

# الصكوك الإسلامية: البديل المشروع للسندات التقليدية

محاضرة مقدمة إلى ملتقى الهيئة الشرعية مع العملاء  
الذي ينظمه البنك الأهلي التجاري  
٢٠١١ / ٤ / ٥ م  
الخبر - المملكة العربية السعودية

د. محمد علي الفيزي

جامعة الملك عبدالعزيز (سابقاً)

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

الحمد لله وحده والصلاة والسلام على سيدنا محمد وعلى آله

وصحبه وسلم... أما بعد:

فإني سعيد غاية السعادة باللقاء بكم وأشكر المصرفية الإسلامية في البنك الأهلي التجاري على اتاحة هذه الفرصة لي للحديث إليكم في موضوع مهم من مواضيع الاقتصاد الإسلامي وهو الصكوك الإسلامية. وسوف نبدأ بالحديث عن سندات الدين التقليدية لنتقل بعد ذلك إلى الحديث عن الصكوك الإسلامية باعتبارها البديل المشروع للسندات.

ما هي سندات الدين التقليدية:

يمكن للشركات والحكومات إذا احتاجت إلى التمويل ان تقترض من البنوك ولكنها تفضل لأسباب ستوضح فيما بعد ان تقترض من

الجمهور وفي هذه الحالة تصدر ما يسمى بسندات الدين التي تباع على المستثمرين وتمثل عقد قرض، المدين فيه هو مصدر السندات والدائن حاملها وهي تتداول في الأسواق والبورصات. وهذه السندات قد جمعت شروراً كثيرة فهي قرض مشروط فيه الزيادة فهي ربا من ربا الجاهلية المقطوع بحرمة وهي تتداول والحال انها ديون وهذا ممنوع من الناحية الشرعية لأن الدين لا يباع بالحسم إلا لمن هو عليه. وقد صدر بتحريمها قرار المجمع الفقهي الإسلامي الدولي والمجامع الفقهية في كل مكان.

ورب قائل لم لا تصدر هذه الشركة أسهما جديدة كلما احتاجت إلى التمويل، بل لماذا لا تتمول من البنوك؟ وعلام تتجه لإصدار السندات؟

الجواب عن ذلك ان يقال: الشركات تسعى دائماً إلى تقليل التكاليف لأن هذا يحسن وضعها في المنافسة لبيع منتجاتها ويؤدي إلى زيادة ربحها ومعلوم ان التمويل المصرفي أكثر كلفة وأقصر في المدة مقارنة بالسندات، وهي لا تفضل إصدار أسهم جديدة لأن إصدار أسهم جديدة يعني دخول شركاء جدد مما يؤثر على حصص الشركاء الحاليين وعلى

عضوية مجلس الإدارة لا سيما انهم أي الشركاء الجدد سيكونون شركاء دائمين ما دامت الشركة وهذه أمور قد لا يحبذها ملاك الشركة الحاليين ولكن الأهم من ذلك ان إصدار الأسهم للحصول على التمويل مكلف من الناحية المالية أكثر من إصدار السندات لأن سندات الدين يدفع عنها فائدة والأسهم يدفع عليها أرباح والربح دائماً أعلى من الفائدة لذلك ترى الشركات انه أقل كلفة. يعني لو أصدرت السندات ل جاءت أقل كلفة. أضف إلى ذلك ان السندات مؤقتة وليست دائمة فهي تستمر خمس سنوات في الغالب ثم يجري إطفائها ومن ميزاتهما أيضاً ان حملتها يوفران التمويل ولكن لا يتدخلون في الأمور الإدارية ولا يشاركون في الجمعية العمومية... إلخ. وهذا أمر محبذ لملاك أي شركة.

هذا الوصف كله نظرنا إليه من منظور مصدر السندات أي الشركة التي تحتاج إلى تمويل، أما من منظور المستثمر في السندات أي الذي يشتريها فان السندات تتميز بانخفاض المخاطر لأنها دين مضمون على المصدر لا يتأثر بالتقلبات التي تقع في نشاط وإيرادات الشركة كما هو الحال في الأسهم التي تعد ذات مخاطر عالية. أضف إلى ذلك ان

العائد من الاستثمار في السندات عائد مستقر بخلاف الأسهم التي يتقلب العائد عليها بصورة حادة ارتفاعاً وانخفاضاً.

هذا كله بشأن سندات الدين التقليدية. ولكن ليس لنا ان نعمل بهذا النوع من السندات ولا نشتره أو نستثمر فيه لما فيه من محرمات فهي نقود بنقود مع الزيادة والتأجيل وذاك من الربا المحرم.

فإذا قيل: الحمد لله فلندع السندات لأهلها تكتفي شركاتنا الإسلامية ومستثمرونا الملتزمون بأحكام الشريعة بوسائل التمويل الأخرى يرد على ذلك انه - من الناحية المالية - فإن وجود التنوع في مصادر التمويل أمر جيد لأنه يزيد من نمو الاقتصاد وتعدد أدوات التمويل يزيد كفاءة الأسواق ويرفع معدلات الاستثمار وهذه السندات يوجد فيها الاشكال من ناحية المشروعية لكن لها نتائج مالية مفيدة لأنها تنهض بدور مؤثر من الناحية المالية على الاقتصاد والشركات فلا بد من إيجاد بديل لها لا سيما إذا كانت الشركات التي يقوم عليها شركاء ومديرين حريصين على الالتزام بأحكام الشريعة في أعمالهم ومعاملاتهم وينافسون في الأسواق المحلية والعالمية مع شركات لا تأبه بالحلال والحرام ولا تلتزم

بأحكام الشريعة فإن الشركات الإسلامية سوف تجد نفسها تفتقد هذا البديل فتصبح كلفة الأعمال عندها أعلى من منافسيها فتتضائل حظوظها في النجاح والتفوق، فاحتاجت إلى إيجاد البديل وهو الصكوك الإسلامية، لتحصل على مصادر رخيصة نسبياً للتمويل وتقوى في مضمار المنافسة. وكما أغنانا الله عز وجل عن الربا المحرم بالبيع وأنواع المعاملات المباحة فإن الشريعة ما سدت باباً للحرام إلا فتحت أبواباً للمباح والحلال لأن من سمات هذه الشريعة انها خير كلها وانها كما قال ابن القيم رحمه الله: حيثما وجدت المصلحة فثم شرع الله. فهي ليست قيوداً وأغلالاً على المسلمين ولكنها تمنع عن المسلمين ما فيه الضرر والمفسدة وتبيح لهم ما فيه خيرهم ومصالحتهم في أولاهم وأخراهم بعيداً عن الربا وعن كل كسب خبيث.

فإذا نظرنا إلى السندات التقليدية وجدناها في حقيقتها الفنية هي ببساطة أوراق مالية قابلة للتداول تتميز بأنها متدنية المخاطر وذات عائد قابل للتوقع والتقدير لانخفاض تقلبه وهذه أمور مطلوبة ولا محذور شرعي فيها إذا توصلنا إليها بطريقة مباحة. إذا كان الأمر كذلك

فإن بالإمكان تصميم أدوات مالية تحقق هذه الأغراض وتتصف بهذه الصفات دون الوقوع في كبيرة الربا.

وأول من عُني بإيجاد البديل المشروع للسندات الربوية هو المجمع الفقهي الإسلامي الدولي في دورة مؤتمره الرابع سنة ١٤٠٨ هـ عندما أصدر قراره بشأن صكوك المقارضة وهي صكوك قائمة على أساس عقد المضاربة. وعقد المضاربة كما لا يخفى هو عقد شركة في الربح بين شريك بالمال يسمى رب المال وشريكه بعمله أو إدارته ويسمى المضارب أو العامل ويتضمن قرار المجمع المذكور عناصر تحقق جميع المتطلبات الشرعية وكذلك المتطلبات الفنية التي جعلت للسندات عنصر تميز ضمن مصادر التمويل.

فصكوك المضاربة المذكورة التي وردت في قرار المجمع ليست ديناً إذ عرفها قرار المجمع بأنها تمثل ملكية حصة شائعة في مشروع يترتب لحاملها وهو المالك جميع الحقوق والتصرفات المقررة للمالك في ظل الشريعة الإسلامية، وهي كما نص القرار وحدات متساوية القيمة وقابلة للتداول. ولما كانت على سبيل المضاربة فإن حاملها وهو رب المال ليس له

ان يتدخل في الأمور الإدارية لمصدرها وهذا على أصل أحكام المضاربة. ويجوز ان تكون لها مدة بعدها يجري تصفيتها ورد رأس المال ان سلم إلى حملة الصكوك واقتسام ما يحصل من ربح سواء في نهاية المشروع (أو بصفة دورية على أساس التنضيق الحكيم) لأن الربح إنما يتحقق بعد تصفية أصول المضاربة أما تصفية حقيقية وفعلية أو تصفية حكومية على أساس الدفاتر. ولتحقيق مطلب تدني المخاطر أجاز المجمع ما سماه ضمان الفريق الثالث وهو وجود جهة مستقلة عن المضارب تضمن رأس المال لحملة الصكوك. وهذا وصف الصكوك التي اجازها القرار المذكور والتي تعد بحق بديلاً صالحاً للتطبيق. بهذه الطريقة أمكن إيجاد أوراق مالية قابلة للتداول لها مدة محددة تحصل من خلالها الشركة على التمويل ولا يتدخل حاملوا الأوراق في إدارة الشركة وهي دائماً تمثل ملكية أصول مولدة للعائد. فإذا كانت هذه الأصول تولد عائداً ثابتاً صارت العوائد الدورية على الصكوك قابلة للتوقع ومستقرة في الأجل القصير وكذلك سعر تداولها في الأسواق نظراً لما تمثله من أصول حقيقية.



وصدر قرار المجمع الفقهي الإسلامي الدولي وكذلك قرار هيئة المعايير للمؤسسات المالية الإسلامية بشأن صكوك الإجارة المنتهية بالتملك. وضمن صكوك الإجارة. يمكن للشركة أو المؤسسة الحكومية التي تحتاج إلى تمويل وهي تمتلك أصولاً قابلة للتأجير مثل مبنى الإدارة العامة للشركة أو معدات ومكائن .... إلى آخره ان تبيع هذه الأصول إلى حملة الصكوك وتنقل ملكيتها إليهم وتحصل منهم على مبلغ نقدي يمثل ثمن هذه الأصول ولها ان تنتفع بهذا المبلغ في مشاريعها الأخرى. فيصبح مصدر تمويل لها. ثم يمكن لها ان تستأجر هذا المبنى منهم بأجرة شهرية أو ربع سنوية لخمس أو عشر سنوات. والأجرة تكون ثابتة طوال مدة الإيجار كما يمكن ان تكون مربوطة بمؤشر مثل ليبور. وقد صدر قرار المجمع الفقهي الإسلامي الدولي بإجازة ربط الأجرة بمؤشر في حال الإيجارات الطويلة.

ويصدر عن حملة الصكوك وعد بان يبيعوا هذا الأصل إلى الشركة بعد انتهاء مدة الإجارة. من خلال هذه الصيغة تحقق جميع المطلوب لإيجاد بديل تام للسندات الربوية وأصبح لدينا أوراق مالية قابلة

للتداول لأنها تمثل حصصاً شائعة في ملكية أصل وهو المبنى المذكور ولها مدة هي مدة عقد الإجارة، وتعطي عوائد دورية ثابتة أو متغيرة ولكنها قابلة للتوقع وهي الأجرة التي يدفعها المستأجر، وهي متدنية المخاطر لأنها تمثل ملكية العقار ويمثل العائد فيها التزاماً على شركة ذات مكانة وسمعة حسنة.

منذ صدور أول صكوك في سنة ٢٠٠١م شهد العالم مئات الإصدارات من الصكوك في ماليزيا والامارات والبحرين والسعودية وإندونيسيا وباكستان بل أيضاً في هونج كونج وألمانيا وغيرها وجميعها بموافقات من هيئات شرعية. ويمكن القول ان ٨٠% (من حيث الحجم) من هذه الإصدارات كانت صكوك إجارة بالصفة التي ذكرناها قبل قليل.

ولكن ليست هذه هي الصيغة الوحيدة فقد صدرت أيضاً صكوك للمضاربة وصكوك للمشاركة وصكوك السلم وهكذا.

ومن أشهر إصدارات الصكوك في بلادنا صكوك شركة سابك التي اعتمدت على نقل امتياز التسويق التي تختص به شركة سابك بالنسبة

لشركاتها التابعة إلى حملة الصكوك ثم تدير نيابة عنهم عمليات التسويق. وصكوك شركة الكهرباء القائم على امتياز قراءة العدادات الممنوح للشركة بقرار من مجلس الوزراء وصكوك البنك الهولندي وهي صكوك مضاربة حيث يكون البنك مضارباً وحملة الصكوك أرباب مال والتي قبلها خبراء المراجعة المصرفية رأسمال المستوى الثاني للبنك.

ومؤخراً صدرت صكوك بنك الجزيرة التي تضمنت عدداً من الابداعات التي تثبت اننا إذا أردنا ان نواكب العصر في التطور المالي وسد الحاجات المشروعة للمستثمرين والتمولين فإننا نستطيع دائماً ان نتوصل إلى ذلك ضمن نطاق المباح والحلال من المعاملات المالية ولا نحتاج إلى مخالفة أحكام الشريعة لتحقيق ذلك. من هذه التطويرات مسألة لطالما أقلقنا مصدرى الصكوك إلا وهي مسألة التصنيف الائتماني. لقد اعتاد المستثمرون ان يكون للأوراق المالية ذات العائد الثابت تصنيف ائتماني يقيس معدل المخاطر في تلك الأوراق من قبل جهة متخصصة. لأن المستثمرين ليس عندهم القدرة على التعرف على مستوى المخاطرة إلا بتكاليف باهظة. إذا كانت الصكوك قائمة على

أساس الإجارة المنتهية بالبيع فإن التصنيف الائتماني ممكن لأن  
الإيجارات الدورية مبالغ تثبت في ذمة المستأجر بمجرد استهلاكه للمنافع  
ويمكن عندئذٍ تصنيف الصكوك لوجود الجانب الائتماني فيها وإذا  
تضمنت وعداً بالشراء فإن ثمن الأصل هو في المآل أيضاً التزام على  
الشركة المصدرة فصار قابلاً للتصنيف. أما في صكوك المضاربة فهذا غير  
ممكن لأن أحكام المضاربة تقتضي ان لا يكون رأس المال مضموناً على  
المضارب فلا يوجد عنصر ائتماني يمكن تصنيفه والحال ان المستثمرين  
يحتاجون إلى عنصر التصنيف كما ذكرنا آنفاً. ولذلك فقد اتجه النظر  
في صكوك بنك الجزيرة المشار إليها لأن يتضمن الإصدار (إضافة إلى عقد  
المضاربة) عقد مرابحة يترتب عليه ثبات جزء من المبلغ الكلي للإصدار في  
ذمة البنك المصدر حتي يكون ديناً قابلاً للتصنيف الائتماني دون ان يمثل  
في الابتداء حصة غالبية تمنع التداول لأنه إذا غلبت الديون على مجمل  
الأصول لم يجر تداول الصكوك بالبيع في الأسواق. وفي نفس الوقت  
تكون المرابحة بمعدل ربح يجعل ذلك الدين مساوٍ في نهاية مدة الصكوك  
لرأسمال المضاربة.

ولا حدود لقدرة المصرفية الإسلامية على التطوير والابتكار  
بإشراف هيئاتها الشرعية التي تحرص على ضبط معاملاتها بعيداً عن  
الربا والمحرمات المالية الأخرى. ومع ذلك فإن الكمال متعذر، ولم يزل  
النقص مستولٍ على أعمال البشر والأخطاء تقع دائماً ولا سبيل لإلغائها  
وان أمكن تصحيح ما يمكن تصحيحه منها. وفي البدايات الأولى وقعت  
بعض الأخطاء في بعض الإصدارات من ناحية التأكد من انتقال ملكية  
الأصول فعلياً إلى حملة الصكوك ممثلين بوكيل أو بشركة ذات غرض  
خاص إذ صدرت بعض الصكوك بناء على أصول ربما يقال فيها ان عقد  
البيع الذي ينبنى عليه تملك حملة الصكوك للأصول كان بيعاً صورياً غير  
حقيقي وترتب على ذلك آثار سلبية على فكرة الصكوك وفكرة الناس  
عنها.

ومما يثار بشأن الصكوك من بعض المشككين بأنها وان صدرت في  
بدايتها صكوك مضاربة أو مشاركة أو صكوك إجارة فإنها تنتهي إلى  
المدائنة فقال المنتقد: أليست بهذه الطريقة تصبح مثل سندات الدين؟

وهذا سوء فهم لحقيقة الصكوك. فصكوك المضاربة مثلاً هي صكوك تعتمد على عقد مضاربة وهو شركة في الربح كما أسلفنا وتبقى العلاقة بين حامل الصك وهو رب المال والمصدر وهو المضارب علاقة تحكمها أحكام المضاربة الشرعية فلا يضمن المضارب رأس المال ولا الربح.

ولكن من المعلوم ان المضاربة إذا انتهت مدتها ووقع التنضيف وحصلت القسمة لزم على المضارب (أي مصدر الصكوك) ان يرد رأس المال أو ما سلم منه والأرباح ان وجدت، يرد ذلك كله إلى رب المال فإن لم يفعل لم تعد يده على المال يد أمانة بل هو ضامن وتنقلب العلاقة بينهما عندئذ إلى علاقة دائن بمدين. وهذه من الأمور المقررة في فقه المضاربة وليس عليها خلاف بين الفقهاء وهي موجودة في الصكوك فهي لا تكون مداينة ابتداء وان انتهت إلى ذلك أحياناً. ولكن من الخطأ ان يحكم على الصكوك بأنها "سندات دين" لوجود هذا العنصر لأن هذا لا يتحقق إلا في المآل وفي حالات محددة، وعندما يحصل هذا التحول يتوقف تداول الصكوك فالدين بحد ذاته ليس محرماً ولكن الممنوع بيعه بالتداول.

وكذلك صكوك الإجارة فإن عقد الإجارة إذا انتهت مدته وقرر المستأجر شراء الأصل المؤجر فإن ثمن هذا الأصل يصبح ديناً في ذمته بعد اتمام عملية البيع وصدور الإيجاب والقبول بين الطرفين بطريقة مستوفية لشرائط الصحة ثم تضحى العلاقة بين المصدر وحامل الصك عندئذٍ علاقة دائن بمدين. ولكن ذلك إنما يقع في نهاية عمر الصك وبعد حصول البيع اما قبل ذلك فالعلاقة بينهما علاقة مؤجر بمستأجر يترتب عليها كافة الحقوق والالتزامات المعتادة في عقد الإجارة وعندما تتحول العلاقة إلى مداينة يتوقف تداول الصكوك لأنها تصبح في سبيل التصفية.

إخواني أرجو ان أكون قد قدمت لكم عرضاً واضحاً ومختصراً عن الصكوك وان لا أكون قد أطلت عليكم أو استأثرت بالوقت أكثر مما يجب .

والسلام عليكم ورحمة الله تعالى وبركاته .،،،،