
الصكوك

أغراضها الاقتصادية

وضوابطها الشرعية

بحث مقدم

للمؤتمر الدولي حول الصكوك الإسلامية

المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب

٢٠٠٥/٤/٩ م

جدة

د. محمد علي الفيزي

جامعة الملك عبدالعزيز - جدة

فهرس المحتويات

١	.....: مقدمة
٢	.....: <u>الفصل الأول : الحوانب الفنية للتصكيك</u>
٢	١- تاريخ التصكيك :
٦	٢- معنى التصكيك :
٦	٣- الصكوك المدعومة بأصول والصكوك المعتمدة على الأصول: ..
٨	٤- لماذا التصكيك؟:
٨	أ- مولد الأصول : Ooriginator :
١٠	ب- المستثمر: Investor :
١٠	ج- الممولون : Borrowers :
١٢	د- على مستوى الاقتصاد الكلي :
١٢	هـ- كيف تتم عملية التصكيك :
١٤	أ- الممول : Borrower :
١٥	ب- مولد الأصول : Originator :
١٥	ج- خادم التصكيك : Servicer :
١٦	د- العدل Trust والشركة ذات الغرض الخاص SPV :
١٩	هـ- محسن الجودة الائتمانية: Credit Enhancer : ...
٢٢	و- مؤسسة التقويم الائتماني: Rating Agency :
٢٤	ز- الإجراءات البديلة للتقويم الائتماني :
٢٥	ح- ضامن الاصدار: Underwriter :
٢٥	ط- المستثمرين : Investors :
٢٦	ي- الحوانب المحاسبية :

٢٧	..... خطوات عملية التصكيك :	٥-
٣٠	..... مواصفات الأصول المناسبة للتصكيك :	٦-
٣١	..... إدارة التدفقات النقدية :	٧-
٣٤	..... المتطلبات القانونية لعمليات التصكيك:	٨-
٣٦	..... أ- استقلالية الشركة ذات الغرض الخاص:	
٣٧	..... ب- التصنيف الائتماني :	
٣٨	..... ٩- معالجة المعوقات القانونية :	
٤١	..... <u>الفصل الثاني : الجوانب الشرعية للتصكيك</u> :	
٤٢	..... ١- الصكوك في اللغة :	
٤٢	..... ٢- خطوات برنامج تصكيك منضبط شرعياً :	
٤٢	..... أ- مرحلة توليد الأصول :	
٤٤	..... ب- مرحلة بيع الأصول :	
٤٤	..... ج- صفة عقود التأجير :	
٤٧	..... أ- الطريقة الأولى :	
٤٨	..... د- مرحلة خدمة الصكوك :	
٤٩	..... ٣- الاعتراضات الشرعية على صيغ تصكيك الديون :	
٥٠	..... ٤- قرار المجمع الفقهي الإسلامي بشأن بيع الدين :	
٥٣	..... ٥- صيغة تصكيك الأصول الجائزة شرعاً :	
٥٥	..... ٦- أمثلة على بعض إصدارات الصكوك الإسلامية :	
٥٥	..... (أ) صكوك التأجير البحرينية :	
٥٧	..... (ب) الصكوك الماليزية :	
٥٨	..... (ج) صكوك البنك الإسلامي للتنمية :	
٦٠	..... قائمة المصطلحات :	

بسم الله الرحمن الرحيم

الحمد لله وحده والصلوة والسلام على من لا نبي بعده وعلى آله وصحبه ومن

اهتدى بهديه واستن بسنته إلى يوم الدين .. وبمحمد :

مقدمة :

اكتسبت الصكوك الإسلامية أهمية بالغة في هذه المرحلة من تطور
المصرفية الإسلامية، وذلك لما تقدمه من ميزات مالية واستثمارية
فريدة. وهي تسد جزءاً من الحاجة لباقة متكاملة من الأدوات المالية
الإسلامية ذات المخاطر المتنوعة. وتقدم الصكوك بديلاً عن الأوراق
المالية التقليدية ذات العائد الثابت القابلة للتداول والتي تعد جزءاً
مهماً من توليفة الأوراق في الأسواق المالية .

١- الصكوك في اللغة :

الصك كلمة فارسية معربة وهو الكتاب الذي يكتب في المعاملات والأقارير. جمع الصك صكوك كفلس وفلوس وتجمع على صكاك كسهم وسهام . كما تجمع على أصك أيضاً . والصك أيضاً الورقة المكتوبة بدين (شرح النووي على صحيح مسلم ج١٠ ص١٧١ والانصاف للمرداوي ج٥ ص١١٢) وقد عرف المسلمون قديماً الصكوك على صفة الورقة التي تخرج من ولي الأمر بالرزق لمستحقه بأن يكتب فيها للإنسان كذا وكذا من طعام وغيره.

٢- الصكوك أوراق مالية:

الورقة المالية هي وثيقة تثبت ملكية حاملها لحصة غير مقسومة (شائعة)، وتحدد وثائق الإصدار الحقوق المقررة لحامل الورقة . وإذا كان الاشتراك من حملة الأوراق في دين كانت الورقة سنداً يمثل ديناً في ذمة مصدرها أما إذا كانت تمثل ملكية أصول منتجة أو منافع فهي سهم يستحق حامله حصة من العائد الناتج عن الاستغلال .

٣- حاجة الأسواق إلى أنواع من الأوراق المالية :

الأسهم هي أشهر الأوراق المالية وأكثرها تداولاً في هذه المنطقة من العالم. لكن الأسواق المالية تتكون بصفة أساسية من المستثمرين (جانب الطلب) والتمولين (جانب العرض) تحتاج إلى أنواع من الأوراق المالية ولا يكفي أن يكون فيها الاسهم الاعتيادية فقط. ذلك ان رغبات طريف السوق متباينة وأغراضهم مختلفة ولذلك لا تحقق الأسهم جميع تلك الرغبات وكل هاتيک الأغراض.

وقد جرى عرف الناس على تصنيف الأوراق المالية بحسب معايير مختلفة أشهرها معدل "المخاطرة".

المخاطرة بالنسبة للأوراق المالية مثل خريطة الجينيوم بالنسبة لجسم الإنسان. هي شيء لم يكن مشهوراً أو حتى معروفاً عند الأقدمين، ولكنه لما عرف وصار علماً له قواعده أصبح هو الأساس في فهم جديد لظاهرة قديمة هي جسم الإنسان . وكذلك تحليل المخاطر في الأوراق المالية.

بناء على "خريطة الخطر" تصنف الأوراق إلى ذات مخاطرة عالية وهي الأسهم الاعتيادية فالأرباح لما ينتاب ثمنها والعائد منها من التقلبات الحادة والكثيرة. وعلى الطرف الآخر سندات الدين الموثقة برهن (بالنسبة للشركات) أو أذونات الخزينة (للحكومة) فهي أقل الأوراق المالية مخاطرة ولما تتميز به من العائد الثابت (أو المربوط بمؤشر مستقل عن نشاط المصدر) بحيث تكون تدفقاتها النقدية قابلة للتوقع. وبينهما أنواع من الأوراق الأخرى أشهرها أسهم التميز والسندات غير الموثقة برهن.

لكل ورقة وظيفة تختلف عن الأوراق الأخرى، وهي ترضي تفضيلات فئات مختلفة من مصدري الأوراق والمستثمرين فيها.

ورب قائل لماذا تصدر الشركة سندات الدين ولا تصدر مزيداً من الأسهم؟ والجواب أن هناك أوضاع تجد الشركة أن من الأفضل لها أن تستدين ولا تصدر الأسهم وفي حالات لا تجد أمامها إلا الاستدانة. على سبيل المثال:-

-
- أ- إصدار الأسهم أكثر كلفة من إصدار السندات، لأن الأسهم تحصل على نصيب من الربح والسندات على الفائدة والربح أعلى من الفائدة فتفضل الشركة أن تستدين من الجمهور ولا تصدر أسهماً جديدة .
- ب- يترتب على إصدار الأسهم دخول شركاء جدد، وهذا يؤدي إلى اضمحلال سيطرة الشركات الحاليين (حملة الأسهم الحاليين) على مقاليد الشركة وهذا أمر غير مرغوب فيه .
- ج- قد يؤدي إصدار مزيد من الأسهم من قبل شركة إلى انخفاض قيمة أسهم تلك الشركة في السوق وهذا يلحق ضرراً بحملة الأسهم الحاليين .
- د- تمتلك الشركات في كثير من الأحيان أصولاً لا تكتمل الاستفادة منها إلا باستخدامها رهناً وهذا لا يكون إلا في الديون.

ومن جانب الطلب، فللمستثمرين تفضيلات ربما لا تتحقق إلا في شراء أوراق مالية ذات عائد ثابت أو رأسمال مضمون. من ذلك مثلاً المخاطرة المرغوب تحملها ، فالمخاطرة الأساسية في سندات الدين هي المخاطرة

الائتمانية بخلاف الأسهم التي تتضمن أنواعاً من المخاطر يصعب التنبؤ بها .

فإذا قيل لماذا تصدر الشركة السندات ولا تستدين من البنك فالجواب أن البنك وسيط ولذلك فإن الاتجاه إلى مصادر الأموال مباشرة عن طريق إصدار السندات وطرحها في الأسواق يعني إلغاء حصة الوسيط ومن ثم تخفيض التكلفة وزيادة العائد .

ومن جهة أخرى فإن ممن الجهات المتعاملة في الأسواق ما لا يستطيع الحصول على التمويل إلا بالديون وهي الحكومة ومؤسساتها المختلفة إذ لا يمكنها إصدار أسهم أو الانخراط في مشروعات مدرة للربح .

٣- الديون الحكومية ووظائفها الاقتصادية:

لديون الحكومية (التي تصدر أحياناً على صفة أذونات الخزنة) تتحول إلى أدوات يتم تداولها في أسواق المال ولذلك فهي تتمتع بالسيولة العالية لأن مشتريها يعلم أنه إذا احتاج إلى النقود قبل وقت سداد القرض أمكن له بيع تلك الوثيقة إلى آخرين (بشمن يتحدد في السوق

يقبل أو يزيد عن الثمن الأصلي) في أي وقت يشاء. ولذلك يقدم الأفراد على شرائها للعائد وللسيولة .

وتهدف الحكومة من الاقتراض بإصدار السندات إلى أغراض منها :

(١) تدعيم ميزانية التنمية، لأن موارد الحكومة ربما لا تكون كافية للاضطلاع بالمشاريع الكبيرة النافعة لعامة الناس كالطرق والجسور والسدود ووسائل الاتصال والمستشفيات والمدارس ... إلخ .

(٢) تحقيق الاستقرار في ميزانية التشغيل فيما يسمى بالتمويل الجسري^(١)، فربما تكون موارد الحكومة خلال السنة المالية مساوية لجميع نفقاتها خلال تلك السنة. لكن الموارد لا تتزامن مع النفقات فيجئ شهر ليس لديها ما يكفي لصرف رواتب موظفيها أو دفع نفقات التشغيل أو الصيانة فهي تقترض لشهر أو شهرين أو تسعين يوماً ... إلخ، ثم ترد قبل تمام السنة الميلادية.

(٣) توزيع تكاليف إنشاء المشاريع ذات العمر الطويل على سنوات كثيرة حتى يشارك في تحمل أعبائها أجيال متعددة. فالموانئ والطرق المعبدة والجسور

والأنفاق وغيرها هي مشاريع ذات تكاليف باهظة وفي نفس الوقت ذات عمر طويل ربما يمتد عشرات السنين . فإنشاء السكك الحديدية ربما يتكلف مئات الملايين ويستغرق ثلاث سنوات أو أربع سنوات . ولكنه متى تم فإنه يظل صالحاً للاستعمال ربما لأربعين أو خمسين سنة قادمة. فإذا دفعت الحكومة كل تكاليف إنشائه من ميزانيتها اليوم بفرض الضرائب أو توجيه إيراداتها إلى هذا المشروع دون سواه فقد حملت مواطنيها القادرين على الدفع اليوم كلفة المشروع والحال أن فوائده ومنافعه سيتمتع بها في المستقبل كثيرون لم يشاركوا في تحمل تكاليفه. ولا سبيل إلى تمديد فترات تكاليف الإنشاء على مدى عشرات السنين إذ لا يمكن الانتفاع بالمشروع ولذلك يرى الاقتصاديون أن التمويل بالدين يحقق هذا الغرض .

فإذا كانت التكاليف ديوناً على مدى عشرات السنين فإنها تحمل عندئذٍ الناس تكاليف الإنشاء على مدى (ليس ثلاث أو أربع سنوات كما سبق) قد يمتد عشرين أو ثلاثين سنة. ويعتقد الاقتصاديون أن هذا يحقق عدالة التوزيع عبر الأجيال .

(٤) تنفيذ السياسة النقدية :

لما كانت نقود الناس ائتمانية في الوقت الحاضر، ولما كانت المجتمعات مستقلة عن بعضها البعض من الناحية النقدية فكل بلد عملته الخاصة، أضحت وظيفة تحقيق الاستقرار في كمية النقود إحدى مسؤوليات الحكومة لأنه لا يوجد وسائل ذاتية (أوتوماتيكية) لتحقيق ذلك الاستقرار كما كان الحال عندما كانت النقود سلعية مصنوعة من الذهب أو الفضة .

ففي أحيان تكون السيولة في الاقتصاد فائضة عن القدر المناسب لحجم النشاط الاقتصادي ، فإذا تركت الأمور كما كان ذلك سبباً في إحداث التضخم وارتفاع الأسعار. فتحتاج الحكومة في هذه الحالة إلى أداة تمتص بها السيولة الفائضة . والأداة الفعالة والسريعة في يد الحكومات في وقتنا الحاضر هي إصدار السندات. فهي إذا فعلت ذلك سحبت النقود من الناس وأعطتهم تلك الأسناد فتقلصت السيولة لأن الأسناد ليس لها قوة إبراء قانونية وليست من وسائل الدفع الجاهزة .

وإذا كانت السيولة أقل مما يجب، فإن ترك الأمر كما هو يؤدي إلى انكماش النشاط الاقتصادي لعدم وجود التمويل الكافي للمشاريع ومن ثم يتدهور معدل النمو. ..إلخ ، والسندات وسيلة ناجحة لتسهيل عملية ضخ السيولة في الاقتصاد بصورة مباشرة وسريعة. فتقوم الحكومة بشراء السندات الموجودة في أيدي الناس فيحصلون على النقود التي تضاف بدورها إلى الكمية الموجودة فتزيد من حجم السيولة.

٥) وقد تستخدم الحكومة السندات في تنفيذ ما يسمى بالسياسة المالية وهي الإجراءات التي تهدف إلى التأثير على معدل النشاط الاقتصادي كزيادة معدل العمالة بتوفير الوظائف في قطاعات محددة أو على مستوى الاقتصاد ككل أو توفير التمويل لمشاريع معينة في قطاعات تحتاج إلى تنمية .

٤- الصكوك بديل عن سندات الدين :

يمكن القول أن الصكوك جاءت لتوفر لأسواق المال الإسلامية ورقة مالية لها سمات وصفات سند الدين من الناحية الاقتصادية بحيث ترضي

رغبات طرئف العلاقة وتصلح أداة لتحقق بعض أغراض الحكومات دون الوقوع في الربا.

وقد اختلف مصدرؤا الصكوك في تحقيق هذه الغاية والجمع بين المتطلبات المالية والشرعية وإصدار ورقة مالية قادرة على أن تكون بديلاً عن سندات الدين وفي نفس الوقت ضمن نطاق المباح، اختلفوا على ثلاث طرائق:

- أ- إصدار صكوك الإجارة .
- ب- إصدار الصكوك المعتمدة على وعاء غالبه أصول أو منافع وفيه ديون.
- ج- الصكوك الممثلة لدين غير نقدي .

قبل التفصيل في هذه الأنواع الثلاثة يجب علينا أن نضرق بين أنواع من الإصدار

- هـ- الأوراق المرتبطة بأصول ، وتلك التي لا ترتبط بأصول محددة :
- إذا اصدرت الحكومة مثلاً ورقة مالية لدعم الميزانية فليس لهذه الورقة ارتباط بأصول محددة، وكذلك الشركات يمكن ان تصدر سند دين

غير مرتبط بمشروع أو أصول بعينها . ولكن ربما تصدر الأوراق مرتبطة بأصول بعينها ولهذه أنواع ثلاثة :

٦- الأوراق المدعومة بأصول والأوراق المعتمدة على الأصول:

هناك فرق بين الصكوك (الأوراق) المدعومة بأصول وتسمى بالإنجليزية Asset backed Securities وصيغة أخرى من إصدار الصكوك ولكنها تقوم على إصدار صكوك لغرض توليد أصول وتسمى بالإنجليزية Asset based securities

الصكوك المعتمدة على الأصول هي صيغة تمويل وغرض إصدار الصكوك فيها جمع الأموال لتمويل مشاريع البنية الأساسية مثل الطرق والصرف الصحي ومشاريع المطارات ومحطات تحلية المياه ونحو ذلك . ويرتبط عائد الصكوك بالتدفقات النقدية المتولدة عن المشروع . ولا تعد هذه الأموال ديناً في ذمة المصدر في المعتاد وإنما فلا تقتصر مخاطرها على المخاطر الائتمانية وإنما تتضمن مخاطر المشروع ذاته وقدرته على توليد التدفقات النقدية بالصورة المتوقعة .

ويجب التفريق بوضوح بين هذه الطريقة (أي ما سمي Asset Based) وطريقة أخرى مشابهة لها وهي إصدار سندات دين لتمويل مشاريع البنية الأساسية كالمطار أو الطريق السريع. عندما تصدر جهة مركزية مثلاً سندات من هذا النوع فإنها تحصل على الأموال لتمويل إنشاء الطريق أو المطار فهي بهذا تشبه الصكوك المعتمدة على الأصول لكن الفارق الرئيس ان هذه السندات يتولد عنها دين متعلق بذمة الجهة المصدرة ولا يرتبط بالمشروع التي استخدمت الأموال لتنفيذه حتى لو كان ذلك المشروع مولداً لعائد مالي، ولذلك يحكم على جودة الصكوك بناء على ملاءة مصدرها وقدرته على سداد الديون. بينما ان طريقة Asset Based تصدر فيها الأوراق المالية لغرض تمويل مشروع بعينه وتكون قدرة حاملها على استرداد أمواله والحصول على الربح مرتبط بالإيرادات المتولدة عن المشروع من دون ضمان مصدر الصكوك لها. يحكم على جودة الصكوك بناء على جدوى المشروع.

صكوك الإجارة

لاصدار ناجح للصكوك تحتاج إلى تدفقات نقدية منتظمة يمكن ان تمثل عائداً على استثمار مبلغ من المال قابل للاسترداد بعد مرور زمن. والمعتاد في

الأوراق المالية ان يتحقق هذا الغرض من خلال تكوين وعاء يتضمن الديون المتولدة من بطاقات الائتمان أو البيع بالتقسيط أو نحو ذلك. لكن مثل هذا غير ممكن في المصرفية الإسلامية لأن بيع الدين لا يجوز لغير من هو عليه بأكثر من قيمته الاسمية ، ولا يجوز تداول الأوراق التي تمثل ديوناً . فالمخرج هو تصميم هيكل يتحقق من خلاله المطلوب مالياً ولكن ضمن نطاق المباح .

٧- مواصفات الأصول المناسبة لإصدار الصكوك :

يجب أن تتصف الأصول التي تمثلها الصكوك سواء صدرت على أساس

Asset Based أو على أساس Asset Backed بصفات أساسية وهي :

١- أن تكون أصولاً مولدة لتدفقات نقدية ويجب أن تكون التدفقات

النقدية مستقرة , قابلة للتوقع Predictable لأنها إذا لم تكن

كذلك صعب تصميم التدفقات النقدية للصكوك لأن

التدفقات النقدية المتولدة عن الصكوك معتمدة على التدفقات

النقدية لتلك الأصول.

-
- ٢- أن تكون موثقة برهون ان كانت مستندة على ديون، أو ملكية أصول حقيقية مثل الصكوك التي تكون أصولها ممتلكات مؤجرة كالمنازل أو السيارات . ومرد ذلك إلى أن المستثمر في الصك يريد نوعاً محدداً من المخاطر لا يتحقق بدون وجود مثل ذلك.
- ٣- عدم التركيز في منطقة معينة أو شريحة محددة من المدينين لأن مثل هذا التركيز حري بارتفاع معدل المخاطر .
- ٤- Homogeneity التجانس ، بمعنى أن تكون الأصول متشابهة وكذا صيغ العقود وهيكل المنتجات المالية ووثائق الملكية، لأن الاختلاف يتولد عنه تباين في المخاطر ، ومن ثم صعوبة تحديد معدل المخاطر في الصك.
- ٥- أن لا يكون أداء المحفظة التي تحتوي تلك الأصول معتمد على أداء مولد الأصول نفسه لأن الصكوك لا تعكس مخاطرة مولد الأصول وإنما مخاطرة الأصول ذاتها المعتمد عليها في إصدار الصكوك. فإذا قام أحد البنوك بإصدار صكوك معتمدة على أصول هي فروع ذلك البنك ملكها لحملة الصكوك واستأجرها منهم . يترتب على مثل هذا ان تصبح المخاطرة في الصكوك

مرتبطة بمخاطر مدير الإصدار والحال ان المدير يجب ان يستقل
عن الصكوك. أو إصدار صكوك محلها أو آلات تصوير مؤجرة
لبنك المولد للأصول وهو ما يشار إليه باللغة الإنجليزية

. Executory Contracts

٨- لماذا الصكوك ؟

ما هو الباعث على إصدار الصكوك المعتمدة على الأصول وما المبررات
الاقتصادية له؟ لإدراك ذلك لابد من النظر في المنافع والمصالح التي
تتحقق للأطراف المشتركة في عمليات إصدار الصكوك، ثم المنافع
والمصالح المتحققة على المستوى الكلي للاقتصاد الوطني.

هذه الأطراف هي مولد الأصول، والمستثمر الذي يشتري الصك، والتمول
الذي يعتمد إصدار الصك على نشاطه الاقتصادي والاقتصاد الوطني .

أ- الطرف الأول في عملية الإصدار هو مولد الأصول : Originator

مولد الأصول هو جهة التمويل التي تؤجر الأصول المملوكة لها إلى
الآخرين أو تبيع السلع والخدمات بالدين. وفي كل الأحوال يتولد في
دفاثره مولد الأصول "ذمم مدينة" تمثل تدفقات نقدية في المستقبل.

أما ان تكون أقساط ناتجة عن البيع بالتقسيط أو ايجارات دورية.
ومولدي الأصول هم البنوك التجارية أو شركات البيع بالتقسيط
ونحو ذلك.

(١) أول فائدة يجنيها مولد الأصول من إصدار الصكوك بناء على
تلك الأصول (شركة خاصة) هي تحسين العائد على رأس
المال لأن إصدار الصكوك يترتب عليه اخراج جملة من الأصول
(مثل العقارات أو الآلات أو الذمم) من داخل الميزانية إلى
خارجها، عملية إصدار الصكوك هذه تحرر رأس المال بحيث
يمكن للشركة ان يستخدمه مرة أخرى لتوليد أصول جديدة
بينما تبقى الأصول القديمة (التي جرى إصدار الصكوك بناء
عليها كما هي ولكنها الآن) صارت خارج الميزانية.

(٢) كما تستفيد البنوك من عملية إصدار الصكوك من ناحية
تكلفة الحصول على الأموال من الصكوك يمكن أن تكون أقل
تكلفة من تمويلها بالودائع المصرفية أو بإصدار السندات مما
يخفض تكاليف الحصول على الأموال.

(٣) كما يزيد إصدار الصكوك 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. إلا إن البنك من خلال إصدار الصكوك يمكن من التوسع في التمويل دون الحاجة إلى زيادة رأس المال. ومعلوم ان رأس المال أكثر أنواع التمويل كلفة بالنسبة للبنوك والشركات. بينما لا يحتاج التوسع في التمويلات خارج الميزانية إلى زيادة رأس المال لأن الأصول خارج الميزانية ليست مضمونة على البنك فلا تحتاج إلى تغطيتها برأس المال.

(٤) ومن ناحية إدارة المخاطر المصرفية تسهل عملية إصدار الصكوك عملية الموازنة بين الأصول والخصوم في البنك إذ يمكن من خلاله إعادة تشكيل المحفظة الائتمانية لتناسب الظروف المحيطة بنشاط المصرف، كما تمكن من السيطرة على المخاطر الائتمانية في الديون.

(هـ) تمكن عملية إصدار الصكوك من الاستفادة من القوة المالية الكامنة في الممتلكات العينية كالعقارات فعندما تمتلك الشركة مبنى المركز الرئيسي فإن قيمته الكامنة فيه لا تستفيد منها الشركة، وغاية ما تحصل عليه هو منافع السكني فيه. ولكنها لو أصدرت صكوكاً معتمدة على قيمته وعقدت على ملاكها الجدد عقد إيجار مع الوعد بالبيع فإنها تستطيع (بما جمعت من أموال) من إقامة مبنى آخر يحقق لها دخلاً إضافياً ويزيد من أصولها .

ب- الطرف الثاني في عملية إصدار الصكوك هو المستثمر: Investor

المستثمر طرف مهم في عملية إصدار الصكوك إذ يمثل جانب الطلب على الأوراق المالية. وتوفر الصكوك للمستثمرين فرص الحصول على أرباح جيدة من استثمارات تتسم بالسيولة لإمكانية تداولها في أسواق الأوراق المالية. ومع توفر السيولة والعائد المناسب تمثل الصكوك أوراقاً مالية ذات تقويم ائتماني يعتمد عليه يغني المستثمر عن الحاجة إلى بذل الجهد في التأكد من الملاءة الائتمانية لمصدر التدفقات النقدية. وكذلك تعد المرونة في تصميم هيكل إصدار

الصكوك ميزة يستفيد منها المستثمرون إذ يمكن ترتيب التدفقات النقدية من الورقة المالية بأنماط متعددة مختلفة عن جدول التدفقات النقدية للأصل الذي اعتمد عليه التصكيك.

ج- المتمولون : Borrowers

التمولون من البنوك والمؤسسات المالية كالمقترضين ومن يشترط السيارات بالتقسيط هم الأصل الذي يوفر الفرص لعمليات التصكيك. ومع ان الممولين لا علاقة لهم بعملية التصكيك ولا يمكن لهم عادة معرفة ما إذا كانت قروضهم يجري تصكيكها أم لا، إلا إنهم يستفيدون منه لأنه يؤدي إلى تزايد الأموال المتاحة للتمويل وتوفرها بشروط أفضل مما لو كان ذلك يأتي من طريق الاعتماد على الودائع المصرفية فقط. ويعود ذلك إلى إمكانيات تعبئة وتجميع أحجام عظيمة من القروض في حوض واحد ما كان ممكناً لبنك واحد ان ينهض بها. ويؤدي هذا إلى تقليل التكاليف.

كما يستفيد الممولون من خاصية أخرى في عمليات التصكيك تمكن من تحقيق تفضيلات المستهلكين بالنسبة لسعر الفائدة على

القروض. معلوم ان البنوك - لغرض المواءمة من الأصول والخصوم- لا تقرض بسعر فائدة ثابت قروضاً ذات مدد طويلة بينما ان أكثر الممولين وبخاصة المستهلكين يفضل الفائدة الثابتة في القروض طويلة الأجل مثل تمويل شراء المساكن ونحوها لأنها أقل مخاطرة بالنسبة إليهم. ويزيد من جاذبية الفائدة الثابتة ما تلزم به القوانين الأمريكية البنوك من ضرورة الاستجابة لطلبات التسديد المبكر من قبل الممولين المستهلكين مما يعني إمكانية الاستفادة في حالة انخفاض أسعار الفائدة باقتراض جديد بالسعر الأدنى وتسديد القديم مع وجود الحماية من الارتفاع في أسعار الفائدة. ويمكن التصكيك البنوك من تحقيق هذه الرغبة أي توليد أصول بفائدة ثابتة لتوافق رغبات الممولين ثم قلبها من خلال التصكيك إلى فائدة متغيرة تكون مناسبة لأغراض البنك.

د- على مستوى الاقتصاد الكلي :

يمكن التصكيك من تحويل الأصول الجامدة إلى أصول سائلة. فالديون، والآلات والعقارات التي تبدو عديمة السيولة تتحول بواسطة التصكيك إلى أصول قابلة للتداول. وكلما كان الاقتصاد أكثر

سيولة كلما زاد معدل الكفاءة الاقتصادية فيه. حيث يمكن للمستثمرين إعادة ترتيب المحافظ الاستثمارية وتخصيص الاستثمار بصفة سريعة وبتكاليف متدنية الأمر الذي يحقق معدلاً أعلى من النمو الاقتصادي.

٩- خطوات عملية إصدار الصكوك :

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 هيكلًا مفصلاً لإصدار الأوراق المالية. وتتم عملية إصدار الصكوك المعتمدة على الأصول بخطوات تكون في مجملها هيكل عملية الإصدار وهي :

أ- إفراز الأصول المراد استخدامها في إصدار الصكوك عن أصول

مولد الأصول : وهي الخطوة الأولى والأكثر أهمية والتي تمكن من الحكم على نوعية الأصول المراد إصدار الصكوك اعتماداً عليها ومن ثم إمكانيات تسويقها إلى المستثمرين. ويتم الإفراز

بإحداث "وعاء" توضع فيه "هذه الأصول" المراد جعلها مستنداً
لإصدار الصكوك في دفاتر خاصة.

ب- إخراج الأصول من دفاتر المصدر: يقوم مصدر الصكوك بإنشاء
مؤسسة ذات غرض خاص (SPV) أو مؤسسة وصية (Trust)
لتسجيل هذه الأصول في دفاترها. ومن الاعتبارات المهمة في تحديد
مكان هذه المؤسسة من الناحية الضريبية والقانونية التي تحقق
الحد الأدنى من الالتزامات الضريبية وكذلك الحماية لحقوق
حملة الصكوك من الناحية القانونية. وفي كل الأحوال يجب
الحرص من قبل المصدر على أن تكون الشخصية الاعتبارية مستقلة
تمام الاستقلال من الناحية القانونية ومن ناحية المظهر (أي أمام
المستثمرين) عن المصدر والهدف أن يطمئن حملة الأوراق أن الوضع
المالي لمولد الأصول لن يكون مؤثراً على قدرتهم على استرداد
أموالهم وإنما ذلك يعتمد بصورة تامة على المؤسسة ذات الغرض
الخاص وكذلك ليطمئن مولد الأصول أن تدهور الجودة
الائتمانية للصك لن يترتب عليه تحمله الخسائر والتزامه
بتعويض المستثمرين.

ج- تحسين الجودة الائتمانية : من الإمكانيات التي توفرها برامج إصدار الصكوك تقسيم المخاطر إلى مستويات بحيث يتمكن كل مستثمر من تحمل القدر الذي يرغب في تحمله من المخاطر كما يمكن من تحسين مستوى الجودة الائتمانية بإدخال ضمان أطراف أخرى للتدفقات النقدية أو ترتيب الأصول بطريقة تمكن من وجود هيكل داخلي قادر على تحسين تلك الجودة. من ذلك مثلاً :

- دعم الإصدار بخطاب ضمان من جهة ثالثة مستقلة عن أطراف الإصدار تضمن لحملة الصكوك استحقاقاتهم بشكل جزئي أو كلي.

- أما تحسين الجودة عن طريق تصميم هيكل التصكيك فيكون بتقسيم الأصول إلى مستويات كل مستوى ذا مخاطرة مختلفة وتقويم مختلف كما سبق الإشارة إليه.

١٠- خطوات إصدار صكوك الإجارة:

يمكن تصميم برنامج لإصدار صكوك معتمدة على ملكية أصول مؤجرة يكون مستوفياً للمتطلبات الشرعية على النحو التالي :

يشتمل هيكل برنامج الإصدار على المراحل التالية:

أ- مرحلة توليد الأصول :

تبدأ الجهة التي سمينها "مولد الأصول" بإبرام عقود تأجير المعدات أو العقارات التي تكون مملوكة لها بناء على خبرتها ومكانتها في السوق وتؤجرها على جهات تتخيرها بعناية بعد إتباع إجراءات صارمة فيما يتعلق بالملاءة الائتمانية للمستأجرين وما إلى ذلك وفي هذه المرحلة يجب على مولد الأصول الالتزام بالمتطلبات التالية في نشاطها التاجيري:

١- مجال النشاط : على مولد الأصول أن لا يؤجر الأصول محل الإيجار للاستخدام في عمليات إنتاج السلع والخدمات غير المشروعة مع علمها بذلك .

٢- ملكية الأصول المؤجرة : ينبغي أن تكون الأصول المؤجرة مملوكة بالكامل لمولد الأصول عند إبرام عقود التأجير مع أطراف أخرى .

٣- الإصلاحات والصيانة : القاعدة العامة هي أن مولد الأصول يتحمل كل النفقات المرتبطة بالصيانة الهيكلية التي تحتاج إليها الأصول المؤجرة للاستمرار في توليد المنفعة بينما يتحمل المستأجر نفقة الصيانة الدورية أو الوقائية التي تحتاج إليها هذه الأصول والمرتبطة باستخدامه لها .

٤- التأمين : يحتاج المالك إلى التأمين على الأصول التي يملكها . لا يجوز له أن يجعل ذلك من مسئولية المستأجر ولكن يمكن النص في عقد التأجير على أن المستأجر مسؤول عن التأمين على الأصول المؤجرة له وكالة عن المالك (المؤجر) وعلى حسابه.

٥- الأجرة : ينبغي أن تكون الأجرة المتعاقد عليها مبلغاً ثابتاً لكامل مدة العقد، ولا تكون متغيرة وعرضه للتقلب أو مرتبطة بمؤشر أو مؤشرات خارجية (مثل ليبور) .

ب- مرحلة بيع الأصول :

يقوم مولد الأصول (المؤجر) بعد إفراز الأصول وجعلها في وعاء ببيع الوعاء المتضمن للأصول المؤجرة إلى شركة ذات غرض خاص SPV تؤسس لهذا الغرض أو المؤسسة الوصية Trust والتي تقوم بدورها بإصدار الصكوك. هذا البيع يجب أن يكون بيعاً حقيقياً Trust Sale مستوفياً لكافة شرائط الصحة في البيع وتنتقل بناء عليه ملكية تلك الأصول إلى المالك الجديد وهو المؤسسة ذات الغرض الخاص.

ج- صفة عقود التأجير :

لا يكفي أن يكون هيكل إصدار الصكوك صحيحاً منضبطاً من الناحية الشرعية وإنما يجب أن يكون عقد الإجارة الذي جرى من خلاله بيع منافع الأصول أيضاً مستوفياً لشرائط الصحة. من ذلك مثلاً :

١- ينبغي أن تتصف الأصول المؤجرة بقدرتها على توليد المنفعة مع

بقاء أصلها ، مثل الآلات والمعدات والعقارات والسيارات والطائرات

٢- ينبغي أن يحدد العقد مدة التأجير والأجرة الكلية لكامل مدة

العقد بطريقة نافية للجهالة .

-
- ٣- يكون المؤجر مستحقاً للأجرة الكلية بمجرد إبرام العقد وهذا لا يمنع من تقسيط الأجرة الكلية إلى دفعات بالاتفاق بين الطرفين في العقود ووضع جدول زمني لذلك .
- ٤- للمؤجر باعتباره مالكا للأصل المؤجر له الحق في بيع ذلك الأصل للمستأجر نفسه أو لأي طرف ثالث . لكن هذا الحق ينبغي النص عليه في العقد إذا كان البيع سيتم خلال مدة عقد التأجير حتى لا يستخدم المستأجر ذلك البيع مبرراً لفسخ عقد التأجير.
- ٥- استحقاق المؤجر للأجرة رهين بقدرة الأصل المؤجر على توليد المنفعة المتعاقد عليها . لذا يظل المؤجر مسؤولاً في كل الأوقات عن ضمان قدرة الأصل على توليد المنفعة المتعاقد عليها وإذا عجز عن ذلك صار من حق المستأجر فسخ هذا العقد .
- ٦- ينبغي أن ينص في العقد الطريقة التي يجري بها توزيع أعمال الصيانة والإصلاحات التي قد يحتاجها الأصل وبصفة عامة تقع مسئولية الإصلاحات الهيكلية على المؤجر إذا لم يكن الخلل بسبب تقصير المستأجر أو إهماله . بينما تقع مسئولية الصيانة الدورية على المستأجر .

٧- التأمين على الأصل يتحمل المؤجر تكلفة التأمين على الأصل
المؤجر بصفته مالكا له .

٨- يمكن أن يتضمن العقد وعداً بالبيع يقدمه المؤجر للمستأجر. لكن
هذا لا يعني أن ملكية الأصل تؤول بعد الفترة المحددة إلى المستأجر
تلقائياً وإنما يجب الدخول في عقد بيع جديد بعد انتهاء فترة عقد
التأجير أو الاتفاق على فسخه من قبل الطرفين يبيع فيه المؤجر
الأصل إلى المستأجر، والوعد بالبيع يجب أن يصدر من المؤجر وان لا
يقابله وعد بالشراء من قبل المستأجر بل يكون المستأجر بالخيار .

٩- تغيير الأجرة : الأصل في عقد الإجارة أن تكون الأجرة معلومة لا
جهالة فيها لكامل مدة العقد . ولكن قد يحتاج الطرفان إلى تبني
إجراءات تتغير فيها الأجرة بناء على تغير مؤشر معين بدون أن
يؤدي ذلك إلى جهالة الأجرة لأن هذه الجهالة مفسدة للعقد .
ويمكن تبني واحدة من الطرق التالية :

أ- الطريقة الأولى :

- من حق المستأجر الذي ملك منافع الأصل المؤجر للفترة المتفق عليها ان يعيد تأجير الأصل إلى طرف ثالث خلال مدة العقد إذا نص على هذا الحق في عقد التأجير الأصلي .

- لا يجوز تضمين المستأجر سلامة الأصل من الاهتلاك المعتاد نتيجة الاستخدام لأن الأجرة المستحقة للمؤجر هي في مقابل ذلك الاستخدام . لكن من حق المؤجر المطالبة بالتعويض عن سوء الاستخدام والإهمال أو التقصير في أعمال الصيانة التي هي من مسؤولية المستأجر .

د- خدمة الصكوك :

لا مانع من تولي مولد الأصول وظيفة خادم الصكوك بعد أن يكون قد أتم عملية بيع الأصول المؤجرة إلى الشركة ذات الغرض الخاص (SPV) أو إلى (Trust) ويتضمن ذلك المولد بالوظائف التالية :

١- تحصيل أقساط الإيجار لصالح المالك الجديد وتحويلها إلى حسابه .

٢- التصرف في الأصول المؤجرة باستردادها من المستأجر عند انتهاء مدة العقد أو عند انفساخه ثم بيعها أو إعادة تأجيرها بحسب ما اتفق عليه .

٣- تقديم التقارير الدورية من عمله وعن الوضع المالي للوعاء الممثل للأصول المؤجرة .

ويتولى مولد الأصول القيام بهذه الوظائف بصفته وكيلاً عن مالكيها الجديد وهو الشركة ذات الغرض الخاص وليس له باعتباره وكيلاً أن يقدم الضمان للمالك الجديد (حملة الصكوك) من ناحية درء الخسران عنه إلا في حال التعدي أو التفريط .

١٢- أمثلة على بعض إصدارات الصكوك الإسلامية :

(أ) صكوك التأجير البحرينية :

صدر في البحرين بتاريخ ٤/٩/٢٠٠١م صكوك تأجير إسلامية بمبلغ (١٠٠) مليون دولار أمريكي لمدة خمس سنوات تنتهي في ٤/٩/٢٠٠٦م ، ذات عائد تأجير سنوي ثابت قدره ٥,٢٥% من القيمة الأصلية للأصول الممثلة لتلك

الصكوك يدفع كل ستة أشهر ، بموجب الفتوى الصادرة في ١٩٩٩/٢/٥م
عن هيئة الرقابة الشرعية المكونة من أصحاب الفضيلة عبدالله المنيع
وعبدالحسين العصفور وعبدالستار أبوغدة ومحمد تفي العثماني
بشرعية هذا الإصدار وعدم تعارضه مع أصول الشريعة الإسلامية .

وقد جاء في ضوابط وشروط إصدارها ما يأتي : صكوك التأجير
الإسلامية هي أداة مالية تمثل أصولاً حكومية (المخازن الحكومية)
تصدرها مؤسسة نقد البحرين نيابة عن حكومة دولة البحرين بغرض
إيجاد مجالات جديدة لاستثمار فائض الموارد المالية في المجتمع .
ولتمويل الإنفاق الرأسمالي لمشروعات التنمية المختلفة . وتقوم حكومة
دولة البحرين بموجب هذه الإصدار بطرح تلك الأصول على المستثمرين
لشراؤها لها من الحكومة ، ثم تأجيرها إياها للحكومة بقسط تأجيري
موضح أدناه . بموجب عقد إجارة منتهية بالتملك بحيث تعد حكومة
دولة البحرين بإعادة شراء تلك الأصول في نهاية مدة الإصدار بثمن
يمثل القيمة الأصلية التي اشترت بها من الحكومة .

وتقوم مؤسسة نقد البحرين بإصدار هذه الصكوك نيابة عن حكومة البحرين
طبقاً للضوابط والشروط التالية:

(١) ضمان الصكوك : تضمن حكومة دولة البحرين هذه الصكوك ضماناً مباشراً وغير مشروط ، وذلك بتعهدا بإعادة شراء الأصول المؤجرة عند تاريخ نهاية الإصدار بالقيمة الأصلية لهذه الأصول ، كما تضمن استمرارية استئجارها لتلك الأصول طيلة مدة الإصدار المحددة في هذه النشرة .

(٢) مدة الإصدار وتاريخ الاستحقاق : سيتم إصدار هذه الصكوك في ٤ سبتمبر ٢٠٠١ م لمدة خمس سنوات تنتهي في ٤ سبتمبر ٢٠٠٦ م .

(٣) العائد المتوقع على الصكوك : يدفع عائد تأجير الأصول المثلة لهذه الصكوك كل ستة أشهر في كل من ٤ مارس و ٤ سبتمبر من كل عام خلال مدة الإصدار ، ويسري هذا العائد اعتباراً من بداية تاريخ الإصدار في ٤ سبتمبر ٢٠٠١ م . وتتوقف عند تاريخ الاستحقاق ، وتصرف أول دفعة للتأجير في يوم ٤ مارس ٢٠٠٢ م ، وآخر دفعة في يوم ٤ سبتمبر ٢٠٠٦ م ، هذا ويبلغ العائد المتوقع للتأجير (٥,٢٥%) سنوياً .

ب- الصكوك المالية :

قامت إدارة الأمانة في بنك HSBC وهي الإدارة المعنية بالمصرفية الإسلامية بتصميم هيكل لإصدار الصكوك المالية التي تعد أحد أهم

إصدارات الصكوك الإسلامية وكان ذلك في الربع الأخير من سنة ٢٠٠٢م وقد نجح هذا الإصدار نجاحاً عظيماً حتى تم تغطيته عدة مرات. ويقوم هيكل إصدار الصكوك على ما يلي :

- ١- يقوم الأمين Trust بشراء قطع من الأراضي من مفوضية الأراضي الفدرالية وهي إدارة مؤسسة بالقانون الصادر في سنة ١٩٥٧م لتمتلك الأراضي في ماليزيا .
- ٢- يقوم الأمين Trust بتأجير تلك الأراضي لمدة خمس إلى عشر سنوات إلى جهات حكومية أخرى .
- ٣- يقوم الأمين عندئذ بإصدار الصكوك التي يمثل كل واحد منها حصة مشاعة في ملكية تلك الأراضي ملكية غير مباشرة Beneficial وحقوق مشاعة في الإيجارات .
- ٤- هذه الصكوك قابلة للتداول بحكم أنها تمثل أصولاً حقيقية هي الأراضي المؤجرة .
- ٥- تدفع الإيجارات كل ستة أشهر لمدة عقد التأجير، ويجري تجديد العقد كل ستة أشهر قبل تاريخ انتهائه ويترتب على هذا التجديد تغيير الأجرة .

٦- يتضمن الهيكل وعداً من الجهة الحكومية المستأجرة بشراء الأراضي في نهاية عقد الإجارة أو في حالة توقف المستأجر عن دفع الأجرة ويكون الشراء بسعر متفق عليه مسبقاً .

ج- صكوك البنك الإسلامي للتنمية

يستخدم البنك الإسلامي للتنمية عقود التأجير صيغة تمويل، وهو يحمل في دفاتره أصول إيجاريه أراد إخراجها من تلك الدفاتر بإصدار صكوك، ولكنه لم يقتصر على الأصول الإيجارية وهي عبارة عن معدات مؤجرة إلى مؤسسات في الدول الأعضاء بل كَوَّن وعاء جعل فيه تلك الأصول بنسبة ٥١% من القيمة الكلية للوعاء، ومربحات بنسبة ٤٩% .

يعلم البنك الإسلامي للتنمية وهو المصنف ائتمانياً AAA ان الجاذب الأعظم للمستثمرين هو البنك وان الصكوك التي تصدر وتحمل مخاطر المؤسسات المستأجرة لتلك المعدات لن تكون مغرية للمستثمرين وذات جدوى للبنك في نفس الوقت. بل ان الباعث على إصدار الصكوك هو منح الدول الأعضاء فرصة الاستفادة من هذا التقويم الائتماني المرتفع للبنك، ولذلك قام البنك أولاً بنقل كافة تلك الأصول بالبيع إلى مؤسسة أخرى تابعة للبنك ولكنها مملوكة ملكية جزئية له،

ثم قامت هذه المؤسسة بإتمام إجراءات إصدار الصكوك، وكان دور البنك الإسلامي للتنمية في هذه المرحلة هو الضمان ، فقد أصدر البنك التزاماً يتضمن كفالته للمدينين الذين يتكون الوعاء من يدونهم في المربحة أو من ديونهم في عقود الإيجار، ولذلك أمكن تصنيف الصكوك تصنيفاً عالياً ولقيت قبولاً عظيماً .

قائمة المصطلحات

Credit Enhancer	محسن الجودة الائتمانية
Rating Agency	مؤسسة التصنيف الائتماني
Borrower	المتمول
Investor	المستثمر
Trust	المؤسسة الوصية (العدل)
Special Purpose Vehicle (SPV)	الشركة ذات الغرض الخاص
Originator	مولد الأصول
Underwriter	ضامن الإصدار
Securitization	تصكيك
Security	صك
Servicer	خادم التصكيك
Fannie Mae	اختصار لاسم الجمعية الفدرالية لقروض المساكن المشمسة: Federal National Mortgage Association أسست سنة ١٩٣٨م وهي تقدم القروض لغرض

	<p>تمويل بناء مساكن لتأجيرها بأجرة متدنية، ولتحقيق السيولة في سوق قروض المساكن تقوم ببيع وشراء الصكوك المصدرة بناء على قروض إسكانية. وقد أصبحت مؤسسة خاصة منذ أوائل السبعينات.</p>
Freddi Mac	<p>المؤسسة الفدرالية لقروض المساكن : Federal Home Loan Mortgage corporation تأسست منذ أوائل الثلاثينيات وهي الآن مؤسسة خاصة تضمها الحكومة ومهمتها الأساسية شراء الديون التي تولدها البنوك في عمليات تمويل المساكن.</p>
Revolving Credit	<p>الديون الدوارة : أو المتجددة حيث يسمح للمدين (في مجال الاستهلاك) بان يسدد جزء من الدين ثم يعاد تجديد أجل الباقي بفائدة مستأنفة.</p>

Equitable Ownership وتسمى أيضاً Beneficial Ownership	ملكية غير مباشرة
Asset based securities	صيغة تمويل تقوم على إصدار سندات لجمع الأموال لغرض إنشاء مشروع ويكون حظ حاملها مربوط بإيرادات المشروع وتختلف عن عملية التصكيك المشهورة والتي تقوم على Asset backed securities