



ندوة (الصكوك الإسلامية: عرض وتقويم)

المنعقدة في رحاب جامعة الملك عبد العزيز بجدة

١٠ - ١١ جمادى الآخرة ١٤٣١هـ، الموافق ٢٤ - ٢٥ مايو ٢٠١٠م

بالتعاون بين مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي ومجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي،

والمعهد الإسلامي للبحوث والتدريب عضو مجموعة البنك الإسلامي للتنمية

## الوظائف الاقتصادية للصكوك نظرة مقاصدية

إعداد

أ.د. عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي

مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي

جامعة الملك عبدالعزيز - جدة

## هدف البحث

يهدف البحث إلى تحليل طبيعة الصكوك التي يتم تداولها في الأسواق العالمية والوظائف الاقتصادية لها، وتحليل الطرق والوسائل التي أتبعها المهندسون الماليون والفقهاء في تركيب وهندسة الصكوك لتتوافق مع المتطلبات الشرعية مع شرح التباين والفجوة بين ألفاظ ومباني الصكوك الإسلامية المتداولة (التعريف والتقييد النظري لها) ومقاصدها ومعانيها (هيكلها التطبيقي وما يفضي إليه من آثار).

## المقدمة

هناك حاجة إلى تعريف علمي للمصطلحات المالية المستخدمة في عمليات التصكيك وتحديداتها حتى يمكن وضع تصور صحيح يكون أساساً للحكم عليها لأن الحكم على الشيء فرع من تصوره.

## الأصول المالية<sup>(1)</sup>

الأصل: هو كل ما يمكن تملكه وله قيمة تبادلية، ويمكن تقسيم الأصول إلى أصل ملموس (محسوس) وهو الذي تعتمد قيمته على صفاته المادية المحددة، مثال ذلك الأرض والمباني والمعدات. أما الأصل غير الملموس فهو يمثل حقوق قانونية (legal claim) لمنافع مستقبلية وليس لقيمته علاقة بالشكل المادي الذي تسجل به الحقوق التي قد تكون ورقة أو سجلاً. الأصول المالية والأدوات المالية والسندات أو الأوراق المالية (security) هي أصول غير ملموسة أيضاً، والمنافع المستقبلية لها هي الحقوق النقدية المستقبلية. المصدر للأوراق المالية: هي الجهة التي تلزم بدفع النقد المستقبلي، المستثمر: هو الذي يمتلك الأوراق المالية.

## السهم في الشركات العامة وحقوق مالكة

في الأدبيات الفقهية غالباً ما يعطى مالك السهم في الشركات العامة حقوق الشريك في عقد المشاركة، أو في شركة العنان باعتباره يملك حصة مشاعة في أصول الشركة أعياناً ومنافع، وهذا تصور غير صحيح لأن مالك السهم في الشركات العامة يعتبر شريك خامل، فأقصى دور له هو حضور جلسات الجمعية العمومية والتصويت في انتخاب مجلس الإدارة وإقرار الحسابات الختامية والميزانيات القادمة للشركة، وحتى هذا الحق قليل من يمارسه إذا إن غالبية صغار الملاك لأسهم الشركة يشترون الأسهم

---

(1) Fabozzi, Frank J. (1995) Investment Management, Prentice Hall International, pp. 12-13.

بقصد بيعها إذا ارتفع سعرها، أو توقع انخفاض سعرها في المستقبل، ومن يمتلكون القرار في الشركة ويوجهونه لصالحهم هم أعضاء مجالس الإدارة وهم في الغالب من يمتلك أو يستطيع التأثير على نسبة كبيرة من أسهم الشركة ليضمن عضويته في مجلس الإدارة، أما صغار الملاك للأسهم فحقوقهم محددة في التالي:

١- اقتسام الربح إذا وجد مع المساهمين الآخرين بعد دفع الحقوق المترتبة على أدوات الدين وتجنيد الاحتياطات المختلفة،

٢- المساهمة في توجيه نشاط الشركة ومراقبته خلال الجمعية العمومية،

٣- الحصول على نصيبه في موجودات الشركة إذا وجدت في حال تصفيتها،

٤- ممارسة حقه في نقل حقوقه في الشركة بعوض أو بغير عوض للآخرين. ويلاحظ أن مالك السهم لا يملك أصول الشركة إذ إن حقوق المقرضين في هذه الأصول مقدمة على حقوقه، وتزداد حقوق المقرضين في أصول الشركة بزيادة الرافعة المالية، أي نسبة القروض إلى حقوق الملكية التي قد تصل في البنوك إلى أكثر من (٩٢٪)، وقد أظهرت الأزمة المالية العالمية الأخيرة أن بعض المؤسسات المالية وصل فيها حجم القروض إلى ٦٠ ضعفاً من رأس المال، كما أن مالك السهم ليس ملزماً بخصوم الشركة التي يمتلك أسهمها، ومسؤوليته محدودة بمساهمته في رأس المال الذي أكتتب فيه فلا يرجع إليه في حالة تجاوز مديونية الشركة رأسمالها، وعليه فلا يمكن اعتبار أن مالك السهم يمتلك حقوق وخصوم الشركة ملكية مشاعة، وعليه لا يمكن تخريج "المحل المتعاقد عليه في بيع السهم" بأنه الحصة الشائعة في أصول الشركة كما ورد في قرار المجمع الفقهي الإسلامي الدولي الذي نص بأنه "هو الحصة الشائعة، في أصول الشركة، وشهادة السهم عبارة عن وثيقة للحق في تلك الحصة"<sup>(٢)</sup>. وهذا التخريج غير صحيح. وينطبق فقط على حصة الشريك في عقد المشاركة، حيث تكون أصول الشركة وخصومها ملكاً مشاعاً بين جميع الشركاء وينطبق أيضاً على التعريف في شركة العنان (الاجتماع في استحقاق أو تصرف)<sup>(٣)</sup>، التي توصف (بأن يشترك شخصان بمالهما على أن يعملأ فيها بأبدانهما والربح بينهما)<sup>(٤)</sup>. والحقوق والالتزامات للشريك تختلف في شركة العنان عن الشركة المساهمة، وبذلك لا تنطبق أحكام شركة العنان على الشركة المساهمة.

(٢) مجمع الفقه الإسلامي الدولي في دورة مؤتمره السابعة (١٤١٢ هـ ١٩٩٢ م).

(٣) ابن قدامة، أبي محمد (د.ت.) المغني على مختصر المقنع، دار الكتاب العربي، بيروت، ١٠٩/٥.

(٣) ابن قدامة، أبي محمد (د.ت.) المغني على مختصر المقنع، دار الكتاب العربي، بيروت ١٢٤/٥.

## التصكيك البسيط والتصكيك المهيكل

### أولاً: التصكيك البسيط

السندات (الصكوك) لغة جمع (صك) سند ويراد به: وثيقة بمال أو نحوه، والسند والصك والورقة المالية كلها بمعنى واحد في الاستعمال، أما اصطلاحاً، يلاحظ أن كلمة التصكيك والتوريق والتسنيذ تستعمل كمفردات لمسمى واحد، أي تشير إلى المعنى نفسه. إلا أن مصطلح الصكوك يستخدم ليعني الأوراق المالية الخاصة بالاستثمار الإسلامي الذي ينسجم مع أصول وأحكام الشريعة الفراء. أما التوريق أو التسنيذ فنستخدم للأوراق المالية الخاصة بالاستثمار التقليدي.

ويعني التسنيذ تحويل الأصول المصدرة من قبل البنك (القروض) إلى أوراق مالية، وهي معروفة قديماً، فشهادات الإيداع (CD) والأوراق المالية (Commercial paper) والسندات الرديئة (Junk bonds) صور من التسنيذ، وهي وسيلة للحصول على التمويل، إذ إن من يحتاج إلى تمويل لديه أسلوبان للحصول على تمويل خارجي لمشروعاته، أما أن يحصل على التمويل من قبل مؤسسات الوساطة المالية، وهي البنوك التجارية أو مؤسسات التمويل الأخرى، أو اللجوء إلى سوق المال (الأولي) للحصول على التمويل المطلوب، ويتم ذلك بالاستعانة ببنوك الاستثمار بطرح التمويل المطلوب في شكل صكوك (securities) في سوق المال من خلال طرح عام أو خاص. ويمكن التمييز بين الأدوات المالية التالية للحصول على التمويل المطلوب:

١- أدوات الدين (Debt instruments): وهي الأدوات التي تترتب عليها حقوقاً مالية ثابتة، حيث يوافق المصدر لها على دفع فوائد دورية خلال الأجل المتفق عليه للمستثمر، ثم يتم دفع أصل الدين، وأهم هذه الأدوات، سندات الدين.

٢- حقوق الملكية (equities): وهي أدوات يلتزم فيها المصدر لها بالدفع لحاملها مبلغ من المال يعتمد على الإيرادات المحصلة إذا وجدت، بعد دفع الحقوق المترتبة على أدوات الدين، وأهم حقوق الملكية، أسهم الشركات العامة وهي (صكوك متساوية القيمة عند إصدارها، قابلة للتداول بالطرق التجارية، ويتمثل فيها حق المساهم في رأس مال الشركة التي ساهم فيها، وتخول له بصفته هذه ممارسة حقوقه)<sup>(٥)</sup>.

(٥) أبو زيد رضوان (١٩٧٨م) الشركات التجارية في القانون الكويتي المقارن، دار الفكر العربي، القاهرة، ط١، ص ٤٠٣.

٣- الأدوات ذات العائد الثابت: وهي أدوات بين أدوات الدين (القروض) وبين حقوق الملكية، مثل الأسهم الممتازة التي تحصل على عائد ثابت بعد حصول أصحاب أدوات الدين على حقوقهم، وكذلك السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، ويمكن تداول كل الأدوات التقليدية السابقة في الأسواق الثانوية.

### مزايا التصكيك<sup>(٦)</sup>

- (١) يساعد التصكيك على تحويل الأصول غير السائلة التي تكون في شكل قروض إلى أصول تتصف بالسيولة العالية بتداولها في السوق الثانوية.
- (٢) خفض تكلفة التمويل والمخاطر، لأن انخفاض درجة المخاطر للصكوك (للسندات) نظراً لكون السندات مضمونة بضمانات عالية لتحسين جدارتها الائتمانية، وهذا يؤدي إلى تخفيض تكلفة التمويل.
- (٣) تنشيط سوق المال وتعميقه من خلال تعبئة مصادر تمويل جديدة وتنويع الأدوات المالية المعروض فيها من الأوراق المالية وتنشيط سوق تداول السندات.
- (٤) تمكن الصكوك (السندات) أيضاً تمويل النشاطات الاقتصادية الضخمة وجذب مدخرات جديدة قد لا تقدر عليه الجهات التمويلية بانفراد.
- (٥) المواءمة بين آجال التمويل، أي مصادر واستخدامات الأموال، فعملية التصكيك (التسديد) تحل أجل الصكوك حول الوقت الذي تتوقع فيه الشركة الحصول على إيرادات، وهذا يقلل من السيولة اللازمة لسداد ديون الشركة المصدرة لها في الأجل القصير.
- (٦) أما بالنسبة للبنوك، فإن تسديد ديونها وإصدار شهادات إيداع (CD) يؤدي إلى:
  - ١- تحسين معدل كفاية رأس المال في ظل معايير بازل ٢، لأن بيع ديونها سوف يقلل من احتياجها لزيادة مخصصات المخاطر لتلك الديون.
  - ٢- تحسين المواءمة بين آجال الأصول والالتزامات لأن البنك ليس مضطراً لإطفاء السندات قبل حلول آجالها.
  - ٣- الحصول على موارد مالية من خارج النظام المصرفي لمنح قروض جديدة.
  - ٤- خفض تكلفة التمويل للمصدر للسندات وزيادة العائد على الاستثمار للمستثمر وتنويع مصادره.

(6) Bryan, Lawell (1992) Structured Securitized Credit: A superior Technology for lending, New Development in commercial Banking Ed. Donald Chew, Black Well, pp. 63-69.

## التصكيك الإسلامي البسيط

لا يختلف التصكيك الإسلامي عن التصكيك التقليدي في كونه وسيلة للحصول على التمويل من سوق المال، وهو يمثل حصصاً متساوية في ملكية المال الممول.

ويمكن التمييز بين الأدوات المالية التالية للحصول على التمويل المطلوب:

أ- أدوات الدين (Debt instruments): وهي الأدوات التي تترتب عليها حقوقاً مالية ثابتة ومضمونة، حيث يوافق المصدر لها دفع أرباح دورية خلال الأجل المتفق عليه للمستثمر، ثم يتم دفع أصل التمويل، أو دفعها وجزء من قيمة التمويل على دفعات دورية خلال الأجل المتفق عليه، وقد صممت هذه الأدوات حتى لا تتعرض للمخاطر التشغيلية إذ لا تشارك في أرباح أو خسائر المشروع الممول وتتعرض لمخاطر عدم السداد مثل أي أدوات دين، ومن أهم هذه الأدوات:

١- الصكوك الصادرة على أساس عقد المراجعة.

٢- الصكوك الصادرة على أساس عقد السلم.

٣- الصكوك الصادرة على أساس عقد الاستصناع.

٤- الصكوك الصادرة على أساس عقد الإجارة التمويلية.

إن جميع أدوات الدين السابقة لا يمكن تداولها في الأسواق المالية لأنها تمثل ديوناً في الذمة، وتعتبر من بيع الكالئ بالكالئ وهو من البيوع الممنوعة عند جمهور الفقهاء.

ب- حقوق الملكية (equities): وهي أدوات تمثل حصص متساوية وتشارك في أرباح المشروع في حالة تحققها بالنسب المتفق عليها وتتحمل الخسائر بنسبة مساهمتها في رأس مال المشروع وتتعرض هذه الأدوات للمخاطر التشغيلية وأهم هذه الأدوات:

١- الصكوك الصادرة على أساس عقود المشاركات.

٢- الصكوك الصادرة على أساس المضاربة.

٣- الصكوك الصادرة على أساس المزارعة.

٤- الصكوك الصادرة على أساس المساقاة.

٥- الصكوك الصادرة على أساس المغارسة.

ويحكم إصدار وتداول حقوق الملكية قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي رقم ٣٠ (٤/٥) الصادر في ١١/٢/١٩٨٨م المتضمن شرحاً مطولاً حول السندات (أنظر الملحق أ).

## ثانياً: تصكيك الائتمان المهيكل (Structured Credit Securitization)

التسنيدي أو التصكيك المهيكل للائتمان الذي يعتبر بحق (تكنولوجيا متطورة للإقراض). ويتضمن جميع وإعادة تشكيل قروض صغيرة متجانسة وذات جودة عالية إلى أصول مالية قابلة للتسويق والتداول، وأهم ما يميزه هو تفتيت مخاطر الإقراض وتحميلها للمتخصص الراغب في تحملها.

في نظام الإقراض التقليدي يقوم المقرض بكل عمليات القرض، فهو الذي يقوم بتقديم القرض وهيكلته زمنياً وتحمل مخاطر عدم السداد، وتوفير مبلغ القرض وتحصيل أصل القرض والفوائد، بينما في التسنيدي المهيكل للائتمان تتخصص مؤسسات مختلفة في كل مرحلة من مراحل التسنيدي، فمؤسسة تقوم بتقديم القرض وأخرى تقوم بهيكلة في شكل أوراق، وأخرى تقوم بالتأمين على القرض، وأخرى تقوم بتسويقه على المستثمرين وبيعه وشرائه في السوق الثانوية، وأخرى تقوم بتحصيل أصل الدين والفوائد عليه. ويؤدي التخصص في المراحل المختلفة إلى تحقيق الكفاءة وتخفيض التكاليف<sup>(٧)</sup>. واختصاراً يمكن أن نطلق على التسنيدي المهيكل للائتمان (تسنيدي الائتمان).

### تحليل عمليات التسنيدي المهيكل لسندات الائتمان المدعومة بالأصول (ABC)

إن الصكوك أو السندات الناتجة عن الائتمان المهيكل تتصف بدرجة عالية من التعقيد، بحيث يصعب على مصدر السند أو المستثمر تقييمه، لذلك يصبح دور شركات التصنيف وتقييمها لمخاطر الصك هو الأساس لتسعير الصك.

يبنى التسنيدي (التصكيك) على عدة عمليات تهدف في مجملها إلى عزل مالك السند (المستثمر) عن مخاطر الائتمان لفوائد السندات (عدم سداد الفوائد في وقتها من قبل المصدر)، والمخاطر الائتمانية لمصدر السند هي (عدم دفع قيمة السند في أجله) وحتى يمكن حصول السند على تصنيف عالٍ من شركات التصنيف، وهي كالتالي:

#### ١ - الرهون (Collaterals)

تتبع أهمية جودة الرهون من إنها تؤثر على التدفقات النقدية للسندات وما يكتنفها من مخاطر عدم السداد (المخاطر الائتمانية)، التي تعتمد على الجدارة الائتمانية لمصدر السندات، وعلى جودة الرهون، وعلى التوزيع السكاني للمقترضين الذين تشكل قروضهم رهون السندات، وعلى معايير اختيار مجمع القروض المشكلة للرهن. وبناء

(7) Bryan, Lawell (1992) Structured Securitized Credit: A superior Technology for lending, New Development in commercial Banking Ed. Donald Chew, Black Well, pp. 55-57.

على المخاطر الائتمانية يتقرر مستوى التحسين للجدارة الائتمانية اللازمة لعزل مالك السند (المستثمر) عن مخاطر عدم السداد.

## ٢- هيكلية السندات

تصمم السندات المدعومة (ABS) (Assets back securities) بحيث تعزل عوائد القروض المستخدمة كرهون من ائتمان المصدر للسندات، كما تحمي مالك السند (المستثمر) من انخفاض قيمة تلك الرهون وبيع مجمع القروض المستخدمة كرهن للسندات وفوائدها كعائد للسندات، إلى كيان قانوني يسمى (الوسيلة ذات الغرض الخاص) (SPV or SPC)، ويكون الصندوق هو الضامن (grantor trust)، وهو كيان قانوني مملوك للمصدر وله ذمة مالية منفصلة وبذلك لن تؤثر الحالة المالية للمصدر ولا إفلاسه على الجودة الائتمانية للسندات، وهناك طريقتان لهيكلة السندات، هما هيكلية التمرير وهيكلية الدفع.

### هيكلية التمرير (Pass-through structure)

تباع المتحصلات (receivable)، وهي الفوائد ومدفوعات أصل الدين لمجمع القروض المختارة على المؤسسة ذات الغرض الخاص (SPV)، التي تقوم بتصكيكها وبيعها للمستثمر. ويشتري المستثمر السند الممثل لحصة تمثل نسبة مشاعة من موجودات هذه المؤسسة ويحق له بموجب هذه الحصة نسبة مماثلة في المتحصلات، ويكون دور المؤسسة هو تحويل تلك المتحصلات إلى حامل السند كما هي، ويتحمل حملة الصكوك أي زيادة أو نقص في المتحصلات، أو في قيمة تلك الأصول، فلا تخضع هذه المتحصلات إلى الضريبة. والسندات المتولدة من هذه العملية تسمى السندات المدعومة بأصول (Asset-Back securities).

### هيكلية الدفع (Pay- through structure)

يحول المصدر أو المالك للأصول المتحصلات من تلك الأصول إلى المؤسسة ذات الغرض الخاص، التي تصدر بها سندات مضمونة بالمتحصلات من تلك الأصول، والمؤسسة ذات الغرض الخاص قد تكون مؤسسة ذات غرض وحيد ذات كيان قانوني مستقل ولكنها تابعة للمصدر، أو تابعة للمؤسسة الضامنة، وفي هذه الطريقة لا يملك حامل السند حصة مشاعة في مجموع الأصول وإنما تستخدم الأصول لضمان حصول المستثمر على المتحصلات المتوقعة، وبهذه الطريقة يمكن للمؤسسة ذات الغرض الخاص إدارة تلك المتحصلات، فلا يشترط في العوائد المدفوعة أن تكون مربوطة مباشرة



بمتحصلات الرهون، وعلية قد تكون المدفوعات على السندات تختلف في آجالها وفي مددها الزمني عن متحصلات الرهون، وتمنح طريقة (هيكله الدفع) للمصدر مرونة كبيرة وتعطيه الميزات التالية:

- تسنيد الرهون بسعر فائدة أقل من الفائدة السوقية.
- هيكله المدفوعات على السندات بفئات مختلفة الآجال وبأسعار فائدة مختلفة.
- تجنب مخاطر الدفع المبكر للديون محل الرهن وتسمى الأصول المتولدة منها السندات القائمة على الأصول (Asset-Based securities).

### ٣- تحسين الجدارة الائتمانية (Credit Enhancement)

تعتبر المخاطر الأساسية للسندات المهيكلة هي المخاطر الائتمانية، فيجب أن لا توجد مخاطر غيرها، وإذا وجدت يجب أن تزال خلال عمليات الهيكلة، وحتى المخاطر الائتمانية للمصدر يجب أن يعزل عنها المستثمر من خلال عمليات تحسين الجدارة الائتمانية، ويتوقف مستوى التحسينات الائتمانية اللازمة على نسبة النكول أو عدم الدفع المتوقعة على الديون موضع الرهن، وعلى طبيعة الهيكلة للسندات، والجدارة الائتمانية للمصدر للصكوك سوف لن تؤثر على الجدارة الائتمانية للصكوك، وتقوم شركات التصنيف بتصنيف الجدارة الائتمانية للسندات، التي تتأثر بنسبة عدم الدفع للديون المجمعة تاريخياً، وعلى المعايير التي استخدمت في جميع تلك الديون. ويمكن التمييز بين ثلاثة أنواع من التحسينات الائتمانية هي:

١- خطاب ضمان (LOC) من قبل بنك تجاري ويغطي القيمة الأساسية للسندات المصدرة، أو نسبة من الخسارة في تلك السندات وغالباً ما يكون الضمان مربوطاً بأصول محددة للبنك، فلا يرجع للبنك في حالة عدم كفايتها، وخطاب الضمان هو النمط السائد لتحسين الجدارة الائتمانية للصكوك لعزل المستثمر عن المخاطر الائتمانية لمجمع القروض.

٢- السندات المضمونة (Surety Bond)، ويكون ضمانها بشراء تأمين لعدم السداد لمجمع الديون وهو أكثر كلفة.

٣- التحسين الداخلي للجدارة الائتمانية بمنح حملة السندات حقوقاً أفضلية عن بقية الغرماء للشركة.

## صكوك الائتمان الإسلامي المهيكل

تتجه المصرفية الإسلامية إلى أن تكون "مصرفية تقليدية مشرعة" أي أن كل ما قدمته هي منتجات - تحاكي المنتجات التقليدية - جرى إعادة هيكلة العلاقات التعاقدية بين أطرافها بمسميات العقود الشرعية، حتى تكون من الناحية الشكلية موافقة للمقتضى الشرعي، وتحقق في الوقت نفسه أهداف المنتجات التقليدية، وتحرص على استخدام المسميات الشرعية للعقود، على الرغم من أنها لا تحقق أهداف تلك العقود، حتى تخلق لها سوقاً منفصلاً تبتعد فيه عن منافسة المنتجات التقليدية لها. وقد نجحت في ذلك بشكل كبير في الصكوك إذ خلقت سوقاً عالمية متنامية للصكوك الإسلامية.

إن الصكوك الإسلامية المركبة للائتمان الإسلامي لا تختلف في أهدافها عن الصكوك أو السندات التقليدية المركبة، فهي تهدف إلى خلق أدوات دين لا يحمل مالكاها (المستثمر) أي أخطار، سوى الأخطار الائتمانية (عدم دفع الفائدة أو أصل الدين في أجله)، ويتم تحسين الجدارة الائتمانية للسند بضمانه بأصول مالية وعزل ملكية تلك الأصول عن مصدر تلك الصكوك. وهيكله الصكوك الإسلامية أكثر تعقيداً من التقليدية، حيث إنها تعتمد على تركيب عدة عقود شرعية تفرغ من أهدافها لتكون عقد دين مضمون أصله وعوائده، وذو عائد ثابت وقابل للتداول، ويعتمد سعر تداوله على تحرك سعر الفائدة السوقي. إن إنتاج صك مظهره إسلامي ومخبره تقليدي اقتضى تجميع جهود كبيرة من المهندسين الماليين، والمهندسين الفقهيين، واستحضار عدد كبير من قواعد الهندسة المالية والفقهية، لذلك اشتكت المؤسسات المالية الغربية من ارتفاع تكلفة الهندسة المالية الفقهية.

## الابتكار والهندسة المالية الفقهية في الصكوك

يكون الابتكار المالي استجابة لقيود تعوق تحقيق أهداف المؤسسة المالية، مثل هدف زيادة الأرباح أو زيادة السيولة أو تخفيض المخاطر، وقد تكون هذه القيود قانونية أو شرعية أو اجتماعية أو تقنية أو غيرها. والرغبة في تجاوز هذه القيود هي الدافع الأساسي للابتكار<sup>(٨)</sup>.

كانت الضوابط الشرعية للمعاملات المالية هي القيود التي واجهت الصناعة المصرفية الإسلامية في خلق منتج إسلامي يكون من أدوات الدين، وتكون فيه ميزات

(٨) رضوان، سمير (٢٠٠٥م) المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر، ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، بيروت، ص ص: ٧٦ - ٩٣.

وفوائد ووظائف السندات المهيكلية، فكان لا بد من استخدام الهندسة المالية الفقهية في تجاوز بعض القواعد والشروط الفقهية المستقرة، مثل قاعدة (الغنم بالغرم)، وحكم عدم جواز خصم الدين، وبيع الدين بالدين، وضمان رأس المال في الشركة، وضمان الربح وتحديده في الشركة، وتضمين المستأجر العين المستأجرة، والبيع مع وعد بالشراء بالقيمة الاسمية، الصورية في العقود، والعينة في التأجير.

وتعنى الهندسة المالية الفقهية هنا: (تصميم وتطوير أدوات وآليات مالية مبتكرة أو تركيب أو تفكيك عقود شرعية لصياغة حلول أبداعية لمشاكل التمويل، ويشترط لصحتها عدم تعارضها مع نص شرعي أو قاعدة فقهية أو مقصد شرعي، أو إجماع فقهي، وأن تكون الوسائل المستخدمة والأهداف المنشودة معاً لا تتعارض مع الشريعة الإسلامية)، فإذا تحققت هذه الشروط تكون مخرجات الهندسة المالية الفقهية مخارج فقهية، وإلا كانت حيلاً فقهية ممقوتة.

### تطبيقات الهندسة المالية الفقهية في الصكوك

التصكيك المهيكل للائتمان الإسلامي يعتبر بحق (تكنولوجيا متطورة للإقراض). ويتضمن تجميع وإعادة تشكيل ائتمان إسلامي (قروض) متجانسة، ذات جودة عالية إلى أصول مالية قابلة للتسويق والتداول، وأهم ما يميز التصكيك المهيكل هو تفتيت مخاطر الإقراض، وتحميلها للمتخصص الراغب في تحملها. ويجب أن تكون الصكوك صكوك مديونية، لا صكوك ملكية، وإلا خرجت من فئة الصكوك إلى فئة الأسهم التي تتعرض قيمتها وعوائدها إلى المخاطر السوقية، بينما يجب أن تقتصر مخاطر الصكوك على المخاطر الائتمانية.

والمشكلة التي تصدت لها الهندسة المالية الفقهية هي: أن يكون لدينا سوقاً عالمية للصكوك الإسلامية يتم فيها توظيف الأموال الإسلامية في أدوات مالية يتم تداولها في أسواق المال العالمية وفق شروط يجب أن تتوفر في الصك منها:

- ١- أن يكون صك مديونية وليس صك ملكية.
- ٢- أن يكون العائد ثابتاً، أو أن يكون معلوماً مربوطاً بمؤشر معروف مثل الليبور.
- ٣- أن يتعرض فقط للمخاطر الائتمانية، وتعزل عنه بقية المخاطر مثل المخاطر السوقية.
- ٤- أن يكون قابلاً للتداول على الرغم من أنه صك مديونية.
- ٥- وأن لا يتأثر بالمخاطر الائتمانية للمصدر.

٦- وأن لا يتأثر بإفلاس المصدر للصك.

٧- إضافة إلى ذلك أن يكون متوافقاً مع الضوابط الشرعية.

إن توفير الشروط السابقة في الصك التي يستحيل توفرها استوجب مجهوداً وفكراً مالياً وفقهاً خلافاً، وتكاليفاً مادية باهظة في هندسة الصك الإسلامي، وكانت حلولهم في الآتي:

١- استخدمت عقود التمويل المبنية على عقود البيوع الآجلة التي تنتج مديونية ذات عائد ثابت، أو يمكن تثبيته مثل المرابحة والاستصناع والسلم والتأجير في خلق أصول وتصكيكها، وكان الأفضل من بينها عقد التمويل التأجيري، لأن الاعتراض على تداول مديونية صكوك التأجير أقل من غيرها، على الرغم من أن البعض يعتبرها عقد عينة في التأجير<sup>(٩)</sup>، ومن الوسائل المستخدمة لتثبيت العائد للأصول التي قد تتقلب عوائدها، أن ينص العقد على أي زيادة في عوائد الأصول المتوقع ارتفاع عوائدها وتكون موضع الرهن عن النسبة المتفق عليها تكون من نصيب المصدر، أما إذا كان هناك توقعاً لتذبذب العوائد، فيكون هناك حساباً مخصصاً تودع فيه الزيادة وتجبر منه النقصان<sup>(١٠)</sup>.

٢- استخدمت الرهون في الصكوك الإسلامية كاستخدامها في السندات التقليدية كضمان للصك، من تعثر المصدر للصك في دفع الفوائد، أو قيمة الصك عند حلولها، فتدفع الفوائد من متحصلات (receivable) الأصل موضع الرهن، أو تكون الفوائد بمعزل عن المتحصلات، ولكن ترهن المتحصلات لصالح الفوائد. وسميت الرهون في الصك الإسلامي بمسمى البيع. وكان بيعاً شكلياً أو بيع عينة، لأن المصدر يجب أن يلتزم بشراء الأصل بقيمته الاسمية، وليس السوقية حتى لا يتعرض المستثمر للخطر السوقي في تقلب قيمة الأصل موضع الرهن، وسمي التعهد بإعادة شراء الأصل بمسمى فقهي (الوعد الملزم بإعادة الشراء) وتم تخريجه على الرأي الفقهي الذي يرى إلزامية الوعد.

٣- من الشروط التي يجب أن تتوافر في الصك هي أن تعزل قيمة الصك عن مخاطر إفلاس المصدر لها بخلق وحدة ذات غرض خاص (SPV) يملكها المصدر للصك، تنقل إليها الرهونات موضع ضمان الصكوك المصدرة، ففي حالة إفلاسه لن

(٩) الجارحي، معبد، عبد العظيم أبو زيد (١٤٣٠هـ) الصكوك: قضايا فقهية واقتصادية، الدورة التاسعة عشرة لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، الشارقة، مجمع الفقه الإسلامي الدولي.

(١٠) القري، محمد علي (١٤٣٠هـ) الصكوك الإسلامية وتطبيقاتها المعاصرة، الدورة التاسعة عشر لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، الشارقة، مجمع الفقه الإسلامي الدولي.

يمكن الدائنون من الوصول إلى تلك الرهون. وقد استخدمت الوحدة ذات الغرض الخاص في إصدار الصكوك الإسلامية للغرض نفسه، ولتحقيق غرض آخر، وهو إثبات أن حملة الصكوك يملكون الأصول موضع الرهن ملكية مشاعة، وبالتالي يكون تداول الصكوك هو تداول لأصول حقيقية وليس ديوناً، وهذا غير صحيح، لأن الملكية القانونية للأصول المرهونة لا تزال باسم المصدر لتلك الصكوك، وله جميع حقوق المالك من البيع والهبة والتأجير. ونقل ملكية هذه الأصول هو نقل صوري، ولا يسجل في الدفاتر كما أن الوحدة ذات الغرض الخاص مملوكة للمصدر وتحت سيطرته.

٤- إن الصك الإسلامي يجب أن يكون بديلاً كاملاً للسند الربوي حتى يمكن أن يتم تداوله في الأسواق المالية، لذلك يجب أن يكون (العائد) الفائدة عليّة ثابتة، وتتيح بعض عقود التمويل الإسلامي تثبيت العائد أو الفائدة على التمويل مثل المربحة والتمويل التأجيري، وبعضها يمكن تثبيته كما في سعر إعادة الشراء للمنتج في عقد السلم والاستصناع.

٥- إن الصكوك هي صكوك مديونية قابلة للتداول، ولكي تكون قابلة للتداول يجب أن تصنف من قبل شركات التصنيف العالمية. وشركات التصنيف لا تصنف إلا المخاطر الائتمانية للصكوك المصدرة (أي قدرة المصدر على رد قيمة الصك وفوائده)، لذلك كان على المهندسين الماليين للصكوك الإسلامية التخلص من جميع المخاطر بمختلف الأساليب والحيل حتى يكون الصك الإسلامي قابلاً للتصنيف والتداول في أسواق المال العالمية، ولتحقيق ذلك اتبعت الحيل التالية:

أ- استخدام الوعد الملزم بإعادة الشراء (بيع الوفاء) في صكوك التأجير التي تباع الأصول فيها إلى الوحدة ذات الغرض الخاص، ثم تستأجر من قبل البائع لفترة محددة، ثم يعاد شرائها من قبل البائع، لصكوك السلم التي يتعهد البائع بشرائها بقيمتها الاسمية في أجل المحدد وكذلك عقود الاستصناع.

ب- في الأصول التي تؤمن من قبل شركات التأمين، يضمن المصدر شركة التأمين، فلا يتعرض الصك لمخاطر شركة التأمين ويقتصر على مخاطر المصدر للسند.

## الصكوك الإسلامية المهيكلية أفاضها ومبانيها، ومقاصدها ومعانيها أولاً: الصكوك الصادرة على أساس عقد بيع الأصول المؤجرة أو الموعود باستئجارها الألفاظ والمباني

مصدر الصك قد يكون بائعاً لمنفعة عين ملكها تبعاً للملكية العين، والمكاتبون في هذه الصكوك مشترون لهذه المنفعة باستئجار العين، بقصد إعادة تأجيرها على غير مؤجرها، بأجرة أعلى، وتوزيع هذه الأجرة على حملة الصكوك، وحصيلة الصكوك هي أجرة العين. وقد يكون البنك هو مصدر هذه الصكوك إذا كان هو مالك المنفعة، وقد يتولى الإصدار وإدارته مقابل أجر أو عمولة على النحو السابق<sup>(١١)</sup>.

### المقاصد والمعاني

أ- مقصد المستثمر: شراء صك محدد الأجل بمبلغ محدد وعائد محدد، ومخاطر محددة بمخاطر عدم الوفاء بقيمة الصك في أجله، ومضمونة بملكية الأصل موضع التصكيك.

ب- مقصد المصدر: الحصول على سيولة لأصول ممولة بعقد تمويل تأجيري، أو تصكيك تمويل تأجيري جديد، ونقل مخاطر عدم السداد من المصدر إلى حملة الصكوك (المستثمرين).

ج- الأداة التقليدية المراد إعادة صياغتها للتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية: سند قرض بأجل ثابت وعائد ثابت، يباع بخصم ويدفع في آجال متفق عليها.

د- الوسيلة (المباني): تأسيس وحدة ذات غرض خاص (SPV) يمتلكها المصدر (البنك)، تباع الأصول موضع التمويل بيعاً صورياً وليس قانونياً (مثلاً اشترت طائرة من قبل البنك، وأجرت بإيجار ينتهي بالتمليك إلى شركة الخطوط المحلية بسعر ثابت وأجل محدد وتكلفة تمويل ثابتة) إلى هذه الوحدة، تقوم الوحدة بإصدار صكوك ذات قيم متساوية تمثل ملكية مشاعة في الأصول محل التمويل، ويحدد أجل الصك والعائد الثابت عليه، الذي يمثل عائد التمويل التأجيري.

هـ- لتحسين الجدارة الائتمانية للصك، يقوم المصدر بضمان العائد على الصك وضمان شراء الأصل لو تخلف الممول (المستأجر) عن الدفع، وبالتالي تكون مخاطر

(١١) حسان، حسين حامد (١٤٣٠هـ) الصكوك الاستثمار الإسلامي، الدورة التاسعة عشر لمجمع الفقه الإسلامي الدولي. الشارقة، مجمع الفقه الإسلامي الدولي.

الصك هي المخاطر الائتمانية للمصدر للصك، وتقوم شركة التصنيف بتقييم مخاطر الصكوك ووضع تصنيف محدد، يحدد درجة مخاطر السند. فإذا كان العائد الثابت على السند ملائماً لدرجة مخاطر السند يتم طرح السند في السوق الأولي أو في طرح عام.

## ثانياً: الصكوك الصادرة على أساس عقد الإجارة

### الألفاظ والمعاني

مصدر الصك قد يكون بائعاً لمنفعة موصوفة في الذمة تستوفى من عين يلتزم المؤجر بتملكها وتسليمها للمستأجر في المستقبل، والمكاتبون في هذه الصكوك مشتركون لهذه المنفعة بعقد إجارة في الذمة، بقصد إعادة تأجير العين التي تستوفى منها هذه المنفعة، بعد قبضها، أو قبل قبضها بإجارة موازية في الذمة، بأجرة أعلى توزع على حملة الصكوك، ويتولى البنك تنظيم الإصدار، وإدارته نيابة عن مالكي الصكوك، مقابل أجر<sup>(١٢)</sup>.

### المقاصد والمباني

أ- هدف المستثمر: شراء صك محدد الأجل بمبلغ محدد وعائد محدد، ومخاطر محددة بمخاطر عدم الوفاء بقيمة الصك في أجله إلا أنها مضمونة بملكية الأصل موضع التصكيك.

ب- هدف المصدر: الحصول على سيولة لأصول بضمان أصول مملوكة للمصدر (قد يكون مبنى الإدارة العامة أو المصنع أو المطار أو الميناء البحري).

ج- الأداة التقليدية المراد إعادة صياغتها للتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية: سند قرض مضمون بأجل ثابت وعائد ثابت أو عائد معلوم ومربوط بسعر فائدة معروف (الليبور مثلاً)، تدفع في آجال متفق عليها.

د- الوسيلة: تأسيس وحدة ذات غرض خاص (SPV) يمتلكها المصدر، تحدد الأصول التي سوف تستخدم كضمان للتمويل، تؤجر الأصول موضع التمويل إلى هذه الوحدة بعقد إيجار طويل الأجل يدفع نقداً، ويتعهد المصدر باستئجار الأصول من الوحدة بإيجار سنوي، تقوم الوحدة بإصدار صكوك متساوية القيمة تمثل ملكية مشاعة في ملكية منافع الأصول محل التمويل، تقوم الوحدة بتأجير الأصول إلى المستأجر لفترات متتالية على المصدر بسعر إيجاري سنوي ثابت يساوي القيمة السنوية للإيجار الطويل

(١٢) مرجع سابق.

الأجل مضافاً آلية تكلفة التمويل (الفائدة)، قد تربط تكلفة التمويل بسعر الفائدة السوقي، ويستوي في الإيجار سنوياً من المصدر، وتقوم الوحدة ذات الغرض الخاص بتوزيعه على حملة الصكوك، من المصدر، ويحدد أجل الصك والعائد الثابت عليه، الذي يمثل عائد التمويل التأجيري.

هـ- لتحسين الجدارة الائتمانية للصك يتم التأمين على الأصول محل التمويل، ويتعهد المصدر بضمان شركة التأمين لتكون مخاطر الصكوك هي المخاطر الائتمانية لمصدر هذه الصكوك، وليس لشركة التأمين. وتقوم شركة التصنيف بتقييم مخاطر الصكوك، ووضع تصنيف محدد يحدد درجة مخاطر السند، فإذا كان العائد الثابت على السند ملائماً لدرجة مخاطر السند، يتم طرح السند في السوق الأولي أو في طرح عام.

### **ثالثاً: الصكوك الصادرة على أساس بيع أصل ثم استئجاره ثم إعادة شرائه الألفاظ والمباني**

مصدر الصك قد يكون بائعاً لعين ومستأجرها من المشتري لفترة محددة، ويتعهد بإعادة شرائها من المشتري بعد انتهاء فترة الإيجار بالقيمة الاسمية، أي بقيمة البيع نفسها، والمكاتبون في هذه الصكوك يشترون لهذه العين. بقصد الحصول على أجرتها، وتوزيعها عليهم، وبعد انتهاء فترة الإيجار يستردون قيمة العين المدفوعة، وحصيلة إصدار الصكوك هي الثمن العين المباعة، والإيجار هو العائد على التمويل<sup>(١٣)</sup>.

### **المقاصد والمعاني**

أ- هدف المستثمر: شراء صك محدد الأجل والقيمة والعائد بمبلغ محدد، وعائد محدد، ومخاطر محددة أيضاً هي عدم الوفاء بقيمة الصك في أجله إلا أنها مضمونة بملكية الأصل موضع التصكيك.

ب- هدف المصدر: الحصول على سيولة بضمان أصول مملوكة للمصدر (قد يكون مبنى الإدارة العامة، أو المصنع، أو المطار، أو الميناء البحري).

ج- الوسيلة: تأسيس وحدة ذات غرض خاص (SPV) يمتلكها المصدر، تحدد الأصول التي سوف تستخدم كضمان للتمويل، تباع الأصول موضع التمويل إلى هذه الوحدة نقداً ويتعهد المصدر باستئجار الأصول من الوحدة بإيجار سنوي ثابت، أو مرتبط بسعر الفائدة السوقي لفترة محددة قد تكون عشر سنوات، كما يتعهد المصدر بشراء

---

(١٣) مرجع سابق.



قيمة الأصل بقيمته الاسمية. بعد انتهاء الفترة، تقوم الوحدة بعد تملكها للأصل بتأجيله على المصدر للفترة المتفق عليها، وتقوم الوحدة بإصدار صكوك متساوية القيمة تمثل ملكية مشاعة في ملكية الأصول محل التمويل، ومن إيرادات بيع تلك الصكوك، تحصل الوحدة قيمة الأصل محل التمويل وتدفعه للمصدر، وتقوم بعد ذلك بتحصيل الإيجار وتوزيعه على حملة الصكوك كعائد على الصك، وفي نهاية الفترة تقوم ببيع الأصل إلى المصدر بقيمته الاسمية وإرجاع قيمة الصكوك لحاملها.

ج- الأداة التقليدية المراد إعادة صياغتها لتتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، سند قرض بأجل ثابت وعائد ثابت، ويدفع العائد (الفائدة) في آجال متفق عليها، وفي نهاية الفترة يدفع قسمة الصك.

د- لتحسين الجدارة الائتمانية للصك، يتم التأمين على الأصول محل التمويل ويتعهد المصدر بضمان شركة التأمين ولتكون مخاطر الصكوك هي المخاطر الائتمانية لمصدر هذه الصكوك، وتقوم شركة التصنيف بتقييم مخاطر الصكوك ووضع تصنيف محدد، يحدد درجة مخاطر السند، فإذا كان العائد الثابت على السند ملائماً لدرجة مخاطر السند، يتم طرح السند في السوق الأولي أو في طرح عام.

#### **رابعاً: الصكوك الصادرة على أساس عقد السلم الألفاظ والمباني**

مصدر الصك قد يكون بائعاً لبضاعة السلم، وهي بضاعة موصوفة في الذمة يلتزم البائع بتسليمها لمشتريها في أجل محدد، في مقابل ثمن حال يدفع عند التعاقد أو بعده بثلاثة أيام على الأكثر، والمكاتبون في هذه الصكوك يشترون لها بقصد الحصول على الربح الناتج عن إعادة بيعها بعد قبضها، أو عند بيع بضاعة بذات المواصفات بسلم مواز، تسلم بعد قبض بضاعة السلم، وحصيلة الصكوك هي ثمن بضاعة السلم<sup>(١٤)</sup>.

#### **المقاصد والمعاني**

أ- هدف المستثمر: شراء صك محدد الأجل والقيمة والعائد، ومخاطره محددة أيضاً، هي مخاطر عدم الوفاء لمصدر صك بقيمة الصك في أجله ومضمونة بملكية الأصل موضع التصكيك.

---

(١٤) مرجع سابق.

ب- هدف المصدر: الحصول على سيولة لأصول بضمان سلع مثلية يقوم المصدر بإنتاجها، أو يغلب الظن على وجودها في السوق مثل البترول والنحاس والألمنيوم.

ج- الوسيلة: تأسيس وحدة ذات غرض خاص (SPV) يمتلكها المصدر، تحدد كمية ونوعية السلع التي سوف تكون محل للتمويل، تباع السلعة محل التمويل سَلَمًا، (أي استلام ثمنها نقدًا وتسلم السلع آجلًا في زمن محدد) للوحدة ذات الغرض الخاص مع الوعد بشرائها بثمن محدد يكون أعلى من ثمن البيع في الأجل المحدد، أو ترتبط الزيادة في السعر بسعر الفائدة في أجل التسليم، وتقوم الوحدة ذات الغرض الخاص ببيع صكوك السَلَم في الأجل المحدد والقيم المتساوية والعائد الثابت أو المتغير بتغير سعر الفائدة.

د - في الأجل المحدد تستوفي الوحدة السلع محل عقد التمويل وتعيد بيعها للمصدر بالثمن المتفق عليه وتوزع على حملة الصكوك حصيلة ثمن بيع السلعة.

هـ - تقوم شركة التصنيف بتقييم مخاطر الصكوك، ووضع تصنيف محدد لها يحدد درجة مخاطر السند، وهي في هذه الحالة المخاطر الائتمانية للمصدر، ومخاطر تغير سعر الفائدة في حالة العائد الثابت، فإذا كان العائد الثابت على السند ملائمًا لدرجة مخاطر السند، يتم طرح السند في السوق الأولي أو في طرح عام.

#### **خامسًا: الصكوك الصادرة على أساس عقد الاستصناع**

##### **الألفاظ والمباني**

مصدر الصك قد يكون مشتريًا لعين مصنعة، وهي عين موصوفة في الذمة يلتزم بائعها بتصنيعها بمواد من عنده وتسليمها لمشتريها في أجل معلوم في مقابل ثمن يدفع عند التعاقد، أو بعده في أجل محدد، والمكتتبون في هذه الصكوك هم البائعون لهذه العين، بقصد تحقيق ربح، يتمثل في الفرق بين تكلفة تصنيع العين وثمان الاستصناع، وحصيلة الصكوك هي تكلفة تصنيع العين أو ثمن الاستصناع الموازي لها<sup>(١٥)</sup>.

##### **المقاصد والمعاني**

أ- هدف المستثمر: شراء صك محدد الأجل والقيمة والعائد، ومخاطره محددة أيضًا هي مخاطر عدم الوفاء لمصدر الصك بقيمة الصك في أجله إلا إنها مضمونة بملكية الأصل موضع التصكيك.

---

(١٥) مرجع سابق.

ب- هدف المصدر: الحصول على سيولة بضمان أصول تمثل مشروعاً يقوم المصدر بتمويله بعقد استصناع، أو تمويله عن طريق طريقة للجمهور.

ج- الوسيلة: تأسيس وحدة ذات غرض خاص (SPV) يمتلكها المصدر، وتحدد الاحتياجات التمويلية للمشروع، وأجل التمويل، وبيع المشروع المراد تمويله استصناعاً، (أي تمويل المصدر لبناء المشروع، على أن يسد قيمة التمويل وتكلفته في أجل أو آجال مستقبلية) للوحدة ذات الغرض الخاص بثمن يمثل القيمة النقدية، أو القيمة الحالية للتمويل، فتمتلك بذلك الوحدة ذات الغرض الخاص أصول التمويل، وهي تدفقاته النقدية منه مستقبلاً، والمستصنع هو الذي يقوم بدفع تلك التدفقات حتى يمكنه تملك تلك الأصول، إذ يحتفظ الممول بملكية تلك الأصول كضمان للتمويل، وتقوم الوحدة بإصدار صكوك متساوية القيمة تمثل ملكية شائعة في التمويل وتقوم ببيعها للجمهور.

د- لتحسين الجدارة الائتمانية لصكوك الاستصناع يقوم المصدر بضمان قيمة تلك الصكوك في أجل استحقاقها، أو يقوم بشراء تأمين ضد المخاطر الائتمانية للمستصنع، فتدفع شركة التأمين أي مبالغ لا يقوم بدفعها المستصنع إلا أن المصدر في هذه الحالة يقوم بضمان شركة التأمين.

هـ - تقوم شركة التصنيف بتقييم مخاطر الصكوك ووضع تصنيف محدد لها يحدد درجة مخاطر السند، وفي هذه الحالة فإن مخاطر السندات هي المخاطر الائتمانية للمصدر.

### سادساً: الصكوك الصادرة على أساس عقد بيع المراجعة

#### الألفاظ والمباني

مصدر الصك قد يكون واعدًا بشراء بضاعة مربحة، ومشتري لها، بعد تملك البائع لهذه البضاعة وقبضه لها القبض الناقل للضمان، والمكاتبون في هذه الصكوك هم البائعون لهذه البضاعة، بقصد الحصول على ربح، هو الفرق بين ثمن شراء البضاعة محل المراجعة نقداً وبيعها بالأجل، وحصيلة الصكوك هي تكلفة شراء البضاعة<sup>(١٦)</sup>.

#### المقاصد والمعاني

أ- هدف المستثمر: شراء صك محدد الأجل والقيمة والعائد ومخاطره محددة أيضاً هي مخاطر عدم الوفاء لمصدر الصك بقيمة الصك في أجله إلا إنها مضمونة بملكية الأصل موضع التصكيك (ديون نشأت عن بيع بعقد مراجعة).

(١٦) مرجع سابق.

ب- هدف المصدر: الحصول على سيولة لأصول نشأت عن ديون عقود مرابحة ونقل مخاطر عدم السداد إلى المستثمر (مالك الصك).

ج- الوسيلة: تأسيس وحدة ذات غرض خاص (SPV) يمتلكها المصدر، تحدد مجموع عقود المراتبات المراد تسيلها، وتباع هذه العقود إلى الوحدة ذات الغرض الخاص، التي تصدر بها صكوكاً تباع للمستثمرين، بقيمة أقل من القيمة الاسمية لعقود المراتبات ويكون الفرق هو عائد الاستثمار في الصكوك أو الفائدة على الصكوك.

د- في الأجل المحدد تستوفي الوحدة أقساط السلع محل عقد التمويل بالمرابحة وتوزعها على حملة الصكوك.

هـ - ولتحسين الجدارة الائتمانية للصكوك يقوم المصدر بضمان عدم سداد عقود المرابحة. وقد يؤمن علي تلك الديون لدى شركات تأمين، وتقوم شركة التصنيف بتقييم مخاطر الصكوك ووضع تصنيف محدد لها يحدد درجة مخاطر السند، التي تكون في مخاطر السندات في هذه الحالة هي المخاطر الائتمانية للمصدر، ومخاطر تغير سعر الفائدة في حالة العائد الثابت، فإذا كان العائد الثابت على السند ملائماً لدرجة مخاطر السند يتم طرح السند في السوق الأولي، أو في طرح عام.

### أسباب انحراف مقاصد الصكوك الإسلامية عن معانيها

١- أدى استخدام الهندسة المالية في مجال الفقه إلى الاهتمام بالألفاظ والمباني لبناء هيكلية للصكوك، تحقق ظاهرياً الشروط الشرعية للأدوات المالية وإهمال مقاصدها التي تتعارض مع المقاصد الشرعية، وربما اعتمد مستخدمو الهندسة المالية في مجال الفقه على بعض المذاهب الفقهية كمذهب الإمام الشافعي<sup>(١٧)</sup>، الذي يقول بصحة بيع العينة لاستيفائه لشروط البيع الظاهرة، والإمام الشافعي كما هو معلوم يقول بصحة العقود بظاهرها، لكنه لا يقول بحل، أو لا يمكن أن يقول بحل ما كان الغرض منه غير شرعي، كالوصول إلى الحرام. كما في حالة الصكوك التي هدفها إعادة تغليف السندات الربوية. ويبدو الانحراف ظاهراً في الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق فيما تمثله تلك الصكوك، فالتعريف الذي قرره مجمع الفقه الإسلامي الدولي للصك هو إصدار أوراق مالية قابلة للتداول مبنية على مشروع استثماري يدر دخلاً<sup>(١٨)</sup>. وكذلك تعريف هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، فهي وثائق متساوية القيمة

(١٧) انظر بدائع الصنائع، الكاساني، (دار الكتاب العربي، بيروت، ط ٢، ١٩٨٢م): ١٩٨/٥ - ١٩٩.

(١٨) مجلة المجمع الفقه الإسلامي الدولي، العدد الخامس عشر، الجزء الثاني، ١٤٢٥هـ/٢٠٠٤م، ص ٣٠٩.

تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله<sup>(١٩)</sup>.

وفي التطبيق نجد أن الصكوك لا تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع، إنما هي صكوك دين مدعومة بأصول (Asset-Back securities) أو قائمة على أصول (Asset-Base securities)، والأصول هي الأعيان والمنافع، كما هو معروف أن الصكوك المدعومة هي التي تنتقل فيها ملكية الأعيان والمنافع من المصدر للصك إلى الوحدة ذات الغرض الخاص التي يملكها المصدر، ثم تصدر الوحدة بها صكوكاً تباع على المستثمر، فبذلك يكون المستثمر يمتلك حصة مشاعة في هذه الأصول، وتعتبر هذه الملكية ملكية صورية لم تعترف بها المحاكم، كما في حالة إفلاس شركة ايسست كمرون الأمريكية المصدرة لصكوك تمثل احتياطها من الغاز (Moody's, 2009). أما الصكوك القائمة على الأصول، فهي تنص على أن الأعيان والمنافع هي رهون لضمان فوائد السندات ولدفع قيمة السندات، وهذه الرهون لا تكون كافية لحماية المستثمر إذ أن المصدر يتعهد بشراء الأعيان بقيمتها الاسمية في نهاية أجل الصكوك، ولكن في حالة إفلاسه لن يكون قادراً على إعادة الشراء، وينضم حملة الصكوك إلى الدائنين الآخرين في المطالبة بقيمة صكوكهم الاسمية.

٢- الصيغ القانونية المعقدة للصكوك التي تؤكد أنها صكوك دين لا تختلف عن السندات التقليدية والفهم المحدود لها من قبل المتعاملين بها ومن قبل الهيئات الشرعية والمستثمرين الذين التبست عليهم المصطلحات والمسميات الفقهية التي استخدمت في ديباجة الإصدارات التي أدت إلى الاعتقاد خطأ أن الهياكل الإسلامية في الصكوك تحميها من الفشل والإخفاق، وكانت من أسباب الانحراف.

٣- إن الصكوك الإسلامية يفترض أن تمثل ملكية مشاعة في أعيان أو منافع، ويتحمل مالك الصك غنم وغرم تلك الأعيان، فلا يتصور إخفاق الصكوك الإسلامية، فالإخفاق هو عدم قدرة المصدر للصك عن دفع الفوائد أو قيمة الصك في أجل حلوله، والصك الإسلامي يفترض أن لا يلتزم المصدر بدفع العوائد (الفوائد) ولا قيمة الصك، وإنما يعتمد ذلك على الإيرادات والقيمة السوقية للأعيان، ولكن الإخفاقات المتكررة، وإعادة جدولة مديونية الصكوك تؤكد أنها ليست صكوك ملكية، وإنما هي صكوك مديونية فكانت هناك فجوة كبيرة بين المباني والمعاني في الصكوك.

(١٩) هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، ٢٠٠٧م، البند ٢ من المعيار الشرعي رقم ١٧.

٤- تعتبر اللجان الشرعية أن هياكل الصكوك من الأسباب الرئيسة لهذا الانحراف، حسب دراسة شركة (فندات وورك الاستشارية)، وأن هنا تركيزاً شديداً في وظيفة المستشار الشرعي، فقد شغل عشرة فقهاء (٤٦٪) من وظائف المستشارين الشرعيين للصكوك البالغة ٧٥٥ وظيفة، وهذا التركيز المتمثل في قيام المستشار الشرعي بعضوية أكثر من ٣٤ هيئة شرعية لا يعطي المستشار الشرعي الوقت الكافي لدراسة الهيكلية المعقدة للصكوك وقد صاحب ذلك عدم الفهم من قبل بعض الشرعيين للهيكلية المعقدة بسبب عدم توفر الخلفية العلمية المتخصصة في التمويل وعمليات الأسواق المالية واعتمادهم على شرح الخبراء لهم في ذلك، بالإضافة إلى ميلهم إلى الأخذ بالرخص في هندسة تلك الصكوك فقهاً، فكان الانحراف بين المباني والمعاني.

## ملحق (أ)

### قرار رقم: ٣٠ (٤/٥)

#### بشأن سندات (صكوك) المقارضة وسندات (صكوك) الاستثمار

إن مجلس مجمع الفقه الإسلامي المنعقد في دورة مؤتمره الرابع بجدة في المملكة العربية السعودية من ١٨ - ٢٣ جمادى الآخر ١٤٠٨هـ، الموافق ٦ - ١١ شباط (فبراير) ١٩٨٨م.

بعد إطلاعه على الأبحاث المقدمة في موضوع سندات المقارضة وسندات الاستثمار، والتي كانت حصيلة الندوة التي أقامها المجمع بالتعاون مع المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب بالبنك الإسلامي للتنمية بتاريخ ٦ - ٩ محرم ١٤٠٨هـ الموافق ٢ - ٨ أيلول ١٩٨٧م تنفيذاً للقرار رقم (٣/١٠) المتخذ في الدورة الثالثة للمجمع وشارك فيها عدد من أعضاء المجمع وخبرائه وباحثي المعهد وغيره من المراكز العلمية والاقتصادية، وذلك لأهمية البالغة لهذا الموضوع وضرورة استكمال جميع جوانبه، للدور الفعال لهذه الصيغة في زيادة القدرات على تنمية الموارد العامة عن طريق اجتماع المال والعمل، وبعد استعراض التوصيات العشر التي انتهت إليها الندوة وغيرها، قرر ما يلي:

#### أولاً: من حيث الصيغة المقبولة شرعاً لصكوك المقارضة

١- سندات المقارضة هي أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس مال القرض (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. ويفضل تسمية هذه الأداة الاستثمارية صكوك المقارضة.

٢- الصورة المقبولة شرعاً لسندات المقارضة بوجه عام لا بد أن تتوافر فيها العناصر التالية:

#### العنصر الأول:

أن يمثل الصك ملكية حصة شائعة في المشروع الذي أصدرت الصكوك لإنشائه أو تمويله، وتستمر هذه الملكية طيلة المشروع من بدايته إلى نهايته.

وترتب عليها جميع الحقوق والتصرفات المقررة شرعاً للمالك في ملكه من بيع وهبه ورهن وإرث وغيرها، مع ملاحظة أن الصكوك تمثل رأس مال المضاربة.

## العنصر الثاني:

يقوم العقد في صكوك المقارضة على أساس أن شروط التعاقد تحددها نشرة الإصدار، وأن الإيجاب يعبر عنه الاكتتاب في هذه الصكوك، وأن القبول تعبر عنه موافقة الجهة المصدرة. ولا بد أن تشتمل نشرة الإصدار على جميع البيانات المطلوبة شرعاً في عقد القراض (المضاربة) من حيث بيان معلومات رأس المال وتوزيع الربح مع بيان الشروط الخاصة بذلك الإصدار على أن تتفق جميع الشروط مع الأحكام الشرعية.

## العنصر الثالث:

أن تكون صكوك المقارضة قابلة للتداول بعد انتهاء الفترة المحددة للاكتتاب باعتبار ذلك مأذوناً فيه من المضارب عند نشوء السندات مع مراعاة الضوابط التالية:

(أ) إذا كان مال القراض المتجمع بعد الاكتتاب وقبل المباشرة في العمل بالمال ما يزال نقوداً، فإن تداول صكوك المقارضة يعتبر مبادلة نقد بنقد وتطبق عليه أحكام الصرف.

(ب) إذا أصبح مال القراض ديوناً تطبق على تداول صكوك المقارضة أحكام التعامل بالديون.

(ج) إذا صار مال القراض موجودات مختلطة من النقود والديون والأعيان والمنافع، فإنه يجوز تداول صكوك المقارضة وفقاً للسعر المتراضي عليه، على أن يكون الغالب في هذه الحالة أعياناً ومنافع. أما إذا كان الغالب نقوداً أو ديوناً فتراعي في التداول الأحكام الشرعية التي ستبينها لائحة تفسيرية توضع وتعرض على المجمع في الدورة القادمة. وفي جميع الأحوال يتعين تسجيل التداول أصولياً في سجلات الجهة المصدرة.

## العنصر الرابع:

أن من يتلقى حصيلة الاكتتاب في الصكوك لاستثمارها وإقامة المشروع بها هو المضارب، أي عامل المضاربة، ولا يملك من المشروع إلا بمقدار ما قد يسهم به بشراء بعض الصكوك، فهو رب مال بما أسهم به، بالإضافة إلى أن المضارب شريك في الربح بعد تحققه بنسبة الحصة المحددة له في نشرة الإصدار، وتكون ملكيته في المشروع على هذا الأساس.

وأن يد المضارب على حصيلة الاكتتاب في الصكوك وعلى موجودات المشروع هي يد أمانة لا يضمن إلا بسبب من أسباب الضمان الشرعية.



### ٣- مع مراعاة الضوابط السابقة في التداول

يجوز تداول صكوك المقارضة في أسواق الأوراق المالية، إن وجدت بالضوابط الشرعية، وذلك وفقاً لظروف العرض والطلب ويخضع لإرادة العاقلين. كما يجوز أن يتم التداول بقيام الجهة المصدرة في فترات دورية معينة بإعلان أو أيجاب يوجه إلى الجمهور تلتزم بمقتضاه خلال مدة محددة بشراء هذه الصكوك من ربح مال المضاربة بسعر معين، ويحسن أن تستعين في تحديد السعر بأهل الخبرة، وفقاً لظروف السوق والمركز المالي للمشروع. كما يجوز الإعلان عن الالتزام بالشراء من غير الجهة المصدرة من مالها الخاص، على النحو المشار إليه.

٤- لا يجوز أن تشتمل نشرة الإصدار أو صكوك المقارضة على نص بضمان عامل المضاربة رأس المال أو ضمان ربح مقطوع أو منسوب إلى رأس المال، فإن وقع النص على ذلك صراحة أو ضمناً بطل شرط الضمان واستحق المضارب ربح مضاربة المثل.

٥- لا يجوز أن تشتمل نشرة الإصدار ولا صك المقارضة الصادر بناء عليها على نص يلزم بالبيع ولو كان معلقاً أو مضافاً للمستقبل. وإنما يجوز أن يتضمن صك المقارضة وعداً بالبيع وفي هذه الحالة لا يتم البيع إلا بعقد بالقيمة المقدرة من الخبراء وبرضا الطرفين.

٦- لا يجوز أن تتضمن نشرة الإصدار ولا الصكوك المصدرة على أساسها نصاً يؤدي إلى احتمال قطع الشركة في الربح فإن وقع كان العقد باطلاً.

### ويترتب على ذلك

(أ) عدم جواز اشتراط مبلغ محدد لحملة الصكوك أو صاحب المشروع في نشرة الإصدار وصكوك المقارضة الصادرة بناء عليها.

(ب) أن محل القسمة هو الربح بمعناه الشرعي، وهو الزائد عن رأس المال وليس الإيراد أو الغلة. ويعرف مقدار الربح، إما بالتنقيض أو بالتقويم للمشروع بالنقد، وما زاد عن رأس المال عند التنقيض أو التقويم فهو الربح الذي يوزع بين حملة الصكوك وعامل المضاربة، وفقاً لشروط العقد.

(ج) أن يعد حساب أرباح وخسائر للمشروع وأن يكون معلناً وتحت تصرف حملة الصكوك.

٧- يستحق الربح بالظهور، ويملك بالتتضيض أو التقويم ولا يلزم إلا بالقسمة. وبالنسبة للمشروع الذي يدر إيراداً أو غلة فإنه يجوز أن توزع غلته، وما يوزع على طريق العقد قبل التتضيض (التصفية) يعتبر مبالغ مدفوعة تحت الحساب.

٨- ليس هناك ما يمنع شرعاً من النص في نشرة الإصدار على اقتطاع نسبة معينة في نهاية كل دورة، إما من حصة حملة الصكوك في الأرباح في حالة وجود تتضيض دوري، وإما من حصصهم في الإيراد أو الغلة الموزعة تحت الحساب ووضعها في احتياطي خاص لمواجهة مخاطر خسارة رأس المال.

٩- ليس هناك ما يمنع شرعاً من النص في نشرة الإصدار أو صكوك المقارضة على وعد طرف ثالث منفصل في شخصيته وذمته المالية عن طريق العقد بالتبرع بدون مقابل بمبلغ مخصص لجبر الخسران في مشروع معين، على أن يكون التزاماً مستقلاً عن عقد المضاربة، بمعنى أن قيامه بالوفاء بالتزامه ليس شرطاً في نفاذ العقد وترتب أحكامه عليه بين أطرافه، ومن ثم فليس لحملة الصكوك أو عامل المضاربة الدفع ببطلان المضاربة أو الامتناع عن الوفاء بالتزاماتهم بها بسبب عدم قيام المتبرع بالوفاء بما تبرع به، بحجة أن هذا الالتزام كان محل اعتبار في العقد.

## المراجع

- ابن قدامة، أبي محمد (د.ت) المغني على مختصر المقنع، دار الكتاب العربي، بيروت، ١٠٩/٥.
- أبو زيد رضوان (١٩٧٨م) الشركات التجارية في القانون الكويتي المقارن، دار الفكر العربي، القاهرة، ط١، ص ٤٠٣.
- الجارجي، معبد، عبدالعظيم أبو زيد (١٤٣٠هـ) الصكوك: قضايا فقهية واقتصادية، الدورة التاسعة عشر لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، الشارقة، مجمع الفقه الإسلامي الدولي.
- حسان، حسين حامد (١٤٣٠هـ) الصكوك الاستثمار الإسلامي، الدورة التاسعة عشر لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، الشارقة، مجمع الفقه الإسلامي الدولي.
- رضوان، سمير (٢٠٠٥م) المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر، ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، بيروت، ص: ٧٦ - ٩٣.
- القري، محمد علي (١٤٣٠هـ) الصكوك الإسلامية وتطبيقاتها المعاصرة، الدورة التاسعة عشر لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، الشارقة، مجمع الفقه الإسلامي الدولي.
- مجمع الفقه الإسلامي الدولي في دورة مؤتمره السابعة (١٤١٢هـ/١٩٩٢م).

Bryan, Lawell (1992) Structured Securitized Credit: A superior Technology for lending, New Development in commercial Banking Ed. Donald Chew, Black Well, pp. 63-69.

Fabozzi, Frank J. (1995) Investment Management, Prentice Hall International, pp. 12-13.

الجمعة، ٢٢ أغسطس ٢٠٠٨، <http://www.arrouiah.com/node/39411>

<http://www.moody,s.com>