصة رسميًا في السعودية، وشملت العينة تحليل أداء المنصات منذ انطلاقتها حتى (٢٠٢٢م).

من أبرز نتائج الدراسة أن التمويل الجماعي شهد نموًا ملحوظًا من حيث عدد العمليات، وحجم التمويل، مدفوعًا بسياسات حكومية داعمة للمنشآت الصغيرة، أوصى الباحث بضرورة سنّ تشريعات أكثر مرونة، ودعم هذه المنصات فنيًا وقانونيًا لتحفيز دورها التنموي. دراسة (زيادة، ٢٠٢٣م) سعت الدراسة والتي كانت بعنوان: "الصكوك الإسلامية كآلية لتمويل الجامعات الحكومية السعودية - دراسة حالة جامعة الملك خالد" إلى التعرف إلى إمكانية استخدام الصكوك الإسلامية أداة بديلة لتمويل المشاريع الاستثمارية في الجامعات الحكومية، مع التركيز على تجربة جامعة الملك خالد.

استخدمت الباحثة المنهج الوصفي التحليلي، وأداة الاستبانة التي وُزعت على عينة مكونة من (٨٩) من القيادات الأكاديمية والإدارية في الجامعة. توصلت النتائج إلى أن الصكوك تُعد وسيلة فعالة لتوفير التمويل اللازم للمشاريع الجامعية، كما تسهم في تعزيز الشراكات مع القطاع الخاص، وتنوع مصادر الدخل، ومن أهم التوصيات إنشاء محفظة صكوك خاصة بالجامعة، وتنظيم ندوات تعريفية للمستثمرين، وتحفيز القطاع الخاص للمساهمة عن طريق امتيازات استثمارية واضحة.

دراسة (محمد وزعير، ٢٠٢٤م) تناولت الدراسة والتي كانت بعنوان: "منصات إصدار الصكوك الذكية القائمة على تقنية سلاسل الكتل في السعودية، الفرص والتحديات" تحليلًا تفصيليًا لإمكانات استخدام تقنية البلوك تشين في إصدار الصكوك من خلال المنصات الإلكترونية في المملكة، اعتمد الباحث على منهج تحليل (SWOT) لتحديد نقاط القوة والضعف، والفرص والتحديات في البيئة السعودية، وركزت الدراسة على واقع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تسعى للتمويل غير التقليدي.

بيّنت النتائج أن الصكوك الذكية تتميز بالشفافية، وانخفاض التكاليف، وسرعة التنفيذ، لكنها تواجه تحديات تنظيمية وتشريعية، أبرزها غياب الأطر القانونية، وتنامي المخاطر الإلكترونية، وأوصت الدراسة بتطوير التشريعات المنظمة لهذا النمط من التمويل، وإنشاء فرق رقابية متخصصة، وتدريب الكوادر على التعامل مع الحلول التقنية الجديدة.

دراسة (المحيسن، ٢٠٢٣م) هدفت الدراسة والتي كانت بعنوان: "تطبيقات التمويل الجماعي في المملكة العربية السعودية (دراسة وصفية استقرائية من منظور شرعي/اقتصادي)" إلى استكشاف مختلف تطبيقات التمويل الجماعي في السعودية من الناحية الشرعية والمالية، ومدى حاجة السوق لها، استخدم الباحث المنهج الوصفي الاستقرائي، من خلال مراجعة الأدبيات والمواقع الرسمية للمنصات، وجد البحث أن التمويل الجماعي يستخدم صيغ الدين والملكية والمضاربة، وأن التمويل بالدين هو الأكثر انتشارًا، لاسيما في ريادة الأعمال والتعليم، وأوصت بضرورة دعم التمويل بالملكية لتأثيره الاجتماعي والاقتصادي، والإفراط في التمويل بالدين قد يؤثر في التصنيف الائتماني، مع إنشاء منصات تداول ملكية، وتطبيق معايير تقييم صارمة.

دراسة (العتيبي، ٢٠٢٣) تناولت موضوع منصات التمويل الجماعي من منظور فقهي تأصيلي، بهدف بيان مفهوم التمويل الجماعي، وخصائصه، وحكمه في الفقه الإسلامي. واعتمدت الدراسة المنهج الاستقرائي التحليلي، من خلال تتبع ما كُتب في الموضوع، وتصنيف أنواعه، ثم تحليلها فقهيًا وبيان الأحكام الشرعية المتعلقة بها، وقد خلصت الدراسة إلى تقسيم التمويل الجماعي إلى أربعة أنواع رئيسية، هي: التمويل الجماعي بالقرض، والتمويل الجماعي بإصدار الأسهم، والتمويل الجماعي بالتبرع، والتمويل الجماعي بالمكافأة، مع بيان الحكم الشرعي لكل نوع.

كما ناقشت الدراسة أحكام العقود المبرمة عبر منصات التمويل الجماعي، وأحكام الرسوم والعمولات التي تحصل عليها هذه المنصات بوصفها وسيطاً مالياً، إضافة إلى إبراز الإيجابيات والتحديات التي

تواجه منصات التمويل الجماعي من الناحية الفقهية والتنظيمية. وتُعد هذه الدراسة من الدراسات المهمة التي أسهمت في التأصيل الفقهي لمنصات التمويل الجماعي، ومهدت لدراسات لاحقة تتناول الجوانب التطبيقية والتنظيمية لهذا النموذج التمويلي.

دراسة وفا وآخرين، ٢٠٢٢م سعت الدراسة والتي كانت بعنوان: "التمويل الجماعي الإسلامي للأوراق المالية، تحليل لإمكاناته في تحقيق أهداف التنمية المستدامة" إلى استكشاف كيف يمكن للتمويل الجماعي الإسلامي أن يسهم في تحقيق أهداف التنمية المستدامة وفقاً لمقاصد الشريعة الإسلامية. اعتمدت على تحليل الأدبيات السابقة ولم تستخدم بيانات ميدانية. أوضحت النتائج أن هذا النوع من التمويل يمكن أن يدعم بشكل كبير المنشآت الصغيرة، ويوسع الوصول إلى التمويل الشرعي، ويعزز الاقتصاد الإسلامي من خلال دعم المشاريع الحلال، كما خلصت إلى أن هذا النمط المالي يحقق مقاصد الشريعة المتعلقة بحفظ الدين، النفس، المال، العقل، والنسل وأوصت بتطوير دراسات كمية مستقبلية، واستكشاف التجربة في دول أخرى خارج إندونيسيا.

دراسة شلهوب، (Shalhoobm ٢٠٢٢م) تناولت الدراسة والتي كانت بعنوان: "الصكوك الخضراء في السعودية، التحديات والإمكانات لتحقيق الاستدامة في ضوء رؤية ٢٠٣٠" الصكوك الخضراء كأداة تمويل مبتكرة، وركزت على مدى فاعليتها في دعم خطط الاستدامة في المملكة العربية السعودية ضمن رؤية (٢٠٣٠). أجرت الباحثة تحليلاً وصفيًا للتحديات التي تواجه هذا النوع من الصكوك، ومنها ضعف الوعي، غياب تعريف واضح، وقلة المعايير التنظيمية، والرقابية، كما حللت تجربة شركة الكهرباء السعودية نموذجًا. بينت النتائج أن هناك إمكانات كبيرة لهذا النوع من التمويل إذا جرى العمل على سد الفجوات التنظيمية، وأوصت الدراسة بإنشاء أطر تشريعية موحدة للصكوك الخضراء، وتوفير تدريب متخصص للجهات المعنية.

تشير دراسة Mora-Cruz and Palos-Sanchez (٢٠٢٣) إلى أن منصات التمويل الجماعي أصبحت تمثل أداة تمويل بديلة متنامية، خاصة بعد الأزمات المالية التي حدّت من قدرة المشروعات الصغيرة ورواد الأعمال على الوصول إلى مصادر التمويل التقليدية. وقد أوضحت الدراسة أن التمويل الجماعي يوفر فرصًا جديدة لتعبئة رؤوس الأموال عبر نماذج متعددة، أبرزها التمويل القائم على المكافآت، والملكية، والإقراض، بما يسهم في دعم الاستثمار وتنمية المشروعات.

الفجوة البحثية ومبررات الدراسة الحالية

رغم كثرة الدراسات حول الصكوك الاستثمارية وأخرى حول منصات التمويل الجماعي، إلا أنها عالجت كل مجال بصورة منفصلة، دون بحث العلاقة التكاملية بينهما كنموذج تمويلي مركب. كما ركزت أغلب الدراسات على البيئات التقليدية لإصدار الصكوك أو على نماذج التمويل الجماعي بذاتها، مع إغفال توظيف المنصات الرقمية لطرح الصكوك، خاصة في السياق التنظيمي السعودي.

وتزداد هذه الفجوة وضوحًا في ظل غياب دراسات تحليلية تستكشف موقع هذا التكامل ضمن الأطر التنظيمية والشرعية القائمة، أو تقييم متطلبات تفعيله وآثاره الاقتصادية والتمويلية المحتملة، في وقت يشهد فيه القطاع المالي السعودي توسعًا في الابتكار المالي والتحول الرقمي. وانطلاقًا من ذلك، تسعى الدراسة الحالية إلى سد هذه الفجوة من خلال تقديم تحليل تكاملي يجمع بين البعد الشرعي والتنظيمي والتمويلي، بما يسهم في بناء تصور علمي واضح لإمكانية تفعيل التكامل بين الصكوك الاستثمارية ومنصات التمويل الجماعي في المملكة العربية السعودية.

المبحث الأول: الصكوك الاستثمارية

تعدّ الصكوك الاستثمارية من أبرز أدوات التمويل الإسلامي المعاصرة، لما تتميز به من ارتباط حقيقي بالأصول والأنشطة الاستثمارية، وامتنانها لأحكام الشريعة الإسلامية، فضلًا عن دورها المتنامي في تمويل المشروعات التنموية وتعزيز الاستقرار المالي.

المطلب الأول: مفهوم الصكوك الاستثمارية

تعرف هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية الصكوك بأنها وثائق متساوية القيمة تمثل حصصًا شائعة في ملكية أعيان، أو منافع، أو خدمات، أو في ملكية موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وإفقال باب الاكتتاب وبدء استخدام الأموال فيما أُصدرت من أجله (هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، الأيوبي، ٢٠١٧).

وتبرز أهمية هذا المفهوم في سياق الدراسة من خلال ما تتسم به الصكوك الاستثمارية من ارتباط مباشر بالأصول أو المشاريع الحقيقية، واعتمادها على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة، وابتعادها عن الفوائد الربوية، وهو ما يجعلها أداة تمويلية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية وقابلة للتكامل مع نماذج التمويل الجماعي القائمة على تجميع الموارد المالية وتوجيهها نحو المشاريع الاستثمارية. ومن ثمّ، فإن تحليل خصائص الصكوك الاستثمارية يسهم في بيان مدى ملاءمتها للتطبيق عبر منصات التمويل الجماعي الرقمية، وتقييم دورها في تعزيز كفاءة التمويل الإسلامي ودعم الابتكار المالي في البيئة السعودية.

المطلب الثاني: أنواع الصكوك الاستثمارية وصورها المعاصرة

تنقسم الصكوك الاستثمارية إلى عدة أنواع وصور معاصرة، تختلف باختلاف الصيغة الشرعية التي تقوم عليها وطبيعة الأصول أو الأنشطة الاستثمارية محل الإصدار. وتصدر الصكوك في إطار شرعي وقانوني منظم يحدد العلاقة بين أطراف الإصدار وحقوق حملة الصكوك. وتتعدد تصنيفات الصكوك بحسب نوع الأصول محل

التصكيك، فتشمل الصكوك القائمة على القروض والديون، أو على التدفقات النقدية المستقبلية، أو على الموجودات العينية المؤجرة، إضافة إلى الصكوك المبنية على الحصص الشائعة في المشروعات. كما تختلف الصكوك من حيث الصيغ الشرعية التي تقوم عليها، مثل المشاركة والمضاربة والإجارة والسلم والاستصناع، ومن حيث آجالها إلى قصيرة ومتوسطة وطويلة الأجل. كذلك تتباين الصكوك بحسب أسلوب التصكيك المتبع، كالتصكيك عن طريق البيع الحقيقي أو حوالة الحق أو المشاركة الجزئية، وبحسب طبيعة الضمانات المقدمة، سواء كانت بضمان أصول أو متحصلات أو بضمان سيادي، فضلاً عن اختلافها بحسب الجهات الملتزمة بالأصول محل التصكيك. ويعكس هذا التنوع مرونة الصكوك وقدرتها على تلبية الاحتياجات التمويلية المتنوعة، بما ينسجم مع الضوابط الشرعية ويسهم في دعم الأنشطة الاقتصادية والتنموية. (أحمد، ٢٠١٩)

وقد شهدت هذه الأنواع تطوراً ملحوظاً في صورها التطبيقية، مع توسع استخدامها في تمويل البنية التحتية والمشروعات التنموية، وظهور نماذج حديثة توظف التقنيات الرقمية ومنصات التمويل الجماعي، بما يعكس مرونة الصكوك الاستثمارية وقدرتها على التكيف مع الابتكار المالي مع الحفاظ على الضوابط الشرعية والتنظيمية.

المطلب الثالث: الإطار القانوني والتنظيمي للصكوك الاستثمارية في المملكة العربية السعودية

على الرغم من عدم وجود نظام تشريعي خاص ومستقل ينظم الصكوك الاستثمارية في المملكة العربية السعودية، إلا أن إصدارها وتداولها يخضعان لإطار تنظيمي عام يحكمه نظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية. ويشتمل هذا الإطار على وجود هيئة رقابية مستقلة تتمثل في هيئة السوق المالية، وسوق للأوراق المالية تمثله شركة السوق المالية السعودية (تداول)، حيث تندرج أنشطة الصكوك ضمن منظومة قواعد طرح الأوراق المالية والالتزامات المستمرة، إضافة إلى قواعد الإدراج الصادرة عن هيئة السوق المالية. ويسهم هذا التنظيم العام، إلى جانب الالتزام بالمعايير الشرعية والمحاسبية المعتمدة، في ضبط ممارسات إصدار الصكوك، وحماية حقوق المستثمرين، وتعزيز الثقة بها كأداة استثمارية متوافقة مع الشريعة الإسلامية وداعمة للتنمية الاقتصادية في المملكة. (النجار، وعبد الله عثمان، ٢٠١٩).

المبحث الثاني: منصات التمويل الجماعي

أصبحت منصات التمويل الجماعي من أبرز مظاهر التحول الرقمي في القطاع المالي، لما تؤديه من دور متمم في توفير مصادر تمويل بديلة تسهم في دعم المشروعات الناشئة والصغيرة والمتوسطة، وتعزيز الشمول المالي. وقد حظي هذا النوع من التمويل باهتمام تنظيمي متزايد في المملكة العربية السعودية، فبدأ التمويل الجماعي في المملكة العربية السعودية يشهد تطوراً تدريجياً، وذلك عقب مبادرة هيئة السوق المالية بإصدار التراخيص

النظامية لمنصات متخصصة، حيث تُعد شركة «منافع» أول شركة سعودية مرخصة لمزاولة نشاط التمويل الجماعي، تلتها لاحقاً شركة «سكوير» (الشيخ، ٢٠٢٣م، ص ٣٦٤)، وذلك في إطار توجهها نحو تطوير قطاع التقنية المالية وتمكين الابتكار المالي ضمن بيئة منظمة وآمنة. ويهدف هذا البحث إلى تناول مفهوم منصات التمويل الجماعي، وبيان أنواعها ونماذجها التطبيقية، مع استعراض الإطار التنظيمي والرقابي الذي يحكم عملها في المملكة، تمهيداً لبحث إمكانية التكامل بينها وبين الصكوك الاستثمارية.

المطلب الأول: مفهوم التمويل الجماعي وأنواعه

يُعرّف التمويل الجماعي بأنه أسلوب تمويلي حديث يقوم على تجميع مبالغ مالية صغيرة نسبياً من عدد كبير من الأفراد عبر منصات إلكترونية مخصصة، بهدف تمويل مشروع أو نشاط اقتصادي محدد، وذلك وفق نماذج تنظيمية ومالية متنوعة. (صندوق النقد العربي، ٢٠٢١).

وتتعدد أنواع التمويل الجماعي بحسب طبيعة العائد والعلاقة التعاقدية بين الأطراف، فيشمل التمويل الجماعي القائم على التبرعات، الذي لا يترتب عليه عائد مالي للممولين، والتمويل الجماعي القائم على المكافآت، حيث يحصل الداعمون على منافع غير مالية. كما يشمل التمويل الجماعي بالدين، الذي يقوم على إقراض المشروع مقابل عائد محدد، والتمويل الجماعي الاستثماري، الذي يتيح للممولين المشاركة في ملكية المشروع أو في عوائده، ويُعد هذا النوع الأكثر قابلية للتوافق مع الصكوك الاستثمارية في إطار الضوابط الشرعية والتنظيمية المعتمدة. (زعيمي وبن مالك، ٢٠٢٣م).

يسهم التمويل الجماعي في تعزيز التكامل مع الصكوك الاستثمارية من خلال توفير منصة رقمية مرنة تتيح توسيع قاعدة المستثمرين وتمكين صغار المستثمرين من المشاركة في الاكتتاب في الصكوك، فضلاً عن خفض تكاليف الإصدار والتسويق مقارنة بالقنوات التقليدية. كما يدعم التمويل الجماعي الشمول المالي من خلال توفير قنوات تمويل بديلة، خاصة للمشروعات الصغيرة والمتوسطة، ويسهم في تحسين كفاءة التمويل والاستثمار عبر تسريع إجراءات الطرح وتعزيز الشفافية والإفصاح. وعليه، يمثل التمويل الجماعي أداة داعمة لتطوير سوق الصكوك الاستثمارية وتعزيز دورها في تمويل الأنشطة الاقتصادية المتوافقة مع الشريعة.

المطلب الثاني: التمويل الجماعي في الواقع المعاصر

يشهد التمويل الجماعي في الواقع المعاصر نمواً متسارعاً كأحد أدوات التمويل البديل المدعومة بالتقنية، حيث أسهم في تنويع مصادر التمويل وتوسيع قاعدة المشاركين، بما جعله نموذجاً تمويليًا حاضراً في دعم المشروعات الاستثمارية والناشئة.

الفرع الأول: واقع التمويل الجماعي عالمياً

ظهر التمويل الجماعي في أواخر القرن العشرين وبداية القرن الحادي والعشرين مع توسع استخدام الإنترنت والتقنيات الرقمية، ليصبح أحد أدوات التمويل البديلة التي ساهمت في ردم الفجوة التمويلية للمشروعات الصغيرة والمتوسطة والشركات الناشئة.

وتنتشر عالمياً العديد من منصات التمويل الجماعي التي تعتمد نماذج مختلفة، من أبرزها نماذج الكل أو لا شيء والاحتفاظ بما جُمع، وتُعد منصة Fundly من أشهر المنصات القائمة على التمويل بالتبرعات، حيث تُستخدم على نطاق واسع في تمويل المبادرات الإنسانية والاجتماعية، وتعتمد نموذج الاحتفاظ بما جُمع. (Fundly, n.d)

كما تُعد منصة Kickstarter من أكثر منصات التمويل الجماعي شهرة للمشروعات الإبداعية، مثل القصص المصورة، والأزياء، وألعاب الفيديو، وتعتمد نموذج الكل أو لا شيء، بما يربط نجاح التمويل بتحقيق الهدف المالي المحدد (Kickstarter, n.d).¹

تتنوع منصات التمويل الجماعي عالمياً بحسب نماذجها، فتشمل منصات التبرع، والمكافآت، والإقراض الجماعي، والتمويل بالأسهم، إضافة إلى منصات متوافقة مع الشريعة. وتُستخدم هذه النماذج لتمويل القضايا الاجتماعية والمشروعات الإبداعية والشركات الناشئة، بما يوسع خيارات التمويل والاستثمار. (بولجبال، ٢٠٢٤، ص ٢٧٠-٢٧٢) وسوف نستعرض إحصائيات التمويل الجماعي بحسب الأقاليم الدولية إحصائيات التمويل الجماعي الإقليمية.²

والجدول التالي يوضح ذلك:

العملة	الإيرادات السنوية	القارة
دولار أمريكي	17.2 مليار	أمريكا الشمالية
دولار أمريكي	10.54 مليار	آسيا
دولار أمريكي	6.48 مليار	أوروبا
دولار أمريكي	85.74 مليون	أمريكا الجنوبية
دولار أمريكي	68.8 مليون	أوقيانوسيا
دولار أمريكي	24.16 مليون	أفريقيا

Crowdfunding Statistics Fundly Official Website على بالاعتماد

¹ <https://blog.fundly.com/crowdfunding-guide/>

² <https://blog.fundly.com/crowdfunding-statistics/#general>

تُظهر البيانات تفاوتًا واضحًا في حجم إيرادات التمويل الجماعي بين القارات، حيث تتصدر أمريكا الشمالية المشهد العالمي بإيرادات سنوية بلغت نحو ١٧,٢ مليار دولار أمريكي، تليها آسيا بإيرادات تقارب ١٠,٥٤ مليار دولار، ثم أوروبا بنحو ٦,٤٨ مليار دولار، وهو ما يعكس نضج هذه الأسواق وارتفاع مستوى الثقة والبنية التنظيمية الداعمة للتمويل الجماعي. في المقابل، تسجل قارات أمريكا الجنوبية وأوقيانوسيا وأفريقيا إيرادات محدودة نسبيًا لا تتجاوز عشرات الملايين من الدولارات، بما يشير إلى أن التمويل الجماعي في هذه المناطق لا يزال في مراحل نمو مبكرة، ويحتاج إلى مزيد من التطوير التنظيمي والتقني لتعزيز انتشاره وفاعليته.

الفرع الثاني: واقع التمويل الجماعي في المملكة العربية السعودية

يسهم التمويل الجماعي بدورٍ محوري في دعم نشاط المنشآت الصغيرة والمتوسطة من خلال سد فجوة تمويلية تعجز عن تغطيتها العديد من الجهات التمويلية التقليدية، ولا سيما في ظل ما يحيط بهذه المنشآت من ارتفاع مستوى المخاطر وضعف الضمانات. ويتميز هذا النموذج بقدرته على تقاسم المخاطر بين عدد كبير من الأفراد، الأمر الذي يعزز فاعليته الاقتصادية وأهميته الاجتماعية، إضافة إلى دوره في تشجيع الادخار وتوجيهه نحو الاستثمار المنتج، والحد من الإسراف وتبديد الموارد بما يتناسب مع الحاجات الفعلية.

وفي هذا الإطار، شهدت المملكة العربية السعودية تطورًا متسارعًا في نشاط التمويل الجماعي بوصفه أحد أنشطة التقنية المالية الحديثة، مدعومًا بإطار تنظيمي رسمي ضمن مبادرات التقنية المالية (Fintech Saudi)، حيث أُدرج ضمن الاستراتيجية الوطنية للتقنية المالية التي أقرت بقرار مجلس الوزراء في مايو ٢٠٢٢، وأسهم ذلك في ظهور عدد من المنصات المتخصصة وتنوع نماذج التمويل الجماعي، بما يخدم أهداف التنمية الاقتصادية ودعم المنشآت الصغيرة والمتوسطة. (المحيسن، ٢٠٢٣، ص. ٣٣٣).

ومن خلال تتبع لمنصات التمويل الجماعي العاملة في المملكة العربية السعودية نجد تنوعًا ملحوظًا في نماذج الأعمال وأطر الترخيص والمنتجات التمويلية المقدمة. إذ تضم السوق السعودية عددًا من المنصات المرخصة من قبل البنك المركزي السعودي، وأخرى خاضعة لإشراف هيئة السوق المالية، وفقًا لطبيعة النشاط التمويلي الذي تمارسه. فمن جهة، تبرز منصات التمويل بالدين مثل سكوبير (Scopeer) ومنافع (Manafa) ضمن المنصات المرخصة من البنك المركزي السعودي، حيث تركز على توفير التمويل القائم على أدوات الدين، بما ينسجم مع الإطار التنظيمي المعتمد لهذا النوع من الأنشطة.

ومن جهة أخرى، تتولى هيئة السوق المالية الإشراف على منصات التمويل بالمشاركة في الملكية، ومن بينها منصات مثل ثروة (Tharwa) ورقمية (Raqmyah)، والتي تتيح فرص الاستثمار في حصص ملكية المشاريع. (زعيمي وبن مالك، ٢٠٢٣م). وفي السياق ذاته، برزت منصات متخصصة في الصكوك والمنتجات الاستثمارية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، مثل Sukuk Capital، إضافة إلى منصات تركز على

الاستثمار في الأصول والفرص الاستثمارية المتنوعة، كمنصة بجيت الاستثمارية (Bakhet Investment)، إلى جانب منصات أخرى مثل إمكان العربية المحدودة (Emkan Limited) ووثاق الرقمية (Wethaq Digital). ويعكس هذا التنوع تعدد القنوات التمويلية المتاحة للمستثمرين ورواد الأعمال، كما يشير إلى تطور البيئة التنظيمية الداعمة للتمويل الجماعي في المملكة، سواء عبر التمويل بالدين أو بالمشاركة أو من خلال صيغ استثمارية أكثر تطوراً كالصكوك الرقمية، بما يسهم في تعزيز الشمول المالي ودعم تمويل المشروعات، لا سيما الصغيرة والمتوسطة. وتُظهر الأدبيات أن التقنيات المالية الإسلامية تمثل أداة واعدة لتعزيز كفاءة النظام المالي الإسلامي من خلال دعم الابتكار المالي وخفض تكاليف الخدمات وتعزيز الشمول المالي، غير أن تطويرها يواجه تحديات مؤسسية وتنظيمية وبحثية تتطلب بيئة تشريعية داعمة وبنية معرفية متخصصة لضمان استدامتها (Rabbani et al., 2020).

المطلب الثالث: نماذج منصات التمويل الجماعي ودورها في التمويل الإسلامي

تعتمد منصات التمويل الجماعي على نماذج تشغيلية متعددة تختلف باختلاف طبيعة العلاقة التعاقدية بين أطراف التمويل، وآلية تحقيق العائد، ومستوى المخاطر المرتبطة بالمشروع الممول. وفي إطار التمويل الإسلامي، تبرز المنصات الاستثمارية التي تقوم على صيغ شرعية معتمدة، مثل المشاركة والمضاربة والإجارة والاستصناع، تقوم منصات التمويل الجماعي بعدة مهام رئيسية لضمان نجاح عملية التمويل وتحقيق أهدافها؛ إذ تبدأ بانتقاء المشروعات المقدمة وفق معايير وضوابط تحددها إدارة المنصة، بما يعزز فرص حصولها على التمويل الكامل، ثم تتولى تسويق المشروعات المختارة عبر مواقعها الإلكترونية من خلال عرض فكرة المشروع وأهدافه وآليات تنفيذه والمبلغ المطلوب.

وبعد اكتمال جمع التمويل، تقوم المنصة بتسليم الأموال إلى أصحاب المشروعات، ومتابعة تنفيذها، على أن يتم لاحقاً تسلم العوائد المتحققة - إن وجدت - وتوزيعها على المستثمرين كلٌّ بحسب مساهمته، مع إعادة رأس المال وفق الآلية المتفق عليها. (الشيخ، ٢٠٢٣م).

المطلب الرابع: الإطار التنظيمي والرقابي لمنصات التمويل الجماعي في المملكة

يخضع نشاط منصات التمويل الجماعي في المملكة العربية السعودية لإطار تنظيمي ورقابي يهدف إلى تنظيم السوق المالية، وحماية المستثمرين، وضمان سلامة التعاملات، بما ينسجم مع متطلبات الاستقرار المالي والامتثال الشرعي. وتُعد هيئة السوق المالية الجهة المختصة بتنظيم والإشراف على منصات التمويل الجماعي الاستثماري، من خلال منح التراخيص، ووضع المتطلبات النظامية المتعلقة بالإفصاح والحوكمة، وتحديد

ضوابط طرح الفرص الاستثمارية، ومتابعة التزام المنصات بالأنظمة والتعليمات ذات الصلة. (هيئة السوق المالية، نظام السوق المالية، ص ٥)^٢

كما يظطلع البنك المركزي السعودي بدور رقابي مكمل فيما يتعلق ببعض نماذج التقنية المالية، خاصة في إطار البيئة التنظيمية التجريبية (Regulatory Sandbox)، بما يسهم في اختبار النماذج الابتكارية وتقييم مخاطرها قبل التوسع في تطبيقها. ويركز الإطار التنظيمي السعودي على تعزيز الشفافية، وإدارة المخاطر، وحماية حقوق المستثمرين، وضمان كفاءة التشغيل، مع مراعاة الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية في النماذج الاستثمارية المقدمة. ويُعد هذا الإطار أساساً مهماً لإمكانية تفعيل التكامل بين منصات التمويل الجماعي والصكوك الاستثمارية، بما يحقق التوازن بين تشجيع الابتكار المالي والحفاظ على الانضباط النظامي والشرعي.

المبحث الثالث: التكامل بين الصكوك الاستثمارية ومنصات التمويل الجماعي

يأتي التكامل بين الصكوك الاستثمارية ومنصات التمويل الجماعي كاستجابة للتطورات التقنية والتنظيمية في القطاع المالي الإسلامي، بما يتيح الجمع بين كفاءة الصكوك كأداة تمويل شرعية، ومرونة المنصات الرقمية في توسيع قاعدة المستثمرين وتعزيز الشمول المالي.

المطلب الأول: صور ونماذج التكامل الممكنة

تعدد صور التكامل الممكنة بين الصكوك الاستثمارية ومنصات التمويل الجماعي تبعاً لطبيعة الدور الذي تؤديه المنصة الرقمية، والإطار التنظيمي الحاكم، ونوع الصكوك، وهيكلتها الشرعية، والتمويلية. ومن أبرز هذه الصور والنماذج ما يأتي:

نموذج الاكتتاب الرقمي في الصكوك

يُعد الاكتتاب الرقمي في الصكوك نموذجاً لتكامل الصكوك الاستثمارية مع المنصات الإلكترونية، إذ يوسع قاعدة المستثمرين ويعزز الشفافية ويخفض تكاليف الإصدار، مع الالتزام بالضوابط الشرعية والتنظيمية. ويتوقف نجاحه على توفر بنية رقمية متطورة، واتصال واسع بالإنترنت، ووسائل دفع آمنة، وإطار قانوني منظم للمعاملات الرقمية. (فراحي وآخرون، ٢٠٢٢، ص ٣٥٨)، إلا أن ضعف شبكات الإنترنت ونقص وسائل الدفع الإلكتروني، خاصة في الدول النامية والدول المسلمة، يحدّ من قدرة طالبي التمويل على الوصول إلى الممولين والاستفادة الكاملة من فرص التمويل الجماعي، فضلاً عن الأهمية القانونية لإبرام العقود الإلكترونية وما يرتبط بها من متطلبات تنظيمية كالتراخيص وإدارة المخاطر. (بولحبال، ٢٠٢٤، ص ٢٦٨).

³ <https://url-shortener.me/671Q>

تُظهر التجربة السعودية تقدمًا ملحوظًا في تهيئة البيئة الداعمة للتمويل الجماعي والاكتتاب الرقمي، بفضل تطور البنية الرقمية، وتنوع وسائل الدفع الإلكتروني، وتحديث الأطر التنظيمية. وقد أسهم ذلك في تعزيز تطبيق النماذج المبتكرة مثل الاكتتاب الرقمي في الصكوك، مع الالتزام بمتطلبات الإفصاح والحوكمة والرقابة الشرعية، بما يعزز الثقة في السوق ويدعم الشمول المالي.

نموذج الصكوك المخصصة للمشروعات

تُصدر الصكوك لتمويل مشروع محدد (Project-Based Sukuk)، وتُستخدم منصة التمويل الجماعي في تسويق الصكوك وربط المستثمرين مباشرة بالمشروع، مع تتبع الأداء والعوائد بشكل دوري.

نموذج المنصة كوكيل أو مدير استثمار

تضطلع المنصة بدور الوسيط أو الوكيل عن حملة الصكوك في جمع الأموال، وإدارتها، وتوزيع العوائد، وفق ضوابط شرعية وتنظيمية محددة.

المطلب الثاني: التحديات التنظيمية والتقنية والشرعية للتكامل

على الرغم من الدور المتنامي لمنصات التمويل الجماعي في دعم المشاريع الاستثمارية، إلا أنها تواجه في الواقع العملي مجموعة من التحديات العامة التي تؤثر في فاعليتها واستدامتها. ويأتي في مقدمة هذه التحديات بناء الثقة لدى الممولين قبل إطلاق الحملات التمويلية، إذ يتطلب نجاح أي حملة تقديم معلومات واضحة وموثوقة حول المشروع وآليات تنفيذه، بما يقلل من المخاطر المرتبطة بالحملات الاحتمالية. كما يُعد ضعف بناء قاعدة داعمين مسبقاً من أبرز أسباب تعثر الحملات، حيث إن إطلاق الحملة دون تهيئة مجتمعية ورفع الوعي بالفكرة غالباً ما يؤدي إلى ضعف الإقبال وعدم تحقيق الهدف التمويلي.

ويُضاف إلى ذلك تحدي الوفاء بالتزامات ما بعد الحملة، سواء فيما يتعلق بتسليم العوائد أو المكافآت أو بتنفيذ المشروع وفق ما تم التعهد به، إذ إن الإخلال بهذه الالتزامات ينعكس سلباً على مصداقية المشروع وسمعة المنصة، ويحدّ من فرص نجاح الحملات المستقبلية. (ملاك وبوخاري، ٢٠٢٠) وإلى جانب هذه التحديات العامة، تبرز تحديات خاصة تتعلق بتفعيل التكامل بين الصكوك الاستثمارية ومنصات التمويل الجماعي، تتداخل فيها الأبعاد التنظيمية والتقنية والشرعية.

إذ يتطلب هذا التكامل مواءمة دقيقة بين الأطر النظامية الحاكمة لإصدارات الصكوك ومتطلبات الترخيص والرقابة المفروضة على منصات التمويل الجماعي، فضلاً عن التحديات التقنية المرتبطة بميكنة الصكوك رقمياً وإدارة التدفقات المالية، والتحديات الشرعية المتعلقة بضمان سلامة الهياكل التعاقدية والالتزام

بأحكام الشريعة الإسلامية. ومن ثم، فإن معالجة هذه التحديات تمثل شرطاً أساسياً لتوسيع نطاق تطبيق هذا التكامل وتعزيز دوره في تمويل المشاريع الاستثمارية.

المطلب الثالث: متطلبات تفعيل التكامل وآثاره الاقتصادية والتمويلية

يُعد التكامل بين الصكوك الاستثمارية ومنصات التمويل الجماعي تصوراً تمويلياً استراتيجياً، يفترض تهيئة مجموعة من المتطلبات المسبقة التي تمكن من تفعيله بصورة منضبطة، بما يحقق كفاءة التمويل دون الإخلال بالاستقرار التنظيمي أو الالتزام الشرعي. ويمكن بيان هذه المتطلبات وآثارها على النحو الآتي:

أولاً: متطلبات تفعيل التكامل

يتطلب تفعيل هذا التكامل وجود إطار تنظيمي تصنيفي يُدرج الصكوك الاستثمارية ضمن نماذج التمويل الجماعي أو يتيح طرحها عبر المنصات الرقمية بصيغة واضحة، مع تحديد الأدوار والمسؤوليات بين الجهات ذات العلاقة، كالمصدر، والمنصة، ومدير الصكوك، والجهة الرقابية. كما يستلزم تطوير بنية تقنية قادرة على إدارة عمليات الاكتتاب، والتخصيص، وتوزيع العوائد، والإفصاح الدوري، مع ضمان أمن المعلومات وحماية حقوق المستثمرين.

وعلى الصعيد الشرعي، يقتضي الأمر اعتماد نماذج هيكلية تتوافق مع طبيعة التمويل الجماعي، وتحقق الملكية الحقيقية للأصول أو المنافع، وتضبط آليات تقاسم الأرباح والخسائر، ضمن مرجعية شرعية واضحة ومتكاملة. وكما هو معلوم أن من أهم الضوابط الشرعية لإصدار الصكوك الإسلامية ألا تكون مجرد أدوات تمويل قائمة على الديون، بل يجب أن تقوم على أصول أو منافع حقيقية، بحيث يكون لحامل الصك حق في العوائد المتحققة منها لا مجرد فائدة مالية ثابتة. كما يؤكد أن مشروعية الصكوك ترتبط بتحمل المخاطر وفق قاعدة «الغنم بالغرم»، وأن تسجيل ملكية صورية أو ناقصة لحملة الصكوك يُخلّ بالجانب الشرعي لها. (المرشدي، ٢٠١٣م).

تتطلب سلامة هياكل الصكوك تحقق الملكية الحقيقية وخلوها من الشروط التي تفرغها من مضمونها الاستثماري حفاظاً على مشروعيتها. كما أن اشتراط شراء الصك بالقيمة الاسمية عند الإطفاء يثير إشكالاتاً شرعياً؛ لأنه يلغي أثر المخاطرة والربح والخسارة، ويجعل الصك قريباً من السندات التقليدية المخالفة لمبدأ المشاركة في الغنم والغرم. (أبو سيف والزباني، ٢٠٢١).

ثانياً: الآثار الاقتصادية والتمويلية المتوقعة

يسهم تفعيل التكامل في حال اعتماده تنظيمياً في توسيع قاعدة المستثمرين في الصكوك، وتعزيز الشمول المالي، وتوفير قنوات تمويل بديلة للمشاريع الصغيرة والمتوسطة والمشاريع التنموية، بما يخفف الضغط على القنوات التمويلية التقليدية. وقد أكد البنك المركزي السعودي الدور الإيجابي لمنصات التمويل الإلكترونية في

تحسين كفاءة التمويل للمشروعات الصغيرة والمتوسطة من خلال تقليل تكاليفه وتيسير الوصول إليه، فضلاً عن توسيع قاعدة المستثمرين وتوفير بدائل للتمويل التقليدي، بما يسهم في تعزيز الشمول المالي في المملكة بوصفه هدفاً استراتيجياً.

كما أسهمت منصات التمويل الجماعي في تطوير منتجات وخدمات تمويلية مبتكرة تدعم المشروعات الناشئة والابتكارية. (صندوق النقد العربي، ٢٠٢١)، كما يؤدي إلى رفع كفاءة تخصيص الموارد المالية، وتحفيز الابتكار المالي، وتعزيز عمق السوق المالية الإسلامية، بما ينعكس إيجاباً على معدلات النمو الاقتصادي والاستدامة التمويلية.

المبحث الرابع: الإطار التحليلي للدراسة

يعتمد الإطار التحليلي للدراسة على تحليل التكامل بين الصكوك الاستثمارية ومنصات التمويل الجماعي كنموذج تمويلي مركب، من خلال منهج وصفي تحليلي يدرس الأطر النظرية والتنظيمية ومتطلبات التفعيل وآثاره الاقتصادية في البيئة السعودية، وذلك عبر ثلاثة محاور رئيسة: التنظيمي، والشرعي، والتمويلي الاقتصادي.

أولاً: المحور التنظيمي

يُظهر الإطار التنظيمي القائم في المملكة العربية السعودية أن أنشطة إصدار الصكوك الاستثمارية ومنصات التمويل الجماعي تخضع لتنظيمات واضحة ومحددة، كلٌّ في نطاقه النظامي المستقل. فالصكوك الاستثمارية تُنظَّم ضمن إطار سوق أدوات الدين، (المركز الوطني لإدارة الدين) مع إشراف هيئة سوق المال، وقد أشار الدكتور محمد علي القرني في كتابه صكوك التمويل الإسلامي "تخضع عمليات إصدار الصكوك في المملكة العربية السعودية لإشراف هيئة السوق المالية، التي تتولى إصدار اللوائح والتعليمات المنظمة لهذا النشاط. ورغم عدم وجود تشريع مستقل خاص بالصكوك، إلا أن الإطار النظامي العام يكفل تنظيمها من خلال الأنظمة القائمة، ولا سيما نظام الشركات الصادر عام ٢٠١٥م" (القرني).

وتُنظَّم منصات التمويل الجماعي في السعودية وفق نماذج معتمدة تحت إشراف هيئة السوق المالية والبنك المركزي، إلا أنه لا يوجد تشريع خاص ينظم الصكوك الاستثمارية رغم توسعها وكثرة إشكالاتها. لذا يتطلب نجاح إصدار الصكوك إطاراً قانونياً متكاملًا وسياسة تشريعية واضحة تحدد أهداف ومبادئ تنظيمها بما يضمن انسجام الأنظمة وتكاملها (شهاب والتلاحمة، ٢٠٢٠).

ونتيجة لذلك، فإن نموذج التكامل بين الصكوك الاستثمارية ومنصات التمويل الجماعي لا يقع ضمن نطاق الحظر النظامي، ولا يندرج في الوقت ذاته ضمن النطاق المنظَّم، بل يوجد في منطقة تنظيمية محايدة تفتقر إلى إطار تصنيفي واضح. ويترتب على هذا الوضع أن تفعيل هذا التكامل مستقبلاً يتطلب

معالجة تنظيمية استباقية تُحدّد طبيعته النظامية، وتُبيّن الأدوار والمسؤوليات بين أطرافه، بما يحقق التوازن بين تشجيع الابتكار المالي وضمان حماية المستثمرين واستقرار السوق.

ثانياً: المحور الشرعي

تواجه الصكوك الإسلامية جملة من المخاطر الخاصة المرتبطة بآليات الرقابة الشرعية، وهي مخاطر لا تظهر بالدرجة ذاتها في الأدوات المالية التقليدية المتداولة في الأسواق المالية. وتمثل هذه المخاطر في ضعف الإحاطة الكافية لدى بعض أعضاء هيئات الرقابة الشرعية بالأحكام التفصيلية للصيغ الشرعية التي تُبنى عليها هياكل الصكوك، إضافة إلى تفاوت مستويات الكفاءة الشرعية والمصرفية، بما قد يؤثر في جودة الفتوى والرقابة عند النظر في التطبيقات العملية المعروضة عليهم.

كما يبرز خطر عدم الالتزام الكامل بالضوابط الشرعية، سواء في توظيف حصيلة الصكوك في أنشطة غير متوافقة مع الشريعة أو في ممارسات تشغيلية يترتب عليها محاذير شرعية لاحقة. ويُضاف إلى ذلك اختلاف الاجتهادات والمعايير الشرعية بين الهيئات الرقابية في المؤسسات المالية الإسلامية، نتيجة غياب توحيد مرجعي ملزم، الأمر الذي قد يفضي إلى تباين الأحكام وعدم الاستقرار التنظيمي. كما تثار إشكالات تتعلق بتعارض المصالح داخل بعض الهيئات الشرعية، سواء بسبب تعدد العضويات، أو الارتباط المالي بالمؤسسات الخاضعة للرقابة، أو ضعف متطلبات الإفصاح والشفافية، وهو ما ينعكس سلباً على ثقة المستثمرين ويؤثر في مستوى الإقبال على الاكتتاب في الصكوك الإسلامية (عزب، ٢٠١٩).

يثير التكامل بين الصكوك الاستثمارية ومنصات التمويل الجماعي جملة من المسائل المرتبطة بطبيعة الهيكلة، ومدى تحقق الملكية الحقيقية للأصول أو المنافع محل التصكيك، وآليات توزيع العوائد وتحمل المخاطر. فطبيعة المنصات الرقمية، القائمة على الوساطة التقنية، تستلزم ضبطاً دقيقاً لدورها الشرعي، بما يمنع تحولها إلى ضامن فعلي لرأس المال أو العائد، أو إلى طرف متحمل للمخاطر بما يخلّ بمبدأ الغنم بالغرم.

ثالثاً: المحور التمويلي والاقتصادي

تعدّ الصكوك الإسلامية أداة تمويلية محورية في دعم الاقتصاد الحقيقي، لاسيما في تمويل مشروعات البنية التحتية والتنمية المستدامة، بوصفها بديلاً فاعلاً للتمويل التقليدي القائم على الاقتراض. إذ تمكّن الحكومات والجهات العامة من تمويل مشروعات ذات نفع عام، مثل الطرق والمطارات والجسور ومحطات الطاقة، من خلال صكوك قائمة على الأصول، وبخاصة صكوك الإجارة، بما يحقق خدمة المجتمع دون استهداف الربح المحرد (بركنية وبابوري، ٢٠٢٢).

وبناءً على ما سبق، يتضح أن التكامل بين الصكوك الاستثمارية ومنصات التمويل الجماعي لا يُمثّل واقعاً تطبيقياً قائماً في الإطار التنظيمي الحالي، ولا يُعد في الوقت ذاته نموذجاً مرفوضاً أو متعارضاً مع الأطر

الشرعية والتنظيمية السارية، وإنما يظل تصورًا تمويليًا قابلاً للتفعيل المشروط. ويُظهر التحليل أن نجاح هذا التكامل مرهون بتوافر معالجة تنظيمية تصنيفية واضحة، وهيكلية شرعية منضبطة تحقق الملكية الحقيقية وتقاسم المخاطر، وبنية تقنية قادرة على دعم متطلبات الإفصاح والحوكمة.

كما تشير النتائج إلى أن تفعيل هذا النموذج يحمل آثارًا اقتصادية وتمويلية إيجابية محتملة، تتمثل في توسيع قاعدة المستثمرين، وتعزيز الشمول المالي، وتنويع مصادر التمويل، بما يسهم في دعم الابتكار المالي الإسلامي وتطوير السوق المالية في المملكة العربية السعودية، وهو ما يمهد للانتقال إلى تحليل أعمق للنتائج والتوصيات في الفصول اللاحقة.

النتائج والتوصيات

توصلت الدراسة، في ضوء التساؤل الرئيس حول مدى فاعلية التكامل بين صكوك الاستثمار ومنصات التمويل الجماعي في المملكة العربية السعودية، إلى أن هذا التكامل يمثل آلية تمويلية واعدة تسهم في تعزيز كفاءة التمويل والاستثمار المتوافق مع الشريعة، من خلال الجمع بين الانضباط الشرعي والهيكلية للصكوك ومرونة منصات التمويل الجماعي وسهولة الوصول إليها. وقد أظهرت النتائج أن هذا التكامل يسهم في توسيع قاعدة المستثمرين، وخفض تكاليف الإصدار مقارنة بالقنوات التقليدية، وتعزيز الشمول المالي، وتمكين صغار المستثمرين من المشاركة في أدوات استثمارية كانت تقتصر سابقًا على المؤسسات الكبرى، فضلًا عن دعم تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة والمساهمة في تحقيق التنوع الاقتصادي.

كما بينت النتائج أن المملكة العربية السعودية حققت تقدمًا ملحوظًا في تنظيم نشاط التمويل الجماعي ضمن منظومة التقنية المالية، حيث يتم تنظيم الصكوك الاستثمارية ضمن الإطار العام لنظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية، مع وجود منظومة رقابية فعالة تقودها هيئة السوق المالية تسهم في حماية المستثمرين وضبط عمليات الطرح والإدراج وتعزيز موثوقية البيئة الاستثمارية.

ومع ذلك، كشفت الدراسة أن فاعلية هذا التكامل ما تزال محدودة من الناحية التطبيقية نتيجة غياب إطار تنظيمي مستقل لصكوك التمويل الجماعي، إضافة إلى وجود تحديات تنظيمية وشرعية وتقنية تتعلق بمواءمة هياكل الصكوك مع نماذج المنصات الرقمية، فضلًا عن تحديات عامة تواجه منصات التمويل الجماعي، مثل بناء الثقة، وضعف التهيئة المسبقة للحملات، والالتزام بمتطلبات ما بعد التمويل. وبناءً على ذلك، خلصت الدراسة إلى أن فاعلية التكامل بين صكوك الاستثمار ومنصات التمويل الجماعي في المملكة تتسم بارتفاع إمكاناتها النظرية والتنظيمية مقابل محدودية تطبيقها العملي في الوقت الراهن.

التوصيات

١. العمل على تطوير إطار تنظيمي وتشريعي مستقل ينظم صكوك التمويل الجماعي ويحدد آليات إصدارها وتداولها ومتطلبات الإفصاح والحوكمة الخاصة بها.
٢. تعزيز التكامل المؤسسي بين الجهات الرقابية ذات العلاقة، بما يسهم في توحيد الضوابط التنظيمية والشرعية وتحقيق كفاءة الرقابة على عمليات إصدار الصكوك عبر منصات التمويل الجماعي.
٣. تطوير نماذج تشغيلية وتقنية متخصصة تدعم مواءمة هياكل الصكوك مع بيئة المنصات الرقمية، بما يحقق الكفاءة التشغيلية ويعزز موثوقية العمليات الاستثمارية.
٤. دعم دور الهيئات الشرعية في وضع الضوابط والمعايير الشرعية الخاصة بصكوك التمويل الجماعي، بما يضمن الامتثال لأحكام الشريعة ويعزز ثقة المستثمرين.
٥. رفع مستوى الوعي الاستثماري لدى المستثمرين ورواد الأعمال حول مزايا التكامل بين الصكوك ومنصات التمويل الجماعي وآلياته، بما يسهم في تعزيز المشاركة الاستثمارية.
٦. تشجيع منصات التمويل الجماعي على تبني أفضل الممارسات في إدارة الحملات الاستثمارية والالتزام بمتطلبات ما بعد التمويل، بما يعزز الثقة في هذا النموذج التمويلي.

REFERENCES

- Abu Sayf, Fatimah Mahmud, wa al-Zaydani, Hiyam Muhammad. (2021). *al-Mu'ayyqat al-Shar'iyyah li Isdar Sukuk al-Tamwil al-Islami wa Atharuha 'ala al-Tanmiyah al-Iqtisadiyyah (al-Sukuk al-Urduniyyah Unmudhajan)*. Majallat al-Jami'ah al-Islamiyyah lil-Dirasat al-Shar'iyyah wa al-Qanuniyyah 29(4): 122-147.
- Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI). (2017). *Ma'ayir al-Shari'ah*. Kingdom of Bahrain.
- Ahmad, Azhari al-Tayyib al-Faki. (2019). *al-Sukuk wa al-Taskik: al-Nazariyyah wa al-Tatbiq*. Cairo: Maktabat Madbouli.
- Arab Monetary Fund. (2021). *Marsad al-Taqqiyyat al-Maliyyah al-Hadithah fi al-Duwal al-'Arabiyyah: Mansat al-Tamwil al-Jama'i*. Abu Dhabi: Arab Monetary Fund.
- Al-Qari, Muhammad bin 'Ali bin Ibrahim. (2019). *Sukuk al-Tamwil al-Islamiyyah*. Riyadh: Dar al-Yaman lil-Nashr wa al-Tawzi'.
- Al-Sharnabasi, Ramadan 'Ali al-Sayyid. (2002). *Ahkam al-Mirath Bayna al-Shari'ah wa al-Qanun*. Alexandria: Munsha'at al-Ma'arif.
- Al-Shaykh, Ahmad bin Hilal. (n.d). *al-Tamwil al-Jama'i: Dirasah Fiqhiyyah Tatbiqiyyah*. Majallat Qada', Issue 13.
- Barkaniyyah, Tahir, wa Baburi, Khalid. (2022). *Dawr al-Sukuk al-Islamiyyah fi Tamwil Mashari' al-Bunyah al-Tahtiyah: Tajribat Maliziya wa al-Imarat al-'Arabiyyah al-Muttahidah*. Paper presented at scientific conference, May.
- Bulahbal, Zubayr. (2024). *al-Tamwil al-Jama'i wa Afaq Tawsi' al-Tamwil al-Islami: Dirasat Halat Mansat Dawliyyah*. Majallat Iqtisad al-Mal wa al-A'mal 8(2): 263-276.
- Capital Market Authority (Saudi Arabia). (n.d). *Nizam al-Suq al-Mali fi al-Mamlakah al-'Arabiyyah al-Su'udiyah*. <https://url-shortener.me/671Q>
- Farahi, Bilal, wa Bin Fallami, Amal, wa Jakub, 'Abd al-Halim. (2022). *Waqi' al-Tamwil al-Jama'i fi al-'Alam al-'Arabi wa Afaqahu al-Mustaqbaliyyah*. Majallat Idarat al-'A'mal wa al-Dirasat al-Iqtisadiyyah 8(2): 347-362.

- Malak, Salwa, wa Bukhari, Lahlou. (2020). *Manassat al-Tamwil al-Jama'i al-Islami Bayna al-Nazariyyah wa al-Tatbiq Ma'a al-Isharahila Bu'd al-Namadhij al-Najihah fi al-'Alam al-'Arabi*. Majallat Ru'a Iqtisadiyyah 10(1): 251–267.
- Mora-Cruz, A., & Palos-Sanchez, P. R. (2023). *Crowdfunding Platforms: A Systematic Literature Review And A Bibliometric Analysis*. International Entrepreneurship and Management Journal 19: 1257–1288. <https://doi.org/10.1007/s11365-023-00856-3>
- Al-Muhaysin, 'Umar bin Salih. (2023). *Tatbiqat al-Tamwil al-Jama'i fi al-Mamlakah al-'Arabiyyah al-Su'udiyah: Dirasah Wasfiyyah Istiqra'iyah min Manzur Shar'i Iqtisadi*. Majallat al-Jami'ah al-Islamiyyah li al-'Ulum al-Shar'iyyah 57(207).
- Al-Murshidi, Fahd bin Badi. (2013). *al-Sukuk: Ahkamuha wa Dawabituha wa Ishkalatuha: Dirasah Shar'iyyah Naqdiyyah*. Riyadh: Dar Kunuz Ishbiliya lil-Nashr wa al-Tawzi'.
- Al-Najjar, Ahmad Muhammad Hasan, wa 'Abd Allah 'Uthman, Anwar Hasan. (2019). *al-Utur al-Qanuniyyah wa al-Shar'iyyah al-Hakimah li Isdar al-Sukuk bi al-Mamlakah al-'Arabiyyah al-Su'udiyah: Dirasah Tahliliyyah Muqaranah*. Paper presented at the Second International Conference of the European Academy for Islamic Finance and Economics.
- Rabbani, M. R., Khan, S., & Thalassinis, E. I. (2020). *Fintech, Blockchain And Islamic Finance: An Extensive Literature Review*. International Journal of Economics and Business Administration 8(2): 65–86.
- Shihab, Majdi, wa al-Talahmah, Khalid. (2020). *al-Khalal fi al-Tanzim al-Qanuni li al-Sukuk Nahw Mu'alajah Tashri'iyah Tu'azziz min Dawriha fi Tamwil al-Mashru'at al-Tijariyyah*. Majallat Kulliyat al-Qanun al-Kuwaytiyyah al-'Alamiyyah 8(Special Supplement, Issue 4, Part 2).
- Zu'aymi, Ramzi, wa Bin Malik, Sarah. (2023). *Manassat al-Tamwil al-Jama'i: Bayna al-Nazariyyah wa al-Tatbiq ka Aliyyah li Tamwil al-Mu'assasat al-Nashi'ah fi al-Duwal al-'Arabiyyah ma'a al-Isharah ila al-Jaza'ir*. Majallat al-Iqtisad wa Idarat al-'Amal 7(Special Issue 01): 41–59.

نفي

الآراء الواردة في هذه المقالة هي آراء المؤلف. القناطر: مجلة الدراسات الإسلامية العالمية لن تكون مسؤولة عن أي خسارة أو ضرر أو مسؤولية أخرى بسبب استخدام مضمون هذه المقالة.