

---

# الصكوك الإسلامية

الجوانب الفنية والشرعية

## FIRST DRAFT

بحث مقدم إلى  
البنك الأهلي التجاري

د. محمد علي الفيبي  
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 : <b>Ooriginator</b> : .....
١٠	ب- المستثمر: <b>Investor</b> : .....
١٠	ج- الممولون : <b>Borrowers</b> : .....
١٢	د- على مستوى الاقتصاد الكلي : .....
١٢	هـ- كيف تتم عملية التصكيك : .....
١٤	أ- الممول : <b>Borrower</b> : .....
١٥	ب- مولد الأصول : <b>Originator</b> : .....
١٥	ج- خادم التصكيك : <b>Servicer</b> : .....
١٦	د- العدل Trust والشركة ذات الغرض الخاص SPV:
١٩	هـ- محسن الجودة الائتمانية: <b>Credit Enhancer</b> : ...
٢٢	و- مؤسسة التقويم الائتماني: <b>Rating Agency</b> : .....
٢٤	ز- الإجراءات البديلة للتقويم الائتماني : .....
٢٥	ح- ضامن الاصدار: <b>Underwriter</b> : .....
٢٥	ط- المستثمرين : <b>Investors</b> : .....
٢٦	ي- الحوانب المحاسبية : .....

---

٢٧	٥- خطوات عملية التصكيك : .....
٣٠	٦- مواصفات الأصول المناسبة للتصكيك : .....
٣١	٧- إدارة التدفقات النقدية : .....
٣٤	٨- المتطلبات القانونية لعمليات التصكيك: .....
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 الرحيم الرحمن

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

اهتدى بهديه واستن بسنته إلى يوم الدين .. وبحمد :

## مقدمة :

تكتسب 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. رأينا من المفيد إعداد هذه الدراسة التي تتضمن الجوانب الفنية والشرعية لعمليات التصكيك (إصدار الصكوك). تبدأ هذه الدراسة بعرض الجوانب الفنية "بعجزها

---

وبجرها" دون التعقيب على جوانب المشروعية فيما يعرض، ثم نأتي في

الفصل الثاني في الحديث عن الجوانب الشرعية.

## الفصل الأول

### الجوانب الفنية للتصكيك

#### ١- تاريخ التصكيك :

ولدت عملية التصكيك في الولايات المتحدة في الفترة التي تلت الحرب العالمية الثانية ثم إنتشرت بعد ذلك في الدول الأخرى. بعد انتهاء الحرب العالمية الثانية مر الاقتصاد الأمريكي بفترة إنتعاش كبيرة زاد بسببها الطلب بشكل لم يسبق له مثيل على القروض لتملك المساكن. لم تكن مصادر الأموال لدى البنوك التجارية كافية ذلك الطلب فاحتاجت البنوك من أجل ذلك الى مصادر جديدة للأموال. فكان أن انقذت فكرة بيع القروض القائمة إلى مستثمرين لكي يتمكن البنك من استخدام ثمنها في توليد قروض جديدة 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.

ثم انتقلت الفكرة من بنوك الاستثمار إلى البنوك التجارية التي سرعان  
ما أدركت 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 واعطاء تلك البنوك  
قدرة على الاستمرار في تمويل بناء المساكن استجابة للطلب المتزايد.  
وهكذا جاءت بدايات ما يسمى بتصكيك الاصول.

يمكن القول إن عقد السبعينات الميلادية كان الفترة التي شهدت النمو  
العظيم لعمليات التصكيك في الولايات المتحدة الامريكية إلى الحد  
الذي أصبحت معه حلقة مهمة في عمليات البنوك. كانت المؤسسات  
المالية قبل ظهور التصكيك تحتفظ بالقروض في دفاترها حتى الأجل  
المحدد لسدادها وتمولها، بصفة اساسية، من الودائع او من خلال اصدار  
سندات مالية تقترض بها من الجمهور. ثم لما تطورت التكنولوجيا  
وتحسنّت وسائل نقل المعلومات والاتصال واستقرت القوانين المنظمة

---

لعمليات التصكيك 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 مؤسسة ضمان القروض الحكومية الامريكية المعروفة باسم "فاني مي" ومؤسسة الاقراض الحكومي المعروفة باسم "فريدي ماك" بدعم عمليات التصكيك للقروض الخاصة بتملك المساكن. ولم تأت سنة ١٩٨٥ حتى توسعت عمليات التصكيك فلم تعد مقتصرة على قروض الخاصة بالمساكن 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.

لم تصل عمليات التصكيك بعد في أوروبا مستواها في الولايات المتحدة ولعل ذلك يعود إلى سببين رئيسيين الأول عدم تجانس الأسواق في أوروبا من حيث الضرائب والمعايير المحاسبية وطبيعة ومستوى التنافس في الأسواق إضافة إلى اختلاف القوانين المنظمة للأعمال . ولذلك لا يوجد سوق واحد ضخم كالولايات المتحدة يتوافر على التجانس بين أجزاءه بطريقة تسهل عملية التصكيك أما السبب الثاني فهو عدم وجود مؤسسة متخصصة لضمان القروض كما هو الحال في الولايات المتحدة. معلوم ان أكبر وعاء للديون في أي اقتصاد هو قروض المساكن وفي المحرك الأكبر لعمليات التصكيك . ولقد ساعد ما تقدمه الحكومة الأمريكية بصورة غير مباشرة عن طريقة مؤسسة GNMA جيني مي من ضمان لتلك القروض على نحو عمليات التصكيك . مثل ذلك لا يوجد في أوروبا .



## ٢- معنى التصكيك :

التصكيك والتوريق<sup>(١)</sup> والتسنيذ<sup>(٢)</sup> بمعنى واحد وهو تنضيض الديون بإصدار أوراق مالية قابلة للتداول مضمونة بوعاء يتضمن تلك الديون التي تتحول ملكيتها بالبيع من مالكةها الأول (مولد الأصول) إلى شركة ذات غرض خاص تسمى مصدر الصكوك ويبيعها بقيمة نقدية تتضمن خصماً مقابل تعجيل الدفع.

وأطراف عملية التصكيك هم مولد الأصول وهو المقرض الأصلي الذي يخلق الديون، والطرف الثاني هو المستثمر الذي يشتري الصكوك، والثالث هم الأفراد المقترضين من البنك الذين بهم تتولد تلك الديون.

## ٣- الصكوك المدعومة بأصول والصكوك المعتمدة على الأصول:

هناك فرق بين الصكوك المدعومة بأصول وهي أساس التصكيك وتسمى Asset backed Secrties وصيغة أخرى من التصكيك ولكنها تقوم على إصدار صكوك لغرض توليد أصول وتسمى Asset based securities

١ - نسبة إلى الورقة المالية .  
٢ - نسبة إلى السند المالي .

---

الصكوك المعتمدة على الأصول هي صيغة تمويل وتختلف عن الأولى في أنها لا تجمع باقية متنوعة من المخاطر في وعاء ثم تصدر الصكوك مقابلها وإنما دائماً تصدر الصكوك لغرض جمع الأموال وتمويل مشاريع البنية الأساسية مثل الطرق والصرف الصحي ومشاريع المطارات ومحطات تحلية المياه ونحو ذلك .

ويجب التفريق بوضوح بين هذه الطريقة Asset Based وأخرى مشابهة لها وهي إصدار سندات دين لتمويل مشاريع البنية الأساسية . تحصل الجهة المصدرة (مثل الحكومة المحلية) بذلك على الأموال لتمويل انشاء الطريق أو المطار لكن الفارق الرئيس ان الدين في هذه الحالة متعلق بذمة الجهة المصدرة ولا يرتبط بالمشروع حتى لو كان ذلك المشروع مولداً لعائد مالي، بينما ان طريقة Asset Based تصدر فيها الأوراق المالية لغرض تمويل مشروع بعينه وتكون قدرة حاملها على استرداد أمواله والحصول على الربح مرتبط باليرادات المتولدة من المشروع من دون ضمان خزينة الحكومة.

---

#### ٤- لماذا التصكيك ؟

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

#### أ- مولد الأصول : Originator

مولد الأصول هو المقرض الأساس الذي "يولد" في دفاثره "الذمم المدينة". ومولدي الأصول هم البنوك التجارية او شركات البيع بالتقسيط ونحو ذلك. اول فائدة يجنيها مولد الأصول من التصكيك إذا كان بنكاً هي تحسين العائد على رأس المال لان التصكيك ينقل القروض من داخل الميزانية الى خارجها، ونظراً الى ان القوائين 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 ميزانية البنك مصدراً للرسوم (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 لان المعايير المصرفية تقتضي زيادة رأس المال بالنسبة للبنك عند الرغبة في التوسع في القروض الامر الذي يترتب عليه ضرورة اصدار اسهم لزيادة رأس المال. إلا إن التصكيك يمكن من التوسع في الاقراض دون الحاجة إلى زيادة رأس المال. ومعلوم ان رأس المال أكثر 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، كما تمكن من السيطرة على المخاطر الائتمانية في الاقراض.

---

## ب- المستثمر: Investor

المستثمر طرف مهم في عملية التصكيك اذ يمثل جانب الطلب على الأوراق المالية. ويوفر التصكيك للمستثمرين فرص الحصول على أرباح جيدة من استثمارات تتسم 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- الممولون : Borrowers

التمولون من البنوك والمؤسسات المالية كالمقترضين ومن يشتركون السيارات بالتقسيط هم الأصل الذي يوفر الفرص لعمليات التصكيك. ومع ان الممولين 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 فقط. 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 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 اكثر الممولين وبخاصة المستهلكين يفضل الفائدة الثابتة في القروض طويلة الأجل مثل تمويل شراء المساكن ونحوها لانها اقل مخاطرة بالنسبة اليهم. ويزيد من جاذبية الفائدة الثابتة ما تلزم به القوانين الامريكية البنوك من ضرورة الاستجابة لطلبات التسديد المبكر من قبل الممولين المستهلكين مما يعني امكانية الاستفادة في حالة انخفاض اسعار الفائدة باقتراض جديد بالسعر الادنى 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 الى فائدة متغيرة تكون مناسبة لاغراض البنك.

**د- على مستوى الاقتصاد الكلي :**

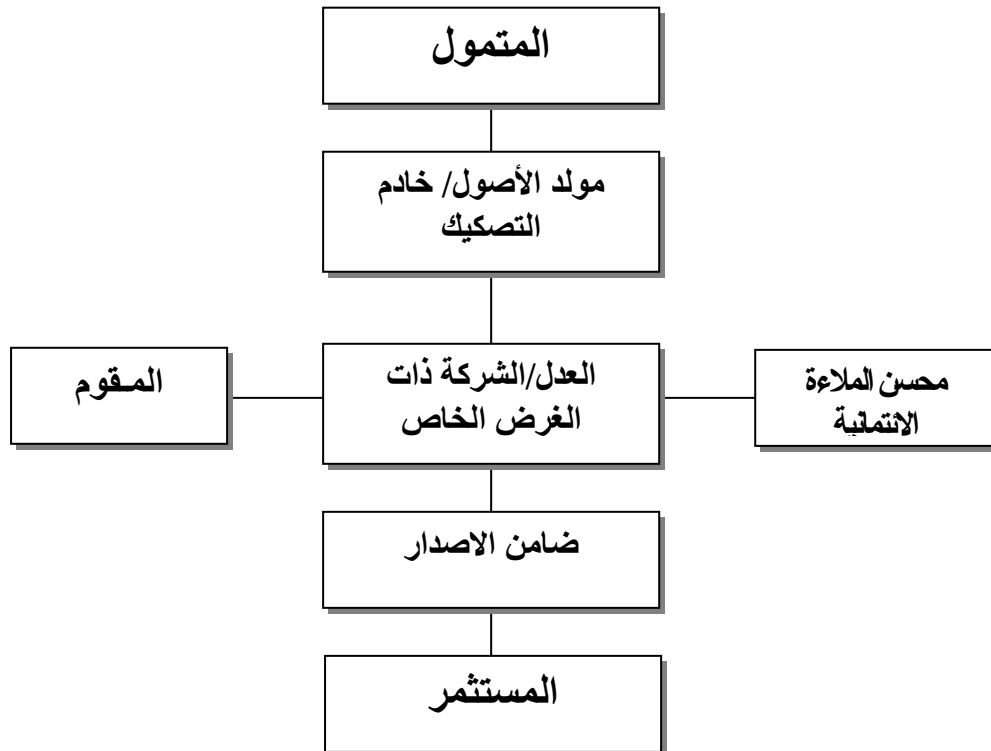
يمكن التصكيك من تحويل الاصول الجامدة الى اصول سائلة. فالديون، والالات والعقارات التي تبدو عديمة السيولة تتحول بواسطة التصكيك الى اصول قابلة للتداول. وكلما كان الاقتصاد اكثر سيولة كلما زاد معدل الكفاءة الاقتصادية فيه. حيث يمكن للمستثمرين اعادة ترتيب المحافظ الاستثمارية وتخصيص الاستثمار بصفة سريعة وبتكاليف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

**هـ- كيف تتم عملية التصكيك :**

تختلف اجراءات عمليات التصكيك بحسب الأصول المراد تصكيكها. فاقساط ديون تمويل المساكن او أقساط شراء السيارات بالأجل تختلف عن الديون الدواره 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 على 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) خادم التصكيك، (٣) محسن الملاءة الائتمانية، (٤) ضامن الاصدار، (٥) العدل/الشركة ذات الغرض الخاص، (٦) المستثمر، (٧) المقوم. وسنأتي عليها جميعاً معتمدين على الشكل البياني التالي:





---

## أ- المتمول : Borrower

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. وتنص العقود المولدة لتلك الديون على حق البنك في بيعها إلى طرف ثالث .

والعنصر المهم بالنسبة للمتمولين في عمليات التصكيك هو الجودة الائتمانية ولذلك يجري تصنيف المتمولين بحسب جودتهم الائتمانية وتؤثر هذه الجودة 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.

---

## ب- مولد الأصول : Originator

مولد الأصول هو المقرض الأصلي وهو غالباً البنوك وشركات التمويل المتخصصة في بيع السيارات والمنازل بالتقسيط التي تقرض الناس وتصدر بطاقات الائتمان كما أن شركات التأمين والشركات الصناعية الكبيرة كشركات صناعة الطائرات والكمبيوتر التي تبيع أو تؤجر منتجاتها فهي أيضاً تولد أصولاً تولد تدفقات نقدية قابلة للتصكيك. ويقوم الجميع بتصكيك "الذمم" المتولدة من قيامهم بنشاطهم الرئيس كالأقراض 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 : Servicer

وهو الذي يقدم الخدمات الأساسية في عمليات التصكيك. تتضمن هذه الخدمات العلاقة مع العملاء الممولين 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<sup>(١)</sup> والشركة ذات  
الغرض الخاص مثل اعداد التقارير الشهرية وكشوف الحساب ونحو  
ذلك وهي عندئذ ترسل لحملة الاوراق ولاطراف عملية التصكيك.  
ويحصل الخادم على اجر مقطوع مقابل ذلك.

وحتى لا يحدث الخلل او التشويش على الممولين وهم مصدر التدفقات  
النقدية، يكون مولد الأصول في غالب الحالات خادماً التصكيك أيضاً .

#### د- العدل Trust والشركة ذات الغرض الخاص SPV:

إذا جرى اخراج الاصول من دفاتر مولد الاصول لزم، حتى يصدر مقابلها  
اوراق مالية، ان توضع تحت مظلة شخصية قانونية مستقلة. وتسجل في  
دفاترها يمكن ان يكون ذلك على صفة Trust وقد وجدنا أقرب ترجمة  
لهذه الكلمة هي "العدل". والعدل هو المؤتمن على حفظ الأصول باسمه  
لمصلحة شخص آخر<sup>(٢)</sup>. والعدل هنا شخصية اعتبارية تسجل تحت قانون

---

١ - قال الجصاص في أحكام القرآن: "واختلف الفقهاء في الرهن إذا وضع على يدي عدل فقال أبوحنيفة ... يصبح الرهن إذا جعله على يدي عدل ويكون مضموناً على المرتهن ... وقال ابن أبي ليلى وابن شبرمه ... لا يجوز حتى يقبضه المرتهن وقال مالك إذا جعله على يدي عدل فضياعه من الراهن ... قال أبو بكر قوله عز وجل فرهان مقبوضة يقتضي جوازه إذا قبضه العدل إذ ليس فيه فصل بين قبض المرتهن والعدل ... ج ٢ ص ٢٦١ .

• - وقد تحدث الفقهاء عن العدل في كلامهم عن الرهن لأن الرهن يمكن أن يوضع لدى المرتهن كما يمكن أن يوضع لدى شخص ثالث يسمى العدل .

---

الامانات في الدول التي يوجد فيها مثل هذا القانون مثل 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 نعرفه حيث يكون المالك هو من سجلت  
الأصول باسمه في الوثائق الرسمية. والثانية هي ملك مضمرا وخفي  
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  
وتصفي 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 الادارة وهذه تؤسس بها الشركة وتسجل قانونيا ويمتلكها في غالب  
الاحيان خادم التصكيك. ولا تمثل هذه الاسهم إلا نسبة لا تكاد تذكر  
من الأموال التي بيد الشركة والتي يمثلها النوع الثاني من الاسهم وهو  
اسهم الاستثمار. وفي حالة التصكيك تمثل الصكوك (الأوراق المالية)  
اسهم الاستثمار المذكور. وتوضع التقييدات على النوع الأول من الاسهم  
فلا يسمح لحاملها بان يحصل إلا على نسبة ضئيلة من الربح وليس  
محملة النوع الثاني من الاسهم التدخل في الادارة إلا في حالات وجود  
مشاكل تهدد مصالحهم.

---

ومهمة العدل وكذا الشركة ذات الغرض الخاص الاهتمام بمصالح  
المستثمرين أي حملة الصكوك ومراقبة الاطراف الاخرى ذات العلاقة  
والتأكد من ان الامور تسير كما خطط لها من ناحية تحقق العوائد  
للمستثمرين واستردادهم اموالهم في نهاية المدة. وعليه ان يتصرف بما فيه  
مصلحة المستثمرين في حالة حدوث عملية افلاس لاحد الاطراف. وتغير  
في الظروف المحيطة بالاستثمار.

#### هـ- محسن الجودة الائتمانية : Credit Enhancer

تحسين الجودة الائتمانية انما هو طريقة لتحقيق مزيد من الاطمئنان  
للمستثمرين من ناحية احتمالات عدم كفاية التدفقات النقدية  
المتولدة من الأصول محل التصكيك لاسترداد أموالهم والارباح عليها.  
ويؤدي تحسين الجودة الائتمانية الى رفع مستوى التقويم الائتماني  
الامر الذي يمكن من بيع الصكوك باسعار أفضل ويسهل عملية تسويقها.  
أن رفع التصنيف الائتماني للورقة من A الى AA مثلاً يؤدي بلا شك  
إلى سهولة تسويقها.

---

يمكن ان يكون المحسن الائتماني طرفاً ثالثاً في العملية يقوم (مقابل رسوم) .

ويمكن أن تتم عملية تحسين الجودة الائتمانية بعدة طرق منها :

أ- خطاب ضمان او سند لأمر يلتزم بموجبه طرف ثالث 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 قد جرى تغطيتها بخطاب الضمان المقدم من محسن الجودة الائتمانية.

والطرف الثالث الذي يقوم بإصدار مثل هذا الضمان في عملية التصكيك يكون في الغالب بنك آخر أو مؤسسة متخصصة في الضمانات.

ب- التأمين وفي هذه الحال تقوم شركة التأمين بضمان المدينين الذين يمثلون مصدر التدفقات النقدية. مما يؤدي إلى عدم حصول الخسائر ولا فائدة من التحسين الائتماني بالطريقتين المذكورتين إلا اذا كان التصنيف الائتماني للطرف الثالث المذكور (أي مصدر

---

خطاب الضمان أو شركة التأمين) مساوٍ أو أفضل من التصنيف الائتماني المطلوب للورقة. فإذا كان المصدر يطمح إلى مستوى للورقة هو AA فلن يفيد ضمان مؤسسة تقويمها A بل يلزم أن تكون ذات مستوى AAA أو على الأقل AA. وقد يقدم التحسين الائتماني من قبل المصدر نفسه وذلك بأن يرهن أصولاً قيمتها الدفترية تزيد عن القيمة الاسمية للصكوك. فتكون الزيادة هي تحسين في الجودة الائتمانية.

ج- وقد يلجأ المصككون إلى طريقة أخرى الغرض منها إصدار الصكوك بعدة فئات، تسمى كل واحدة Class 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 أن لحامل الورقة القوية أولوية في الحصول على الدخل المتولد من التدفقات النقدية فتكون الفئة الأولى محاطة بحماية من الخسران من قبل الفئة الثانية. فإذا كانت نسبة الصكوك الضعيفة هي ٢٠٪ عرف حملة الصكوك من الفئة الأولى أن الخسارة لن تلحق بهم إلا بعد وصولها إلى أكثر من



---

٢٠٪ وذلك لاولويتهم على حملة الصكوك من الفئة الثانية. لان حملة الصكوك الضعيفة يتحملون الخسائر قبل حملة الصكوك القوية ولا يستحقون شيئاً حتى يحصل حملة الصكوك القوية على جميع أموالهم 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 ذي تقويم B يكون عادة اعلى من AA لارتفاع مخاطرته.

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

#### و- مؤسسة التقويم الائتماني : Rating Agency

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 مآلديها 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- الإجراءات البديلة للتقويم الائتماني :

وصلت عمليات التصنيف الائتماني إلى مستوى راقٍ من الثقة والدقة وزاد من ذلك وجود القوانين المنظمة للنشاطات المالية وتطور المحاكم وجهات الفصل في الخصومات. لكن ذلك كله يكاد يقتصر على الولايات المتحدة . أما في باقي أنحاء العالم فإن التقويم الائتماني لم يصل بعد إلى مستوى يبعث الاطمئنان لدى حملة الصكوك التي تصدرها المؤسسات المالية .

لا يعني هذا عدم وجود إصدارات للصكوك - مع أهمية التصنيف الائتماني - لكن هيكل الاصدار يمكن أن يستبدل عمليات التصنيف بضمان مقدم من المصدر . عندئذٍ فإن المخاطرة التي يتحملها حملة الصكوك ليست المخاطر الائتمانية المتعلقة بالتمويلين ولكنها المخاطر الائتمانية للمؤسسة المصرفية التي غالباً ما تكون مصنفة ائتمانياً ، أو يسهل التعرف على متانتها المالية. ولذلك نجد أن صكوك البحرين تصدر بضمان حكومة البحرين . وكذلك صكوك البنك الإسلامي للتنمية فقد الحق بها ضمان البنك الإسلامي للتنمية .

---

## ح- ضامن الاصدار : Underwriter

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 ابداً 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.

## ط- المستثمرين : Investors

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.

#### ي- الجوانب المحاسبية :

أهم عنصر في الجوانب المحاسبية للتصكيك هي كيف تظهر الأصول التي جرى تصكيكها في الحسابات الختامية لمولد الأصول . من المؤكد ان مولد الأصول سيظهر تلك الأصول التي جرى تصكيكها (وهو يقوم الآن بخدمتها) على أنها خارج الميزانية Off balace sheet لكن الجهات المشرفة على عمل البنوك مثل البنك المركزي وكذلك مراجعي الحسابات الخارجيين لا يقتصر نظرهم في هذه المسألة على الشكل Form وإنما ينظرون إلى المضمون Substance ومن ثم فإن اختلاف وجهات النظر ربما يقع بين البنك (مولد الأصول) والجهات الاشرافية حول هذه المسألة. ومعلوم ان الكلمة الأخيرة في هذا المجال هي للجهات الاشرافية حتى لو تضمن ذلك حكماً شخصياً لأن المسألة تتعلق بالمضمون وليس بالشكل وقد ذكرنا آنفاً مثالاً على عمليات التصكيك تكون خارج الميزانية من الناحية الشكلية. ولكن لو دققنا النظر لوجدنا أنها في داخل الميزانية من حيث المخاطر. مثال ذلك تصكيك لديون

---

متمثلة في الايجارات لمبانٍ مملوكة للبنك ، ولكنها مستأجرة من قبل البنك مما يعني ان الديون في ذمة البنك فرجعت مرة أخرى إلى داخل ميزانية . إذا استقر في نظر الجهات الاشرافية ان الأصول الموضوعة شكلياً خارج الميزانية هي في الحقيقة مخاطر يتحملها البنك ترتب على ذها نتجتين الأولى ما يتعلق بكفاية رأس المال إذ يلزم عندئذ إرصاد ما يقابل هذه المخاطر في رأس المال البنك، والثانية وهي ليست مستقلة عن الأولى ان بإمكان حملة الصكوك في حالة حدوث الخسارة مقاضاة البنك لالزامه بالتعويض باعتبار أنه الملتزم الحقيقي بالدفع وان ظهر شكلياً انه مجرد خادم للتصكيك وان صلته بالأصول قد انقطعت بعد اخراجها من دفاتره . إذن إذا ثبت ان وجود الأصول المصككة خارج الميزانية هو شكل لا مضمون ترتب على ذلك انهيار عملية التصكيك من أركانها وأصبح لا معنى لها .

#### ٥- خطوات 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 هيكلًا مفصلاً لإصدار الاوراق المالية.

---

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

أ- 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.

ب- اخراج الأصول من دفاتر المصدر : تقوم البنوك (او مولدي الاصول)  
بانشاء مؤسسة ذات غرض خاص لتسجيل هذه الاصول في دفاترها.  
تتخير لذلك افضل الصيغ من الناحية الضريبية والقانونية وقد  
تصدر الورقة بحيث يكون حاملها مالكا للمنفعة Beneficial  
Owner للأصول. وحيانا تصدر الورقة كسند الدين وتجعل  
الاصول 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 مؤثراً على قدرتهم على استرداد اموالهم  
وكذلك ليطمئن مولد الاصول ان تدهور الجودة الائتمانية  
للورقة لن يترتب عليه تحمله للتعويض للمستثمرين.

ج- 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.

#### ٦- مواصفات الأصول المناسبة للتصكيك :

سواء كانت الأصول المراد تصكيكها ديون أو كانت أصولاً حقيقية فإنها يجب أن تتصف بصفات أساسية لا تصلح للتصكيك بدونها هي :

١- أن تكون أصولاً مولدة لتدفقات نقدية ولذلك نجد أكثر الديون ملائمة للتصكيك هي الديون الاستهلاكية مثل أقساط بيع السيارات أو أقساط البطاقات الائتمانية لأنها تولد تدفقات نقدية ويجب أن تكون التدفقات النقدية مستقرة بحيث تكون قابلة للتوقع Predictable لأنها إذا لم تكن كذلك صعب تصميم التدفقات النقدية لصكوك .

٢- أن تكون موثقة برهون مثل قروض تمويل المساكن الموثقة برهن المنازل ، وكذلك الحال في الصكوك التي تكون أصولها ممتلكات

---

مؤجرة كامنازل أو السيارات فإن ملكية ذلك الأصل تكون بقوة  
الرهن في الديون .

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 الوثائق المتعلقة بهذه  
الأصول متشابهة وكذا صيغ العقود وهيكل المنتجات المالية ، لأن  
الاختلاف يتولد عنه تباين في المخاطر .

٥- أن لا تكون أداء المحفظة التي تحتوي تلك الأصول معتمد على  
أداء مولد الأصول مثل إصدار صكوك محلها فروع البنك المولد  
للأصول أو آلات تصوير مؤجرة للبنك المولد للأصول وهو ما  
يشار إليه باللغة الإنجليزية Executory Contracts .

#### ٧- إدارة التدفقات النقدية :

تولد الأصول التي هي محل عملية التصكيك تدفقات نقدية ذات صفة  
معينة مثل أن تكون ديوناً مقسطة تدفع على دفعات شهرية متساوية أو  
دفعات غير متساوية يفصل فيها دفع الربح عن دفع رأس المال وهكذا . وفي

---

كثير من الأحيان نحتاج إلى اعطاء التدفقات النقدية للصكوك (أي ما يقبضه حامل الصك من إيراد) شكلاً مختلفاً عن التدفقات النقدية من الأصول المولدة لتلك الصكوك ولذلك ظهرت أشكال لهذه التدفقات منها:

أ- الأوراق المالية ذات المدفوعات المتماثلة : وقد اشتهرت باسمها باللغة الانجليزية وهو Pass-Through Securities وتكون المدفوعات الحامل الورقة المالية شبيهة أو متماثلة بالتدفقات النقدية من الأصول المصككة وتتضمن المدفوعات الشهرية الفائدة وأصل الدين كما هو الحال بالنسبة للأقساط التي يدفعها المقترض . ويكون لهذه المدفوعات جدولاً مشابهاً للجدول الخاص بالتدفقات النقدية .

ب- الأوراق المالية ذات المدفوعات غير المتماثلة : وقد اشتهرت باسمها الانجليزي Pay-Through Securities تتسم بعض الديون بتدفقات نقدية ذات فترتين الأولى هي فترة الديون الدوارة Revolving period والثانية فترة دفع أصل الدين مثال ذلك ديون بطاقات الائتمان فإن لها فترة يكون تدفقاتها النقدية هي

---

الفوائد فقط وهي فترة الائتمان المدور ثم يليها فترة دفع رأس المال . في هذه الحالة يمكن تصميم جدول للتدفقات النقدية لحملة الأوراق المالية مختلف عن التدفقات النقدية التي تولدها الأصول وذلك لأن حملة الأوراق المالية يفضلون دائماً أن تكون التدفقات النقدية منتظمة وقابلة للتوقع (Predictable) والحال أن التدفقات النقدية الفعلية من بطاقات الائتمان مثلاً غير منتظمة . ولذلك يصمم جدول للمدفوعات يمثل عائداً دورياً منتظماً على الورقة المالية مصدرة الفوائد على الديون المدورة وبعض تسديدات رأس مال القرض وما زاد من إيرادات تقوم خادم التصكيك . بشراء ديون جديدة به ثم يكون للورقة دفعة نهائية تمثل القيمة الاسمية لها ومصدرها مدفوعات رأس المال للقروض . وفي كثير نم الأحيان يتضمن هيكل التصكيك ضمان طرف ثالث للدفعة الأخيرة المذكورة في التاريخ المحدد لها وعندئذ تسمى Hard bullet أما إذا كان الدفع النهائية تعتمد على التدفقات النقدية الفعلية فإنها تسمى Soft bullet وفي هذه

---

الحالة يحدد تاريخين للورقة الأولى يسمى تاريخ التصفية المتوقع  
والثاني يسمى تاريخ التصفية النهائي .

#### ٨- المتطلبات القانونية لعمليات التصكيك :

أ- وجود قانون للتصكيك وقد عمدت بعض الدول إلى إصدار قانون  
خاص بالتصكيك ، وقد يكتفي "بتعليمات" تصدرها سلطة سوق  
المال لهذا الغرض .

ب- وجود قانون يسمح بإنشاء شركة ذات غرض خاص (SPV)  
والشركة ذات الغرض الخاص هي شخصية اعتبارية لها غرض  
واحد هو أن تكون مظلة قانونية تحتوي الأصول المولدة للدخل .  
وتختلف الشركة ذات الغرض الخاص عن الشركات  
والشخصيات الاعتيادية الأخرى في أنها :

١- لها غرض واحد فقط هو أن تمتلك تلك الأصول ولا  
غرض لها غير ذلك ولا يجوز أن يضاف إليها أغراض أخرى  
وتنتهي عمرها بانتهاء عمر تلك الأصول .

- 
- ٢- يجب عليها أن تعتمد على غيرها في كل ما تحتاج إليه من خدمات إذ لا يجوز لها أن يكون لديها موظفون .
- ٣- تمتع بالحصانة إذ لا يجوز إقامة القضايا عليها من قبل الأطراف الأخرى .
- ٤- ان تساوي أصولها خصومها .
- ٥- الوظائف الملقاة على عاتق الشركة ذات الغرض الخاص هي:

- تحصيل الأقساط .
- إدارة الحسابات المصرفية الخاصة بها .
- الملاحقة القضائية للمدينين المماثلين .
- مسك الدفاتر المحاسبية .
- إرسال التقارير إلى حملة الصكوك وإلى المؤسسات التصنيف ولا تباشر الشركة ذات الغرض الخاص إي من الوظائف التالية بنفسها وإنما معتمد اعتماداً كلياً على خادم التصكيك .

---

٦- الشركة ذات الغرض الخاص لا مالک لها ، والأصول المسجلة باسمها هي في الواقع مملوكة لحملة الصكوك ولكنها ملكية غير مباشرة وتسمى باللغة الانجليزية Equitable Ownership ، إي القانون يعترف بملكيتهم لهذه الأصول في المحاكم فقط أي في حال وجود قضية تعرض على القضاء . والمفترض أن لا يبقى لدى الشركة ذات الغرض الخاص بقية من أموال عند انتهاء غرضها ، ولكن ينص في نظامها أن أي ما يبقى يتبرع به إلى جهة خيرية .

#### أ- استقلالية الشركة ذات الغرض الخاص :

يجب أن توفر القوانين للشركة ذات الغرض الخاص الاستقلال القانوني على مولد الأصول وعن خادم التصكيك . وهو ما يشار إليه في أدبيات التصكيك بعبارة Bankruptsi Remote .

---

ولا يكفي وجود مراجع حسابات مستقل للشركة ذات الغرض الخاص بل يجب تصميم برنامج التصكيك بحيث لا يتضمن اعتماد أداء الأصول المملوكة لتلك الشركة على خادم التصكيك بحيث لا يتضمن اعتماد أداء الأصول المملوكة لتلك الشركة على خادم التصكيك أو مولد الأصول . فمثلاً يتناقض مع متطلب الاستقلال أن تقود بتصكيك آلات تصوير مؤجرة للبنك الذي يقوم هو بوظيفة خادم التصكيك . لأن هذا يعني ان العائد على الصكوك معتمد ليس على قيام خادم التصكيك بوظيفة التحصيل ولكن على قيامه بدفع أقساط الايجارات الواجبة عليه . هذا يعني أن هذه الأقساط أصبحت داخله في ميزانية ذلك البنك فلم يتحقق متطلب Bank Remote .

#### ب- التصنيف الائتماني :

لا يتصور نجاح عملية التصكيك بدون وجود جهة متخصصة في التصنيف الائتماني تقوم بإصدار تقويم ائتماني للصكوك . وترجع أهمية التصنيف الائتماني إلى أن المستثمرين يحتاجون



---

إلى جهة مستقلة تصدر حكمها على القوة الائتمانية للصكوك إذ لا يقبل حكم مولد الأصول ولا خادمها على هذه القوة . وتهتم مؤسسات التصنيف في تقويمها . ان الشركة ذات الغرض الخاص لا تتحمل إلا نوعين من المخاطر فقط هما : المخاطر الائتمانية ومنها يمكن تقدير احتمالية استرداد المستثمرين لأموالهم والثاني مخاطر السيولة وهي تتعلق باسترداد المستثمرين لأموالهم في الوقت المحدد ويجب على كل المخاطر الأخرى أن تبقى لدى مولد الأصول . لأن مولد الأصول عند بيعه تلك الأصول يقدم التأكيدات أن جميع المخاطر الأخرى قد تحملها مولد الأصول مثل المخاطر القانونية فإذا ثبت ان العقود المولدة للأصول تتضمن خللاً ترتب عليه عدم قدرة المستثمرين على استرداد أموالهم تلك مسؤولية مولد الأصول .

#### ٩- معالجة المعوقات القانونية

كان أحد أهم أسباب نجاح وسرعة انتشار التصكيك في الولايات المتحدة ان نظامها القانوني يسمح للناس بتطوير أي نوع من العقود يرغبون في الانخراط فيه ويصبح قانونياً بمجرد حصول

---

الرضا بينهم عليه. وفي النهاية للمحاكم الكلمة النهائية في  
حال الاختلاف بينهم. وهو النظام القانوني المسمى Common  
. Law

ليس الأمر مثل ذلك في فرنسا على سبيل المثال إذ لا يجوز  
للناس الانخراط في عقد من العقود ما لم يصدر من الجهة  
التشريعية قانون ينص على قواعد ذلك التعاقد ويكون أساساً  
للعلاقات التي تنشأ بينهم فتصبح قانونية لوجود ذلك القانون.  
وهو النظام القانوني المسمى Civil Law ولذلك احتاج الأمر في  
فرنسا إلى عدة سنوات قبل أن تتمكن المؤسسات المالية في اتمام  
عمليات التصكيك إذ لم يكن ذلك ممكناً إلا بعد اقناع الجهات  
الرسمية بضرورة سن قانون للتصكيك ومعلوم ما ستغرقه ذلك  
في عمل الحكومات ثم بمجرد صدور تلك القوانين تكون لظروف  
قد تغيرت بحيث تحتاج إلى مراجعة وتطوير .

وهذا معوق موجود في كثير من البلدان بما فيها المملكة العربية  
السعودية إلا أن الناس لا ينتظرون مثل ذلك إذا سنحت لهم  
الفرصة التجارية التي يرغبون في اقتناصها . ولذلك ظهر ما

---

يسمى "تصكيك الوحدات المالية الخارجية" Off share  
structers وفيها تتم عملية التصكيك من الناحية القانونية في  
احدى بلدان الملجأ الضريبي ويقتصر الترتيب القانوني في البلد  
التي توجد فيه الأصول المدرة للعائد على نقل الملكية إلى شخصية  
قانونية ومسجلة في وحدة خارجية في ذلك البلد .

---

## الفصل الثاني

### الجوانب الشرعية للتصكيك

أما الصكوك الإسلامية فلم تظهر إلا في مطلع هذا القرن الميلادي ، مع أن بدايات عملية التصكيك مثل جمع الأصول المؤجرة في وعاء واحد وتقسيمه إلى وحدات تباع إلى مستثمرين قد سبقت ذلك. لكن إصدار صكوك قابلة للتداول جاء في نحو سنة ..... عندما أصدرت مؤسسة نقد البحرين صكوكاً لتمويل الحكومة على صفة بيع أصول تملكها إلى شركة ذات غرض خاص يملكها المستثمرون ثم تأجير تلك الأصول على الحكومة وإصدار صكوك يمثل كل منها حصة مشاعة في ملكية الأصول ومن ثم يستحق جزءاً من الأجرة . ثم تلا ذلك إصدار صكوك إسلامية من قبل حكومة ماليزيا قابلة للتداول عالمياً ثم قام البنك الإسلامي للتنمية بإصدار صكوك وكذا حكومة قطر . وجميع هذه تعتمد على وجود أصول مؤجرة .

١- الصكوك في اللغة :

---

الصك (فارسي معرب) وهو الكتاب الذي يكتب في المعاملات والأقارير جمعه صكوك كفلس وفلوس وصكاك كسهام وسهام . وتجمع على أصك أيضاً . وهو أيضاً الورقة المكتوبة بدين (شرح النووي على صحيح مسلم ج ١٠ ص ١٧١) وقد عرف المسلمون قديماً الصكوك على صفة الورقة التي تخرج من ولي الأمر بالرزق لمستحقه بأن يكتب فيها لإنسان كذا وكذا من طعام وغيره.

## ٢- خطوات برنامج تصكيك منضبط شرعياً

يمكن تصميم برنامج لتصكيك أصول مؤجرة يكون مستوفياً للمتطلبات الشرعية على النحو التالي :

يشتمل هيكل برنامج التصكيك على المراحل التالية:

### أ- مرحلة توليد الأصول :

تبدأ الجهة التي سمينها "مولد الأصول" بإبرام عقود تأجير المعدات أو العقارات بناء على خبرتها ومكانتها في السوق وتؤجرها على جهات تتخيرها بعناية بعد اتباع إجراءات صارمة فيما يتعلق بالملاءة الائتمانية

---

وما إلى ذلك وفي هذه المرحلة يجب على مولد الأصول الالتزام  
بالمتطلبات التالية في نشاطها التجاري :

١- مجال النشاط : على مولد الأصول أن لا يؤجر الأصول محل  
الإيجار للاستخدام في عمليات انتاج 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- الاصلاحات والصيانة : القاعدة العامة هي أن مولد الأصول  
يتحمل كل النفقات المرتبطة بالصيانة الهيكلية التي تحتاج  
إليها الأصول المؤجرة بينما يتحمل المستأجر نفقة الصيانة  
الدورية أو الوقائية التي تحتاج إليها هذه الأصول .

٤- التأمين : يمكن النص في عقد التأجير على أن المستأجر مسؤول  
عن التأمين على الأصول المؤجرة له بشرط تحمل المؤجر  
باعتباره مالك الأصول، هذه الرسوم .

---

٥- الأجرة : ينبغي أن تكون الأجرة المتعاقد عليها مبلغاً ثابتاً كاملاً

مدة العقد، ولا تكون عرضة للتقلب استجابة لمؤشر أو مؤشرات خارجية (مثل لايبور) .

**ب- مرحلة بيع الأصول :**

يقوم مولد الأصول ببيع الوعاء المتضمن للأصول المؤجرة إلى الشركة ذات الغرض الخاص SPV 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 عليها ملكية تلك الأصول إلى المالك الجديد .

**ج- صفة عقود التأجير :**

هذه النقاط تتعلق بعقود التأجير الأساسية التي يبرمها مولد الأصول مع الأطراف المستأجرة :

١- الأصول القابلة للتأجير: ينبغي أن تتصف الأصول المؤجرة بقدرتها

على توليد المنفعة مع بقاء أصلها ، مثل الآلات والمعدات والعقارات

والسيارات والطائرات

- 
- ٢- الأجرة الكلية ومدة العقد: ينبغي أن يحدد العقد مدة التأجير والأجرة الكلية لكامل مدة العقد بطريقة نافية للجهالة .
- ٣- استحقاق الأجرة: يكون المؤجر مستحقاً للأجرة الكلية بمجرد إبرام العقد وهذا لا يمنع تقسيط الأجرة الكلية إلى دفعات بالاتفاق بين الطرفين في العقود ووضع جدول زمني لذلك .
- ٤- قابلية الأصل المؤجر للبيع: إن المؤجر باعتباره مالكا للأصل لديه الحق في بيع الأصل اما للمستأجر نفسه أو لأي طرف ثالث . لكن هذا الحق ينبغي النص عليه في العقد إذا كان البيع سيتم خلال مدة عقد التأجير .
- ٥- حق المستأجر في الانتفاع : معلوم أن استحقاق الأجرة للمؤجر رهين بقدرة الأصل 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- أعمال الصيانة والاصلاحات: ينبغي أن يتحدد في العقد كيفية توزيع أعمال الصيانة والاصلاحات التي قد يحتاجها الأصل وبصفة



---

عامّة تقع مسؤولية الاصلاحات الهيكلية على المؤجر إذا لم يكن  
الخلل بسبب تقصير المستأجر أو إهماله . بينما تقع مسؤولية  
الصيانة الدورية على المستأجر .

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

٨- الإجارة مع الوعد بالبيع : إذا تضمن العقد فقرة على أن الأصل  
سوف تؤول ملكيته بعد فترة محددة إلى المستأجر فذلك لا يحدث  
تلقائياً وإنما بناءً على انتهاء العقد الجاري ثم الدخول في عقد بيع  
جديد يبيع فيه المؤجر الأصل إلى المستأجر، والوعد بالبيع يمكن أن  
يصدر من المؤجر ولا 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 :

١- إعادة التأجير : من حق المستأجر ان يعيد تأجير الأصل إلى

طرف ثالث عند انتهاء مدة العقد لكن هذا الحق ينبغي

النص عليه في العقد باتفاق الطرفين .

٢- الاهتلاك المعتاد : لا يجوز ضامن المستأجر لسلامة الأصل من

الاهتلاك المعتاد نتيجة الاستخدام لأن الأجرة المستحقة

للمؤجر هي في مقابل ذلك الاستخدام . لكن من حق المؤجر

المطالبة بالتعويض عن سوء الاستخدام والاهمال أو التقصير

في أعمال الصيانة المتفق عليها .

د- مرحلة خدمة الصكوك :

لا مانع من تولي مولد الأصول وظيفة خادم التصكيك بعد أن يكون قد

أتم عملية بيع الأصول المؤجرة إلى الشركة ذات الغرض الخاص (SPV)

أو إلى (Trust) ويتضمن ذلك قيامها بالوظائف التالية :

---

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

٢- التصرف في الأصول المؤجرة باستردادها من المستأجر ثم بيعها أو إعادة تأجيرها بحسب ما اتفق عليه .

٣- تقديم التقارير الدورية من عملها وعن الوضع المالي الوعاء الممثل للأصول المؤجرة .

ويتولى مولد الأصول القيام بهذه الوظائف بصفته وكيلًا عن مالكيها الجديد وهو الشركة ذات الغرض الخاص ولا يجوز له باعتباره وكيلًا أن يقدم الضمان للمالك الجديد من ناحية درء الخسران عنه إلا في حال التعدي أو التفريط .

٣- الاعتراضات الشرعية على صيغ تصكيك الديون :

التصكيك الذي يجري في المعاملات التقليدية ، وهو ما أسهبنا في الحديث عن جوانبه الفنية آنفًا ، إنما يتعلق بالديون في الذمة ، وهي الديون المولدة من عمليات الاقراض لشراء المساكن أو شراء السيارات أو بطاقات الائتمان، وعملية

التصكيك بالصفة المذكورة لا تجوز . وليس هذا راجع إلى فكرة التصكيك وإنما مرده إلى أن الأصول التي يجري تصكيكها هي الديون<sup>(١)</sup> . ويمكن تلخيص الاعتراضات الشرعية على عملية التصكيك للديون فيما يلي :

أ- ان هذه الديون قائمة على القرض بزيادة وهو الربا الممنوع ولذلك ما معاملة أنبتت على ذلك فهي باطلة .

ب- ولا يعني هذا أن الديون لو كانت مولدة عن طريق التمويل بالمربحة ان التصكيك يجوز إذ يبقى فيها الاشكالات التالية .

١- في التصكيك بيع الدين إلى غير المدين وهو غير جائز أما البيع للمدين فلا بأس به لأنه في الحقيقة تعجيل لدفع الدين .

٢- ان فيه بيعاً للدين بأقل من قيمته الاسمية حتى لو أخذنا برأي من جعل الحوالة بيعاً للدين فصممنا عملية التصكيك على

أساس الحوالة يبقى ان الجدوى الاقتصادية لا تتحقق لحملة

---

١ - للفقهاء في مسألة بيع الدين أربعة أقوال الأول جواز تملك الدين من غير من هو عليه بعوض أو بغير عوض وهي رواية عن احمد ووجه عند الشافعية والثاني، لا يصلح تملك الدين لغير من هو عليه سواء كان بعوض أو بغير عوض لان البائع أو الوهاب 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 ملئاً 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 وافتي 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 يأخذ 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 تندرج تحت أي قول من هذه الأقوال، لان فيها بيع للدين قبل أجله لغير المدين بجنسه.

---

الصكوك إلا بشراء الدين بأقل من قيمته الاسمية بالحسم .

وهذا الحسم لا يجوز إذ هو من الربا .

٣- ومن أجاز بيع الدين لغير من عليه الدين اشترط إضافة إلى

مسألة ان يباع بدون حسم من قيمته الاسمية ان يكون الدين

حالاً والديون التي يجري تصكيكها مؤجلة غير حالة .

٤- قرار المجمع الفقهي الإسلامي بشأن بيع الدين :

أخذ المجمع الفقهي الإسلامي التابع لرابطة العالم الإسلامي قراراً في

دورته السادسة عشرة المنعقدة في مكة المكرمة ٢١ - ٢٦ / ١٠ / ١٤٢٢هـ، بشأن

بيع الدين هذا نصه :

"الحمد لله وحده ، والصلاة والسلام على من لا نبي بعده، ما بعد :

فإن مجلس المجمع الفقهي الإسلامي في دورته السادسة عشرة المنعقدة

بمكة المكرمة ، في المدة ٢١ - ٢٦ / ١٠ / ١٤٢٢هـ، الذي يوافق : ٥ -

١٠ / ١ / ٢٠٠٢م ، قد نظري في موضوع : (بيع الدين) ، وبعد استعراض

البحوث التي قدمت ، والمناقشات المستفيضة حول الموضوع، وما تقرر في

فقه المعاملات من أن البيع في أصله حلال لقوله تعالى : (وأحل الله البيع

---

وحرم الربا) ولكن البيع له أركان وشروط لا بد من تحقق وجودها ، فإذا تحققت الأركان والشروط وانتفت الموانع كان البيع صحيحاً ، وقد اتضح من البحوث المقدمة أن بيع الدين له صور عديدة منها ، ما هو جائز ، ومنها ما هو ممنوع، ويجمع الصور المتنوعة وجود أحد نوعي الربا: ربا الفضل ، و ربا النساء، في صورة ما ، مثل بيع الدين الربوي بجنسه، أو وجود الغرر الذي يفسد البيع، كما إذا ترتب على بيع الدين عدم القدرة على التسليم ونحوه، لنهيه صلى الله عليه وسلم عن بيع الكالئ بالكالئ. وهناك تطبيقات معاصرة في مجال الديون تتعامل بها بعض المصارف والمؤسسات المالية، بعض منها لا يجوز التعامل به لمخالفته للشروط والضوابط الشرعية الواجبة في البيوع، وبناء على ذلك قرر المجمع ما يأتي :

أولاً : من صور بيع الدين الجائزة : بيع الدين للمدين نفسه بثمن حال، لأن شرط التسليم متحقق ، حيث إن ما في ذمته مقبوض حكماً ، فانتهى المانع من بيع الدين الذي هو عدم القدرة على التسليم .

ثانياً : من صور بيع الدين غير الجائزة :

---

أ- بيع الدين للمدين بثمن مؤجل أكثر من مقدار الدين، لأنه صورة من صور الربا، وهو ممنوع شرعاً ، وهو ما يطلق عليه (جدولة الدين) .

ب- بيع الدين لغير المدين بثمن مؤجل من جنسه أو من غير جنسه ، لأنها من صور بيع الكالئ بالكالئ (أي الدين بالدين) الممنوع شرعاً .

ثالثاً : بعض التطبيقات المعاصرة في التصرف في الديون :

أ- لا يجوز حسم الأوراق التجارية (الشيكات ، السندات الأذنية ، الكمبيالات) لما فيه من بيع الدين لغير المدين على وجه يشتمل على الربا .

ب- لا يجوز التعامل بالسندات الربوية إصداراً ، أو تداولاً ، أو بيعاً لاشتمالها على الفوائد الربوية .

ج- لا يجوز توريق (تصكيك) الديون بحيث تكون قابلة للتداول في سوق ثانوية، لأنه في معنى حسم الأوراق التجارية المشار لحكمه في الفقرة (أ) .

---

رابعاً : يرى المجمع أن البديل الشرعي لحسم الأوراق التجارية، وبيع  
السندات ، هو بيعها بالعروض (السلع) شريطة تسلم البائع إياها عند  
العقد، ولو كان ثمن السلعة أقل من قيمة الورقة التجارية، لأنه لا  
مانع شرعاً من شراء الشخص سلعة بثمن مؤجل أكثر من ثمنها  
الحالي .

خامساً : يوصي المجمع بإعداد دراسة عن طبيعة موجودات المؤسسات  
المالية الإسلامية ، من حيث نسبة الديون فيها ، وما يترتب على ذلك  
من جواز التداول أو عدمه" .

#### ٥- 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 خادماً 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. فانتهيينا الى صيغة لتصكيك تنهض بحاجة الشركات وتوفر فرص استثمار جيدة للمستثمرين. اما تصكيك الديون فهو لا يصلح في النظام الإسلامي.

٦- أمثلة على بعض إصدارات الصكوك الإسلامية :

(أ) صكوك التأجير البحرينية :

---

صدر في البحرين بتاريخ ٢٠٠١/٩/٤م صكوك تأجير إسلامية بمبلغ (١٠٠) مليون دولار أمريكي لمدة خمس سنوات تنتهي في ٢٠٠٦/٩/٤م، 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 الاصدار وعدم تعارضه مع أصول الشريعة الإسلامية .

وقد جاء في ضوابط وشروط إصدارها ما يأتي : لا صكوك التأجير الإسلامية هي أداة مالية تمثل أصولاً في أصول حكومية (المخازن الحكومية) تصدرها مؤسسة نقد البحرين نيابة عن حكومة دولة البحرين بغرض إيجاد مجالات جديدة لاستثمار فائض الموارد المالية في المجتمع . وتمويل الانفاق الرأسمالي لمشروعات التنمية المختلفة . وتقوم حكومة دولة البحرين بموجب هذه الاصدار بطرح تلك الأصول على المستثمرين لشرائهم لها من الحكومة ، ثم تأجيرها إياها للحكومة بقسط تأجيري موضح أدناه . بموجب عقد إجارة منتهية بالتمليك

---

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 ٢٠٠١م لمدة خمس سنوات تنتهي في ٤ سبتمبر ٢٠٠٦م .

(٣) العائد المتوقع على الصكوك : يدفع عائد تأجير الأصول الممثلة لهذه

الصكوك كل ستة أشهر في كل من ٤ مارس و٤ سبتمبر من كل عام

خلال مدة الإصدار ، ويسري هذا العائد اعتباراً من بداية تاريخ

الإصدار في ٤ سبتمبر ٢٠٠١م . 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 الماليزية :

قامت إدارة الأمانة في بنك HSBC وهي الإدارة المعنية بالمصرفية الإسلامية بتصميم هيكل لإصدار الصكوك الماليزية التي تعد أحد أهم إصدارات الصكوك الإسلامية وكان ذلك في الربع الأخير من سنة ٢٠٠٢ م 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 ١٩٥٧ م لتمتلك الأراضي في ماليزيا .
- ٢- يقوم الأمين Trust بتأجير تلك الأراضي لمدة خمس إلى عشر سنوات إلى جهات حكومية أخرى .

---

٣- يقوم الأمين عندئذٍ 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 إيجارية أراد يخرجها 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  
وذاات جدوى للبنك في نفس الوقت. بل ان الباعث على إصدار الصكوك  
هو منح الدول الأعضاء فرصة الاستفادة من هذا التقييم 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 إصدار البنك التزاماً  
يتضمن كفالاته للمدينين الذين يتكون الوعاء من ديونهم 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 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 اصبحت مؤسسة خاصة  
منذ اوائل السبعينات.

Freddi Mac

المؤسسة الفدرالية لقروض المساكن :

Federal Home Loan Mortgage corporation

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

Revolving Credit

الديون الدوارة :

او المتجددة حيث يسمح للمدين (في مجال  
الاستهلاك) بان يسدد جزء من الدين ثم يعاد  
تجديد أجل الباقي بفائدة مستأنفة.



---

Equitable Ownership

ملكية غير مباشرة

وتسمى أيضاً

Beneficial

Ownership

Asset based securities

صيغة تمويل تقوم على إصدار سندات لجمع

الأموال لغرض انشاء مشروع ويكون حظ

حاملها مربوط بإيرادات المشروع وتختلف عن

عملية التصكيك المشهورة والتي تقوم على

Asset backed securities