

سُلْسلَةُ مَطَبُوعَاتِ الْمَجْمُوعَةِ الشَّرْعِيَّةِ (٣)

صَدْرُ الْمَوْلَى الْأَمِيرِ

| د. محمد بن علي الفَريِّ

صَدِّقُوا لِلْمُؤْمِنِينَ إِسْلَامِيَّةً

© دار الميمان للنشر والتوزيع، ١٤٤٠ هـ

فهرسة مكتبة الملك فهد الوطنية أثناء النشر

بن عيد، محمد بن علي بن إبراهيم القرى

صكوك التمويل الإسلامية / محمد بن علي بن إبراهيم القرى بن

عيد - الرياض، ١٤٤٠ هـ

مس: ٢٤٠×١٧ سـ

ردمك: ٩٧٨-٦٠٣-٨١٨١-٥٢-٢

١- الصكوك -٢- المعاملات (فقه إسلامي) أ. العنوان
١٤٤٠ / ٤٢٢٣
ديوي ٢٥٣.٩

رقم الإيداع: ١٤٤٠ / ٤٢٢٣
ردمك: ٩٧٨-٦٠٣-٨١٨١-٥٢-٢

جميع حقوق الطبع والنشر محفوظة لدار الميمان للنشر والتوزيع، ولا يجوز طبع أي جزء من الكتاب أو ترجمته لأي لغة أو نقله أو حفظه ونسخه على أية هيئة أو نظام إلكتروني أو على الإنترنت دون موافقة كتابية من الناشر إلا في حالات الاقتباس المحدودة بغير غرض الدراسة مع وجوب ذكر المصدر.

جرى تنضيد الكتاب وتجهيزه للطباعة باستخدام برنامج **أدوبي إنديزاين**، وإدراج الآيات القرآنية بالرسم العثماني وفقاً لطبيعة مجمع الملك فهد الأخيرة باستخدام برنامج «**مصحف النشر للإنديزاين**» الإصدار: **(متعدد الروايات)** وهي أداة برمجية **plug-ins** مطورة بواسطة شركة الدار العربية لتقنية المعلومات www.arabia-it.com

الصور مرخصة قانونياً من www.shutterstock.com

الخطوط وتصميم الغلاف : دار الميمان للنشر والتوزيع

الطبعة الأولى ١٤٤٠ هجري - ٢٠١٩ م

نشر مشترك



البريد الإلكتروني: info@DarAlMaiman.com

موقعنا على الإنترنت: www.DarAlMaiman.com

تابعنا على تويتر: [@DarAlMaiman](https://twitter.com/DarAlMaiman)

هاتف: +966 11 4627336

فاكس: +966 11 4612163

بناء الجزيرة
BANK ALJAZIRA

صِدْرُوكِيٌّ التَّمْوِيلُ الْإِسْلَامِيُّ

تأليف

د. محمد بن علي القرني

أستاذ الاقتصاد الإسلامي
في جامعة الملك عبد العزيز (سابقاً)
وعضو الهيئة الشرعية في بنك الجزيرة

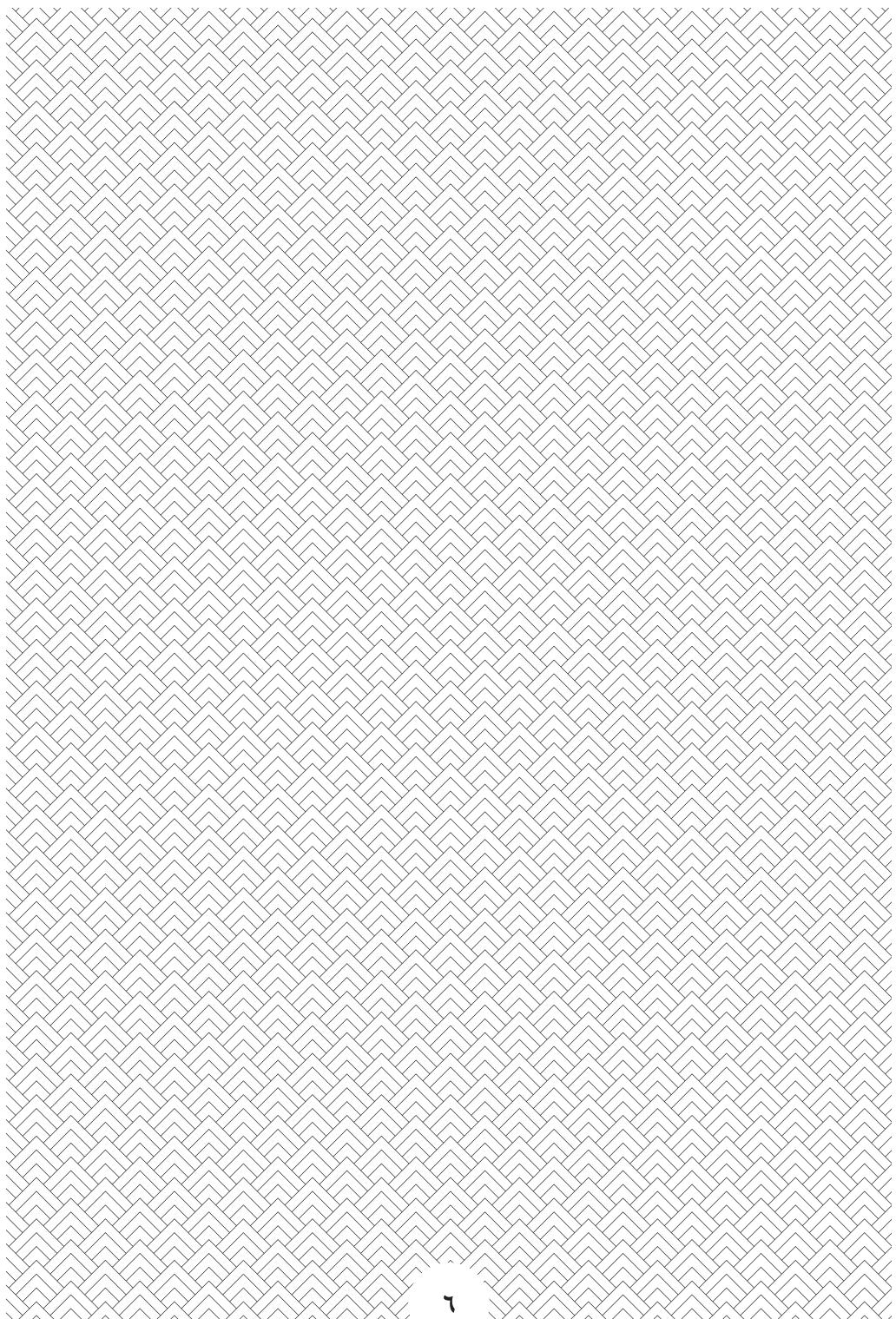






في سبيل نشر العلم والمعرفة ودعم الصناعة المصرفية الإسلامية؛ يهديكم
بنك الجزيرة هذا الإصدار داعماً ومساهماً في نشره.

الرئيس التنفيذي والعضو المنتدب
نبيل بن داود الحوشان



مُقَدَّمة

الحمدُ لله رب العالمين حمدًا كثيرًا طيبًا مباركًا فيه كما يحب ربنا ويرضى،
إِلْمَءَ السَّمَاوَاتِ وِإِلْمَءَ الْأَرْضِ وِإِلْمَءَ مَا شَيْءَ بَعْدُ، والصلوة والسلام على
شرف الأنبياء والمرسلين نبينا محمد وعلى آله وصحبه أجمعين ... وبعد:

قد لا يعلم الكثيرون أن الأوراق المالية ذات العائد الثابت كانت سابقةً في الظهور للأوراق المالية الأخرى بما فيها الأسهم بأكثر من مئة عام، وأن حجم الأوراق المالية ذات العائد الثابت في الأسواق اليوم هو ضعف حجم الأسهم على المستوى العالمي؛ ففي عام ٢٠١٦ كان حجم أسواق الأسهم عالميًّا نحو ٦٤ ترليون دولار، بينما كان حجم أسواق الأوراق ذات العائد الثابت أكثر من ١٠٠ ترليون دولار.

ومع ذلك، فإن المراقب للأسواق المالية يلاحظ أن اهتمام الناس بأسواق ومؤشرات الأسهم أكثر من اهتمامهم بالأوراق ذات العائد الثابت.

أما الفرق الكبير في الحجم فلعل مرده حقيقة إلى أن إصدار الأسهم مقتصر على الشركات والقطاع الخاص، أما الأوراق ذات العائد الثابت فإن الشركات تصدرها أيضًا لكن يشترك معها في ذلك الحكومات، وهي أكبر مصدر لها.

أما سبب اهتمام الناس بالأسهم أكثر من اهتمامهم بالسندات؛ فهو كثرة التقلبات في سوق الأسهم، الأمر الذي يحتاج إلى متابعة دائمة، والاعتقاد السائد أن تحرّكات الأسهم تكشف حال وصحة الاقتصاد والوضع الاقتصادي في البلد.

والصكوك تدرج تحت تعريف الأوراق المالية ذات العائد الثابت، والمقصود بالثابت بالنسبة للسندات الفائدة الدورية، أما في الصكوك فالمعنى بالثبات أن العائد فيها قابل للتوقع؛ لأنها مصممة لكي تحقق عائدًا مستقرًا للحملتها.

وقد أصبح للصكوك الآن أهمية بالغة، ليس أولى على ذلك من معدلات التموي التي تتحققها إصدارات الصكوك سنة بعد أخرى.

الصكوك أوراق مالية إسلامية، ولكن العمل بها لا يقتصر على المسلمين؛ فقد أصبحت بحق ظاهرة عالمية منتشرة انتشار دين الإسلام في العالم.

والقائمة التالية تمثل اتساع رقعة هذا الانتشار، فقد صدرت الصكوك من قبل الحكومات والشركات في البلدان التالية:

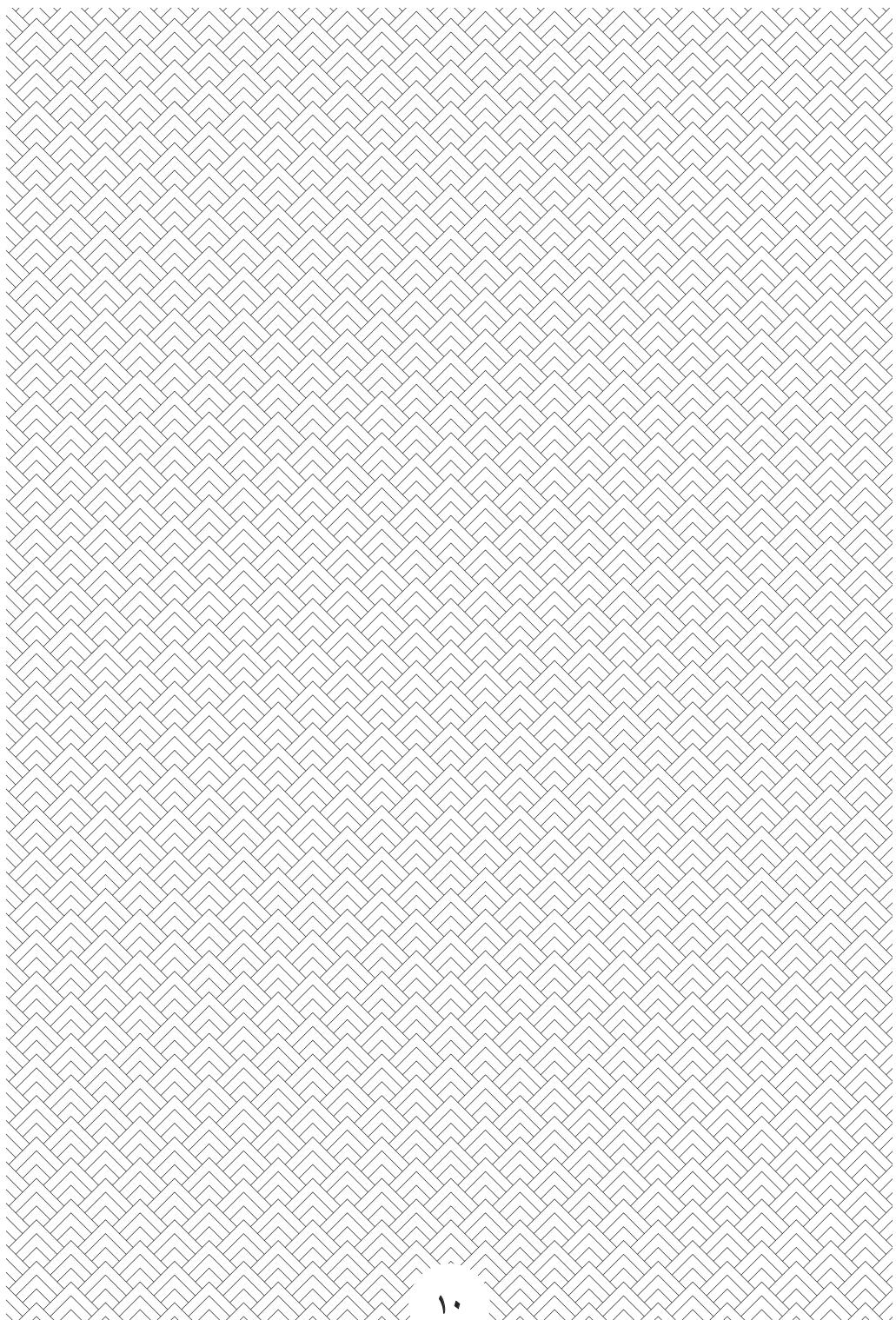
- | | | |
|------|---------------------------|---------------------------|
| - ١ | المملكة العربية السعودية. | ماليزيا. |
| - ٢ | | |
| - ٣ | البحرين. | الإمارات العربية المتحدة. |
| - ٤ | | |
| - ٥ | الكويت. | أندونيسيا. |
| - ٦ | | |
| - ٧ | جنوب إفريقيا. | السنغال. |
| - ٨ | | |
| - ٩ | نيجيريا. | المملكة المتحدة. |
| - ١٠ | | |
| - ١١ | اليابان. | الولايات المتحدة. |
| - ١٢ | | |
| - ١٣ | ألمانيا. | لكسومبرج. |
| - ١٤ | | |
| - ١٥ | هونج كونج. | باكستان. |
| - ١٦ | | |
| - ١٧ | تركيا. | قطر. |
| - ١٨ | | |
| - ١٩ | الأردن. | فرنسا. |
| - ٢٠ | | |

مقدمة

٢١ - السودان.
٢٢ - بروناي.

٢٣ - سنغافورة.
٢٤ - غامبيا.





تاریخ الصکوک

معنى الصک في اللغة:

الصک كلمة فارسية معربة، وهو الكتاب الذي يكتب فيه المعاملات والأقارير^(١)، وتجمع على أصله صک وصکوك وصکاک وآصک. قال في «لسان العرب»: (أصلها جك).

والصک في اللغة أيضاً: هو الورقة المكتوبة بدين، وكانت الأعطيات والأرزاق التي يكتبها الولاية للقضاة والعمال من بيت المال تسمى صکوکاً، قال في «لسان العرب»: (وكان الأرزاق تسمى صکاکاً؛ لأنها تخرج مكتوبة).

واستخدام الكلمة صکوك بهذا المعنى قديم يعود لعهد الخلفاء الراشدين، وقد تحدث عنها الفقهاء منذ ذلك الزمان. قال الباجي في «المتنقى شرح الموطاً»: (الصکوك: الرقاع، مكتوب فيها أعطيات الطعام وغيرها مما تعطيه الأمراء للناس، فمنها ما يكون بعمل؛ كأرزاق القضاة والعمال، ومنها ما يكون بغير عمل؛ كالعطاء لأهل الحاجة)^(٢). وقال النووي في «شرحه على صحيح مسلم»: (الصک: هو الورقة المكتوبة بدين)^(٣). وقال السرخسي: (الصک: اسم خالص لما هو وثيقة بالحق

(١) ومن معاني الفعل صک: أعلق وأطبق، وكذلك ضرب؛ كما في قوله تعالى: ﴿فَصَنَّكَتْ وَجْهَهَا وَقَاتَ﴾ [الذاريات: ٢٩].

(٢) المتنقى شرح الموطاً ٤ / ٢٨٥.

(٣) النووي، شرحه على صحيح مسلم ١٠ / ١٧١.

الواجب^(١). وفي «الموسوعة الفقهية الكويتية»: (الصلك هو ما كتب فيه البيع، والرهن، والإقرار، وغيرها).

الأوراق المالية والتجارية التي عرفها المسلمون قديماً:

الأوراق المالية والتجارية القابلة للتداول ليست أمراً جديداً في حياة المسلمين^(٢)، بل عرف المسلمون قديماً أنواعاً من الأوراق المالية التي كان بعضها قابلاً للتداول وبعضها غير قابل، وأخرى اختلف في جواز تداولها، واتخذت هذه الأوراق أسماء متعددة؛ منها: الصكوك، والبراءات، والأرذاق، والحظوظ، والجامكة.

وكان بيت المال الذي يمثل خزينة الحكومة يصدر منذ عهد الخلافة الراشدة سندات تمثل مدینونیة الخزينة لحامل السند، كما كان التجار يصدرون سندات تمثل ما بذمتهم للحكومة أو لتجار آخرين.

أولاً: صكوك الجار.

الجار ميناء قريب من مدينة جدة اندرث الآن، وكانت ترد إليه شحنات القمح والشعير وغيرها من الأرزاق من مصر وغيرها زمن الخلفاء الراشدين، وكانت المستودعات التي ترد إليها هذه الأرزاق في منطقة الجار؛ ولذلك فصكوك الجار المقصود بها تلك الصكوك التي تخول حاملها الحصول على (الرزق) من مستودعات الجار، بعض تلك الصكوك كان أعطيات وهبات من بيت مال المسلمين وبعضها رواتب للقضاة والشرط والعجند ونحوهم، وأول من أصدر صكوك الجار عمر بن الخطاب رضي الله عنه، وكان خليفة للمسلمين، وقد تدفقت الأموال والخيرات

(١) المبسط ١٨/٩٢.

(٢) وقد أخذها المسلمون من سبقهم، فقد أصدر حمورابي في زمانه قانوناً خاصاً بالكمبيالات حدد فيه سعر خصم الكميالة بما لا يزيد عن ٢٥٪ من قيمتها الاسمية.

في زمانه على الدولة الإسلامية بسبب الفتوحات؛ فأنشأ ديوان العطاء، وحصر أسماء المسلمين، وقدر الأعطيات لهم، ورواتب الجند، وكانت صكوك الجار مخصصة لأهل الحجاز، وكان في الكوفة مثيلاً لها لأهل العراق^(١).

(وقد ذكر في «الموطأ» بيع صكوك الجار، والمراد أنهم كان يكتب لهم أعطيات في صحائف - وهي الصكوك - فيبيعونها، فنُهي عن بيعها قبل قبضها لمن أعطيت له صلة - أي ليس مقابل عمل أو وظيفة - وهكذا رأى مالك الأزقاق التي كانت تفرض لآزواج النبي ﷺ، فيجوز بيعها قبل قبضها، ولكن ما فرض للقضاة والمؤذنين فإنه يمنع من بيعه قبل قبضه؛ لأنه في معنى عقود المعاوضة)^(٢).

إن المتأمل لصكوك الجار الموصوفة آنفًا يرى أن حقيقتها أنها سندات دين تصدرها الخزينة العامة لصالح بعض المواطنين، ولكنها لا ترجع إلى قرض افترضه بيت المال من حملة الصكوك، وإنما تمثل حقوقاً لهم على خزانة الدولة؛ ولذلك اختلف الفقهاء قديمًا في جواز بيعها، فقد جاء في «الموطأ» أن مالكًا بلغه أن صكوكًا خرجت للناس في زمان مروان بن الحكم من طعام الجار تباعي الناس تلك الصكوك بينهم قبل أن يستوفوها ، فدخل زيد بن ثابت رضي الله عنه ورجل من أصحاب رسول الله ﷺ على مروان بن الحكم فقالا: أتحلّ بيع الربا يا مروان؟! فقال: أعوذ بالله، وما ذاك؟ فقالا: هذه الصكوك تباعها الناس ثم باعواها قبل أن يستوفوها. فبعث مروان الحرس يتبعونها ويترزعنها من أيدي الناس ويردونها لأهلها)^(٣).

(١) انظر: سلام عبد الكرييم سميسن، السياسة المالية في التاريخ الاقتصادي الإسلامي، دار مجدهاوي للنشر - عمان ٢٠١٠ م.

(٢) شرح النلقين، للمازري ٢/٢٣٠، تحقيق الإسلامي.

(٣) أوجز المسالك إلى موطأ مالك، زكريا الكاندحاوي ١٢/٥٩٠، دمشق، دار القلم ٢٠٠٣.

وقد دار النقاش بين الفقهاء -عندئذ- بشأن تداول صكوك الجار، فالاصل عدم جواز ذلك، لأن صكوك الجار تمثل طعاماً ولا يجوز بيع الطعام قبل قبضه^(١)، إلا أن مالك رحمه الله أجاز بيع الصناديق من قبل من حصل عليها على صفة أعطيه من بيت المال وليس مقابل عمل، وأجاب رحمه الله عن سؤال: هل يجوز بيعها؟ (فقال: نعم؛ لأن ذلك ليس ببيع، وإنما أعطين عطاء يريد بحق وجب لهن لا عن عوض)^(٢)، أما لو كانت مقابل عمل؛ كأجور القضاة، أو كان بيعاً ممن اشتراها من أصحابها الأول الذي حصل عليها هبة، فإن التداول -عندئذ- لا يجوز.

وقال النووي في «شرحه على صحيح مسلم»: (وقد اختلف العلماء في ذلك، والأصلع عند أصحابنا جواز بيعها)^(٣). يعني البيع الأول.

لقد عرفنا بوجود صكوك الجار بسبب أن مدونات الفقه - وبخاصة المالكي - عُنيت بهذه المسألة وناقشتها من جانب حكم تداول الصكوك، ومن المرجح أن إصدار هذه الصكوك من بيت مال المسلمين استمر في أدوار الدولة الإسلامية بعد ذلك، إلا أن المؤرخين لم يعطوها ما تستحق من عناية.

ثانياً: البراءات.

جمع براءة، وهي الأوراق التي يكتبها ديوان الحاكم على العمال؛ حيث كانوا في الزمان القديم يلزمون ولادة المناطق بتوريد مبالغ معينة لخزينة الدولة في كل عام: مثل الخراج أو الزكاة، ويطلق الاسم أيضاً على سند الدين الذي يكتبه المدين على نفسه، وكذلك ما يكتبه السلطان لأصحاب الوظائف، فهي أشبه ما تكون بما يسمى

(١) أما كونها ديناً على بيت المال، فلم يكن مثاراً للنقاش لاختلاف الجنس في حال البيع.

(٢) البيان والتحصيل، لابن رشد الجد ٢٠٦/٧.

(٣) شرح صحيح مسلم ١٧١/١٠.

الكمبيالة في عصرنا هذا، جاء في «مجلة الأحكام العدلية» (المادة ١٧٣٧) : (البراءات السلطانية وقيود الدفاتر الخاقانية لكونها أمينة من التزوير معمولاً بها) ^(١).

قال في «إلاء السنن»: (جمع براءة، وهي الأوراق التي يكتبها الديوان على العاملين على البلاط بخط؛ كعطاء، وعلى الأكّارين ^(٢) بقدر ما عليهم، وسُمِّيت براءة؛ لأنَّه ييرأ بدفع ما فيها) ^(٣).

وقد اتجه الفقهاء قديماً بعدم جواز تداولها بالبيع للغرر؛ لأنَّها غير مأمونة، (ولا يجوز للجند من المرابطين وغيرهم بيع الطعام المرتب لهم على خدمتهم وعملهم إذا خرجت لهم به البراءات إلا بعد أن يقضوه ويستوفوه؛ لنعي النبي ﷺ عن بيع الطعام قبل أن يستوفي، بخلاف صكوك الجار التي كانت أعطيها أهل المدينة من مال الله الذي كان يُحمل من مصر في السفن إلى الجار على غير عمل يعلمونه، فتباعها الناس قبل أن يستوفوها، فجاز بيع الذين أقطعوا إياها، ولم يجز بيع المشتري لها؛ لنعي النبي ﷺ عن ذلك) ^(٤).

ثالثاً: الحظوظ.

الحظوظ جمع حظ، ويقصد به النصيب المرتب للإمام من الوقف ^(٥)، أي مقابل قيامه بوظيفة الإمامة. قال في «رد المحتار»: (بيع البراءات التي يكتبها الديوان على العمال لا يصح، بخلاف بيع حظوظ الأئمة؛ لأنَّ مال الوقف قائم ثمة) ^(٦). وقال في «رد المحتار» أيضاً: وهي (ما كان قائماً في يد المتولي من نحو

(١) مجلة الأحكام العدلية ١/٢ . (٢) الأكارين يعني الفلاحين.

(٣) التهانوي، إلاء السنن ١٤/٢٥١ .

(٤) مسائل أبي الوليد بن رشد، محمد الحبيب التجkanى ٢/١٢٨٨ .

(٥) المصباح المنير، وانظر الطحاوي على الدر ٣/٨ .

(٦) رد المحتار على الدر المختار ٧/٣٢ .

خبزاً أو حنطة قد استحقه الإمام^(١)؛ ولذلك يمكن للإمام أن يبيع محتوى ورقة الحظ من حنطة أو نحو ذلك قبل قبضه، وقد تسمى القطوط أيضاً.

رابعاً: الجامكية.

الجامكية لفظ فارسي معرب مأخوذة من جامه، وهي في الأصل الأجرة تدفع لمن يحفظ الثياب؛ لأن معنى جامه ثوب، ثم أطلقت على كل أجرة، وقيل: أصلها تركي، ومعناه (مرتب خدام الدولة). كما يقال جامكية للورقة التي تصدر من بيت المال أو من ناظر الوقف لصالح رجل له حق مالي على بيت المال، أو على وقف من الأوقاف، كما تعطي للطلاب في المدارس الواقية، وهي تشبه ما يسمى اليوم بالكمبيالة.

قال ابن عابدين عن صاحب «تنوير الأ بصار»: (سئل عن بيع الجامكية، وهو أن يكون لرجل جامكية في بيت المال ويحتاج إلى دراهم معجلة قبل أن تخرج الجامكية فيقول له رجل: يعني جامكيتك التي قدرها كذا بكذا أنقص من حقه في الجامكية، فيقول له: بعثك. فهل البيع المذكور صحيح أم لا؟ أجاب: إذا باع الدين من غير من هو عليه كما ذكر لا يصح)^(٢). والطريقة المذكورة تشبه ما يسمى اليوم: حسم (خصم) الكمبيالات، وذلك ببيع الدين المؤجل بمبلغ حوالٌ أقل منه، والفرق بينهما سعر الفائدة.

خامساً: السُّفْتَجَة.

السفتجة كلمة معربة عن الفارسية، ومعناها في الاصطلاح الفقهي: (قرض استفاد به المقرض أمن الطريق)^(٣). فالسفتجة ورقة تجارية يكتبها شخص يريد

(١) رد المحhtar على الدر المختار ٣٢ / ٧.

(٢) رد المحhtar على الدر المختار ٣٢ / ٧.

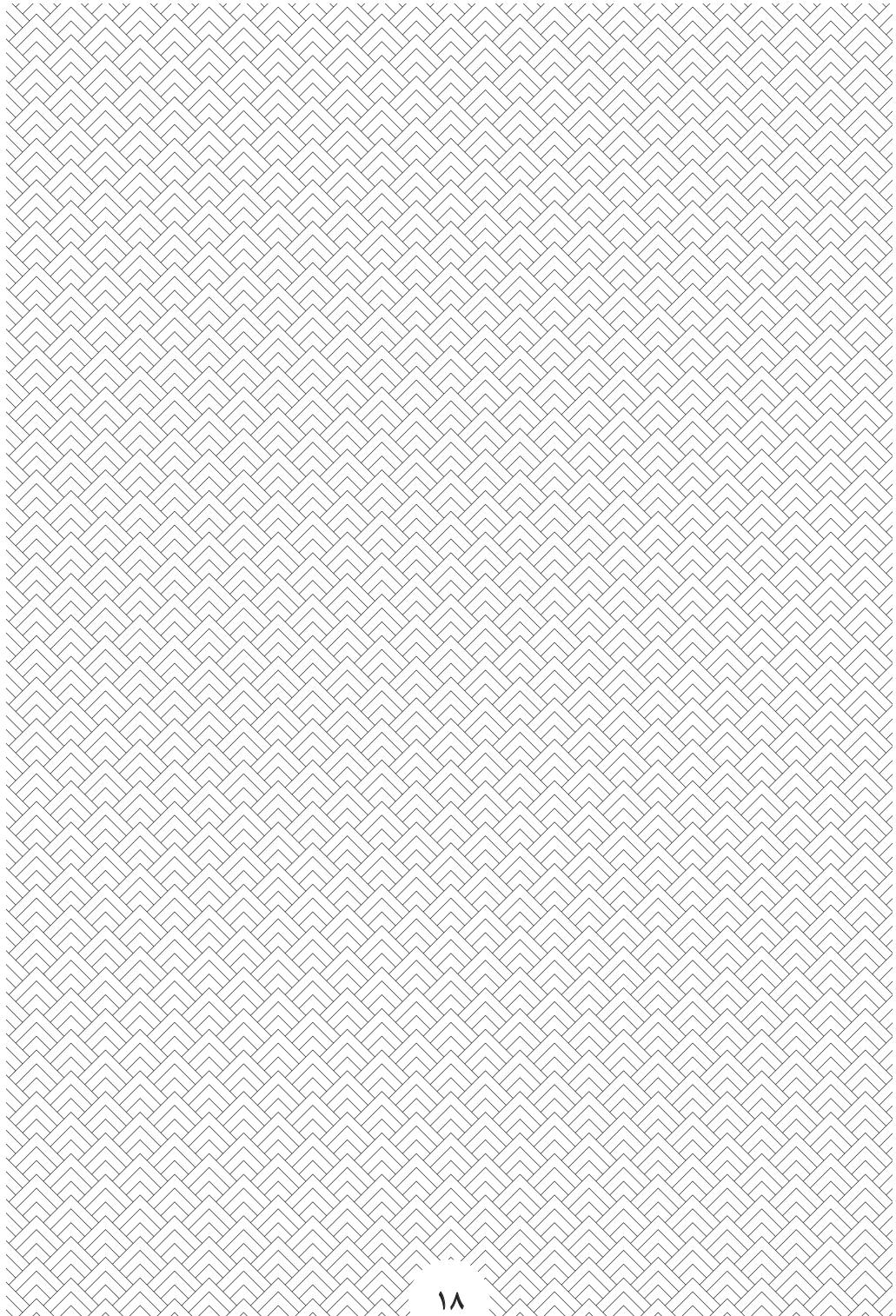
(٣) البحر الرائق شرح كنز الدقائق ٢٧٦ / ٦.

نقل الأموال من بلد إلى آخر ويستفيد أمن الطريق، فإذا أراد زيد السفر من مكة إلى بغداد وكان يحمل نقوداً يخشى عليها من السرقة في الطريق فإنه يذهب إلى أحد تجار مكة ويسلمه المبلغ على سبيل القرض، فيكتب التاجر له سفترة يأخذها معه وهي موجهة إلى تاجر في بغداد، فإذا وصل إليها قدمها إليه وقبض نقوده واستفاد أمن الطريق، فهي بهذا المعنى ورقة تجارية تشبه ما يعرف اليوم باسم الكمبيالة القابلة للتظليل، وقد اختلف الفقهاء قديماً في حكمها؛ لأن فيها شبه القرض الذي يجر نفعاً؛ إذ المقرض يستفيد أمن الطريق، إلا أن أكثرهم يجيزها للحاجة، وأن النفع للمقرض لا يترتب عليه ضرر على المقترض، ول فعل بعض الصحابة لها.

سادساً: العهدة.

والعهدة هي الصك المكتوب فيه الثمن؛ ولذلك تحدث الفقهاء قديماً عن ضمان العهدة، والمقصود به ضمان الثمن، وإنما عبر عنه بالوثيقة أو الصك المكتوب فيه الثمن، والمقصود بضمان العهدة: ضمان الثمن للمشتري إذا ظهر المبيع مستحقاً أو معييناً أو نحو ذلك.





صكوك التمويل الإسلامية

تعود فكرة صكوك التمويل الإسلامية حديثاً^(١) إلى السبعينيات من القرن الميلادي المنصرم، ويمكن أن تُنسب إلى د. سامي حسن حمود^(٢)، الذي أعدَ دراسة مشروع قانون البنك الإسلامي الأردني ١٩٧٨ م، حيث ذُكرت لأول مرة في عقد تأسيس ذلك البنك؛ حيث نص في المادة ١٩ من العقد على الصكوك، ثم ورد أيضاً في القانون الصادر بتأسيس البنك المذكور في عام ١٩٧٨ م النص على إمكانية إصدار البنك لصكوك على أساس المشاركة أو المضاربة المخصصة.

ثم صدر في الأردن بعد ذلك قانون (سندات المقارضة) المؤقت رقم ١٠ سنة ١٩٨١م، وكان للدكتور سامي حسن حمود مساهمة مهمة فيه بمشاركة وزير الأوقاف -عندئلـ- د. عبد السلام العبادي، وكان الغرض منها بصفة أساسية تثمير ممتلكات الأوقاف وتوفير التمويل لذلك عن طريق الحصول عليه من حملة الصكوك، وإن كان القانون قد نص على جهات أخرى يمكنها إصدار السندات، مثل: البلديات والمؤسسات العامة ذات الاستقلال المالي، ومع ذلك فإن التطبيق له لم ير النور.

واستمر اهتمام وزارة الأوقاف الأردنية بإيجاد سبل لتمويل إعمار ممتلكات

(١) بقدر ما نعلم.

(٢) وللدكتور سامي حسن حمود رحمه الله بضمات واضحة على المصرفية الإسلامية؛ فهو أول من استطاع أن يطور عقد المرابحة على صفة هيكل تمويل يتضمن الوعد بالشراء وهامش الجدية والمرابحة لتكون بدليلاً عن القروض الربوية، وكان المنتج الذي استطاع أن يخرج المصرفية الإسلامية إلى حيز الوجود بعد أن كانت نظريات في بطون الكتب.

الأوقاف؛ ولذلك صدر قانون آخر بعد ذلك القانون المؤقت، وذلك في سنة ١٩٨٦ م، إلا أن القانون تضمن بعض الأمور المختلفة عليها من الناحية الشرعية، مثل: ضمان المصدر للقيمة الاسمية للصكوك، فما كان من وزارة الأوقاف الأردنية إلا أن استفتت المجمع الفقهي الإسلامي الدولي بشأن أوراق مالية تزمع إصدارها على أساس المضاربة، وذلك لغرض تثمير ممتلكات الأوقاف بطريقة مشروعة ومتكررة. وقد عقد المجمع الفقهي الإسلامي الدولي بالاشتراك مع البنك الإسلامي للتنمية ندوة لهذا الغرض، عرضت فيها أبحاث عدة، وانتهت إلى توصيات بشأن تعريف صكوك المقارضة، وقابليتها للتداول وأوجه استثمار أموالها وطريقة تصفيتها، ثم عرضت هذه التوصيات على المجمع الفقهي في دورة مؤتمره الرابع بجدة في ١٨-٢٣ جمادى الآخرة ١٤٠٨ هـ، الموافق ١١-٦ فبراير ١٩٨٨ م، وصدر قرار المجمع بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار؛ حيث بيّن فيه الصيغة المقبولة شرعاً لصكوك المقارضة^(١).

ولكن لم تكن تلك الصيغة قابلة للتطبيق من المنظور المالي؛ إذ إن معدل المخاطر فيها لا يغري المستثمرين على الإقدام عليها، ولعل هذا هو سبب عدم إصدار وزارة الأوقاف الأردنية الصكوك المذكورة، وبقيت الفكرة خارج نطاق التطبيق، إلا أن البحوث والمناقشات لم تتوقف بشأن الصكوك حتى خرجت إلى النور.

لم يكن أول إصدار لصكوك التمويل الإسلامي في الأردن، على الرغم من تلك الجهود العلمية والقانونية التي سبقت بها الأردن جميع الدول الإسلامية، وإنما كان في ماليزيا من قبل شركة شل الماليزية للبترول في سنة ١٩٩٠ م، وكانت صكوكاً قائمة على عقد المرابحة بمبلغ ١٢٥ مليون رنجت^(٢)، ومن الجلي أن الانتقال من سندات الدين إلى صكوك المرابحة لم يكن بالضرورة قفزة كبيرة. وفي سنة ١٩٩٤ م،

(١) قرار المجمع رقم ٣٠ (٤/٣) بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار.

(٢) *Sukuk Market and its recent development Prof. Azim Omer IRTI 2015 p.3*

أصدرت شركة كاقamas - وهي شركة مختصة بتوريق ديون شركات التمويل العقاري في ماليزيا - صكوك المضاربة بمبلغ ٣٠ مليون رنجلت. في سنة ٢٠٠٠م أصدرت حكومة السودان صكوك مشاركة بمبلغ ٧٧ مليون جنيه سوداني.

وفي سبتمبر ٢٠٠١، أصدرت حكومة البحرين بواسطة مؤسسة نقد البحرين^(١)، أول صكوك سيادية بالدولار، وكان حجم الإصدار ٢٥٠ مليون دولار لمدة ٥ سنوات، وكانت صكوكاً قائمة على الإجارة.

تعريف صكوك التمويل الإسلامية:

كانت عملية تطوير صكوك التمويل الإسلامية تجري على أرضية محاولة إيجاد أدلة مالية بديلة عن سندات الدين الربوية؛ ولذلك فقد كانت تتتجاذبها قوتان:

الأولى: محاولة تقليل المخاطر فيها إلى حد أن يكون استرداد رأس المال بالنسبة لحامليها أمراً مؤكداً.

والثانية: جعلها متوافقة مع المقتضى الشرعي بأن تحمل صفة الاشتراك في المخاطر والأرباح، ويمكن تلمس ذلك من استعراض تعريف صكوك التمويل الإسلامية ابتداءً من نصوص عقد تأسيس البنك الإسلامي الأردني في سنة ١٩٧٨ م حتى يوم الناس هذا.

أ- تعريف الصكوك في قانون البنك الإسلامي الأردني:

ورد التعريف التالي للصكوك (وسُمِيتُ عَنْدَهُ - سندات المقارضة) في
قانون البنك الإسلامي الأردني الصادر سنة ١٩٧٨ م: (سندات المقارضة: الوثائق
الموحدة القيمة والصادرة عن البنك بأسماء من يكتتبون فيها مقابل دفع القيمة

(١) والتي سميت فيما بعد مصرف البحرين المركزي CBB.

المحررة على أساس المشاركة في نتائج الأرباح المحققة سنويًا حسب الشروط الخاصة بكل إصدار على حدة).

بـ-تعريف الصكوك في قانون سندات المقارضة الأردني:

وعندما صدر قانون سندات المقارضة رقم ١٠ لسنة ١٩٨١ م، ورد فيه التعريف التالي للصكوك: (الصكوك:

أـ-تعني سندات المقارضة: الوثائق المحددة القيمة التي تصدر بأسماء مالكيها مقابل الأموال التي قدموها لصاحب المشروع بعینه بقصد تنفيذ المشروع واستغلاله وتحقيق الربح.

بـ-يحصل مالكو السندات على نسبة محددة من أرباح المشروع، وتحدد هذه النسبة في نشرة إصدار السندات، ولا تتبع سندات المقارضة أي فوائد، كما لا تعطي صاحبها المطالبة بفائدة سنوية محددة).

جـ-تعريف المجمع الفقهي الإسلامي الدولي:

جاء في قرار المجمع الفقهي الإسلامي الدولي رقم (٣٠ / ٥ / ٤) الصادر في ١١/٢/١٩٨٨ م. تعريفاً للصكوك جاء فيه: (سندات المقارضة: هي أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس مال القراضن (المضاربة) بإصدار صكوك ملكية برأس مال المضاربة على أساس وحدات متساوية القيمة ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصاً شائعة في رأس مال المضاربة وما يتحول إليه بنسبة ملكية كل منهم فيه، ويفضل تسمية هذه الأداة الاستثمارية: صكوك المقارضة).

دـ-تعريف هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية:

ورد في المعيار رقم (١٧) بعنوان صكوك الاستثمار الصادر عن الهيئة بتاريخ

٧ ربيع الأول ١٤٢٤ هـ / ٥ / ٢٠٠٣ م التعريف التالي: (الصكوك: وثائق متساوية القيمة تمثل حصة شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو موجودات في مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك ووقف باب الاكتتاب، ويده استخدامها فيما أصدرت من أجله).

هـ- تعريف مجلس الخدمات المالية الإسلامية للصكوك:

عرفها مجلس الخدمات المالية الإسلامية (IFSB) بأنها: (شهادات تمثل حصة حاملها في ملكية الأصول التي صدرت الصكوك بناء عليها حيث يتمتع حامل الشهادة بجميع الحقوق ويتحمل جميع الالتزامات المتصلة بتلك الأصول)^(١).

و- تعريف الصكوك في قانون الصكوك المصري الجديد:

(أوراق مالية اسمية متساوية القيمة تصدر لمدة محددة لا تزيد عن ثلاثين عاماً، تمثل كل منها حصة شائعة في ملكية أصول أو منافع أو موجودات أو مشروع معين أو التدفقات النقدية له وفقاً لما تحدده نشرة الاكتتاب العام أو مذكرة المعلومات بحسب الحال).

ز- تعريف قاموس صحيفة فايننشال تايمز المالي للصكوك:

وعرفها قاموس صحيفة فايننشال تايمز للصكوك بأنها: (تمثل الصكوك حصة مشاعة في ملكية أصول حسية متصلة بربح متوقع أو نشاط استثماري)^(٢).

IFSB defecation Sukuk: (١)

(Certificates that represent the holder's proportionate ownership in an under sided part of the underlying asset, where the holder assumes all rights and obligations to such asset).

(٢) قاموس صحيفة فايننشال تايمز .Financial Times Lexicon Dictionary

تعريفنا للصكوك:

صكوك التمويل الإسلامية هي: شهادات (أوراق مالية) قابلة للتداول تمثل ملكية حاملها لحصة مشاعرة في أصل حقيقي مذرٌ للعائد، وتتسم بانخفاض معدل المخاطر، واستقرار التوزيعات الدورية واسترجاع القيمة الاسمية للصك في نهاية المدة.

شرح التعريف:

١ - أنها شهادات:

والشهادة وثيقة إقرار، إلا أن ذلك لا يعني ضرورة أن يكون لها وجود حسي على صفة أوراق أو نحو ذلك، ويكتفي أن يكون لها سجل عام، وأنها وحدات متماثلة يحصل القبض فيها بعد الشراء بإيداعها في محفظة المالك أي الحساب المخصص له عند أمين الاستثمار.

٢ - القابلية للتداول:

التداول هو الانتقال من يد إلى يد، والمقصود قدرة حملة الصكوك على بيعها في أسواق منظمة؛ كالبورصة، ويقتضي هذا إدراجها في السوق بعد اعتمادها من قبل إدارة السوق التي تأكدت من استيفائها لشروط الإدراج، كما يقتضي التداول استيفاءً لأصول الصكوك للمتطلبات الشرعية للتداول من جهة أنها لا تكون ديونا وإنما يغلب عليها الأصول الحقيقة.

٣ - أنها تمثل أصولاً حقيقية:

والمقصود بالأصول: يعني الأموال؛ مثل: العقارات، أو الموجودات الأخرى؛ كالمنافع، والحقوق، والمشاريع تحت الإنشاء ... إلخ،

وهذه من الفروق الأساسية بين الصكوك والسنادات؛ ارتباط الصكوك بأصول عينية أو حقوق أو منافع، بينما أن السنادات مرتبطة بذمة المصدر، ويحصل الملك لحملة الصكوك عن طريق الشراء من المصدر أو من سواه، ويكون هذا الشراء بعقد بيع حقيقي *True sale contract*، وهو العقد الناقل للملكية.

ويجب التفريق هنا بين الملكية والتسجيل، فالملك يحصل بالإيجاب والقبول الواقع على أصل يملكه البائع وقت البيع، أما التسجيل فهو توثيق هذا الإيجاب والقبول عن طريق تضمينه في سجل عام مخصص لمثل هذه المعاملات والصكوك الصادرة، في ظل القوانين الأنجلوسكسونية التي تعتمد التفريق بين الملكية العدلية والملكية القانونية أو التسجيلية، ولكن ما هي، والحال هذه العالمة التي نعرف بها أن الملك قد تحقق لحملة الصكوك؟ الجواب هو: إذا كان حملة الصكوك يتحملون جميع المخاطر ويحصلون على جميع العائد من الأصل يمكن القول -عندئذ- أن الإيجاب والقبول قد تتحقق بناء عليه انتقال الملك لهم.

- ٤ ذات مخاطر متعددة:

والمقصود بالمخاطر: هو احتمال لا يسترد حملة الصكوك رأس مالهم ولا يحصلون على التوزيعات الدورية، كما وردت في الجدول المعد لذلك، وكلما ارتفع هذا الاحتمال دل على زيادة المخاطر، والصكوك بصفة عامة ذات مخاطر أقل نسبياً من مخاطر الأوراق المالية المشابهة؛ كالأسهم، لأن العائد الموزع دورياً قابل للتوقع (ليس كالأسهم) واسترداد رأس المال شبه مؤكداً، وسوف نرى فيما بعد كيف يتبنى مصدر رأس المال الصكوك إجراءات وترتيبات الغرض منها تخفيض معدل المخاطر في الصكوك.

الفرق بين إصدار الصكوك والتصكيك:

قد يختلط على البعض الفرق بين عملية إصدار الصكوك وعملية التصكيك؛ إذ بينهما شبه كبير وكلاهما ينتهي إلى صكوك تتداول في الأسواق، والفرق بينهما دقيق، فعندما تصدر الشركة الصكوك فإنها تصدر أوراقاً مالية ذات مخاطر مرتبطة بالشركة، تحصل من المستثمرين على الأموال لتمويل مشروع معين، فتلك تسمى عملية إصدار الصكوك، أما عندما تجمع بعض الأصول المملوكة لها في وعاء؛ مثل: سيارات مؤجرة، أو منازل، أو معدات، أو خليطاً من الديون والأصول الحقيقة (تغلب فيها الأصول الحقيقة)، وتجعله في مؤسسة ذات غرض خاص، وتصدر المؤسسة ذات الغرض الخاص بناء عليه الأوراق المالية التي تمثل ملكية حصة مشاعة في ذلك الوعاء، ثم تقوم المؤسسة ذات الغرض الخاص بإخراج هذه الأصول من دفاتر الشركة عن طريق شرائها منها، ودفع حصيلة الصكوك إليها ثمناً لها، فهذه عملية تصكيك؛ لأن حامل الورقة المالية يتحمل مخاطر ذلك الوعاء، وتسمى *securitization* أي تصكيك الأصول. وقد استقر في لغة المعاملات أن تسمى هذه: صكوك معتمدة على الأصول *Asset based sukuk*، بينما يسمى النوع الأول: أصول مغطاة بالأصول *Asset backed sukuk*.



حاجة الأسواق إلى أنواع من الأوراق المالية

الأسهم العاديّة (*common stock ordinary shares*) هي أشهر الأوراق المالية وأكثرها تداولاً في الأسواق المالية في هذه المنطقة من العالم، لكن الأسواق المالية لا يمكن أن تقوم على الأسهم العاديّة فقط؛ فالمسثرون (جانب الطلب) والمتمولون (جانب العرض) في حاجة إلى أوراق مالية متنوعة، ولا تستطيع الأسهم العاديّة تلبية جميع أغراض وفضائل ورغبات المتعاملين في الأسواق، وعندما نقول: متنوعة، فنحن نقصد ما جرى عليه عرف الناس من **تصنيف الأوراق المالية** بحسب معدل (المخاطر).

وبناء على (معيار الخطر) تصنّف الأوراق المالية إلى ذات مخاطرة عالية، مثل: الأسهم العاديّة؛ لما يتتبّع ثمنها والعائد منها من التقلبات الحادة والكثيرة، ولأنّها أكثر مكونات هيكل رأس مال الشركة تأثراً بوقوع الخسائر، وعلى النقيض الآخر سندات الدين المؤثقة برهن (بالنسبة للشركات) أو أذونات الخزينة (للحوكمة)، فهي أقل الأوراق المالية مخاطرة لما تميّز به من العائد الثابت، بحيث تكون تدفقاتها النقدية قابلة للتوقّع بطريقة يعتمد عليها للتخطيط المستقبلي. وفي نفس الوقت فإن توسيعها برهن يعني أنها معزولة عن الخسائر التي قد يتعرّض لها المصدر، وبالنسبة للحكومة فإن الحكومات لا تفلس، وبين هذين النوعين من الأوراق المالية أنواع من الأوراق الأخرى مثل أسهم التميّز بأنواعها والسداد غير المؤثقة برهن ... إلخ.

لكل نوع من الأوراق المالية وظيفة تختلف عن الأوراق الأخرى، وهي ترضي تفضيلات فئات مختلفة من مصدري الأوراق المالية ومن المستثمرين فيها.

حاجة الشركات إلى إصدار السندات:

رب قائل: لماذا تصدر الشركة (جانب الطلب على التمويل) سندات الدين ولا تصدر مزيداً من الأسهم؟ والجواب أن هناك أوضاعاً تجد الشركة أن من الأفضل فيها أن تستدين ولا تصدر الأسهم، وفي حالات لا تجد أمامها إلا الاستدانة.

على سبيل المثال:

أ- إصدار الأسهم أكثر كلفة من إصدار السندات؛ لأن حملة الأسهم يحصلون على نصيب من الربح، أما حملة السندات فيحصلون على الفائدة الثابتة، والربح أعلى من الفائدة، فتصبح كلفة الأسهم أكبر؛ ولذلك فهي تستدين من الجمهور ولا تصدر أسهماً جديدة.

ب- يترتب على إصدار الأسهم دخول شركاء جدد إلى الجمعية العمومية للشركة، وربما مجلس إدارتها، وهذا يؤدي إلى اضمحلال سيطرة الشركاء الحاليين (حملة الأسهم الحاليين) على مقاليد الشركة، وهذا أمر غير مرغوب فيه بالنسبة إليهم.

ج- قد يؤدي إصدار مزيد من الأسهم من قبل شركة إلى انخفاض قيمة أسهم تلك الشركة في السوق لزيادة المعروض منها، وهذا يلحق ضرراً بحملة الأسهم الحاليين.

د- تمتلك الشركات في كثير من الأحيان أصولاً ممتازة يكون من كمال الاستفادة منها استخدامها رهناً، وهذا لا يكون إلا في الديون.

ومن جانب المستثمرين (عرض التمويل)، فإن لهم تفضيلات ربما لا تتحقق إلا في شراء أوراق مالية ذات عائد ثابت أو رأس مال مضمون، وهذا تتحققه السندات لا الأسهم؛ فشركات التأمين على الحياة على سبيل المثال توافر على سيولة عظيمة لكنها لا تستطيع استثمارها إلا في استثمارات متداولة

المخاطر مثل السندات؛ إذ لا يجوز لها القانون المنظم لأعمال التأمين من الاستثمار في أوراق ذات مخاطر عالية، كما أن موافمة الأصول مع الخصوم تقتضي ذلك.

هـ- فإذا قيل: لماذا تصدر الشركة عندما تحتاج إلى التمويل سندات الدين ولا تستدين من البنك؟ فالجواب: أن البنك وسيط يعمل بأموال المودعين، بينما أن إصدار السندات يعني إلغاء دور الوسيط، والاتجاه المباشر إلى مصادر الأموال وإلغاء دور الوسيط يعني إلغاء رسومه وتخفيض التكلفة.

حاجة الحكومات إلى إصدار الصكوك:

هذا ما كان من أمر الشركات، أما الحكومة - وهي التي تصدر أكثر السندات في الأسواق - فإنها لا تستطيع الحصول على التمويل إلا بالديون، وهي الحكومة ومؤسساتها المختلفة؛ إذ لا يمكنها إصدار أسهم أو الانخراط في مشروعات مدرة للربح، حيث إن نشاطاتها موجهة للمصلحة العامة لا الاسترداد، فتصبح السندات وسائلها الوحيدة للحصول على التمويل بعد الضرائب والرسوم.

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 متساوية لجميع نفقاتها

خلال تلك السنة لكن الموارد لا تتزامن مع النفقات، فيجع 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؛ فإن إنشاء السكك الحديدية ربما يتكلف مئات الملايين ويستغرق ثلاثة سنوات أو أربع سنوات، ولكنه متى تم فإنه يظل صالحًا 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 س يتمتع بها في المستقبل كثيرون لم يشاركون 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.
- إذا كانت التكاليف ديوناً على مدى عشرات السنين، فإنها تحمل -عندئذ- الناس تكاليف الإنشاء على مدى (ليس ثلاثة أو أربع سنوات كما سبق) فقد يمتد عشرين أو ثلاثين سنة، ويعتقد الاقتصاديون أن هذا يحقق عدالة التوزيع عبر الأجيال.

- ٤- تكون السيولة في الاقتصاد في بعض الأحيان 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 تمتلك 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 الأساناد فتقلصت السيولة؛ لأن الأساناد ليس لها قوة إبراء قانونية، وليس من وسائل الدفع الجاهزة.

وإذا كانت السيولة أقل مما يجب، فإن ترك الأمر كما هو يؤدي إلى انكماس النشاط الاقتصادي لعدم وجود التمويل الكافي للمشاريع، ومن ثم يتدهور معدل النمو... إلخ، والستاندات 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 فتزداد من حجم السيولة.

- 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 على توفير التمويل لمشاريع معينة في قطاعات تحتاج إلى تنمية.

هل يمكن للصكوك أن تنهض بهذه الوظائف جمِيعاً؟

من الجلي أن جميع الوظائف المذكورة هي وظائف مهمة، ولا غنى للحكومات المعاصرة عنها؛ لأنها تحتاج إلى أدوات تحقق نمو الاقتصاد واستقرار الأسعار والعدالة في توزيع الدخل والثروة، والصكوك ظاهرة حديثة تنهض الآن

بوظيفة التمويل، ولكنها يمكن أن تتطور لكي تصبح قادرة على تغطية جميع هذه الوظائف، فستتغنى الحكومات عن إصدار سندات الدين.



الصكوك والسنادات

ليس خافياً أن الصكوك جاءت بديلاً عن سنادات الدين، ورب قائل: ما الحاجة إلى سنادات الدين؟ وعلام تحاكي المصرفية الإسلامية المعاملات التقليدية؟ فالجواب عن ذلك: أن سوق رأس المال تحتاج إلى وجود باقة متنوعة من الأوراق المالية تختلف من حيث المخاطر والأجال، والأوراق المالية ذات المخاطر المتعددة والعائد الثابت - مهمة لإكمال مكونات تلك الباقة وتحقيق الكفاءة والاستقرار في المحافظ الاستثمارية التي يجب أن تكون من الأنواع المختلفة من الأوراق، وقبل الحديث عن الفروق بين الصكوك والسنادات لعلنا نتحدث على ظاهرة المحاكاة في المصرفية الإسلامية.

المحاكاة:

المحاكاة: هي المماثلة والمشابهة والتقليد، ورب قائل: لا يليق بال المسلمين محاكاة منتجات تحرمها الشريعة، وأن النظام الإسلامي غني بنفسه عن الأخذ من منجزات غير المسلمين؛ ولذلك يجدون حرجاً في قبول منتجات إسلامية تحاكي المنتجات التقليدية. لكن هذا النظر يحتاج إلى تأمل؛ لأن المسلمين لم يكونوا يتحرجون من الأخذ بمنجزات الأمم الأخرى، وما كان مباحاً كان العمل به بلا تردد، وما كان مما تشوه الشوائب لم يترددوا في العمل على تنفيتها وتهذيبها حتى ينضبط بضوابط الشريعة.

جاء رسول الله صلى الله عليه وسلم إلى المدينة فوجدهم يُسلِّفون في التمر السنة والستين، يعني أنهم يبيعون التمر اليوم على أن يكون التسليم بعد سنة أو بعد ستين،

وهذه معاملة يستفيد منها الفلاح؛ إذ يحصل على المال الذي يستطيع به شراء البذور والمواد الأولية عندما يبيع محصوله اليوم، لكن فيها بعض الجوانب التي تتعارض مع مقاصد الشريعة؛ في استقرار المعاملات، وتحقيق العدل بين المتعاملين، وإغلاق باب الفتن والاختلافات التي يتربّ عليها العداوة والبغضاء بين المتعاملين، جاء في الرواية أن رسول الله ﷺ قال لهم: «مَنْ أَسْلَفَ فِي شَيْءٍ؛ فَقَرِيبٌ كَيْلٌ مَعْلُومٌ، وَوَزْنٌ مَعْلُومٌ، إِلَى أَجْلٍ مَعْلُومٍ»^(١).

فيعني بيع السلم صيغة تمويلية يتتفع بها الناس، ولكن انضبطت بالضوابط الشرعية؛ فيجب في السلم تسليم رأس المال في مجلس العقد؛ لأن هذا أحرى في تحقيق المقصود وهو انتفاع الفلاح بالمال، وأن يكون البيع واقعاً على سلعة موصوفة في الذمة غير معينة المصدر^(٢)؛ لأن ذلك أبعد عن الغرر، فما كان يشترطه أهل الجاهلية من أن التمر يكون من حائطبني فلان؛ لأن في ذلك غرر عدم القدرة على التسليم، وبقي السلم في جوانبه النافعة وهيكله الأساسي، ولا يضيرها أن من لا يدين بدين الإسلام يقوم بها بطريقة مخالفة، فالمنتجات التقليدية إذا كانت تنبع بوظيفة نافعة وتسد حاجة مشروعة فليس هناك ما يمنع من إعادة هيكلتها بحيث تحقق نفس الغرض بطريقة مشروعة.

وقد تحدث الفقهاء قديماً عن مسألة (ده يا زده و ده دوازده) في بيع المرابحة، وهي ألفاظ يستخدمها المرابون في القروض:

- **فالأولى:** تعني العشرة بإحدى عشر (يعني أن الفائدة ١٠٪ على القرض).

(١) فتح باب الباري، باب السلم في وزن معلوم.

(٢) أخرجه البخاري في صحيحه (٣/٨٥) برقم: ٢٢٣٩ (كتاب السلم، باب السلم في كيل معلوم)، ومسلم في صحيحه (٥/٥٥) برقم: ١٦٠٤ (كتاب البيوع، باب السلم). وينظر: المبسط (٣/١٣١)، كشاف القناع (٣/٢٦٤).

- والثانية: العشرة باثنى عشر (يعنى الفائدة ٢٠٪ على القرض)، فهل يجوز إذا كان البيع صحيحًا؟ أي أنه بيع مرابحة يحاكي البائع في صيغة العقد ما اشتهر من ألفاظ المرابين، أما الشافعية فمقتضى المذهب عندهم جواز ده يازده وعدم كراحته، وسئل عنه الإمام أحمد وغاية ما قال فيه الكراهة، كما ورد في «الكافي» لابن قدامة^(١). فالمعنى في الحكم على حقيقة العقد والمحاكاة التي لا تؤثر على هذه الصيغة لا يمكن القول بمنعها أو تحريمها.

جيء إلى رسول الله ﷺ بتimer جنيب (يعنى ذا نوعية ممتازة) من timer خير، فقال عليه السلام: «أَكُلْ تَمْرَ حَيْثَرَ هَكَذَا؟». قالوا: لا؛ وإنما كنا نأخذ الصاع بالصاعين ... فقال عليه السلام: «لَا تَفْعَلْ، بِعْ الْجَمْعَ - يعني الرديء - وَاشْتَرِ بِشَمْنَهْ جَنِيْبًا». شراء التمر بالتمر يشترط فيه التساوي والآنية، بمعنى أن يكون «مثلاً بمثلٍ، يدًا بيده»^(٢)، كما نص حديث الأصناف الستة؛ ولذلك فإن شراء صاع من التمر بصاعين من التمر يعد من الربا.

الفرق بين الصكوك والسنادات:

الصكوك والسنادات بينهما شبه؛ حيث إن كليهما أدوات تمويل، ولكن يجب ألا يلتبس علينا الأمر فنظن أنها هي؛ إذ الفرق بينهما جوهرى ومهم، فعلى سبيل المثال:

١- السنادات قروض ربوية:

إصدار السنادات هو اقتراض المصدر من حملة السنادات قرضاً مضاموناً عليه

(١) الكافي، لابن قدامة /٣٥، ومسائل الإمام، لأبي داود، ص ٢١٦.

(٢) أخرجه البخاري في صحيحه (٣/٧٧) برقم: (٢٢٠١) (كتاب البيوع، باب إذا أراد بيع تمر بتimer خير منه)، ومسلم في صحيحه (٥/٤٧) برقم: (١٥٩٣) (كتاب البيوع، باب بيع الطعام مثلاً بمثل).

بفائدة ثابتة أو متغيرة، وهو من المعاملات الربوية التي لا تجوز؛ لأن اشتراط الزيادة في القرض ممنوع، وقد صدر من المجمع الفقهي الإسلامي الدولي في دورة مؤتمره السادس المنعقدة في جدة في مارس ١٩٩٠ م - قرار بشأن السنادات، جاء فيه: (أولاً): أن السنادات التي تمثل التزاماً بدفع مبلغها مع فائدة منسوبة إليه أو نفع مشروط محرمة شرعاً من حيث الإصدار أو الشراء أو التداول؛ لأنها قروض ربوية سواء أكانت الجهة المصدرة لها خاصة أو عامة ترتبط بالدول، ولا أثر لتسميتها شهادات أو صكوكاً استثمارية أو ادخارية، أو تسمية الفائدة الربوية الملتمز بها ريشاً أو ريعاً أو عمولة أو عائدًا).

٢- الصكوك وثائق ملكية:

السند: وثيقة تثبت مديونية حامليها لمصدرها وتعهده برد القيمة الاسمية المدونة عليها في التاريخ المحدد مع الفوائد التي تدفع بصفة دورية أو مرة واحدة.

أما الصكوك: فهي وثيقة ملكية، تثبت ملكية حملة الصكوك لأصل عقاري أو منافع أو حقوق، وإنما يتولد العائد لحملة الصكوك من هذه الأصول فيحصلون على الإيجارة أو على ثمن بيع الخدمات ونحو ذلك، وليس ما دفعوه دين ثابت في ذمة مصدر الصكوك، وإنما هو ثمن اشتروا به ذلك الأصل، أو هو رأس مال للاستثمار كما في المضاربة.

٣- القيود على استخدام متطلبات الإصدار:

للمفترض من خلال إصدار السنادات الحق في أنه يستخدم حصيلتها في أي استخدام يشاء؛ لأن القرض تملكه، فهو يملك هذا المبلغ، وليس لحملة الصكوك إلا زامنه بمشروع معين، حيث المبلغ سيثبت في ذاته بصرف النظر عن وجه الاستخدام، أما الصكوك فهي مختصة بنشاط معين أو تملك أصول محددة،

وليس لمصدر الصكوك أن يصرفه عنه إلى غيره؛ إذ تُعدُّ هذه مخالفة قد يترب عليها الضمان، ويستثنى من ذلك صكوك المراقبة؛ لأن المراقبة بيع، فيملك المصدر السلع المباعة له من قبل حملة الصكوك وله التصرف فيها كما يشاء، وتثبت قيمتها دينًا في ذاته.



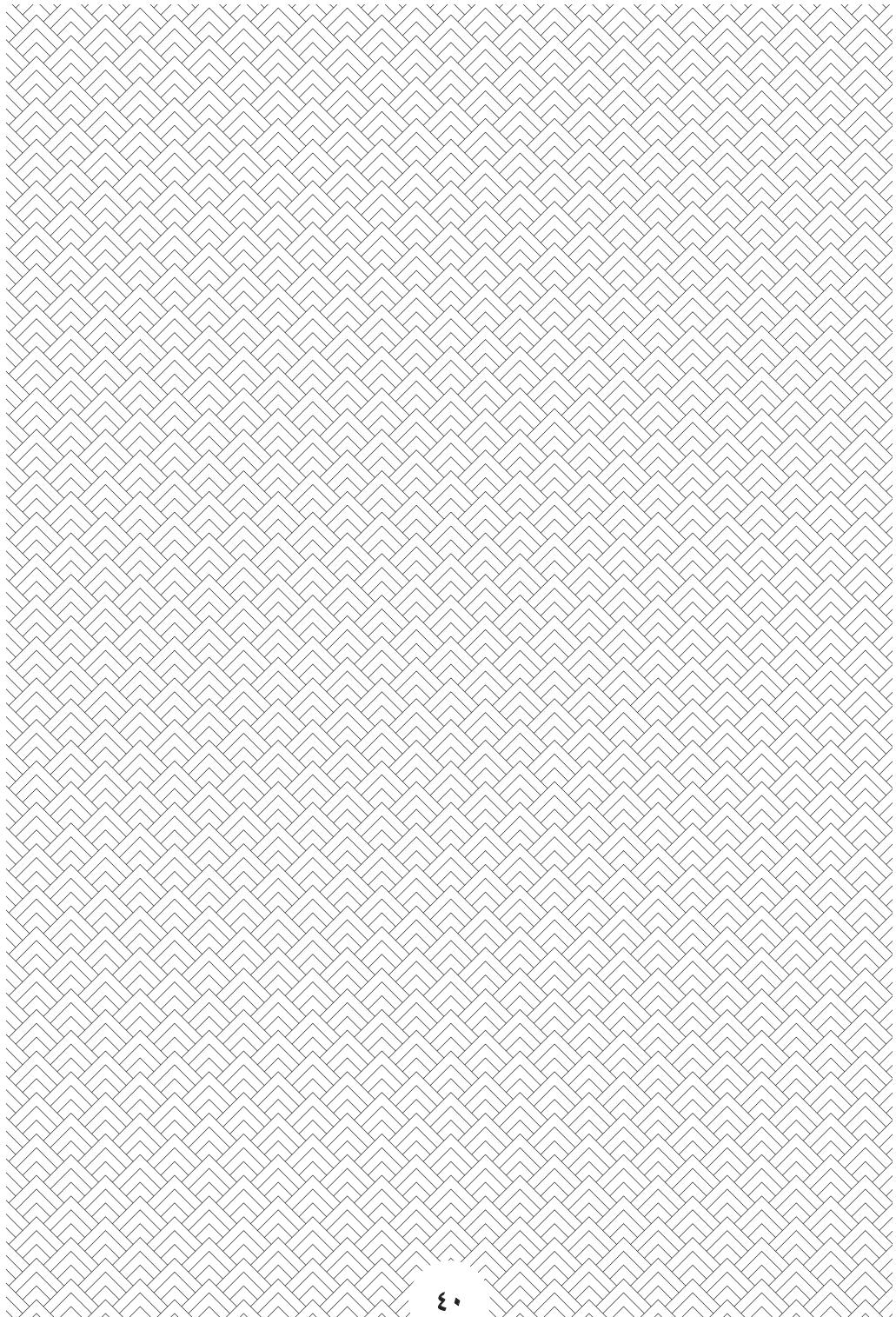
أسواق الصكوك

ليس للصكوك سوق مستقلة وإنما تكون مدرجة مع الأوراق المالية الأخرى، ولكن من المهم أن نتعرف على جانبي العرض المتمثل في مصدر الصكوك، والطلب المتمثل في المستثمرين في الصكوك في سوق الصكوك.

المستثمرون في الصكوك:

- أ- الصكوك قصيرة الأجل، والمستثمرون فيها غالباً هم: البنوك، وصناديق سوق النقد، والبنوك المركزية؛ وذلك لحرصها على السيولة والعائد.
- ب- الصكوك طويلة الأجل والمستثمرون فيها هم غالباً صناديق التقاعد وشركات التأمين على الحياة، وذلك لكي توائم مطلوباتها ذات الأجل الطويل على أصول ذات أجل طويل.
- ج- كما ينشط السماسرة في جميع أنواع الصكوك لخدمة عملاء من أنواع مختلفة.

٦٦٦٦٦٦٦



مراحل إصدار الصكوك

تمر عملية إصدار الصكوك بعدة مراحل، وتحتختلف هذه المراحل بين إصدار آخر، ويلد عن بلد، كما أن هذه المراحل قد تتدخل مع بعضها البعض، وهي تشمل بشكل عام ما يلي:

أولاً: مرحلة ما قبل الإطلاق^(١).

ويتم في هذه المرحلة التحضير لإصدار الصكوك باختيار الهيكل المناسب والتأكد من وجود الصالحيات الالزمة لدى إدارة الجهة المصدرة والحصول على التراخيص الأولية من سوق المال وجهات الإشراف الأخرى وعلى الموافقة من مجلس الإدارة ومن مراجع الحسابات وبدء المفاوضات مع المدير الرئيسي المحتمل *.Lead manager*

ثانياً: جولة الترويج^(٢).

وفي هذه المرحلة يتم تكليف إحدى المؤسسات المالية لتولي وظيفة المدير الرئيسي الذي يقوم بعد ذلك بالإعلان عن مشروع إصدار الصكوك، ويدأب بترويجها لدى المستثمرين المحتملين، يبدأ المصدر مع المدير الرئيسي باختيار المديرين المشاركين ومكاتب المحاماة وغيرهم من سيشاركون في عملية الإصدار، ويجري أيضاً في هذه المرحلة تأسيس المنشأة ذات الغرض الخاص أو (الترست) التي سيأتي تفصيل دورها.

^(١) *Prelaunch*

^(٢) *Road show*

ثالثاً: مرحلة الإطلاق.

وتتضمن هذه المرحلة التعاقد مع مؤسسة مالية متخصصة لتولي مهمة ضامن الإصدار، وإبرام اتفاقيات الاشتراك مع عدد من المؤسسات المالية المتخصصة في تسويق الصكوك للمستثمرين، وبهذا تكون عملية الإصدار قد اكتملت، وولد الصك المسمى بـ: الصك الاجمالي^(١)، وذلك بعد توقيع الاتفاقية (*Trust deed*) مع المنشأة ذات الغرض الخاص، وقد درج المصدرون للصكوك (كما هو الحال في مصدرى السندات) على أن يصدر من المستفيد من التمويل صك واحد يتضمن كامل مبلغ التمويل، ثم يجري تقسيمه إلى صكوك على يد المنشأة ذات الغرض الخاص، وهذا ترتيب محاسبي لا أكثر. ثم تتولى المؤسسة ذات الغرض الخاص طرح الصكوك للجمهور وجمع الاشتراكات لتسليمها إلى المصدر.

رابعاً: مرحلة ما بعد الإصدار.

بعد حصول المصدر على مجموع الاشتراكات و مباشرته استثمار الأموال، كما ورد في مستندات الإصدار وتوليد العائد، يقوم هذا المصدر في التواريخ المحددة في وثائق الإصدار بدفع التوزيعات المستحقة حسب الجدول المعتمد، والتي تكون عادة نصف سنوية، وفي أحيان ربع سنوية، وعند انتهاء المدة يقوم برأس المال أو ما باقى منه بحسب النتائج المعلنة، ولا يعني هذا ضمان تحقيق العوائد، ولكن مبني على التوقعات كما وردت في المستندات لتحقيق استقرار العوائد للمستثمر، ثم تجري عملية تسوية نهائية عند تصفيية الصكوك.

الموافقات الشرعية:

تقوم الهيئات الشرعية بدورها في عملية الإصدار في مراحلتين:

.Global Suk (١)

- الأولى: في مرحلة ما قبل الإطلاق، حيث تقوم الهيئات بمراجعة هيكل الإصدار الذي يتنافس المديرون في تقديمهم للمصدر للحصول على التكليف. من المعلوم أنه إذا قررت جهة ما الحصول على التمويل عن طريق إصدار الصكوك فإنها تحتاج إلى خدمات عدة مؤسسات مالية - كما سيأتي تفصيله - ومن أهمها المؤسسة التي تتولى إدارة عملية الإصدار؛ لذلك تقوم تلك الجهة بطرح عملية إدارة إصداراتها في مناقصة عامة، فتتقدم المؤسسات المالية بعروضها ويتضمن العرض هيكل الإصدار المقترن، فالمرحلة الأولى موافقة الهيئة الشرعية على الهيكل المقترن توطنة للتقدم في المناقصة.

- أما المرحلة الثانية: فهي بعد أن يقوم المحامون بإعداد مسودة المستندات، وهي تحدث تقريرياً في وقت جولة الترويج ومرحلة الإطلاق، فتجري من الهيئة الشرعية للمديرين مراجعة المستندات وإجراء التعديلات اللازمة ثم إصدار الموافقة الشرعية النهائية، وفي أكثر الأحيان تجري مراجعة الهيكل والمستندات من قبل المؤسسات المالية الأخرى التي ترغب في تسويق الصكوك أو الاستثمار فيها.

إصدار الصكوك من خلال برنامج إصدار:

كان ما سبق وصف لمراحل إصدار الصكوك لمرة واحدة، ولكن في كثير من الأحيان يتبنى المصدر برنامجاً لإصدار الصكوك يتضمن إصدارات متتابعة مستمرة في كل ستة أشهر أو أقل من ذلك أو أكثر، وفي هذه الحالة يحتاج المصدر إلى اختيار المسماكة لتولي عملية تسويق وتوزيع الصكوك بصورة مستمرة، ويقوم بمثل هذه المهمة مؤسسات مالية؛ كالبنوك، وشركات الاستثمار.

ولا يلزم ضمن إجراءات البرنامج أن يعيد المصدر في كل مرة جميع المراحل السابقة، بل تعتمد عملية الإصدار الجديدة على الموافقة السابقة على المستندات الرئيسية في البرنامج وما يتغير في كل إصدار هو الشروط ذات الطابع التجاري والجوانب الأخرى المتعلقة بتوقعات البرنامج من جهة العائد والتکاليف إلخ.



الأطراف المشاركة في عملية إصدار الصكوك

عملية إصدار الصكوك عملية معقدة تحتاج إلى اجتماع خبرات كثيرة واشتراك أطراف متعددة، وسوف نستعرض باختصار أهم الأطراف التي تشتراك غالباً في عملية الإصدار، ودور كل طرف، علماً بأن مجموع الأطراف المشتركة تختلف من بلد إلى آخر، ومن إصدار إلى آخر، لكننا سنتقتصر على الأطراف الأساسية:

أولاً: المصدر.

يطلق اسم المصدر على متلقى متحصلات الصكوك الذي سيستخدمها في تمويل النشاط المستهدف، مع ملاحظة أن المصدر المباشر للصكوك من الناحية القانونية هو المؤسسة ذات الغرض الخاص^(١)، ومصدراً للصكوك هم كل جهة تحتاج إلى التمويل وتتوافر على الأصول المدرة للعائد، والتي يمكن أن تكون أساساً للإصدار أو القدرة على إدارة الاستثمارات لتحقيق الأرباح، ولا فرق - إذا توفر هذا المطلب - بين الحكومة ومؤسساتها العامة وبين الشركات المساهمة والصناديق الاستثمارية والأوقاف وغيرها.

ثانياً: المرتب أو مدير الإصدار^(٢).

وهو بنك استثماري يقود مجموع المستثمرين المحتملين في الصكوك،

(١) وفي البلدان التي تسير على Common Law يجري إنشاء تrust لهذا الغرض.

(٢) Arranger

وقد يشاركه في هذه المهمة بنوك أخرى فيسمى المرتب الرئيسي (أو القائد^(١))، ويطلق عليهم المرتبين المشاركين الذين يقومون بقيادته بنفس المهام التي يقوم بها، وقد ينهض نفس البنك المرتب بوظيفة ضامن الإصدار فيسمى قائد ضمان الإصدار؛ وذلك لأنه يشتري الجزء الأكبر من الإصدار ويوذع الباقى على المرتبين المشاركين.

ثالثاً: مدير الحسابات^(٢).

هو بنك استثماري يكون مسؤولاً عن الدفاتر؛ بمعنى أنه يتولى ضبط العلاقات بين الأطراف المختلفة في عملية الإصدار، وبخاصة المؤسسات المشتركة في ضمان الإصدار ولذلك يسمى أحياناً^(٣)، والأشهر تسميته *book runner* فهو نقطة تجمع كافة المعلومات ذات العلاقة بالإصدار، ومسؤول عن توفيرها لمصلحة جميع المشاركين والمستثمرين المحتملين.

ونظراً لموقعه بين الأطراف المشاركة في عملية الإصدار، فهو أقدر الأطراف على تحديد السعر المناسب للصكوك الذي سيتبناه المصدر، وعليه تقدير حجم الطلب المتوقع عليها بناء على ما يتلقاه من أوامر الشراء المبكر من المستثمرين، وهذا أمران مهمان في تحقيق نجاح عملية الإصدار، وأهم من ذلك دور مدير الحسابات المسمى: (دفتر الطلبات)^(٤)، بناء على الطلبات وفيه يقوم بما يشبه الحراج ليعرف ما هو معدل الربح الذي يقبل به المستثمرون، ويحصل منهم على أوامر أولية يسجلها في دفتر الطلبات، وهذه الأوامر لما كانت خارج نطاق التداول فإنها لا تكون ملزمة من الناحية القانونية، ولكنها ملزمة عرفاً.

(١) وقد يسمى المدير أو قائد ضمان الإصدار أو متعهد الإصدار.

(٢) *Book runner*

(٣) *managing underwriter*

(٤) *Book Building*

رابعاً: مكاتب المحاماة.

تمارس مكاتب المحاماة دوراً أساسياً في عملية إصدار الصكوك، والمعتاد اشتراك مجموعتين من المحامين:

- الأولى: مرتبطة بالمدير الرئيسي.
- والثانية: مرتبطة بالمصدر.

وتنقى على المجموعة الأولى مسؤولية فحص أوضاع المصدر والتأكد من أن جميع المعلومات المقدمة منه صحيحة؛ لأن المدير الرئيسي هو المسؤول عن بيع الصكوك، فأضحت واجباً عليه التأكد من سلامة الأصول من الرهون و المناسبة محل الصكوك، وصدق دعوى ملكيتها من قبل المصدر، وفحص الوضع القانوني للمصدر من جهة توافقه على جميع التراخيص وعدم وجود قضايا مقامة عليه، والقياس والتدقيق في جميع المخاطر المحيطة بالمصدر والصكوك.

كما تلقى على محامي المدير الرئيسي مهمة إعداد وتحرير مسودات جميع مستندات الصكوك، واختيار النظام القضائي المناسب للتقاضي، والمحاكم التي يرجع إليها في فض المنازعات، ويتلقي فريق المحامين الملاحظات من المصدر والأطراف الأخرى ومناقشة ذلك معهم.

أما المجموعة الثانية من المحامين: فهي مرتبطة بالمصدر و مهمتها بصفة أساسية التأكد من أن المصدر يحصل على الحماية اللازمة والرعاية الكافية لمصالحه، من قبل الأطراف المشتركة في ترتيب الإصدار، وبخاصة مدير الإصدار.

خامساً: ضامن الإصدار.

مصدر الصكوك - سواء كان شركة مختصة بإنتاج السلع أو الخدمات، أو كان مؤسسة حكومية - لا يكون لديه الخبرة الكافية في تسويق الصكوك، ولا القدرة على

الوصول إلى المستثمرين المحتملين ليعرض عليهم هذه الصكوك، وفي نفس الوقت فإن القرار عندما يتخذ بإصدار الصكوك والدخول في الإجراءات القانونية للإصدار، فإنه يصعب عليه جدًا التراجع عن ذلك في حال لم يتمكن من تسويق كامل الإصدار خلال المدة المحددة، ويترب على مثل هذا التراجع تعقيدات لا حصر لها، وتکاليف مالية يكون المصدر قطعاً في غنى عنها؛ ولذلك فإن من المتطلبات الأساسية لنجاح أي إصدار التعاقد مع بنك استثماري يقوم بمهمة ضامن الإصدار^(١)، ويعمل هذا الضامن بوحدة من طريقتين:

- الأولى: أن يشتري - مع البنك المشارك - كامل الإصدار بسعر، ثم يقوم بتسويقه لحسابه بسعر أعلى ويحصل على الفرق بين السعرين، وهو يتحمل مخاطر فشله في تسويق كامل الإصدار.

- والطريقة الثانية: أن يحصل على رسم معين مقابل تعهده بشراء أي كمية تبقى لدى المصدر (أي فائض العرض) بعد انتهاء فترة الطرح.

وكلا الطريقتين تؤدي إلى نفس النتيجة، وقد يكون الرسم نسبة مئوية من القيمة الاسمية للصك يشمل جميع الصكوك في الإصدار.

حكم ضمان الإصدار:

الضمان - كما عرفه الفقهاء - هو ضم ذمة إلى ذمة في المطالبة بالدين، وكما يظهر فإن وظيفة الضمان التي أشرنا إليها آنفًا ليست من باب الضمان في شيء، وإن اشتهرت بهذا الاسم، وإنما اسمها الصحيح هو التعهد بالشراء، وهي أقرب إلى (التأمين) منها إلى (الضمان)؛ لأنها يحمي المصدر من خطر عدم القدرة على تسويق الصكوك.

(١) Underwriter، والأصح أن يسمى متعدد الإصدار.

- أما الصيغة الأولى من ضمان الإصدار، حيث يشتري الضامن كامل الإصدار ثم يقوم بتسويقه على حسابه، ولا شيء فيه وهو جائز بلا شك.
 - أما الصيغة الثانية، وهي الأكثر انتشاراً منها، فقد وقع الاختلاف في حكمه.
 - وقد سبق للمجمع الفقهي الإسلامي الدولي أن أصدر قراره رقم ٦٣ (١/٧) [١] بشأن حكم ضمان الإصدار في أسواق الأسهم، وذلك في دورة مؤتمره السابع في ذي القعدة ١٤١٩ هـ - مايو ١٩٩٢ م، ونص فيه على ما يلي:
 - (٢) - ضمان الإصدار: هو الاتفاق عند تأسيس شركة مع من يلتزم بضمان جميع الإصدار من الأسهم أو جزء من ذلك الإصدار، وهو تعهد الملتم بالاكتتاب في كل ما تبقى مما لم يكتتب فيه غيره، وهذا لا مانع منه شرعاً إذا كان تعهد الملتم بالاكتتاب بالقيمة الاسمية بدون مقابل لقاء التعهد، ويجوز أن يحصل الملتم على مقابل عن عمل يؤديه -غير الضمان- مثل: إعداد الدراسات أو تسويق الأسهم).
- لا يتصور قطعاً أن تقوم جهة بضمان الإصدار بدون مقابل، فتكون ثمرة القرار تحريم ضمان الإصدار كما يجري في الأسواق؛ لأن ما أجاز القرار غير موجود في واقع الأسواق، مستند المنع عند المجمع: هو أن الأجر على مجرد الالتزام لا يجوز، وتلك من المسائل التي حظيت باهتمام الفقهاء المعاصرین ووقع فيها الاختلاف بينهم.
- والتعهد والالتزام هو إيجاب الإنسان أمراً على نفسه؛ إما باختياره وإرادته من تلقاء نفسه، أو بـاللزمـ الشرعـ إـيـاهـ، وقيل هو كون الشخص مكلفاً بفعل أو امتناع عن فعل لمصلحة غيره، فهل تجوز المعاوضة على هذا الالتزام؟
- ويظهر هذا الالتزام في عملية ضمان الإصدار في التزام الضامن بشراء ما لم يجري عليه من الأوراق المالية بعد انتهاء عملية الاكتتاب، وهو يتحمل هذا الالتزام

مقابل رسوم يحصل عليها من المصدر سواء وقع شراء جميع الإصدار عند الاكتتاب أو بقي منه شيء للضامن يشتريه بناء على التزامه المذكور.

- وقد اتجهت ثلاثة من الفقهاء المعاصرين^(١) إلى القول بجواز المعاوضة على مثل هذا الالتزام، ومستندهم في ذلك: أن الالتزام إذا توافرت فيه عناصر المالية فهو مال تجوز المعاوضة عليه، وعناصر المالية التي إذا توافرت في شيء عُدَّ مالاً في قول جمهور الفقهاء هي: أن يكون فيه نفع يقصد، وأن يكون ذلك النفع مباحاً شرعاً، وأن يكون له قيمة في عرف الناس، وكل ذلك متوافر في الالتزام المشار إليه؛ إذ إنه منفعة مباحة، وقد ذكر قرار المجمع ذلك بشأنها (مع أن القرار لم يُجزِّها)، ولما كان لها قيمة في عرف الناس فالمعاوضة عليها مباحة^(٢)؛ لأن البيع هو مبادلة مال بمال، وتلك في عرف تعامل الناس مال فجازت المعاوضة عليه.

- أما المانعون: فقد احتجوا بحجج يلخصها قرار مجمع الفقه الإسلامي (مجمع مكة) في دورة مؤتمره الثانية والعشرين مايو ٢٠١٥م، بشأن حكم المعاوضة على الالتزام ببيع العملات في المستقبل، حيث نص على: (أن هذا الالتزام لا يُعدُّ مالاً ولا منفعةً مشروعةً يجوز التعاقد عليها).

هل في ضمان الإصدار بجزء من القيمة الاسمية شبهة ربا الفضل؟

إذا كانت القيمة الاسمية للصك مئة، واشتراء ضمان الإصدار بتسعين ليبيعه بمئة، فربما قيل: إن في هذا شبهة ربا الفضل؛ لأنه يشتري نقوداً بغير استيفاء شرط المثلية، فقد ورد في الحديث بشأن الأصناف الستة: «... يدًا بيد مثلاً بمثل»^(٣)، لكن

(١) ورائهم هو فضيلة أ. د. نزيه كمال حماد.

(٢) انظر بحث أ. د. نزيه كمال حماد.

(٣) أخرجه مسلم في صحيحه (٤٣/٥) برقم: (١٥٨٧) (كتاب البيوع، باب الصرف وبيع =

المتأمل في عملية ضمان الإصدار سيرى أن النقود لا تأتي إلا بعد شراء المستثمرين للصكوك، أما عند اتفاق الضامن مع المصدر فليس ثمة نقود، فالقول بأنه اشتري نقوداً لا وجه له.

سادساً: المؤسسة ذات الغرض الخاص.

لا يكاد يخلو هيكل إصدار الصكوك -بجميع أنواعها- من المؤسسة ذات الغرض الخاص، والمؤسسة ذات الغرض الخاص التي اشتهرت باسم SPV، وهو اختصار للاسم الإنجليزي: *Special purpose Vehicle*^(١)، وقد تسمى بأسماء أخرى. وبصرف النظر عن الاسم فإنها يصدق عليها جميماً وصف أنها شخصية اعتبارية ذات مسؤولية محدودة أُسست لغرض واحد وهو حفظ الأصول لصالح أصحابها، ومن هنا تأتي أهميتها في عمليات إصدار الصكوك؛ إذ إنها ضرورية لكي تحفظ الأصول لصالح حملة الصكوك.

معنى الغرض الخاص:

لا تختلف المؤسسة ذات الغرض الخاص عن الشخصيات الاعتبارية ذات

= الذهب بالورق نقداً)، والنسائي في المجنبي (١/٤٥٧٤) برقم: (٨٨٨/١) (كتاب البيوع، باب بيع البر بالبر)، (١/٤٥٧٦) برقم: (٨٨٩/١) (كتاب البيوع، باب بيع الشعير بالشعير)، وأبو داود في سنته (٣/٢٥٤) برقم: (٣٣٤٩) (كتاب البيوع، باب في الصرف)، والترمذي في جامعه (٢/٥٢٠) برقم: (١٢٤٠) (أبواب البيوع عن رسول الله ﷺ، باب ما جاء أن الحنطة بالحنطة مثلًا بمثل وكراهية التفاضل فيه)، وابن ماجه في سنته (١/١٣) برقم: (١٨) (أبواب السنة، باب تعظيم حديث رسول الله ﷺ والتغليظ على من عارضه)، (٣/٣٦٣) برقم: (٢٢٥٤) (أبواب التجارات، باب الصرف وما لا يجوز متفاضلاً يدًا ييد).

(١) وقد تسمى SPC اختصارًا العبارة *Special purpose company*، وكذلك SPE اختصارًا العبارة *Trust*، وقد تأخذ شكلاً آخر وهو ما يسمى *Special Purpose entity*.

المسئولة المحدودة مثل الشركة المساهمة وهي مشابهه لشركة الشخص الواحد من حيث كونها شخصية اعتبارية لها نظام أساسي ولها اسم ورأس مال وموطن وعنوان ... إلخ، ولكنها تختلف عنها جمیعاً من جهة أن لها غرضاً واحداً فقط، هو حفظ الأصول بعيدة عن الوصول إليها من قبل الجهات الأخرى ولها مالك واحد؛ ولذلك فهي لا تعدو أن تكون وعاء قانونياً غرضه حماية هذه الأصول، فلا تحتاج المؤسسة ذات الغرض الخاص -والحال هذه- إلى الإداراة أو إلى الموظفين أو إلى مقر رئيسي ... إلخ، لكن يكفي أن يكون لها وجود قانوني وذمة مالية وشخصية اعتبارية قادرة على التمتع بالحقوق وتحمل المسؤوليات والتعاقد مع الآخرين والمقاضاة لدى المحاكم، وأن يعترف بها القانون مالكاً قانونياً للأصول التي هي محل الصكوك ممتثلاً بكافة حقوق المالك.

الأغراض التي تخدمها المؤسسة ذات الغرض الخاص:

يكون لدى الشركة في أحيانٍ كثيرة أموالاً حصلت عليها على سبيل الأمانة^(١)؛ مثل: ممتلكات حملة الصكوك، ولكنها إذا أدرجت في ميزانية الشركة فإن ذلك يجعلها عرضة للتنفيذ عليها من قبل الدائنين، والحال أنها مملوكة لحملة الصكوك لا للشركة؛ ولذلك لزم إخراجها فتجعل (خارج الميزانية)^(٢)، لكن ما دامت هذه الأموال في يد الشركة -حتى لو كانت خارج الميزانية- فإنها ليست مأمونة عن يد الدائنين؛ لأن تحديد ما هو خارج الميزانية أمر راجع لمحاسبى الشركة ومدققي حساباتها، فالقول إنها خارج الميزانية هو مجرد دعوى قد لا يقبل بها القضاء عندما يدعى الدائرون أنها جزء من أموال الشركة، وأنها تحاول حجبها عنهم بدعوى واهية، إذاً فإننا بحاجة إلى حماية للأموال التي تكون لدى الشركة على سبيل الأمانة، بحيث

.Fiduciary (١)

.Off balance sheet (٢)

تكون هذه الأموال بمعزل عن دائني الشركة بطريقة قانونية، وفي نفس الوقت تبقى تحت إدارة الشركة، ولا سبيل لذلك إلا بنقلها لدى ذمة أخرى أي لدى منشأة ذات غرض خاص.

أشكال المؤسسة ذات الغرض الخاص:

قد تأخذ المؤسسة ذات الغرض الخاص شكل شركة ذات مسؤولية محدودة لها مالك - مثل شركة الشخص الواحد - وقد تأخذ شكل ما يسمى^(١) في البلدان المنضوية تحت النظام القانوني الأنجلو-سكسوني^(٢) التي يكون لها قانون يختص بالترست، وفي الحالة الثانية لا يكون لها مالك؛ لأن الترست أشبه ما يكون بالوقف الذي لا مالك له، وإنما لها ناظر أو مجلس نظار، وفي البلدان التي تسير على النظام القانوني اللاتيني^(٣)، فإن غاية ما يمكن ترتيبه قانونياً هو حساب مستقل يسمى حساب الأمانة^(٤)، وقد أنشأت بعض الدول - كالبحرين - بدليلاً ينهض بالحاجة إلى شخصية اعتبارية مستقلة عن مصدر رأس المال و مدير الصناديق يتمثل في قانون العهدة المالية^(٥).

أهمية المؤسسة ذات الغرض الخاص في عملية إصدار الصكوك:

تنهض المؤسسة ذات الغرض الخاص بدور مهم في عملية إصدار الصكوك، وفيها تجتمع إسهامات المستثمرين الذين سيصبحون حملة للصكوك، وهي التي بحكم كونها شخصية اعتبارية لها كيان قانوني تقوم بإبرام العقود مع المصدر، وذلك

.Trust (١)

.common law (٢)

.Civil law (٣)

.Fiduciary (٤)

(٥) قانون العهدة المالية.

بشراء الأصول أو الدخول في عقد المراقبة أو المضاربة أو الوكالة، وذلك نيابة عن هؤلاء المستثمرين، وهي التي تقوم بإصدار الصكوك التي يمثل كل واحد منها حصة مشاعرة في موجودات المؤسسة ذات الغرض الخاص، وبما أنها لا تعدو أن تكون وعاء قانونياً لحماية الأصول فإنه تجري إدارتها من جهة مختصة؛ كبنوك الاستثمار ونحوها.

المتطلبات القانونية الأساسية التي يجب أن تتحقق في المؤسسة ذات الغرض

الخاص:

سواء جرى تأسيس المؤسسة ذات الغرض الخاص تحت قانون الشركات أو قانون العهد المالي أو قانون خاص بها، فإنه يجب أن تتوافر على صفات معينة، أهمها:

- قصاوة الإفلاس:

من السمات الأساسية التي يجب أن توفر في المؤسسة ذات الغرض الخاص استقلالها التام عن المصدر^(١).

ويقصد بقصاوة الإفلاس ألا يؤدي إفلاس الجهة الراعية إذا وقع خلال حياة المؤسسة ذات الغرض الخاص إلى التأثير على المؤسسة ذات الغرض الخاص بأي وجه من الوجه، ولا يؤدي إلى انخفاض من قيمة أصولها، وهذا يؤدي إلى اطمئنان حملة الأوراق المالية بأن أصولهم لن تمتد إليها يد دائني مصدر الصكوك، ولا تدخل ضمن التفليسة في حال إعلان إفلاس الجهة المصدرة للصكوك، ويتحقق مطلب قصاوة الإفلاس بتحديد وحصر غرض المؤسسة ذات الغرض الخاص بطريقة لا لبس فيها

(١) أن يكون الإفلاس عنها قصياً، (Remote) لاحظ إنهم يقولون (قصي) أي: بعيد الاحتمال، ولا يقولون استحالة الإفلاس؛ لأنه أمر ممكن وإن كان مستبعداً.

ولا غموض، وهو شراء الأصول من الراعي والاحتفاظ بها لمصلحة المستثمرين فيها فحسب، فلا تمارس أي عمل تجاري تتعرض من خلاله لمخاطر تجارية، وليس لها أن تدين أو تستدين ولا تندمج مع شركة أخرى، فلم يبق إذاً طريق لاحتمال الإفلاس إلا عن طريق ما يسمى بالإفلاس الاختياري، فينص في نظامها الأساسي على منع مجلس إدارتها من ذلك^(١).

وقد يسمح نظامها الأساسي في حالات معينة لها بالاستدانة، عندئذ يلزمأخذ التعهدات على الدائنين بعدم المطالبة بإفلاس الشركة ذات الغرض الخاص.

ومع ذلك كله تبقى إمكانية أن تتجه المحكمة في حال فض النزاع بين المصدر وحملة الصكوك إلى اعتبار أن انتقال ملكية الأصول من المصدر إلى المؤسسة ذات الغرض الخاص لم يكن بيعاً حقيقياً فتقتضي بتأليف المؤسسة ذات الغرض الخاص لتسديد ديون الجهة المصدرة للصكوك باعتبار أنها في حقيقتها جهة واحدة. وأن الأصول في المؤسسة ذات العرض الخاص لم تزل ملكاً للمصدر تدخل في التفليسية، ولتفادي هذا الاحتمال يعمد الراعي أحياناً عند الإنشاء إلى تأسيس عدة مؤسسات ذات غرض خاص^(٢)، بحيث تكون المؤسسة ذات الغرض الخاص التي تملك الأصول هي المؤسسة الثانية فيكون عقد البيع حتى لو نجح المحامون في إثبات أنه صوري غير حقيقي فهو مبرم مع المؤسسة ذات الغرض الخاص الأولى.

(١) تعطي قوانين الشركات في الدول المختلفة -والتي تنضوي تحتها المؤسسة ذات الغرض الخاص- مجلس إدارة الشركة (بأنواعها المختلفة) حق إعلان الإفلاس، وهو ما يسمى بالإفلاس الاختياري (Voluntary). أما بالنسبة للمؤسسة ذات الغرض الخاص، فإن هذا الباب يغلق في وثيقة التأسيس فيسلب هذا الحق من مجلس الإدارة فليس لها عندئذ إعلان إفلاسها بصورة اختيارية.

(٢) Two SPV Model

ومن الوسائل لتلafi هذا الاحتمال التأكد من أنه يصدق عليها وصف (المؤسسة اليتيمة).

- يجب أن تكون (مؤسسة يتيمة):

إذا جرى تأسيس المؤسسة ذات الغرض الخاص تحت قانون الترست أو SPV، فإن ما ذكر أعلاه من قصاصة الإفلاس يكون متحققاً في ظل القانون، أما إذا أسسها مصدر الصكوك تحت قانون الشركات فإنها تكون عندئذ شركة كسائر الشركات، ولكن حملة الصكوك يواجهون خطر ادعاء المصدر -في حال وقوع الخلاف- أن هذه المؤسسة ما هي إلا شركة تابعة^(١)، وأنها تابعة لمصدر الصكوك، فيصر الدائتون على ضرورة دمج ميزانية الأولى في الثانية، كما هو الإجراء المعتاد للشركات التابعة، فإذا حدث مثل ذلك فإن أموال المستثمرين تصبح في خطر لإمكانية امتداد يد دائني المصدر إليها، فلا يتحقق الغرض الذي من أجله أسست المؤسسة ذات الغرض الخاص؛ ولذلك كان من الضروري تبني الإجراءات والضوابط التي تجعل هذه الشخصية -وإن كانت شركة ظاهرة التبعية للمصدر- شركة يتيمة^(٢)، أي: ليست شقيقة ولا تابعة، ولا أمّا لشركة أخرى.

ويتحقق ذلك بأن يكون للمؤسسة ذات الغرض الخاص اسمها المستقل، ودفاترها، وحساباتها المصرافية الخاصة بها، ورقم سجلها التجاري مستقل في الجهات الرقابية ومصلحة الضرائب ... إلخ.

وألا تملك الشركة مصدرة الصكوك المنشأة ذات الغرض الخاص، فإذا قيل: أليست هي التي دفعت رأس مالها عند التأسيس، فكيف لا تملكها؟ والجواب: عن ذلك أن ينص في مذكرة التأسيس على تبع مصدر الصكوك برأس المال لصالح

.Subsidiary (١)

.Orphan Company (٢)

منظمة خيرية تعينها وتتبرع بها، فإذا وقعت تصفيتها وكان رأس المال باقياً دفع إلى تلك الجمعية، والمهم أنه خلال عمر المنشأة ذات الغرض الخاص لا يمكن الادعاء بوجود صلة مالية بينها وبين الشركة الراعية.

الشركة ذات الغرض الخاص في القانون الأردني:

من المعلوم أن صيغة المؤسسة ذات الغرض الخاص بكافة أشكالها هي من منتجات القانون الأنجلوسكوسوني؛ ولذلك لا تكاد نجد لها إلا حيث يتبع القطر مبادئ ذلك القانون، ومع أنَّ القانون في الأردن مصدره الشريعة الإسلامية في الغالب، إلا أن لديهم تنظيماً للشركة ذات الغرض الخاص، وقد تضمّن قانون الصكوك الأردني رقم (٣) لسنة ٢٠١٢م نصاً يجعل تأسيس المنشأة ذات الغرض الخاص أحد المتطلبات القانونية لإصدار الصكوك من أجل هذا الغرض صدر نظام للشركة ذات الغرض الخاص لسنة ٢٠١٤م؛ لتنظيم عمل هذا النوع من المؤسسات، ونص على أنها تتخذ نوع الشركة المساهمة الخاصة الواردة في قانون الشركات، وأنه لا يجوز تداول أسهمها في داخل أو خارج البلاد أو الاندماج مع غيرها، ثم أضاف أنه يمكن نقل ملكية الموجودات إليها إذا كانت لغايات إصدار التمويل الإسلامي فقط، وأن قانون الشركات يسري عليها فيما لم يذكر في نظامها بما لا يتعارض مع مبادئ الشريعة الإسلامية وأحكامها.



الصكوك بحسب هيكل الإصدار

تنوع هيأكل إصدارات الصكوك بحسب حاجة المصدر والمتطلبات القانونية والشرعية و اختيار الوضع الضريبي الأمثل، ويمكن القول إنها أيضاً تحاكي في هيأكل إصدارها النوع الموجود في السنادات. ومن أهم أنواع تلك الهيأكل:

أولاً: الصكوك القابلة للتحول^(١).

وهي الصكوك التي تعطي حاملها الحق في تحويل الصكوك التي يملكها إلى أسهم جديدة يصدرها مصدر الصكوك بمعادلة متفق عليها وفي تاريخ محدد، أو عند وقوع حدث معين مؤشر على المصدر، أو في نهاية مدة الصكوك في تاريخ التصفية. وقد تكون المعادلة ثابتة طوال مدة الصكوك وعند تصفيتها، وقد ينص على أنها تتغير من وقت إلى آخر. ومن الجلي أن مسألة التحول هذه مختصة بصكوك الشركات وليس الحكومات.

الصكوك القابلة للتحول يصبح حملتها بعد تحولها ضمن ملاك الشركة المصدرة للصكوك للمصدر، هذا النوع من الصكوك تصدره الشركات الخاصة ذات الأسهم المتداولة، ولكن لا يلزم أن يكون وعد التحول إلى أسهم مقصود به أسهم الشركة المصدرة بل أسهم شركة أخرى غير أسهم المصدر؛ كأن تكون شركة تابعة له، وعند ذلك تسمى^(٢) الصكوك القابلة للتبديل.

.Convertible Sukuk (١)

.Exchangeable Sukuk (٢)

التكيف الشرعي لهذا النوع من الصكوك:

وقد يفهم من كلمة التحول أن الصكوك عينها تصبح أسهماً وليس الأمر كذلك، بل كل ما في الأمر أن مصدر الصكوك يعد حامليها بأن يبيع عليهم أسهم الشركة المصدرة بثمن متفق عليه إبتداءً، فهي تتضمن الوعود الملزمة ببيع الأسهم يصدر من قبل الشركة المصدرة للصكوك إذا كان الخيار لحملة الصكوك أو الوعود الملزمة بالشراء يصدر من حملة الصكوك إذا كان خيار التحويل لمصدر الصكوك.

وقد يقال إن حقيقتها وجود عقد يبيع في هيكل الإصدار الأول حيث يبيع مصدر الصكوك صكوكه للمستثمرين والثاني يبيع معلقاً على شرط هو الحصولعملية الإطفاء أو وقوع حدث معين ينص عليه في المستندات، أما إذا كان التحويل بطريقة أن يدفع مصدر الصكوك لحملتها مبلغاً نقدياً مساوياً للارتفاع في قيمة الأسهم - كما يحدث في بعض إصدارات السندات - فهذا في جوازه نظر إلا لا وجه لاستحقاق حملة الصكوك هذا المبلغ النقدي والبديل لذلك كما جرى تطبيقه من قبل مؤسسة خزانة الماليزية هو الدخول مع حملة الصكوك في مرابحة يتحقق لهم ربح مساوٍ للمبلغ المستهدف من خلال بيع المرابحة.

يعد خيار التحويل هذا ميزة للصكوك؛ لذلك يتربّ على وجوده معدل ربح أقل نسبياً لأن التحويل يحصل عندما تكون أسعار الأسهم أعلى مما تكون، تتضمن الصكوك القابلة للتحول ما يسمى بـ خيار الشراء^(١)، بمعنى أن يكون للمصدر حق شراء الصكوك وإطفاء الصكوك قبل تاريخ انتهاءها أو خيار البيع^(٢)، الذي يعني أن لحملة الصكوك الحق لحمل المصدر على إطفاء الصكوك في أي وقت قبل تاريخ انتهاءها.

وقد يجعل هذا الخيار مستقلّاً عن الصك على صفة الخيارات المشهورة في الأسواق المالية والتي تسمى أوبيشن.

.Call Option (١)

.Put Option (٢)

- مثال للصكوك القابلة للتحول إلى أسهم:

- ١- أصدرت شركة دانا للغاز - وهي شركة إماراتية مختصة بأعمال البترول والغاز - في عام ٢٠١٣ م صكوكاً تتكون من شريحتين؛ الأولى: غير قابلة للتحول إلى أسهم، والربح المتوقع فيها هو٪٩، وأخرى: قابلة للتحول إلى أسهم، والربح المتوقع فيها هو٪٧. فيحصل أصحاب الفتنة الثانية على عائد أقل مقابل حصولهم على فرصة الاستفادة من ارتفاع أسعار أسهم دانا للغاز في السنوات التالية.
- ٢- أصدرت مؤسسة خزانة وهي الصندوق السيادي للدولة ماليزيا صكوكاً بصيغة الوكالة بالاستثمار حيث يستثمر الوكيل ثلثي حصيلة الصكوك في عملية مربحة لصالح مؤسسة خزانة ويربح ثابت لمدة الصكوك وتستثمر خزانة باعتبارها وكيلًا بالاستثمار في شراء محفظة أسهم متوافقة مع المعايير الشرعية تبيعها خزانة إلى حملة الصكوك، وينجح حملة الصكوك الحق في تحويل صكوكهم إلى أسهم شركة معينة أو أكثر بحسب معادلة متفق عليها وذلك في تاريخ الاسترداد فإذا اختار حامل الصك التحويل) وذلك لتحسين سعر السهم المستهدف (يجري إطفاء الصك وبيع الأسهم له بالثمن المتفق عليه وهو يقل عن السعر الجاري.

ثانياً: الصكوك المؤبدة^(١).

هي صكوك ليس لها مدة، ويستمر مصدرها في دفع المستحق عليه بدون تحديد تاريخ انتهاء .

تكون هذه الصكوك نظراً الطول المدة في موقع متدني في المطالبة في حال تصفية الشركة^(٢)، ولا يأتي بعدها إلا حملة الأسهم العادية، ونظراً إلى شبهاها بالأسهم العادية،

.Perpetual Sukuk (١)

.Subordinated (٢)

ومن ثم فهي تمثل حماية للدائنين؛ لأنهم يسبقون حملة الصكوك المؤيدة في الاستحقاق. وتسمح المعايير المحاسبية باعتبار الصكوك المؤيدة جزءاً من رأس المال في إصدارات البنوك^(١)، وبالنسبة للبنوك فإن معيار بازل الثالث للبنوك (Bazel III) يجيز جعل الصكوك المؤيدة جزءاً من رأس المال بشرط أن تأتي في المطالبة بعد الحسابات الجارية وكافة الدائنين، وألا تكون مضامونة من قبل المصدر، ولا موثقة برهن، وأن ينص بشكل واضح بأن التوزيعات تكون بقرار يتخده المصدر، ويمكن له أن يتوقف عنه بإرادة منفردة، وأن ذلك لا يعد إخلالاً يترتب عليه تصفية الصكوك.

- مثال على الصكوك المؤيدة:

أصدر مصرف أبو ظبي الإسلامي في عام ٢٠١٣م أول صكوك مؤيدة في المالية الإسلامية بمبلغ قدره ١٥,٥ بليون دولار، ضمن برنامج إصدار بدأ بشرححة قدرها ٥٠٠ مليون دولار، وهي أول صكوك مؤيدة في دول الخليج، وموافقة لمعايير بازل لصكوك الشطر الأول من رأس المال.

ثالثاً: صكوك الكوبون الصافي.

ظهر في الولايات المتحدة الأمريكية نوع من السندات يسمى السندات ذات الكوبون الصافي، جرى تطويره لغرض تفادي الضرائب المفروضة على المدفوعات الدورية، ويختلف عن السندات العادية في أنها لا تدفع فوائد دورية، وإنما تدفع في نهاية المدة القيمة الاسمية للسند فقط.

فإذا صدر السند بقيمة اسمية face value هي ١٠٠ دولار، فإن هذا يعني أن حامل السند سيحصل من مصدره في نهاية مدته مبلغ ١٠٠ دولار فقط.

هذا يعني عدم وجود الفوائد، لكنها تحسب كحسم من القيمة الاسمية، فالسند

.Tier I (١)

الذي قيمته الاسمية عند الإصدار مئة دولار ومدته سنة، يباع بمبلغ أقل من ١٠٠ دولار يتحدد في المزاد العلني، فيدفع المستثمر اليوم ٩٥ دولاراً مثلاً ليحصل في نهاية السنة على ١٠٠ دولار، فالفائدة الخافية هي ٥٪ (تقريباً).

هل يمكن تصميم صك ليكون ذاكوبون صفرى؟

الجواب: أن هذا قد وقع بالفعل في أحد البلدان التي يسود فيها نظام ضريبي مشابه لما ذكر أعلاه، فهو يفرض ضريبة على التوزيعات الدورية.

والطريقة: هي إصدار صكوك مدتها مثلاً خمس سنوات بقيمة اسمية هي ١٠٠ دولار، ولكن وكيل حملة الصكوك لا يحصل من المستثمرين إلا على ٧٥ دولاراً فقط؛ يقوم وكيل حملة الصكوك باستخدام هذا المبلغ في شراء أصل من المصدر بمبلغ ٧٥ دولاراً، ثم يقوم بالدخول معه في عقد إجارة متتالية بالتمليك بأجرة مؤجلة (بعد خمس سنوات) مقدارها ٢٥ دولاراً مثلاً.

يتضمن عقد الإجارة المذكور وعداً من المستأجر بشراء الأصل في نهاية المدة بمبلغ ٧٥ دولاراً. وفي نهاية المدة يقوم المستأجر بدفع الأجرة المستحقة ومبلغها ٢٥ دولاراً، وكذلك من شراء الأصل، ومبلغه ٧٥ دولاراً، فيحصل حامل الصك على القيمة الاسمية للصك، وهي ١٠٠ دولار، مع أنه دفع في الأصل مبلغ ٧٥ دولاراً. فهذا صك ذاكوبون صفرى، و اختيار الأرقام أعلاه غير واقعى وإنما لغرض التوضيح.

رابعاً: الصكوك الخضراء.

ويقصد بها الصكوك التي تخصص لمشروعات تحافظ على البيئة، مثل: توليد الطاقة من أشعة الشمس أو الرياح، أو إنتاج الغاز البيولوجي، وما إلى ذلك، ومن أشهر الصكوك الخضراء ما أصدرته الحكومة الإندونيسية. ويمكن تعريف الصكوك الخضراء بأنها: (الأوراق المالية الإسلامية والموجهة نحو الاستثمارات الخضراء،

وهي المشاريع الصديقة للبيئة).

أول صكوك يمكن وصفها بالخضراء صدرت من قبل البنك الإسلامي للتنمية لتمويل مشاريع بيئية في المغرب، والباكستان، ومصر، وتونس، ونيجيريا. وقد أصدرت إندونيسيا ومالزيا صكوكاً خضراء منذ ٢٠١٢م، ويمكن القول إن الصكوك الخضراء هي تلك المختصة بالمجالات التالية:

- ١ - الاستثمار في التكنولوجيا لغرض التقليل من تدهور البيئة، وانبعاث الغازات المضرة بالغلاف الجوي، وتعزيز الصحة وأشكال الحياة.
- ٢ - توليد الطاقة النظيفة والمتجددة.
- ٣ - العمارة الخضراء.



الصكوك بحسب صيغ العقود

الصكوك تنتج عن عقد يبرم بين مصدر الصكوك وحملتها أصلالة أو وكالة، وتختلف هذه الصكوك باختلاف ذلك العقد؛ ولذلك يمكن تصنيفها بحسب صيغة العقود كما يلي:

أولاً: صكوك المراقبة.

المراقبة: عقد يبع بما قوّمت به السلعة وربح متفق عليه بين البائع والمشتري، وفي نطاق الصكوك يقوم هيكل صكوك المراقبة على شراء المصدر سلعاً من وكيل حملة الصكوك بثمن مؤجل وربح متفق عليه، يقوم المصدر بصفة دورية بدفع التوزيعات الدورية التي تقتصر في الغالب على الربح، وفي نهاية المدة يرد رأس مال الصكوك وهو ما قمت به السلعة في بيع المراقبة.

أ- المراقبة المباشرة:

وفيها يستخدم وكيل حملة الصكوك حصيلة الصكوك في شراء أصل تحتاج إليه الجهة المصدرة للصكوك، مثل: مبنى للإدارة العامة، أو آلات للمصنع ... إلخ، ويمكن استخدام هذا الأصل رهناً لتوثيق الدين الناتج عن ذلك البيع، ويجب أن يكون شراء وكيل الصكوك لذلك الأصل من طرف ثالث لتفادي العينة.

ب- التورق:

وفيه يستخدم وكيل حملة الصكوك حصيلة الصكوك في شراء سلعة طرف ثالث ثم يبيعها للمصدر، لبيعها بدوره لطرف آخر ويتنفع بشمنها.

مميزات صكوك المراقبة:

- ١ - تتميز صكوك المراقبة بالوضوح والبساطة؛ بحيث يسهل فهمها على الأطراف ذات العلاقة.
- ٢ - كما أنها أقرب البدائل شبهًا بالسندات؛ لأنها تتحمّض عن ديون في ذمة المصدر عبارة عن مبلغ مضاد إليه الربح؛ ولذلك يسهل التعامل معها محاسبيًا.
- ٣ - ويحكم كونها مبلغ دين ثابت في ذمة مصدر الصكوك، فإنها قابلة للتصنيف الائتماني كسائر الديون، وأنها تصنف كتصنيف المصدر.
- ٤ - ثبات العائد طول عمر الصكوك.
- ٥ - صالحة للحكومات؛ لأنها لا تتوافر على نشاطات مدرة للعائد.

عيوب صكوك المراقبة:

- ١ - يعد عدم جواز تداول صكوك المراقبة عيوباً الرئيس الذي يجعل صلاحيتها محدودة، وسبب منع التداول أن الأصول في هذا النوع من الصكوك إنما هو ديون في ذمة المصدر، والتداول بيع، ولا يجوز بيع الدين لغير من هو عليه بأقل من قيمته الاسمية.

ويستثنى من ذلك:

- أ- صكوك المراقبة الصادرة في ماليزيا؛ إذ تجيز الهيئات عندهم تداولها لأنهم يرون بيع الدين لغير من هو عليه بقيمته أو أكثر أو أقل جائز.
- ب- يمكن بيع الديون النقدية بالسلع، كما نص على ذلك قرار مجمع الفقه الإسلامي (مجمع الرابطة).

تداول صكوك المراقبة:

صكوك المراقبة تتحمّض عن ديون، فهي بعد إتمام عملية بيع السلع تمثل ديونًا في ذمة المصدر؛ ولذلك فإن تداولها يعني بيع الدين لغير المدين، وهذا ممنوع إلا بالقيمة الاسمية، والبيع بالقيمة الاسمية غير متصور في عمليات التداول لأنّه يهدّر قيمة الزمن؛ ولذلك فإن تداول صكوك المراقبة لا يجوز، وقد نصت الفقرة ١٥ / ٢ من معيار صكوك الاستثمار الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية على ما يلي: (لا يجوز تداول صكوك المراقبة بعد تسليم بضاعة المراقبة للمشتري، أما بعد شراء البضاعة وقبل بيعها للمشتري فيجوز التداول). وقد لاحظت هيئة الأوراق المالية في الإمارات العربية المتحدة الحاجة للإدراج دون التداول، حيث نص قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ٩٣ / د لسنة ٢٠٠٥، الخاص بإدراج الصكوك الإسلامية في المادة ٢ / ٢ على ما يلي:

(يجوز لأي جهة مصدرة لصكوك إسلامية لا تطرح للاكتتاب العام وترغب إدراج صكوكها في السوق أن تقدم بطلب إلى الهيئة لإدراج جميع تلك الصكوك لدى السوق، وتسرى في هذه الحالة أحكام هذا القرار على تلك الجهة المصدرة والصكوك المراد إدراجها لدى السوق).

أما في ماليزيا، فإن صكوك المراقبة يجري تداولها في سوق المال بناء على فتاوى الهيئات الشرعية هناك، وقد صدر عن المجلس الاستشاري الشريعي التابع لـ هيئة سوق المال الماليزية في اجتماعه رقم (٢) المنعقد في ٢١ أغسطس ١٩٩٦م - قرار (قبول مبدأ الدين لتشكيل أدوات مالية لأسواق رأس المال)^(١)، وبناء على ذلك

(١) قرارات المجلس الاستشاري لـ هيئة الأوراق المالية الماليزية الصادر عن هيئة الأوراق المالية الماليزية ص ١٦ . وفي هذا مخالفة لـ إجماع علماء المسلمين على مر العصور؛ فيبيع الدين النقدي الثابت في ذمة مدين إلى طرف آخر بتفوّد تقل من قيمته الاسمية مطابق لما يسمى حسم الكمبيالات التي صدرت قرارات المجامع بمنعه.

صدرت عدد من الأوراق التجارية التي تمثل ديناً، وهي قابلة للتداول بما في ذلك صكوك المراقبة.

ثانية: صكوك الإجارة.

الإجارة عقد واقع على المنافع، وصكوك الإجارة هي أشهر أنواع الصكوك وأكثرها انتشاراً؛ حيث تمثل نحو ٤٠٪ من مجمل إصدارات الصكوك عالمياً، وفيها يشتري وكيل حملة الصكوك من المصدر أصلًا مدرّاً للمنافع، وبعد تملكه يقوم بتأجيره على المصدر إيجاراً مع الوعد بالبيع، وتستخدم مدفوعات الإيجار في دفع التوزيعات الدورية، وقد تكون ثابتة أو مرتبطة بمؤشر، وعند انتهاء المدة - وهي خمس سنين في الغالب - يبيع وكيل حملة الصكوك ذلك الأصل إلى المصدر بنفس ثمن الشراء، ويسترد حملة الصكوك القيمة الاسمية للصك من خلال ذلك.

إجارة العين لمن باعها:

من الواضح أن جميع صكوك الإجارة تقريباً تتضمن ما يسمى بإجارة العين لمن باعها؛ إذ إن وكيل حملة الصكوك سوف يشتري من المصدر أصلًا (طائرات عقارات .. الخ)، ثم يؤجرها عليه إجارة منتهية بالتمليك، وقد اختلف الفقهاء حول حكم هذا الإجراء واختلفت بناء عليه الهيئات الشرعية.

ميزات صكوك الإجارة:

- ١ - يتسم هيكل إصدار صكوك الإجارة بالبساطة والوضوح وقابليته للتوافق مع المعايير المحاسبية وقواعد التصكيم.
- ٢ - صكوك الإجارة تمثل ملكية أصل حقيقي مدر للعائد؛ ولذلك فهي قابلة للتداول، وفي نفس الوقت تعكس الطبيعة الحقيقية لصكوك التمويل الإسلامية، واحتلافيها عن السنادات.

- ٣- المرونة من جهة جعل التوزيع الدوري ثابتاً أو مربوطاً بمؤشر بناء على ربط الأجرة بذلك المؤشر.
- ٤- أقل مخاطرة؛ لأن حقوق حملة الصكوك ليست مربوطة بذمة المصدر فقط، بل مربوطة بالأصل المؤجر؛ لأنه مملوك لحملة الصكوك.

عيوب صكوك الإيجار:

- ١- يترتب على ملكية حملة الصكوك للأصل المؤجر مسؤوليات؛ منها: الصيانة الأساسية التي تدخل مخاطر مؤثرة في هيكل صكوك الإيجار^(١).
- ٢- أكثر كلفة في الإصدار إذا تتضمن نقلًا رسميًا للملكية إلى حملة الصكوك؛ إذ يترتب عليه رسوم مؤثرة مثل ضريبة الدمة.
- ٣- تصنيف صكوك الإيجار إنما يتعلق باليوم الأخير من حياة الصكوك، وذلك عندما يقوم المصدر بإعادة شراء الأصل ويصبح ثمنه ديناً في ذمته، عندئذٍ فقط يكون التفضيض الصادر للصكوك صحيحًا؛ إذ إن التصنيف إنما يتعلق بالجودة الائتمانية، أي أنها متعلقة بالديون، وخلال عمر الصكوك لا يتعلق بذمة المصدر إلا الدفعات الإيجارية فقط.
- ٤- هذا الهيكل لا يصبح قابلاً للتطبيق إلا بوجود تعهد بالبيع وآخر بالشراء، وفي هذا أشكال عند بعض الفقهاء المعاصرين من ناحية قولهم: إن الموعدة عقد بيع مضارف إلى المستقبل، وهو ممنوع.
- ٥- هناك ضوابط لما يجوز تأجيره قد لا تتحقق في كل وقت، فالمعمول أن عقد الإيجارة محله المنافع، فاقتضى ذلك أن يؤجر إلا ما كان له منافع،

(١) ستأتي فيما بعد، كيف جرت معالجة هذه المخاطر؟

فإذا قام وكيل حملة الصكوك على سبيل المثال بشراء أرض بيضاء لافع فيها ثم تأجيرها على المصدر لمدة خمس سنوات ليجري بيعها عليه في نهايتها كما كانت، فلا يقبل أن يقال أن التوزيعات الدورية (الإيجارات) كانت مقابل منافع؛ إذ لا منافع في هذه الأرض البيضاء؛ ولذلك كانت في العملية شبهة القرض بزيادة، أما إذا كان المصدر يرغب في إنشاء مشروع عليها فقد استخلص منها منافع يصلح أن يعاوض عليها.

- وقد اختلف الفقهاء المعاصرون في مسألة الاستئجار بثمن نقيدي ثم التأجير بثمن مؤجل، فعدها أكثرهم من بيع العينة الذي منعه جمهور الفقهاء، وعدوه حيلة للتوصل إلى القرض بزيادة، ولا يرون أن تكون العقد إجارة لا بيعاً تأثيراً على الحكم؛ ولذلك سموا العينة الإيجارية، من ذلك قرار الهيئة الشرعية لمصرف الراجحي الصادر بتاريخ ١٤٠٩/١٥ (قرار رقم ٤) بشأن السؤال عن جواز استئجار عين من شخص ثم إعادة تأجيرها على نفس الشخص والذي نص على: (... وبعد تداول الهيئة أقوال أهل العلم حول هذه المسألة، رأت عدم جواز مثل هذه المعاملة؛ لأنها عكس العينة .. وأن عكس العينة كالعينة في الحكم بالتحريم).

- لكنَّ عدداً من الهيئات الشرعية أجازت مثل هذا النوع من الصكوك مستندة إلى عدة اعتبارات منها:

١ - أن عكس العينة يختلف حكمه عن العينة في أرجح أقوال العلماء؛ فالحنفية مناط المنع عندهم في العينة حصول الأجل في البيع الأول، وعكس العينة قائم على نقد الثمن لا تأجيله^(١). وهذا هو المذهب

(١) انظر الصورة في المعاوضات المالية، عبد الحكيم المزروع، دار كنوز إشبيليا، ص ٦٨٨.

عند المالكية إذا لم يكن من أهل العينة، قال المازري في «شرح التلقين»: (وأما إذا كانت الأولى نقداً والثانية إلى أجل، فإن في ذلك اختلافاً في المذهب، فمن حمى الذريعة فيه عموماً جعل الحكم للبيعة الثانية، ومن لا يتهم الناس عموماً جعل للثانية المؤجلة حكم الأولى التي هي بيع نقد)^(١).

والجواز هو المذهب عند الشافعية^(٢)، وقول عبد الحنابلة، قال ابن قدامة في «المغني»: (ويحتمل أن يجوز له شراؤها بنفس الشمن بأكثر منه، إلا أن يكون ذلك عن مواطأة أو حيلة فلا يجوز).

ومن أوجه الاختلاف بين العينة وعكس العينة، أن السلعة باقية عند البائع ثم يدخل مع المشتري في بيع آخر وهو مدين له، أما عكس العينة فإن علاقة البائع بالسلعة تنقطع وإذا دخل في البيع الثاني لم تكن بينهما مداينة^(٣).

-٢- أن عقد الإجارة يختلف عن عقد البيع؛ لأن المحل هو المنافع التي تتولد مع مرور الوقت، وتتغير بين عقد الإيجار الأول والعقد في نهاية المدة.

-٣- أن طول المدة كفيل بحالة الأسواق وتغير حال المبيع، فخروج عن العينة التي هي حيلة للتوصل إلى القرض بزيادة.

(١) شرح التلقين ٢/٣٢٢.

(٢) روضة الطالبين، للنووي ٣/٤١٩.

(٣) وقع البيع الثاني مع وجود المداينة وعدم ذلك في عكس العينة فرق مؤثر، ألا ترى أن الهدية من المدين مع وجود المداينة ممنوعة، وليس كذلك قبل أو بعد انقضاء الدين؟ انظر: الصورية في المعاوضات المالية، عبد الحكيم المزروع، ص ٦٩١.

- ٤ - أن العينة حُرّمت لأنها حيلة يتوصل بها إلى ما حقيقته القرض بزيادة، ولكن واقع الحال أن الناس لا يستخدمونها بهذا المعنى؛ إذ لو كان غرضهم القرض بزيادة لأتوه من بابه، فالربا أبوابه مشرعة وهو أقل كلفة من عقد الإجارة هذا.

ثالثاً: صكوك الإيجارتين.

وهي لا تسمى بهذا الاسم، وإنما اشتهرت بأنها أيضاً صكوك إجارة، إلا أن الأصول لا تنتقل ملكيتها إلى حملة الصكوك، وصفتها أن يقوم وكيل حملة الصكوك باستئجار أصل لمدة طويلة (٤٠ سنة مثلاً) -والذي يكون غالباً أصل عقاري- ثم يعيد تأجيره على مصدر الصكوك لمدة خمس سنوات، وفي نهاية السنة الخامسة يسترد المصدر الأصل بعد فسخ عقد الإيجار طويلاً الأجل الذي يقي من عمره ٣٥ سنة، ويرد لحملة الصكوك مبلغاً يقابل منافع هذه المدة، وهو في الغالب مساواً للقيمة الاسمية للصكوك (أي المبلغ الأصلي الذي دفعه حملة الصكوك). وهذا الهيكل مناسب للصكوك السيادية؛ حيث ترغب خزينة الدولة في إصدار صكوك إلا أن الدستور لا يعطيها صلاحية بيع الأصول إلى طرف ثالث.

إن طول مدة عقد الإجارة الأول لا شك يجعله شبيهاً بالملك، وقد صدر عن ندوة شورى الفقهية التي عقدت في الكويت التي اتجهت إلى اعتبار الإجارة الطويلة تأخذ أحکام الملكية، بمعنى أن عقد الإجارة طويل الأجل يأخذ حكم الشراء فيصبح حكم هذه المعاملة حكم صكوك الإجارة الأخرى التي تقوم على تأجير العين لمن باعها.

مؤتمر شورى الفقهي، في القرار الثاني من صور حق الانتفاع العقاري الجائزة: قيام جهة كالحكومة تملك عقاراً بتمليك منفعته لطرف آخر سواء كان شخصاً طبيعياً

أو معنويًّا مدة طويلة تصل إلى ٩٩ سنة مع احتفاظها بملكية العين (الرقبة) وإيقائهما مسجلة باسمها، والتأشير في السجل العقاري بأن عليها حق انتفاع لمدة معينة، هذه الصورة فيها شبهة بالبيع وبالإجارة، ولا تتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية، ومن أحكامها: (٦ - يجوز أن يكون حق الانتفاع العقاري لهذا محلًّا لصكوك قابلة للتداول مع مراعاة التأشير في السجل العقاري بذلك؛ لأنَّه من قبيل بيع المنفعة، ولا يمنع من ذلك كون العقار مؤجرًا لأطراف أخرى لما فيه من شبهة بالبيع).

القول بأن هيكل صكوك الإجارة بيع وفاء:

من الانتقادات التي تثار على صكوك الإجارة القول بأنها بيع وفاء، فهم يقولون: إن لسان حال حملة الصكوك يقول للمصدر: متى ردت إليك الثمن ردت إليك المبيع، وهي الصيغة المشهورة لبيع الوفاء. قال في «الموسوعة الفقهية الكويتية»: (بيع الوفاء: هو البيع بشرط أن البائع متى رد الثمن يرد المشتري المبيع إليه)^(١). وقد صدر بشأن بيع الوفاء قرار المجمع الفقهي الإسلامي الدولي في دورة مؤتمره السابع في (ذي القعدة ١٤١٢ هـ-مايو ١٩٩٢)، ونص على ما يلي:

أ- إن حقيقة هذا البيع (قرض جر نفعاً) فهو تحايل على الربا.

ب- إن هذا العقد غير جائز شرعاً).

ويجاب عن ذلك أن بين الصيغتين (بيع الوفاء وصكوك الإجارة) شبه،
إلا أن الاختلاف بينهما أظهر:

١- إن بيع الوفاء عقد بيع ناجز يدفع فيه الثمن ثم عقد بيع معلق على شرط، فهو يقول: متى ردت إليك الثمن ردت إليك المبيع. أما ما يقع

(١) هكذا يسميه الأحناف، ويسميه المالكية: بيع الثنایا، والحنابلة: بيع الأمانة، والشافعية: بيع العهدة.

في صكوك الإيجار فهو وعد بالشراء (أو البيع) وليس عقد بيع متعلق على شرط. والوعد قابل للوفاء والنكول واختلافه عن العقد واضح جلي، وصدر قرار المجمع الفقهي الإسلامي الدولي في بيان الفرق بين الوعود الملزمة والعقد.

- ٢ ثم إن علة منع بيع الوفاء في قول من اعتبره أنه حيلة للتوصل إلى القرض بفائدة، بينما أن هيكل الإيجار الذي بين أيدينا هو مخرج للهروب من القرض بفائدة؛ ذلك أن أبواب القرض بفائدة مفتوحة ومشرعة ولا حاجة للإنسان أن يحتال للتوصل إليها، بل إنها ربما تكون أقل كلفة من هذه الطريقة.

- ٣ ومعلوم أنه ليس للبائع ولا المشتري أن يتصرف بالمباع بالبيع إلى طرف ثالث في بيع الوفاء، بينما أن ذلك حق ثابت لحملة الصكوك؛ لأن الملك متتحقق في هيكل الإيجار لهم، ولهم التصرف به بالبيع.

- ٤ إن العلاقة بين حملة الصكوك والمصدر في عقد الإيجار هي علاقة مؤجر بمستأجر، يتحمل فيها مالك العين المؤجرة (حملة الصكوك) الصيانة الأساسية التي بدونها تقطع المنفعة، وليس من ذلك شيء في بيع الوفاء؛ إذ العلاقة بين طرفيها علاقة بائع ومشترٍ.

- ٥ ويجد بالذكر أن طائفه من فقهاء الحنفية من المانعين لبيع الوفاء أخرجوا من صوره الممنوعة ما كان على سبيل الوعد؛ من ذلك ما ذكر صاحب «البحر الرائق شرح كنز الدقائق»^(١) عن قاضي خان فيما يتعلق ببيع الوفاء، قال: (... وإن ذكر البيع بلا شرط شرطاه

(١) البحر الرائق شرح كنز الدقائق ٦ / ٢.

ثم شرطاه على وجه المواعدة جاز البيع ولزム الوفاء).

٦ - وحتى لو وقع الشبه ببيع الوفاء، فإن تحريم بيع الوفاء ليس مجمعاً عليه؛ فالذهب عند الشافعية أنه بيع صحيح يترتب عليه جميع أحكام البيع الصحيح، ولا يلزم المشتري الوفاء بما وعد، ولا يرجع للبائع إلا بعقد جديد؛ ذلك لأن الشافعية لا يرون للشرط المتقدم على العقد تأثيراً، ووجوده لا عبرة فيه، وهو مقتضى الرواية عن أبي حنيفة في تصحيح بيع التلجمة^(١).

صكوك الإجارة المضافة:

عقد الإجارة المضافة: عقد يلتقي فيه الإيجاب والقبول، ويحصل الالتزام والإلزام، إلا أن آثاره لا تظهر إلا في تاريخ مستقبلي؛ كأن يقول: أجرتك داري لمدة سنة؛ تبدأ في محرم ١٤٤٠ هـ، والحال أننا في ١٤٣٩ هـ، وجمهور الفقهاء على جواز الإضافة في الإجارة ومنعها في البيع، وهي عقد لازم.

وقد صدرت صكوك من قبل شركة موباييلي للهاتف سنة ٢٠٠٨ م محلها دقائق الاتصال^(٢)، خرجتها الهيئة الشرعية على أنها إجارة مضافة إلى المستقبل والأجرة فيها مدفوعة مقدماً لا على سبيل السلم، وأجازت فيها التداول؛ لأن محلها تلك الدقائق التي تمثل منافع الإجارة.

رابعاً: صكوك المضاربة.

المضاربة (وتسمى القراض): عقد شركة في الربح بين شريك بالمال وآخر

(١) الصورية في المعاوضات المالية، عبد الحكيم المزروع، ص ٧٠٦.

(٢) *Airtime*

بالعمل، ويشترط لصحتها تسليم رأس المال إلى المضارب، والاتفاق على نسبة اقتسام الربح بينهما، والربح لا يعتبر قد تحقق إلا بعد سلامة رأس المال. ويعرف ذلك بعد تنضيض^(١) أصول المضاربة (أي التصفية النهائية) تصفية حقيقة ببيع تلك الأصول في المزاد أو تصفية حكمية بناء على قواعد المحاسبة والمراجعة.

ومضاربة من عقود الأمانة، فلا يضمن المضارب إلا في حال التعدي أو التفريط أو مخالفة الشروط.

في هيكل صكوك المضاربة يقوم وكيل حملة الصكوك بالدخول مع المصدر في عقد مضاربة يكون المصدر مضارباً وحملة الصكوك أرباب مال، فيعمل المضارب في المال لتحقيق الربح الذي يقتسمانه بحسب ما جرى الاتفاق عليه.

والقسمة في عقد المضاربة لا تكون إلا بعد التنضيض. وتنقسم صكوك المضاربة إلى صيغتين:

١ - **الصيغة الأولى:** يكون رأس مال المضاربة في وعاء مستقل معداً الغرض تمويل مشروع بعينه قابل للاستقلال عن أعمال المصدر في هذه الحالة، فإن أموال المضاربة لا تختلط بأموال المصدر (المضارب) ويكون ما يستحق حملة الصكوك من ربح معتمد على ما يحصل من ربح في هذا الوعاء، وكذا في حال الخسارة، فلا يتأثر حملة الصكوك بما يحصل للمضارب في أعماله الأخرى من ربح أو خسران. وهذا قليل الواقع؛ إذ يقتضي أن يكون التمويل لمشروع جديد قابل للاستقلال، وبالنسبة للبنوك يحصل ذلك عن طريق عزل أموال المضاربة في وعاء مستقل محاسبياً لتمويل عملاء أو عمليات.

٢ - **والصيغة الثانية:** أن يضيف المصدر حصيلة الصكوك التي تمثل رأس مال المضاربة إلى ميزانيته ويخلطها بأمواله الخاصة، فینشاً ذلك (بالإضافة إلى المضاربة) عقد

(١) والتنضيض: هو تحويل أصول المضاربة إلى (ناض)، والناض اسم من أسماء الدراما.

مشاركة ضمني، ويكون من وعاء مملوك للطرفين، في هذه الحالة يكون نصيب حملة الصكوك من الربح معتمداً على مجمل نشاطات الشركة.

وهذا لا يأس به بشرط، منها:

أ- أن يكون نشاط الشركة مباحاً.

ب- يقوم المضارب أولاً بتصفيه المشاركة حكمياً، ويحصل كل طرف على نصيبه من الربح بحسب نسبة رأس ماله إلى مجمل الأموال في وعاء المشاركة، ثم إذا تحدد ربح رأس مال المضاربة جرت قسمته بحسب عقد المضاربة.

ج- ألا يتحمل أرباب المال (حملة الصكوك) شيئاً من الديون الخاصة بالمضارب، والتي يفترض أن يتحملها ملاك الشركة أي حملة الأسهم، فموقع أصحاب الصكوك من ناحية استحقاق الربح مختلف عن حملة الأسهم العادية، وبلغة المحاسبة: يستحق حملة الصكوك نصيبهم في الربح من الدخل التشغيلي *operating income*, بينما أن حملة الأسهم يستحقون نصيبهم من الدخل الصافي *net profit*, وهذا يرجع إلى أن المضارب (مصدر الصكوك) لو كان فرداً فإنه لا يستحق إلا نصيبه من الربح، فليس له أن يغطي تكاليف قيامه بالعمل مثل: الأكل والشرب والسكن، ومعلوم أن الربح هو الفرق بين الإيراد والمصاريف العادية لأداء العمل (قبل الضرائب والاحتياطيات والمخصصات والفوائد على الديون ... إلخ); ولذلك يجب أن تكون قسمة الربح بناء على الربح القائم للشركة *Gross Profit*, وليس الربح الصافي *Net Profit*; وذلك لأن الربح الصافي إنما يحسب بعد دفع أقساط الديون وفوائدها

والضرائب وما إلى ذلك، أي قياساً على الفرد بعد حسم تكاليف الأكل والشرب والسكن وتعليم الأولاد.

د- وكذلك الحال فيما لو أُعسر المضارب، فإن الخسارة لا تلحق حملة الصكوك إلا إذا لم يبق شيء من رأس مال الشركة مصدرة الصكوك، فإذا زادت الخسارة عن ذلك فإنها تلحق عندئذ حملة الصكوك، فموقع صكوك المضاربة في هيكل رأس مال الشركة المصدرة ليس مماثلاً للأسهم العادية، وإنما هو نوع من أسهم الامتياز التي لا يلحقها الخسائر إلا بعد تبخّر حقوق الملكية (أي الأسهم العادية).

هـ- والمفترض أن الصكوك يجري تصفيتها قبل الوصول إلى تلك الحالة، فإذا أنهى عقد المضاربة صار رأس مالها أو ما بقي منه دين في ذمة المضارب، فإذا أعطى وزن الدين الممتاز، فيجب أن يكون لأرباب المال الأولوية على سائر الدائنين في استرداد رأس مال المضاربة؛ ولذلك يحدد لهم ابتداءً وضع الدين الممتاز *Senior Debt*، أو أسهم التميز *Preference shares*.

مزايا صكوك المضاربة:

١- تجسد المضاربة الطبيعة الأصلية للاقتصاد الإسلامي، حيث يشترك رأس المال والإدارة في توليد الأرباح التي يقتسمها المضارب ورب المال على قاعدة الغنم بالغرم، كما أنها تمثل وضعاً لحملة الصكوك قريباً في الشبه لحملة الأسهم.

٢- تمثل الأموال التي يحصل عليها المصدر من حملة الصكوك على سبيل المضاربة مصدرًا مناً للتمويل يمكن استخدامها في تمويل النشاط العام للشركة وجعلها ضمن ميزانية المصدر.

-٣ يمكن أن يكون لصكوك المضاربة تاريخ انتهاء واحد يجري فيه تنضيض الأصول ورد رأس المال (أو ما سلم منه) إلى حملة الصكوك، كما يمكن أن يكون لها تنضيض دوري، تدخل بعده في مضاربة جديدة، ففي نهاية كل سنة تنتهي المضاربة الأولى ويحصل لها التنضيض الحكمي ثم يتم الدخول في مضاربة جديدة.

-٤ لطالما تحدث الاقتصاديون الإسلاميون عن محاسن عقد المضاربة من ناحية ما يتصور له من دور في إيجاد آلية لتوزيع أكثر عدالة للثروة، وفرص تحقيق الدخل في المجتمع، من المعلوم أن من أهم مساوى التمويل الريبوي القائم على الديون أن القرض المصرفي يقتضي وجود الرهون والضمادات، وتلك لا توجد إلا عند الأثرياء، فصار النظام المصرفي آلية تؤدي أثناء عملها إلى مزيد من تركز الثروة في يد الأثرياء دون تكافؤ الفرص بين أفراد المجتمع، فيبقى المجتمع منقسمًا إلى فقراء يتوارثون الفقر وأغنياء يولدون، وفي أنواههم ملاعق من فضة.

وبلغة الكتاب الحكيم هي حالة يكون المال والثراء فيها دولةً بين الأغنياء، وهذا ما جاء النص على النهي عنه في قوله تعالى بشأن قسمة الفيء: ﴿كَلَّا لَا يَكُونُ دُولَةً بَيْنَ الْأَغْنِيَاءِ مِنْكُمْ﴾^(١). قال المبرد: (الدُّولَةُ اسْمُ لِلشَّيْءِ الَّذِي يَتَداوَلُهُ الْقَوْمُ بَيْنَهُمْ)، يكون كذا مرة وكذا مرة، والدُّولَةُ بالضم: اسم ما يتداول^(٢).

وفي «تيسير الكريم الرحمن في تفسير كلام المنان» لابن سعدي: ﴿كَلَّا لَا يَكُونُ دُولَةً﴾ أي مداوله واحتضانًا بين الأغنياء منكم، فإنه لو لم يقدره لتداوله الأغنياء الأقوياء، ولما حصل لغيرهم من

(١) سورة الحشر، الآية: ٧. (٢) تفسير الرازبي.

العجزين منه شيء، وفي ذلك من الفساد ما لا يعلمه إلا الله^(١)، وجاء في «الموسوعة الكويتية» أن عمر بن الخطاب رضي الله عنه عندما امتنع عن قسمة أرض السواد، إنما كان منسجحاً في قراره مع المعنى المراد في قوله تعالى: ﴿كَيْ لَا يَكُونَ دُولَةً بَيْنَ الْأَغْنِيَاءِ مِنْ كُلِّ﴾^(٢). وهو ما يستند إليه ويرى من الاقتصاديين الإسلاميين في القول أن حكم هذه الآية عام لا يقتصر على الفيء، وإنما هي تتضمن مقصداً من مقاصد الشريعة في الاقتصاد. وعلى ذلك فالنظام المصرفي الذي يعمل على تركيز الثروة في يد الأغنياء مصادم للمقاصد الشرعية في المال؛ فالمسألة عندهم لا تقتصر على الحلال والحرام، وإنما المصرفية الإسلامية المعتمدة على المدaiفات دون المشاركات مع كونها تعمل ضمن نطاق المباح والحلال فإنها واقعة في نفس الإشكال؛ إذ الديون دائمًا وأبدًا تقتضي الملاعة المالية قبل الكفاءة الإدارية أو القدرة على العمل وتحقيق الربح، ولا تتوافر تلك الملاعة إلا للأغنياء فصارت البنوك أداة لتدوير الثروة بينهم.

أما في عقد المضاربة، فإن استيفاء العميل لمطالبات التمويل يدور حول مسائل أخرى؛ هي الأمانة، والثقة، وجودة المشروع، والقدرات الإدارية للمضارب القائم عليه، هذه الصفات ما اختص الله بها الأغنياء، وإنما قسمها بين الناس كما قسم الأرزاق بينهم؛ ولهذا يرى ثلة من الاقتصاديين الإسلاميين أن بناء النظام المصرفي على عقد المشاركة والمضاربة يمنع الفرص لمن كان من أفراد المجتمع مجداً مجتهداً

(١) تيسير الكريم الرحمن في تفسير كلام المتنان، طبعة الرسالة، ص ٨٥١.

(٢) الموسوعة الكويتية ٢٠ / ٥٥.

عنه الجلد على العمل والتفاني في الأداء، حتى لو كان من أبوين حاملي النسب، أو ينتمي إلى أسرة فقيرة، وما إلى ذلك، وبهذا تبني المجتمع طريقاً في القضاء على الفقر فيه والبطالة.

ولا يعترض أرباب البنوك الإسلامية على ما ذكر، وإنما يقولون ليس إعراض البنوك عن المضاربة راجع إلى رغبة تلك البنوك في أن تكون الثروة دولة بين الأغنياء أو رغبة عن تحقيق مزيد من الرفاهية وتكافؤ الفرص بين جميع أفراد المجتمع، وإنما مرد ذلك إلى أن المضاربة لا تصلح لعمل البنوك؛ لأنها تتضمن مخاطر أعلى من المستوى الذي يجعلها صالحة لهذا الغرض^(١)، وهو ما أشير إليه هنا بمخاطر الثقة.

ولكن عقد المضاربة يبقى عقداً ذات مخاطر عالية؛ ولذلك لا نجد إلا القليل من صكوك المضاربة إلا إذا اقتربت بعقد مرابحة يقلل من هذه المخاطر.

تداول صكوك المضاربة:

يجوز تداول صكوك المضاربة حتى لو كانت الأصول المتولدة من استثمار رأس مال المضاربة ديوناً، مثل: أن يستخدم المصدر حصيلة الصكوك في بيع المربحة والتقطيع ونحو ذلك، وقد صدر عن المجمع الفقهي الإسلامي الدولي قراراً بهذا الشأن اعتبار هذه الديون تابعة؛ ولذلك لا يكون لها حكم مستقل، إذ القاعدة أن التابع تابع، وذلك في الحالات التي يوجد فيها عمل وإدارة، فقد جاء في القرار رقم ١٩٦ (٤٥١) ما يلي:

أـ إذا كانت الديون والنقود مستقلة عن الأعيان والمنافع والجهاز الإداري

.Bankable (١)

والنشاط الاقتصادي المتبع، فلا يجوز إصدار هذه الصكوك أو الوحدات وتدالوها إلا إذا كان الغالب عليها هو الأعيان والمنافع.

ب- إذا شملت ملكية حملة الصكوك أو الوحدات الجهاز الإداري القائم بالنشاط الاقتصادي المولد للنقد والديون وصار لها كيان شرعي وقانوني مستقل، فيجوز -عندئذٍ- إصدار هذه الصكوك أو الوحدات وتدالوها بناء على مبدأ التبعية.

ج- النشاط الاقتصادي المقصود بالفقرة السابقة، هو العمل الذي يولده الديون والنقود على نحو مشروع. اهـ.

ومن الجلي أن الصكوك الصادرة من شركة مساهمة عامة أو مؤسسة حكومية تتضمن الجهاز الإداري القائم بالنشاط الاقتصادي^(١).

أمثلة صكوك المضاربة:

صكوك البنك السعودي الهولندي:

أصدرت إدارة المصرفية الإسلامية في البنك السعودي الهولندي صكوك مضاربة يكون فيها حملة الصكوك أرباب مال في عقد مضاربة يكون البنك فيه عاملًا، وتجمع هذه الأموال في وعاء، ويجري استخدامها في عمليات تمويل يقدمها البنك لعملائه بالمرابحة والاستصناع والتأجير ... إلخ. وقد اتفق على اقتسام الربح فيحصل حملة الصكوك على جزء محدد كنسبة مئوية من الربح، بينما يحصل البنك باعتباره مضاربًا على ما بقي، وحدد لعقد المضاربة مدة خمس سنوات. ويجري التناضيف الحكمي بشكل دوري ثم يدخل الطرفان في مضاربة جديدة حتى نهاية الخمس سنوات، حيث يرد رأس المال إلى حملة الصكوك.

(١) انظر: صكوك البنك السعودي الهولندي ص + .

ولا يتضمن هذا الإصدار وعدا بالشراء ولا ضمانا للعائد أو رأس المال، وهي صكوك قابلة للتداول، بناء على ما صدر من المجمع الفقهي الإسلامي الدولي بشأن تداول صكوك المضاربة، وقد صممت بحيث تعتمد على عدة عقود للمضاربة مدة كل منها ستة أشهر بحيث يجري التنصيص الحكمي في نهاية كل فترة، ثم يدخل الطرفان في مضاربة جديدة.

خامساً: صكوك الوكالة.

عقد الوكالة من عقود الأمانة، وهو عقد واقع على العمل بحيث يقوم الوكيل بعمل لصالح الموكل ونيابة عنه، والوكالة من عقود التبرع، وهي من العقود الجائزه بمعنى أن لكل طرف إنتهاء بيارادة منفردة، لكنها تصبح عقد معاوضة إذا وقع الاتفاق على القيام بالوكالة مقابل أجرة للوكييل، وبناء على ذلك تكون ملزمة لا جائزة حتى ينجز الوكييل عمله، والوكييل كالأخيل بحيث تكون تصرفاتة ملزمة للموكل.

وتجرى هيكلة الصكوك بناء على الوكالة، حيث يكون مصدر الصكوك وكيلآ عن حملة الصكوك فيستري عقارا (مثلاً) من مصدر الصكوك ثم يؤجره على المصدر، ويتولى تحصيل الأجرة.

مزايا صكوك الوكالة:

- من مزايا صكوك الوكالة أنه يكون للموكل -أي حملة الصكوك- مركز أقوى على الأصول مقارنة بصيغ الصكوك الأخرى؛ لأن المصدر ما هو إلا وكيل ينفذ متطلبات الموكل، ومن جهة أخرى فإنه يمكن ضبط عمل الوكيل بجملة من الشروط التي تقلل المخاطر.
- يمكن استخدام صيغة الوكالة للاستغناء عن عملية نقل الملكية عند شراء الأصول، ومن ثم تفادي الرسوم على التسجيل.

عيوب صكوك الوكالة:

صكوك الوكالة لا تتضمن في المعاد مؤسسة ذات غرض خاص؛ لأن الأصول تكون بيد الوكيل مباشرة، وفي هذا مخاطرة أعلى بالنسبة لحملة الصكوك.

صكوك وكالة مراجحة:

أصدر بنك البركة التركي صكوكاً قام هيكلها على ما سمي (وكالة مراجحة) في يوليو ٢٠١٤م.

سادساً: صكوك السلم.

السلم: عقد يبيع محله سلعة موصوفة في الذمة، يقدم فيه دفع الثمن ويؤجل قبض المبيع. وإذا كان السلم أساساً لإصدار الصكوك، فهذا يعني أن وكيل حملة الصكوك سوف يدخل مع المصدر في عقد سلم يشتري منه سلعة موصوفة في الذمة بثمن يدفع حالاً هو القيمة الاسمية للصكوك، ثم يعين وكيل حملة الصكوك المصدر وكيلًا عنه لبيع تلك السلع عند حلول أجل القبض (سنة أو سنتين ...) في السوق، ودفع الثمن المتضمن للربح إلى حملة الصكوك، وربما تضمن الإصدار الواحد عدة عقود للسلم تتجدد كل ستة أشهر أو نحو ذلك، عندئذ يكون هناك مدفوعات دورية لحملة الصكوك، ومعلوم أن الثمن في السلم يتضمن دائمًا نسبة حسم تمثل ربح السلم عند البيع، فإذا كان السعر الجاري للقمح هو ١٠٠ دولار للأردب من القمح، فإن عقد السلم سيكون أقل من ذلك لكي يعطي المشتري فرصة الربح عند البيع بمئة بافتراض ثبات الأسعار.

مزايا صكوك السلم:

أصل عقد السلم أنه وسيلة لتمويل رأس المال العامل، فقد يستخدمه

المزارعون في الحصول على السيولة لشراء البذور ومدخلات الإنتاج ودفع رواتب العمال، وما زال عقداً مثالياً لهذا الغرض في الزراعة والصناعة، يمكن على سبيل المثال للحكومة التي تمتلك شركة لاستخراج البترول أن تبيعه اليوم وتحصل على السيولة، وما عليها إلا أن تسلم وكيل حملة الصكوك كمية البترول التي يستطيع عن طريق وكالة المصدر بيعها في السوق المفتوحة، كما يمكن لشركة تنتج سلعة مماثلة ذات أسواق مستقرة (المشروبات الغازية مثلاً) وتتوفر في الأسواق طوال العام، أن تدخل في عقد سلم تكون بائعة لكمية من السلعة تسلم بعد ٩٠ يوماً بسعر يقل عن السعر الجاري في السوق.

عيوب صكوك السلم:

- يتضمن عقد السلم مخاطرة سوقية عالية؛ إذ يصعب عليه توقع الأسعار التي ستسود في المستقبل؛ لأن الأسعار تتغير وقد لا يتحقق لحامل الصكوك مراده، بل ربما يخسر خسارة فاحشة.
- جمهور الفقهاء على أنه لا يجوز بيع بضاعة السلم قبل القبض، بناء على ذلك فإن صكوك السلم غير قابلة للتداول.

معالجة المخاطر السوقية في صكوك السلم:

من المعلوم أن السلم يتضمن مخاطر سوقية عالية تمثل في إمكانية انخفاض أو ارتفاع الشحن خلال مدة السلم، ومن طرق معالجة ذلك ما جرى في هيكل إصدار صكوك السلم في البحرين والتي محلها معدن الألミニوم، وذلك عن طريق صدور وعد بالشراء من قبل طرف ثالث يشتري فيه المعدن بسعر يحقق ربحاً قدره ٢٪ (أو أكثر أو أقل) في تاريخ التسليم.

من الواضح أن المخاطر الأساسية في هذه الصكوك أصبحت مخاطر تمثل

الواعد بالشراء بالوفاء بوعده.

صكوك السلم البحرينية:

يتبنى المصرف المركزي في البحرين برنامجاً لإصدار صكوك السلم، أنجز منذ سنة ٢٠٠١ م حتى الآن مئة وتسع وتسعين إصداراً، وهي صكوك قصيرة الأجل (٩٠ يوماً)، والسلعة محل السلم هي معدن خام الألمنيوم الذي تبيعه الحكومة إلى وكيل حملة الصكوك بثمن معجل وتسلیم يتأجل لمدة ٩٠ يوماً، ثم بعد تسلم السلعة من قبل وكيل حملة الصكوك تسلمها حكماً يجري بيعه إلى طرف ثالث مستقل عن الحكومة.

سابعاً: صكوك الاستصناع.

الاستصناع: طلب الصنعة، وعقد الاستصناع عرفته «مجلة الأحكام العدلية» المواد ٣٩٢-٢٨٨ بأنّه (مقاؤلة مع أهل الصنعة على أن يعمل شيئاً). جاء في معيار صكوك الاستثمار الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، تعريف صكوك الاستصناع بأنّها: (وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة ويصبح المصنوع مملوكاً لحملة الصكوك).^(١)

فلاستصناع يشبه السلم من ناحية بيع سلعة في الذمة، إلا أنها في الاستصناع تصنع بمواصفات يقدمها المستصنع، وقد اختلف الفقهاء في حقيقة الاستصناع؛ فمنهم من أجرى عليه أحكام السلم فاشترط تقديم الثمن في مجلس العقد، ومنهم من أجرى عليه أحكام الإجارة فقال: يستحق العامل الثمن إذا قام بالعمل، إلى أن

(١) معيار صكوك الاستثمار رقم ١٧، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات، البحرين م ٢٠٠٧.

انتهى الأمر بـ«مجلة الأحكام العدلية» التي جعلته عقداً جديداً ليس له ما يقاس عليه.

مزایا عقود الاستصناع:

من المعلوم أن أكثر الصيغ في تمويل المشروعات *Project Finance* هي صيغة الاستصناع والإجارة في الذمة؛ ولذلك فإن صكوك الاستصناع مناسبة لتمويل المشروعات، وذلك بطرح الشهادات للمستثمرين.

عيوب صكوك الاستصناع:

وتواجه صكوك الاستصناع مشكلة القابلية للتداول، فالاستصناع في حقيقته عقد مقاولة، ومن هذا الجانب فهو دين في الذمة لا يجوز تداوله، وقد جاء في معيار صكوك الاستثمار (١٧) الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية في البحرين مانصه: (يجوز تداول أو استرداد صكوك الاستصناع إذا تحولت النقود إلى أعيان مملوكة لحملة الصكوك في مدة الاستصناع، أما إذا دفعت حصيلة الصكوك ثمناً في استصناع موازٍ أو تم تسليم العين المصنعة للمستصنع، فإن تداولها يخضع لأحكام التصرف في الديون)؛ ولذلك لا نكاد نرى له تطبيقاً في عالم الصكوك، وجمهور الفقهاء على عدم جواز بيع الدين على غير من هو عليه بغير قيمته الاسمية، والتداول بيع، ولذا لم تكن صكوك الاستصناع قابلة للتداول، إلا أن المالكية انفردوا بإجازة ذلك.

صكوك شركة تبريد:

تبريد هي الشركة الأهلية للتكييف المركزي، وهي شركة مساهمة مسجلة في الإمارات العربية المتحدة، وتنشط في دول الخليج في أعمال محطات التبريد. وقد أصدرت في ٢٠٠٦ م صكوكاً (٢٠٠ مليون دولار) قامت على هيكل

يتضمن الاستصناع والإجارة، فهي استصناع في المرحلة الأولى ثم إجارة في المرحلة الثانية، وكان الإصدار عن طريق مؤسسة ذات غرض خاص مسجلة في جزر الكايمان؛ وذلك لبناء محطات تبريد ثم استئجارها من وكيل حملة الصكوك والصكوك مدرجة في بورصة لندن.

ومن المعلوم أن الاستصناع لا يولد أي تدفقات نقدية؛ ولذلك قامت تبريد بدفع التوزيعات على الحساب مدة عقد الاستصناع، وكانت تستأجر من المؤسسة ذات الغرض الخاص الأصول بمجرد إتمامها حتى تقوم بدفع الإيجارات التي تستخدم في دفع التوزيعات الدورية، كما صدر عن تبريد وعد بشراء الأصول عند انتهاء الإجارة بما يساوي القيمة الاسمية للصكوك.

ثامناً: صكوك المشاركة.

هيكل صكوك المشاركة معتمد على عقد الشركة، والشركة التي يعتمد عليها إصدار الصكوك هي شركة العقد التي عرفها الفقهاء بأنها: (عقد بين الممثليين في الأصل والربح)، وفي مجال إصدار الصكوك هي: خلط أموال حملة الصكوك مع أموال المصدر لتمويل مشروع واحد على قواعد عقد الشركة، يعني أن الوضيعة على قدر المال والربح على ما اتفقا عليه.

مثال لصكوك المشاركة:

(خزانة): هي مؤسسة مملوكة للحكومة الماليزية تقوم بدور الصندوق السيادي لماليزيا، وهي تمتلك محفظة كبيرة من أسهم الشركات المدرجة في بورصة كوالالمبور وغيرها.

قامت مؤسسة خزانة بتأسيس شركة ذات غرض خاص، ووضعت ضمن أصول هذه الشركة ذات الغرض الخاص محفظة من أسهم منضبطة بالمعايير

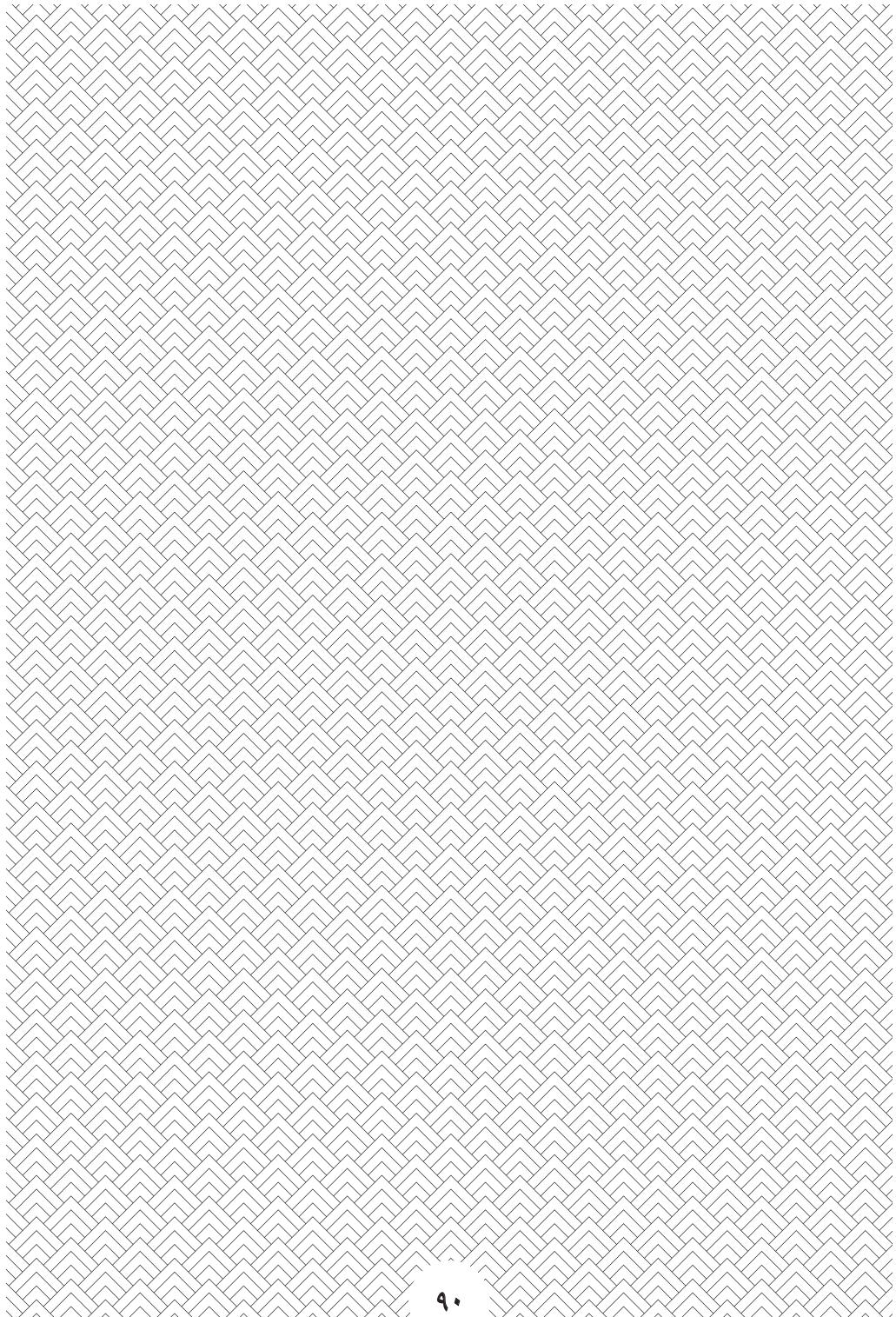
الشرعية، ثم أصدرت هذه الشركة ذات الغرض الخاص صكوكاً قابلة للتداول؛ يمثل كل صك فيها حصة مشاعة في ملكية تلك المحفظة، هذه الصكوك مدرجة وقابلة للتداول في البورصة، وأعطي حامل كل صك الحق في المطالبة بحصته من الأسهم الموجودة في المحفظة بالإضافة إلى حقه في تداول الصكوك في سوق البورصة وبمقدوره أن يحتفظ بها، غير أنه إذا أراد بيعها فهو ملتزم بأن يبيعها فقط إلى خزانة، وقد وعدت بشرائها منه بثمن يساوي متوسط سعرها في التداول خلال العشرين يوماً السابقة لطلب البيع.

وينضمن هيكل الإصدار استئثار خزانة بالريع الذي توزعه الشركات التي توجد أسهمها في المحفظة -والتي هي محل إصدار الصكوك- وهي أنها مستحقة لذلك مقابل ضمانها في حال إفلاس أي من الشركات المذكورة، وهو ما يسمى التأمين على حق الملكية^(١).

وفي نهاية المدة المحددة للصكوك -وهي خمس سنوات- تتعهد خزانة بشراء الأسهم بثمن محدد متفق عليه، غير أن حملة الصكوك غير ملزمين بالبيع في ذلك التاريخ.

٦٦٦٦٦٦

.(Equity Insurance) (١)



الصكوك بحسب جهة الإصدار

مصدر الصكوك:

أهم مصادر الصكوك هم:

- أ- الحكومات، في إصدار الصكوك السيادية، وهي أعلى الصكوك تصنيفًا اتمانياً وأكبرها حجمًا.
- ب- الشركات، والمقصود الشركات المساهمة العامة التي تصدر صكوكاً للطرح العام وأحياناً للطرح الخاص، ومنها: الشركات التجارية والصناعية، والبنوك.
- ج- المنظمات الدولية، مثل: البنك الدولي ومؤسسة التمويل الدولية IFC، ومنظمات دولية أخرى.
- د- الأوقاف.

يمكن تقسيم الصكوك بحسب المصدر إلى ثلاثة أنواع رئيسية هي: الصكوك الحكومية، وتسمى الصكوك السيادية، والشركة المساهمة العامة (الشركات التجارية والبنوك)، والمنظمات الدولية والأوقاف.

أولاً: الصكوك السيادية.

الصكوك السيادية هي تلك التي تصدرها الحكومات، ويختلف هيكل الحكومة من بلد لآخر، والصكوك السيادية اسم يطلق على تلك التي تصدرها الحكومة المركزية، أما الحكومات المحلية فلا تسمى صكوكاً سيادية، وهي تختلف عن أنواع الصكوك الأخرى من عدة نواحٍ:

- أ- أنها -في الجملة- أقل مخاطر من الصكوك التي يصدرها القطاع الخاص.
- ب- أن الغرض منها هو المصلحة العامة وليس الاسترباح؛ ولذلك فهي توجه إلى تمويل مشاريع البنية التحتية أو سد فجوة التمويل لدى الحكومة أو استخدامها أدوات لتنفيذ السياسات الاقتصادية.

أغراض الصكوك السيادية:

- ١- الصكوك السيادية غرضها في الغالب تمويل مشروعات عامة، والمشروعات العامة هي تلك التي يقصد منها تحقيق مصالح لمجموع أفراد المجتمع أو لبعضهم من دون تعين، والتي يكون لها عائد اجتماعي مجز، وتهضب بحاجات عامة للمجتمع لا يكون إنتاجها أو توفيرها مربحاً بحيث يتولى القطاع الخاص توفيرها، مثل: مشاريع البنية التحتية والخدمات الأساسية للمواطنين؛ كالرعاية الصحية، والقضاء، والأمن، ومن جهة أخرى قد تكون هذه الصكوك أداة فعالة لإدارة السيولة.
- ٢- ويترتب على إصدار الصكوك أيضاً توفير أوراق مالية صالحة؛ لأن تكون أدوات تستخدمها جهات الإشراف العام لإدارة الاقتصاد في قطاعه النقدي والمالي، أو تحقيق الاستقرار الاقتصادي.
- ٣- نقل عبء التنمية الاقتصادية عبر الأجيال؛ ذلك أن أكثر مشاريع البنية التحتية -وبخاصة الطرق، والجسور، ومشاريع السدود، والصرف الصحي- مما يدوم لعقود طويلة بل ربما لمئات السنين، فهي إذن مشاريع تستفيد منها أجيال متعددة. ومن مقتضيات العدل ألا يحمل جيل واحد جميع تكاليف إنشائها، ولما كان المصدر الأول لتمويل هذه المشاريع في أكثر الدول هو الضرائب والوجائب التي تفرضها

الحكومة على مواطنها، فإن تحويل جيل واحد جميع التكفلة ينافي مقتضيات العدل بمر الأجيال، ومن الثابت أن أفضل الطرق لتوزيع التكفلة عبر الأجيال هو الحصول على تمويل لتلك المشاريع من أطراف أخرى يمتد لسنوات، فتشترك أجيال بتحمل تكاليف تلك المشاريع، ويمكن للصكوك السيادية أن تتحقق هذا الغرض.

هل للصكوك السيادية أحکام مختلفة عن الصكوك الخاصة؟

من الجلي أن أغراض الصكوك السيادية هي أغراض عامة تسعى لتحقيق منافع ومصالح تمثّل حياة المجتمع ككل، وتهدّف إلى تحقيق نتائج متصلة بالعدالة في توزيع الدخول والثروات وتحقيق النمو والاستقرار في المجتمع، بينما أن الصكوك الخاصة تستهدف الربح وتسعى لتحقيق المصالح المباشرة لمصدرها دون مزيد اعتبار لمصالح الآخرين، إذا كان الأمر كذلك فإن الجواب على السؤال الآنف هو بالإيجاب، أي أن طبيعة الصكوك السيادية لها أثر في الحكم عليها، ويمكن إرجاع مستند هذا التفريق إلى الفرق بين الأموال العامة والخاصة، وأن التفارق بينهما في الأحكام في حالات معينة ليس غريباً على الفقه الإسلامي.

وعلى مثل هذا التفارق شواهد من كلام الفقهاء وبخاصة في أحکام الزكاة^(١).

(١) مع ملاحظة أن الاختلاف في الحكم إن كان ثمّ، اختلاف لا يبني على مجرد أن الصكوك أصدرتها الحكومة؛ لأن من الصكوك ما تصدره الحكومة لكن لا يتمتع بالوصف الذي يؤهله لهذا التميّز، فهناك فارق بين مشاريع الحكومة التي يكون غرضها النفع العام، وهي المشاريع التي يعزف عنها القطاع الخاص لعدم جدواها الاقتصادية من ناحية تحقيق الربح مع كونها حاجة عامة أو ضرورية، فتهاض بها الحكومة وبين تلك الاستثمارات والممتلكات التي تراحم بها الحكومة القطاع الخاص، مثل: احتكارها لبعض الصناعات مع كونها ذات طبيعة تجارية؛ كالنقل الجوي، أو استخراج المعادن... إلخ، فإن هذا لا مستند فيه للتفارق في الحكم بينه وبين الصكوك الخاصة.

ورب قائل: إن التفريق في وجوب الزكاة بين المال العام والخاص ليس راجعاً إلى كونه مالاً عاماً أو خاصاً، وإنما هو راجع إلى فقدان شرط من شروط وجوب الزكاة في المال العام وهو تمام الملك، ومن المعلوم أن المال العام هو مال لم يتعين له مالك، والزكاة تقتضي استقرار الملك؛ فلم تجب الزكاة عليه لهذا السبب، بخلاف المال الخاص الذي قد تعين مالكه، فإذا حال عليه الحول ويبلغ النصاب وبقية شروط الوجوب كانت الزكاة واجبة عليه.

إذا قيل ذلك، رد عليه بان الإجماع يكاد ينعقد على أن بيت المال يملك، وأن الوقف يملك، وليس التبرع بالزكوة واجبة على أيٍّ منهما، فدل ذلك على أنه لا حجة لمن قال العلة في عدم الوجوب انخراط شرط تمام الملك؛ لأنها موجودة، بل الأرجح أن عدم وجوب الزكوة إنما علته كون المال عاماً موجهاً لمصالح المجتمع ككل وليس مخصصاً لنفع المالك واحد، حتى لو تعين مالكه.

إذا، يمكننا الاستثناء بذلك في القول أن كون المال عاماً غرضه تحقيق النفع للجميع؛ مظنة أن يكون مختصاً بأحكام تختلف عن المال الخاص الذي ينحصر نفعه في مالكه.

وبناءً عليه، فإن الصكوك السيادية، لأنها مخصصة للنفع العام الذي يستفيد منه عامة الناس في المجتمع، وقد يمتد نفعه إلى الأجيال القادمة - وجب أن تختلف أحكامها عن الصكوك الخاصة؛ ولذلك ليس هناك ما يمنع من أن يتضمن هيكل إصدار الصكوك السيادية بعض التيسيرات التي قد لا تقبل في الصكوك الخاصة. من ذلك:

مسألة التصرف بالأصول المملوكة للحكومة، فقد وجدنا في أكثر البلدان أن دستور البلاد ينص على منع بيع أصول الدولة، ومن سمح بذلك من الدول

اشترط لحصوله اتباع إجراءات معقدة، مثل: موافقة البرلمان على كل عملية، هذا يجعل إصدار الصكوك القائمة على بيع بعض أصول الدولة إلى حملة الصكوك ثم استئجارها منهم غير ممكناً، فاحتاج الأمر إلى مخرج، وهنا تأتي طبيعة الصكوك السيادية، وأن الغرض منها المصلحة العامة؛ لتمهد لنا الطريق في قبول ترتيبات أخرى ربما قد تردد في قبولها في الإصدارات الخاصة، مثل: التأجير بأجرة نقدية، والاستئجار بأجرة مقططة.

ثانياً: الصكوك التي تصدرها الشركات المساهمة العامة.

يمثل هذا النوع من الصكوك النسبة الغالبة من الإصدارات، والأرجح أن هذا وضع مؤقت؛ إذ سيأتي الوقت قريباً حيث تسيطر إصدارات الصكوك السيادية.

أي تلك التي تصدرها الحكومات، ومن الواضح أن غرض الصكوك التي تصدرها الشركات المساهمة العامة هو تحقيق مزيد من الأرباح في نشاطها الذي يحتاج إلى التمويل، فإذا صدار الصكوك يأتي بدليلاً عن إصدار الأسهم أو الاقتراض من البنوك، ويتضمن الكتاب تفصيلاً في مواضع متعددة لهذا النوع من الصكوك.

ثالثاً: الصكوك التي تصدرها المنظمات الدولية.

لا تقتصر الاستفادة من هيكل إصدارات الصكوك على الحكومات والشركات في البلدان الإسلامية بل يشمل ذلك المنظمات الدولية، مثل: صندوق النقد الدولي، واليونيسيف، ومؤسسة التمويل الدولية.

أ- صكوك منظمة التمويل الدولية⁽¹⁾:

يقوم هيكل هذه الصكوك على شراء الشركة ذات الغرض الخاص من IFC

.International Finance Corp (IFC) (1)

محفظة أصول، عبارة عن أسهم (موافقة للمعايير الشرعية) ومعدات مؤجرة، وتمثل في مجموعها ٤٠٪ من حصيلة الصكوك، ومحفظة مرابحات تساوي ٥٠٪ من حصيلة الصكوك، ما بقي من حصيلة الصكوك (١٠٪) تدخل به الشركة ذات الغرض الخاص في عقد مربحة سلعية مع *IFC*.

مجموع ما سبق يمثل محفظة واحدة هي محفظة الوكالة، حيث تكون *IFC* وكيلًا عن حملة الصكوك لإدارة المحفظة والعمل على زيادة الأصول الحقيقية (الأصول المؤجرة) إلى ٥١٪ خلال مدة الصكوك.

وليس لصكوك المنظمات الدولية أي خصوصية فهي تشبه صكوك الشركات.

بـ- صكوك برنامج البنك الدولي للتطعيم ضد الأمراض المعدية^(١) :

وهي منظمة دولية ملحقة بالبنك الدولي، مختصة بتطعيم الأطفال ضد الأمراض المعدية ومساعدة الدول الفقيرة على تحسين مستوى الرعاية الصحية لديها.

أصدرت هذه المنظمة في عام ٢٠١٤ صكوكاً قيمتها ٥٠٠ مليون دولار لتكون أكبر إصدار لمنظمة دولية، وقد اشتهرت هذه الصكوك باسم صكوك التطعيم *Vaccination Sukuk*، وقد كان إصداراً ناجحاً لعنایته بالمسؤولية الاجتماعية إضافة إلى العائد الاقتصادي، أما الإصدار الثاني في سنة ٢٠١٦ فكان أكبر نجاحاً؛ إذ شاركت فيه العديد من البنوك؛ كالبنك الأهلي السعودي (الأهلي كابيتال)، ماي بنك من ماليزيا، ومورغان استنللي، وكردت افري كول، إضافة إلى ستاندرد شارترد الذي قاد الإصدار.

^(١) *International Finance Facility for Immunization*

رابعاً: الصكوك التي تصدرها البنوك.

قد ذكرنا سابقاً مزايا إصدار الصكوك مقارنة بالأسهم أو الاقتراض من البنوك، فإذا كانت تلك المزايا واضحة بالنسبة للشركات بشكل عام، فإن البنوك تجد في إصدار الصكوك مزايا أكبر؛ إذ تتمكن من خلال إصدار الصكوك من التوافق مع متطلبات بازل^(١). وقد قسم معيار بازل رقم (١) رأس المال إلى شقين:

- **الشق الأول (tier I):** وهو المسمى رأس المال الأساسي (*core capital*).

- **والشق الثاني:** ويسمى رأس المال الإضافي أو التكميلي (*tier II*)
. (*Supplementary Capital*)

ومجموعهما يسمى رأس المال البنك، ويكون الشق الأول من حقوق المساهمين أي الأسهم العادية والأرباح المستبقات.

والشق الأول: هو معيار قوة البنك من منظور الإشراف المصرفي، وهو أداة امتصاص الخسارة التي قد تلحق بالبنك القابلة للمعالجة دون الحاجة إلى تصفية البنك، وضمن معايير بازل فإن الشق الأول لا يقل عن نسبة ٥٪ من أصول البنك المعرضة للمخاطر.

أما الشق الثاني: من رأس المال فيكون من الاحتياطيات إعادة التقويم (عندما تكون الأصول أعلى قيمة مما في الدفاتر)، والديون غير المؤثقة برهون (subordinated)، والاحتياطيات الأخرى وتمثل في مجموعها ٥٪ من أصول البنك المعرضة للمخاطر.

(١) والذي يسعى إلى حماية البنوك من التأثير بالصدمات وتفادي الأزمات؛ كتلك التي وقعت في ٢٠٠٨م وأضطررت معها الحكومات إلى التدخل بقوة لحماية القطاع المصرفي من الانهيار.

فالشق الأول وظيفته امتصاص الخسائر مع استمرار البنك، أما الشق الثاني فهو وظيفته الأساسية امتصاص الخسائر في حال تصفية البنك.

وقد كشفت الأزمة المالية التي ضربت العالم عام ٢٠٠٨ م مقدار الحاجة إلى قوية هيكل رأس مال البنك من ناحيتين: الأولى، حتى تكون أقدر على مواجهة وتحمل الصدمات والأزمات والثانية، حتى لا تحتاج في حال الأزمات إلى الدعم الحكومي، وكان من أهم هذه الإجراءات الاهتمام بموضوع كفاية رأس المال، والذي يقيس نسبة رأس مال البنك إلى أصوله ذات المخاطر.

وقد اقتضى ذلك حاجة لدى أكثر البنوك لرفع رأس مالها، إلا أن رفع رأس المال عن طريق إصدار مزيد من الأسهم يكتنفه بعض الإشكالات من جهة أنه غير محبد من قبل المالك الحاليين؛ لأنّه يقلل من سيطرتهم على إدارة البنك، ومن جهة أخرى فإن أسواق الأسهم لا تبدي أي رغبة في مزيد من الأسهم البنكية، ولا سيما وأن الأزمة المالية لم تزل في الذاكرة.

لذلك اتجهت البنوك الغربية إلى إصدار ما سمي سندات كوكو (*Coco bonds*)، وهو اختصار لاسم هذه الصكوك (*Contingent convertible Capital*)، وتمتاز بأنها يمكن -مع كونها سندات- أن تحسب ضمن رأس مال الشق الأول، رغم أنها في حقيقتها ليست أسلئمًا عاديًّا؛ إذ تميز هذه السندات بوجود شرط ينص على حق المصدر بإرادته منفردة تحويلها إلى أسهم عاديّة أو شطبها بدون حق الرجوع، وذلك إذا قرر البنك المركزي أو توصل البنك بنفسه إلى أنه غير قابل للاستمرار *non-viable*، يمكن القول إن صكوك الشق الأول هي أيضًا كوكوك.

والغالب أن تكون هذه الصكوك هي صكوك مضاربة حتى يتمكن المصدر من خلطها بأمواله وإضافتها لرأس مالها إلى رأس ماله، لقد أثارت هذه الصكوك إشكالاً شرعياً عند إصدارها يتعلق بمعالجة وضع عدم القدرة على الاستمرار.

النص على أن للمصدر عدم توزيع الأرباح:

للبنوك طبيعة خاصة الأمر الذي اقتضى أن تتضمن الصكوك الصادرة عنها شروطًا ذات طبيعة خاصة أيضًا، ومن ذلك اشتراط مصدر الصكوك على حملتها أن له متى شاء أن يتمتنع عن دفع التوزيعات في واحد أو أكثر من تواريخ التوزيع، ويكون ذلك بإرادته المنفردة، ولا يلزم أن يتربّ على ذلك تراكم المستحقات حتى تدفع في فترة لاحقة وإنما يتنازل حملة الصكوك عن ذلك الاستحقاق، والغرض من هذا الاشتراط هو مزيد حماية للبنك حتى لا يضطر إلى دفع التوزيعات في وقت يكون وضع السيولة فيه على غير ما يرام؛ ولذلك كان على البنك أن تشترط على حملة الصكوك مثل ما ذكر.

حكم مثل هذا الشرط:

اتجهت أكثر الهيئات الشرعية إلى عدم قبول هذا الشرط، واعتباره استيلاً على مستحقات حملة الصكوك بغير وجه حق.

حالة عدم القدرة على الاستمرار:

لقد قام هيكل الشركة المساهمة العامة (سواء في القطاع المصرفي أو سواه) على أن حمَلة الأُسْهم الاعتيادية (*Common share*) هم الذين تمثل حصصهم رأس المال الذي يتحمل الخسارة التي تقع على الشركة ويستمر نشاطها ما دام أن رأس المال لم يت弟兄 بالكامل، فإذا زادت عن ذلك أعلنت الشركة إفلاسها.

والشركة المساهمة المصرفية (البنك) لا تختلف في الأصل عن ذلك، لكن واقعة فشل (إفلاس) البنك أخطر من إفلاس الشركات الأخرى وأسوأً أثراً على الاقتصاد، وكان مما أفرزته الأزمة المالية التي وقعت في ٢٠٠٨م إعادة نظر في وضع البنك، واتجاه النظر إلى ضرورة توسيع دائرة امتصاص الخسائر وظهور

مفهوم (Loss Absorbing Capacity) LAC بالقول إن دائرة امتصاص الخسائر يجب ألا تتوقف عند حملة الأسهم العادية فقط، بل توسيع لتشمل حملة الأوراق المالية الأخرى التي يصدرها البنك؛ كالأسهم الممتازة والسنادات، وكذلك الصكوك بطريقة تضمن عدم توقف البنك عن النشاط، فجاءت تعليمات لجنة بازل بضرورة تضمين شروط وأحكام إصدارات الصكوك نصاً يلزم حملتها بالتنازل عن جزء من -أو كل- حقوقهم إذا كان ذلك هو السبيل الوحيد لإنقاذ البنك من الانهيار في حال مواجهة البنك مصاعب في السيولة.

وتبلورت تعليمات لجنة بازل للإشراف المصرفي في مفهوم جديد هو (عدم القدرة على الاستمرار (non-viability)^(١))، وهو الوضع الذي يجد البنك نفسه موشكاً على الدخول في مرحلة شح السيولة insolvency؛ سواء أدركت إدارة البنك ذلك بنفسها، أو حكم البنك المركزي أن البنك قد وصل إلى هذه المرحلة^(٢).

فإذا وقع ذلك -أي صار البنك في وضع عدم القدرة على الاستمرار- فإن على البنك ممارسة أحد الإجراءات التالية:

- ١ - شطب الصكوك بشكل كلي.
 - ٢ - شطب الصكوك بشكل جزئي.
-

A (NonViability Event) means that the Financial Regulator has notified the bank (١) in writing

that it has determined that the bank is, or will become, NonViable without:

(a) a Writedown (and the writedown of any of the Issuer's other capital instruments or other obligations).

NonViability Contingent Capital Office of the Superintendent of Financial (٢) Institution Canada 2011.

وأول حالة وصل فيها حال أحد البنوك إلى وضع عدم القدرة على الاستمرار وهو ما يسمى *non-viability* بعد صدور معايير بازل، ذلك هو بنك بوبيولار الأسباني *ralupoP ocnaB* وكان ترتيبه السادس من حيث الحجم في بنوك إسبانيا، حيث قرر البنك المركزي في إسبانيا في يونيو ٢٠١٧ أنه لم يعد قادرًا على الاستمرار، وقد تحولت جميع سندات البنك وأدوات دعم رأس الماله إلى أسهم عادية ثم قام البنك المركزي بشطب جميع حقوق الملكية (أي الأسهم) (وم ترتيب شراءه من قبل بنك سانتاندر *radnatnaS ocnaB* بسعر يورو واحد فقط).

وتقتضي إجراءات معايير بازل ليس فقط اشتراطًا لأحد هذين الأمرين في مستندات إصدار الصكوك، وأن مصدر الصكوك لا يحتاج إلى إذن حملة الصكوك إذا اتّخذ أيًّا من هذه الخيارات، بل التأكد من أن ذلك يحصل بصورة ذاتية (*automaticity*)؛ بمعنى في اللحظة التي تظهر عناصر عدم القدرة على الاستمرار (*non-viability*) تصبح الصكوك كأن لم تكن، أو تحول إلى أسهم عادية بحسب الأجراء الذي تبنته المصدر.

والإشكال في كثير من البلدان أن تحول الصكوك إلى أسهم عادية بصورة ذاتية يجب أن يستند إلى نصوص ملائمة في قانون الشركات *company law*، وفي وثائق تأسيس هذه الشركات، ومع أن قوانين الشركات الحالية قد لا تمنع ذلك، إلا أن مثل هذا التحويل يحتاج إلى إجراءات تستغرق وقتاً طويلاً؛ منها: اجتماع الجمعية العمومية للشركة في اجتماع غير عادي، وما إلى ذلك، وقد لا يتوصل من خلاله إلى الت نتيجة المطلوبة، والبنك إذا كان في وضع عدم القدرة على الاستمرار يحتاج إلى حلول عاجلة جدًا، اتجهت بعض البنوك المركزية إلى إلزام البنوك بالاختيار الأول، أي شطب الصكوك في حال ما إذا وجد البنك نفسه أو قرر البنك المركزي أنه في وضع عدم القدرة على الاستمرار.

والمبرر لمثل هذا الإجراء هو توسيع دائرة امتصاص الخسائر التي يُمنى بها البنك، بحيث لا تقتصر على أصحاب الأseهم العاديـة فحسب، إلا أن أكثر الهيئات الشرعية وجدت في هذا شرطاً غير مقبول، وفيه إجحاف في حق حملة الصكـوك، وتطبيقه يعد من أكل أموال الناس بالباطل؛ ولذلك تحفظت هذه الهيئات على هذا الشرط وامتنع بعضها عن إجازة الصكـوك التي تتضمن مثل هذا الشرط، على أن هيئات أخرى قبلت هذا الشرط بناء على اعتبارات، أهمها:

١ - أن هذا أمر من ولـي الأمر، تجب طاعته بالمعروف؛ لأنـه صادر من البنك المركزي، فلا سـبيل للامتناع عن العمل به.

٢ - وهيئات أخرى قبلته اعتماداً على ما ورد في الحديث الشريف: «الْمُسْلِمُونَ عَلَى شُرُوطِهِمْ، إِلَّا شَرْطًا أَحَلَّ حَرَامًا أَوْ حَرَمَ حَلَالًا»^(١). وليس في هذا الشرط شيء من ذلك في نظرـهم؛ ولذلك أجيـزـتـ العـدـيدـ من الصـكـوكـ مع وجودـ هـذـاـ الشـرـطـ.

٣ - أما تحول الصـكـوكـ إلىـ أـسـهـمـ عـادـيـةـ، فالـذـيـ يـظـهـرـ أنهـ شـرـطـ مـقـبـولـ لأـكـثـرـ الهـيـئـاتـ الشـرـعـيـةـ.

ولعل من حسن الطالع تغيير قانون الشركات في بعض البلدان مثل المملكة العربية السعودية، بحيث ينص على إمكانية تحول الصـكـوكـ بصورةـ أوـتـومـاتـيـكـيـةـ إلىـ أـسـهـمـ عـادـيـةـ إذاـ اـتـخـذـتـ الجـمـعـيـةـ العـمـومـيـةـ للـشـرـكـةـ قـرـارـاـ بـهـذـاـ الشـأنـ مـسـبـقاـ الـأـمـرـ، وـقـدـ جـاءـ فيـ نـظـامـ الشـرـكـاتـ

(١) أخرجهـ أـحـمـدـ فيـ مـسـنـدـهـ (١٨٤٥ / ٢) بـرـقمـ (٨٩٠٦)ـ (مسـنـدـ أـبـيـ هـرـيـرـةـ رـضـيـ اللـهـ عـنـهـ)، وـأـبـوـ دـاـوـدـ فيـ سـنـتـهـ (٣٣٢ / ٣) بـرـقمـ (٣٥٩٤)ـ (كتـابـ القـضـاءـ، بـابـ فـيـ الصـلـحـ)، وـابـنـ حـبـانـ فيـ صـحـيـحـهـ (٤٨٨ / ١١)ـ (كتـابـ الصـلـحـ، ذـكـرـ الإـخـبـارـ عـنـ جـواـزـ الصـلـحـ)ـ بـيـنـ الـمـسـلـمـينـ مـاـلـمـ يـخـالـفـ الـكـتـابـ أـوـ السـنـةـ أـوـ الإـجـمـاعـ)، وـالـبـخـارـيـ فيـ «صـحـيـحـهـ»ـ مـعـلـقاـ بـصـيـغـةـ الـجـزـمـ بـعـدـ (بابـ أـجـرـ السـمـسـرـةـ).

الجديد ما يلي:

- ١ - لشركة المساهمة أن تصدر -وفقاً لنظام السوق المالية- أدوات دين أو صكوكاً تمويلية قابلة للتداول.
- ٢ - لا يجوز للشركة إصدار أدوات دين أو صكوك تمويلية قابلة للتحويل إلى أسهم، إلا بعد صدور قرار من الجمعية العمومية العامة غير العادية تحدد فيه الحد الأقصى لعدد الأسهم التي يجوز أن يتم إصدارها مقابل تلك الأدوات أو الصكوك، سواء أصدرت تلك الأدوات أو الصكوك في الوقت نفسه أو من خلال سلسلة من الإصدارات أو من خلال برنامج أو أكثر لإصدار أدوات دين أو صكوك تمويلية، ويصدر مجلس الإدارة -دون حاجة إلى موافقة جديدة من هذه الجمعية- أسهماً جديدة مقابل تلك الأدوات أو الصكوك التي يطلب حاملوها تحويلها، فور انتهاء فترة طلب التحويل المحددة لحملة تلك الأدوات أو الصكوك، ويتخذ المجلس ما يلزم لتعديل نظام الشركة الأساسية فيما يتعلق بعدد الأسهم المصدرة ورأس المال.
- ٣ - يجب على مجلس الإدارة خلال شهر إكمال إجراءات كل زيادة في رأس المال بالطريقة المحددة في النظام لشهر قرارات الجمعية العامة غير العادية.

الذي يعني عن الحاجة إلى شطب الصكوك ويمكن النص عندئذٍ على تحولها إلى أسهم عادية، وهذا إجراء مقبول في الجملة، ويتحقق مطلب الالتزام بمعايير مهم من معايير السيولة الصادرة عن لجنة بازل.

خيارات الحلول في حال عدم القدرة على الاستمرار:

عدم القدرة على الاستمرار^(١)، هي الحالة التي لا يكُون البنك قادرًا على الاستمرار في العمل إلا بدعم خارجي من الحكومة أو من طريق زيادة رأس المال بإصدار الأسهم، وبعدما وقع خلال الأزمة المالية التي عصفت بالبنوك مؤخرًا، فإن الحكومات لا ترغب في أن تعتمد البنوك على دعمها؛ إذ ذلك مكلف جدًا، ويأتي على حساب المال، فهي مستبعدة كحل لأنها تأخذ وجود مستثمرين راغبين في شراء أسهم بنك على شوک الانهيار، في هذه الحالة يكون أمام البنك ثلاثة خيارات فيما يتعلق بصكوك الشق الأول:

- الخيار الأول: شطب تلك الصكوك بمعنى أن حملة هذه الصكوك لن

يكون لهم أي استحقاق على فيتحسن وضعه الائتماني البنك.

- والخيار الثاني: شطب تلك الصكوك جزئياً بمعنى تخفيض قيمتها بـ٪٥٠

مثلاً.

- والخيار الثالث: تحويلها إلى أسهم عادية.

وقد ينص في المستندات أن البنك إذا وصل رأس ماله إلى الحد المطلوب من جهة معايير بازل فإن هذه الصكوك يمكن أن تتحول إلى أسهم ولا شك ان هذا أمر جذاب للمستثمرين إلا انه احتمال نظري إذ ان البنك سيعمد إلى حلول أخرى قبل الوصول إلى هذه المرحلة.

صكوك الشق الأول من رأس المال:

يستطيع البنك التوافق مع متطلبات بازل الإشرافية من جهة كفاية رأس المال

.non -viability (١)

دون الحاجة إلى إصدار أسهم اعتيادية، وإنما بإصدار السندات، وبالنسبة للبنوك الإسلامية يمكنها إصدار صكوك بنفس الشروط أي بالقدرة على تحويلها إلى أسهم أو شطبها في حال عدم القدرة على الاستمرار، ومن أهم إصدارات صكوك الشق الأول:

صكوك البنك السعودي البريطاني (ساب):

أصدر البنك السعودي البريطاني أول صكوك للشق الأول من رأس المال في المملكة العربية السعودية تتضمن النص على معالجة حالة عدم القدرة على الاستمرار، وهي صكوك قائمة على المرابحة (٤٩٪) (المضاربة ١٥٪) ولذلك فهي قابلة للتداول بناء على قاعدة الغلبة حيث أن المضاربة تستند إلى إدارة نشطة كما إتجه ثلاثة من الفقهاء المعاصرین بأن ذلك كافٍ لغرض التداول وقد جاء في القرار الصادر عن الهيئة الشرعية للبنك السعودي البريطاني ما يلي:

(يافق حملة الصكوك على أنه في حالة تصنيف مؤسسة النقد العربي السعودي للمصدر على أنه في وضع عدم القدرة على الاستمرار فإن لمؤسسة النقد العربي السعودي تحديد قيمة لأصول الصكوك وما يجب حسمه مما يستحقه حملة الصكوك منها لمحاولة تمكين المصدر من الاستمرار في نشاطه وسوف يستحق حملة الصكوك القيمة المتبقية والتي قد تكون صفرًا).

خامسًا: الصكوك التي تصدرها الأوقاف.

لا يخفى أن أول محاولة لإصدار صكوك استثمارية يجري تداولها في الأسواق إنما جاءت لاعمار الأوقاف في الأردن، ومع ذلك فإن عدداً قليلاً من صكوك الأوقاف جرى إصدارها مقارنة بالأنواع الأخرى.

وقد احتاجت الأوقاف منذ القديم إلى التمويل لغرض إعمارها، وقد تطور

عبر السنون العديدة من الصيغ التي تستهدف المحافظة على الأوقاف من الضياع والخراب، وفي نفس الوقت الاعتماد على القطاع الخاص الذي يستهدف الربح لإعمار ممتلكات الأوقاف؛ ولذلك جاءت صكوك الأوقاف امتداداً لهذه الترتيبات.

وصكوك إعمار الأوقاف في الأردن كانت صكوك مضاربة؛ يحصل ناظر الأوقاف على حصيلة إصدار الصكوك التي يقدمها أرباب المال في عقد مضاربة يكون هو المضارب فيه، ثم يستخدمها في العمائر السكنية والتجارية المدرة للعائد على أراضي الأوقاف، أو ترميم وتعمير العقارات القائمة لتحسين العائد منها، ويحصل حملة الصكوك على توزيعات دورية مصدرها إيجارات تلك الممتلكات تمثل نصيبهم من ربح المضاربة، أما نصيب المضارب فيتراكم لكي يسدد منه رأس مال المضاربة في نهاية المدة.

صكوك أوقاف سنغافورة:

من أفضل الأمثلة على الصكوك الوقفية ما أصدره المجلس الإسلامي المشرف على أوقاف المسلمين في سنغافورة في سنة ٢٠٠٢م، صكوك مشاركة لتطوير الأوقاف، وقد قام هيكل الإصدار بملك حملة الصكوك عن طريق المنشآة ذات الغرض الخاص لمركز تجاري بمبلغ ٢٥ مليون دولار سنغافوري ساهم المجلس الإسلامي بجزء منها، ثم عقد المجلس الإسلامي مع المنشآة ذات الغرض الخاص عقد إجارة مع الوعد بالبيع، ويشترك المجلس وحملة الصكوك في اقتسام هذه الأجرة كُلّ بحصته في رأس مال المشاركة، وفي نفس الوقت صدرت الفتوى من المجلس بجواز استبدال مبانٍ وقفية قديمة، فعرضت للبيع واستغرق تصفيتها قريباً من مدة الصكوك - وهي ثلاثة سنوات - ثم استخدم ثمن بيع هذه الأوقاف القديمة لتملك المركز التجاري من حملة الصكوك بناء على الوعيد بالبيع.



الجوانب القانونية في عملية إصدار الصكوك

جاءت الصكوك استجابة لرغبة المستثمرين والممولين في وجود ورقة مالية بديلة عن السندات، ومع ذلك فإن الصكوك محكومة في النهاية بالقانون السائد في بلد الإصدار؛ لذلك فان الجوانب القانونية هي أول المحددات لإصدارات الصكوك.

ويقسم العالم مجموعة من الأنظمة القانونية، أشهرها: النظام الأنجلوسكسوني (القانون العمومي *Common Law*），والذي تسير عليه إنجلترا وجميع مستعمراتها السابقة، وامتداداتها القانونية؛ كالولايات المتحدة، وكندا، واستراليا. والنظام اللاتيني (المسمى القانون المدني *Civil Law*），الذى تقوده فرنسا ومستعمراتها السابقة، ودول الفرنانكوفون.

- أما الأول: فهو يعتمد على السوابق القضائية؛ إذ يصبح لها قوة القانون عندهم، كما أنه يتبنى الحرية التامة في التعاقد، ويفترض أن العاقدين لديهما المعرفة والإدراك الكامل لمصالحهما؛ ولذلك لا يحتاجان إلى قيود قانونية يلتزمون بها في العقود إلا ما كان من النظام العام.

- أما الثاني: فهو يعتمد التقنين، وأن الأصل المنع إلا ما صدر به قانون ينظمها، وأن المتعاقدين لا حرية لهما في التعاقد إلا ما وقع تقنيته، فإذا جاءت العقود غير منضبطة بنصوص القانون لم يكن لها نفاذ.

ويتميز القانون العمومي بوجود أمرتين لهما شأن كبير في هيكل إصدار الصكوك؛ وهما: تقسيم الملكية إلى عدلية وتسجيلية - كما سيأتي تفصيله - ووجود فكرة المؤسسة ذات الغرض الخاص (*SPV* أو ترست).

أما القانون المدني: فنظرًا للظروف التاريخية التي مر بها إبان الثورة الفرنسية، فإنه لا يتوافق على أي منهما؛ ذلك أن الثورة الفرنسية كان من أهدافها اجتناث الإقطاع وسد جميع الدرائع لعودته، فكانت الخشية أن تستغل فكرة تقسيم الملكية إلى عدالة وتسجيلية وسيلة لرجوع الإقطاعي بصورة خفية يملك ملكية عدلية أو يتقلّل الملك إلى مؤسسة ذات غرض خاص تخفي ورائها الإقطاعي.

دور مبادئ القانون الأنجلو-سكسوني في إصدار الصكوك:

الصكوك أوراق مالية إسلامية منضبطة بمبادئ وقواعد الشريعة الإسلامية، ومع ذلك لا ينكر أن هيكلها الأساس تأثر في تصميمه بمبادئ القوانين الأنجلو-سكسونية (*Common Law*)، والتي كان لها بالاشك أثر واضح في تشكيل هذا الهيكل، لا سيما أن أول صكوك صدرت كانت في ماليزيا التي تسير على مبادئ القانون الأنجلو-سكسوني، ولعل من أهم العناصر التي استفادتها الصكوك من مبادئ القانون الأنجلو-سكسوني هو تقسيم الملكية إلى ملكية تسجيل (*Title*)، وقد تسمى الملكية الرسمية أو القانونية، وملكية حقيقة وتسمى الملكية العدلية (*Beneficial ownership*)^(١).

تقسيم الملكية:

١ - الملكية الرسمية أو القانونية: وهي الملكية الظاهرة للناس، فالمالك هو من سجل الأصل باسمه لكنها ليست الملكية الحقيقة، فهذا الأصل العقاري المؤجر مثلاً مسجل باسم زيد، فهو مالكه أمام الأطراف الأخرى، ولكن لا يلزم أن يكون هذا هو المالك الحقيقي لذلك الأصل؛ إذ يملكه عبيد، لكن عبيد ليست موثقة من خلال السجل الرسمي للعقار (كاتب العدل) بل هي موثقة

(١) وقد انتشر ترجمتها بالملكية النفعية فظن البعض أنها متصلة بالمنافع وليس الأمر كذلك لأن الترجمة لعبارة *beneficial ownership* هو الملكية النافعة وليس النفعية والمعنى المقصود هو كما ذكرنا أعلاه.

في مستندات معتمدة من قبل زيد وعيid لكنها ليست معلنة لآخرين، ولا هي موثقة من قبل الجهات الرسمية، لكنها تظهر إذا وقع الخلاف بين الطرفين، وقد انفرد النظام القانوني الأنجلوأمريكي بأن المحاكم تعترف بهذا التقسيم وتقرره، ومن ثم تثبت الملكية لهذا الطرف الخفي في حال الخلاف.

- ٢ الملكية العدلية: وهي الملكية الحقيقة، وهي لا تظهر للناس، وإنما تكون معلومة وموثقة في العلاقة بين المالك الحقيقي والمالك الرسمي، ولا يظهر لها أثر بين الناس (في الظاهر) إلا عندما يطرأ التزاع بين الطرفين، فإذا وقع ذلك فإن المحاكم المنضوية تحت النظام الأنجلوأمريكي تحكم بالملك للمالك العدلي الذي تعتبره مالكاً حقيقياً، وتزيل أي سلطة للمالك التسجيلي (القانوني) على ذلك الأصل، وسميت بالملكية العدلية لأسباب تاريخية؛ إذ أول من قال بها هو ديوان العدالة لدى البلاط الإنجليزي في نحو القرن الرابع عشر الميلادي^(١).

أهمية تقسيم الملكية إلى رسمية وعدالية:

لقد أصبح هذا التقسيم للملكية أحد المكونات الأساسية لهيكل إصدار الصكوك، ليس فقط في البلاد التي تسير على مبادئ القانون العمومي (Common Law) بل في كل مكان وتظهر آثاره في الإصدارات المختلفة للصكوك، وبخاصة صكوك الإيجار التي تمثل نسبة كبيرة من مجمل إصدارات الصكوك، من المعلوم أن صكوك الإيجار تقوم على تأجير العين لمن باعها؛ إذ يقوم وكيل حملة الصكوك (المؤسسة ذات الغرض الخاص) بشراء الأصل ثم تأجيره على البائع بعقد إيجار مع الوعد بالبيع بعد خمس سنين أو أكثر أو أقل، عندئذ يحصل الإيجاب والقبول

(١) عرفها معجم Black's، وهو معجم معتمد في القانون الأنجلوأمريكي بالقول: (المالك العدلي هو الشخص الذي لم تسجل ملكية الأصل باسمه، ولكنه يتمتع بالحقوق المقررة للملك على الملك). (ص ٥٦، طبعة ١٩٩١).

ويوثق البيع وانتقال الملك من مصدر الصكوك إلى وكيل حملة الصكوك بمحرر عرفي^(١)، ويبقى الأصل مسجلًا من الناحية الرسمية باسم البائع، فيسلم الطرفان من دفع الرسوم أو الضرائب المتصلة بانتقال الملك والإجراءات الرسمية التي تستغرق الوقت وربما يتربّب عليها تكاليف إدارية وأتعاب المحامين، وكذلك الحال في أنواع الصكوك الأخرى.

والعبارة الكاشفة عن حقيقة الملك: إنه حكم شرعي مقدر في العين أو المنفعة، يقتضي تمكن من إضافته إلى من اتفقا عليه بالملك والعوض عنه من حيث هو كذلك.

تقسيم الملكية من المنظور الشرعي:

إن تقسيم الملكية بالوصف المذكور أعلاه لا يثير إشكالاً شرعياً؛ لأن الملك يتنتقل بالإيجاب والقبول إذا كان المبيع معلوماً للطرفين، وما التسجيل إلا التوثيق لأمر قد وقع، والأصل أن التسجيل يكون باسم المالك، لكن لو أن هذا التسجيل وقع باسم آخر سواء كان البائع أو سواه، وكان باتفاق الطرفين، فليس هناك ما يمنع منه ولا يؤثّر على ثبوت الملك للمشتري، وقد عرف الفقه الإسلامي ترتيبات تشبه هذا التقسيم، من ذلك:

أ- أنهم قد فرقوا بين الملك والتصرف، قال القرافي في «الفرق»: (... اعلم أن الملك أشكل ضبطه على كثير من الفقهاء ... ولا يمكن أن يقال هو التصرف؛ لأن الممحجور عليه يملك ولا يتصرف.. فالتصرف والملك كل واحد منها عم من الآخر من وجه وأخص من وجه، فقد يوجد التصرف بدون الملك؛ كالوصي، والوكيل، والحاكم ... ويوجد الملك بدون التصرف؛ كالصبيان، والمجانين ... ويجتمع الملك والتصرف في حق البالغين الراشدين).

(١) المحرر العرفي: هو المحرر الذي يصدره الفرد دون تدخل من موظف عام في تحريرها، فإذا كانت موقعة من نسبت إليه يصبح المحرر العرفي بقوة المحرر الرسمي.

ب- ومن ذلك بيع التلجمة، حيث يظهر الطرفان بيعاً ولا بيع بينهما، مثل: أن يخاف رجل على ماله فيتظاهر مع شخص ذي مكانة وقوة أنه باعه إليه، فالظاهر أمام الناس أن المالك هو الأخير، والحال أن المالك الحقيقي هو الأول، قال الفقهاء: إذا أقام المدعي البيئة على التلجمة تقبل بيته، فصورة بيع التلجمة شبيهة بالتقسيم للملكية المذكور؛ لأن الملكية الحقيقة هي الباطنة لا الظاهرة.

ج- ومنه ما جاء في فقه الرقيق، في باب العبد المأذون له بالتجارة، أن المأذون يملك ويظهر أمام الناس مالكاً (ويسجل الملك لو كان ثم تسجيل باسمه) وهو رقيق، والمالك الحقيقي يبقى للسيد؛ إذ إن له أن يتزعزع منه متى شاء. وفي نفس الأمر، فإن المحاكم في حال الاقضاء سوف تثبت ملكه على تلك الأصول؛ لأن الملك الحقيقي وإن كان خفياً غير ظاهر للناس.

د- وما جاء في العدل: صرخ الفقهاء عند الحديث عن الرهن؛ إذ امتنع الراهن إقاضيه المرتهن واشترط وضعه في يد شخص آخر يرتضيه الطرفان، فقالوا: يجوز وضع الرهن على يد عدل، فسموا هذا الذي ارتضاه الراهن و المرتهن عدلاً، ويتم قبضه من قبله إذا طلب أحدهما -أي الراهن أو المرتهن- أن يوضع الرهن عند عدل، فإذا اختلف في عدل كان للحاكم أن يعين العدل، قال ابن العربي في «أحكام القرآن»: (وإذا صار عند العدل فهو مقبوض لغة، مقبوض حقيقة؛ لأن العدل نائب عن صاحب الحق، وبمنزلة الوكيل له)^(١). ويمكن أن يسجل باسم العدل مع أنه مملوك للراهن.

(١) ابن العربي، أحكام القرآن ٣٨/٢.

ومع ذلك كله، فإن الأنظمة القانونية ذات الأصول اللاتينية (مثل القانون الفرنسي، ومن تأثر به من القوانين في الدول الإسلامية مثل شمال إفريقيا) لا تقبل هذا التقسيم ولا يعترف إلا بالملكية التسجيلية، ولعل هذا يفسر عدم انتشار إصدارات الصكوك في تلك المناطق حيث لا يوجد مستند لتقسيم الملكية.

٦٦٦٦٦٦

قوانين إصدار الصكوك

يمكن أن تلحظ ثلاثة اتجاهات فيما يتعلق بالبيئة القانونية لإصدار الصكوك؛ بعضها قد أصدر قانوناً خاصاً بالصكوك، وأخرى تعاملت مع الصكوك تحت طائل قوانين قائمة خاصة بالسندات، والنوع الثالث تعامل مع كل إصدار بصفة مستقلة. وسوف نستعرض نماذج لقوانين الصكوك في بعض البلدان.

١- الأردن: لا شك أن الأردن هي الدولة الرائدة في تطوير نموذج الصكوك وخلق البيئة القانونية المناسبة لإصداراتها، وقد صدر في الأردن ثلاثة قوانين للصكوك على مدى عقدين من الزمان، أولها: قانون سندات المقارضة رقم ١٠ لسنة ١٩٨١م، ومن الجدير بالذكر أنه لم تصدر صكوك أو سندات مقارضة بناء على هذا القانون، ومن المعالم الرئيسية لهذا القانون نص في المادة (٢) ب على أن يحصل مالكو الصكوك (وسماتها سندات المقارضة) على نسبة من أرباح المشروع تحدد في نشرة الإصدار.

كما نص القانون في الفقرة (ب) من المادة السابعة على دفع القيمة الاسمية للسندات في المواعيد المقررة، إضافة إلى أرباحها بالقيم المستحقة في تلك المواعيد المقررة. وفي المادة (١٢): نص على ما يلي: (تكفل الحكومة تسديد قيمة سندات المقارضة الاسمية الواجب إطفاؤها بالكامل في المواعيد المقررة ...). مثل هذا النص يحول القيمة الاسمية إلى دين في ذمة الحكومة، ومن ثم يصنف بنفس تصنيف الصكوك السيادية الأردنية، لكن هذا لا يعني عدم جواز مثل هذا النص إذا كانت الحكومة هي طرف ثالث مستقل عن

مصدر الصكوك، بناء على ما صدر من المجمع الفقهي الإسلامي الدولي بهذا الشأن.

وآخرها قانون صكوك التمويل الإسلامي رقم (٣٠) لسنة ٢٠١٢ م، وقد امتاز هذا القانون بالتفصيل وجود عدد من الملحق (أنظمة) تغطي جميع متطلبات الإصدار؛ منها: نظام رقم (٤٥) لسنة ٢٠١٤ م، المسمى نظام عقود صكوك التمويل الإسلامي، صادر بمقتضى المادة (٨) من قانون صكوك التمويل الإسلامي رقم (٣٠) لسنة ٢٠١٢ م، ونظام رقم (٤٤) لسنة ٢٠١٤ م، بمقتضى المادة (١٠) من القانون المذكور، بالإضافة إلى التعليمات الصادرة عن هيئة سوق المال بشأن التسجيل والإدراج والإيداع وإجراءات تشكيل هيئة مالكي الصكوك.

-٢ المملكة العربية السعودية: عملية إصدار الصكوك واقعة تحت إشراف هيئة سوق المال، وتصدر هيئة سوق المال التعليمات واللوائح المنظمة لعملية إصدار الصكوك، ولا يوجد قانون خاص بالصكوك، إلا أن قانون الشركات الجديد الصادر في ٢٠١٥ م، قد نص في المادة الحادية والعشرين بعد المائة على ما يلي: (على الشركة مراعاة الأحكام الشرعية للديون عند إصدار أدوات الدين)، ثم في المادة التالية لها ما يلي: (شركة المساهمة أن تصدر وفقاً لنظام السوق المالية أدوات دين أو صكوكاً تمويلية قابلة للتداول).

-٣ الإمارات العربية المتحدة: يوجد في الإمارات العربية المتحدة ثلاث مناطق ولايات قضائية يمكن أن تصدر عنها الصكوك، هي الدولة الاتحادية والوحدة الخاصة المسماة (DIFC)^(١)، ومركز دبي المالي العالمي والوحدة الخارجية

(١) مركز دبي المالي العالمي هو منطقة فدرالية حرة أُسست سنة ٢٠٠٤ م، لها جهازها القضائي الخاص بها وقوانين مستقلة عن دولة الإمارات العربية المتحدة، ونظام للضرائب مختلف عنها صمم لتشجيع الاستثمار وجهاز الإشراف المالي مستقل وخاص بها ويمكن للبنوك =

المسماة سوق أبوظبي العالمي^(١)، وإصدارات الصكوك في الإمارات واقعة تحت إشراف هيئة الأوراق المالية والسلع في الحكومة الفدرالية في أبو ظبي، أما تلك التي تصدر من الوحدات الخارجية فهي تحت تقع تحت إشراف الجهات المختصة فيها.

- ٤ جمهورية مصر العربية: صدر في جمهورية مصر العربية قانون للصكوك في سنة ٢٠١٢م، ثم جرى تعديله وصدر على صفة قانون جديد للصكوك في سنة ٢٠١٦م، وقد نص القانون في تعريفه للصكوك على ما يمثل الصك، فذكر أنه يمثل حصة شائعة في ملكية أصول أو منافع ... إلخ، أو (التدفقات النقدية)، وهذا ليس معهوداً في الصكوك وإنما في عمليات التصكيك التقليدية؛ لأن التدفقات النقدية ديون لا يجوز بيعها، وربما كان المقصود شراء الأصل الذي يدر التدفقات النقدية.

وسمى القانون المذكور المؤسسة ذات الغرض الخاص (شركة التصكيك)، وعرفها بأنها: (شركة مساهمة ذات غرض وحيد يتمثل في إصدار الصكوك، تقوم بتملك الأصول أو المنافع أو الحقوق أو المشروع محل التمويل نيابة عن مالكي الصكوك)، وبهذا فقد تبني القانون المصري ما عليه العمل في القوانين ذات الأصول الأنجلوسكسونية من تقسيم الملكية إلى عدلية ورسمية.

- ٥ تونس: صدر في تونس القانون رقم ٣٠ لسنة ٢٠١٣م، بعنوان: (قانون يتعلق بالصكوك الإسلامية)، وعرف القانون الصكوك بأنها: (أوراق مالية قابلة للتداول تمثل حصصاً شائعة ومتساوية القيمة في ملكية موجودات قائمة فعلاً

= وشركات التأمين والمؤسسات المالية ومكاتب المحاماة أن تحصل على ترخيص لممارسة النشاط وتتخضع في ذلك لقوانين هذه الوحدة الخارجية المنضوية تحت مبادئ النظام القانون الأنجلوسكسوني.

(١) تأسست سنة ٢٠١٥، وهي تعمل بنفس طريقة سوق دبي المالي العالمي.

أو سيتم إنشاؤها من أعيان أو منافع أو خدمات أو حقوق أو خليط من الأعيان والمنافع والخدمات والتقدود والديون من حصيلة الكتاب، وتصدر في إطار عقد وفق المعايير الشرعية، وعلى أساس قاعدة الغنم بالغرم).

وأشار القانون في الفصل (١٠) إلى أن (عملية إصدار الصكوك تتم من خلال إنشاء صندوق مشترك للصكوك إلا إذا وافقت هيئة الرقابة الشرعية على عدم وجوب ذلك)، مع النص في المادة (١٣) أن هذا الصندوق لا يكتسب الشخصية المعنوية.

- ٦ ماليزيا: تمثل ماليزيا اليوم أكبر سوق للصكوك؛ إذ يبلغ حجم الصكوك في التداول أكثر من ٣٢٠ مليار دولار. وتقع عملية إصدار الصكوك في ماليزيا تحت إشراف عدد من الجهات ومنظمة بموجب عدمن التعليمات اللوائح عن تلك الجهات، أهم تلك الجهات هي هيئة سوق المال المسماة *Security Comission*. وتشرف الهيئة على إصدارات الصكوك والسنادات وجميع المتطلبات المتعلقة بالإفصاح وحفظ الحقوق ووضوح هيكل الإصدار ... إلخ، مطلوبة في جميع الإصدارات، إلا أن للهيئة عنابة خاصة بالجوانب الشرعية؛ إذ تشرط اعتماد الصكوك من هيئة شرعية مسجلة لدى هيئة سوق المال، حيث إن الهيئة بدأت بتسجيل أعضاء الهيئات الشرعية ابتداءً من ٢٠٠٩م، كما تشرط الهيئة أن يكون لكل إصدار تصنيف ائتماني من جهة مختصة.

وقد أصدرت الهيئة عشرات اللوائح والتعليمات ذات الصلة بإصدارات الصكوك تشمل الجوانب الشرعية والجوانب الأخرى. كما أنّ للبنك المركزي الماليزي (بنك نيجارا) إشرافاً جزئياً على إصدارات الصكوك، وبخاصة فيما يتعلق بالصكوك الصادرة بعملات أخرى غير عملة ماليزيا (رنجت)، كما أنّ للبورصة المالية إشرافاً جزئياً من جهة الإدراج والتداول للصكوك.

وكما يظهر أن ماليزيا، وهي تسير على النظام القانوني الأنجلوسكسوني^(١)، فليس لديها قانون عام للصكوك، وإنما هي عبارة عن لوائح وتعليمات تنظم بمجملها عمليات الإصدار.

-٧ السودان: صدر قانون صكوك التمويل لسنة ١٩٩٥ في السودان من قبل المجلس الوطني الانتقالي وافق عليه رئيس الجمهورية، ليُعمل به من تاريخ التوقيع عليه. وقد نص القانون على أنواع الصكوك التي يمكن إصدارها لأغراض التمويل، وهي الصكوك المعروفة، ولكنه أضاف إليها ما سماه (شك القرض)، وعرفه بأنه: (يقصد بها الوثيقة التي يدفع بموجبها المكتب المال المتبرع بمنفعته لأجل مضمون على أن يسترد أصله عدداً ونوعاً وصفة)، ويمكن إصدار هذه الصكوك من قبل الجهات الحكومية والخيرية لغرض تمويل مشروعات الدولة بصفة عامة، وهذه الصكوك مضمونة من قبل الحكومة وقابلة للتحويل إلى أسهم برغبة حامل الصك بناء على معادلة متفق عليها، فهي تخاطب في الناس روح الوطنية وفعل الخير، وليس مثل ذلك غريباً في مجال التمويل؛ إذ تصدر الحكومة الأمريكية ما يسمى بالسندات الوطنية ذات الفائدة التي تقل كثيراً عن المستوى الجاري في السوق، يشتريها الناس رغبة في المساهمة في تمويل بعض النشاطات ذات الطابع الإنساني أو الخيري، وكذلك ما أسماه القانون (الصكوك الخيرية)، وعرفه بالقول: (يقصد به الصكوك التي تم بموجبها دفع مبلغ من المال بواسطة المكتب تبرعاً)، وتمول بها مشاريع الحكومة ويمكن للمكتب فيها حسم ٥٠٪ من قيمتها من وعاء الضريبة الخاص به، ولكن لم تبين ما إذا كان ذلك لسنة واحدة أو أكثر.

-٨ تركيا: في أبريل سنة ٢٠١٠ صدرت تعليمات هيئة سوق المال في تركيا بالإذن

للقطاع الخاص بإصدار ما سمته (شهادات تأجير)^(١)، وأشارت في وصفها بأنها سندات بدون فائدة، وقد فتح ذلك الباب لإصدارات الصكوك، ولكن بالاقتصار على صكوك الإيجارة حتى يمكن إصدار شهادات تأجير، ثم صدرت بعض التعديلات على قوانين الضرائب لتجعل هذه الصكوك جذابة للمستثمرين الأجانب، مثل: الإعفاء من ضريبة القيمة المضافة ورسوم الدمغة (نقل الملكية)، وإعفاء التوزيعات من ضريبة الدخل لمن يستمر مالكًا للصكوك إلى آخر مدتها، وصدرت أول صكوك بناء على هذه البيئة القانونية الجديدة من قبل بيت التمويل الكويتي التركي في أغسطس ٢٠١٠، ثم لمزيد من الاستفادة من الصكوك صدرت في يونيو ٢٠١٢ تعديلات على قانون الدين العام لكي تسمح للحكومة بإصدار صكوك سيادية، وبالفعل فقد صدرت أول صكوك من قبل خزانة الحكومة التركية في سبتمبر ٢٠١٢ م بحجم قدره ١,٢ بليون دولار أمريكي.

وفي عام ٢٠١٣ سمحت هيئة سوق المال بإصدار أنواع أخرى من الصكوك القائمة على المضاربة والمرابحة والمشاركة والاستصناع بالإضافة إلى صكوك الإيجارة، وبذلك فتحت الباب للشركات وليس فقط للبنوك بإصدار الصكوك. ثم في عام ٢٠١٦ م جرى توسيع الإعفاءات الضريبية لتشمل جميع أنواع الصكوك وليس شهادات الإيجارة فقط.

-٩- باكستان: مع أنه لم يصدر للصكوك قانون خاص بالإصدار، إلا أن البيئة القانونية في باكستان كانت دائمًا ملائمة لإصدار الصكوك بحكم كون باكستان تسير على مبادئ القانون الأنجلوسيكسوني (Common Law) ووجود قانون للشركات تضمن القسم ٦٦ منه هيكلًا لإصدار ما سمي (شركات ذات رأس مال قابل للاسترداد) (Redeemable Capital) ووجود قانون مفصل

للتسلنيد صادر منه ١٩٩٩ م. بالإضافة إلى حزمة من التعليمات الصادرة عن البنك المركزي وهيئة سوق المال وإدارة الضرائب لتشجيع وتنظيم إصدار الصكوك؛ من ذلك تعليمات إصدار الصكوك لسنة ٢٠١٥ م، وما صدر عن البنك المركزي قبل ذلك في سنة ٢٠١٣ م، من تعليمات بشأن تبني معيار صكوك الاستثمار الصادر عن الأيووفي (معيار رقم ١٧)، ولكن مع تعديل جوهري في تعريف الصكوك بأنها (استثمار في رأس مال المصدر)، بينما عرفها المعيار رقم ١٧ بأنها (ملكية أصول حقيقة أو منافع أو خدمات)، ثم جاءت التعديلات في سنة ٢٠١٦ م على قانون ضريبة الدخل لتلغى الميزة التي كانت للسندات فيما يتعلق بالضرائب.

١٠ - المغرب: لم تفرد المغرب الصكوك قانوناً خاصاً بها، وإنما جاء تنظيم إصدارها ضمن التعديلات على القانون المسمى قانون تسنيد الديون الرهنية (قانون رقم ٠٦، ٣٣) من خلال القانون رقم ١٢، ١١٩ الصادر في ١٣ مارس ٢٠١٣ م. ومع أن التعديلات المذكورة لم تكن مخصصة بالصكوك، إلا إنها قدمت الأرضية القانونية التي يمكن من خلالها إصدار الصكوك.

١١ - البحرين: لا يوجد في البحرين رغم ريادتها في إصدار الصكوك قانون مختص بالصكوك للشركات، أما الصكوك السيادية فإن قانون المؤسسات المالية لعام ٦ ٢٠٠٠ م يخول في مادته الرابعة مصرف البحرين المركزي في إصدار السندات نيابة عن الحكومة ولصالحها بالتنسيق مع وزارة المالية، ويشمل ذلك طبعاً الصكوك.

١٢ - لوكسمبورج: في سنة ٢٠١٤ م صدر في لوكسمبورج قانون خاص بإصدار الصكوك، أتاح للحكومة بيع ثلث مبانٍ مملوكة للحكومة إلى مؤسسة ذات غرض خاص تمثل حملة الصكوك، ثم استأجرت الجهة الحكومية تلك المباني بعقد إجارة مع الوعد بالبيع.

١٣ - بريطانيا: صدر في بريطانيا في سنة ٢٠١٤م، مسمى بقانون بدائل التمويل المحكم *Government Alternative Finance Arrangement Regulation (GAFAR)* والذي صمم خصيصاً لتمكين الحكومة من إصدار الصكوك، وبناء عليه جرى تعديل قانون القروض القومية لسنة ١٩٦٨م، *National Loan ACT of 1968* ليجعل من الممكن معاملة الصكوك معاملة مماثلة للسندات الصادرة من الحكومة، وبناء عليه تمكنت الخزانة البريطانية من إصدار صكوك الإيجارة و محلها مبانٍ لدوائر حكومية في لندن، وكان إصداراً ناجحاً.

٤ - إندونيسيا: كانت الحكومة الأندونيسية تجد صعوبة في إصدار الصكوك السيادية بسبب القانون الصادر سنة ٢٠٠٤م (قانون رقم ٦) لسنة ٢٠٠٤م، والذي يمنع انتقال ملكية الأصل الحكومية، ثم صدر قانون الصكوك السيادية (وهو القانون رقم A لسنة ٢٠٠٨) الذي عالج هذه المشكلة بتبني مبدأ تقسيم الملكية إلى ملكية تسجيلية وأخرى حقيقة، الذي مكن الحكومة من إصدار الصكوك دون مخالفة مقتضي القانون رقم (١) لسنة ٢٠٠٤م، حيث تستبقي الحكومة الأصول مسجلة باسمها، بينما يمتلك حملة الصكوك هذه الأصول الملكية عدلية ومن جهة أخرى قدم هذا القانون نموذجاً للمنشأة ذات الغرض الخاص الذي يمكن استخدامه في إصدارات الصكوك. وقد صدر بناء على هذا القانون حتى سنة ٢٠١٥م صكوك بقيمة تزيد على ٢٦ بليون دور مدرج في سوق ناسداك دبي، وقد أصبح للصكوك الإندونيسية وزن كبير في السوق العالمية للصكوك.



فض المنازعات المتعلقة بالصكوك

تعد مسألة فض المنازعات واحدة من أكثر القضايا أهمية وخطورة في إصدارات الصكوك؛ إذ من المعلوم أن الإصدار الواحد قد يصل إلى بلايين الريالات ويتعلق بآلاف المستثمرين، وتشترك في المسؤولية عنه مجموعة من المؤسسات المالية إضافة إلى المصدر، ومن جهة أخرى فإن الصكوك تمتد لسنوات تتغير فيها الظروف والمعطيات الاقتصادية، وقد تتغير القوانين؛ فكل هذه التغيرات قد تغري بعض الأطراف لمحاولة تحسين وضعه ضمن دائرة الصكوك، كما أنها قد تتسبب في إلحاق بعض الضرر بها.

ومن جهة أخرى: فإن الصكوك تعد من أعقد صيغ التمويل، وهي بالإضافة إلى انضوائها تحت قانون الشريعة، فإنها تحتاج إلى مرجعية قانونية يعمل بها نظام قضائي قادر على فض المنازعات، أما إذا تضمن هيكل الإصدار وجود طرف أجنبي سواء كان مستثمرًا أو مقدمًا لخدمات؛ كالحفظ، أو الإداره، أو نحو ذلك، أو كانت صكوكًا سيادية، أو صادرة بعملة أجنبية، فإن القضية تصبح بالغة التعقيد؛ إذ يمكن أن تخضع الصكوك لأكثر من قانون وعدة أنظمة قضائية.

ونظرًا إلى أن الصكوك ظاهرة حديثة، فإن المحاكم في أكثر البلدان غير موافقة لهذه التطورات، كما أن السوابق القضائية في فض المنازعات قليلة بسبب ذلك، فإن كل خلاف ينتهي إلى المحاكم في موضوع الصكوك يجد اهتمامًا عظيمًا من وسائل الإعلام ومن أرباب الصناعة وذوي الاهتمام، لقد ترتب على ذلك مزيد من الاهتمام عند هيكلة الصكوك وإعداد مستنداتها بفض المنازعات، والعناية بها في

صياغة الشروط والأحكام، و اختيار النظام القضائي الأمثل، والاستفادة من الأحكام والسوابق القضائية بشأن الصكوك في الإصدارات الجديدة.

اختيار محاكم إنجلترا:

يحرص مصدرو الصكوك على اختيار النظام القضائي المناسب لفض المنازعات، وقد وجدها الصكوك لا تكاد تخرج عن اختيارين: إما القضاء المحلي، أي في جهة الاختصاص القضائي في بلد الإصدار، أو إلى محاكم إنجلترا، بل يمكن القول: إن أكثر هذه الصكوك تنص على اختيار محاكم إنجلترا وبخاصة في الإصدارات الكبيرة، ومحاكم إنجلترا هي الجهة المفضلة في فض التزاعات عندما يكون الأمر متعلقاً بعقود تجارية معقدة سواء كان ذلك خاصاً بالصكوك أو بسواها من عمليات التمويل.

ويوجد في بريطانيا ثلاثة أنظمة قضائية؛ أهمها وأقدمها والمفضل لفض التزاعات هو: النظام القضائي في إنجلترا وويلز^(١)، وعندما يقال القانون الإنجليزي English Law أو محاكم إنجلترا English Court، فالمعنى هو هذا النظام الأول المشار إليه أعلاه، ومن بين ٧٠٥ أحكام قضائية صدر عن محاكم إنجلترا بين سنة ٢٠١٤-٢٠١٠ لفض التزاعات المتعلقة بقضايا تجارية، كان ٦٢٪ منها واردة من خارج إنجلترا مما يظهر أن هذا النظام القضائي مفضل على مستوى العالم، ويرجع ذلك إلى:

- ١ - خبرة القضاة الواسعة، وتمرسهم، وقوتهم، واشتهرارهم بالاستقلال التام والتزاهة، والقدرة على التعامل مع قضايا معقدة.
- ٢ - أن المحاكم لا تستخدم نظام المحلفين في القضايا التجارية (بخلاف الولايات المتحدة وغيرها من أقطار النظام الأنجلو-سكسوني).
- ٣ - وجود تاريخ طويل من السوابق القضائية تجعل توقع الأحكام من قبل

(١) والأخر في سกوتلاند، والثالث في أيرلندا الشمالية.

المختلفين أمراً متيسراً، ولا يخفى أن مسألة توقع الأحكام (predictability) من أهم الأمور بالنسبة لأصحاب القضايا.

- ٤- أنها أقل رسوماً من المحاكم في البلدان الأخرى، كما أن للمحكوم له في فض النزاعات أن يسترد تكاليف التقاضي ضمن ما تحكم به المحكمة له.
- ٥- بخلاف المحاكم في الولايات المتحدة التي تطلب من الخصمين كشف كل ما لديهما من وثائق لاتخاذ القرار بقبول الدعوى أو رفضها (discovery)، فإن محاكم إنجلترا تكتفي بجزء منها فقط، ومعلوم أن المتقاضين يفضلان الاقتصار على الحد الأدنى في مرحلة النظر في قبول القضية.
- ٦- السرعة في البت في القضايا، وقد اشتهرت محاكم إنجلترا بذلك، ولا يخفى أن مثل هذه القضايا تزيد تكاليفها بطول المدة؛ ولذلك فإن الحسم والبت السريع له أهمية بالغة.
- ٧- أن مسألة اختيار النظام القضائي مسألة مهمة، حتى إنها تؤثر على تصنيف الصكوك، و اختيار محاكم إنجلترا مظنة تحسين ذلك التصنيف.

هل يجوز الاحتكام إلى محاكم إنجلترا؟

أما إذا كان المدعى عليه في إنجلترا أو في دولة أجنبية فلا مناص من الاحتكام إلى قانون دولته لأن التقاضي يكون في بلد المدعى وليس هذه مسألتنا وإنما محل النظر هنا أن يتفق الطرفان وكلاهما في بلد إسلامي على التحاقم إلى محاكم إنجلترا.

من شروط ولایة القضاء التي انعقد عليها إجماع علماء الإسلام أنه لا يجوز لولي الأمر أن يولي القضاء لغير مسلم؛ لقوله عز وجل: ﴿وَلَنْ يَجْعَلَ اللَّهُ لِكُفَّارِنَ عَلَى الْمُؤْمِنِينَ سَبِيلًا﴾^(١). ولو فعل -أي ولَى القضاء غير مسلم- فإن حكم هذا القاضي لا يمضي.

(١) سورة النساء، الآية: ١٤١

فالذى تحدث عنه الفقهاء إذاً وأجمعوا على عدم جوازه هو تقليد القضاء لغير مسلم، فالولاية لا تكون في القضاء إلا لمسلم. لكن مسألتنا -أي النص على محاكم إنجلترا الفض النزاع- مختلفة عن ذلك؛ ولهذا اتجهت أكثر الهيئات الشرعية إلى قبول مثل ذلك النص معتمدة على اعتبارات، أهمها:

١ - المعول لدى محاكم إنجلترا في فض النزاع ليس على نصوص القانون بل على نصوص العقد، فالعقد في النظام القانوني الأنجلوسكوسوني (شريعة المتعاقدين)، بمعنى أن للمتعاقدين أن يشرعا لنفسيهما؛ إذ إن التقنين غير معمول به في ظل هذا النظام، فنظرية العقد في النظام الانجلوسكوسوني تقوم على مبدأ القطعية، وافتراض أن الأطراف إذا حصل منهم الرضا وتتوافقوا على الأهلية للتعاقد، فإن لديهم القدرة على صياغة العلاقة بينهما بما يحقق مصالحهما، وليس للقضاء أن يُعمل قواعد قانونية لفهم نصوص العقد، وإنما يعتمد بصورة كلية على حرافية ما جاء في ذلك العقد، وليس للقاضي التدخل في العلاقة بين الطرفين التي تجسدها نصوص العقد، بمعنى أن القانون يفترض أن طرفي العقد على علم تام بجوانب العلاقة التي يولدها العقد، وأنهما قادران بمفردهما على التأكد من مصالح كل منهما، فلا مكان في العلاقة التعاقدية لحسن الظن أو التعريف الخارجي لما يتحقق العدل بين الطرفين، وتعتبر المحكمة بحرفية العقود وتحرص على منع أي تأثير خارجي على العقد، وتحصر في معرض النظر فيه على نصوصه؛ ولذلك فمهمة القضاء هو تنفيذ ما اتفق عليه الطرفان ما لم يكن مخالفًا للنظام العام، فلو وقع النص في العقد على قواعد الفقه الإسلامي لحكم بها القاضي^(١).

(١) وقد جاء ذلك في الحكم الصادر بشأن قضية بنك الشامل من البحرين وشركة بكسميكيو =

٢- فما نحن بصدده هو أقرب في التعريف إلى التحكيم؛ إذ إن الطرفين بإرادتهما قد اختارا رجلاً ليحكم بينهما، ولم يكن حكمه ملزماً لهما في الأصل؛ إذ ليس له الولاية عليهم، وإنما يلزمهما حكمه؛ لأنهما أرضا نفسيهما به، ومعلوم أن أحکام محکم إنجلترا لا تنفذ في بلد المتقاضين إلا بوجود اتفاقية بين البلدين.

٣- لقد أمر الله الحكماء ومنهم القضاة- أن يحكموا بالعدل، فقال تعالى:
﴿إِنَّ اللَّهَ يَأْمُرُكُمْ أَنْ تُؤْدُوا الْأَمْانَاتِ إِلَى أَهْلِهَا وَإِذَا حَكَمْتُمْ بَيْنَ النَّاسِ أَنْ تَحْكُمُوا بِالْعَدْلِ﴾^(١). والعدل قيمة إنسانية تدركها كل فطرة سليمة؛ ولذلك ينزع الناس إلى التحاكم إلى حيث يوجد العدل، وقد اشتهرت محکم إنجلترا بذلك مقارنة بمحکم الدول الأخرى التي قد تعاني من الفساد أو التخلف.

٤- لا شك أنه لا يجوز لقاض غير مسلم أن يحكم بين المسلمين في قضايا الحدود والدماء والطلاق والأوقاف، أما ما نحن بصدده فهو خلافات تجارية، ومع ذلك فقد اتخذ المجلس الأوروبي للإفتاء والبحوث قراره رقم ٣/٥ في ٢٠٠٥/٤/٢٥م، بشأن الطلاق الذي يوقعه القضاة في البلاد الغربية على زوجة مسلم: (وتنفيذ أحکام القضاء ولو كان غير إسلامي جائز من باب جلب المصالح ودفع المفاسد وحسماً للفوضى، كما أفاد كلام غير واحد من حُذَّاق العلماء؛ كالعز بن عبد السلام، وابن تيمية، والشاطبي).

للأدوية سنة ٢٠٠٤م، وادعت الشركة أن الاتفاقية مخالفة للشريعة
(If the governing law clause had sufficiently incorporated the principles of sharia into the agreements, the borrower would have been likely to succeed).

(١) سورة النساء، الآية: ٥٨.

٥- لطالما اشتكي الناس أن المحاكم في بلاد المسلمين تعاني من التخلف الإداري وتدني مهارات وقدرات القضاة وعدم مواكبتهم التطورات والعقود المستحدثة في المعاملات، مما يترتب عليه تأخر في إصدار الأحكام وكثرة الأخطاء، وبخاصة عندما يكون النظام القضائي قد أعطى القاضي صلاحيات واسعة في تعديل الشروط في العقود وإلغاء بعضها بناء على اجتهاده المطلق.

٦- أن الأولوية الأولى هي ألا تتعطل مصالح الناس؛ ولذلك وجدنا علماء المسلمين أمضوا حكم كل قاض ولاه سلطان ذو شوكة حتى لو كان جاهلاً أو فاسقاً حتى لا تتعطل تلك المصالح^(١).

٧- ومع أن المتطلبات الأصلية فيمن يتولى القضاء لا شك تجعل من القاضي حكماً عدلاً عالماً بصيراً مجتهداً، مثل هذه الأوصاف لا تكاد توجد اليوم.

٨- وحكم القاضي -مع كونه غير مسلم- إذا جاء موافقاً لمذهب من مذاهب فقهاء المسلمين فلا شك -عندئذ- في جواز قوله؛ لأن القانون الإسلامي علم لا يتناقض مع مبادئ العدل وأصول المنطق، وقد تحدث الفقهاء -رحمهم الله تعالى- عما هو أعظم من ذلك إذا جاء من غير مسلم ووافق الدليل، فقد أجاز الشاطبي رحمة الله وقوع الاجتهد في الفتوى من الكافر المنكر لوجود الله، فقال رحمة الله: (وقد أجاز النظار وقوع الاجتهد في الشريعة من الكافر المنكر لوجود الصانع

(١) (... فقد قال الغزالى في وسيطه اجتماع هذه الشروط متعدد في عصرنا لخلو العصر من المجتهد المستقل فالوجه تنفيذ قضاء كل من ولاة سلطان ذو شوكة وإن كان جاهلاً أو فاسقاً كي لا تتعطل مصالح الناس). فتاوى الرملية ٤/١١٩، والشاهد في كلامه هو التعليل في قوله لكي لا تتعطل مصالح الناس.

والرسالة والشريعة؛ إذ كان الاجتهد إنما يبني على مقدمات تفرض صحتها كانت كذلك في نفس الأمر أولاً، وهذا أوضح من أطنب فيه).

ونقل الدكتور عثمان بن ظهير مغل عن الشيخ احمد شاكر رحمة الله قوله: (القوانين الوضعية إذا لم تصادم نصاً صريحاً من نصوص الكتاب والسنة الصحيحة دخلت في عمومات قواعد الشريعة ووجب العمل بها).^(١).

٩- حكم المحكمة لصالح أحد الطرفين كما كررنا آنفًا لا يخرج عن نصوص العقد؛ لأن دور المحكمة في إنجلترا هو فض النزاع وتنفيذ الشروط، ولكن يبقى ما يتعلق باحتمال حكم المحكمة بالفائدة لتعويض أحد الأطراف؛ ولذلك اتجهت جهات إصدار الصكوك في حال اختيار محاكم إنجلترا لفض المنازعات على النص على شرط الإعفاء من الفائدة (*interest rate waver*).

من الناحية التاريخية، فإن محاكم إنجلترا لا تحكم بالفوائد في القضايا التي تنظر فيها تلك المحاكم، وهناك سوابق قضائية كثيرة؛ حيث ترفض المحاكم مثل ذلك، إلا أن الضغوط تزايدت على المحاكم خلال القرن الماضي لفرض الفوائد لتعويض أحد الطرفين عن الضرر الذي لحق به نتيجة جور الطرف الآخر، وليس على سبيل العقاب، أي إنها تعويض عن الضرر من جراء حرمان الطرف المحكوم له من تحقيق عائد على أمواله بسبب يرجع إلى الطرف الآخر، وليس على سبيل الغرامة.

وقواعد القانون العمومي *common law* في إنجلترا لا يعترف بالغرامات

(١) في بحثه المقدم لندوة مستقبل العمل المصرفي الإسلامي الحادية عشرة المنظمة من قبل البنك الأهلي الجاري ديسمبر ٢٠٨م، بعنوان: الاشكالات الشرعية في التمويل المجمع وحلولها الشرعية.

التي يفرضها أحد أطراف العقد على الطرف الآخر، وتقوم المحكمة بشطب أي شرط من هذا النوع سواء كان صريحاً أو ضمنياً، بخلاف القانون اللاتيني (فرنسا) الذي يسمح بالشرط الجزائي. ولو حكمت المحكمة بالفوائد، فإن هذا يتحمل عدة احتمالات:

- الأول: هذه الفوائد حال كونه الطرف المحكوم له، وفي هذه الحالة يتحمل الأمر احتمالين:

- أن يكون قد حصل على جميع استحقاقاته، أي المبالغ التي يستحقها بموجب العقد بناء على حكم المحكمة، وكانت الفوائد زيادة على استحقاقه، عندئذ يجب عليه المبادرة بالتبرع بها إلى الجهات الخيرية.

- والاحتمال الآخر: لا يكون قد تحصل على جميع مستحقاته، أي جاء حكم المحكمة دون المبالغ المستحقة، عندئذ له أن يحتفظ بالفوائد بما لا يزيد عن المستحق له ولا يغير من الأمر شيئاً. إنها تسمى فوائد؛ لأنها في حقيقة الأمر جزء مما يستحقه في ذمة الطرف الآخر.

- الثاني: إذا كان الحكم بالفوائد على أحد الأطراف (بدفع الفوائد) حال كونه الطرف المحكوم له، فما عليه إلا المطالبة بالالتزام بمادة الإعفاء من الفوائد.

أمثلة على الصكوك التي تبنت محاكم إنجلترا:

صكوك البنك الإسلامي للتنمية الصادرة في أبريل وسبتمبر سنة ٢٠١٧ م ضمن برنامج حجمه ٢٥ مليار دولار.

٦٦٦٦٦٦٦

أمثلة على الأحكام القضائية

أولاً: صكوك إيسٍت كامرون الأمريكية.

شركة إيسٍت كامرون الأمريكية شركة تعمل في مجال استخراج الغاز والبترول في خليج المكسيك، أصدرت الشركة المذكورة في سنة ٢٠٠٦ أول صكوك تصدرها شركة أمريكية، وذلك عن طريق مؤسسة ذات غرض خاص مسجلة في جزر الكيمان، وكانت الأصول التي صدرت بموجبها الصكوك هي حقوق استخراج الغاز Royalty حيث تحول الشركة جزءاً من إنتاج الغاز إلى المؤسسة ذات الغرض لتكون ملكاً لحملة الصكوك. في عام ٢٠٠٨م تقدمت الشركة إلى المحاكم بطلب الحماية من الدائنين، وهو ما يسمى في القانون الأمريكي للإفلاس: إعلان الإفلاس بناء على الفصل العادي عشر من القانون لدى محكمة لويسيانا حاولت الشركة أن تقنع المحكمة أن حملة الصكوك يجب أن يكونوا أسوة الغراماء؛ لأن الصكوك حقيقتها أنها مقرض، وأن البيع لتلك الحقوق كان صورياً وغرضه توثيق القرض، ومعلوم أن المحاكم في النظام الأنجلوأمريكي -كما في الولايات المتحدة- تبني حكمها على نصوص العقد، إلا أن محامي حملة الصكوك أظهر عقد البيع الذي ينص على نقل الحقوق من شركة إيسٍت كامرون إلى المؤسسة ذات الغرض الخاص الممثلة لحملة الصكوك، والذي اقتنعت المحكمة بكونه عقداً صحيحاً مكتماً لمتطلبات الصحة والنفذ، وأمرت المحكمة إلى نقل الملكية لحملة الصكوك وتمكينهم من تلك الحقوق، ولم تقنع بكون الصكوك قروضاً، وفي المادة (١٦) نص على تشكييل هيئة لمالكي صكوك التمويل ترعى مصالحهم.

ثانياً: صكوك شركة دانا غاز:

تعد شركة واحدة من أكبر شركات الطاقة في الشرق الأوسط، وهي مختصة باستخراج البترول والغاز في عام ٢٠١٣م، أصدرت دانا للغاز صكوكاً معتمدة على صيغة عقد المضاربة، وكان إصداراً ناجحاً ذاعاته مميز لحملة الصكوك. في سنة ٢٠١٧م واجهت الشركة مصاعب مالية بسبب انخفاض أسعار البترول، وبعض الإشكالات في عقودها في شمال العراق، في يونيو ٢٠١٨م أعلنت الشركة أنها قد اكتشفت ما اعتبرته دليلاً على أن هيكل الصكوك غير موافق للشريعة الإسلامية، وأنها ببناء على ذلك ستتوقف عن دفع مبلغ الدفعة الدورية المستحقة لحملة الصكوك حتى تبت المحاكم في الأمر، كما أنها لن تنفذ التزامها بالشراء، كما نص عليه الوعد بالشراء الذي أصدرته الشركة لصالح حملة الصكوك في حال ما إذا ظهر أن مستندات الصكوك مخالفة للقانون^(١)، ثم أقيمت القضايا في محكمة الشارقة وفي إحدىمحاكم إنجلترا، والمسألة محل النظر لدى محكمة إنجلترا هي ادعاء الشركة أنها غير ملزمة بالوفاء بالوعد بالشراء في ظل ما ظهر (حسب دعواها) من عدم موافقة للصكوك للمقتضى الشرعي، أما المسألة محل النظر لدى محكمة الشارقة فهي متعلقة بحصة انتقال ملكية الأصول إلى المؤسسة ذات الغرض الخاص الممثلة لحملة الصكوك، أما محكمة إنجلترا فقد أصدرت حكمها برفض دعوى الشركة، وما زالت محكمة الشارقة حتى تحرير هذا الكتاب لم يصدر عنها بعد حكم في المسألة.

إن الباعث على دعوى الشركة كان بشكل واضح الصعوبات المالية التي كانت تواجهها وعجزها عن دفع الدفعة المستحقة، فلجأت إلى ادعاء عدم التوافق مع الأحكام الشرعية مع أن الصكوك قد صدرت متوجة بفتوى من الهيئة الشرعية لدار الشريعة التابعة لبنك دبي الإسلامي التي استمرت عند رأيها في المسألة.

. Illegality (١)

وليس أدل على ذلك من أن الشركة عرضت على حملة الصكوك أن تصدر لهم صكوكاً بديلة تكون كما وصفتها موافقة للمقتضى الشرعي، ثم اتضح أنها ذات عائد أقل من الصكوك السابقة.

لقد كان ما وقع من إشكال بشأن صكوك شركة دانا للغاز له أثر سلبي على مصدرى الصكوك وأسواقها، وقد ترتب على ذلك سعى لا يعرف الكلل من قبل المحامين ومصدرى الصكوك لإنغلاق كل الفجوات القانونية لتفادي احتمال الوقوع في إشكال مماثل مستقبلاً، من ذلك:

أ- الاتجاه إلى الاقتصر على فض المنازعات على نظام قضائي واحد،

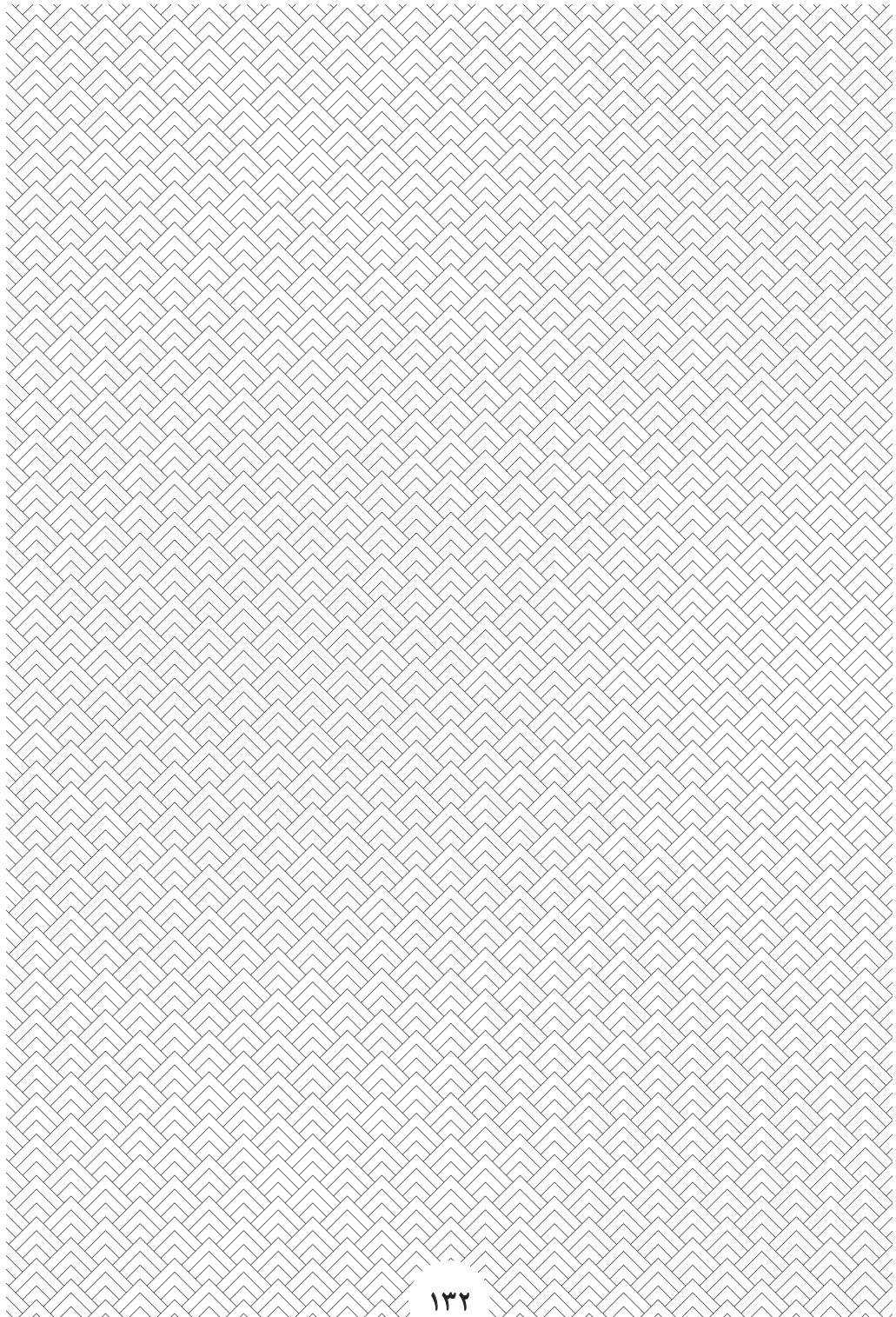
فمن الإشكالات التي وقعت في صكوك دانا غاز أنها جعلت فض المنازعات المتعلقة بالعقارات المؤجرة يكون لدى محاكم إمارة الشارقة، أما ما بقي فإن فض المنازعات يكون لمحاكم إنجلترا، فلما وقع الاختلاف لم يكن ممكناً منع محكمة الشارقة أو محكمة إنجلترا من النظر في جميع جوانب الصكوك، فحصل التشويش والتضارب.

ب- صارت مستندات الصكوك الجديدة تنص على التزام الأطراف بعدم ادعاء عدم موافقة الصكوك للأحكام الشرعية، وأنهم يقررون أنهم راضين ومقتنعين بأنها موافقة للأحكام الشرعية، وأن يتبعه الأطراف بعدم إقامة القضايا على المصدر بمثيل هذه الدعوى^(١).

ج- تزايد الاتجاه إلى محاكم إنجلترا كجهة فض المنازعات؛ وذلك لما تبين في قضية دانا غاز أن محاكم إنجلترا ذات كفاءة عالية.



(١) من المعلوم أن الشروط التي تحد من سلطة المحاكم أو من حق الطرف الآخر في اللجوء إلى القضاء لا يعتمد عليها.



وثائق ومستندات إصدار الصكوك

إن عملية إصدار الصكوك عملية باللغة التعقيدي، وتستدعي إعداد حجم عظيم من المستندات التي تغطي جميع العلاقات القائمة والآثار والواقع المحتملة، وقد تصل إلى مئات الصفحات من الاتفاقيات التي يبذل المحامون فيها جهوداً كبيرة لحماية الأطراف المختلفة، والإفصاح عن المخاطر المختلفة، وأهم هذه المستندات هي:

أولاً: نشرة الإصدار *Prospectus*

نشرة الإصدار - وقد تسمى نشرة الاكتتاب - هي أهم مستندات الطرح العام للصكوك، وإعداد نشرة للإصدار متطلب قانوني لهيئة سوق المال في كل بلد وهو يسبق الطرح ولا ينشر إلا بعد اعتماده من هذه الهيئة.

وتتركز نشرة الإصدار على سرد جميع المعلومات ذات العلاقة عن المصدر؛ من جهة نبذة تاريخية، وطبيعة النشاط، والهيكل الإداري، والمعلومات المالية، وشرح الغرض من إصدار الصكوك، إضافة إلى عرض لأهم المخاطر المحينة بالإصدار، وعن الأوراق المزمع إصدارها، وتتضمن نشرة الإصدار أيضاً تفصيلاً لحجم الإصدار - أي لعدد الأوراق المزمع إصدارها - وسعر الطرح، والعائد المتوقع، وسياسة التوزيع الدوري، والرسوم التي يقتضيها الأطراف ذوي العلاقة - ومنها رسوم ضمان الإصدار - وأسماء الإدارة العليا للمصدر، وملخصاً للمعلومات المالية للمصدر، وذكر الموافقة الشرعية وأعضاء الهيئة الشرعية التي وافقت على الإصدار، وعلى كل حال فإن المستثمرين الكبار لا يعتمدون على المعلومات التي يقدمها المصدر،

وإنما يجمعون ويحللون من المعلومات بأنفسهم لاتخاذ القرار الصحيح. وفي بعض التواحي يشجع المصدر المستمر على مثل ذلك، وبخاصة فيما يتعلق بالموافقة الشرعية؛ إذ ينص دائمًا أن على المستثمر أن يعتمد على مستشارين في هذا الجانب.

هل تعتبر نشرة الإصدار إيجاباً بالبيع؟

يقال: وجوب البيع، إذا وقع القبول، وهو الموافقة وإعلان الرضا، وفي اصطلاح الفقهاء -عدا الحنفية-: هو الكلام الصادر من أحد المتعاقدين لإنشاء التصرف سواء كان هو البائع أو المشتري والقبول ما يصدر عن الطرف الآخر معبراً عن الموافقة، وعند الجمهور: الإيجاب ما يصدر ممن يكون منه التمليلك، والقبول ما صدر ممن يصير إليه الملك، والمعتاد أن تتضمن نشرة الإصدار كل ما يمكن أن يقال عنه إيجاب بالبيع، فهل يمكن القول أن نشرة الإصدار إيجاب عام موجه للمستثمرين؟ الأرجح أنها ليست كذلك؛ إذ لو كانت لترتب على قبول المستثمر لها انعقاد البيع واستحقاق المصدر الثمن والمستثمر الصكوك، لكن واقع التطبيق أن قبول المستثمر لا يلزم المصدر ببيع الصكوك إليه، وبخاصة عندما يكتتب في الصكوك بحجم أكبر من حجم الإصدار الأوفق أن يقال: إن اكتتاب المستثمر هو الإيجاب بالشراء، ثم يقابله قبول الشركة بيع الصكوك المخصصة له، عندئذ ينعقد البيع.

ثانية: مذكرة العرض Offering Memo.

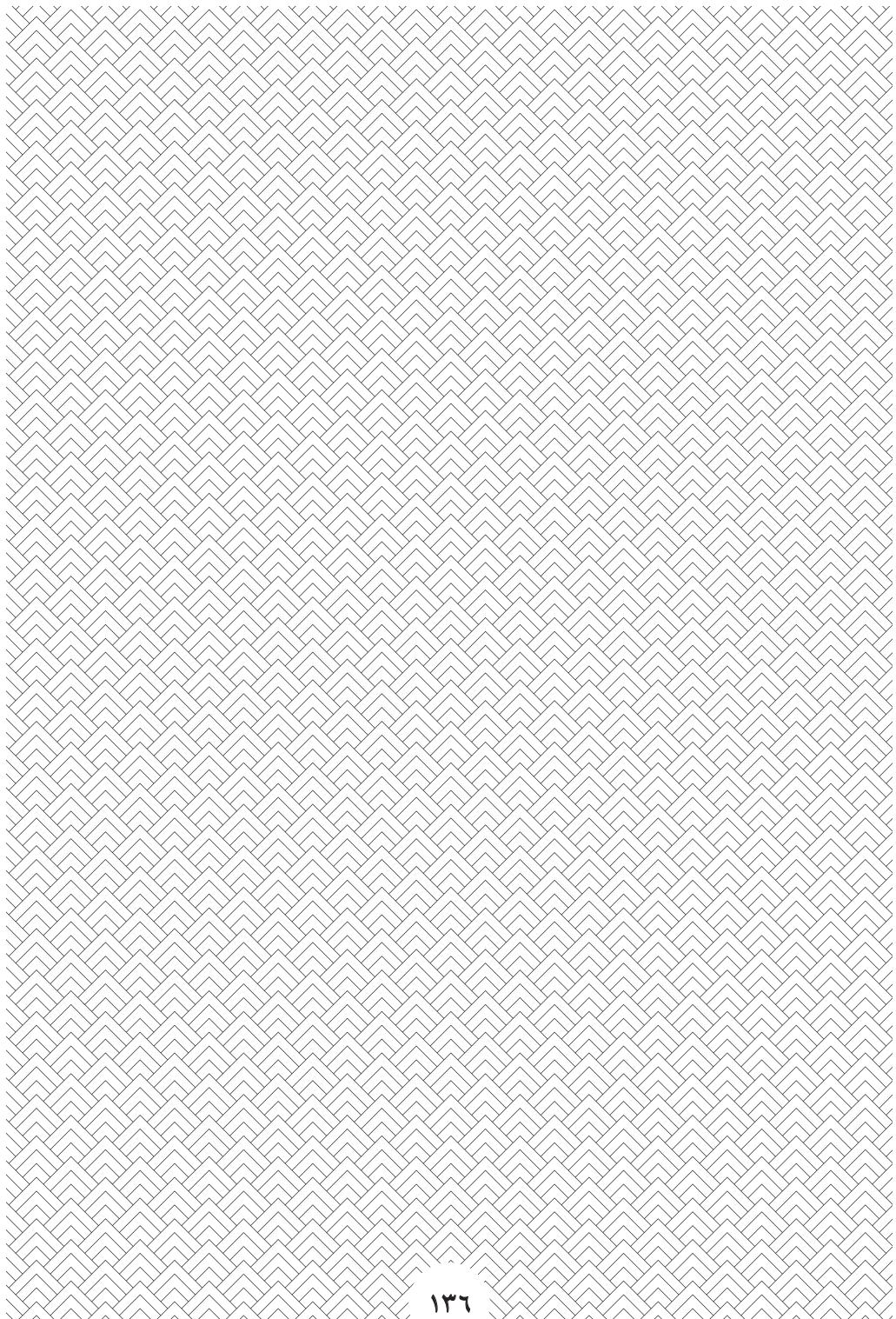
مذكرة العرض هي مستند قانوني يوضح فيها أغراض الاستثمار والمخاطر المحيطة به وأهم شروطه، وهو يختص غالباً بالطرح الخاص لا العام، وتتضمن مذكرة العرض غالباً معلومات عن مصدر الأوراق المالية ونتائجها المالية لعدة سنوات والسير الذاتية لأفراد الإدارة العليا، ووصف مفصل لنشاط المصدر، وما إلى ذلك من المعلومات التي يحتاجها المستثمرون المحتملون لاتخاذ القرار بالاستثمار،

وتودع مذكرة العرض لدى هيئة سوق المال حتى لو كان طرحاً خاصاً، وتنظم لواحة سوق المال شكل مذكرة الطرح والمعلومات الأساسية التي يجب أن تحتويها.

ثالثاً: نشرة الشروط والأحكام.

نشرة الأحكام والشروط هي أهم الوثائق بالنسبة للمستثمر، وتمثل العقد الذي ينشأ بين حملة الصكوك ومصدرها وتتضمن التفاصيل والمعلومات التي يهتم بها المستثمر ونمثل:

- عملة الصكوك، ومدتها، وتصنيفها الائتماني، والمعلومات الأساسية عن مصدر الصكوك.
 - القيمة الاسمية للصك، والتوزيعات الدورية (ثابتة، أو مرتبطة بمؤشر).
 - تداول الصكوك (أو عدمه)، واسم السوق أو الأسواق المدرج فيها الصكوك.
 - هيكل الصكوك (إجارة، أو وكالة، أو مضاربة إلخ).
 - القانون المطبق وجهة فض المنازعات والضرائب .
 - جهة الاعتماد الشرعي .
 - الشروط المسبقة والتعهدات السلبية من قبل المصدر.
 - موقع حملة الصكوك في المطالبة إذا تحولت الصكوك إلى ديون (قبل حملة الأسهم مثلهم أو مثل الدائنين).



هيكلة الصكوك

الهيكلة تعني: جمع أجزاء بطريقة معينة لإنشاء بنية معاملة على صفة تخدم غرضًا محدداً، وفي الصكوك تعني الهيكلة: اختيار صيغ العقود وأنواع الشروط التي تحقق المستوى المطلوب من المخاطر، مع مراعاة المتطلبات القانونية والضريبية والمحاسبية، كل ذلك ضمن النطاق الشرعي بحيث نصل إلى بناء الشكل المناسب الموافق لرغبات الأطراف ذات العلاقة، مستوىً للمتطلبات الشرعية.

تببدأ عملية الهيكلة من النموذج الأساسي للصكوك المستمد من تعريفها بأنها: أوراق مالية تمثل ملكية أصل يولد العائد، ثم تبدأ في اختيار صيغة العقد المناسب والشروط الملائمة لتحقيق الغرض، فالهيكلة تمثل في العلاقات التعاقدية، وفي الشروط التي في العقود يتضمنها هيكل الإصدار.

هيكلة العلاقات التعاقدية:

أما فيما يتعلق بالعلاقات التعاقدية، فالهيكلة تجيب عن السؤال: ما هي صيغة العقد الأفضل في عملية التمويل في ضوء المعطيات والمحددات؟ فقد يقال: إن الصيغة الأفضل هي الإجارة، حيث يشتري حملة الصكوك عن طريق وكيلهم أصولاً من المصدر ثم يقومون بتأجيرها عليه إيجاراً متتهياً بالتمليك، ولكن إذا تبين أن المصدر خاضع لنظام قانوني يفرض ضريبة عالية على نقل الملكية، فهذا يعني أن جدوى إصدار الصكوك تضعف بوجود (رسوم دمغة) تدفع مرتين، فيتجه النظر إلى هيكلة تقوم على إجارة طويلة (٤٠ سنة مثلاً)، وأخرى قصيرة، وبذلك تتفادى إشكالات ضريبية.

إن الغرض الأساسي من الصكوك هو حصول المصدر على التمويل، و اختيار طبيعة العلاقة التعاقدية بينه وبين حملة الصكوك راجع إلى المعطيات المتاحة والمحددة المفروضة على عملية الإصدار؛ ولذلك لا يمكن أن يقال: إن للمصدر غرضاً من اختيار المضاربة أساساً للعلاقة التعاقدية بدلاً من المرابحة إلا بقدر تنجع المضاربة في توفير الإطار المناسب له من ناحية المخاطر والجدوى والمتطلبات القانونية.

من الواضح إذاً أن هيكلة العلاقات التعاقدية ليس بالأمر الهين؛ لكثره ما يجب أخذه بالاعتبار من المحددات في عملية الإصدار.

هيكلة الشروط والأحكام:

إن هيكلة العلاقات التعاقدية يخدم المستوى الأول من المتطلبات الأساسية في الهيكلة، ولكنه لا يكفي؛ إذ إن من المهم أن تتضمن العقود الشروط والأحكام التي تحقق غرض أطراف الصكوك وتدير المخاطر بالطريقة المطلوبة، والواقع أن هذه المهمة هي الأصعب، وهي الأكثر أهمية.

والشروط التي ترد في مستندات الصكوك كثيرة ومتنوعة، وفي نفس الوقت لا تكاد تجد شرطاً إلا وقد وقع الاختلاف عليه من الفقهاء المعاصرین، ومن أهم الشروط الوعود الملزم بالشراء.

هيأكل الصكوك من ناحية العقود:

يمكن تأسيس هيكل الصكوك على أي من عقود المعاوضات المعروفة، وبعض الإيقاعات أيضاً من بيع وإجارة وشركة ووكالة عليها، لكن بعضها لا يحقق مطلب التوافق مع المحددات الأخرى؛ مثل: المخاطر أو المتطلبات القانونية والمحاسبية والضرورية، وسنورد أدناه هيأكل الصكوك التي اعتمدت على العقود الفقهية من خلال مسح الإصدارات منذ بدء الصكوك.

هيكلة الشروط

الهيكلة - كما ذكرنا سابقاً - هي ترتيب الأجزاء وفق قواعد معينة للوصول إلى هدف محدد، والمقصود بهيكلة الشروط إدخال شروط في العقود التي يتضمنها هيكل الإصدار، الغرض منها أن تتحقق مطلب الوصول إلى الحد المطلوب من المخاطر ومن استقرار التوزيعات الدورية، بحيث تصبح الصكوك بديلاً كافياً عن السنادات.

قال أهل اللغة: الشرط التزام الشيء وإنزامه في البيع ونحوه. عرفته «مجلة الأحكام العدلية» بأنه: (كل أمر رُبِطَ به غيره عدماً لا وجوداً، وهو أمر خارج عن ماهيته)، (مادة ٢٠٩).

وتقسم الشروط إلى شروط شرعية، مثل: شرط الأهلية للعائد، وإلى شروط جعلية: وهي الشروط التي يباح للعقددين إنشاؤها، فيجعل عقوده والتزاماته معلقة عليها. وهي محل النظر في هذا البحث، والفقهاء بشأن الشروط في العقود؛ إما مضيق أو موسع.

أما الموسعين فإنهم يرون أن مقتضيات العقود هي ما يحدده العقدان بإرادتهما، وأن الأصل في جميع الشروط الحل والإباحة، إلا شرطاً أحل حراماً أو حرم حلالاً، ومستندهم في ذلك قوله تعالى: ﴿يَأَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا أَوْفُوا بِالْعُهُودِ﴾^(١)، وقوله عليه السلام: «الْمُسْلِمُونَ عَلَى شُرُوطِهِمْ»^(٢). قال ابن تيمية رحمه الله: (وإنما المشترط

(١) سورة المائدة، الآية: ١.

(٢) تقدم تخریجه ص ١٠٢.

له أن يوجب بالشرط مالم يكن واجباً بدونه؛ فمقصود الشروط وجوب ما لم يكن واجباً ولا حراماً، وعدم الإيجاب ليس نفياً للإيجاب حتى يكون المشترط ناقضاً للشرع، وكل شرط صحيح فلا بد أن يفيد وجوب ما لم يكن واجباً).

وقال ابن القيم رحمه الله: (فكل ما لم يبين الله ورسوله صلى الله عليه وسلم تحريمه من العقود والشروط فلا يجوز تحريمها؛ فإن الله سبحانه وتعالى قد فصل لنا ما حرم علينا.. إلخ كلامه). بل إنه رحمه الله جعل ذلك قاعدة من قواعد الشرع، فقال: (كل شرط لا يخالف حكمه ولا يناقض كتابه وهو مما يجوز تركه وفعله بدون الشرط فهو لازم بالشرط، ولا يستثنى من هاتين القضيتين شيء، وقد دل عليهما كتاب الله وسنة رسوله صلى الله عليه وسلم واتفاق الصحابة، ولا تعبأ بالنقض بالمسائل المذهبية والأقوال الارائية؛ فإنها لا تهدم قاعدة من قواعد الشرع).

المقصود بهيكلة الشروط في الصكوك:

المقصود بالهيكلة: تضمين صيغة عقود الصكوك الشروط التي تتحقق في مجموعها هدفاً مرغوباً لدى المصممين، وهذا الهدف بالنسبة للصكوك هو الوصول إلى مستوى من المخاطر والتواافق القانوني لا يختلف عن سندات الدين، ولكن ضمن إطار متواافق مع المتطلبات الشرعية. وأهم هذه الشروط التي لا تكاد تخلو منها صكوك، هي:

١- الوعود بالشروع:

إذا كان للصكوك أن تكون بديلاً كافياً عن سندات الدين التقليدية، لزم أن تتضمن آلية تمكن حملة الصكوك من استرداد رأس المالهم عند نهاية مدتها، ولما كانت أصول الصكوك هي سلعة أو منفعة أو حقاً من الحقوق - وكل ذلك مال قابل للمعاوضة - احتاج هيكل إصدار الصكوك إلى ما يسمى بالتعهد بالشراء، وفيه

يتعهد مصدر الصكوك بشراء الأصول من حملة الصكوك في نهاية المدة بنفس ثمن بيعها عليهم أو قريباً منه، سواء كان شراؤهم الأصل ابتداءً من المصدر أو من غيره، ويترتب على هذا الوعد بالشراء أن تصبح القيمة الاسمية للصكوك عند نهاية مدتتها فقط -وليس قبل ذلك- ديناً في ذمة المصدر، وذلك بعد إبرام عقد شراءه لتلك الأصول من حملة الصكوك بناء على تعهده بالشراء. ويترتب على هذا نتائج مهمة بالنسبة للصكوك:

- أ- اطمئنان حملة الصكوك إلى استرداد رأس المال لهم في نهاية المدة.
- ب- يصبح مصدر الصكوك في نهاية المدة بعد تنفيذه للوعود بالشراء مديناً بالقيمة الاسمية للصكوك، وهذا يجعل الصكوك قابلة للتصنيف الائتماني، ومن ثم أصبح بالإمكان مقارنتها بالسندات وارتباطها بالتصنيف الائتماني للمصدر نفسه.

فعلى سبيل المثال، تتضمن صكوك الإجارة تعهداً من المصدر بأن يشتري مصدر الصكوك في نهاية المدة من حملة الصكوك الأصل المؤجر بنفس مبلغ بيعه منه إلى حملة الصكوك، وتغطي الإيجارات التوزيعات الدورية، فانتهى الأمر إلى ورقة مالية يسترد حاملوها قيمتها الاسمية في نهاية المدة، ويحصلون على توزيعات (الكوبون) بصفة دورية خلال هذه المدة، لقد تحقق ذلك من خلال الوعود الملزم (التعهد) بالشراء من قبل المصدر.

ما الذي يتربّط على عدم وجود التزام من المصدر بالشراء؟

لو ألقى السؤال التالي إلى أحد المختصين في موضوع الصكوك: هل يمكن أن تصدر الصكوك بدون وعد ملزم بشراء الأصول في نهاية مدة الصكوك يصدر من

قبل مصدر الصكوك؟ فالجواب: قطعاً، إن هذا غير ممكن؛ لأنه يجعل من الصكوك شيئاً آخر غير النموذج المطلوب، ومع ذلك نرى كثيراً من المناقشات تنتهي بالطالب بإصدار صكوك لا تتضمن مثل هذا الالتزام من المصدر؛ لأن ذلك في نظر القائل أقرب إلى المقتضى الشرعي، ومن ذلك البيان الصادر من هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية في البحرين^(١) الذي نص على أنه: (لا يجوز للمضارب أو الشريك أو وكيل الاستثمار أن يتعهد بشراء الأصول من حملة الصكوك أو من يمثلهم بقيمة الاسمية عند إطفاء الصكوك في نهاية مدتها، ويجوز أن يكون التعهد بالشراء على أساس صافي قيمة الأصول أو القيمة السوقية أو القيمة العادلة أو بشمن يتفق عليه عند الشراء).

فلنفترض جدأً أن صكوكاً صدرت دون تضمينها هذا الوعد بالشراء بالقيمة الاسمية فما الذي يترب على ذلك؟ يترب عليه:

١ - أن تصبح المخاطر المتضمنة في الصكوك عظيمة، بحيث إن شريحة المستثمرين التي يسعى المصدر وراء توفير فرص استثمارية لها- ذات مخاطر متدنية لا تجد مثل هذا الإصدار مغرياً لهم؛ لأن الشريحة من المستثمرين التي تسعى لاستثمارات عالية المخاطر ستتجدد الأسهم محققة لرغباتهم بشكل أفضل.

٢ - أنها ستفقد خاصية مهمة، وهي استقرار سعرها في التداول؛ لأن وجود عدم التيقن من ناحية ما ستنتهي إليه أصول الصكوك، وبكم سيجري تثمينها في كل مرحلة تجعل سعر الصكوك يتحرك تبعاً لمعطيات سوق العقار -إذا كانت صكوك إجارة- أو معطيات الصناعة ذات العلاقة

(١) الذي صدر عشية تصريح فضيلة رئيس المجلس الشرعي في الهيئة القاضي محمد تقى العثمانى بأن أكثر الصكوك غير مستوفية لشروط الصحة الشرعية.

-إذا كانت معدات - وهذا يعني أنها لم تعد صالحة للغرض الذي من أجله جرى تصميمها بإيجاد ورقة مالية ذات سعر مستقر يمكن توقعه.

٣- الوعد بالشراء بالسعر الجاري وقت الشراء يجعل مصدري الصكوك يعزفون عن إصدار الصكوك، كما يعزف المستثمر عن شرائها؛ لأن المصدر يهمه أن يسترد الأصل بشمن معلوم له ابتداءً، ولا يستطيع أن يتحمل مخاطرة الاضطرار إلى دفع ثمن عالٍ في نهاية مدة الصكوك لمجرد أن أسعار العقار أو الأصول الأخرى قد ارتفعت أو ما إلى ذلك، وكذلك المستثمر لا يريد تحمل خطر انخفاض قيمة هذه الأصول فلا يستطيع استرداد رأس ماله.

المستند الشرعي للوعد بالشراء:

تلك كانت المبررات العملية، ولكن الوعد بالشراء بالقيمة الاسمية له مستنده الشرعي، يستند الوعد بالشراء المذكور إلى المذهب المالكي الذي جعل الوعد ملزماً إذا وقع على الموعود تبعات بسبب عدم الوفاء من قبل الواعد، فيكون الواعد ملزماً بالوفاء أو التعويض عمما وقع على الموعود من ضرر، وقد أخذ المجمع الفقهي الإسلامي الدولي بهذا الرأي ورجحه، وتمثل ذلك في قراره رقم ٤١-٤٠، ٥/٢ (٤١-٤٠)، ٣/٥ بشأن الوعد والمواعدة والذي نص: (الوعد - وهو الذي يصدر من الأمر أو المأمور على وجه الانفراد - يكون ملزماً للواعد ديانة إلا لعذر، وهو ملزم قضاءً إذا كان معلقاً على سبب ودخل الموعود في كلفة نتيجة الوعد، ويتحدد أثر الإنذام في هذه الحالة؛ إما بتنفيذ الوعد، وإما بالتعويض عن الضرر الواقع فعلاً بسبب عدم الوفاء بالوعد بلا عذر).

يمكن أن يقال -عندئذ-: إن حمَلة الصكوك إنما دخلوا في هذا الاستثمار بناء على الوعد الصادر من مصدر الصكوك بأن يشتري الأصول منهم؛ ولذلك فهو ملزم بالوفاء بهذا الوعد أو تعويضهم في حال النكول.

٢- الوعد بالشراء برأس المال:

صفة الوعد الذي يدخل في هيكل شروط الصكوك ينص على شراء المصدر أصول الصكوك بمبلغ مساوي للقيمة الاسمية للصكوك، وهو أصل مبلغ بيع الأصول على حملة الصكوك، وذلك عند انتهاء مدة الصكوك أو عند وقوع حدث معين في المستندات.

المستند الشرعي للوعود بالشراء برأس المال:

يمكن النظر إلى هذه المسألة من وجهين:

- الأول: حكم منع البائع للمشتري من بعض التصرفات المعهودة لمالك.
اختلاف الفقهاء في حكم البيع بشرط منع المشتري من بعض التصرفات في المبيع على ثلاثة أقوال:
 - القول الأول: أن العقد فاسد لا يصح مع هذا الشرط، وهو قول جمهور الفقهاء.
 - القول الثاني: أن البيع صحيح والشرط باطل، وهو قول الحنابلة، ورواية عن أبي حنيفة^(١).
 - القول الثالث: أن البيع صحيح والشرط صحيح إذا كان للبائع في الشرط غرض صحيح، وهو قول ثلاثة من الفقهاء؛ منهم: القاضي شريح، وأبن سيرين، وحماد بن أبي سليمان، وأبن شبرمة، وهو اختيار شيخ الإسلام ابن تيمية^(٢). واحتج أصحاب هذا القول:

بحديث جابر رَضِيَ اللَّهُ عَنْهُ حَيْثُ بَاعَ جَمَلَهُ عَلَى النَّبِيِّ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ وَاشْتَرَطَ

(١) الإنفاق ٤/٣٥١.

(٢) الاختيارات الفقهية، ص ١٢٣، ١٢٤.

حملانه إلى المدينة، ففي هذا الشرط منع للمشتري من التصرف مدة،
وإذا صح في مدة صح مطلقاً.

وقوله عليه السلام: «المُسْلِمُونَ عَلَى شُرُوطِهِمْ إِلَّا شَرْطًا أَحَلَ حَرَامًا أَوْ حَرَمَ حَلَالًا»^(١). وهذا عام؛ فكل شرط الأصل فيه الصحة واللزوم إلا ما أحل حراماً أو حرم حلالاً، وليس في الشرط المذكور أي من ذلك؛ فيصح ويلزم، وما ورد أن صهيبياً باع داره من عثمان رضي الله عنهما واشترط سكناها كذا وكذا^(٢)، وما ورد أن تميم الداري باع داره واشترط سكناها حياته^(٣)، وما ورد عن الإمام أحمد أن أبو طالب سأله عمن اشتري أمة يتشرط أن يتسرى بها لا للخدمة؟ قال: لا بأس. وهذا يعني أن البائع إذا اشترط على المشتري فعلًا أو تركًا في البيع مما هو مقصود للبائع صحة البيع والشرط^(٤)، وكل ذلك بيع تضمن منع المشتري من التصرف بما اشتراه.

وسائل الشيخ محمد بن صالح العثيمين عن شرط البائع على المشتري ألا يبيع ما اشتري منه أو لا يبيعه لفلان أو لا يبيعه إلا عليه أو على من يرتضيه، فأجاب رحمه الله: إن كان ذلك لمصلحة تتعلق بالعقد أو المعقود عليه، فإن الصحيح صحة ذلك. وأضاف: (فالملهم أن الذي يترجح أنه إذا كان له غرض صحيح، فإن الشرط صحيح، وغاية ما فيه أنه يمنع المشتري من بعض التصرف الذي جعله الشارع له، وهو -أي المشتري- يسقطه باختياره فكان الأمر إليه)^(٥).

(١) تقدم تخريرجه ص ١٠٢.

(٢) أخرجه ابن أبي شيبة في مصنفه

(٣) أخرجه ابن أبي شيبة في مصنفه

(٤) الاختيارات الفقهية، ص ١٢٣.

(٥) الشرح الممتع على زاد المستقنع ٨/٢٤٦.

- والثاني: جواز التزام المشتري بإعادة البيع للبائع الأول بثمن الشراء.

ورد في الآثار فعل بعض الصحابة في بيع أصل، واشترط أن البائع أحق به بثمن بيته إذا قرر المشتري بيعه؛ جاء في «مسائل الإمام أحمد»: (سألت أبا عبد الله عن رجل اشتري من رجل جارية، فقال له: إذا أردت بيعها فأنأها أحق بها بالثمن الذي تأخذها به مني، فقال: لا بأس به)^(١). كأنه حصل منه على التزام في حال رغبته في بيعها أن بائعها له الحق في استردادها بنفس ثمن البيع.

وأورد ابن قدامة في «المغني» هذه المسألة فنقل عن أحمد بن حنبل رحمه الله قوله: (البيع جائز؛ لما روى ابن مسعود أنه قال: ابتعت من امرأتي زينب الثقفيه جارية، وشرطت لها إن بعتها فهي لها بالثمن الذي ابتعتها به، فذكرت ذلك لعمر، فقال: لا تقربها، ولا حدي فيها شرط)^(٢). وأضاف صاحب «المغني»: (ولم يقل عمر في ذلك البيع: فاسد)^(٣). فإن مسعود إذا وعد أمراته وعداً ملزماً بأن بيعها الجارية بنفس ثمن الشراء إذا رغب في بيعها في المستقبل.

وهذه هي مسألتنا؛ إذ إن حملة الصكوك يتلزمون للمصدر أن يبيعوا الأصول عليه بنفس ثمن شرائهم لها منه عندما يرغبون في البيع، وهم يرغبون في البيع بعد خمس سنوات، أي في نهاية المدة المضروبة للصكوك.

الوعد بالشراء بأقل من رأس المال:

اتجهت بعض الهيئات الشرعية إلى القول بأن الالتزام بالشراء بنفس القيمة الاسمية لا يجوز؛ لأن فيه ضمان المضارب لرأس المال وهو ممنوع، وأن الالتزام

(١) ذكره ابن تيمية في الفتوى ٣٨٤ / ٥.

(٢) يعني: لا تجتمعها.

(٣) المغني، لابن قدامة ١٧٢ / ٨.

بالشراء بأقل من رأس المال مثلاً ٩٠٪ أو نحو ذلك، لا بأس به. والجواب أنه إن كان هذا الالتزام فيه ضمان لرأس المال، فإن ضمان ٩٠٪ من رأس المال حكمه حكم ضمان ١٠٠٪ منه.

٣- ترتيب الدائنين:

إذا كانت الصكوك صادرة على سبيل المرابحة، أو كانت تتضمن المرابحة والمضاربة، إلا أن المرابحة إذا أضيف الربح فيها إلى رأس المال كانت مساوية لرأس مال الصكوك، أو تضمنت التعهد بالشراء إذا وقعت حوادث معينة، فإن هذه الصكوك مظنة التحول إلى دين في ذمة المصدر في آخر المدة أو عند وقوع ذلك الحدث، فهل يكون حملة الصكوك -عندئذ- أسوة الغراماء؟ هذا هو الأصل، إلا أن دائني الشركة (المصدر) القائمين قبل إصدار الصكوك يشترطون عليها عادةً لا توسيع في الديون؛ لأن زيادة مدийونية الشركة يؤدي إلى تدهور الجدار الاتمانية لها إلا أن تشرط على الدائن الجديد مؤخراً في المطالبة عنهم، فإذا كان على الشركة ديون قائمة، فالغالب أن يشترط على حملة الصكوك أن تكون ديونهم ثانوية -أي أدنى في المطالبة من الدائنين السابقين- ولن يحصلوا على شيء حتى يسترد أولئك ديونهم هذا الترتيب للدائنين يقع بالشرط، فيكون بعض الدائنين مقدمين على سواهم.

ويسمى الدين الأقوى *Senior* والأقل قوة *Junior* أو *Subordinated*، فإذا وقع إفلاس للشركة أو شح في السيولة وحان وقت السداد بدأ بديونها الأكبر قوّة، ثم بعد تسديدها جمیعاً تنتقل إلى الأدنى وربما لا يبقى لديها من الأموال ما يكفي لتسديد الديون الأدنى، ومعلوم أن معدل الربح الذي يحصل عليه حامل الصك (أو الفائدة التي يحصل عليها حامل السندر) تتأثر بموقع الدائن ضمن قائمة دائني الشركة، فصاحب الدين الأدنى يحصل على عائد أكبر من صاحب الدين الأقوى لعظم مخاطرته.

حكم ترتيب حقوق حملة الصكوك من حيث أولوية الاستحقاق:

قد يجد مصدر الصكوك فائدة من ترتيب حملة الصكوك من ناحية الأولوية في الاستحقاق فيجعل جزءاً من الإصدار من الفتة (أ)^(١) مثلاً، وأخرى من الفتة (ب)^(٢)، وينص في مستندات الإصدار بأن لحملة الصكوك من الفتة (أ) الأسبقية في الاستحقاق، وبما أن مستندات الإصدار قد تضمنت نسبة ربح متوقعة، فإن ترتيب الصكوك من حيث أولوية الاستحقاق تعني أن المصدر ملتزم بدفع نسبة الربح المتوقعة لحملة الصكوك من الفتة (أ) تماماً كما هي النسبة المتوقعة، حتى لو ترتب على ذلك حرمان الفتة (ب) من العائد أو حصولهم على نسبة هي دون المتوقع، وكذلك الحال بالنسبة للاستحقاق عند التصفية؛ إذ يحصل حملة الصكوك من الفتة (أ) على رأس مالهم، ثم ما يبقى يكون للفتة (ب)، حتى لو ترتب على ذلك عدم حصول حملة الفتة (ب) على رأس مالهم.

وكثيراً ما تحتاج البنوك عند إصدارها الصكوك إلى مثل هذا الترتيب حتى تتلاءم مع متطلبات كفاية رأس المال ضمن معايير بازل، من الواضح أن حملة الصكوك من الفتة (ب) يتحملون معدلاً أعلى من المخاطر؛ ولذلك فإن نسبة الربح التي يحصل عليها حملة الصكوك من الفتة (ب) تزيد على فئة (أ) بما لا يقل عن ١٪ في أكثر الأحيان، كما أن حملة الصكوك من كلتا الفتتين يدخلون في هذه المعاملة وهم على علم تام وإدراك بهذا الفرق بين الفتتين، ومن الصكوك التي صدرت بمثل هذا الترتيب: صكوك بنك الجزيرة.

وقد ورد في فتوى الهيئة الشرعية بشأن صكوك بنك الجزيرة أن حملة الصكوك يأذنون للبنك (المصدر) أن تكون الأموال المستحقة لهم على بنك الجزيرة ضامنة لديون بنك الجزيرة المستحقة لأطراف أخرى، وبهذه الطريقة أصبح حملة صكوك

.Senior (١)

.Subordinated (٢)

بنك الجزيرة في أدنى درجات المطالبة، كما ورد في فتوى صادرة عن الهيئة الشرعية لبنك نور مانصه: (لا مانع أن يكون أحد الدائنين ذا مرتبة أدنى في الاستحقاق إذا وافق على ذلك بعلم بقية الدائنين). ومن المعلوم أن الديون من حيث قوتها تنقسم عند الفقهاء إلى قسمين:

- ديون موثقة برهن: عندئذ لا يقتصر تعلق ذلك الدين في ذمة المدين، بل تتعلق أيضاً بالأصل المرهون فيكون دينه مقدمًا على سواه من الدائنين الذين لم توثق ديونهم برهن.

- وديون لم توثق برهن: فيكون أصحابها أسوة الغراماء بعد سداد استحقاقات الديون الموثقة برهن، فإذا لم تكن الشركة كافية لسداد الجميع يكون النقص على تلك الديون التي لم توثق برهن ما دام أن تلك الأصول تغطي الديون الموثقة برهن.

ومعلوم أن الرهن توثقة دين بعين فلا يسقط الدين بهلاك الرهن، كما لا يجوز للدائن أن يأخذ من الرهن أكثر من مبلغ دينه؛ ولذلك وجود الرهن سبب في تقدم المرتهن على سائر الدائنين. فالديون بوجود الدين الموثق برهن والديون غير الموثقة برهن أصبحت مختلفة من حيث القوة، فإذا أعسر المدين فإن الأولوية في استرداد الدين هو من كان دينه موثقاً برهن إذ يمكنه أن يستوفي الدين منه، وكذلك يسمى senior، ثم ما بقي يوزع على بقية الدائنين، والذي يسمونه لذلك senior، فإذا تم التوصل إلى نفس الترتيب بموافقة الدائنين على تقديم أحدهم في المطالبة، فهذا لا بأس به.

وعندما أصدرت إحدى الجهات صكوك مضاربة ومربحة رغبت أن يكون الدين الذي في ذمتها لحملة الصكوك من المربحة في مستوى senior، فتوصلت الهيئة الشرعية لذلك عن طريق اشتراط قيام حملة الصكوك بضمان ديون المصدر

الثابتة في ذمته لغيره، وبهذه الطريقة صار دائنو البنك الآخرين مقدمين في المطالبة على حملة الصكوك وأصبح موقعهم senior.

٤- تقييد استخدام المصدر لحصيلة الصكوك:

من المعلوم أن الصكوك سواء كانت صكوك إجارة أو مضاربة أو مرابحة ستنتهي إلى حصول المصدر على مبلغ نقمي هو حصيلة بيع الصكوك أو بيع الأصول إلى حملة الصكوك، ثم يستخدمها في أعماله -صناعية كانت أو تجارية- فهل يجب على حملة الصكوك أن يشترطوا عليه ألا يستخدم تلك الأموال إلا فيما هو مباح مشروع.

في صكوك المضاربة والمشاركة لا خلاف في أن هذا الشرط ضروري لتحقيق مشروعية هذه الصكوك، أما في صكوك المربحة والإجارة فالمسألة فيها قولان:

- الأول: ما اتجهت إليه بعض الهيئات الشرعية من ضرورة وجود هذا الاشتراط، ومستند قولهم هذا ما ورد في الكتاب الحكيم من النهي عن التعاون على الإثم والعداوة، وأنهم عدوا ذلك من أنواع التعاون المنهي عنه.

- والقول الثاني: مستند على ما ورد في الأثر أن رسول الله ﷺ تعامل مع اليهود وغيرهم، وتوفي ﷺ ودرعه مرهون عند يهودي في بر اشتراه منه، مع أن القرآن يصفهم بأنهم سماعون للكذب أكالون للسحر، وأنهم يستحلون الriba.

٥- ضمان المصدر لشركة التأمين:

مصدر الصكوك إذا كانت الصكوك مبنية على أصول مثل: صكوك الإجارة، أو صكوك الوكالة - هو أكثر معرفة ودرأية بتلك الأصول من حملة الصكوك، كما أنه على صلة مباشرة بالجهات التي تعنى بصيانتها والتأمين عليها، من أجل ذلك يطلب

وكيل حملة الصكوك منه التأمين على حساب حملة الصكوك على تلك الأصول، ويحدد له نوع التغطية، ويترك له اختيار شركة التأمين وباقى التفصيات، وهذا حسن وموافق للمقتضى الشرعي، لكننا وجذنا مصدرى الصكوك يشترطون على المصدر أن يضمن لهم.

قيام شركة التأمين بدفع ما ترتب عليها من تعويض في حال وقوع المكروه، وأن يبادر خلال شهر أو نحو ذلك بالدفع إذا تأخرت شركة التأمين عن الدفع، فعلى سبيل المثال: لو وقع هلاك كلي للمبنى المجعل مملاً للصكوك أو الطائرة أو المعدات، وكان هذا الخطر قد وقع تغطيته في بوليصة التأمين التي قام المصدر بترتيبها مع شركة التأمين، فإن شركة التأمين ستقوم بدفع التعويض حسب الشروط والأحكام الخاصة بالبوليصة، لكن هذه العملية تستغرق وقتاً وقد تتضمن حكمًا قضائياً في حال النزاع، لكن وقوع هذا الحدث يجب أن يتربّع عليه تصفية الصكوك؛ ولذلك لا يستطيع وكيل حملة الصكوك الانتظار مدة غير محددة فمن هذا الباب جاء هذا الشرط.

حكم هذا الشرط:

لاتجيز أكثر الهيئات الشرعية هذا الشرط؛ إذ يتربّع عليه في نظرهم ضمان المصدر لرأس مال الصكوك؛ ذلك لأن دفع شركة التأمين لمبلغ التعويض ليس أمراً مضموناً، حيث تتضمن شهادات التأمين عدداً كبيراً من الاستثناءات؛ ولذلك يمكن أن يتيهي المصدر إلى تحمل تبعه الهلاك، والحال أنه مستأجر ليس مؤجرًا، بينما اتجهت هيئات شرعية أخرى إلى قبول هذا الشرط استناداً إلى عموم معنى حديث رسول الله ﷺ: «الْمُسْلِمُونَ عَلَى شُرُوطِهِمْ»^(١)، مع النص على ضرورة إمهال المصدر وشركة التأمين المدة الكافية للتراضي مع حال امتناع شركة التأمين عن الدفع، فإذا انتهى الأمر بعدم الدفع اعتبر ذلك

(١) تقدم تخرّيجه ص ١٠٢.

تفرি�طاً من المصدر في اختيار الشركة المناسبة أو النص على الشروط الضرورية لضمان تحقق التعويض.



الحساب الاحتياطي

شرط التنازل عن فائض الحساب الاحتياطي للمصدر:

ومن الشروط الأساسية التي ترد في مستندات الصكوك النص على أن حمَلة الصكوك يتنازلون عن فائض الحساب الاحتياطي للمصدر على سبيل الحافز عند تصفية الصكوك، ولقد كان مصدر إشكال لدى الهيئات الشرعية نفصله فيما يأتي:

أ- معنى الحافز:

الحافز: الباعث والدافع الذي يدفع الإنسان ويحثه على القيام بعمل ما، والمقصود بالحافز هنا أنه مكافأة للمصدر على حسن الأداء، وحسن الأداء لا يعني أن الإنسان أنجز أكثر من المطلوب منه، بل إن مجرد القيام بما هو واجب عليه على أكمل وجه هو مما يستحق عليه المكافأة، فإذا وصلت الصكوك إلى نهاية مدتها وحققت المأمول والمتوقع لحملة الصكوك بشكل مرضٍ، فهذا سبب كافٍ لاستحقاقه المكافأة.

ب- مبرر الشرط على التنازل:

إن الشرط لتنازل حملة الصكوك عن فائض الحساب الاحتياطي واستئثار المصدر به في جميع إصدارات الصكوك، ليس الغرض منه تحقيق عائد للمصدر وإنما الغرض منه إخراج هذا الفائض من الهيكل المالي للصكوك؛ ذلك أن من أهم سمات الصكوك التي تميزها فمن أوراق مالية أخرى هو استقرار سعرها في التداول، وأن السواد الأعظم من المستثمرين سيصرف عنها النظر إذا لم تتصف بهذه الصفة

وصارت تتقلب أسعارها في التداول، وأن من أهم أسباب تقلب الأسعار كون أن جزءاً من معطيات الصكوك غير معلوم، وفائض الحساب الاحتياطي لا يعرف مقداره بشكل دقيق إلا في نهاية المدة، فلو قلنا: إن هذا الفائض سوف يصرف لحملة الصكوك عند التصفية، كان لهذا أثر على سعر التداول وكلما كانت التوقعات أن يكون الفائض كبيراً اتجهت الأسعار إلى الارتفاع والعكس صحيح، فقدت الصكوك أحد أهم مميزاتها وهو استقرار سعرها في التداول.

ج- من يملك هذا الفائض:

لا شك أن هذا الفائض ملك لحملة الصكوك، فهو يقطع من إيرادات، الأصل فيها أن توزع عليهم؛ ولذلك بترت الحاجة إلى تنازلهم عنه إلى المصدر على سبيل الحافز.

د- التبرع قبل تحقق الملك:

من أهم الاعتراضات على الإجراءات المتضمنة تنازل حملة الصكوك في يوم الإصدار عن الفائض الذي سيتحقق في نهاية مدة الصكوك: مسألة تبرع الإنسان بما لا يملك.

إدارة المخاطر في إصدار الصكوك

من المعلوم أن السندات التقليدية تمثل ديناً في ذمة المصدر؛ ولذلك هي مضمونة عليه، ويمكن -عندئذ- إطلاق مستوى للتصنيف الائتماني للسندات مساوٍ لتصنيف المصدر، وقد يوثق هذا الدين برهن بعض أصول هذا المصدر، فيحسن تصنيفها الائتماني بحسب جودة الرهون.

إلا أن الأمر يختلف بالنسبة للصكوك؛ إذ إنها تمثل أصولاً مدرة للعائد (لا ديون) مملوكة لحملة الصكوك؛ ولذلك فإنها تتضمن مخاطر ذات طبيعة مختلفة.

لا يوجد استثمار آمن إلى الحد الذي يمكن أن يقال عنه: إنه خال من المخاطر، لكن المسألة نسبية، ولا شك أن حمأة الصكوك يريدون الاطمئنان على الحصول على العائد الموعود واسترداد رأس المال في نهاية المدة، وبقدر ما يرجع على الظن تحقق ذلك -أي الحصول على العائد واسترداد رأس المال- بقدر ما تكون المخاطر أقل.

من الواضح أن السند الذي يمثل ديناً في ذمة الشركة، وبخاصة عندما يكون موثقاً برهن هو أقل في المخاطر من الصك الذي يمثل ملكية أصل مدر للعائد يديره وكيل لا يضمن التنازل، ولما كان من أهداف هيكلة الصكوك أن تكون بدليلاً عن السندات لزم الانتباه إلى مقدار المخاطر المتضمنة فيها، فهل يمكن تصميم الصكوك بحيث لا تزيد في المخاطر عن السندات مع بقائها ضمن دائرة المباح والحلال؟

الطريق الأقصر هو صكوك المراقبة التي تتحمّض ديوناً، فتُصبح مثل السندات من حيث المخاطر، مع أنها ناتجة عن البيع المؤجل وليس القرض بفائدة، ولكن

الإقبال على صكوك المراقبة من قبل المصدرين والمستثمرين ضعيف، والسبب: أنه لا يجوز تداول هذه الصكوك؛ لأن التداول في حقيقته بيع الدين لغير من هو عليه بأقل من مبلغه، وهذا لا يجوز لشبهة الربا.

أما إذا كانت الصكوك قائمة على المضاربة أو المشاركة فلا سبيل للوصول إلى معدل مخاطر مساوٍ للسندات إلا بضم رأس المال من قبل المصدر، لكن ذلك لا يجوز؛ لأنه يفسد عقد المضاربة والشركة. ومع ذلك، فإن مصممي هيكل إصدار الصكوك لم يزلوا يذهبون بمحاولات تقليل مخاطر الصكوك إلى الحد الذي تصبح فيه فريبية من مخاطر السندات، ويمكن لنا تابع عدة طرق في التطبيق العملي لتحقيق هذا المطلب.

مخاطر صكوك الإجارة وطرق علاجها:

١- مخاطر نقل الملكية:

من المعلوم أن صكوك الإجارة تقوم على شراء حملة الصكوك عن طريق وكيل حملة الصكوك أصولاً من المصدر ثم تأجيرها عليه، فاقتضى الحال انتقال ملكية هذه الأصول من المصدر إلى حملة الصكوك عن طريق الشراء. والملكية شرعاً هي: (الاختصاص الحاجز) أي المانع لغيره من الانتفاع به أو التصرف فيه إلا عن طريقه وبسيبه، عرفها القرافي بأنها: (تمكن الإنسان شرعاً بنفسه أو نيابة عنه من الانتفاع بالعين ومن أخذ العوض أو تمكنته من الانتفاع خاصة).

والملك يتنتقل بابرام عقد البيع، أي بتبادل الإيجاب والقبول على محل مملوك للبائع ومعلوم للمشتري، فإذا جرى توثيق هذا العقد فهو من الناحية الشرعية ناقل للملك وحافظ لحقوق الطرفين في حال التقاضي ومحقق لمعنى الملكية؛ لأن الملك هو التصرف وهذا التصرف مكفول لحملة الصكوك عن طريق الوكيل بصورة جماعية، وعن طريق تداول الصكوك بصورة فردية.

ولا شك أن حمَلة الصكوك -في حال وقوع النزاع مع المصدر- فإن المصدر سيدعى عدم ملكيتهم لتلك الأصول، فما لم تكن لديهم الحماية القانونية الكافية فإنهم يتعرضون لمخاطر عالية، فإذا لم يجر من حملة الصكوك توثيق هذه الملكية بأقوى المستندات القانونية، مثل: التسجيل، ودفع رسوم نقل الملكية (الدمغة)، وإخراج الأصول من دفاتر المصدر... إلخ، فإنهم معرضون أن يكون أسوة الغراماء مع بقية دائني المصدر.

نظراً إلى أن عقد الإجارة هو عقد يتهي بالتمليك، ومدته خمس سنوات (أو نحو ذلك)، فإن الالتزام بالإجراءات النظامية والقانونية، بمعنى إجراءات نقل وتسجيل الملكية ودفع الرسوم التي قد تصل إلى ٥٪ لمرتين، يؤثر سلبياً على الجدوى الاقتصادية من الصكوك، ومن جهة أخرى فإن عدم الالتزام بذلك يولد مخاطر؛ مثل: ادعاء أحد الطرفين أن البيع لم يكن حقيقياً، وأن المعاملة كانت قرضاً بفائدة.

معالجة مخاطر نقل الملكية:

إذا، فإن توثيق انتقال الملكية من خلال الإجراءات المعتادة مكلف ويؤثر سلباً على جدوى الصكوك، ومن جهة أخرى فإن إهمال هذه الإجراءات يرفع مخاطر الصكوك، فالطريق إذا هو:

- تبني تقسيم الملكية إلى ملكية تسجيل وملكية حقيقة (عدلية)، المعروف في القانون الإنجليزي: وذلك بتعيين حمَلة الصكوك مالكاً عدلياً، بينما أن المصدر مالك رسمي^(١)، فلا حاجة -عندئذ- لنقل الملكية بتسجيلها باسم المالك الجديد -وهم حمَلة الصكوك-. فإن كان فض النزاع من اختصاص محاكم إنجلترا فهذا الترتيب يفي بالغرض، ويتحقق المتطلب الشرعي ويقدم الحماية الكافية لحملة الصكوك، أما إن كان

(١) انظر صفحة ١١٤.

ذلك من اختصاص نظام قضائي بهذه التقسيم للملكية، فإن الحماية تكون محدودة.

بـ- الاعتماد على ملاحظات مراجعى الحسابات للمصدر والذين يضمّنون الميزانية السنوية ملاحظات^(١)؛ منها أن هذه الأصول مملوكة لحملة الصكوك.

وهذه الملاحظات لها وزن واعتبار، وهي حجة على المصدر وتقدم قدرًا جيداً من الحماية.

٢- مخاطر الصيانة:

عقد الإجارة عقد على المنافع، أما الرقبة فتبقى ملكاً للمؤجر؛ ولذلك يقتضي عقد الإجارة حتى يستحق المؤجر الأجرة، استمرار توليد الأصل للمنافع طوال مدة العقد، ومما يؤدي إلى انقطاع المنفعة أو التأثير عليها ما يتعرض الأصل من خلل أو ضعف أو نحو ذلك؛ ولذلك احتجت الأصول المستأجرة إلى الصيانة^(٢).

والمعتاد تقسيم الصيانة إلى نوعين: الأول، هو الصيانة العادية التي يقتضيها استهلاك منافع الأصل، وهي تسمى صيانة تجاوزاً؛ إذ هي ضرورية لاستخلاص المنافع من الأصل؛ كالوقود للسيارة وتنظيف المنزل ... إلخ.

وما عدا ذلك يسمى صيانة أساسية أو هيكلية، والمقصود بها ما يصيب الأصل من عطب أو خلل يؤدي إلى التأثير على قدرته على توليد المنافع.

وتعد الصيانة من أهم المخاطر التي توجد في عقود الإجارة بصفة عامة؛

(١) Notes .

(٢) وقد عرفها نظام الإيجار التمويلي في السعودية كما يلي: (الصيانة الأساسية: الصيانة التي يتوقف عليها بقاء أصل العين بحسب العرف).

لأن ما قد يقع على الأصل من خلل أو حاجة إلى صيانة غير معلوم عند التعاقد؛ ولذلك فإن ما يحتمل أن نحتاج إلى إصلاحه مجهول أيضاً، وهذا يعني أن الأرباح المتوقعة من الاستثمار في صكوك الإيجارة قد دخلها عنصر خطر جديد قد يؤثر عليها، ومن جهة أخرى فإن هذا العنصر المجهول سيكون له تأثير سلبي على سعر الصكوك في التداول.

ولم تختلف كلمة الفقهاء في تعريف العرف الجاري في الدور والحوانيت على جميع أنواع الإيجارات؛ وذلك بجعل النوع الأول من الصيانة هو من مسؤولية المستأجر، أما النوع الثاني فهو من مسؤولية المؤجر؛ ذلك لأن عقد الإيجارة محله المنافع، وأن هذه المنافع تتولد مع مرور الزمن شيئاً فشيئاً، وكل ما أدى إلى انقطاعها كان مؤثراً على العقد، فإذا انقطعت بسبب راجع إلى المؤجر انفسخ عقد الإيجارة لعدم وجود المحل، أضف إلى ذلك أن المؤجر لا يستحق أجرة خلال المدة التي توقف الأصل فيها عن توليد المنافع، هذا العنصر المجهول يصبح مصدراً للمخاطر في إصدارات الصكوك.

طرق معالجة المخاطر المتعلقة بالصيانة:

إن المراقب لإصدارات الصكوك يلحظ عدة اتجاهات في طرق معالجة مخاطر الصيانة، ولعل أهمها:

١- تعريف الصيانة الهيكيلية بأنها ما يغطيه التأمين:

ذكرنا سابقاً أن بين الصيانة الهيكيلية والصيانة التشغيلية قدر كبير من التداخل، هناك أجزاء من النوعين واضحة، ولكن منها أجزاء تختلف الأنظار في ضمها إلى الأولى أو إلى الثانية، ومن ثم لا يعرف بشكل قاطع ما إذا كانت من مسؤولية المؤجر أو المستأجر.

وقد اتجهت بعض الهيئات الشرعية إلى قبول التفريق بينهما بناء على تصنيف شركات التأمين، فما يكون قابلاً للتأمين يمكن اعتباره ممثلاً للصيانة الهيكلية، فما يعرف في مفردات التأمين بالهلاك الكلي أو الجزئي يكون من مسؤولية المالك باعتباره ممثلاً للصيانة الهيكلية، وأن ما عدا ذلك صيانة تشغيلية. بهذه الطريقة أصبحت الصيانة الهيكلية معلومة التكاليف، ولم تعد خطراً حقيقةً يؤثر على الصكوك؛ لأنها يمكن تغطيتها بالتأمين.

٢- توكيلاً المستأجر بإجراء الصيانة الهيكلية:

والاتجاه الثاني توكيلاً المستأجر بالقيام بالصيانة الهيكلية نيابة عن المالك، فينص في العقد الذي يبرمه وكيل حملة الصكوك مع المستأجر على تحمل المؤجر (حملة الصكوك) للصيانة الهيكلية موافقاً لذلك للحكم الشرعي في المسألة، ثم يقوم بتوكيل المستأجر بالقيام بالصيانة المذكورة على حساب حملة الصكوك (أي على حساب المالك)، ثم يجري من مدير الصكوك الاقتطاع من الحساب الاحتياطي لتسديد مصاريف هذه الصيانة، وهذه الطريقة قليلة التطبيق؛ لأنها لا تعالج مخاطر الصيانة معالجة تامة، إذ ليس هناك ما يدل على أن الرصيد في الحساب الاحتياطي سيكون كافياً لهذا الغرض مع الاستمرار بدفع التوزيعات الدورية من ذلك الاحتياطي، أضف إلى ذلك أن رصيد الحساب الاحتياطي ليس ملكاً خالصاً لمصدر الصكوك.

٣- تحويل المستأجر جميع مصاريف الصيانة:

اتجاهت بعض الهيئات الشرعية إلى إجازة تحويل المستأجر نوعي الصيانة -أي الهيكلية والتشغيلية- وهو ما يسمى (*triple net lease*)، من المعلوم أن هناك أنواعاً من الأصول يصعب من الناحية العملية تطبيق متطلب اختصاص كل طرف بما يخصه من مصاريف الصيانة. مثال ذلك: الطائرات، فمن جهة أن صيانة الطائرات

عملية فنية دقيقة لا يستطيع مباشرتها إلا المشغل نفسه، وهي تتم تحت إشراف جهات حكومية وبإجراءات بالغة الدقة والتعقيد، أضيف إلى ذلك محاكمة بأعراف ومعايير تجعلها من اختصاص المشغل وليس المالك، والمستأجر نفسه لا يرغب في دخول أطراف أخرى في عملية الصيانة، كما أن دخول أطراف أخرى يجعل هذه الأطراف تحمل مسؤوليات لا طاقة لها بها؛ لما يترب على حوادث الطائرات من تعويضات وإجراءات قضائية مكلفة، ومن جهة أخرى أنها عسيرة التقدير لكثره ما تتعرض له الطائرات من خلل فني، فالحل إذاً هو إسنادها إلى المستأجر، وقد أجازت بعض الهيئات الشرعية تحويل المستأجر نوعي الصيانة من خلال إجراءات معينة:

- الطريقة الأولى: أن يقدم المستأجر في وثيقة مستقلة ضماناً من المستأجر يضمن فيه حسن إنجاز الصانع للأصل محل الإجارة، فإذا وقع الخلل الهيكلي أمكن للمؤجر تحويل المستأجر تكاليف إصلاحه بناء على ذلك، ويمكنه الرجوع على الصانع فيما يمكن الرجوع به عليه، وقد أجاز هذا الإجراء عدد من الهيئات الشرعية وبخاصة في عمليات تمويل المشاريع السكنية.

- والطريقة الثانية: تحويل المستأجر تكاليف الصيانة الهيكيلية بالشرط، وذلك بالنص في عقد الإجارة على تحمله لجميع أنواع الصيانة وبراءة المؤجر من هذه المسؤولية. والهيئات الشرعية التي أجازت ذلك استندت إلى:

أ- أن الأصل في العقود والشروط الجواز والصحة بناء على ما ورد في الحديث: «المُسْلِمُونَ عَلَى شُرُوطِهِمْ إِلَّا شَرْطًا أَحَلَّ حَرَامًا أَوْ حَرَمَ حَلَالًا»^(١)، وهذا الشرط -أي تحويل المستأجر نوعي الصيانة-

(١) لابن تيمية: (الأصل في العقود والشروط الجواز والصحة، ولا يحرم منها ولا يبطل إلا ما دل الشرع على تحريمه وإبطاله نصاً أو قياساً عند من يقول به). المغني لابن قدامة /٨، ١١٤، ١١٥. والحديث تقدم تخرجه ص ١٠٢.

في نظرهم لا يحل حراماً ولا يحرم حلالاً، ويستأنسون بما ورد في كتب الفقه من أقوال الفقهاء -رحمهم الله تعالى- من ذلك ما جاء في «المغني» لابن قدامة قوله: (إِن شَرْطَ الْمُؤْجَرِ عَلَى الْمُسْتَأْجِرِ ضَمَانُ الْعَيْنِ فَالشُّرْطُ فَاسِدٌ؛ لِأَنَّهُ يَنافِي مُقْتَضَى الْعَدْدِ). وعن أحمد أنه سئل عن ذلك، فقال: «الْمُسْلِمُونَ عَلَى شُرُوطِهِمْ». وهذا يدل على نفي الضمان بشرطه ووجوبه بشرطه لقوله عَلَيْهِ أَصْلَاهُ وَالسَّلَامُ «الْمُسْلِمُونَ عَلَى شُرُوطِهِمْ»^(١).

بـ- لم تختلف كلمة الفقهاء أن يد المستأجر على الأصل المؤجر يد أمانة ولا يضمن إلا بالتعدى والتفریط، ولكن من الفقهاء من أجاز تضمين يد الأمانة بالشرط واعتبروا الشرط صحيحاً؛ منهم: قتادة، وعثمان البشري، وعييد الله العنبري، وداود الظاهري، ورواية عن الإمام أحمد، وانتصر لهذا القول الشوكاني في «السيل الجرار»^(٢)، وذكر القرافي في «الذخيرة» قولًا مرجوحًا للملكية بأن يد المستأجر يد ضمان على العين المستأجرة كما في الأجير المشترك^(٣)، وبناء عليه يمكن أن يشترط المؤجر على المستأجر ضمان الأصل المؤجر، ويدخل في هذا الضمان الصيانة الهيكليّة.

مخاطر التلف الجزئي:

إذا تلف الأصل المؤجر تلفاً جزئياً، وكان مغطى بالتأمين أو التزم المؤجر بإصلاح التلف، فإن هذا الإصلاح يستغرق وقتاً تقطع فيه منافع الأصل المؤجر

(١) المغني لابن قدامة ١١٤/٨، ١١٥، والحديث تقدم تخریجه ص ١٠٢ .

(٢) انظر بحث د. نزيه حماد: مدى صحة تضمينه يد الأمانة بالشرط

(٣) القرافي، الذخيرة ٥٠٢ / ٥ .

بصرف النظر عنمن يتحمل تكاليف الإصلاح، فهل يقال: إن المؤجر (حملة الصكوك) لا يستحق الأجرة، ويجب أن تتوقف التوزيعات من أجل ذلك؟

الأصل أن انقطاع المنافع يترب عليه انقطاع الأجرة؛ لأن الأجرة هي مقابل تلك المنافع، إلا أن تطبيق مثل هذا الإجراء غير ممكن من الناحية العملية؛ لأنه يدخل مخاطر عالية على الصكوك من جهة قدرة حملة الصكوك على الحصول على توزيعات منتظمة، وهي إحدى الميزات المهمة للصكوك، ومن جهة صعوبة توقيع كم يستغرق هذا التوقف وتكليفه النهاية؛ لذلك اتجهت الصكوك إلى تبني إجراء آخر يقوم على إلزام المستأجر بعدم إنفاق الأجرة حتى لو أصيب الأصل بخلل أو تلف جزئي ويبي له حق الفسخ والتملك المبكر.

وقد استندت الهيئات الشرعية التي أجازت مثل ذلك على ما ورد في كتب الفقه في هذا الباب من ذلك:

ما نقله أ.د. علي محي الدين القره داغي في بحثه «الإجارة وتطبيقاتها المعاصرة»: (ذهب جماعة من الفقهاء - المالكية والشافعية والحنابلة في قول - إلى جواز إنفاق الأجرة في مقابل حدوث خلل في العين المؤجرة وعدم قيام المؤجر بالإصلاح، أو بعبارة أخرى: إذا لم يقم بالصيانة الازمة وبقي الخلل، فإن للمستأجر الحق في إنفاق الأجرة، والمرجع في ذلك لأهل الخبرة)، (وذهب الحنفية والحنابلة على المذهب إلى عدم جواز إنفاق الأجرة، وإنما له حق الفسخ فقط)^(١).

وجاء في «مجلة الأحكام العدلية» المادة ٥١٦: (لو حدث في المأجور عيب فالمستأجر بال الخيار إن شاء استوفى المنفعة مع العيب وأعطى تمام الأجرة، وإن شاء فسخ الإجارة).

(١) مجلة المجمع ٣٨٠ / ١٣

وفي المادة ٥١٩: (لو انهدم حائط الدار أو إحدى حجرها ولم يفسخ المستأجر الإجارة وسكن في باقيها لم يسقط شيء من الأجرة) ^(١).

٤- تعديل الأجرة بمقدار تكاليف الصيانة:

ومن التطبيقات المتكررة في عقود الإيجار ذات الأجرة المتغيرة تحمل المؤجر لتكاليف الصيانة الهيكلية، ثم إضافتها في الفترة التالية إلى الأجرة نظراً إلى أن الأجرة متغيرة، وحسب الاتفاق تكون الأجرة مكونة من عنصرين: العنصر الثابت، والعنصر المتغير، والعنصر المتغير يتأثر بتغيير المؤشر (أسعار الفائدة)، وكذلك تكاليف الصيانة الهيكلية، هذا يعني أن المستأجر قد تحمل تكاليف الصيانة الهيكلية، ولكن بصورة غير مباشرة.

مخاطر صكوك المضاربة وطرق معالجتها:

لا شك أن المضاربة هي صيغة التمويل المثلث؛ سواء تعلق الأمر بالتمويل المباشر أو عن طريق إصدار الصكوك، لكنها بلا شك تتضمن -في صيغتها الأصلية- مخاطر يجعلها غير صالحة لأغراض التمويل Non-bankable؛ ولذلك سعى أرياب المصرفية الإسلامية إلى تبني طرق لمعالجة هذه المخاطر، والإبقاء على هيكل المضاربة.

أ- المخاطر الأخلاقية:

المضاربة من عقود الأمانة بمعنى أن المضارب مؤتمن، فليس هو بالمقتضى ولا بالأجير؛ ولذلك لا يضمن إلا في حال التعدي والتغريط، لكن هذا يفترض مستوى من الأمانة ربما لا يتوفّر بالشكل المطلوب في الوقت الحاضر.

(١) المعني، ابن قدامة ٥/٣٤٠، الشرح الكبير على متن المقنع ٥/٩٢.

ب- نقل عبء الإثبات إلى المضارب:

وقد اتفق العلماء على أن المضارب إذا اختلف مع رب المال في تلف المال فادعاه المضارب وأنكره رب المال أو اختلفا في التعدي فادعى رب المال ذلك على المضارب وأنكر المضارب، فإن القول قول المضارب؛ لأن المضارب أمن والأصل عدم الخيانة^(١).

ظهر حديثاً اتجاه لدى الفقهاء المعاصرين يرى معطيات مستجدة تجعل نقل عبء الإثبات إلى المضارب أمراً مستساغاً، صرخ بذلك عدد من الفقهاء المعاصرين، وتبلور في الفتوى الصادرة عن المؤتمر الفقهي الثالث للمؤسسات المالية الإسلامية الذي نظمته شركة شورى وعقد في الكويت في نوفمبر ٢٠٠٩م، ونص على أن اعتماد الأصل وهو براءة ذمة المضارب يسوغ الأخذ به إذا غالب في الناس الصدق والأمانة، فإذا تغيرت الحال فإن دلالة الحال مقدمة على الأصل، وأن العمل بالأصل مقيد بـالآن يكون مخالفًا للعرف وانتفاء التهمة عن الأمين^(٢). وهذا الرأي قد سبق أن أخذ به عدد من الفقهاء القدامى مستندين إلى نفس المبررات.

وتطبيقاً لهذا المبدأ تضمنت فتوى الهيئة الشرعية في بنك الإنماء بشأن صكوك وزارة المالية السعودية النص التالي الذي ينقل عبء الإثبات إلى المضارب (في حال خسارة المضاربة يلتزم المضارب بتقديم ما يثبت أن الخسارة لم تنت ج عن تقصيره أو تفريطيه، وإلا فإن المضارب يلتزم بتحمل هذه الخسارة)، فنقلت عبء الإثبات من

(١) ذهب جمهور الفقهاء من الحنفية والمالكية والشافعية والحنابلة إلى أنه إذا اختلف المضارب ورب المال في حصول الربح فالقول قول المضارب، البحر الرائق، ٢٦٤ / ٧، التاج والإكليل ٤٦٢ / ٧، ومنح الجليل ٣٧٧ / ٧ وحاشية الجيرمي ١٩٧ / ٣، وكشاف القناع ٥٢٣ / ٣.

(٢) قرار الندوة

رب المال (أي حملة الصكوك) إلى وزارة المالية (المضارب). وإن المتأمل في هذا الاتجاه يجده مستساغاً ليس شرعاً فقط بل عقلاً أيضاً؛ لأن المضارب -وهو الحكومة بخبرائها وأجهزتها المختلفة- أقدر على التحقيق والتمحيص من حملة الصكوك، لا سيما أنهم قطعاً لا يتوارون على المعلومات الكافية، كما أن الحصول عليها مكلف للغاية.

تضمين المضارب رأس مال المضاربة بالشرط:

جماهير الفقهاء أن المضارب أمن؛ فيده على رأس المال يد أمانة، ولذلك فإنه لا يضمن إلا في حال التعدي والتغريط، إلا من الفقهاء قديماً وحديثاً من اتجه إلى القول بجواز تضمين يد الأمانة بالشرط. من هؤلاء من استندوا في ذلك إلى ما ورد في الحديث: «الْمُسْلِمُونَ عَلَى شُرُوطِهِمْ»^(١)، فقالوا: يجوز اشتراط الضمان على الأمين، وقد نقل الجواز عن قتادة، وأحمد في رواية، وهو المذهب الذي رجحه الشوكاني وانتصر له، وقال: إن الشرط صحيح ملزم؛ إذ الأمين قد رضي لنفسه بالتزام ما لم يكن يلزمته واختاره، والتراضي هو المناط في تحليل أموال العباد، والمسلمون على شروطهم^(٢).

تقليل المخاطر بالاعتماد على صيغة المراجحة:

المراجحة هي: بيع السلعة بما قامت به على البائع مضافاً إليه -أي ما قامت به- ربحاً متفقاً عليه بينهما. والمقصود بقوله: بما قامت عليه، أي له أن يضيف التكاليف الأخرى، مثل: النقل، والتأمين على ثمن الشراء، وصكوك المراجحة تعني بيع حملة الصكوك على المصدر سلعاً أو أصولاً متوجة بثمن مؤجل، بحيث يثبت هذا الثمن

(١) تقدم تخریجه ص ١٠٢

(٢) السیل الجرار ٣/٢١٧

(المتضمن للربح) في ذمة المصدر، فكل صك -عندئذٍ- يمثل حصة شائعة في ذلك الدين، وإصدار هذه الصكوك وطرحها وإدراجها في السوق ليس محرماً، ولكن تداولها يتربّع عليه إشكالات شرعية.

هذا التداول للصكوك في حقيقته بيع الدين النقدي بنقود، وذلك غير جائز، إلا إذا كان البيع بالقيمة الاسمية أو كان البيع على المدين نفسه،

أما البيع بالقيمة الاسمية -يعني إذا كان الدين مئة درهم يستحق بعد سنة، فإن المشتري يشتريه بمئة درهم تدفع اليوم- فهذا جائز لسلامته من الربا، لكن العاقل لا يفعل مثل ذلك؛ لأن الناس يشترون الديون التي في ذمم غيرهم لغرض الاستریاح أي بحسب من القيمة الاسمية.

وإذا كان البيع على المدين نفسه، فإما أن يكون مستعداً أن يدفع للدائن كامل مبلغ الدين معجلاً، فهذا لا بأس به، ولكن المدينين لا يفعلونه، فإذا جرى بيعه بأقل من قيمته الاسمية، فهي مسألة: (ضع وتعجل). وقد اختلف الفقهاء في جواز الحسم من الدين مقابل تعجيل السداد، إلا أنه قد صدر من المجمع الفقهي الإسلامي الدولي القرار رقم ٦٧ (٢/٧) بشأن البيع بالتقسيط في دورة مؤتمره السابعة، ونص على ما يلي: (الخطيطة من الدين المؤجل لأجل تعجيله؛ سواء أكانت بطلب الدائن أو المدين (ضع وتعجل)، جائزة شرعاً لا تدخل في الربا المحرم إذا لم تكن بناء على اتفاق مسبق، وما دامت العلاقة بين الدائن والمدين ثنائية، فإذا دخل بينهما طرف ثالث لم تجز؛ لأنها تأخذ -عندئذٍ- حكم حسم الأوراق التجارية).

أما إذا بيع الدين النقدي بالسلع لا بالنقود، فإن هذا جائز لاختلاف الجنس حتى لو ترتب عليه حقيقة الحسم الزمني، بمعنى أن الدين إذا كان مئة يستحق بعد عام، واحتسبت قيمة سلعها السوقية اليوم تسعين، فذلك سائع غير محرم، قال المرداوي في

«الإنصاف» قوله: (... «ولا يجوز لغيره» يعني: لا يجوز بيع الدين المستقر لغير من هو في ذمته، وهو الصحيح من المذهب وعليه الأصحاب، وعنده يصح، قاله الشيخ تقى الدين رحمه الله قال ابن رجب في القاعدة الثانية والخمسين: نص عليه. وقد شمل كلام المصنف مسألة بيع الصكاك، وهي الديون الثابتة على الناس والتي تكتب في صكاك، وهو الورق ونحوه. قال في القاعدة المذكورة: فإن كان الدين نقداً أو بيع بنقد لم يجز بلا خلاف؛ لأن صرف بنسخته، وإن بيع بعرض وبفضله في المجلس، ففيه روایتان: عدم الجواز. قال الإمام أحمد رحمه الله: وهو غرر. والجواز نص عليها في رواية حرب، وحنبل، ومحمد بن الحكم. انتهى^(١).

وقد صدر عن المجمع الفقهي في رابطة العالم الإسلامي في دورته السادسة عشرة المنعقدة بمكة المكرمة في الفترة من ٢٠٠٢/١٠/٢٦-٢١١٤٢٢هـ الموافق ٥-١٠/١/٢٠٠٢م القرار التالي: (رابعاً: يرى المجمع أن البديل الشرعي لجسم الأوراق التجارية وبيع السننات هو بيعها بالعرض (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).

وهذه الطريقة وإن كانت قابلة للتطبيق بصورة مباشرة بين طرفين، إلا أنه لا يوجد طريقة عملية لتحقيق تداول الصكوك بهذه الطريقة؛ إذ إن بيع الدين النقدي مقابل السلع عملية معقدة وربما تكون مكلفة؛ ولذلك فإن تطبيقها في سوق منظمة للتداول ليس ممكناً في الوقت الحاضر.

إجراءات منع تداول صكوك المراححة:

هناك فرق بين الإدراج في السوق والتداول، والإدراج في البورصة غالباً يكون

(١) الإنصاف، للمرداوي ٥/١١٢، دار إحياء التراث.

متطلباً أساسياً لا تستكمل الإجراءات القانونية للصكوك في الإصدار العام إلا به، أما التداول فهو مسألة أخرى لها إجراءاتها، وإن كانت المرحلتان متلازمان، فإذا أدرجت صكوك المراقبة في البورصة، ففي بعض الأسواق يمكن الإدراج دون التداول، أما في الأسواق التي تتيح الفصل بين الأمرين فلا سبيل لمنع التداول إلا بالتزام حملة الصكوك بالامتناع عن التداول تجنباً لارتكاب المحرم؛ ولذلك نجد أن أكثر إصدارات صكوك المراقبة هي إصدارات طرح خاص، بمعنى أنها توزع على أقل من مئة مستثمر أو نحو ذلك ولا يهياً لها التداول في البورصة ويحتفظ حملة الصكوك عندئذ بها حتى انتهاء مدتها.

ضمان الطرف الثالث:

يكاد ينعقد إجماع الفقهاء على أنه لا يجوز لرب المال اشتراط ضمان المضارب لرأس المال أو الربح، وكذا الحال في الوكالة، أما إذا صدر هذا الضمان من طرف ثالث فإنه وإن كان من حيث قياس المخاطر يتحقق نفس الغرض إلا أنه مأذون به وليس محرماً.

وقد صدر بذلك قرار المجمع الفقهي الإسلامي الدولي رقم (٣٠ / ٤ / ١٥) الذي نص على أنه: (ليس هناك ما يمنع شرعاً على النص في نشرة الإصدار أو صكوك المقارضة على وعد من طرف ثالث منفصل في شخصيته وذمه المالية عن طرف العقد بالتبرع بدون مقابل بمبلغ مخصوص لجبر الخسائر في مشروع معين، على أن يكون التزاماً مستقلّاً عن عقد المضاربة، بمعنى أن قيامه بالوفاء بالتزامه ليس شرطاً في نفاذ العقد وترتّب أحکامه عليه بين أطرافه، ومن ثم فليس لحملة الصكوك أو عامل المضاربة الدفع ببطلان المضاربة أو الامتناع عن الوفاء بالتزاماتهم، بسبب عدم قيام المتبّع بالوفاء بما تبرع به محل اعتبار في العقد).

هذه الصيغة من الضمان لها متطلبات لا تكاد تتحقق في واقع التطبيق العملي،

وهي:

- أ- يجب أن يكون الطرف الثالث مستقلاً تمام الاستقلال عن المصدر، وعن حملة الصكوك بمعنى أنه يكون متبرعاً حقاً.
- ب- وألا يكون إصدار الصكوك أو اشتراك المستثمرين فيها معتمد على هذا الضمان، فلو أن هذا الطرف الضامن قرر سحب ضمانه، فإن هذا لا يكون مبرراً لتصفية الصكوك.
- ج- وليس له مصلحة تجارية في الصكوك، فلا يكون مستثمراً فيها لا يتحقق منها عائدًا^(١).
- د- وهذا يصعب تتحقق إلا في إصدارات الصكوك التي تحقق منافع عامة، حيث ترى الحكومة أن هناك مصلحة في ضمان رأس المال لحملة الصكوك، والأمثلة على ذلك قليلة، وأوضحتها هو ضمان الحكومة الأردنية لصكوك تثمير ممتلكات الأوقاف وضمان وزارة المالية السعودية لصكوك هيئة الطيران المدني السعودية.

تقليل المخاطر بطريق تصميم هيكل الإصدار:

هل يمكن تصميم هيكل لإصدار الصكوك يستطيع الوصول بالمخاطر إلى المستوى المعهود في السندات مع بقائه في دائرة الحلال والماباح؟

نحن نعلم أن الصكوك الصادرة على أساس المرابحة يترب عليها انشغال ذمة المصدر بكامل القيمة الاسمية للصكوك والتوزيعات الدورية، فتصبح مساوية في مخاطرها للسندات، ويسهل تعريض الصكوك للتصنيف الائتماني؛ لأنها تتمحض

(١) وبالنسبة لمن يجوز الأجر على الضمان، فلا يستبعد قبول فكرة الضامن بأجر بشرط أن يكون أجره على الضمان مدفوعاً من قبل أرباب المال، أي حملة الصكوك، وليس المضارب.

ديوناً، لكن هذا الهيكل قليل الجدواً؛ إذ لا يجوز تداول صكوك المرابحة، وكذلك الحال في الهيكل المعتمد على عقد المضاربة أو المشاركة فهو يحقق مطلب التداول، إلا أن المخاطر فيها مرتفعة إلى الحد الذي لا تتوافق فيه الصكوك مع تفضيلات المستثمرين، فهل يمكن الجمع بينهما بتوقيفة تتحقق أدنى المخاطر مع القابلية للتداول؟ الجواب: هذا هو الهيكل الذي أصبح اليوم معياراً لإصدارات الصكوك، ووصفه كالتالي:

يجري تقسيم حصيلة الصكوك والتي تمثل القيمة الاسمية إلى جزأين:

- الأول، يمثل ٥١٪، ويدخل فيه وكيل حملة الصكوك في عقد مضاربة، ويتمثل -عندئذ- غالبية أصول الصكوك.

- والثاني: يمثل ما بقي وهو ٤٩٪، ويدخل فيه وكيل حملة الصكوك في عقد مرابحة يبيع من خلاله على المصدر سلعاً بالمرابحة، بحيث يثبت الثمن ديناً في ذاته، ويجري تحديد معدل الربح بحيث يساوي هذا الجزء -أي ٤٩٪- كامل القيمة الاسمية في نهاية المدة^(١).

عندئذ تنتهي إلى وعاء يتضمن ديوناً تمثل ٤٩٪ من الأصول ابتداءً؛ ولذلك يصبح التداول مستساغاً؛ لأن الغلبة هي لأصول المضاربة التي تمثل ٥١٪، وفي نفس الوقت تنتهي هذه الديون في نهاية المدة إلى أن تصبح متساوية لـكامل القيمة الاسمية، وهذا يعني أن مخاطر هذه الصكوك لم تعد تختلف عن السنادات.

تقليل المخاطر عن طريق ضمان غير مباشر:

ذكرنا آنفًا أن تعلق القيمة الاسمية للصكوك بذمة المصدر يمثل الحد الأدنى للمخاطر الذي يستطيع أن يقدمه المصدر إلى حملة الصكوك، كما تطرقنا إلى

(١) تفصيل هذا الهيكل في مكان آخر من الكتاب.

الإشكالات الشرعية المترتبة على تحويل حصيلة الصكوك إلى دين من جهة التداول، ومن جهة مخالفة شروط المضاربة والشركة.

ومع ذلك وجدنا أن عدداً من المصدررين قد نجح في تصميم هياكل للصكوك تحقق هذا الضمان بصفة غير مباشرة.

- مثال ذلك: صكوك البنك الإسلامي للتنمية، وقد ورد في الفتوى الصادرة عن الهيئة الشرعية للبنك بشأن صكوك تقوم على بيع محفظة تتكون من ديون وأصول مؤجرة تباعها إحدى المؤسسات التابعة للبنك لوكيل حملة الصكوك.

(يوقع البنك الإسلامي للتنمية عقد كفالة بعد بيع المحفظة يضمن به أداء مديني المحفظة، بمعنى أنه إذا تخلف أحد مديني المحفظة عن سداد ما عليه من الدين، فإن البنك الإسلامي للتنمية يقوم بسداد ذلك الدين ...). وفي قياس المخاطر يعد هذا ضماناً لمستحقات حملة الصكوك.

- ومثال آخر على ذلك: وهو هيكل إصدار صكوك دار الأركان، فقد قام هذا الهيكل على شراء وكيل حملة الصكوك أصولاً عقارية من شركة دار الأركان ودفع متحصلات الصكوك لها، ثم تأجير هذه الأصول إيجارة مع الوعد بالبيع إلى شركات تابعة لدار الأركان، فهي إذن صكوك إيجارة، ثم أصدرت دار الأركان تعهداً تضمن بموجبه جميع المستحقات على الشركات التابعة لها، وبهذا أصبحت الصكوك مضمونة على شركة دار الأركان بصفة غير مباشرة، وقد تضمنت الفتوى الصادرة بشأن هذه الصكوك من قبل الهيئة الشرعية لمدير الإصدار - بنك الخير - على النص التالي:

(١٠) تعهد دار الأركان - كطرف ثالث - لمدير الاستثمار بضمان الوفاء

بجميع التزامات الشركات التابعة لها فيما يتعلق بعقود المرابحة والإجارة المبرمة بين الشركات ومدير الاستثمار).

تقليل المخاطر عن طريق التعهد بالشراء:

تضمن أكثر إصدارات الصكوك تعهداً من المصدر (على صفة وعد ملزم) بشراء الأصول في نهاية المدة بثمن يتفق عليه عند صدور الوعود، ويساوي في أكثر الأحيان القيمة الاسمية للصكوك، فإذا كانت صكوك إجارة، فهذا يعني أن وكيل حملة الصكوك سيشتري الأصول من المصدر ثم يعيد تأجيرها عليه لمدة محددة ويصدر عنه -أي المستأجر- وعد ملزم له بشرائها في نهاية تلك المدة بنفس ثمن بيعها على وكيل حملة الصكوك، فتغطي الإيجارات قيمة الكوبون -أي التوزيعات الدورية- ويسترد حملة الصكوك القيمة الاسمية للصكوك، وسنأتي فيما بعد لمناقشة الإشكالات في هذا النوع من الوعود.

من الواضح أن هذا الوعود الملزم الصادر عن مصدر الصكوك يؤدي إلى تخفيض معدل المخاطر؛ إذ إنه يجعل استرداد رأس المال بالنسبة لحملة الصكوك التزاماً على المصدر يشبه في قوته الدين.



زكاة الصكوك

جاء في الكتاب الحكيم: ﴿ حُدُّ مِنْ أَمْوَالِهِمْ صَدَقَةٌ ﴾^(١)، فكل ما صبح عليه وصف المال فهو محل الزكاة، والصكوك أموال فوجبت فيها الزكاة، لكن الصكوك أنواع وأصناف، وتختلف طريقة حساب الزكاة فيها بحسب ما تمثله من أموال، فكيف يزكي حملة الصكوك صكوكهم؟

والصكوك وإن كانت جديدة في المعاملات المالية المعاصرة، فإنها لا تخرج في أحکامها عما توصل إليه الاجتهاد الفقهي المعاصر بشأن الأseموم وما شابهها من الأوراق المالية.

أما إذا كان غرض امتلاك الصكوك المتاجرة بها بالبيع والشراء - لا سيما وهي قابلة للتداول - فالزكاة واجبة في القيمة السوقية عند حولان الحول على ما يملك من صكوك بمعدل ٥٠٪ من تلك القيمة السوقية؛ ذلك لأن الصكوك - عندئذ - عروض تجارة تزكي زكاة عروض التجارة. أما إذا كان مستثمرًا طويلاً الأجل، بمعنى أنه اشتراها لا للتجارة بل للترخيص بها حتى يتنهي أجلها، فالزكاة عليها تكون بحسب طبيعة الأصول التي تمثلها^(٢).

(١) سورة التوبه، الآية: ١٠٣.

(٢) بناء على ما صدر عن المجمع الفقهي الإسلامي الدولي في دورة مؤتمره الرابع فبراير ١٩٨٨م، ونص على:

(فإن كان المساهم في الشركة يقصد الاستفادة من ريع الأسهم السنوي وليس يقصد التجارة، فإنه يزكيها زكاة المستغلات ... وإن كان المساهم قد اقتني الأسهم بقصد التجارة زكاها زكاة عروض التجارة، فإذا حال الحول وهي في ملكه فإنه يزكي لمن قيمتها السوقية ...).

أولاً: زكاة صكوك الإجارة.

إذا كانت المدفوعات الدورية في صكوك الإجارة مصدرها ما يدفعه المستأجر على صفة إيجار شهري أو سنوي فإنها تزكي زكاة المستغلات، يعني أن الزكاة واجبة في التوزيعات إذا حال عليها الحول من يوم قبضها؛ لأنها تصبح نقوداً فتزكي زكاة النقود، أما الأصول نفسها فلا زكاة عليها. وقد صدر بذلك قرار المجمع الفقهي الإسلامي الدولي في دورة مؤتمره الثامنة المنعقدة في جدة في ربيع الثاني ١٤٠٦ ديسمبر ١٩٨٥ م. الذي نص على أنه: (أولاً: إن الزكاة غير واجبة في أصول العقارات والأراضي المأجورة. ثانياً: إن الزكاة تجب في الغلة - وهي ربع العشر - بعد دوران الحول من يوم القبض، مع اعتبار توفر شروط الزكاة وانتفاء الموانع).

ومن فتاوى اللجنة الدائمة في هيئة كبار العلماء الفتوى رقم ٣٤٣ / ٩:

(تُجْبِ الزَّكَاةُ فِي الْأَجْرَةِ إِذَا حَالَ عَلَيْهَا الْحَوْلُ، وَإِنْ أَنْفَقْتُ قَبْلَ تَمَامِ الْحَوْلِ فَلَا شَيْءٌ يَمْلِكُ، أَمَّا الْعِمَارَةُ نَفْسُهَا فَلَيْسَ فِيهَا زَكَاةٌ؛ لِكُونِهَا لَمْ تُعَدَّ لِلْبَيْعِ وَإِنَّمَا أَعْدَتْ لِلسُّكُنِ وَالإِسْكَانِ).

ثانياً: زكاة صكوك المضاربة.

قد وقع الاختلاف بين الفقهاء بشأن زكاة المضاربة، إلا أن جمهورهم على أن في مال المضاربة زكاة على رب المال في رأس المال وفي حصته من الربح، وعلى المضارب في حصته من الربح. ولما كان من شروط وجوب الزكاة تمام الملك، فالسؤال: متى يملك المضارب حصته من الربح؟ هل يملكها بالظهور أم بالقبض بعد التنضيض والقسمة؟ والراجح من الأقوال أنه لا يملكها إلا بعد القبض؛ لأن ملكه عليها قبل القبض غير مستقر، فإذا قبضها استأنف بها حوالاً، جاء في «المبسot»: (وأما مال المضاربة فعلى رب المال زكاة رأس المال وحصته من الربح إذا وصلت

يده إليه ..). أما رب المال فهو مالك للملك ومالك لنصبيه من الربح عند الظهور، فتجب عليه الزكاة إذا حال الحول ويبلغ النصاب.

وإذا تعلق الأمر بـصكوك المضاربة، فالذي ترجع عندها أن رب المال يذكر القيمة الاسمية للصك كلما حال عليه الحول؛ لأنّه يمثل رأس مال المضاربة، إلا أن يعلم بهلاك المال أو تحقق الخسائر فيه، وما كان من توزيعات فإنها تضم إلى وعاء زكاته وتزكي زكاة النقود مع ما في الوعاء عند وجوب الزكوة، ومع أن الأصل أن الزكوة تعتمد على القيمة السوقية لأصول المضاربة، إلا أن التفضيض الحكمي الذي يقع في كل تاريخ توزيع دوري يؤدي إلى رجوع رأس المال إلى القيمة الاسمية.

ثالثاً: زكاة صكوك المراححة:

المراححة تتم حض عن ديون، وصكوك المراححة هي وثائق تثبت مدینونية المصدر لـحملة الصكوك الناتجة عن بيع بالمراححة بـشمن مؤجل؛ ولذلك فإن زكاة صكوك المراححة تأخذ حكم زكاة الديون، وقد صدر عن المجمع الفقهي الإسلامي الدولي قراره رقم ١٢١ [١] بشأن زكاة الديون والذي نص على أنه: (أولاً: تجب زكاة الدين على رب الدين عن كل سنة إذا كان المدين مليئاً باذلاً. ثانياً: تجب زكاة الدين على رب الدين بعد دوران الحول من يوم القبض، إذا كان المدين معسراً أو مماطلاً). اهـ.

على ذلك، وبناء على أولاً، فإن على حملة صكوك المراححة دفع الزكاة إذا حال الحول عليها بمعدل ٥٠٪ على ما بقي من الدين في ذمة المصدر، أي القيمة الاسمية للصكوك، والأرباح التي لم تستحق بعد بافتراض أن المصدر مليء مقر بالدين باذل له.

وينص القرار على أنه إذا لم يكن كذلك بل كان معسراً، فلا زكاة على الدين

حتى يقبضه فيزكيه عن سنة واحدة، هذا بالنسبة للمدين الفرد، فما هو مناط هذا الحكم والحال أن المصدرين إما أنهم شركات عامة أو حكومات؟ فالجواب: إن الشركة لا ينطبق عليها ما ينطبق على الفرد من جهة الإعسار، فقد عرفوا الإعسار بأنه: **ألا يجد -أي المُعسِّر-** في ملكه ما يؤدي به دينه وليس له مال لوباعه كان ثمنه كافياً لأداء الدين. في إطار الشركات العامة، فإن الوضع الذي يمكن معه لحامل صك المرابحة أن يتوقف عن إخراج الزكاة عن صكوكه هو عندما تزيد مطلوبات الشركة عن موجوداتها، بحيث إنها لو صفت لم يكن ما لديها من أصول كافياً لسداد جميع ديونها.



إعادة الهيكلة في إصدارات الصكوك

المقصود بإعادة الهيكلة:

الباعث على إعادة الهيكلة:

تكون إعادة الهيكلة في أغلب الأحوال البديل الأسلم للفشل^(١)، والباعث عليهما مستجدات أهمها:

أ- تغير المعطيات المالية.

كثيراً ما تتغير المعطيات الاقتصادية والمالية التي كانت سائدة عند إصدار الصكوك؛ فمثلاً كانت أسعار الفوائد عندما صدرت الصكوك ٩٪، فجاءت الأرباح المتوقعة مناسبة لذلك في الصكوك أي ٩٪، ثم انخفضت الفوائد في السنة الثالثة من عمر الصكوك إلى ٤٪، عندئذ قد يرى المصدر إعطاء حملة الصكوك خيار التصفية المبكرة حتى يتمول من جديد بتكلفة أقل، كما يمكن أن يتوصل إلى نفس النتيجة بيعادلة الهيكلة، أي إصدار صكوك جديدة بديلة ذات توزيعات لا تزيد عن ٤٪.

.Default (1)

بـ- مرور المصدر بمصاعب مالية.

قد يواجه المصدر بعض المصاعب المالية التي قد تؤدي إلى حالة نقص السيولة أو الإعسار، الأمر الذي يقتضي بناء على أحكام وشروط إصدار الصكوك إنهاء الصكوك بطريقة غير ملائمة للمصدر، من أجل ذلك يادر المصدر في حالات معينة إلى استباقي الأحداث وتفويت الفرصة على حملة الصكوك؛ وذلك بادعاء أن لديه مبررات للتوقف عن الدفع، مثل: دعوى وجود مخالفة قانونية أو شرعية، والغالب أن يكون الغرض كسب بعض الوقت قبل ممارسة حملة الصكوك حقوقهم بناء على الشروط والأحكام، وقد يأخذ المصدر الطريق الأسلام؛ وذلك بالاتفاق مع حملة الصكوك على إعادة الهيكلة.

اشترات شرعية لإعادة الهيكلة:

- ١- قبول حملة الصكوك: تنص مستندات الإصدار أن إعادة الهيكلة المتمثلة في تعديل الشروط والأحكام لا بد أن يصوّت على قبولها أغلبية حملة الصكوك للتتصويت، فتعقد لهم جمعية للتتصويت على إعادة الهيكلة.
- ٢- عدم جواز زيادة الدين مقابل زيادة الأجل: إذا تغيرت المعطيات ورغبة مصدر السنادات في تمديد الأجل فإنه يستطيع فعل ذلك، لكن هذا الخيار غير ممكن في الصكوك الإسلامية؛ ولذلك يعمد إلى إنهاء الإصدار الأول والدخول في إصدار جديد.

خيارات إعادة الهيكلة:

- ١- تمديد الأجل: قد يمر المصدر أحياناً بعض المصاعب المالية التي يرى أنها مؤقتة، وأنه يستطيع أن يخرج منها بمرور الوقت، فإنه سيعرض على حملة الصكوك إعادة الهيكلة بتمديد مدة الصكوك؛ لأن البديل الآخر أمام

حملة الصكوك هو مواجهة احتمال فشل المصدر في دفع مستحقات حملة الصكوك. فإذا كانت الصكوك هي صكوك إجارة أو مضاربة، فإن تمديد المدة لا يثير أية إشكالات شرعية سواء كان التمديد بنفس الأجرة أو بأكثر أو أقل، وكذلك في صكوك المضاربة تغيير نسبة اقتسام الربح، بحيث يكون نصيب حملة الصكوك أكثر أو أقل مما سبق، أما إن كانت صكوك مرابحة أو صكوك سلم، فإن التمديد جائز إذا لم يتربّ عليه زيادة في الربح أو الثمن؛ لأن تلك ديون، والدين لا يزيد في الذمة لأي سبب، وبخاصة مقابل الزمن؛ لأن في مثل ذلك شبهة الربا، وهي مسألة مشهورة وتسمى: (زد لي في الأجل وأزيد لك في الدين)، وكان يفعلها أهل الجاهلية.

وفي أكثر الأحوال تكون إعادة الهيكلة عن طريق إنهاء الصكوك القائمة وإصدار صكوك بدائلة بالشروط المستجدة ملحق للاتفاقيات القائمة يوافق عليه حملة الصكوك ويتضمن الشروط الجديدة.

- ٢- تخفيض العائد على الصكوك.
- ٣- تحويل الصكوك إلى أسهم. وهذا هو الخيار المفضل في الحالات التي يكون المصدر فيها شركة عظيمة لا يتصور قدرة حملة الأسهم على التنفيذ على أصولها.



الأصول التي تصلح محلًا لإصدار الصكوك

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، إن 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 - ألا يكون أداء المحفظة التي تحتوي تلك الأصول معتمداً 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 ملّكها لحملة الصكوك واستأجرها منهم، يترتب على مثل هذا: أن تصبح المخاطرة في الصكوك مرتبطة بمخاطر مدير الإصدار، والحال أن المدير يجب أن يستقل عن الصكوك، أو إصدار صكوك محلها، أو آلات تصوير مؤجرة للبنك المولد للأصول / وهو ما يشار إليه باللغة الإنجليزية: *Executors Contracts*.

١ - TEU: وهي اختصار لعبارة: (*Twenty-foot Equivalent Unit*) وهذا مقياس يستخدمه أصحاب المستودعات المختصة بالحاويات والسفن الناقلة لها والشركات التي تقدم خدمة مناولة الشاحنات في الموانئ، ويستخدمون هذا المقياس لتحديد حجم الخدمة المقدمة ومن ثم التوصل إلى مقدار التكلفة، فإذا رغبت شركة الخدمات اللوجستية إصدار صكوك، فإنها يمكن أن تستخدم خدماتها محلًا للصكوك فتتبع إلى حملة الصكوك كميات من TEU ثم تسوقها وكالة عنهم.

٢ - BTU: وهي اختصار لعبارة: (*British Thermal Unit*), وتقيس البرودة التي يولدها جهاز التكييف أو الثلاجة، كما أن التبريد هذا له مقياس آخر هو RT وهي اختصار لعبارة: (*Refrigeration Tonnage*).

٣ - المنافع: والمنافع: جمع منفعة، وهي كل ما يتتفع به، ومنافع الدار: مرافقها التي تستخدم من قبل الساكن لها، ومنافع السيارات والطائرات: الركوب وحمل الأثقال من مكان إلى آخر، وهكذا. والصكوك التي محلها المنافع، مثل: صكوك الإيجار، يكون المحل المتعاقد عليه هو تلك المنافع.

ويشترط في المنافع التي تصلح أن تكون محلًا للصكوك عدة شروط:

١ - أن تكون هذه المنافع معتبرة في عرف الناس، وأن تكون الأصول قادرة على توليد تلك المنافع طوال عمر الصكوك.

فإذا كانت الأصول التي صدرت الصكوك بناء عليها هي مساحة من الأرض الفضاء، فالأصل أن هذه القطع لا منافع لها في عرف الناس؛ ولذلك فهي لا تصلح محلًا للصكوك؛ ولذلك فإن الهيئات الشرعية لا تعتمد صكوكاً محلها مثل تلك المساحة من الأرض، إلا إذا كان سيقام عليها مشروع أو سيرجيري تطويرها لتصبح صالحة للاستخدام والبناء عليها، عندئذ يمكن أن يقال: إن منافعنا قد تولدت منها.

- ٢ - أن تكون المنافع قابلة للقياس؛ ليعرف مقدار المنافع المتوقعة من الأصل الذي يكون أساساً لإصدار الصكوك؛ وذلك سداً لباب الاختلاف والتزاع، وكل ذلك راجع إلى العرف.

- فلو كانت المنافع هي منافع السفر بالطائرة، لزم أن يوجد معيار لقياس هذه المنافع، والمعيار المعتمد في صناعة الطيران والذي صدرت الصكوك اعتماداً عليه في قياس منافع الطائرات محل الصكوك، هو ما يسمى (ATKM) وهو اختصار (*Kilometers Available Ton*)، والمقصود به الوزن والمسافة المتوفرة من الطائرة، ومن أشهر الصكوك التي صدرت بناء على ذلك الإصدارات المتعددة من قبل شركة طيران الإمارات^(١).

- وإذا كانت المنافع هي الاتصال الهاتفي، فقد جرى قياس منفعة الاتصال الهاتفي بالدقائق، كما هو العرف الجاري في بطاقات الاتصال التي تبيع فيها شركات الهاتف دقائق الاتصال.

- وإذا كانت المنافع هي المستودعات ومناولة البضائع في الموانئ

(١) انظر: *Emirates Airline Sukuk Dr. Mohd Daud Bakar*.

أو المطارات، فالمقياس العالمي لها هو *TEV*، والمقصود حاوية حجمها ٢٠ قدماً.

وقد اختلف الفقهاء في مالية المنافع على قولين:

- الأول، للحنفية: وهو أن المنافع لا تعتبر أموالاً، وحجتهم أن المال يجب أن يكون قابلاً للإحراز والصيانة، وأن وصف المال يقتضي ذلك وأنها قبل كسبها معروفة، والمعدوم لا يطلق عليه اسم المال^(١)، وثمرة هذا القول أن المنافع لا يمكن جعلها أصولاً للصكوك؛ لأنها غير قابلة للمعاوضة عليها.

- والقول الثاني: أن المنافع أموال، وهو قول جمهور الفقهاء من المالكية^(٢)، والشافعية^(٣)، والحنابلة^(٤)، وبه قال زفر من الحنفية^(٥).

وبناء على ذلك، فالمنافع عند جمهور الفقهاء مال تجوز المعاوضة عليه؛ ولذلك يمكن أن يكون محللاً للصكوك، ويظهر ذلك -مثلاً- في عقد الإجارة؛ إذ إن المحل المتعاقد عليه في عقد الإجارة هو المنافع.

للصكوك التي يكون محلّها المنافع عدة صور، منها:

١- أن يقوم وكيل حملة الصكوك بشراء أصل من مصدر الصكوك ثم تأجيره عليه إيجاراً مع الوعد بالبيع لمدة الصكوك (خمس سنوات مثلاً)، والمعتاد أن تغطي الإيجارات التوزيعات الدورية للصكوك خلال

(١) المبسوط ١١/٧٩، بدائع الصنائع ٩/٤٢٩، والمادة ١٢٦ من مجلة الأحكام العدلية.

(٢) بداية المجتهد ٢/٢٦٥، الشرح الكبير وحاشية الدسوقي ٣/٤٤٢.

(٣) المهدب للشيرازي ١/٣٦٧، مغني المحتاج ٢/٥.

(٤) المغني ٥/٢١٧، كشف النقانع ٣/٥٥٦.

(٥) بدائع الصنائع ٦/٢٦٦٣.

تلك المدة، بينما يغطي ثمن الشراء في نهاية المدة رد القيمة الاسمية للصكوك، وهذه مسألة تأجير العين لمن باعها وأكثر الهيئات الشرعية تجيزها.

- استئجار وكيل حملة الصكوك أصلًا من المصدر لمدة طويلة (٥٠ سنة مثلاً)، ثم تأجيره عليه لمدة أقصر (٥ سنوات مثلاً)، فيدفع وكيل حملة الصكوك إلى المصدر أجرة المدة كاملة دفعه واحدة (بناء على العقد الأول)، ثم يحصل منه على أجرة دورية تغطي الخمس سنوات (بناء على العقد الثاني)، وللمصدر عند انتهاء تلك الخمس سنوات حق فسخ العقد، عندئذٍ عليه أن يرد إلى وكيل حملة الصكوك المقابل النقدي للمدة المتبقية، وهي ٤٥ سنة، والمعتاد أن تكون الأجرة المختصة بالمدة المذكورة متساوية لقيمة الاسمية للصكوك فتغطي عملية الاسترداد في نهاية المدة.

٤- الحقوق:

الحقوق: جمع حق، والحق في اللغة: الصواب الذي لا يجب إنكاره، وفي الاصطلاح الفقهى عرفه مصطفى الزرقا رَحْمَةُ اللَّهِ بِأَنَّهُ: اختصاص يقر به الشرع سلطة أو تكليفاً، أي أنه اختصاص شرعي يترب عليه سلطة أو تكليفاً. سلطة يعني: على شخص؛ كالولاية، تكليفاً يعني: عهدة شخصية؛ كقيام الأجير بعمله، أو مالية؛ كالوفاء بالدين^(١). وقال ابن عرفة في «حدوده»: الحق أعم من الملك، فكل ملك حق وليس كل حق قابلاً للملكية^(٢). ويقسم القانونيون الحقوق إلى:

(١) مصطفى الزرقا، المدخل إلى نظرية الالتزام في الفقه الإسلامي، ص ١١.

(٢) شرح حدود ابن عرفة / ٢ ٥٣٧.

- الحقوق العينية: وهي جمع حق عيني، والحق العيني: هو حق يخول صاحبه سلطة استعمال شيء واستغلاله بطريقة كاملة، ويوجد مستقلاً؛ فلا يستمد في قيامه ولا يتبع في انقضائه حقاً آخر. كما يقسمون الحقوق العينية إلى قسمين:

- الحقوق الأصلية: وهي حق الملكية، ويمثل صاحبه الاستعمال والاستغلال والتصرف. وحق الانتفاع، ويتفرع عن حق الاستعمال والسكنى، وحق المساطحة (القرار)، وحق الحكر، وحق الارتفاق.

- الحقوق المعنوية: وهي الحق الذي يرد على شيء غير مادي، أو تتررر بأشياء ليس لها وجود مادي يمكن أن يدرك بالحواس، وإنما أشياء هي من نتاج الذهن؛ كالاحتراكات، والمؤلفات، والمصنفات الفنية.

وينقسم إلى قسمين:

- حق أدبي: يعني أن تنسب إلى الشخص أفكاره، وحقه وحده في تعديلها أو نشرها، وهو حق شخصي لا يقوم بمال.

- حق مادي: وهو حق الشخص بالإفادة مالياً من نتاج فكره، فيثبت للمؤلف وحده الحق في استغلال مصنفاته، ويحدد له القانون مدة؛ كخمسين سنة.

ويشترط في الحقوق الصالحة لأن تكون محلاً للصكوك: أن تكون متمولة، أي أنها معتبرة أموالاً في عرف المتعاملين، فتصح المعاوضة عليها.



أهم الأصول المستخدمة في إصدار الصكوك

تمتاز الصكوك بارتباطها الدائم بأصول حقيقة، وقد غطت إصدارات الصكوك منذ سنة ١٩٩٤ م حتى الآن أنواعاً من الأصول، نورد أدناه أمثلة على تلك الأصول والصكوك الصادرة بناء عليها:

أولاً: الأصول العقارية.

أ- العقار: هو كل ملك ثابت له أصل؛ كالأرض والدار، والمقصود به هنا المبني والمنشآت، سواء كانت مملوكة للحكومة أو القطاع الخاص، وهي أساس إصدارات صكوك الإجارة بصفة أساسية، وبالنسبة لصكوك السيادية نجد أن من الأصول التي استخدمت لإصدار الصكوك: صالات المطارات، ومقار الوزارات، والدوائر الحكومية. وبالنسبة لصكوك الشركات، فمن الأصول: الأسواق التجارية، ومباني الإدارة العامة، ونحوها.

ومن أمثلة إصدارات الصكوك الحكومية التي استندت إلى أصول عقارية:

- صكوك حكومة البحرين.

- صكوك حكومة ماليزيا.

- صكوك حكومة قطر.

ب- الأرضي المعدة للتطوير، سواء من قبل الحكومة أو القطاع الخاص.

ومن أمثلة الصكوك الشركات:

- صكوك بن لادن.

ثانياً: الطرق والجسور.

يمكن للطرق العامة المملوكة للحكومة أن تكون أساساً لإصدار الصكوك على طريقتين:

- الأولى، ما فعلته حكومة الباكستان في الصكوك التي أصدرتها لهذا الغرض، وكان آخرها في سبتمبر ٢٠١٦م، ويقوم الهيكل على أن تبيع حكومة الباكستان إلى منشأة ذات غرض خاص أراضي الطريق السريع المسمي M-2 بجميع تجهيزاته وجسوره وتقاطعاته ومخارجه لتكون أصولاً للصكوك، ثم تقوم المنشأة ذات الغرض الخاص بتأجير هذه الأصول إلى حكومة الباكستان، كما تعين المنشأة المذكورة حكومة الباكستان وكيلًا عنها للقيام بالصيانة الهيكلية، كما يصدر عن حكومة الباكستان وعد بالشراء يخول المنشأة ذات الغرض الخاص أن تطلب منها شراء الأصول بثمن مساوٍ لقيمة الاسمية للصكوك، وللحكومة الباكستانية الحق في أن تطلب من المنشأة ذات الغرض الخاص استبدال بعض الأصول بأصول أخرى.
- الثانية: حال وجود طريق برسوم^(١)، فيمكن للحكومة بيع ذلك الطريق إلى حملة الصكوك، ثم يقومون هم بتحصيل الرسوم، وهو يشبه عملية تسديد التدفقات النقدية المنتشرة في الغرب، لكن المحل المتعاقد عليه هنا هو الطريق نفسه وليس التدفقات النقدية، وأول من عمل بهذه الصيغة: تركيا، والمحل كان جسراً على البوسفور.

ثالثاً: الحقوق.

باب الحقوق باب واسع، وكل حق مستوفٍ لتعريف المال يمكن أن يكون

.toll road (١)

محللاً لإصدار الصكوك، وقد استخدم المصدرون أنواعاً من الحقوق، لعل أشهرها:

- امتياز التسويق: إذا حازت جهة معينة امتيازاً يمكنها من القيام بعمل متوج للعائد، فإن لها أن تتنازل عنه لحملة الصكوك مقابل مبلغ معجل ولهم الحصول على العائد المتولد منه، ومن أمثلة ذلك:

- (أ) صكوك شركة سابك:

وشركة سابك شركة قابضة تملك بشكل كلي أو جزئي العديد من شركات البتروكيماويات، وقد حصلت سابك من شركاتها الفرعية على امتياز تسويق منتجاتها على المستوى العالمي مقابل الحصول على نسبة مئوية من ثمن البيع، وقامت سابك ببيع هذا الحق إلى حملة الصكوك بشمن معجل، ثم حصلت منهم على الوكالة للاستمرار في التسويق ويحصل حملة الصكوك على تلك النسبة التي تقتطع من الثمن مقابل ذلك.

- (ب) صكوك الشركة السعودية للكهرباء:

صكوك الشركة السعودية للكهرباء، فقد حصلت الشركة المذكورة على امتياز قراءة عدادات الكهرباء الذي يعد في الأنظمة السارية نشاطاً مستقلّاً عن عمل الشركة في الأصل، ويمكن لمجلس الوزراء منحه لأي جهة، مقابل كل عداد تحصل الشركة على مبلغ محدد يدفعه المستفيدون من الخدمات الكهربائية، وبناء على ذلك قامت الشركة ببيع هذا الحق إلى حملة الصكوك بشمن معجل، بينما يحصل حملة الصكوك على الإيرادات المتولدة من هذا النشاط الذي تقوم به الشركة بعد أن أصبحت وكيلة عن حملة الصكوك.

- (ج) صكوك هيئة الطيران المدني السعودي:

أصدرت هيئة الطيران المدني السعودي في السعودية، وهي هيئة ذات استقلال

مالي وإداري وتعود إليها جميع المطارات المدنية في المملكة، وقد أصدرت الهيئة إصدارين من الصكوك:

- الإصدار الأول: في عام ٢٠٠٩م، وقد قام هيكله على المرابحة ومنافع الهبوط والوقوف للطائرات في مطاري الملك فهد في الدمام والملك خالد في الرياض؛ إذ قام وكيل حملة الصكوك بعد تلقيه الأموال بتقسيم حصيلة الصكوك إلى قسمين:

- الأول، استخدمه في شراء حق الهبوط والوقوف في المطارات المذكورين من هيئة الطيران المدني وعينت الهيئة وكيلًا عن حملة الصكوك لتحصيل رسوم الهبوط والوقوف من شركات الطيران لصالح حملة الصكوك خلال مدة الصكوك، وهي خمس سنوات، ويمثل هذا الجزء ٥١٪ من حصيلة الصكوك.

- أما القسم الثاني: فدخل وكيل حملة الصكوك مع الهيئة في عقد مرابحة مدته خمس سنوات، ويمثل ٤٩٪ من حصيلة بيع الصكوك.

- أما الإصدار الثاني: فكان في سنة ١٣٢٠م، وحجمه ١٥ مليار ريال، وكان مخصصاً لتمويل إنشاء مطار الملك عبد العزيز الجديد، ومدة الصكوك عشر سنوات.

وقد قام هيكل الإصدار على المرابحة والمضاربة، حيث تمثل المرابحة ٤٩٪ من حصيلة الصكوك، بينما تمثل المضاربة ٥١٪.

وكلا الإصدارين كانا قابلين للتداول؛ لأن الغلبة في أصولها (ويمثل ٥١٪)، إنما هو للأصول الحقيقة مثل: منافع الهبوط والوقوف في المطارات، أو أصول المضاربة، وقد حظي كلا الإصدارين بضمان وزارة المالية السعودية التي تضمن لحملة الصكوك وفاء هيئة الطيران المدني بالتزاماتها، وقد اعتمد هذا الضمان على ما كان قد صدر من

المجمع الفقهي الإسلامي الدولي من جواز ضمان الدولة لإصدارات الصكوك إذا كانت طرفاً ثالثاً مستقلاً عن المصدر، ولما كانت الهيئة - هي كما أسلفنا - مستقلة عن الحكومة بموجب قرار صادر عن مجلس الوزراء، فقد أجازت الهيئات الشرعية هذا الضمان، وتعتبر هذه الصكوك صكوكاً سيادية، ومع أنها لم يجر تصنيفها ائتمانياً إلا أنها بلا شك تحمل نفس تصنيف الحكومة السعودية بسبب الضمان الصادر من وزارة المالية؛ ولذلك وجدنا مؤسسة النقد العربي السعودي جعلتها مقبولة لعمليات الريبو بين البنوك.

رابعاً: الخدمات.

مثل: خدمات الاتصال الهاتفي^(١)، وخدمات النقل الجوي للمسافرين^(٢). والخدمات - أيضاً - باب واسع يشتمل على أنواع من الأصول التي يمكن أن تكون محلاً لإصدار الصكوك، والخدمات شأنها شأن جميع الأصول؛ فإنها مالم تكن قابلة للقياس فإنها لا تصلح محلاً لإصدار الصكوك. ومن أنواع الخدمات التي صدرت وكانت محلها خدمات:

أ- خدمات الاتصال الهاتفي، وأول صكوك من هذا النوع كانت صكوك شركة موبайлية السعودية، وتتقاس خدمة الاتصال بالدقائق، وهو شبيه بالقياس المعتمد في بطاقات الدفع المعجل.

ب- خدمات النقل الجوي للمسافرين، والأصل فيها هو الرحلات والتذاكر التي تبيعها الشركة للركاب، إلا أن لها مقاييسًا عالميًّا معتمدًا في صناعة الطيران هو *ATQM*، ولعل أول من أصدر هذه الصكوك شركة الطيران الباكستانية *PIA*، وشركة طيران الإمارات.

(١) وتقاس بالدقائق.

(٢) وتقاس بمقاييس *ATQM*.

خامسًا: السلع.

مثل: الألومنيوم، والبترول، ونحو ذلك، ومن أمثلة ذلك: صكوك السلم البحرينية التي محلها سلعة الألومنيوم، وصكوك غولدمان ساغ التي محلها المنتجات البترولية.

المعدات، ومن أمثلة ذلك: صكوك شركة آجل المختصة بتأجير المعدات، وصكوك شركة تأجير المختصة بتأجير السيارات.

سادسًا: دقائق الاتصال.

تصدر شركات الاتصالات بطاقات؛ تتضمن كل واحدة دقائق اتصال يمكن أن يشتريها ويستهلكها من خلال استخدام المفتاح المسجل عليها وهاتفه المحمول (الجوال)، وقد انطلقت شركات الاتصالات من هذه الفكرة إلى إصدار صكوك تعمل بنفس الطريقة، وذلك بشراء وكيل حملة الصكوك من شركة الاتصالات ملايين من دقائق الاتصال بثمن مقدم، ثم توكل الشركة بيعها إلى عملائها خلال فترة معينة، وربح حملة الصكوك هو الفرق بين السعر المقدم وما يدفعه العملاء عند البيع بالقطاعي عليهم، ويمكن أن يصدر وعد من الشركة بشراء ما بقي من دقائق الاتصال في نهاية المدة.

أمثلة على صكوك محلها الحقوق:

صكوك شركة سابك:

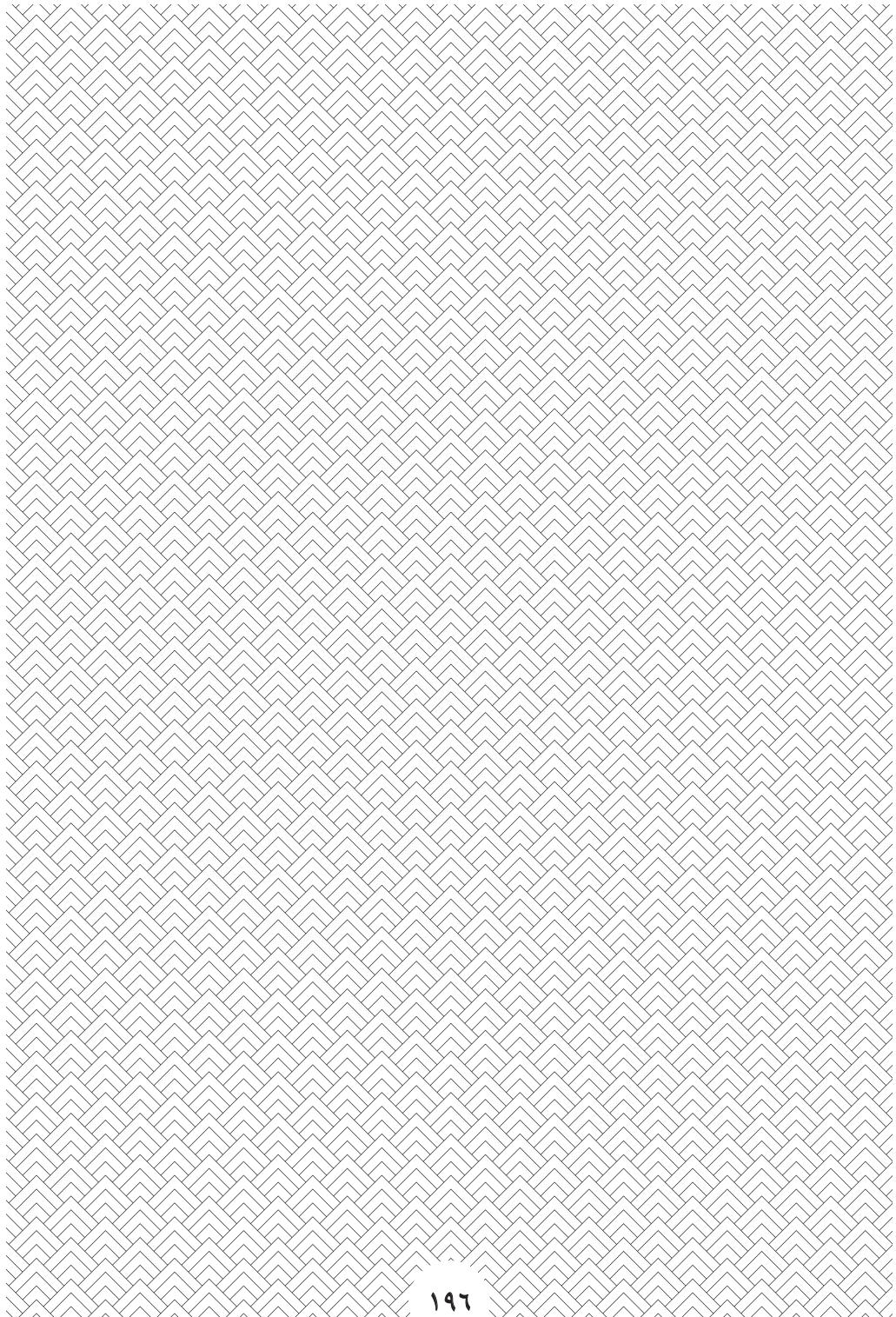
شركة سابك هي الشركة القابضة المختصة بإنتاج البتروكيماويات في المملكة العربية السعودية، وهي تمتلك مجموعة من الشركات التابعة -بصورة جزئية أو كافية- المنتجة للأسمدة واللدائن والمواد الأخرى محليةً ودوليةً، منها: شركة سافكو،

وصدف وحديد، وابن رشد، وغيرها، وقد أبرمت ساينك هذه الشركات اتفاقية تعطيها حق تسويق منتجاتها عالمياً، فهي لا تقوم بهذه المهمة بصفة مباشرة وإنما تقوم به ساينك، فإذا فإن شركة ساينك تمتلك امتياز التسويق لهذه الشركات المملوكة جزئياً لها.

وعقد الامتياز من العقود المستحدثة، ويمكن تعريفه بأنه: عقد تمنح بموجبه الجهة ذات الاختصاص لشخص طبيعي أو اعتباري - حصرياً - صلاحية استثمار مرفق أو القيام بعمل لصالح تلك الجهة، ويحصل مقابل ذلك على رسوم من المتفعدين يتولد عن عقد الامتياز حق تجوز المعاوضة عليه.

وتسوق ساينك بناء على هذه الاتفاقية منتجات هذه الشركات، وتحصل على نسبة من الثمن مقابل ذلك، وعقد الامتياز باعتباره حق تجوز المعاوضة عليه، فقد جعل محللاً لإصدار الصكوك، فباعت ساينك لحملة الصكوك هذا الحق بثمن منقوص غير مؤجل، ثم قام حملة الصكوك بتوكييل ساينك بالقيام بتنفيذ مقتضيات ذلك الامتياز بتسويق منتجات الشركات، وأسس لها هذا الغرض حساب مخصص تودع فيه ساينك جميع الرسوم التي تحصل عليها من عملية التسويق، ثم تقوم بعمل التوزيعات الدورية، والصكوك مدتها خمسة عشر عاماً مع خيار التصفية كل خمس سنوات.





التصنيف الائتماني للصكوك

التصنيف الائتماني:

يقيس التصنيف الائتماني (Credit rating) الجدارة الائتمانية (Creditworthiness) للمدين، فهو يجيب عن السؤال: ما هو احتمال ألا يكون المدين قادرًا على سداد مستحقاته الدائنة عند وجوب السداد؟

وكلما كان هذا الاحتمال أقل كلما دل ذلك على الجودة الائتمانية. وللصكوك تصنيف ائتماني، كما أن لمصدر الصكوك تصنيفاً ائتمانياً أيضاً، ولا يلزم أن يتساوا، ولكن نادراً ما يكون تصنيف الصكوك أفضل من تصنيف المصدر.

والتصنيف الائتماني مهم للمصدر وللمستثمر؛ فالنسبة للمصدر كلما ارتفع تصنيف المصدر دل على تدني المخاطر، ومن ثم ممكن من الحصول على تكلفة بتمويل أقل؛ لأن العائد على الورقة يعكس مقدار المخاطرة. وبالنسبة للمستثمر، فإن المستثمرين نادراً ما يقدمون على الاستثمار في ورقة غير مصنفة؛ إذ ليس المهم أن يكون التصنيف مرتفعاً أو منخفضاً، وإنما المهم التأكد من أن المستثمر يحصل على عائد بقدر ما يتحمل من مخاطر.

يوجد ثلاث شركات تسيطر على ٩٥٪ من عمليات التصنيف الائتماني على مستوى العالم، هي: ستاندرد أند بورز، وموديز، وفتتش. ولكل شركة طريقتها في التصنيف ومؤشراتها الخاصة بها، فتصنيف AAA عند ستاندرد أند بورز وفتتش يقابله AAA عند موديز، وهكذا.

تصنيف ستاندر أند بورز وفتشر يقيس احتمال عدم قدرة المصدر على دفع المستحقات في الوقت المحدد لها، بينما يقيس مؤشر موديز مقدار الخسائر في حال عدم قدرة المصدر على التسديد؛ ولذلك كثيراً ما يطلب من الشركاتين إجراء تصنيف للصكوك.

والتصنيف الائتماني للورقة المالية مهم عند الإصدار، ولكنها عملية مستمرة، ولا يعني أن تصنيف الصكوك الذي وقع في اليوم الأول سيستمر إلى نهاية عمر الصكوك، فإذا تغيرت المعطيات تغيّر التصنيف، وعملية التصنيف عملية بالغة الحساسية؛ فلا تقتصر أسباب تغير التصنيف على المصدر وعلى الأصول التي تمثلها الصكوك، وإنما قد يتغير التصنيف بسبب أن الشركة التي جرى التأمين على الأصول عندها تغير تصنيفها على سبيل المثال.

ولا يقتصر دور شركات التصنيف على التصنيف فقط، بل إنها تصدر رأياً بشأن جوانب أخرى من المخاطر، مثل: اختبار قصاوة الإفلاس للمؤسسة ذات الغرض الخاص، كما قد تقترح بعض الإجراءات لغرض ما يسمى تحسين النوعية الائتمانية *Credit Enhancement*.

فإذا سُئل سائل فقال: من المعلوم أن الجدارة الائتمانية أمرٌ يتعلّق بالديون، فكيف يتم تصنيف الصكوك والحال أنها ليست ديوناً؟

فالجواب: أن التصنيف الذي يصدر إنما يقيس الجودة الائتمانية عندما تصبح المبالغ المستحقة لحملة الصكوك ديوناً، فإذا اشتري المصدر الأصول في نهاية المدة فإن ثمنها يصبح ديناً في ذمته، وكذلك الحال إذا استحقت الأجرة أو الربح في التوزيعات الدورية، ومن المعلوم أن العلاقة بين المصدر وحاملي الصك تبدأ على صفة شركة (كما في صكوك المشاركة) وتكون العلاقة مؤجرة بمستأجر (كما في صكوك الإيجار) وتستمر كذلك حتى نهاية مدتها (أو عند وقوع حدث متفق عليه)

عندئذ تنتهي بأن تصير ديناً في ذمة المصدر. ولتوسيع ذلك نأخذ على سبيل المثال: صكوك الإجارة، وهي أكثر أنواع الصكوك انتشاراً.

صكوك الإجارة تبدأ بعقد بيع يشترى بموجبه حملاً الصكوك أصلًا مولداً للمنافع يجري تأجيره بعد ذلك (لمن باعه في غالب الأحوال)، والحصول على الأجرة الشهرية أو السنوية التي تمثل الريع لحملة الصكوك، ويستمر ذلك طوال عمر الصكوك، لكنه يتنهى بأن يصبح ديناً في ذمة المصدر؛ وذلك لأن الأخير قد وعد بشراء ذلك الأصل بشمن يساوي رأس مال الصكوك، سواء كان الانتهاء بكمال المدة أم قبل ذلك؛ إذًا فإن إصدار الصكوك معاملة تتضمن انقلاب العقد من صفة إلى صفة بسبب هذا الوعد الملزم.

والصكوك تأخذ في ابتدائها حكم الشركة أو حكم البيع والإجارة، ويبقى كذلك حتى ينقلب إلى دين عندئذ يأخذ أحکام الديون، وفي هذه المرحلة يتوقف تداول الصكوك.

وليس هذا غريباً على العقود في الفقه الإسلامي، فعقد الاستصناع يبدأ -في النظر الحنفي - إجارة، وتطبق عليه أحکام الإجارة، ثم يستمر كذلك حتى يتنهى الصانع من صناعته، فيسلم الصانع المصنوع إلى المستصنع، فهو ينقلب -عندئذ- إلى بيع وتطبق عليه أحکام البيع وشروطه صحته.

وكذلك الصكوك، فإنها تبدأ معتمدة على البيع والشركة والإجارة، ثم في مرحلة معينة تنقلب إلى ديون، وهذا الانقلاب يحصل عن طريق تضمين اتفاقية إصدار الصكوك شرطاً تنتهي بها إلى ذلك. ولذلك كانت جميع الصكوك تنتهي إلى مدانية ويصبح المبلغ المستحق لحملة الصكوك ديناً في ذمة المصدر، ومن هنا كان للتصنيف الائتماني وجہ.

تحسين الجودة الائتمانية:

من الإمكانيات التي توفرها ببرامج إصدار الصكوك: تقسيم المخاطر إلى مستويات، بحيث يمكن 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 إصدار الصكوك بخطاب ضمان من جهة ثالثة مستقلة عن أطراف الإصدار تضمن لحملة الصكوك استحقاقاتهم بشكل جزئي أو كلي.
- تحسين الجودة عن طريق تصميم هيكل الصكوك بتقسيم الأصول إلى مستويات، كل مستوى ذو مخاطرة مختلفة وتعوييم مختلف.



استخدام الصكوك في عمليات إدارة المخاطر والسيولة

كما أن الصكوك أوراق مالية تستخدم لغرض الحصول على التمويل من قبل المصدر فالاستثمار من قبل حملة الصكوك، إلا أن وجودها متداولة في الأسواق يتيح أيضا استخدامها في إدارة المخاطر وإدارة السيولة.

إقراض الصكوك:

من المعاملات المنتشرة في أسواق المال مسألة إقراض واقتراض الأوراق المالية، وللمتعاملين فيها أغراض، أهمها:

أ- اقتراض السندات أو الأسهم بدليلاً عن اقتراض النقود، وذلك

عندما يجد المقترض أن هذا الطريق أقل كلفة من القرض النقدي من البنوك، فيفترض الأسهم أو السندات وبيعها ليتسع بثمنها سواء كانت حاجته للنقد لأغراض الاستثمار أو الاستهلاك^(١).

ب- اقتراض الأوراق المالية لتحسين صورة المحفظة الاستثمارية المكونة

من أصول يفترض أن تكون متنوعة من حيث المخاطر.

ج- أغراض أخرى.

ويحتاج النظر الشرعي، في مسألة إقراض الصكوك إلى الإجابة أولًا عن

(١) وقد بلغ الفرق بين سعر الفائدة للقروض النقدية وتكلفة اقتراض الأسهم في الولايات المتحدة الأمريكية في سنة ٢٠١٤م، نسبة ٩,١٪ وهي نسبة مغربية جداً.

السؤال التالي: ما هي صفة ما يصلح محلًّا للقرض؟

والجواب عن ذلك ما يلي:

اختلاف الفقهاء في مسألة ما يجوز قرضه على ثلاثة أقوال:

القول الأول: قول الحنفية، أن القرض إنما يصح في المثلثيات ولا يجوز في غيرها، والمثلثيات هي النقود والقمح والشعير ... إلخ، أي ما تتمثل آحاده، أما ما عدا ذلك فلا يصح عندهم أن يكون محلًّا للقرض؛ قال في «رد المحتار»: (يصح القرض في المثلثيات، وهو كل ما يضمن بالمثل عند الاستهلاك، وأما المتفاوت فلا يصح إقراضها لعدم دليل المثل)^(١).

القول الثاني: قول الجمهور، أن القرض يجوز في كل مال يصح فيه السلم، فتشمل: المكيل، والموزون، والقيمي؛ كالحيوان، بمعنى أن كل ما يثبت في الذمة يجوز أن يكون محلًّا للقرض^(٢). ولا يلزم لما يثبت في الذمة أن يكون مثليًا؛ لأن رسول الله ﷺ افترض إبلًا^(٣).

ولم يختلف فقهاء المذاهب فيما يجوز قرضه إلا في مسألة قرض الإمام^{(٤)(٥)}.

(١) رد المحتار لابن عابدين ٤/١٧١، الشرح الكبير ٣/٢٢٢، معنى المحتاج ٣/١٨، المغني ٤/٣١٤.

(٢) قال ابن جزي المالكي في القوانين الفقهية: (... فيما يجوز السلف فيه، وهو كل ما يجوز أن يثبت في الذمة سلماً من العين والطعام والعروض والحيوان ...).

(٣) ص ٣١٠ دار الرشاد.

(٤) قال في المدونة: (رأيت قرض الثياب والحيوان وجميع الأشياء، أيجوز ذلك في قول مالك؟ قال: نعم، إلا الإمام وحدهن فإن مالكًا يحرمهن). المدونة ٤/٣٨٥، دار الكتب العلمية.

(٥) وفي تحفة ابن عاصم: القرض جائز، وفعل جار في كل شيء ما عدا الجواري. وقال شهاب الدين المالكي في إرشاد السالك: (يجوز قرض ما سوى الإمام، وأجازه ابن عبد الحكم من محرم، ويلزم قيمتها بالوطء). إرشاد السالك إلى أشرف المسالك ١/٨٦.

أما ابن حزم فلا يرى المنع، كما جاء في «المحل»^(١).

القول الثالث: قول الحنابلة، بجواز قرض كل ماله قيمة، قال في «كشاف القناع»: (كل ما يجوز بيعه يجوز قرهنه)^(٢)؛ قال في «المغني»: (فصل: فأما بنو آدم، فقال أحمد: أكره قرهنه. فيحتمل كراهة تنزيهه، ويصح قرهنه، وهو قول ابن جريج والمزني؛ لأنَّه مال يثبت في الذمة سلماً فصح قرهنه كسائر الحيوان، ويحتمل صحة قرض العبيد دون الإمام، وهو قول مالك والشافعي ... وقولهم: متى شاء المقترض ردَّها من نوع؛ فإننا إذا قلنا الواجب ردُّ القيمة لم يملك المقترض ردَّ الأمة وإنما يردُّ قيمتها)^(٣).

استخدام الصكوك لإدارة السيولة:

يحتاج البنك المركزي في أي اقتصاد حديث إلى أدوات يستطيع بها التأثير على الكتلة النقدية، بحيث يتَّأكَّد دائمًا أنَّ حجم السيولة في الاقتصاد ملائِمًا لمعدلات النمو، وليس أكثر من ذلك فيؤدي إلى التضخم، أو أقل فيؤدي إلى الركود.

وتتوافر البنوك المركزية على عدد من الأدوات، ومنها: استخدام سندات الدين الحكومية أداة لتنفيذ تلك الأغراض بدخول السلطات النقدية بائعاً إذا رغبت في تقليل حجم السيولة، ومشترئاً إذا رغبت في زيادة حجم السيولة.

ومن جهة أخرى: فإن المؤسسات المالية - ومنها البنوك - قد طورت أدوات لإدارة السيولة قائمة أيضًا على استخدام السندات، فيما يسمى باتفاقيات إعادة الشراء (ريبو) لغرض الحصول على السيولة (أو توفيرها لغيره) بطريقة سريعة ولمدة محدودة من داخل القطاع المصرفي.

(١) (والقرض جائز في الجواري، والعبيد، والدواب، والدور، والأرضين، وغير ذلك، لعموم قوله تعالى: ﴿إِذَا تَدَآبَنْتُ بِنَبِّـن﴾، وهو مخير بين أن يردها أو يمسكها ويرد غيرها). ١٢٠٢/٦.

(٢) كشاف القناع على متن الأقناع ٣٥/٣.

(٣) المغني ٤/٢٠٩.

أما وقد أصبحت الصكوك جزءاً مهماً من المشهد المالي في عدد من الدول الإسلامية، فهل تصلح الصكوك للنهوض بمثل هذه الوظائف؟

لكي تكون الورقة المالية صالحة لتنفيذ أهداف السياسة النقدية وإدارة المخاطر يلزم -أولاً- أن تتمتع باستقرار الثمن وانخفاض معدل المخاطر؛ ولذلك اتجه الناس لاستخدام السنادات.

من أجل هذا اتجهت كل من ماليزيا والسودان إلى إصدار صكوك مخصصة لهذا الغرض قوامها عقد القرض، مثال ذلك: صكوك القرض الحسن التي أصدرها البنك المركزي في ماليزيا، وهي قروض بدون فوائد، كان يستخدمها البنك المركزي في توفير السيولة للبنوك الإسلامية، واستمر في إصدارها بين ١٩٨٣م حتى ١٩٩٣م، كما أصدرت السودان أيضاً صكوك القرض الحسن، وهي تخطاب في الناس الوطنية وحب الخير، ويشترىها أولئك الذين تحركهم الرغبة في مد يد العون للحكومة لتنفيذ سياساتها التنموية.

الهيئة الإسلامية العالمية للسيولة:

لطالما اشتكتى أرباب المصادر الإسلامية من عدم وجود أدوات لإدارة السيولة موافقة للمتطلبات الشرعية ومتاحة للبنوك الإسلامية التي كانت دائماً تعاني من فائض السيولة.

من أجل ذلك، تكاتفت جهود عدد من المصادر المركزية في دول إسلامية^(١) لإنشاء مؤسسة مختصة بإيجاد أدوات فعالة لهذا الغرض، فكان ولادة الهيئة الإسلامية العالمية للسيولة في كوالالمبور ماليزيا، وتقوم الهيئة بإصدار الصكوك التي قد أassist لها منصة للتداول حتى تتمكن البنوك الإسلامية من استخدامها لإدارة السيولة.

(١) هي: ماليزيا، وال السعودية، والكويت، وقطر، والإمارات، والسودان، ونيجيريا، وشاركت معهم لكسمبورج.

هيكل إصدار صكوك هيئة السيولة:

الصكوك التي تصدرها هيئة السيولة معتمدة على وعاء يتضمن صكوكاً أصدرتها إحدى الدول الأعضاء أو أصول مؤجرة سيادية، والدول الأعضاء فيها في الوقت الحاضر هي: ماليزيا، والكويت، وقطر، والإمارات العربية المتحدة، والسودان، ونيجيريا، ولكسنبرج، وتستخدم صكوك هيئة السيولة لأغراض إدارة السيولة بين البنوك الإسلامية، لكن استخدامها لم يعد يقتصر على البنوك الإسلامية، وقد كانت عملية استثمار السيولة قصيرة الأجل مشكلة لدى البنوك الإسلامية قبل إنشاء الهيئة.

تأسست الهيئة الإسلامية العالمية للسيولة في سنة ٢٠١١ م من قبل عشرة بنوك مرئية دولية، هي: البنك المركزي في ماليزيا، وال سعودية، والكويت، وقطر، والإمارات، والسودان، ونيجيريا، ولكسنبرج، وأندونيسيا، والبنك الإسلامي للتنمية.

غرض هذه الهيئة: هو إنشاء آليات ومنتجات مالية قصيرة الأجل متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية لتسهيل إدارة السيولة بكفاءة وفاعلية من قبل المؤسسات المالية التي تقدم خدمات مالية إسلامية.

وقد تبنت الهيئة برنامج إصدارات شهادات قصيرة الأجل عن طريق منشأة ذات غرض خاص (*Trust*), تكون المنشأة ذات الغرض الخاص وكيلًا عن حملة الصكوك، ثم تقوم هي بتوكيل هيئة السيولة لإدارة الاستثمار.

يجري تأسيس صندوق استثمار يتكون من أصول حقيقة بما لا يقل عن ٥١٪ من قيمته، وتمثل الصكوك حصصاً مشاعرة في هذا الصندوق.

والصكوك الموجودة في الصندوق هي صكوك سيادية مصنفة ائتمانياً؛ حيث تطلب الهيئة من إحدى الدول الأعضاء إصدار مثل هذه الصكوك لها -مثلاً صكوك

محلها طائرات شركة طيران قطر المملوكة للحكومة - تكون مضمونة من قبل الحكومة بحيث يكون تصنيفها الائتماني مماثلاً لتصنيف الحكومة، وبصرف النظر عن مدة تلك الصكوك فإن الشهادات الصادرة عنها يزيد عمرها عن ٩٠ يوماً، ويجري إطفاؤها عندئذ بإصدار جديد، ويحتفظ في الصندوق بحساب احتياطي الغرض منه دفع التوزيعات في حال ما إذا حللت بالنسبة للشهادات ولم تحل بعد بالنسبة للصكوك، ومصدر هذا الحساب جزء من الأرباح في الصندوق، ومن نسبة من حصيلة الاكتتاب، باعتبارها مديرًا للصندوق من الحصول على القرض الحسن من أحد الأعضاء أو التمويل من طرف ثالث في حال الحاجة إلى دعم الحساب الاحتياطي.

٦٦٦٦٦٦

اتفاقيات إعادة الشراء (الريبو)

معنى اتفاقيات إعادة الشراء(الريبو):

اتفاقية إعادة الشراء المشهورة باسم (ريبو): هي من المعاملات المنتشرة في الأسواق المالية، وهي عبارة عن بيع طرف سندات إلى طرف آخر مع الدخول في عقد بيع مضارف إلى المستقبل لنفس تلك الأسهم لا عينها بسعر متفق عليه، ويكون تسليمها في تاريخ محدد.

عندئذ ترجع السندات إلى البائع الأول، ويتتحقق من خلال هذه العملية تمويل يشبه القرض بفائدة موثق برهن، وأكثر ما تكون هذه العمليات بين البنوك التجارية والبنك المركزي، وأكثر ما يكون محلها السندات. فعندما تكون لدى البنك سيولة فائضة تدخل في عملية ريبو مع البنك المركزي، وعندما تحتاج إلى السيولة يريد البنك المركزي تزويدها بالسيولة يدخل معها فيما يسمى الريبو العكسي.

والريبو العكسي Reverse repo عندما يشتري البنك المركزي مثلاً السندات من البنك مع بيعها إليهم بمن أعلى بيعاً مضارفاً إلى المستقبل، فكانه قد أقرض البنك بفائدة قرضاً موثقاً برهن، والفرق بينهما أن الريبو هو إقراض، بينما الريبو العكسي هو اقتراض، أما من الناحية التعاقدية فلا فرق بينهما.

ويرجع استخدام الريبو كصيغة تمويل إلى سنة ١٩١٧ م عندما بدأ البنك المركزي في الولايات المتحدة الأمريكية بتوفير السيولة للبنوك الأعضاء من خلال عمليات الريبو.

ولا يوجد تحديد دقيق لحجم عمليات الريبو في الولايات المتحدة، لكن بعض التقديرات توصلها في سنة ٢٠١٤م، إلى نحو ١٠ ترليون دولار، وأكثر هذه العمليات يكون محلها سندات الدين^(١).

والشبه بين الريبو والقرض بفائدة واضح، فلو باعت شركة زيد مجموعة أوراق مالية بمبلغ ٩ مليون مع شرائها بعقد بيع مضارف إلى المستقبل بمبلغ ٩,٠٩ مليون بعد سنة فهذا قرض فائدته ١٪، وفي كل الأحوال يقدم المدين رهنًا ذا قيمة أعلى من ثمن الأوراق المالية، وهذه الزيادة يستفيد منها الدائن ولا تدخل في حساب الفائدة^(٢).

حكم هذا النوع من المعاملات:

الجواب: هذه المعاملة جمعت مخالفات كثيرة؛ فهي من ناحية المحل تعامل بأوراق مالية محرمة، وبيع دين على غير المدين بأقل من قيمته الاسمية، وعقد شراء مضارف إلى المستقبل، وكل ذلك من نوع، ولكن الحاجة إلى البديل قائمة، وبخاصة في العلاقة بين البنوك والمصرف المركزي؛ لذلك جرت محاولات لتطوير البديل.

البديل المشروع لعمليات الريبو:

إذا كان هيكل الريبو التقليدي مما يعترض عليه من الناحية الشرعية، وكانت الحاجة إليه من قبل المؤسسات المالية موجودة، فلا مانع من إيجاد البديل الذي ينهض بتلك الحاجة ضمن نطاق الحلال والمباح. وقد أجاز عدد من الهيئات الشرعية هيكلًا بديلاً للريبو التقليدي يقوم بنفس الوظيفة، وذلك بالوصف التالي:

(١) وفي عمليات الريبو في أسواق المال يستخدمون الأسهم بالإضافة إلى السندات.

(٢) ولذلك يسمونها *Hair Cut*.

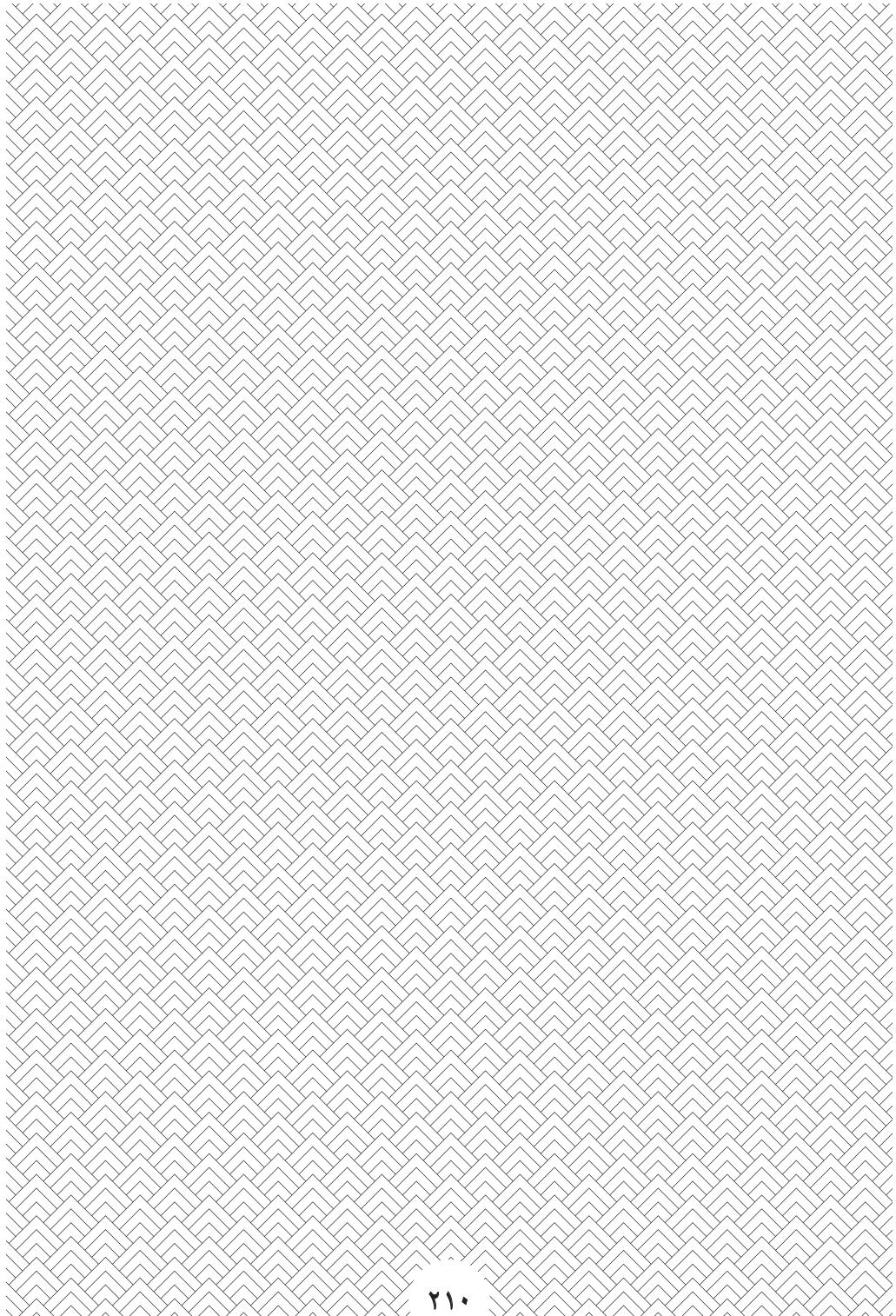
أ- يدخل الطرف الأول المحتاج للسيولة مع الطرف الثاني في مرابحة سلعية، أي يشتري منه سلعة بشمن مؤجل بيعها في السوق ليحصل على ثمنها فتحقق له السيولة، ويحصل من الطرف الثاني على رهن لتوثيق دين المربحة، وهو عبارة عن صكوك، إذا سدد الطرف الأول دين المربحة استرد صكوكه.

ب- يمكن أن يأذن الراهن للمرتهن باستخدام تلك الصكوك رهناً لتوثيق دين عليه (أي على الطرف الثاني) لطرف ثالث، وهذا لا مانع منه؛ إذ يجوز للدائن الانتفاع بالرهن بإذن الراهن الصادر منه وقت البيع إذا كان ذلك لتوثيق دين من بيع، بحيث يكون هذا الانتفاع جزءاً من الثمن، أما إذا كان لتوثيق دين من قرض فلا يجوز؛ لأنه يجعله من القروض التي تجر نفعاً للمقرض، جاء في «المدونة»^(١): (قلت: أرأيت المرتهن، هل يجوز له أن يشترط شيئاً من منفعة الرهن؟ قال: إن كان من بيع فذلك جائز، وإن كان الدين من قرض فلا يجوز ذلك ...). وجاء في «المغني» لأن قدامة: (... وإن كان الرهن بشمن بيع أوأجر دائن أو دين غير القرض فلأذن الراهن بالانتفاع جاز ذلك)^(٢).

٦٦٦٦٦

(١) المدونة (٤/١٤٩).

(٢) المغني ٤/٢٥٠، وانظر أيضاً: شرح مختصر خليل، للدردير ١٦/٤٠٥.



نماذج على إصدارات رائدة للصكوك

صكوك الحكومة البحرينية:

أول صكوك صدرت في منطقة الخليج كانت صكوك الحكومة البحرينية، والتي صدرت في شهر سبتمبر ٢٠٠١م، بمبلغ (١٠٠) مليون دولار أمريكي، ومدتها خمس سنوات، ذات عائد تأجير سنوي ثابت قدره ٢٥٪ يدفع كل ستة أشهر، وقد توجت تلك الصكوك بالفتوى الصادرة في ١٩٩٩/٢/٥م عن هيئة الرقابة الشرعية لدى مؤسسة نقد البحرين (التي أصبحت فيما بعد بنك البحرين المركزي) المكونة من أصحاب الفضيلة: عبد الله المنيع، وعبد الحسين العصفور، وعبد الستار أبوغدة، ومحمد نفي العماني، والتي ربما تعتبر أول فتوى في منطقة الخليج بشأن الصكوك.

ومثلت تلك الصكوك أصولاً حكومية (المخازن الحكومية)، وقد أصدرتها مؤسسة نقد البحرين نيابة عن حكومة البحرين لتمويل الإنفاق الرأسمالي لمشروعات التنمية المختلفة، ثم قامت حكومة البحرين بموجب هذه الإصدار بطرح تلك الأصول العقارية على المستثمرين لشراء العقارات من الحكومة عن طريق وكيل حملة الصكوك، ثم تأجيرهم إليها للحكومة بقسط تأجيري متفق عليه بموجب عقد إجارة مع الوعد بالبيع، بحيث تباع تلك الأصول على حكومة دولة البحرين في نهاية مدة الإصدار بسعر يمثل القيمة الأصلية التي اشتريت بها من الحكومة.

صكوك الحكومة الماليزية:

قامت إدارة الأمانة في بنك HSBC - وهي الإدارة المعنية بالمصرفية الإسلامية - بتصميم هيكل لإصدار الصكوك الماليزية التي تعد من أوائل إصدارات

الصكوك السيادية الإسلامية، وكان ذلك في الربع الأخير من سنة ٢٠٠٢ م، وقد نجح هذا الإصدار نجاحاً عظيماً حتى تم تغطيته عدة مرات.

ويقوم هيكل إصدار تلك الصكوك على: شراء قطع من الأراضي من مفوضية الأراضي الفيدرالية، وهي إدارة مؤسسة بالقانون الصادر في سنة ١٩٥٧ م لتمتلك الأرضي في ماليزيا، ثم يقوم وكيل حملة الصكوك بتأجير تلك الأرضي لمدة خمس إلى عشر سنوات إلى جهات حكومية أخرى، يمثل كل صك من هذه الصكوك حصة مشاعة في ملكية تلك الأرضي ملكية عدلية، بينما تبقى مسجلة باسم مفوضية الأرضي الفيدرالية وحقوق مشاعة في الإيجارات. هذه الصكوك قابلة للتداول بحكم أنها تمثل أصولاً حقيقية، هي الأرضي المؤجرة، تدفع الإيجارات كل ستة أشهر لمدة عقد التأجير، ويجري تجديد العقد كل ستة أشهر قبل تاريخ انتهاءه، ويتربّ على هذا التجديد تغير الأجراة، يتضمن الهيكل وعداً من الجهة الحكومية المستأجرة بشراء الأرضي في نهاية عقد الإجارة، أو في حالة توقيف المستأجر عن دفع الأجراة، ويكون الشراء بسعر متفق عليه مسبقاً.

صكوك بنك الجزيرة:

تعتبر صكوك بنك الجزيرة التي صدرت في عام ٢٠١١ م وحجمها مليار ريال من الصكوك الرائدة التي تضمنت ابتكارات مالية متعددة، فهي أول صكوك تتبنى نموذج المضاربة والمرابحة، وبذلك استطاعت تخطي إشكالات كثيرة تتعلق بالمخاطر وتصنيف الصكوك، وقد أصبح هذا الهيكل هو النموذج المعتمد فيما تلا صكوك الجزيرة من إصدارات، كما أنها أول صكوك تنجح في إيجاد صيغة مشروعة لترتيب الدائنين، وبذلك استطاعت التوفيق بين القوانين البنكية التي تعطي أصحاب الحسابات الجارية الأولية المطلقة على كافة دائني البنك، وقد توصلت إلى ذلك بجعل مستحقات حملة الصكوك من المرابحة توثيقاً للديون التي في ذمة

بنك الجزيرة لأصحاب الحسابات الجارية، وذلك بموافقة حملة الصكوك، وبذلك استطاعت تحظى بإشكال أسبقية أصحاب الحسابات الجارية في البنك على جميع أصحاب الاستحقاق، فنصلت الفتوى الخاصة بتلك الصكوك على ما يلي:

(وافقت حملة الصكوك وأذنوا البنك الجزيرة أن يجعل أصول الصكوك رهناً لتوثيق الديون القائمة على بنك الجزيرة للأطراف الأخرى (مطلوبات البنك)، وذلك في حالة عدم كفاية أصول بنك الجزيرة للوفاء بتلك المطلوبات قبل انتهاء مدة الصكوك، ولا يدخل في ذلك حقوق المساهمين).

كما حسنت الجودة الائتمانية بإنشاء الحساب الاحتياطي الذي يودع فيه القائض عن التوزيعات الدورية المرتبطة بالمؤشر، ويستمر رصيد الحساب لصالح حملة الصكوك أيضاً.

صكوك حكومة أندونيسيا:

طرحت حكومة أندونيسيا عدة إصدارات من الصكوك ذات هيكل مبتكر، تقوم على تقسيم حصيلة الصكوك إلى قسمين: الأول، يمثل ٥١٪ من تلك الحصيلة يشتري فيه وكيل حملة الصكوك من الحكومة الأندونيسية عقارات قابلة للتغيير، ثم يقوم بتغييرها على الحكومة إيجاراً مع الوعد بالبيع، أما ما بقي وهو ٤٩٪ فتمويل به مشاريع إنشاء عقارات تضم إلى الوعاء بعد اكتمالها، ثم تؤجر وتولد العوائد.

صكوك شركة المراعي:

طرحت شركة المراعي صكوكاً ذات هيكل مبتكر يقوم على تقسيم رأس المال إلى قسمين؛ حيث يدخل وكيل حملة الصكوك مع المراعي في عقد مضاربة مدتة سنة واحدة، وعقد مراقبة مدتة خمس سنوات، وفي نهاية السنة الأولى يجري التوزيع الأول من أرباح المضاربة وأقساط المراقبة، فإذا كان

ما جرى توزيعه لحملة الصكوك من قبل المصدر يساوي رأس مال الصكوك مضافاً إليهربح المتوقع، فإنه سيجري إنهاء الصكوك ويتنازل حملة الصكوك عما بقي لهم للمراعي، وإذا لم تكن تلك المبالغ كافية فلهم حق مطالبة المراعي بالتسديد البكر للدين المرابحة وإنهاء الصكوك.



دور الهيئات الشرعية في إصدارات الصكوك

الالتزام بتكوين هيئة شرعية:

- بنص القانون: مثال ذلك قانون الصكوك الأردني رقم ٣٠ لسنة ٢٠١٢م،

حيث تضمن أساس وشروط اعتماد مستشار شرعي أو لجنة شرعية.

- قانون إصدار الصكوك المصري الجديد.

- تعليمات هيئة سوق المال، حيث تلزم المصدر إذا كانت صكوكاً إسلامية

أن يكون قد جرى اعتمادها من قبل هيئة شرعية.

دور الهيئات الشرعية:

ارتبطت المالية الإسلامية منذ نشأتها بوجود هيئة شرعية يصدر عنها ما يفيد

بموافقة المجتمع أو العملية للمقتضى الشرعي.

وللهيئات الشرعية وظائف متعددة، لعل أهمها: توجيه ومساعدة المؤسسات

المالية على تطوير المنتجات آخذة باعتبارها المتطلبات والضوابط الشرعية، ومن

جهة أخرى بعث الاطمئنان لدى الجمهور من جهة موافقة المنتج لأحكام ومبادئ

الشريعة الإسلامية.

وللهيئات الشرعية دور مهم في عملية إصدار الصكوك، ولا نعلم صكوكاً

صدرت بغير اعتماد من جهة شرعية حتى أصبح ذلك متطلباً أساسياً، ومن جهة أخرى

فقد نصت القوانين المنظمة لإصدار الصكوك على ضرورة وجود هيئة شرعية،

مثال ذلك ما ورد في قانون الصكوك الأردني، المسمى قانون صكوك التمويل الإسلامي الصادر بالقانون رقم (٣٠) لسنة ٢٠١٢م، حيث نص في المادة ٤-أ على ما يلي:

(تشكل بقرار من مجلس الوزراء بناء على تنسيب مجلس الإفتاء هيئة تسمى (هيئة الرقابة الشرعية المركزية) من خمسة أعضاء غير متفرغين من علماء فقه المعاملات ذوي الخبرة في التمويل الإسلامي، المتخصصين بالعدالة والنزاهة، لمدة ثلاث سنوات قابلة للتجديف). وذكر أن مهامها هي ما يلي:

(أ- إبداء الرأي الشرعي بشأن صكوك التمويل الإسلامي المراد إصدارها، بما في ذلك نشرة الإصدار ورفعه للمجلس.

ب- التتحقق من استمرار التعامل في صكوك التمويل الإسلامي من الإصدار إلى الإطفاء وفق مبادئ الشريعة الإسلامية وأحكامها، وذلك بناء على تقارير تطلبها من الجهات ذات العلاقة).

كما نص قانون الصكوك التونسي الصادر في الباب الخامس الفصل ٢٧ منه على ما يلي: (يتم تعيين هيئة رقابة شرعية من قبل جهة الإصدار، وتتولى البث في كافة الجوانب الشرعية لعملية إصدار الصكوك والفتوى والتدقيق الشرعي). ونصت في فصل ٢٩ على أن تكون قرارات هيئة الرقابة الشرعية ملزمة.

كما نصت التعديلات على قانون سوق المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م، هذه التعديلات التي تمت الموافقة عليها في ٢٠١٧م، فقد نصت على أنه لا يجوز إصدار صكوك يطلق عليها متوافقة مع الشريعة الإسلامية أو إسلامية أو شرعية إلا بتشكيل لجنة رقابة شرعية للإشراف على عملية إصدارها.

ومن الملاحظ أن أكثر أسواق المال تشتغل الاعتماد الشرعي للإدراج في السوق بالنسبة للصكوك؛ فقد نص قرار مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية في

الإمارات العربية المتحدة رقم /٩٣٥ لسنة ٢٠٠٥ بشأن النظام الخاص بإدراج الصكوك الإسلامية في السوق على أن تكون الصكوك الإسلامية مجازة من قبل الهيئة الشرعية الخاصة بالجهة المصدرة، وإذا لم يكن لديها هيئة شرعية فتكون معتمدة من هيئة شرعية معتمدة من قبل هيئة الأوراق المالية، كما نص على ضرورة أن تتضمن نشرة الاكتتاب معلومات عن الهيئة الشرعية التي أجازت الصكوك.

ويبدأ دور الهيئة الشرعية في مرحلة تصميم هيكل الصكوك؛ إذ تعمل الهيئات غالباً جنباً إلى جنب مع فريق الخبراء القانونيين والماليين الذين يقومون بتطوير ذلك الهيكل، فتبدي الملاحظات وتقترح الحلول للتأكد من أن الشروط والأحكام وصيغ العقود جميعها مستوفية للمقتضى الشرعي، ثم بعد اكتمال الهيكل يصدر عن الهيئة الشرعية اعتماد شرعي له، وقد تطورت عبر الوقت صيغة معيارين تقدم في ملحق رقم (١) نموذج لها

ثم بعد ذلك يبدأ فريق المحامين في إعداد مسودة المستندات مستمدة من صيغة الهيكل التي تمت الموافقة عليه، ويكون من الهيئة بعد ذلك مراجعة لتلك المستندات والتأكد من عدم تضمينها ما يعرضه عليه من الناحية الشرعية.

وفي أغلب الإصدارات، فإن دور الهيئة الشرعية يتلهي عند هذا الحد، وهذا من الأمور التي تحتاج إلى تصحيف؛ إذ إن التأكد من أن إجراءات تنفيذ إصدار الصكوك وإبرام العقود والالتزام بالشروط يحتاج إلى إشراف شرعي؛ ولذلك نجد أكثر الهيئات الآن تتجه إلى إلزام المصادر بتقديم تقارير دورية عن سير الأعمال.

الحساب الاحتياطي:

الحساب الاحتياطي جزء مهم من جميع هيئات الصكوك، وقد اشتهر هذا الحساب بأنه (الحساب الاحتياطي)، ولكنه في الحقيقة حساب الصكوك، والغرض

من هذا الحساب هو أن تجتمع فيه جميع الإيرادات المتحققة من الأصول التي هي محل الصكوك، كما أن جميع التوزيعات تخرج من هذا الحساب، بهذا الوصف ليس لهذا الحساب أي طبيعة مختلفة إلا أن عدداً من المسائل جعلت هذا الحساب محل اهتمام من الناحية الشرعية.

- 1 - من المعلوم أن الأموال التي في هذا الحساب ملك لحملة الصكوك بصفة كلية (كما في صكوك الإجارة) أو بصورة جزئية (كما في صكوك المضاربة)، وقد وجدنا بعض الهيئات الشرعية تشرط استثمار هذا الحساب لصالح أصحابه (أي حملة الصكوك)، إلا أن ذلك يترتب عليه مخاطر استثمار على حملة الصكوك؛ ولذلك وجدنا من الهيئات الشرعية إذنًا بالتعامل معه، كما يتعامل مع الحساب الجاري في البنوك بمعنى أن يستخدمه المصدر لمصالحه بشرط ضمان رصيده لأصحاب الصكوك.
- 2 - ونظرًا إلى أن التوزيعات الدورية تخرج من هذا الحساب، ولرغبة المصدر في تحقيق الاستقرار في تلك التوزيعات، حيث إن ذلك متطلب أساسي في الصكوك، وجدنا من المصادرين من التزم بتوفير القدر المطلوب من السيولة في الحالات التي تكون التدفقات النقدية الداخلة في الحساب دون المبلغ المطلوب لتحقيق الاستقرار في التوزيعات الدورية، وهذا مختص بالحالات التي يكون هذا الاختلاف فيها وضعًا مؤقتًا (أي ليس حالة شح في السيولة *insolvency* أو إفلاس *default*)، وقد اتخذ المصدرؤون لتوفير دعم السيولة بمبالغ يجري استردادها فيما بعد عندما يتواافق الحساب الاحتياطي على السيولة الفائضة (*with recoveries*)، فهي إذاً على صفة قرض مسترد من المصدر إلى حملة الصكوك، فإذا لم تكن إيرادات الأصول كافية لاسترداد هذه المبالغ فإنها تقطع من رأس مال حملة الصكوك.

- ٣- أما الطريقة الأولى: فهي توفير دعم السيولة للحالات المذكورة سابقاً، واسترداد تلك المبالغ إذا توفر الفائض في الحساب الاحتياطي، أما إذا لم يتتوفر خلال مدة الصكوك، فإن المصدر يتنازل عن استحقاقاته في تلك المبالغ (*non recuse*).
- ٤- والطريقة الثانية: هي الحصول على خط ائتماني من جهة خارجية؛ كأحد البنوك مثلاً، يمكن الحصول منه على التمويل في حال الحاجة إلى دعم السيولة، ويكون ذلك على حساب حمَلة الصكوك فيتحقق الاستقرار في التوزيعات دون الوقوع في المحذور.
- ٥- أما الطريقة الثالثة: فإن أكثر الهيئات الشرعية تمنعها؛ لأنها ترى فيها ضماناً للربح لحملة الصكوك من قبل المصدر، حيث إن الغرض من دعم السيولة هو دفع التوزيعات في وقتها، والتي تمثل في أكثر الأحيان العائد على الاستثمار بالنسبة لحملة الصكوك فأصبحت في حال عدم استردادها ضماناً للربح لهم من قبل المصدر، أما الطريقة الأولى فإن أكثر الهيئات تجيزها.
- ٦- أما الطريقة الثالثة، فإن الهيئات الشرعية لا تعترض عليها وتعتبرها الحل الأمثل، أما الطريقة الأولى فإن أكثر الهيئات تجيزها وإن وجد من لا يرى جوازها، ومن ذلك: هيئة معايير المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية التي أكدت في بيانها الصادر بشأن الصكوك على منع جميع هذه الطرق، وإن كان قد أجاز طريقة لا تختلف عما ورد أعلاه في الطريقة الأولى؛ وذلك بإجازة أن يقوم المصدر بدفع التوزيعات الدورية على الحساب في حالات عدم توفر السيولة الكافية في الحساب الاحتياطي.

التنازل عن رصيد الحساب الاحتياطي:

لا يخفى أن الحساب الاحتياطي ليس مجرد حساب، ولكنه يستخدم أحياناً كمحسن للنوعية الائتمانية (*credit enhancer*)؛ ولذلك يتهمي دائمًا برصيد كبير وأحياناً كبير جدًا (يساوي أو يزيد على رأس مال الصكوك)، ويرى مصدرو الصكوك أن حمَلة الصكوك إذا استردوا كامل رأس مالهم وحصلوا على التوزيعات الدورية، كما هو المتوقع، فإن ما زاد على ذلك يجب أن يتنازلوا عنه للمصدر، وأكثر الهيئات تجيز النص على ذلك في مستندات الصكوك، إلا أن بعض الهيئات الشرعية ترى أن رصيد الحساب المذكور غير معلوم ولم يتملكه حملة الصكوك بعد؛ ولذلك ليس لهم التبرع به إلا في نهاية مدة الصكوك، لكن هذا من الصعوبة بمكان من الناحية العملية، ويمكن أن يقال: إن المخرج هو الوعود بالهبة، لكن هذا أيضًا يترب عليه مشكلات نظرًا إلى أن الوعود غير ملزمة ويمكن الرجوع عنه، ومثل ذلك مغِر لحملة الصكوك لعظم حجم رصيد الحساب أحياناً مما يدخل كعنصر مخاطر في الصكوك.

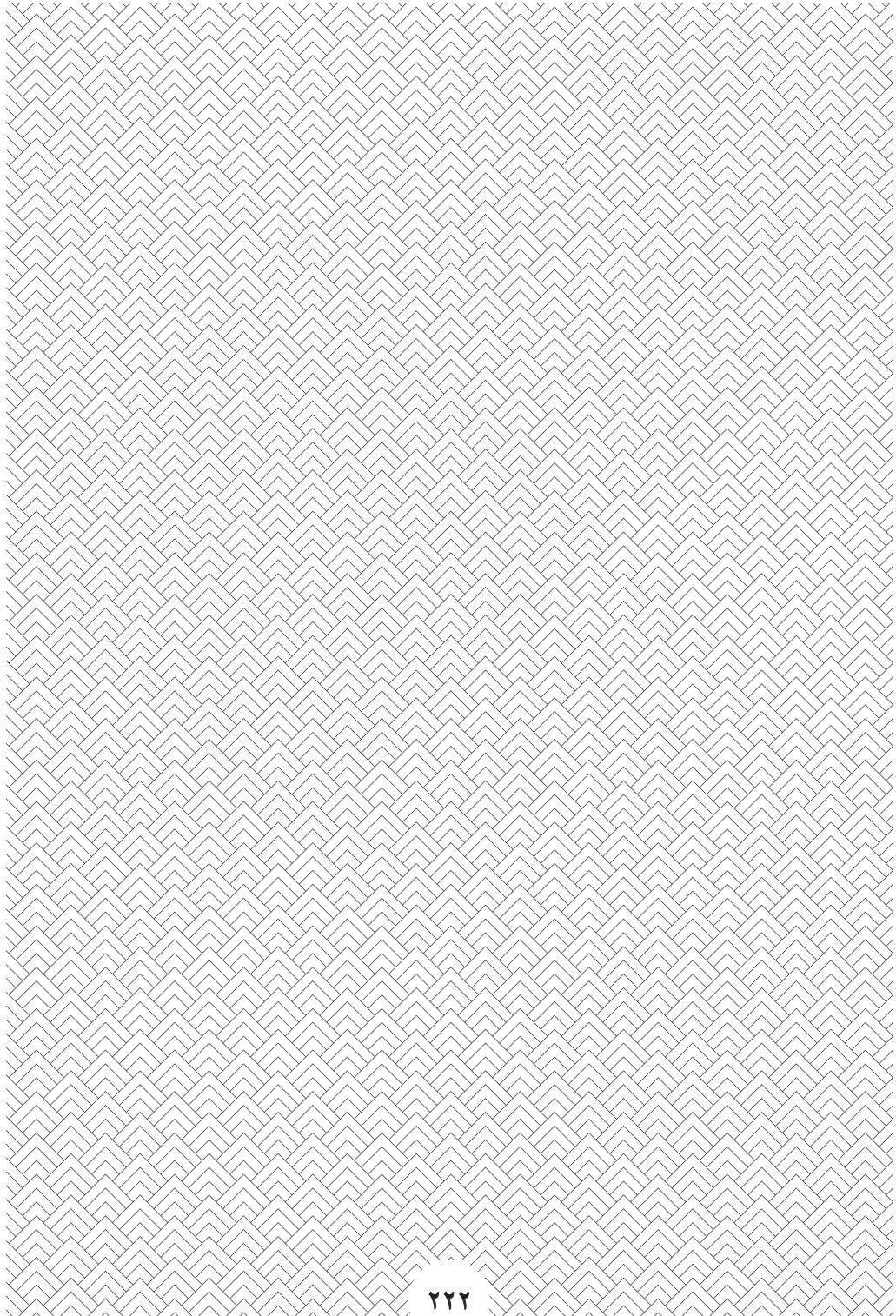
تعجيل تصفية الصكوك:

تضمن مستندات الصكوك النص على أنه في حال وقوع حوادث معينة، فإن على مصدر الصكوك المبادرة إلى إنهائها واتباع الإجراءات والترتيبات المتفق عليها لتصفية الصكوك. والغرض من ذلك حماية حملة الصكوك، فإذا ظهرت بوادر على أن مصدر الصكوك لن يكون قادرًا على الوفاء بالتزاماته، فإن الاستمرار يترب علىه مخاطر ضياع حقوق حملة الصكوك، لا سيما أن دائني المصدر قد اشترطوا شروطًا مماثلة الأمر الذي يجعل حملة الصكوك في وضع ضعيف في حال عدم مجاراتهم بتبني نفس الشروط، وهذا هو شرط تعجيل التصفية، وهذه الحوادث كثيرة ومتنوعة بحسب الظروف ونوع الصكوك، إلا أن أهمها هو:

- ١- توقف المصدر عن دفع المستحقات لحملة الصكوك.
- ٢- إذا فشل المصدر أو تأخر في دفع مستحقات أطراف أخرى.
- ٣- إذا تبين أن المعلومات أو التأكيدات المتضمنة في مستندات الصكوك لم تكن صحيحة.
- ٤- إذا وقع المصدر في وضع شح السيولة *insolvency*.
- ٥- إذا تبين أن أي جزء من شروط وأحكام الصكوك غير قانوني.
- ٦- إذا توقف المصدر عن النشاط.

فينص في الشروط والأحكام على أنه إذا وقع أي من الحوادث المذكورة أعلاه، فإن على المصدر المبادرة إلى تصفية الصكوك قبل التاريخ المحدد لتصفيتها، فإذا كانت هذه التصفية تقتضي شراء المصدر للأصول من حملة الصكوك، فإن على وكيل حملة الصكوك إلزامه بذلك بشكل فوري، وإن كانت الصكوك على سبيل المضاربة، لزم تصفية وعاء المضاربة وإنهاء الصكوك.





ثبات المصادر والمراجع

- د. أحمد عبد العليم عبد اللطيف أبو عليو.
«تداول الأسهم والصكوك وضوابطه الشرعية»، بحث مقدم لمجمع الفقه الإسلامي الدولي في دورته العشرين.
- د. أحمد بن محمد الخليل.
«الأسهم والسنادات وأحكامها في الفقه الإسلامي»، دار ابن الجوزي ١٤٢٤ هـ.
- د. أختر زيني عبد العزيز.
«الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها»، بحث مقدم لمجمع الفقه الإسلامي الدولي في دورته التاسعة عشرة.
- إدارة الخزينة في البنك الإسلامي للتنمية.
«إخفاق بعض إصدارات الصكوك: الأسباب والأثار»، إعداد: إدارة الخزينة في البنك الإسلامي للتنمية، بحث مقدم لندوة (الصكوك الإسلامية - عرض وتقديم)، بتاريخ ١٤٣١/٦/١١-١٠ هـ في رحاب جامعة الملك عبد العزيز، بالتعاون مع مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي ومجمع الفقه الإسلامي الدولي، والمعهد الإسلامي للبحوث.
- البنك الأهلي التجاري.
«قرارات الهيئة الشرعية»، إعداد وترتيب:أمانة الهيئة الشرعية.
- العيفة عبد الحق، زاه بن عامر.
«دور الصكوك الإسلامية في تمويل مشاريع البنى التحتية»،

- المرسي السيد حجازي.
- «صناعة الصكوك الإسلامية بين الواقع والتحديات دورس من التجربة المصرية»، اسرا - كوالالمبور.
- د. بو عبد الله علي.
- «تطوير إصدار الصكوك المالية في بورصة ماليزيا»، جامعة المسلية-الجزائر.
- د. بو عبد الله علي وزملاؤه.
- «أهمية الصكوك المالية الإسلامية في سوق الأوراق المالية في ماليزيا».
- د. حامد حسن ميرة.
- «صكوك الإجارة - دراسة فقهية تأصيلية تطبيقية»، دار الميمان ١٤٢٩ هـ.
- د. سعيد بوهراوة ود. سلمى سيرلي، ود. شبانة محمود حسن.
- «تقويم نقدي للقضايا الشرعية المتعلقة بصكوك الإجارة»، بحث مقدم لمجمع الفقه الإسلامي في دورته العشرين.
- د. سعيد بوهراوة، ود. أشرف دسوقي.
- «تقويم نقدي للقضايا الشرعية المتعلقة بملكية الصكوك القائمة على الأصول»، بحث مقدم لندوة (الصكوك الإسلامية - عرض وتقويم) المنعقدة بتاريخ ١٤٣١ / ٦ / ١١ - ١٠ في رحاب جامعة الملك عبد العزيز، بالتعاون مع مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي ومجمع الفقه الإسلامي الدولي، والمعهد الإسلامي.
- سامي عبيد محمد وعدنان هادي جumar.
- «دور التمويل للمصارف الإسلامية (التمويل بالصكوك)»، «مجلة العلوم الاقتصادية» عدد (٣٨) ٢٠١٥ م.
- د. سامي حسن حمود.
- «بيع الدين وسندات القرض ويدائهما الشرعية في مجال القطاع العام والخاص»، «مجلة مجمع الفقه الإسلامي»، العدد ١١، الجزء الأول، ١٤١٩ هـ ١٩٩٨ م.

- عبد العزيز خليفة القصار.
«ملامح التفرقة بين هيأكل الصكوك الحكومية وصكوك الشركات»، ورقة مقدمة إلى الطاولة المستديرة بشأن التحديات في إصدار الصكوك، الهيئة الإسلامية العالمية لإدارة السيولة، أبوظبي، ٢٠١٤/٣١/١٢.
- د. عبد السنار عبد الكريم أبوغدة.
١- «الفرق بين الصكوك السيادية والصكوك الخاصة»، ورقة مقدمة إلى الطاولة المستديرة، عن التحديات في إصدار الصكوك، الهيئة الإسلامية لإدارة السيولة، كوالالمبور.
٢- «التعهدات الصادرة من مصدر الصكوك لحامليها»، بحث مقدم لندوة (مستقبل العمل المصرفي) المنعقدة في ١٩١٨/١٤٣٣هـ التي ينظمها البنك الأهلي التجاري.
- معالي أ. د. عبد الله بن محمد المطلقي.
«الصكوك»، بحث مقدم لندوة (الصكوك الإسلامية - عرض وتقويم)، بتاريخ ١٠-١١/٦/١٤٣١هـ في رحاب جامعة الملك عبد العزيز، بالتعاون مع مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي ومجمع الفقه الإسلامي الدولي، والمعهد الإسلامي للبحوث.
- د. عبد السلام العبادي، وأ. د. خالد أمين عبد الله.
«الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها»، بحث مقدم لمجمع الفقه الإسلامي الدولي في دورته التاسعة عشرة.
- د. عبد الباري مشعل.
«الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها»، بحث مقدم لمجمع الفقه الإسلامي الدولي في دورته التاسعة عشرة.
- د. عبد الله محمد العمراني.
«صكوك الإجارة الموصوفة في الذمة والمتჩبة بالتمليك»، بحث مقدم لندوة (الصكوك الإسلامية - عرض وتقويم)، المنعقدة بتاريخ ١٠-١١/٦/١٤٣١هـ في رحاب جامعة عبد العزيز بالتعاون مع مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، ومجمع الفقه الإسلامي الدولي، والمعهد الإسلامي للبحوث.

- د. عبد الله بن عبد العزيز المصلح.
- «حقيقة بيع الصكوك لحامليها»، بحث مقدم لندوة (مستقبل العمل المصرفي) المنعقدة بتاريخ ١٨-١٩١٤/١/١٤٣٣هـ التي ينظمها البنك الأهلي التجاري.
- د. عيسوي أحمد عيسوي.
- «المدائنات»، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي - جامعة الملك عبد العزيز بجدة.
- فيصل صالح الشمري.
- ١- «مسائل فقهية في الصكوك»، كرسي ساينك للدراسة الأسواق المالية الإسلامية، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية.
- ٢- «صكوك المضاربة - دراسة فقهية تأصيلية تطبيقية»، دار الميمان للنشر والتوزيع.
- قرارات المجلس الاستشاري الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية.
- هيئة الأوراق المالية، كوالالمبور، ماليزيا.
- كمال حطاب.
- «الصكوك الوقية ودورها في التنمية».
- محمد علي القرى
- ١- «الملكية العدلية والملكية الرسمية»، ورقة مقدمة إلى الدائرة المستديرة التي تنظمها الهيئة الإسلامية العالمية للسيولة، في كوالالمبور.
- ٢- «الصكوك - أغراضها الاقتصادية وضوابطها الشرعية»، ورقة مقدمة إلى المؤتمر الدولي حول الصكوك الإسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، ٥-٢٠٠٥م.
- ٣- «الأسواق المالية»، دار حافظ، جدة، المملكة العربية السعودية، ١٩٩٥م
- ٤- «بيع الدين وسندات القرض ويدائتها الشرعية في مجال القطاع العام والخاص»، «مجلة مجمع الفقه الإسلامي»، العدد ١١، الجزء الأول، ١٤١٩هـ- ١٩٩٨م.
- ٥- «نحو سوق مالية إسلامية»، «مجلة دراسات اقتصادية إسلامية»، الصادرة عن المعهد الإسلامي للبحوث التدريب، العدد رجب ١٤١٤هـ.

- ٦ - «أحكام ضمان الصكوك وعوائدها»، بحث مقدم لندوة (الصكوك الإسلامية - عرض وتقدير)، جامعة الملك عبد العزيز، والمجمع الفقهي الإسلامي الدولي، والمعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، ١٤٣١هـ.
- ٧ - «حقيقة بيع الصكوك لحامليها»، بحث مقدم لندوة (مستقبل العمل المصرفي الإسلامي)، البنك الأهلي التجاري ١٤٣٣هـ.
- ٨ - «الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها»، بحث مقدم لمجمع الفقه الإسلامي الدولي في دورته التاسعة عشرة.
- مبارك سليمان آل سليمان.
- «أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة»، دار كنوز إشبيليا ٢٠٠٥م.
- محمد إبراهيم نقاسي محمد ليبا.
- «الصكوك الوقفية وأهميتها في تمويل مجال التعليم»، الجامعة الإسلامية، ماليزيا.
- محمد هلال الحينطي.
- «دور الصكوك الإسلامية في التنمية الاقتصادية»، جامعة العلوم الإسلامية - الأردن.
- محمد تقي العثماني.
- ١ - «الصكوك وتطبيقاتها المعاصرة»، بحث مقدم لمجمع الفقه الإسلامي الدولي في دورته التاسعة عشرة، وقدم أيضاً لمجمع الفقه الإسلامي الدولي في دورته العشرين.
- ٢ - «سندات المقارضة»، «مجلة مجمع الفقه الإسلامي»، عدد ٤، الجزء الثالث، ١٤٠٨هـ - ١٩٨٨م.
- د. موسى آدم عيسى.
- «تعهدات مدراء الصكوك لحامليها»، بحث مقدم لندوة (مستقبل العمل المصرفي) المنعقدة في ١٤٣١/١/١٩١٨هـ.
- هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية.
- ١ - «المعايير الشرعية»، البحرين، حتى ديسمبر ٢٠١٥م، طبعة بنك ساب.

- «المعايير الشرعية» (٥٤ - ١)، النص الكامل للمعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية التي تم اعتمادها في ديسمبر ٢٠١٥.

- د. نزيه كمال حماد.

«عيون المستجدات الفقهية في صناعة المصرفية الإسلامية - قراءة جديدة»، دار القلم ، دمشق ، ط ١٨، ٢٠١٨. م

- *Application of the concept of beneficial ownership in the sukuk structure: A shariah and legal Analysis*

Dr. Engku Rabia and Nermin Klopic

-*An introduction to Islamic securities (Sukuk)*

Pegah Zolfaghari

Uppsala University

Faculty of law 2017

-*Sukuk defaults: on distress resolution in Islamic finance*

Sweder Van Wijnbergen- Sajjad Zaheer

*Amsterdam School of Economic. University of Amsterdam
and Tinbergen Institute.*

-*Sukuk, Principles and Practices*

ISRA. Securities Commission, Khazanah Nasional

K.L, Malaysia

-*Sukuk*

Abdulgader Thomas

Securities Commission, K.L, Malaysia

Sweet & Maxwell Asia 2009

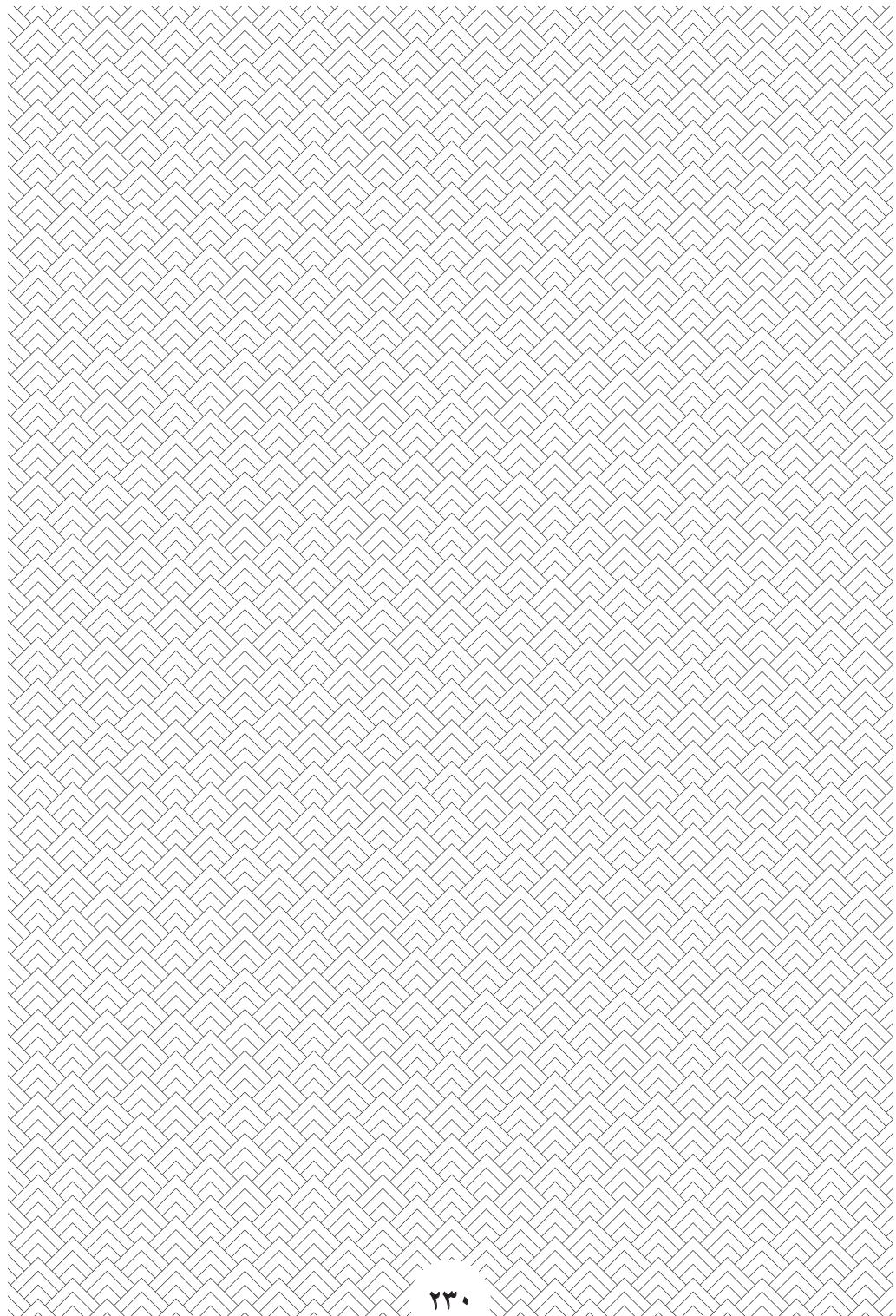
- *Sukuk and bonds: a comparison 2014*

Abdulkarim Abdullah and Leslie Terbessy

-Sovereign and Corporate Sukuk

Mohamad Akram Laldin





فهرس الموضوعات

رقم الصفحة	الموضوع
٧	مقدمة
١١	تاريخ الصكوك ..
١٢	أولاً: صكوك الجار ..
١٤	ثانياً: البراءات ..
١٥	ثالثاً: الحظوظ ..
١٦	رابعاً: الجامكية ..
١٦	خامسًا: السفتحة ..
١٧	سادسًا: العهدة ..
١٩	صكوك التمويل الإسلامية ..
٢١	تعريف صكوك التمويل الإسلامية ..
٢٦	الفرق بين إصدار الصكوك والتصكيم ..
٢٧	حاجة الأسواق إلى أنواع من الأوراق المالية ..
٢٨	حاجة الشركات إلى إصدار السندات ..
٢٩	حاجة الحكومات إلى إصدار الصكوك ..
٣٣	الصكوك والسندات ..
٣٣	المحاكاة ..
٣٥	الفرق بين الصكوك والسندات ..
٣٩	أسواق الصكوك ..
٣٩	المستثمرون في الصكوك ..
٤١	مراحل إصدار الصكوك ..
٤١	أولاً: مرحلة ما قبل الإطلاق ..

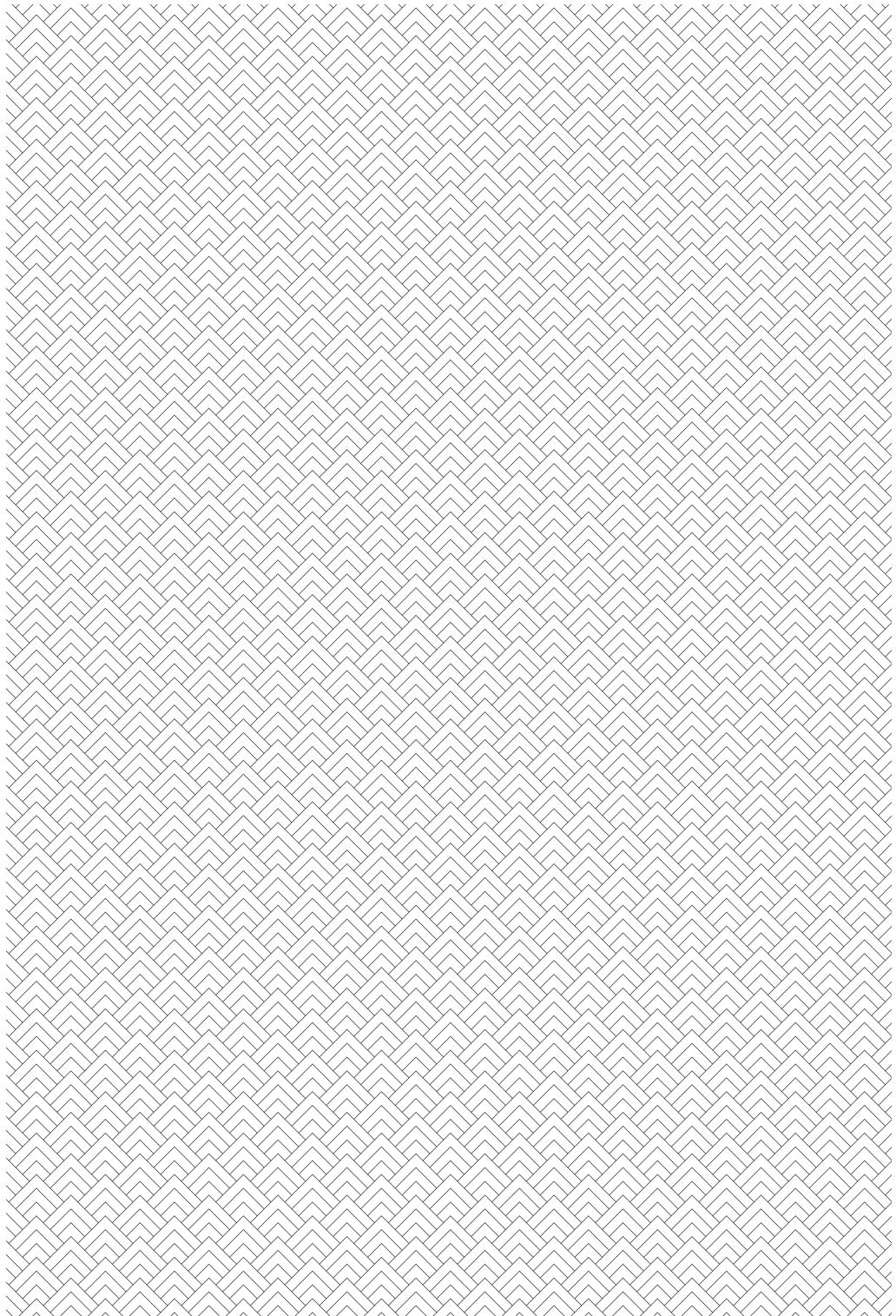
<u>الموضوع</u>	<u>رقم الصفحة</u>
ثانياً: جولة الترويج.....	٤١
ثالثاً: مرحلة الإطلاق.....	٤٢
رابعاً: مرحلة ما بعد الإصدار.....	٤٢
إجراءات المواقف الشرعية.....	٤٢
إصدار الصكوك من خلال برنامج إصدار.....	٤٣
الأطراف المشاركة في عملية إصدار الصكوك.....	٤٥
أولاً: المصدر.....	٤٥
ثانياً: المرتب أو مدير الإصدار.....	٤٥
ثالثاً: مدير الحسابات.....	٤٦
رابعاً: مكاتب المحاماة.....	٤٧
خامسًا: ضامن الإصدار.....	٤٧
سادسًا: المؤسسة ذات الغرض الخاص.....	٥١
الصكوك بحسب هيكل الإصدار.....	٥٩
أولاً: الصكوك القابلة للتحوّل.....	٥٩
ثانياً: الصكوك المؤبدة.....	٦١
ثالثاً: صكوك الكوبون الصفيري.....	٦٢
رابعاً: الصكوك الخضراء.....	٦٣
الصكوك بحسب صيغ العقود.....	٦٥
أولاً: صكوك المرابحة.....	٦٥
ثانياً: صكوك الإجارة.....	٦٨
ثالثاً: صكوك الإجارتين.....	٧٢
رابعاً: صكوك المضاربة.....	٧٥
خامسًا: صكوك الوكالة.....	٨٣
سادسًا: صكوك السلسلة.....	٨٤
سابعاً: صكوك الاستصناع.....	٨٦
ثامناً: صكوك المشاركة.....	٨٨

<u>الموضوع</u>	<u>رقم الصفحة</u>
الصكوك بحسب جهة الإصدار	٩١
أولاً: الصكوك السيادية.....	٩١
ثانياً: الصكوك التي تصدرها الشركات المساهمة العامة	٩٥
ثالثاً: الصكوك التي تصدرها المنظمات الدولية.....	٩٥
رابعاً: الصكوك التي تصدرها البنوك.....	٩٧
خامساً: الصكوك التي تصدرها الأوقاف.....	١٠٥
الجوانب القانونية في عملية إصدار الصكوك.....	١٠٧
دور مبادئ القانون الأنجلو سكسوني في إصدار الصكوك.....	١٠٨
تقسيم الملكية.....	١٠٨
تقسيم الملكية من المنظور الشرعي	١١٠
قوانين إصدار الصكوك.....	١١٣
فض المنازعات المتعلقة بالصكوك.....	١٢١
أمثلة على الأحكام القضائية.....	١٢٩
أولاً: صكوك ليست كامرون الأمريكية	١٢٩
ثانياً: صكوك شركة دانا غاز	١٣٠
وثائق ومستندات إصدار الصكوك	١٣٣
أولاً: نشرة الإصدار.....	١٣٣
ثانياً: مذكرة العرض <i>Offering memo</i>	١٣٤
ثالثاً: نشرة الشروط والأحكام	١٣٥
هيكلة الصكوك.....	١٣٧
هيكلة العلاقات التعاقدية	١٣٧
هيكلة الشروط والأحكام	١٣٨
هيكل الصكوك من ناحية العقود	١٣٨
هيكلة الشروط	١٣٩
المقصود بهيكلة الشروط في الصكوك	١٤٠
الحساب الاحتياطي	١٥٣

الموضوع	رقم الصفحة
إدارة المخاطر في إصدار الصكوك.....	١٥٥
مخاطر صكوك الإجارة وطرق علاجها.....	١٥٦
مخاطر صكوك المضاربة وطرق معالجتها.....	١٦٤
إجراءات منع تداول صكوك المرابحة	١٦٨
زكاة الصكوك.....	١٧٥
أولاً: زكاة صكوك الإجارة	١٧٦
ثانياً: زكاة صكوك المضاربة.....	١٧٦
ثالثاً: زكاة صكوك المرابحة	١٧٧
إعادة الهيكلة في إصدارات الصكوك.....	١٧٩
المقصود بإعادة الهيكلة.....	١٧٩
الباعث على إعادة الهيكلة.....	١٧٩
اشتراطات شرعية لإعادة الهيكلة.....	١٨٠
خيارات إعادة الهيكلة.....	١٨٠
الأصول التي تصلح محلًا لإصدار الصكوك.....	١٨٣
مواصفات الأصول المناسبة لإصدار الصكوك.....	١٨٣
أهم الأصول المستخدمة في إصدار الصكوك.....	١٨٩
أولاً: الأصول العقارية.....	١٨٩
ثانياً: الطرق والجسور.....	١٩٠
ثالثاً: الحقوق	١٩٠
رابعاً: الخدمات.....	١٩٣
خامسًا: السلع.....	١٩٤
سادسًا: دقائق الاتصال.....	١٩٤
أمثلة على صكوك محلها الحقوق	١٩٤
التصنيف الائتماني للصكوك.....	١٩٧
التصنيف الائتماني	١٩٧
تحسين الجودة الائتمانية	٢٠٠

<u>رقم الصفحة</u>	<u>الموضوع</u>
٢٠١	استخدام الصكوك في عمليات إدارة المخاطر والسيولة.....
٢٠١	إقراض الصكوك.....
٢٠٣	استخدام الصكوك لإدارة السيولة.....
٢٠٤	الهيئة الإسلامية العالمية للسيولة.....
٢٠٥	هيكل إصدار صكوك هيئة السيولة.....
٢٠٧	اتفاقيات إعادة الشراء (الريبو).....
٢٠٧	معنى اتفاقيات إعادة الشراء(الريبو).....
٢٠٨	حكم هذا النوع من المعاملات.....
٢٠٨	البديل المشروع لعمليات الريبو.....
٢١١	نماذج على إصدارات رائدة للصكوك.....
٢١١	صكوك الحكومة البحرينية.....
٢١١	صكوك الحكومة الماليزية.....
٢١٢	صكوك بنك الجزرية.....
٢١٣	صكوك حكومة أندونيسيا.....
٢١٣	صكوك شركة المراعي.....
٢١٥	دور الهيئات الشرعية في إصدارات الصكوك.....
٢٢٣	ثبات المصادر والمراجع.....
٢٣١	فهرس الموضوعات.....





صُكُوكٌ الْمَوْلَى لِلَّهِ سِرِّ الْمِيرَةِ

فِنَالِكَابِر

فيه باقةً من أهم القضايا التي تخُصُّ المُهتمين بصكوك التمويل الإسلامية؛ من حيث التعريفُ بها وبأهمِّ قضاياها، الدائرة في محيط المختصين والمهتمين بهذا النوع من الأوراق المالية، والفرق بين إصدار الصكوك والتصكيك، والفرق بين الصكوك والسنادات، والتعریف بأسواق الصكوك والمستثمرين في الصكوك، ومراحل إصداره، والأطراف المشاركة في عملية إصدار الصكوك، والصكوك بحسب هيكل الإصدار، وبحسب صيغ العقود، وبحسب جهة الإصدار، مع الإشارة إلى الجوانب القانونية في عملية إصدار الصكوك وأمثلة على الأحكام القضائية، وغير ذلك من القضايا المهمة لذوي الشأن من المستثمرين في هذا المجال.

الناشر

ردمك: ٩٧٨-٦٠٣-٨١٨١-٣٠-



دار الميمان
DarAlMaiman

هاتف: +966 11 4627336

فاكس: +966 11 4612163

جوال: +966 566405291

موقعنا على الإنترنت: www.DarAlMaiman.com

البريد الإلكتروني: info@DarAlMaiman.com

تابعوا جيدتنا على: [f](https://www.facebook.com/DarAlMaiman) [i](https://www.instagram.com/DarAlMaiman/) [y](https://www.youtube.com/DarAlMaiman) [t](https://www.twitter.com/DarAlMaiman) [l](https://www.linkedin.com/DarAlMaiman) DarAlMaiman

