

التصكيك

د. محمد علي الفيري

جامعة الملك عبد العزيز - جدة

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

الحمد لله وحده والصلاة والسلام على من لا نبي بعده وعلى آله وصحبه ومن
اهتدى بهديه واستن بسنته إلى يوم الدين.

توطئة :

تبدأ هذه المذكرة بعرض للصيغ التقليدية لتصكيك الأصول (الديون) ثم
بيان الاعتراضات الشرعية على هذه الصيغ التقليدية ثم عرض لصيغ
إسلامية للتصكيك.

١- معنى الصك وتاريخ التصكيك :

الصك الكتاب وهي كلمة فارسية معربة، والجمع أصك وصكوك
وصكاك، وكانت الارزاق من بيت المال في دولة الخلافة الإسلامية
تسمى صكاً لأنها تخرج مكتوبة. ومنه ماورد في النهي عن شراء
الصكاك والقطوط في حديث ابي هريرة حيث قال لمروان: أحللت بيع
الصكاك؟ وذلك ان الامراء كانوا يكتبون للناس بارزاقهم واعطياتهم
كتباً فيقوم بعضهم ببيع ما فيها ولا يجوز بيع الطعام قبل قبضه.

والتصكيك في المعاملات المعاصرة فعل من صك وهو تحويل
الأصول إلى صكوك (أوراق مالية) قابلة للتداول.

ترجع فكرة التصكيك الى عقد السبعينات الميلادية في الولايات المتحدة الامريكية. وقد كانت المؤسسات المالية قبل ظهور التصكيك تحتفظ بالقروض في دفاترها حتى الأجل المحدد لسدادها وتمولها، بصفة اساسية، من الودائع او من خلال اصدار تقترض بها من الجمهور. بعد انتهاء الحرب العالمية الثانية مر الاقتصاد الامريكي بفترة إنتعاش كبيرة زاد بسببها الطلب بشكل لم يسبق له مثيل على القروض الاسكانية لم تكن مصادر الأموال لدى البنوك كافية لتغطيتها واحتاجت البنوك من أجل ذلك الى مصادر جديدة للأموال. اتجهت بعض بنوك الاستثمار الى تكوين مجموعات من قروض اسكانية قائمة متشابهة المخاطر وذات تدفقات نقدية قابلة للتوقع وتعبئتها على صفة محافظ استثمار ذات وحدات تمثل كل وحدة حصة مشاعة في جميع تلك القروض ثم بيع تلك الوحدات على المستثمرين. ومع ان البداية كانت في بنوك الاستثمار. سرعان ما ادركت البنوك التجارية الامكانيات العظيمة الكامنة في هذه العملية وما فيها من قدرة على تحويل جميع الديون الى اوراق (صكوك) قابلة للتداول في الاسواق المالية، ومن ثم تحرير دفاتر البنك منها ومن ثم تستطيع هذه البنوك الاستمرار في تمويل بناء المساكن استجابة للطلب المتزايد. وهكذا جاءت بدايات ما يسمى بتصكيك الاصول.

ثم لما تطورت التكنولوجيا وتحسنت وسائل نقل المعلومات والاتصال واستقرت القوانين المنظمة لعمليات التصكيك في عقد الثمانينات

تحولت عملية تصكيك الاصول الى مصدر مهم من مصادر النمو في سوق رأس المال.

لم يعد بإمكان أي بنك بعد ذلك تجاهل عمليات التصكيك حتى اضحى من النادر ان تجد بنكاً يحتفظ بالديون في دفاتره حتى نهاية اجلها بل يتبنى برنامجاً يقوم من خلاله بصفة دورية ومستمرة بإخراج هذه الأصول وتصكيكها ثم بيعها على المستثمرين.

ولقد زاد من سرعة وقوة الاتجاه نحو التصكيك تبني الحكومة الامريكية اجراءات غرضها توفير مزيد من القروض من قبل القطاع الخاص لتمويل بناء المساكن فكان ان قامت مؤسسات ضمان القروض الحكومية الامريكية المعروفة باسم "فاني مي" ومؤسسة الاقراض الحكومي المعروفة باسم "فريدي ماك" بدعم عمليات التصكيك للقروض السكنية. ولم تأت سنة ١٩٨٥ حتى توسعت عمليات التصكيك فلم تعد مقتصرة على قروض الاسكان حيث صارت قروض تمويل شراء السيارات واحداً من أهم الاصول التي يجري تصكيكها ثم في الوقت نفسه تقريباً بدأت عملية تصكيك قروض بطاقات الائتمان ايضاً وهكذا.

ولقد صاحب كل ذلك تطور عظيم في القوانين المنظمة للتصكيك وفي المعايير المحاسبية المتعلقة بذلك وفي التكنولوجيا الملائمة لها، الامر الذي اضحى معه كل اصل مولد لتدفقات نقدية صالحاً ان يكون اساساً لإصدار اوراق مالية قابلة للتداول.

٢- لماذا التصكيك ؟

ماهو الباعث على تصكيك الأصول وما المبررات الاقتصادية له؟
لإدراك ذلك لابد من النظر في المنافع والمصالح التي تتحقق لاطرافه،
ثم المنافع والمصالح المتحققة للاقتصاد الوطني على المستوى الكلي.

ونبدأ باطراف التصكيك وهي :

أ- مولد الأصول :

مولد الأصول هو المقرض الأساس الذي "يولد" في دفاتره "الذمم
المدينة". مثل البنوك التجارية او شركات البيع بالتقسيط ونحو ذلك
اول فائدة يجنيها مولد الأصول من التصكيك هي تحسين العائد على
رأس المال لان التصكيك ينقل القروض من داخل الميزانية الى
خارجها. ونظراً الى ان القوانين البنكية تلزم المصارف التجارية
بالربط بين حجم رأس المال وجملة الأصول، فإن عملية التصكيك
تحرر رأس المال بحيث يمكن للبنك ان يستخدمه مرة أخرى لتوليد
اصول جديدة بينما تبقى الأصول القديمة التي صارت خارج الميزانية
مصدراً للرسوم الادارية (وليس الفائدة).

كما يستفيد مولد الأصول من عملية التصكيك من ناحية تكلفة الحصول
على الاموال لان مصادر التمويل للقروض بالتصكيك يمكن أن تكون
أقل تكلفة من تمويلها بالودائع المصرفية او بإصدار السندات مما
يخفض تكاليف الحصول على الأموال. كما يزيد التصكيك من كفاءة

استخدام رأس المال لأن المعايير المصرفية تقتضي زيادة رأس المال بالنسبة للبنك عند الرغبة في التوسع في القروض الأمر الذي يترتب عليه ضرورة إصدار أسهم لزيادة رأس المال في حالة التوسع في الاقراض. ومعلوم ان رأس المال اعلى انواع التمويل كلفة بالنسبة للبنوك والشركات. بينما لا يحتاج التوسع في التمويلات خارج الميزانية الى زيادة رأس المال لان الاصول خارج الميزانية ليست مضمونة على البنك فلا تحتاج الى تغطيتها برأس المال.

ومن ناحية ادارة المخاطر المصرفية يسهل التصكيك عملية المواءمة بين الاصول والخصوم في البنك اذ يمكن من خلاله اعادة تشكيل المحفظة الائتمانية لتناسب الظروف المحيطة بنشاط المصرف، ومن السيطرة على المخاطر الائتمانية في الاقراض.

ب- المستثمر:

المستثمر طرف مهم في عملية التصكيك اذ يمثل جانب الطلب على الأوراق المالية. ويوفر التصكيك للمستثمرين فرص الحصول على أرباح جيدة من استثمارات تنسم بالسيولة لامكانية تداولها في أسواق الاوراق المالية. ومع توفر السيولة والارباح الجيدة توفر عمليات التصكيك اوراقاً مالية ذات تقويم ائتماني يعتمد عليه يغني المستثمر عن الحاجة الى بذل الجهد في التأكد من الملاءة الائتمانية للمقترضين. وكذلك تعد المرونة في تصميم هيكل التصكيك ميزة يستفيد منها المستثمرون اذ يمكن ترتيب التدفقات النقدية من الورقة المالية بانماط

متعددة مختلفة عن أصل القروض التي صممت حسب تفضيلات المقترضين بحيث تتوافق هذه التدفقات مع تفضيلات المستثمرين.

ج- المتمولون :

المتمولون من البنوك والمؤسسات المالية كالمقترضين ومن يشترون السيارات بالتقسيط هم الأصل الذي تعتمد عليه التصكيك. ومع ان المتمولين لا علاقة لهم بعملية التصكيك ولا يمكن لهم عادة معرفة ما اذا كانت قروضهم يجري تصكيكها ام لا، إلا انهم يستفيدون منه لانه يؤدي الى تزايد الاموال المتاحة للتمويل وتوفرها بشروط افضل مما لو كان ذلك يأتي من طريق الاعتماد على الودائع المصرفية. ويعود ذلك الى امكانيات تعبئة وتجميع احجام عظيمة من القروض في حوض واحد ما كان ممكناً لبنك واحد ان ينهض بها. ويؤدي هذا الى تقليل التكاليف. كما يمكن التصكيك من تحقيق تفضيلات المستهلكين بالنسبة لسعر الفائدة على القروض. معلوم ان البنوك -لغرض المواءمة من الأصول والخصوم- لا تقرض بسعر فائدة ثابت لمدة طويلة بينما ان اكثر المتمولين وبخاصة المستهلكين يفضل الفائدة الثابتة في القروض طويلة الأجل مثل المساكن ونحوها لانها اقل مخاطرة بالنسبة اليهم وبخاصة مع ما تلزم به القوانين الامريكية البنوك من ضرورة الاستجابة لطلبات التسديد المبكر من قبل المتمولين المستهلكين وهذا يعني امكانية التخلص من القرض عند انخفاض اسعار الفائدة باقتراض جديد بالسعر الادنى وتسديد القديم. ويمكن التصكيك من تحقيق هذا

الغرض أي توليد أصول بفائدة ثابتة لتوافق رغبات الممولين ثم قلبها من خلال التصكيك الى فائدة متغيرة تكون مناسبة لاغراض البنك.

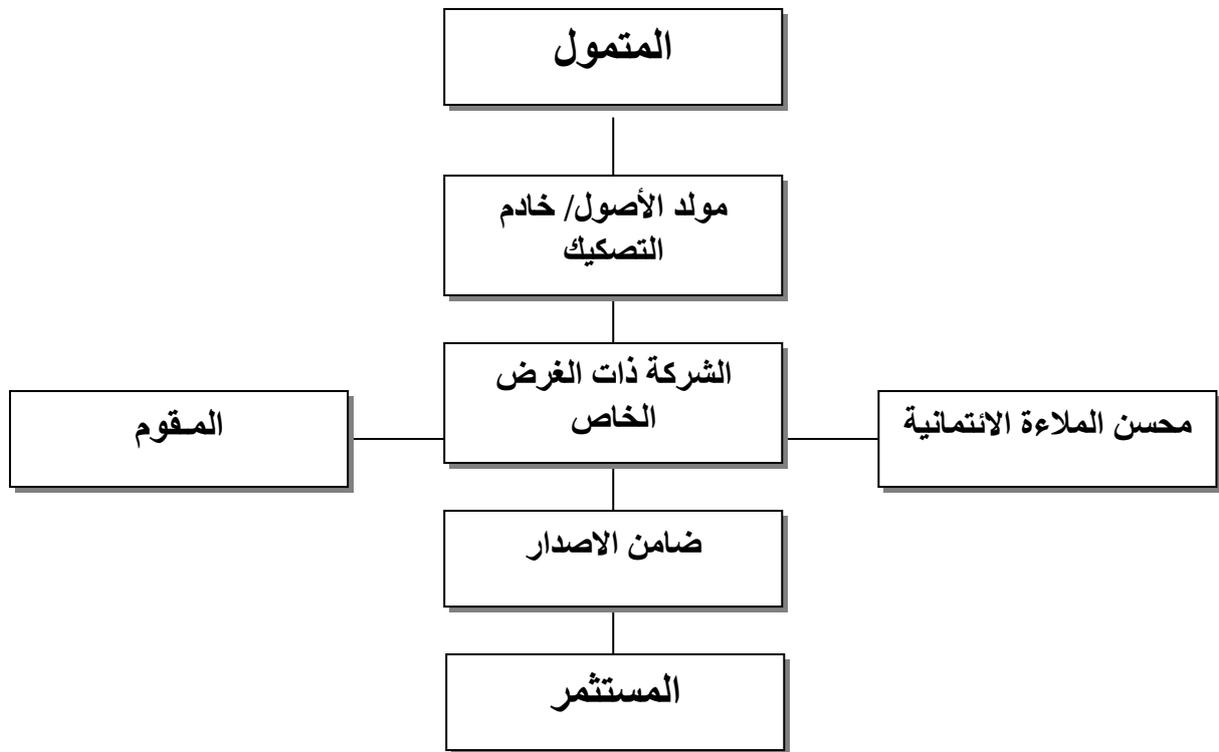
د- على مستوى الاقتصاد الكلي :

يمكن التصكيك من تحويل الاصول الجامدة الى اصول سائلة. فالديون، والالات والعقارات التي تبدو عديمة السيولة تتحول بواسطة التصكيك الى اصول قابلة للتداول. وكلما كان الاقتصاد اكثر سيولة كلما زاد معدل الكفاءة الاقتصادية فيه. حيث يمكن اعادة ترتيب المحافظ الاستثمارية وتخصيص الاستثمار بصفة سريعة وبتكاليف متدنية مما يحقق معدلاً اعلى من النمو الاقتصادي.

٣- كيف تتم عملية التصكيك :

تختلف اجراءات عمليات التصكيك بحسب الأصول المراد تصكيكها. فاقساط ديون تمويل المساكن او أقساط شراء السيارات بالأجل تختلف عن الديون الدوارة الخاصة ببطاقات الائتمان. ويؤثر ذلك على طريقة استرداد حامل الورقة امواله وطريقة حصوله على العائد. ففي النوع الأول يحصل حامل الصك على عائد شهري يتضمن رأس المال والعائد عليه الى نهاية عمر الورقة اما في النوع الثاني فيحصل في البداية العائد فقط ثم يبدأ بعد عدة اشهر في استرداد رأس المال. ولكن هناك قواسم مشتركة بين عمليات التصكيك أي كان نوع اصولها منها اطراف عملية التصكيك.

أ- اطراف عملية التصكيك : من يؤدي دوراً في هذه العملية يعتبر طرفاً في عملية التصكيك. وهذه الأطراف هي: (١) مولد الأصول، (٢) خادماً التصكيك، (٣) محسن الملاءة الائتمانية، (٤) ضامن الاصدار، (٥) العدل، (٦) المستثمر، (٧) المقوم. وسنأتي عليها جميعاً معتمدين على الشكل البياني التالي :



أ- المتمول :

هو الذي تبدأ عملية توليد الاصول به وهو مصدر التدفقات النقدية التي هي اساس عملية التصكيك فمشتري السيارة بالتقسيط او حامل بطاقة الائتمان أو الفرد الذي حصل على قرض لشراء منزل كل اولئك هم المتمولون الذين يمثلون أساس عملية التصكيك. ومع ان المتمول هو اصل عملية التصكيك فهو لا يعرف بوجودها اصلاً ولا يدري ان

كانت ديونه قد جرى التخلص منها من قبل البنك ام لازالت في دفاتره حيث تبقى العلاقة بين المتمول ومولد الأصول قائمة لا يشوبها من الناحية الشكلية شائبة. والعنصر المهم بالنسبة للمتمولين في عمليات التصيكيك هو الجودة الائتمانية ولذلك يجري تصنيف المتمولين بحسب جودتهم والاشارة الى ذلك بحروف تؤثر في النهاية على جودة الورقة المالية التي ستصدر اعتماداً على ديونهم. ويعتمد التصنيف المذكور على السجل الائتماني للمقترض خلال السنوات الماضية وعلى طاقته الائتمانية (حجم القرض بالنسبة لدخله) بالنسبة للقرض القائم وهكذا. فيعطي الاجود حرف A ويتدرج حتى يصل الى حرف D حيث يدرج تحت هذا الحرف المقترضون المماطلون او الذين تعثرت عملية تسديدهم للديون في الماضي.

ب- مولد الأصول :

مولد الأصول هو المقرض الاصلي وهو غالباً شركات التمويل المتخصصة في بيع السيارات والمنازل بالتقسيط ونحو ذلك وكذا البنوك التجارية التي تقرض الناس وتصدر بطاقات الائتمان وشركات التأمين والشركات الصناعية الكبيرة كشركات صناعة الطائرات والكمبيوتر التي تبيع وتؤجر منتجاتها فتولد تدفقات نقدية قابلة للتصيكيك. ويقوم الجميع بتصكيك "الذمم" المتولدة من قيامهم بنشاطهم الرئيس كالاقراض أو اصدار بطاقات الائتمان بالنسبة للبنوك أو بيع السيارات والمنازل بالنسبة لشركات التمويل وبيع الطائرات

والكمبيوتر... الخ. ويقوم المولد بتكوين المحفظة المتضمنة للأصول
وتصكيكها.

ج- خادم التصكيك :

وهو الذي يقدم الخدمات الأساسية في عمليات التصكيك.

تتضمن هذه الخدمات العلاقة مع العملاء المتمولين وتنظيم عمليات
التحصيل والدفع الى حملة الاوراق المالية ومعالجة حالات المطل
والافلاس والتنفيذ على الرهون نيابة عن حملة الأوراق كما يقدم الخادم
الخدمات الادارية التي يحتاج اليها العدل والشركة ذات الغرض
الخاص مثل اعداد التقارير الشهرية وكشوف الحساب ونحو ذلك التي
ترسل لحملة الاوراق ولاطراف عملية التصكيك. ويحصل الخادم على
اجر مقطوع مقابل ذلك.

وحتى لا يحدث الخلل او التشويش على المتمولين وهم مصدر التدفقات
النقدية، يكون مولد الأصول هو في غالب الحالات خادم التصكيك.

د- العدل والشركة ذات الغرض الخاص :

اذا جرى اخراج الاصول من دفاتر مولد الاصول لزم، حتى يصدر
مقابلها اوراق مالية، ان توضع تحت مظلة شخصية قانونية مستقلة.
يمكن ان يكون ذلك على صفة "العدل". والعدل هو المؤتمن على حفظ
الأصول باسمه لمصلحة شخص آخر. والعدل هنا شخصية اعتبارية
تسجل تحت قانون الامانات الموجود في الدول الغربية. وفي هذه

الحالة تسجل مؤسسة لا مالك مباشر لها وانما هي شخصية اعتبارية الغرض منها ان تمتلك الأصول باسمها وتصدر مقابلها الاوراق المالية ويملك حملة الاوراق عندئذ تلك الاوراق، وهذه الاوراق وان كانت تمثل الأصول إلا ان ملكية حملتها لتلك الأصول لا تكون مباشرة لانها مسجلة باسم العدل فهو المالك الظاهر لها. وتفرق القوانين الغربية بين الملكية القانونية Legal وملكية المنفعة وقد تسمى الملكية العدلية. والاولى هي الملك كما نعرفة حيث يكون المالك هو من سجلت الأصول باسمه في الوثائق الرسمية. والثانية هي ملك مضمّر او خفي يسجل في دفاتر المالك القانوني ومستنداته الداخلية ولا يظهر للعيان إلا عند وقوع الاشكال. ولذلك فمادام ان الامور تسير على ما يرام لا تظهر ملكية حملة الاوراق على الاصول بل المالك هو العدل. ولكن لو ظهرت مشكلة -كالعجز عن التسديد او ادعاء الملكية من قبل الغير- كان لحملة الاوراق القدرة على اثبات ملكهم لدى المحاكم.

ولهذه الشخصية الاعتبارية عمر محدد هو عمر تلك الأوراق ثم تنتهي وتصفى اصولها لصالح حملة الصكوك. وان بقي فيها شئ فكثير ما ينص على التبرع به لجمعية خيرية.

وإذا سجلت شركة ذات غرض خاص (بدلاً عن العدل) قامت بنفس الوظيفة. والفرق بينهما ان العدل لا يكون له مالك وينتهي بالتصفية وما وجد فيه من نقود يتبرع به لجمعية خيرية كما اسلفنا. اما الشركة ذات الغرض الخاص فلا تسجل إلا باسماء مساهمين حتى لو كانت اسهمهم قليلة القيمة ويكون لهذه الشركة نوعين من الاسهم. اسهم

الإدارة وهذه تؤسس بها الشركة وتسجل قانونياً ويمتلكها في غالب الأحيان خادم التصكيك. ولا تمثل هذه الأسهم إلا نسبة لا تكاد تذكر من الأموال التي بيد الشركة والتي يمثلها النوع الثاني من الأسهم وهو أسهم الاستثمار. وفي حالة التصكيك تمثل الصكوك (الأوراق المالية) أسهم الاستثمار المذكور. وتوضع التقييدات على النوع الأول من الأسهم فلا يسمح لحاملها بأن يحصل إلا على نسبة ضئيلة من الربح وليس محملة النوع الثاني من الأسهم بالتدخل في الإدارة إلا في حالات وجود مشاكل تهدد مصالحهم.

ومهمة العدل وكذا الشركة ذات الغرض الخاص الاهتمام بمصالح المستثمرين أي حملة الأوراق ومراقبة الأطراف الأخرى ذات العلاقة والتأكد من أن الأمور تسير كما خطط لها من ناحية تحقق العوائد للمستثمرين واسترداد أموالهم في نهاية المدة. وعليه أن يتصرف بما فيه مصلحة المستثمرين في حالة حدوث عملية إفلاس لأحد الأطراف. وتغير في الظروف المحيطة بالاستثمار.

هـ- محسن الجودة الائتمانية :

تحسين الجودة الائتمانية إنما هو طريقة لحماية المستثمرين من احتمالات عدم كفاية التدفقات النقدية المتولدة من الأصول لاسترداد أموالهم والأرباح عليها. ويؤدي تحسين الجودة الائتمانية إلى رفع مستوى التقويم الائتماني الأمر الذي يمكن من بيع الورقة بأسعار أفضل ويسهل عملية تسويقها مثل رفع تقويمها الائتماني من A إلى

AA. ويمكن ان يكون المحسن الائتماني طرفاً ثالثاً في العملية يقوم (مقابل رسوم) بإصدار خطاب ضمان او سند لأمر يلتزم بموجبه بضمان نسبة من الأموال (٢٠% مثلاً). هذا يعني ان الخسارة لن تلحق بالمستثمر (حامل الورقة) إلا اذا زادت الخسائر في المحفظة المحتوية على الاصول عن ٢٠% لان هذه النسبة جرى تغطيتها بخطاب الضمان. والطرف الثالث في عملية التصكيك غالباً ما يكون شركة تأمين او مؤسسة متخصصة في الضمان. ولا فائدة من التحسين الائتماني إلا اذا كان التقويم الائتماني للطرف الثالث المذكور (أي المحسن الائتماني او مصدر خطاب الضمان) مثل او افضل من التقويم الائتماني المطلوب للورقة فاذا كان المصدر يطمح الى مستوى للورقة هو AA فلن يفيد ضمان مؤسسة تقويمها A بل يلزم ان تكون ذات مستوى AAA أو على الأقل AA. وقد يكون التحسين الائتماني يتم من قبل المصدر نفسه وذلك بان يرهن اصولاً قيمتها الدفترية تزيد عن القيمة الاسمية للصكوك. فتكون الزيادة هي تحسين في الجودة الائتمانية. وقد يلجأ المصككون الى طريقة اخرى الغرض منها اصدار الصكوك بفئتين الأولى ذات جودة ائتمانية محسنة والثانية ذات جودة ائتمانية متدنية. فتصدر اعتماداً على نفس الحوض من الأصول نوعين من الصكوك، قوي Senior وضعيف Subordinate والفرق بينهما ان لحامل الورقة القوية اولوية في الحصول على الدخل فاذا كانت نسبة الاوراق الضعيفة هي ٢٠% عرف حملة الاوراق القوية ان الخسارة لن تلحق بهم إلا بعد وصولها الى اكثر من ٢٠% وذلك لاولويتهم على حملة الاوراق الضعيفة. لان حملة الصكوك الضعيفة

يتحملون الخسائر قبل حملة الصكوك القوية ويترتب على ذلك ان يختلف تقويم النوع الأول عن الثاني مثل ان تكون القوية ذات مستوى AA والضعيفة ذات مستوى B. مع العلم ان معدل الربح الذي يحصل عليه صك الفئة B يكون عادة اعلى من AA لارتفاع مخاطرته.

والغالب ان يحتفظ المصدر بالصكوك ذات المستوى الضعيف. فإذا كان المصدر واثقاً من الجودة الائتمانية فإنه يحقق ربحاً أعلى من احتفاظه بالشريحة الممثلة للفئة B.

و- مؤسسة التقويم الائتماني :

دور مؤسسة التقويم الائتمانية بالغ الأهمية في عملية التصكيك اذ يعتمد عليها تأكيد الجودة الائتمانية للأصول المراد تصكيكها والذي يعتمد عليه في النهاية الدخل المتولد لحملة الاوراق وقدرة المصدر على التسويق لها بسعر مناسب. ويزيد من أهمية مؤسسات التقويم- إضافة الى ماديها من خبرات في هذا المجال- انه ليس لها مصلحة مباشرة او مشاركة في الاستثمارات او اصدار الاوراق فهي مستقلة تمام الاستقلال مما يعني ان حكمها على الجودة الائتمانية للورقة محل ثقة المستثمرين.

ولا ريب ان تسويق الورقة وطريقة تسعيرها معتمد على التقويم وعلى المستوى للجودة الائتمانية الذي تضعه هذه المؤسسة على الورقة. ويهتم المقوم لغرض الوصول الى التقويم بصفة اساسية باحتمال استرداد الدائن لكامل مبلغ الدين (قدرة الممولين على السداد).

والنواحي المتعلقة بالمخاطر المحيطة بالورقة مثل :

- ١- نوع الأصول المراد تصكيكها وملاءة وجودة المدينين.
- ٢- القدرات والقوة والخبرة الموجودة لدى مولد الاصول وخادم التصكيك.
- ٣- جودة تصميم عملية التصكيك وهيكلها القانوني.
- ٤- ملائمة عمليات تحسين الجودة الائتمانية وتأثيرها على التقويم العام.

ز- ضامن الاصدار :

يقوم ضامن الاصدار بالتعهد بشراء الاوراق التي لم يتم بيعها الى المستثمرين مقابل حصوله على نسبة من ثمن البيع. وضامن الاصدار الناجح هو الذي لا يحتاج ابدأ الى شراء الاوراق التي لم يتم بيعها الى المستثمرين لانه ببساطة لا يقدم على الضمان الا اذا تأكد من نجاح عملية الاصدار او يسوقها ان كان هو المسوق بطريقة تضمن توزيعها وبيعها جميعاً. ولهذا الغرض يقدم ضامن الاصدار المشورة للمصكك فيما يتعلق بهيكل التصكيك وسعر البيع واختيار وقت الطرح والسوق للتسويق... الخ. لما عنده من خبرة وعلاقات مع المستثمرين ولكي يتأكد من امكانية تسويق الورقة وان كان ضامناً في النهاية للشراء.

ج- المستثمرين :

وهم الحلقة الاخيرة في سلسلة التصكيك. وفي الولايات المتحدة اكبر المستثمرين في صكوك الديون هم صناديق التقاعد وشركات التأمين والى حد اقل البنوك التجارية. واكثر ما يغري المستثمرين بالاستثمار في الصكوك هو انها تعطي عائداً افضل من الفرص الاستثمارية المماثلة لها في المخاطر والتي تحمل نفس مستوى التقويم.

كيف تتم عملية التصكيك :

ليست عمليات بيع الديون جديدة في المعاملات التقليدية. ومع ان التصكيك يتضمن بيع الديون إلا انه مختلف عن ما كان يجري من بيع الديون لتضمنه هيكلأ مفصلاً لإصدار الاوراق المالية.

وتمر عملية تصكيك الأصول بخطوات تكون في مجملها هيكل التصكيك وهي :

- ١- افراز الاصول المراد تصكيكها عن أصول مولد الأصول : وهي الخطوة الأولى والأكثر أهمية والتي تمكن من الحكم على نوعية الاصول المراد تصكيكها ومن ثم امكانيات تسويقها الى المستثمرين. ويتم الافراز باحداث "حوض" توضع فيه "الذمم" المراد جعلها مستنداً لاصدار الورقة المالية في دفاتر خاصة.
- ٢- اخراج الأصول من دفاتر المصدر : تقوم البنوك (او مولدي الاصول) بانشاء مؤسسة ذات غرض خاص لتسجيل هذه

الأصول في دفاترها. تتخير لذلك أفضل الصيغ من الناحية الضريبية والقانونية وقد تصدر الورقة بحيث يكون حاملها مالكا للمنفعة Beneficial Owner للأصول. وأحيانا تصدر الورقة كسند الدين وتجعل الأصول مرهونة لسداد قيمة الدين والمحصلة النهائية واحدة. وفي كل الاحوال يجب الحرص من قبل البنك على ان تكون الشخصية الاعتبارية مستقلة تمام الاستقلال من الناحية القانونية ومن ناحية المظهر (أي امام المستثمرين) على مولد الأصول والهدف ان يطمئن حملة الاوراق ان الوضع المالي لمولد الأصول لن يكون مؤثرا على قدرتهم على استرداد اموالهم وكذلك ليطمئن مولد الأصول ان تدهور الجودة الائتمانية للورقة لن يترتب عليه تحمله للتعويض للمستثمرين.

تحسين الجودة الائتمانية :

من الامكانيات التي توفرها برامج التصكيك تقسيم المخاطر على مستويات بحيث يأخذ كل مستثمر القدر الذي يرغب في تحمله كما يمكن من تحسين مستوى الجودة الائتمانية بإدخال ضمان اطراف اخرى او ترتيب الأصول بطريقة تمكن من وجود هيكل داخلي قادر على تحسين تلك الجودة. من ذلك مثلاً :

- امكانية الرجوع على المولد الأصلي للديون، فيكون بذلك ضامناً للمخاطر الائتمانية للمتمولين.
- خطاب ضمان من جهة ثالثة كشركة تأمين او نحو ذلك.

اما تحسين الجودة عن طريق تصميم هيكل التصكيك فيكون ذلك بتقسيم
الاصول الى مستويات كل مستوى ذا مخاطرة مختلفة وتقويم مختلف
كما سبق الإشارة اليه.

الاعتراضات الشرعية على صيغ تصكيك الديون :

من الجلي ان تصكيك الديون مبني على بيع الدين لغير من هو عليه
بأقل من قيمته الاسمية وقبل أجله. وذلك ممنوع لما فيه من الربا اذ لا
يجوز بيع النقد بالنقد إلا يداً بيد، وما فيه من الغرر لاحتمال عجز
المدين عن السداد، وما فيه من ربا الديون اذ يؤول الى القرض بزيادة.

للفقهاء في مسألة بيع الدين أربعة أقوال الأول جواز تمليك الدين من
غير من هو عليه بعوض او بغير عوض وهي رواية عن احمد ووجه
عند الشافعية والثاني، لا يصلح تمليك الدين لغير من هو عليه سواء
كان بعوض او بغير عوض لان البائع او الواهب يتصرف بما ليس في
يده ولا له من السلطة شرعاً ما يمكنه من قبضه وهو قول الحنفية
والحنابلة ورأي الشافعية في الاظهر والثالث يجوز بيع سائر الديون
عدا دين السلم لغير من عليه الدين كما يجوز بيعها للمدين اذا كان
الدين حالاً والمدين مقر به ملئ او عليه بينة لا كلفة في اقامتها فينتفي
غرر عدم القدرة على التسليم وهذا قول الشافعية كما صححه
الشيرازي في المهذب والنووي في زوائد الروضة واختاره السبكي
واقفى به زكريا الانصاري والرابع يجوز بيع الدين لغير المدين
بشروط تباعد بينه دين الغرر والربا منها ان يكون المدين مقراً بالدين

وغير غائب او ميت وان يكون ممن يأخذه الاحكام وان يباع بغير
جنسه والا يكون بين المشتري والمدين عداوة وان يكون الدين مما
يجوز بيعه قبل قبضه وهذا مذهب المالكية.

والصيغة التقليدية لا تدرج تحت أي قول من هذه الأقوال، لان فيها
بيع للدين قبل أجله لغير المدين بجنسه.

صيغة تصكيك الأصول الجائزة شرعاً :

ان المنافع التي تتحقق من التصكيك كثيرة ومتعددة ولا يلزم للاستفادة
منها ركوب المحرمات ولذلك يجب علينا ان ننقل التصكيك من الحظر
الى الاباحة ولهذا الغرض يجب ان يكون محل البيع أصل (عين)
يجوز بيعه وليس ديناً والأصول التي يمكن ان تكون محلاً للتصكيك
في المعاملات المالية المعاصرة هي العقار والسيارات والمعدات
والطائرات. فالمطلوب ان يكون الأصل مدرأاً لتدفقات نقدية. فمثلاً اذا
كان لدينا عمارة مولدة لتدفقات نقدية، يمكن لنا اصدار صكوك معتمدة
على هذه التدفقات النقدية ولكن كل واحد منها يمثل حصة شائعة في
ملكية المبنى وليس حصة شائعة في الديون في ذمم الغير. لذلك يترتب
على التصكيك انتقال ملكية الاصل المولد للتدفقات النقدية الى حملة
الصكوك وملكية تلك التدفقات النقدية كالايجارات ونحوها. فيمكن
والحال هذه تأسيس شركة ذات غرض خاص تنتقل اليها ملكية المبنى،
ثم تصدر شهادات تباع للمستثمرين ويمكن ان يعير صاحب المبنى
خادم التصكيك فيقوم بتحصيل الايجارات وتوزيعها على حملة

الصكوك ونحو ذلك. وهذه الصكوك قابلة للتداول لان ما تمثله يصلح لاعادة البيع والتداول وهو ملكية العقار. ويمكن ادخال عمليات تحسين الجودة الائتمانية على هذه العملية. ولا مانع من تأجير تلك العمارة الى مالكيها الأول، وإذا تضمن عقد الايجار المذكور وعداً بالبيع عند انتهاء عقد الاجارة فالفتوى هي على جواز مثل ذلك. فانتبهنا الى صيغة لتصكيك تنهض بحاجة الشركات وتوفر فرص استثمار جيدة للمستثمرين. اما تصكيك الديون فهو لا يصلح في النظام الإسلامي.

قائمة المصطلحات

Credit Enhancer	محسن الجودة الائتمانية
Rating Agency	المقوم (مؤسسة التقويم)
Borrower	المتمول
Investor	المستثمر
Trust	العدل
Special Purpose Vehicle (SPV)	الشركة ذات الغرض الخاص
Originator	مولد الأصول
Underwriter	ضامن الإصدار
Securitization	تصكيك (توريق)
Security	صك
Servicer	خادم التصكيك
Fannie Mae	اختصار لاسم الجمعية الفدرالية لقروض المساكن المسماة:

Federal National Mortgage Association

أسست سنة ١٩٣٨م وهي تقدم القروض لغرض تمويل بناء مساكن لتأجيرها بأجرة متدنية، ولتحقيق السيولة في سوق قروض المساكن تقوم ببيع وشراء الصكوك المصدرة بناء على قروض اسكانية. وقد أصبحت مؤسسة خاصة منذ اوائل السبعينات.

Freddie Mac

المؤسسة الفدرالية لقروض المساكن :
تأسست منذ اوائل الثلاثينيات وهي الآن مؤسسة
خاصة تضمنها الحكومة ومهمتها الأساسية شراء
الديون التي تولدها البنوك في عمليات تمويل
المساكن.

Federal Home Loan Mortgage
corporation

Revolving Credit

الديون الدوارة :

Equitable Ownership

او المتجددة حيث يسمح للمدين (في مجال

Beneficial Ownership

الاستهلاك) بان يسدد جزء من الدين ثم يعاد تجديد
أجل الباقي بفائدة مستأنفة.