

من الهياكل المدعومة بالأصول إلى الهياكل المخففة الدعم بالأصول:  
التاريخ المعقد للصكوك  
رفيع حنيف<sup>١</sup>  
ترجمة محمود مهدي

**ملخص:**

تسعى هذه الورقة إلى تتبع تطور سوق الصكوك من خلال دراسة حالات محددة. تبدأ الورقة بمناقشة نشأة الصكوك كهيكل تمويلي مدعوم بالأصول تكون في ظله لحاملي الصكوك حقوق ملكية في الأصول الداعمة، ثم تتناول الورقة تحوُّل الصكوك إلى هيكل تمويلي مبني على الأصول يصبح في ظله حاملو الصكوك في نفس درجة الدائنين غير ذوي الضمانات. وتنتقل الورقة بعد ذلك إلى الحديث عن ظهور الصكوك المخففة الدعم بالأصول حين أصبح متطلب دعم الصكوك بالأصول المحسوسة يُستوفى بالحد الأدنى. وتناقش الورقة أيضاً المخاوف الشرعية التي تثار حول هياكل الصكوك المخففة الدعم بالأصول.

**الكلمات الأساسية:** الشريعة، الصكوك، مدعومة بالأصول (Asset-backed)، مبنية على الأصول (Asset-based)، مخففة الدعم بالأصول (Light-assets).

**مقدمة:**

يمكن تعريف الصكوك عموماً بأنها شهادات قابلة للتحويل تمثل حصة في ملكية أصول أو أعمال استثمارية، وتمكّن حاملها من تلقي عائدات ثابتة في فترات محددة، واسترداد القيمة الكاملة للصكوك عند حلول أجل استحقاقها. على أنّ على المرء أن يلاحظ التمييز بين الصكوك المدعومة بالأصول، والصكوك المبنية على الأصول، حيث أضحي ذلك التمييز ينتشر في الأسواق على نحو

---

<sup>١</sup> . ربيع حنيف يشغل في الوقت الراهن منصب المدير العام لشركة المساهمة العامة المحدودة فجر لرأس المال (Fajr Capital plc)، وهو أيضاً زميل بحث لدى الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية في التمويل الإسلامي (The International Shari'ah Research Academy for Islamic Finance)، ويمكن الاتصال به عبر البريد الإلكتروني عن طريق العنوان التالي: [rafe.haneef@fajrcapital.com](mailto:rafe.haneef@fajrcapital.com)

مضطرد. وقد نشرت وكالات التصنيف<sup>١</sup> بعض البحوث المتعلقة بهذا التمييز، ولعل مما ينبغي بيانه التعريف التالي لموديز (Moody's):

"في حال الصكوك المدعومة بالأصول يتمتع المستثمرون بدعم من الأصول، ويستفيدون من إحدى صيغ الضمان أو رهن الأصول ولذلك فهم في وضع تفضيلي مقارنة بالدائنين غير ذوي الضمانات. أي أنه إذا أحرر المُصدِر السداد أو أصابه الإعسار، استطاع حاملو السندات استعادة أموالهم عبر الاستيلاء على الأصول، ومن ثم الحصول على حقوقهم من قيمتها. ويتطلب الأمر أيضاً وجود عنصر عمليات التسديد - البيع الحقيقي، وبُعد احتمال الإفلاس، والزامية السند.

أما في حال الصكوك المبنية على الأصول فإن المنشئ يتعهد بشراء الأصول من المصدر حين يحل أجل الاستحقاق أو عند وقوع ظرف إلغاء مبكر يتم تعريفه مسبقاً، بمبلغ مساوٍ لمقدار سداد الأصل "principle". وفي ظل مثل هذا التعهد بالشراء تصبح القيمة السوقية الحقيقية للأصول المعنية (أي محفظة الأصول) لا صلة لها بحاملي السندات، إذ أن قيمة الشراء قد حُدِّت بمقدار قيمة السندات. وعندئذٍ لا تكون لحاملي السندات حقوق خاصة على الأصول ويصبح اعتمادهم الكلي على الملاءة الائتمانية للمنشئ وقدرته على السداد إما من موارده الداخلية، أو من خلال قدرته على إعادة التمويل. وهكذا، فإن عجز المنشئ عن الوفاء بالتزامه بشراء الأصول فليس ثمة وضع تفضيلي لحاملي السندات مقارنة بغيرهم من الدائنين، كما أنهم ليسوا في وضع أضعف مقارنة بأي دائن غير ذي ضمان آخر يشدد على أهمية اعتبار التعهد بالشراء في نفس درجة أي سند مما لدى المنشئ من سندات الدين الممتازة غير المضمونة" (فيليب لوتر - Phillip Lotter - وآخرين، ٢٠٠٧م، ص ٥ - ٦).

وتحاول هذه الورقة تتبع التطورات السوقية لهيكل الصكوك من "الدعم بالأصول" إلى "البناء على الأصول"، ثم إلى "الدعم المخفف بالأصول". وفي هذا الصدد تبين الورقة كيف أن متطلب وجود أصول محسوسة لدعم هيكل الصكوك أضحى بدرجة مخففة مع مرور الزمن حين أصبحت المعايير الشرعية أكثر تيسيراً في تفاسيرها المتعلقة بهذه الهياكل. ثم تناقش الورقة بعد ذلك ظهور الصكوك المبنية على الأصول و"صكوك الأصول المختلطة". ومن ثم تتناول

<sup>١</sup> . مما يثير الاهتمام أن معيار مجلس الخدمات المالية الإسلامية الخاص بمتطلب كفاية رأس المال للصكوك وصفقات التسديد والاستثمار العقاري (معيار مجلس الخدمات المالية الإسلامية رقم ٧) الصادر في يناير ٢٠٠٩م يعرف الصكوك المدعومة بالأصول بأنها أداة تلي متطلب أجهزة التصنيف المتعلقة بالهياكل المدعومة بالأصول.

الورقة ميلاد "الصكوك المخففة الدعم بالأصول" والمسائل الشرعية المرتبطة بها.

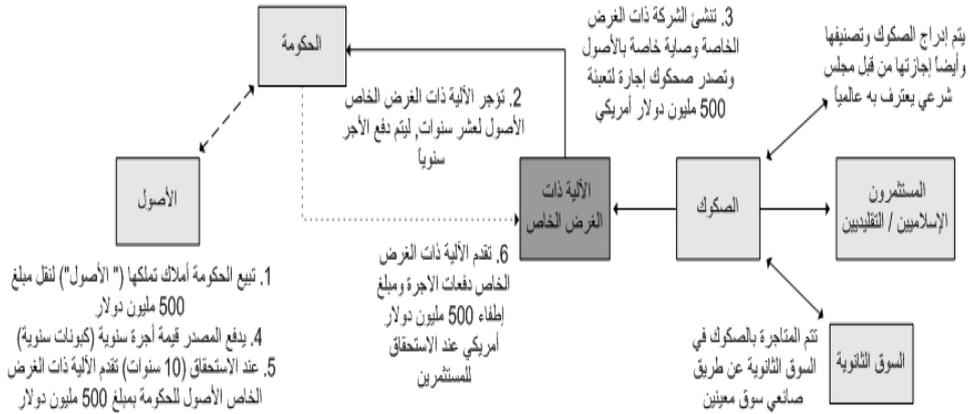
### مفهوم الصكوك كأوراق مالية مدعمة بالأصول:

بالرغم من أن مفهوم الصكوك قد نوقش في أدبيات الصناعة المالية الإسلامية منذ ما يربو عن عقد من الزمان، إلا أن النموذج الأولي الحديث للصكوك عرض أول مرة في عام ٢٠٠٠م، في الندوة السنوية الحادية عشرة للبنك الإسلامي للتنمية<sup>١</sup>. وقد قُدِّم الهيكل التالي ليعين الحكومات والشركات على الاستفادة من موارد أسواق رأس المال الإسلامية عن طريق إصدار الصكوك<sup>٢</sup>.

الشكل رقم (١): تعبئة الموارد عن طريق الأدوات المالية الإسلامية في الدول الأعضاء بالبنك الإسلامي للتنمية

<sup>١</sup> مما يثير الاهتمام أن الصكوك ومفردها صك ليست اختراعاً محدثاً ينسب إلى الصناعة المالية الإسلامية. فقد عرف العالم الإسلامي مفهوم الصكوك منذ فجر الحضارة الإسلامية. وقد سجل الإمام مالك الوقائع التاريخية الأولى للصكوك في مؤلفه الشهير الموطأ. وجاء في الموطأ أنه في القرن الأول بعد الهجرة كان حكام بني أمية يدفعون رواتب الجنود والعاملين بدواوين الدولة نقداً وعيناً. وكانت المدفوعات العينية في هيئة صكوك بضائع (أنظر كمالي "Kamali"، ٢٠٠٧م؛ أنس بن مالك، الموطأ، ٢٠٠٠م، ٢٩٦). وكان يحق لحاملي الصكوك تقديمها حين يحل أجل استحقاقها إلى الخزانة وتلقي مقدار معين من السلع، يكون عادة من الحبوب. وقد درج بعض حاملي الصكوك على بيعها لغيرهم بالنقد قبل حلول أجل الاستحقاق. وبالرغم من أن هذه التجارة كانت موضع تساؤل لدى بعض علماء ذلك العهد، إلا أنها تُظهر أن مفهوم صكوك البضائع كأداة قابلة للتداول كان معروفاً لدى العالم الإسلامي منذ عهد بعيد.

<sup>٢</sup> قدم هياكل الصكوك إقبال خان الذي كان في ذلك الوقت مديراً لـ Amanah Finance, HSBC Investment Bank plc في لندن، وكان المؤلف مسؤولاً عن تطوير أعمال الصكوك لبنك HSBC. أنظر: خان "Khan"، ٢٠٠٠م. أو للاطلاع على نقاش أكثر تفصيلاً حول الصكوك أنظر: حنيف، رفيع "Haneef, Rafe"، ٢٠٠٥م.



يتطلب هيكل صكوك الإجازة الذي قُدِّم قيام الشركة ببيع أصول عينية<sup>١</sup> معينة لآلية أو شركة ذات غرض خاص (Special Purpose Vehicle)، ثم تتم إعادة تأجير الأصول من قبل الشركة ذات الغرض الخاص للشركة البائعة لعدد محدد من السنوات. وتصدر الشركة ذات الغرض الخاص صكوكاً للمستثمرين لجمع الأموال المطلوبة لدفع قيمة الأصول العينية للشركة البائعة. وتتسلم الشركة البائعة قيمة ما باعت من أصول في وقت إصدار الصكوك، وتقوم بدفع الأجرة الدورية، كل ستة أشهر كما في المعتاد، للشركة ذات الغرض الخاص طوال مدة الإجازة. فتقوم الشركة ذات الغرض الخاص بتوزيع ما تتلقى من أجرة دورية كمدفوعات لقسائم الصكوك على غرار مدفوعات كبنونات السندات. وعند حلول أجل الاستحقاق تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بإعادة بيع الأصول للشركة البائعة الأولى بسعر البيع الأساسي وليس بالقيمة السوقية أو القيمة العادلة، ومن ثم تعود الأصول إلى الشركة. وتقوم بعد ذلك الشركة ذات الغرض الخاص بدفع قيمة البيع التي تتلقاها من الشركة البائعة الأولى لحاملي الصكوك فيتم إطفاءها. ونظراً لأن دفع الأجرة الدورية وقيمة استعادة الأصول عند الاستحقاق هما الالتزامين المباشرين للشركة، فإن نسق المخاطرة والعائد للصكوك يشبه نسق المخاطرة والعائد الخاص بالسندات التقليدية. وقد اتاح هذا إمكانية تسعير الصكوك بالقيمة التعادلية للسندات التقليدية.

<sup>١</sup> تشمل الأصول العينية على سبيل المثال المباني، والمصنع والماكينات، والأصول المنقولة كالطائرات، والسفن، والمعدات، والأموال العقارية، كما تشمل أيضاً حقوق ملكية فكرية معينة.

وبالرغم من أن هيكل الصكوك، ونسق مخاطرها وعائداتها، ومسوغات تسعيرها تتسم بالوضوح والجاذبية، إلا أن الحكومات والمؤسسات واجهت عدة تحديات أساسية في إصدار الصكوك. ومن بين تلك التحديات عدم وفرة الأصول المناسبة التي يمكن تأسيس صفقات الإجارة عليها. وقد أظهرت معظم الحكومات ترددها أمام التخلي عن الأصول العامة توجساً من أن يؤدي التخلص من الأصول العامة ببيعها للمستثمرين الأجانب إلى مشاعر سلبية على الصعيد العام. ومن ثم آثرت تلك الحكومات مسار السندات التقليدية الذي لا يتطلب منها التخلص من أية أصول عامة<sup>١</sup>. أما الشركات من الناحية الأخرى، فهي إما خالية الوفاض من الأصول المناسبة، أو أن ما لديها من الأصول لا يكفي، أو سبق رهنه، أو أن تصرفها في الأصول على النحو المراد سيجعلها عرضة للضرائب التحويلية. ولذا، فإن صكوك الإجارة بالرغم من قابليتها للتطبيق من حيث الهيكل والجانب القانوني لم تحظ كمنتج بكثير من الاهتمام في العالم الإسلامي منذ البداية. وأخيراً أقدمت مملكة البحرين في عام ٢٠٠١م على اختبار مجال الصكوك بطرح إصدارها الافتتاحي من صكوك الإجارة في السوق المحلية<sup>٢</sup>. وكان حجم الإصدار ٢٥٠ مليون دولار أمريكي وأجله خمس سنوات. وقد حملت الصكوك قيم إيجارية لستة أشهر تم تثبيتها عند إنشاء الإجارة، ودفعت في هيئة متأخرات خلال مدة الإجارة. ودُعمت الصكوك بأصول حكومية بقيمة ٢٥٠ مليون دولار أمريكي. وكان إصدار صكوك البحرين معلماً بارزاً في مسار التمويل الإسلامي إذ أنه بشرّ بفجر سوق الصكوك الإسلامية. كما أن ذلك الإصدار أظهر للحكومات الإسلامية الأخرى أن بيع الأصول الحكومية بغرض إصدار الصكوك سوف لن يقابل بنظرة سلبية على الصعيد العام. ومهما يكن، فإن توثيق الصكوك البحرينية لم يستوف المعايير العالمية للسندات، ولم يصنف أو يدرج في أسواق الأوراق المالية أو يخضع للتسوية لدى أية غرفة للمقاصة. ولذلك فقد كان أغلب الاكتتاب في تلك الصكوك من قبل المستثمرين المحليين.

وبعد ذلك، قامت شركة كومبولان غوثير بيرهاد (Kumpulan Guthire Berhad) وهي شركة مساهمة عامة مدرجة في البورصة الماليزية، وتعمل في الزراعة والبناء والتشييد، قامت بإصدار صكوك إجارة. فقد طرحت الشركة إصداراً بمبلغ ١٥٠ مليون دولار أمريكي ومعدل عائد معوم، مع تقسيم أجل الإصدار

<sup>١</sup>. أصدرت عدة دول أعضاء بمنظمة المؤتمر الإسلامي سندات تقليدية، ومن بين تلك الدول جمهورية باكستان الإسلامية، والجمهورية الإسلامية الإيرانية.

<sup>٢</sup>. في عام ٢٠٠٠م كانت مملكة البحرين أول من أصدر صكوك السلم المبتكرة غير أن السندات لم تكن على أية حال قابلة للتداول، ولم تعتبر بديلاً إسلامياً لإصدارات الصكوك التقليدية.

بحيث أصبحت ٥٠ مليون دولار أمريكي بأجل ثلاث سنوات، و ١٠٠ مليون دولار أمريكي بأجل خمس سنوات. ودُعِم الإصدار بقطع أرض في ماليزيا تزيد قيمتها عن ١٥٠ مليون دولار أمريكي. وخلافاً للصكوك البحرينية فقد وُثِّقَت صكوك غوثير (Guthire) وفق المعايير العالمية المعتمدة (U. S. Regulation S Format) وسُجِّلت في سوق لبوان الدولية للأوراق المالية (Labuan International Financial Exchange). ومهما يكن فإن صكوك غوثير (Guthire) لم تخضع للتصنيف لدى وكالات التصنيف العالمية الرائدة مثل موديز (Moody's) وإستاندرد آند بورز (Standard and Poor's) و فيتش (Fitch) كما لم تخضع للتسوية لدى أية غرفة للمقاصة. وكما كان الحال مع الصكوك البحرينية لم تحقق صكوك غوثير (Guthire) أيضاً أي توزيع واسع النطاق في أسواق رأس المال العالمية.

#### ميلاد الصكوك المبنية على الأصول:

لقد أبدت ماليزيا - حين فرغت من تطوير سوقها المحلية للسندات الإسلامية - توقاً إلى المساعدة في إنشاء السوق العالمية للسندات الإسلامية. وفي عام ٢٠٠٢م صنع اتحاد ماليزيا تاريخاً حين أصدر أول صكوك إسلامية عالمية جمعت بين صيغتي (U. S. Regulation S) و (Rule 144A) المستخدمتين في السندات العالمية التقليدية. وكانت صكوك الإجارة الماليزية أول صكوك تدرج في سوق الأوراق المالية في لوكسمبورج (Luxembourg Stock Exchange)، وتصنف من قبل إستاندرد آند بورز (Standard & Poor's) وموديز (Moody's). وقد طُرِح الإصدار البالغة قيمته ٦٠٠ مليون دولار أمريكي على المستوى العالمي للمستثمرين الإسلاميين والتقليديين، بما في ذلك الكيانات المؤسسية المؤهلة للشراء في الولايات المتحدة الأمريكية. وحظي الإصدار بنجاح ضخم، وفاق الاكتتاب الفعلي ضعف الحد الأقصى المستهدف. وتُعد الصكوك الماليزية تطوراً ذا أهمية لأنها نجحت في وصل مفهوم صكوك الإجارة بالممارسات التقليدية للسندات كالإدراج في أسواق الأوراق المالية، والتصنيف، والصفقات ذات القيود المحاسبية الإلكترونية (Dematerialized Scripts)، والمقاصة الممركزة (Centralized Clearance).

ودُعِمَت الصكوك الماليزية بأصول حكومية تبلغ قيمتها ٦٠٠ مليون دولار أمريكي تشمل المباني الإدارية، والمستشفيات والمؤسسات الأكاديمية. غير أن هيكل تلك الصكوك المدعومة بالأصول أسفر عن عائق قانوني أساسي لاتحاد ماليزيا. فعلى النقيض من حال صكوك مملكة البحرين وصكوك غوثير (Guthire) كان اتحاد ماليزيا قد أصدر قبل وقت وجيز سندات عالمية ظل جزء

منها غير مُطفاً حتى عام ٢٠٠٢م. وكل الصكوك العالمية تخضع لتعهد سلبي يمنع مصدري تلك السندات من إصدار أي سند لاحق غير متساوٍ (من حيث الضمان) مع السندات غير المضمونة القائمة<sup>١</sup>. ولما كانت جميع السندات الماليزية العالمية غير مضمونة، فقد اعتُبر الإصدار المقترح للصكوك خرقاً مباشراً لشرط التعهد السلبي نظراً لأن الصكوك ستكون مدعمة بملكية الأصول المصدرة على أساسها. وبذلك أصبحت الصكوك عملياً سندات مضمونة وستحظى بالأولوية على سائر السندات غير المضمونة لاتحاد ماليزيا. ونُصح اتحاد ماليزيا بعدم المضي في إصدار الصكوك إلى أن يتم إطفاء كل الصكوك غير المحصلة. وعندئذٍ أصبحت سوق الصكوك في وضع يشبه التوقف التام<sup>٢</sup>. وبمساعدة قلة من علماء الشريعة المميزين استطاع اتحاد ماليزيا العثور على حل محكم لتفادي خرق التعهد السلبي. وتم التوصل إلى هيكل معدل حصل في ظله حاملو الصكوك على ملكية الانتفاع<sup>٣</sup> بالأصول بعد وضعها في يد وصي (Trustee) طوال مدة الصكوك. ويوافق هذا الحل المتطلب الشرعي المتعلق بملكية الأصول في ظل مبادئ الإجارة. فإذا تأخر اتحاد ماليزيا في السداد، أصبح ليس كل ما يملكه وصي الصكوك من حق الرجوع على الأصول هو فقط إعادة الأصول إلى اتحاد ماليزيا والمطالبة بالدفع. ولا يملك وصي الصكوك سلطة الاحتفاظ بالأصول، أو بيعها لأي طرف آخر. وعند تخلي وصي الصكوك

<sup>١</sup> الشرط الذي ينص على التعهد السلبي يكون في المعتاد على النحو التالي: "طوال بقاء أية شهادة من الشهادات غير محصلة تعهد المصدر بالأداء يضمن أية مديونية من مديونياته الحالية والمستقبلية الناشئة عن نقود مستدانة، بأي نوع من أنواع الضمان الرهن، أو تعهد، أو مطالبة، أو أية مصلحة ضمانية أخرى، تترتب على أي أصل من أصوله الحالية والمستقبلية، أو ممتلكاته، أو دخله (عدا ما ينشأ عن عمل القانون)"

<sup>٢</sup> وثمة حديث شريف رواه أبو هريرة رضي الله عنه يذكرنا بتفاهم مشكلات الربا في مجتمعاتنا. فقد روى أبو هريرة رضي الله عنه عن النبي صلى الله عليه وسلم أنه قال: "سيأتي زمان على أمتي يكثر فيها التعامل بالربا ومن يحاول اجتنابه لا يسلم من غباره". هذا الحديث رواه أحمد وأبو داود والنسائي وابن ماجه (٢٠٠١م). وفي الحالة الماليزية قيدت السندات الربوية يدي ماليزيا فلم تتمكن من الحصول على تمويل متوازن مع أحكام الشريعة.

<sup>٣</sup> في اختصاصات القانون العام عندما يقوم المشتري بدفع العوض الكامل للأمالك العقارية، يصبح البائع مجرد وصي، والمشتري مالك للانتفاع بالأرض. والبائع، لكونه مجرد وصي، لا يستطيع التصرف في الأرض لشخص آخر دون الحصول على موافقة مالك الانتفاع. وفي نظر القانون يُعتبر مالك المنفعة هو المالك الحقيقي الذي يملك سلطة امتلاك الأرض والتصرف فيها. وهذا هو ذات الوضع في ظل الشريعة حيث لم يكن هنالك نظام لتسجيل الأراضي في الماضي. وفي الاختصاصات القضائية حيث توجد نظم لتسجيل الأراضي يطالب المشتري البائع بتسجيل الأرض في اسم المشتري لحماية حقوق المشتري من أي طرف ثالث قد يدعي أية مصلحة في أصول الأرض المقبوضة وصاية من قبل البائع. ومثل هذا التسجيل يحول أيضاً دون إقدام البائع قسراً أو إفساداً (وهو مجرد وصي) بنقل ملكية الأرض إلى طرف ثالث. وعند التسجيل يصبح المشتري (كمالك للانتفاع) المالك القانوني.

عن الأصول لاتحاد ماليزيا يعامل حاملو الصكوك قانوناً كدائنين غير ذوي ضمانات. ولذلك لا يُعتبر الهيكل المعدل للصكوك هيكل سندات مدعمة بالأصول بالرغم من أن الصكوك مصدرّة على أساس أصول. وعرفت الصكوك الماليزية في السوق بالسندات المبنية على الأصول<sup>١</sup>. وأصبحت الصكوك مبنية على أصول متوائمة مع الأحكام الشرعية ولكن حاملها يستطيعون التخلص منها إلى المؤجّر فقط لا لسواه. ولم يكن ذلك حلاً مثالياً لدى الكثير من المراقبين، ولكنه الحل الوحيد الممكن في ظل الظروف السائدة.

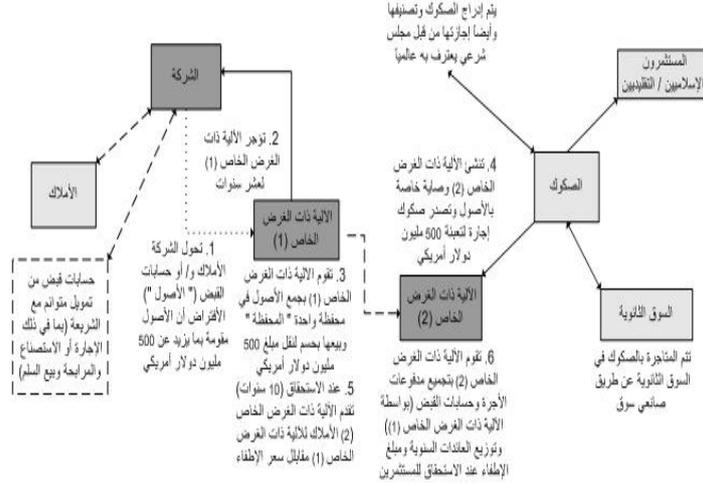
واليوم، تكاد تكون الصكوك جميعها مبنية على الأصول. أي يكون للصكوك أصول أساسية متوائمة مع المتطلبات الشرعية ولكن حاملها الصكوك لا يملكون أية مصلحة ضمانية في تلك الأصول. وتعامل مثل هذه الصكوك على أساس أنها سندات ممتازة غير مضمونة مثل السندات التقليدية غير المضمونة.

### فجر صكوك "الأصول المختلطة":

عند ميلاد الفكرة الأولى للصكوك في نوفمبر ٢٠٠١م كان من المتوخى كذلك ألا تمتلك كافة الشركات المُصدّرة أصول عينية كافية ومتوائمة مع المتطلبات الشرعية لاستخدامها في صفقات الإجارة. ومن ثم اقترح الهيكل التالي للشركات المُصدّرة التي كانت لديها حسابات قبض وأصول عينية متوائمة مع متطلبات الشريعة.

الشكل رقم (٢): تعبئة الموارد من قبل الشركات، عن طريق أدوات التمويل الإسلامية، في الدول الأعضاء بالبنك الإسلامي للتنمية

<sup>١</sup>. في إصدار صكوك غوثير (Guthire) البالغة قيمتها ١٥٠ مليون دولار أمريكي كان لحاملي الصكوك حق الرجوع على أصول الصكوك بما في ذلك تصفية الأصول في حال تأخير غوثير (Guthire) للسداد. كما أن إصدار صكوك البحرين البالغة قيمتها ٢٥٠ مليون دولار أمريكي يمنح ضمناً مثل هذا الحق لحاملي الصكوك، بالرغم من أن توثيقها القانوني ذي الصيغة البائسة يبدو واهي الدلالة في هذا الصدد. ولذلك تعتبر صكوك هذين الإصدارين سندات مدعمة بالأصول بصورة واضحة.



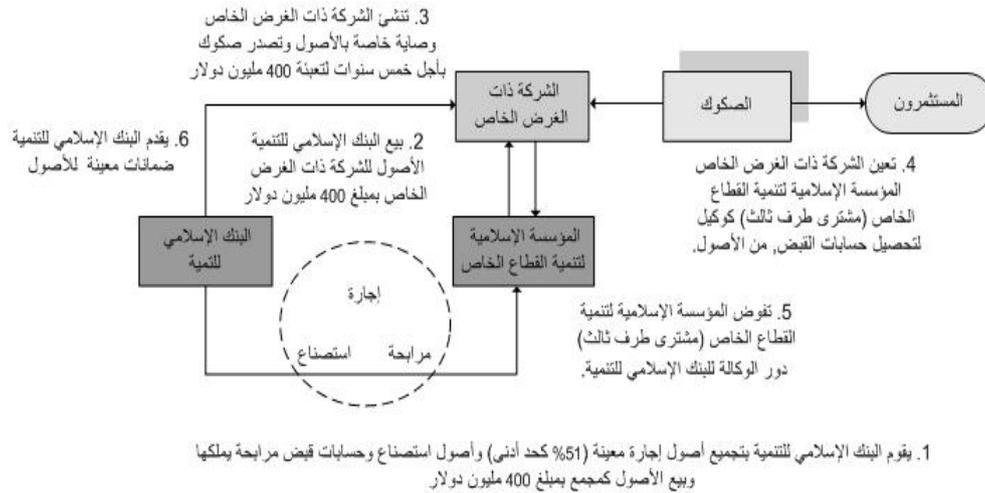
وقد تطلب الهيكل المبين أعلاه من الشركة القيام ببيع الأصول العينية وحسابات القبض معاً للشركة ذات الغرض الخاص، التي تقوم بإعادة تأجير الأصول العينية للشركة البائعة. ثم تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بجمع حسابات القبض والأصول العينية (المعاد تأجيرها للشركة البائعة) في محفظة واحدة وبيع المحفظة بكاملها لشركة ذات غرض خاص ثانية. ومن ثم تصبح الشركة ذات الغرض الخاص الثانية قابضة للمحفظة على أساس الوصاية وتصدر السكوك للمستثمرين. ويعامل حاملو السكوك من الناحية القانونية كمستفيدين من محفظة الوصاية وهذا يلبي المتطلب الشرعي الخاص بالملكية. وبالرغم من أن حسابات القبض وصيغ الديون الأخرى لا تحال إلا بنفس قيمتها وفق مقتضى الشريعة، إلا أن حسابات القبض إذا خُطت بالأصول العينية في محفظة واحدة يمكن بيع المحفظة كلها بأي سعر كان<sup>١</sup>. ولذلك تمت الهيكلة المختلطة على أساس مفهوم الخُطة<sup>٢</sup>. والشرط الرئيس لمثل هذه المحفظة هو غلبة نسبة الأصول العينية على حسابات القبض. ومن الفقهاء من قال بالأقل تقل نسبة الأصول العينية عن ٥١%، ومنهم من أصر على شرط عدم نقصانها عن ثلثي المحفظة.

<sup>١</sup> إذا كان هنالك شيء مكون من مادتين إحدهما محرمة يمكن من الناحية الشرعية اعتبار ذلك الشيء غير محرم في النظر الشرعي إذا كانت كمية المادة المحرمة ضئيلة. فعلى سبيل المثال، إذا كان هنالك خاتم مصنوع من الذهب والفضة، يجوز للرجل المسلم لبسه إذا كانت كمية الذهب في الخاتم ضئيلة. وثمة خلاف في وجهات نظر الفقهاء فيما يتعلق بالكمية التي تعتبر "ضئيلة". ويرى معظم الفقهاء أن المادة المحرمة تعتبر ضئيلة إذا كانت نسبة المادة غير المحرمة لا تقل عن ٥١%.

<sup>٢</sup> اتخذ بعض فقهاء الحنفية نهجاً أكثر تيسيراً فيما يتعلق بمبدأ الخُطة، حيث لم يضع هؤلاء الفقهاء نسبة ثابتة أو كمية، بل تركوا الأمر للبت فيه، كل حالة على حدة. ومن ثم قد توجد ظروف تعتبر في ظلها الخُطة الكلية غير محرمة حتى إذا زادت نسبة المادة المحرمة عن ٤٩%.

وفي عام ٢٠٠٣م اغتتم البنك الإسلامي للتنمية الفرصة ليختبر جدوى الهيكل القائم على "الأصول المختلطة" فأصدر بنجاح صكوكاً بقيمة ٤٠٠ مليون دولار أمريكي. وكما هو حال سائر المؤسسات المالية فإن لدى البنك الإسلامي للتنمية القليل من الأصول العينية والكثير من حسابات القبض المتوائمة مع الشريعة، مقيدة في دفاتره. فكان أسلوب الهيكل القائم على "الأصول المختلطة" هو الحل الوحيد المجدي للبنك الإسلامي للتنمية إذا شاء النجاح في إستراتيجيته لتعبئة الموارد. وقد تمت هيكله صكوك البنك الإسلامي للتنمية على النحو التالي:

الشكل رقم (٣): أسلوب البنك الإسلامي للتنمية في إصدار صكوك "الأصول المختلطة" صكوك بمبلغ ٤٠٠ مليون دولار أمريكي، للبنك الإسلامي للتنمية: نسبة ٥١% من الأصول كحد أدنى



في صكوك البنك الإسلامي للتنمية، اشتملت المحفظة المختلطة على أصول إجارة تشكل ٦٥,٨% من حجم المحفظة (بالرغم من أن الحد الأدنى المطلوب هو ٥١%) وحسابات قبض لعمليات مرابحة واستصناع تشكل ٣٤,٢%.

١. أنظر نشرة الإصدار النهائي بتاريخ ١٢ أغسطس ٢٠٠٣م، ص ١١ "في حين أن تحويل المصالح في عقود المرابحة وعقود الاستصناع في حد ذاتها أمر غير جائز شرعاً في عمومه، سيحتوي المجمع المقترح على ما لا يقل عن ٥١% من عقود الإجارة (والأصول المرتبطة بها). وبذلك يصبح تحويل المجمع الكامل مشتملاً على مثل هذه المصالح في عقود المرابحة وعقود الاستصناع أمراً مشروعاً. إضافة إلى ذلك، يجب على البنك الإسلامي للتنمية عقب تاريخ الإقفال أن يبيع للمؤسسة الإسلامية لتنمية القطاع الخاص وتبيع المؤسسة الإسلامية لتنمية القطاع الخاص للوصي أصولاً جديدة كافية مثبتة بعقود إجارة، وقد قام الوصي

وكانت أصول الإجارة التي تشكل نسبة ٦٥,٨% من المحفظة تتكون من أصول عينية محددة يملكها البنك الإسلامي للتنمية ومؤجرة لأطراف أخرى متعددة. ولما كانت أصول الإجارة يمكن تحويلها من قبل البنك الإسلامي للتنمية بحرية بأي سعر، فقد تمكن البنك من تحويل حسابات القبض أيضاً من خلال خلط حسابات القبض الخاصة بعمليات المراجعة والاستصناع (الدَّين) مع أصول الإجارة (العين).

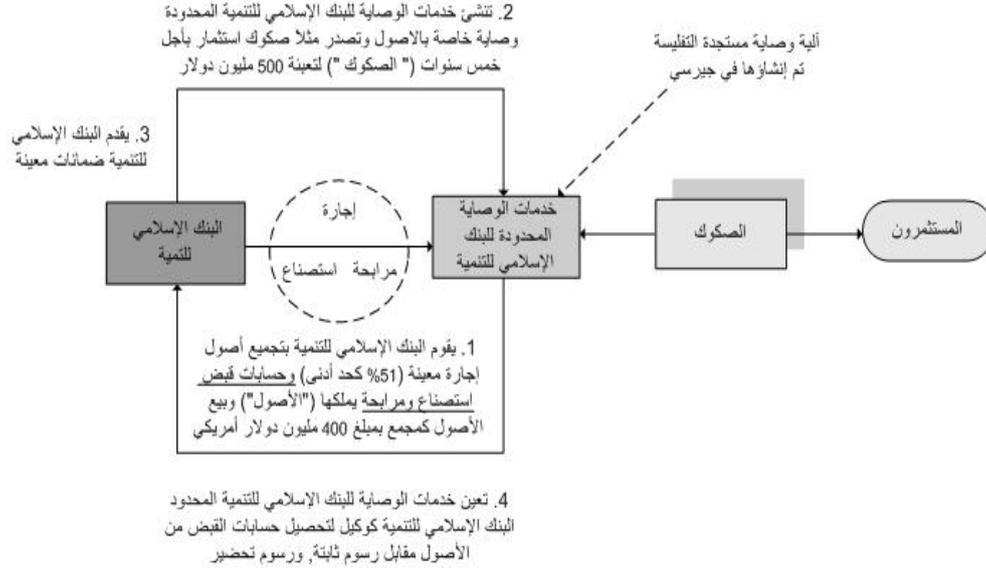
وقد حظيت صكوك البنك الإسلامي للتنمية باستقبال حسن في السوق، واكتتب فيها المستثمرون الإسلاميين والتقليديين. وبعد مضي بضع سنوات ارتاد البنك الإسلامي للتنمية السوق مرة أخرى وبدا هذه المرة كما أن لديه قدرأ أقل من الأصول العينية لمزجها في المحفظة المختلطة. ذلك لأن البنك الإسلامي للتنمية أراد خفض نسبة أصول الإجارة من ٦٥,٨% إلى ٣٠%. ويبدو أن العلماء جنحوا إلى مزيد من التيسير في مبدأ الخلطة. وسُمح للبنك الإسلامي للتنمية ببيع محفظة مختلطة تحتوي على ٣٠% فقط من الأصول العينية. وتمت هيكلة الصكوك التي أصدرها البنك كما في الرسم البياني التالي:

بالدخول في ترتيبات للاحتفاظ بما لا يقل عن ٥١% من أصول المجمع كعقود إجارة (والأصول المرتبطة بها). ومهما يكن، وفي ظروف استثنائية فإن نسبة عقود الإجارة (والأصول المرتبطة بها) قد تنخفض لفترة مؤقتة إلى نسبة أدنى هي ٢٥% من أصول المجمع، وسوف يضمن الوصي عدم نقصان نسبة الأصول المثبتة بعقود الإجارة عن ٢٥% من الأصول غير المستردة التي يملكها الوصي في أي وقت. وإذا انخفضت نسبة الأصول المثبتة بعقود الإجارة في أي وقت عن نسبة ٢٥%، سيعني ذلك حدوث واقعة مفضية إلى التصفية، وسيصبح البنك الإسلامي للتنمية بموجب تعهده المستقل ملزماً بشراء كل الأصول المملوكة من قبل الوصي، وفق الشروط الواردة في حجة التعهد".

١. أنظر نشرة الإصدار النهائي بتاريخ ٢٣ مايو ٢٠٠٥م، ص ٧، "بقرار من رئيس البنك الإسلامي للتنمية سوف ينشئ البنك محفظة للأصول (المحفظة)، منفصلة عن أية أصول أخرى للبنك الإسلامي للتنمية، وذلك لكل سلسلة من شهادات الوصاية المصدرة في ظل البرنامج. وسيكون ما لا يقل عن ٣٠% من كل محفظة من أصول مؤجرة لعملاء معينين للبنك الإسلامي للتنمية بعقود إجارة (ملكية هذه الأصول سيتم تحويلها للمستأجرين في نهاية مدة الإجارة) مقابل أجرة (الأجرة) تتكون من الجزء غير المطفأ من كلفة اقتناء الأصول المؤجرة (الأصل "the principal" –

الإجارة) وجزء متغير أو ثابت (الربح – الإجارة)، بالإضافة إلى مدفوعات أقساط (الأقساط) لعقود مراجعة واستصناع أنشأها البنك مع عملاء معينين. ويشتمل كل قسط من أقساط عقود المراجعة أو الاستصناع على جزءين: (١) الجزء غير المطفأ من كلفة اقتناء الأصول المباعة للعملاء بعقود المراجعة، أو الجزء غير المطفأ من كلفة اقتناء الأصول الخاصة بعقود الاستصناع (الأصل "the Principal") و (٢) الربح (الربح) الذي حُقِّق علاوة على الأصل "the principal" من كل مراجعة أو استصناع مشمول في مثل هذه المحفظة. وبناء على ذلك يمكن بيع أية محفظة أو شراؤها لأنها تشتمل على: (أ) ديون و (ب) أصول عينية تشكل ما لا يقل عن ٣٠% من قيمتها الكلية، ولأن المحفظة قابلة للتمييز ومنفصلة عن أية أصول أخرى خاصة بالبنك الإسلامي للتنمية.

### الشكل رقم (٤): برنامج البنك الإسلامي للتنمية لإصدار الصكوك برنامج الصكوك المصدرة من قبل البنك الإسلامي للتنمية: الأصول ٣٠% فقط

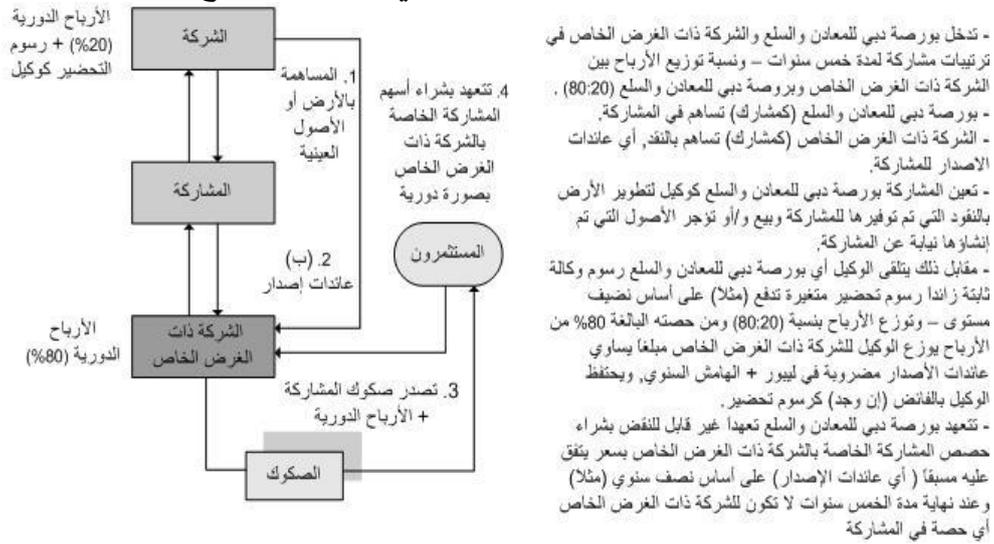


### دقق الصكوك "المخففة الدعم بالأصول":

بالرغم من أن هيكل صكوك "الأصول المختلطة" كان بمثابة دفعة قوية لمؤسسات مثل البنك الإسلامي للتنمية وغيره من المؤسسات المالية الإسلامية الأخرى للاستفادة من موارد أسواق رأس المال عبر الصكوك، وجدت مؤسسات أخرى هيكل الصكوك السائد مقيداً وغير مجد. ويعود ذلك إما لعجز تلك المؤسسات عن الاستجابة لمتطلب نسبة الأصول العينية البالغة ٣٠%، أو عدم امتلاكها حسابات قبض متوائمة مع أحكام الشريعة. وقد كان العديد من تلك المؤسسات في غمار نزعة توسعية تغذيها الطفرة الاقتصادية الهائلة في الشرق

الأوسط. كما كانت تلك المؤسسات راغبة في الاستفادة من السيولة المتاحة في سوق التمويل الإسلامي المطرد النمو، بينما يقيدتها متطلب نسبة الأصول العينية عن إصدار الصكوك. وبمساعدة عدد قليل من علماء الشريعة تم إنشاء هيكل جديد للصكوك وإطلاقه من دبي. وقد سميت الصكوك الجديدة صكوك المشاركة، وتمت هيكلتها كالتالي:

الشكل رقم (٥): الشكل الجديد لصكوك المشاركة  
٣٠٠ مليون دولار لبورصة دبي للمعادن والسلع



في هيكل الصكوك الموضح أعلاه احتاجت بورصة دبي للمعادن والسلع إلى ٣٠٠ مليون دولار أمريكي لتطوير قطعة أرض تملكها. ولذا قامت ومعها الشركة ذات الغرض الخاص بإنشاء مشاركة ساهمت بورصة دبي للمعادن والسلع في رأسمالها مساهمة عينية تمثلت في قطعة أرض بقيمة ٤٨ مليون دولار أمريكي<sup>١</sup>. وقدم المُصدِر مساهمة نقدية في رأسمال المشاركة مقدارها ٣٠٠ مليون دولار أمريكي، وأصدر صكوك المشاركة للمستثمرين للحصول على التمويل المطلوب. وفي مقابل المساهمات في رأس المال خصص لكل مشارك عدد معين من وحدات المشاركة يتناسب مع قيمة مساهمته في رأس المال. وأصبحت وحدات المشاركة تمثل أسهماً في المشاركة. ثم عيّنت المشاركة

<sup>١</sup> . وفق نشرة الإصدار الأولية (قيد الإعداد) بتاريخ ٨ أبريل ٢٠٠٥م، ص ٦١، بلغت القيمة السوقية لقطعة الأرض ١٣٩،٨٣٣،٨٥٦ درهم إماراتي، وكلفة التطوير التي أنفقت عليها ٢٩،٧٣٦،٤٨٤ درهم إماراتي كما في ٢٧ مارس ٢٠٠٥م. وكان مجموع المبلغين يعادل حوالي ٤٨ مليون دولار أمريكي.

بعد ذلك بورصة دبي للمعادن والسلع لاستخدام المساهمة النقدية البالغة ٣٠٠ مليون دولار أمريكي لإنشاء ثلاثة أبراج مكتبية وسكنية على قطعة الأرض وفق خطة أعمال المشاركة. وقد نصت خطة أعمال المشاركة على أن تباع أو تؤجر الوحدات المختلفة في الأبراج الثلاثة بواسطة بورصة دبي للمعادن والسلع للزبائن المحتملين نيابة عن المشاركة<sup>١</sup>. ويستخدم ما يتم الحصول عليه من الإجارة والبيع لدفع التوزيعات الدورية نصف السنوية (كمدفوعات كبونات) والتوزيع الأخير عند حلول أجل الاستحقاق (كدفعة أخيرة للكبونات).  
 وخلافاً لإصدارات صكوك البحرين وماليزيا والبنك الإسلامي للتنمية، لم يتضمن هيكل صكوك بورصة دبي للمعادن والسلع سمة أساسية للإطفاء (بحيث تجري فيه عملية إعادة دفع مبلغ الإصدار الأولي للصكوك لإطفائها). وعوضاً عن ذلك فإن مبلغ الإصدار الأولي للصكوك البالغ ٣٠٠ مليون دولار تم إطفائه على عشرة أقساط قيمة القسط الواحد منها ٣٠ مليون دولار أمريكي دفعت مقابل شراء بورصة دبي للمعادن والسلع، كل ستة أشهر، عُشر<sup>٢</sup> وحدات المشاركة المملوكة من قبل المصدر. وقدمت بورصة دبي للمعادن والسلع تعهداً قانونياً للمصدر ينص على قيامها، كل ستة أشهر، بشراء حصة وحدات المشاركة البالغة قيمتها ٣٠ مليون دولار أمريكي إلى أن يتم تحويل جميع وحدات المشاركة من المصدر إلى بورصة دبي للمعادن والسلع.  
 وقد أثار هيكل الصكوك المبين أعلاه المخاوف الشرعية التالية:  
 هل صكوك المشاركة قابلة للمتاجرة؟

إن أحد المتطلبات الشرعية للمتاجرة في الصكوك بهامش أو حسم من قيمتها الاسمية هو أن تمثل الصكوك أصولاً عينية غالبية. وقد تراوحت غلبة الأصول العينية عبر السنين ما بين ١٠٠% في صكوك البحرين وغوثير وماليزيا،

<sup>١</sup> المصدر المذكور في الحاشية السابقة ص ٧: "سيكون غرض المشاركة هو كسب الربح من استخدام المساهمات في رأس المال في بناء برج Almas، وبرج AU، وبرج AG، أبراج بحيرة جميرة، دبي (ويشار إليها مجتمعة بالأبراج) وبيع الوحدات في الأبراج وتأجير المكاتب والمرافق التجارية في كل برج. وكل ذلك وفق خطة مقدمة من مركز دبي للمعادن والسلع".

<sup>٢</sup> المصدر المذكور في الحاشية السابقة ص ٩: "في كل تاريخ للتوزيع الدوري، سيتلقى حاملو الشهادات، من النقود المحصلة نظير أصول الوصاية، مبلغ توزيع دوري يساوي: دفعة الإطفاء، زائداً:

حاصل (١) لبيور LIBOR لفترة تراكم العائد زائداً الهامش. (٢) ٣٠٠ مليون دولار أمريكي (تمثل مبلغ الأصل الابتدائي للشهادات) ناقصاً القيمة الكلية لكافة دفعات الإطفاء المدفوعة في السابق من قبل المصدر. (٣) عدد أيام فترة تراكم العائد مقسوماً على ٣٦٠ يوماً.  
 ولأغراض ما سبق: تبلغ دفعة الإطفاء ٣٠ مليون دولار أمريكي، وهي عُشر مبلغ الأصل الابتدائي للشهادات.

و ٣٠% في صكوك البنك الإسلامي للتنمية المختلطة الأصول. وإذا قسنا الأمر بالمعيار المستخدم في استثمارات الأسهم الإسلامية فإن مجموع حسابات القبض والنقود في الشركة ينبغي ألا تتجاوز ٣٣% من مجموع الأصول<sup>١</sup>. فإذا كانت نسبة حسابات القبض أو النقود لدى الشركة تتجاوز نسبة ٣٣% من أصولها الكلية، اعتُبرت المتاجرة في أسهم هذه الشركة غير مراعية لأحكام الشريعة. وتبرير هذا الحكم يكمن في أن الشركة التي لديها من حسابات القبض أو النقود ما يتجاوز ٣٣% من أصولها الكلية، تمثل أسهمها في الواقع ديوناً أو نقوداً، ومن ثم لا يمكن، من الناحية الشرعية، تداولها بغير القيمة الاسمية للسهم. وهذا المعيار ينطبق تماماً على الصكوك كأدوات للمتاجرة.

وفي صكوك بورصة دبي للمعادن والسلع كان لدى استثمار المشاركة ما قيمته ٤٨ مليون دولار أمريكي من الأصول العينية، و ٣٠٠ مليون دولار أمريكي من النقود. ولذلك أصبح مجموع أصول الاستثمار ٣٤٨ مليون دولار أمريكي، وأصبحت نسبة النقود في مجموع الأصول حوالي ٨٦% عند الإنشاء. وفي أرجح الاحتمالات تكون النقود قد استُغلت خلال سنتين أو ثلاث بالتزامن مع تقدم إنشاء الأبراج الثلاثة<sup>٢</sup>. وحتى في أكثر الاحتمالات بعداً وهو قيام بورصة دبي للمعادن والسلع (كوكيل للمشاركة) بدفع مبلغ الثلاثمائة مليون دولار بالكامل في يوم واحد لمقاولي الأبراج الثلاثة، ستظل لدى استثمار المشاركة حسابات قبض متعلقة بالأصول تتجاوز قيمتها ٣٣% من مجموع الأصول. ووفقاً لما ورد في نشرة الإصدار، قامت بورصة دبي للمعادن والسلع ببيع ما يزيد عن ٨٠% من برجين مقدماً، قبل إصدار الصكوك. ونظراً لأن كل الحقوق المتعلقة بالأبراج الثلاثة قد تم تحويلها إلى استثمار المشاركة فإن السعر المستحق عن الوحدات التي بيعت مقدماً سيصبح حسابات قبض متعلقة بالأصول خاصة باستثمار المشاركة. وبإجراء عملية حسابية بسيطة سيبدو جلياً أن قيمة حسابات القبض للوحدات التي بيعت مقدماً، وهي تشكل أكثر من ٨٠% من برجين ستتجاوز نسبتها بلا شك ٣٣% من الأصول الكلية.

<sup>١</sup>. أنظر: <http://www.djindexes.com/islamic/index.cfm?go=methodology>. بالرغم من أن معيار داو

جونز للسوق الإسلامية (DJIM) يشترط أعلى متوسط معدل رسمة سوقية للشركة لإثني عشر شهراً، إلا أن هذا المعيار مستخدم فقط لشركات المساهمة العامة المدرجة في أسواق الأوراق المالية، أما المعيار المناسب لشركات الملكية الخاصة واستثمارات المشاركة فهو ٣٣% من الأصول الكلية للشركة أو الاستثمار.

<sup>٢</sup>. نشرة الإصدار الأولى (قيد الإكمال) الصادرة في ٨ أبريل ٢٠٠٥م لم تتطرق البتة إلى فترة استخدام النقود. وسيكون من غير المعتاد استخدام النقود خلال فترة زمنية قصيرة جداً نظراً لطبيعة المنشآت الخاصة باستثمار المشاركة.

وبناء على ذلك، كان ينبغي ألا تتم المتاجرة في صكوك المشاركة بما يتجاوز قيمتها الاسمية، إلا بعد اكتمال إنشاء الأبراج الثلاثة<sup>١</sup>. ولسوء الحظ يبدو أن هذا المتطلب الشرعي المهم قد أُغفل تماماً، وسُمح بالمتاجرة بالصكوك بهامش على القيمة الاسمية أو حسم منها.

هل يجوز لبورصة دبي للمعادن والسلع التعهد بشراء وحدات المشاركة من المصدر بسعر التعادل كل ستة أشهر؟

في ترتيبات المشاركة والمضاربة هنالك قاعدة ثابتة هي ألا يضمن طرف واحد رد الأصل أو حصة الأرباح للشريك الآخر. وتبرير هذه القاعدة هو أن الطرف (أ) مثلاً إذا تعهد بشراء حصة المشاركة الخاصة بالطرف (ب) فإن مساهمة الطرف (ب) في رأس المال تصبح من المنظور الشرعي قرضاً مقدماً من الطرف (ب) إلى الطرف (أ). وإذا تلقى بعد ذلك الطرف (ب) أي ربح من المشاركة عد ذلك من قبيل الربا. فالمتطلب الشرعي القطعي هو أن أية خسارة تقع لاستثمار المشاركة ينبغي تحملها من قبل جميع الشركاء كل بنسبة حصته من رأس المال. ولذلك إذا كانت مساهمة الطرف (أ) تشكل ١٤% من رأس المال وحصة الطرف (ب) تشكل ٨٦% منه، ووقعت خسارة لاستثمار المشاركة مقدارها ١٠٠ دولار، تحمّل الطرف (أ) ١٤ دولاراً من الخسارة، والطرف (ب) ما تبقى منها، أي ٨٦ دولاراً. والشريعة لا تجيز للشركاء الاتفاق على تعديل النسب الخاصة بتحمل الخسارة في ظل أي ظرف كان. فعلى سبيل المثال إذا جرى اتفاق بين الطرفين (أ) و (ب) على أن يتحمل (أ) ٥٠% من الخسارة فإن مثل هذا الاتفاق لا تجيزه الشريعة.

وفي صكوك بورصة دبي للمعادن والسلع، تعهدت البورصة تعهداً غير قابل للنقض بشراء ما قيمته ٣٠ مليون دولار أمريكي من وحدات المشاركة من المصدر بالسعر التعادلي كل ستة أشهر. وكان التعهد قابلاً للإنفاذ قانوناً لصالح المصدر بصرف النظر عما إذا كان استثمار المشاركة قد حقق خسائر أم لا. ودعنا نفترض أن إنشاء الأبراج الثلاثة لم يتم وفق الخطة، أو أن بورصة دبي للمعادن والسلع عجزت عن بيع وحدات الأبراج الثلاثة أو تأجيرها، في مثل هذه الحال قد يصبح استثمار المشاركة عرضة إلى خسائر كبيرة. سيلزم عندئذٍ تحمل مثل هذه الخسائر من قبل شريك واحد هو بورصة دبي للمعادن والسلع. أما المصدر فسوف لن يتحمل أية خسائر إذ أنه يستطيع بيع حصته من وحدات المشاركة لبورصة دبي للمعادن والسلع بالسعر المتفق عليه وبحيث يتم شراء ما

١. نشرة الإصدار الأولي (فيد الإكمال) الصادرة في أبريل ٢٠٠٥م لم تتطرق البتة إلى مسألة المتاجرة، وتمت المتاجرة في الصكوك بهامش في السوق.

قيمته ٣٠ مليون دولار أمريكي من تلك الوحدات كل ستة أشهر، إلى أن يتم تحويل كامل الحصة. لذا فإن التعهد غير القابل للنقض الذي قدمته بورصة دبي للمعادن والسلع ضمن بالفعل للمصدر استعادة المبلغ الكامل الذي ساهم به في أصل استثمار المشاركة. وهذا الترتيب يخالف الجانب الشرعي الأساسي في عقد المشاركة.

ويحتج مناصرو الصكوك الشبيهة بصكوك بورصة دبي للمعادن والسلع (الصكوك المخففة الدعم بالأصول) بأن التعهد غير القابل للنقض جائز شرعاً للأسباب التالية:

بورصة دبي للمعادن والسلع هي التي التمتت بالاستثمار من المُصدِر على أساس خطة الأعمال التي قدمتها.

أفصحت بورصة دبي عن أنها توخت الحِيطَة اللازمة في خطة الأعمال، وأنها واثقة من أن استثمار المشاركة سيتم بنجاح وفق خطة الأعمال.

إذا لم يتم استثمار المشاركة كما كان مخططاً له لأي سبب كان، فإن الافتراض الذي يظل قائماً إلى أن يتم دحضه هو أن مثل ذلك الفشل يعود إلى فشل بورصة دبي للمعادن والسلع في تحري الحِيطَة اللازمة، أو في تنفيذ استثمار المشاركة وفق خطة الأعمال. و

تكون بورصة دبي للمعادن والسلع وحدها هي المسؤولة عن مثل هذا الفشل أو الخسائر، ما لم تقم هي بدحض الافتراض الموضح في الفقرة (٣) أعلاه.

قد يبدو مثل هذا المنطق مقنعاً للوهلة الأولى. لماذا لا تكون بورصة دبي للمعادن والسلع مسؤولة عن فشلها في القيام باستثمار المشاركة وفق خطة الأعمال؟ إن الشريعة تقضي بأن استثمار المشاركة إذا واجه خسارة سببها الوحيد هو إهمال أو تعدي الشريك (أ) مثلاً، يحق تماماً للطرف (ب) مطالبة (أ) بالتعويض الكامل. فإذا أثبت الطرف (أ) - في الغالب أمام القضاء - عدم وجود إهمال أو تقصير من جانبه عندئذٍ فقط يسقط عنه تعويض الطرف (ب) ويجب على الطرفين تحمل الخسارة، كل بحسب حصته في رأس المال.

غير أن إمعان النظر في توثيق الصكوك المخففة الدعم بالأصول يكشف بجلاء ما يلي:

إن المستثمرين في الصكوك لم يطلعوا على خطة الأعمال، وفي الحقيقة قلما يعيرونها أي اهتمام.

في حين كان تعهد بورصة دبي للمعادن والسلع بشراء حصة المصدر في استثمار المشاركة تعهداً غير قابل للنقض، وترتب عليه جواز افتراض الإهمال أو التقصير العمد من جانب بورصة دبي للمعادن والسلع إذا وقعت خسارة لاستثمار المشاركة، أغفل التوثيق تماماً بيان الكيفية التي تستطيع من خلالها بورصة دبي للمعادن والسلع دحض مثل هذا الافتراض. فعلى سبيل المثال، دعنا نفترض أن بورصة دبي للمعادن والسلع أنمت إنشاء الأبراج الثلاثة وفق خطة الأعمال تماماً، إلا أنها فشلت، بسبب الأزمة المالية العالمية الراهنة، في بيع الوحدات أو تأجيرها وفق الخطة. في مثل هذه الحال سيصبح الافتراض أن بورصة دبي للمعادن والسلع أهملت في بيع الوحدات أو تأجيرها وفق الخطة، ومن ثم تقع على عاتقها مسؤولية خسائر المشاركة.

توثيق الصكوك على هذا النحو لا يدع أية فرصة لبورصة دبي للمعادن والسلع لدحض الافتراض وتفادي المسؤولية عن الخسائر. ومن الواضح أن مثل هذا الافتراض غير القابل للدحض لا تجيزه الشريعة. ولو كان هذا التوثيق قائماً على أسس شرعية، لأتاح لبورصة دبي للمعادن والسلع دحض الافتراض بالدفع، مثلاً، بحجة أن فشلها في بيع الوحدات أو تأجيرها كان بسبب الانهيار المالي العالمي غير المسبوق، وغير المتوقع تماماً في الوقت الذي أعدت فيه خطة الأعمال.

إن أية محاولة تبذل من جانب بورصة دبي للمعادن والسلع لدحض هذا الافتراض على أسس شرعية، في المحاكم الإنجليزية، ستؤول إلى الفشل طالما أن التوثيق صمت عن هذا الأمر تماماً. إن المحاكم الإنجليزية أكدت جزءاً فيما يتعلق بعقود التمويل الإسلامي أنها ستنتظر فقط في نطاق الجدران الأربعة للتوثيق لإقامة الدليل على نوايا الأطراف المتعاقدة. فالمحاكم الإنجليزية ترفض تطبيق الشريعة نظراً لأن الشريعة ليست هي القانون الذي يحظى بالاعتبار لدى الدولة، كما أن هنالك تفاسير مختلفة لنصوص الشريعة وفقاً لاختلاف المذاهب الفقهية<sup>١</sup>.

ولو أجرينا تحليلاً لتوثيق صكوك بورصة دبي للمعادن والسلع بدا لنا أن الحجج التي ساقها مناصرو الصكوك المخففة الدعم بالأصول لا تنطبق، على أية حال،

<sup>١</sup> أنظر قضية شركة الخليج الإسلامية للاستثمار المحدودة (The Islamic Investment Company of the Gulf Ltd) في ألباهاما ضد سيمفوني جمز إن في (Symphony Gems NV)، وقضية بنك الشامل - البحرين EC ضد بيكسيمكو فارماسوتيكال المحدودة (رقم ١) (Beximco Pharmaceutical Ltd (No. 1)، كما ناقشهما بالز كيليان (Balz Kilian) (٢٠٠٥م).

على صكوك بورصة دبي للمعادن والسلع نفسها. ولكن، ماذا إذا كان توثيق الصكوك قد نص على أن بورصة دبي للمعادن والسلع لديها الحق في دحض افتراض الإهمال أو التقصير العمد، والحصول على إعفاء من تعهداتها غير القابل للنقض بشراء وحدات المشاركة من المصدر؟ لعل ذلك ممكن من الناحية النظرية، أما في الواقع فإن مثل هذه الفقرة سوف تثير تخوفاً شديداً لدى المستثمرين في الصكوك الذين لا يرغبون في تحمل أية مخاطر عدا المخاطر الائتمانية لبورصة دبي للمعادن والسلع. فمثل هذه المخاطر المضافة سوف لن تكون جاذبة للمستثمرين في الصكوك الذين هم في الغالب من ذوي الدخل المحدود. وقد تكون مثل هذه المخاطر الإضافية مقبولة لدى المستثمرين في الأسهم، غير أنهم قد يطلبون في مقابل ذلك عائدات أعلى على الصكوك الأمر الذي سيكون غير جاذب أيضاً لبورصة دبي للمعادن والسلع. ولذلك، يصبح من المستبعد لأي توثيق لصكوك المشاركة أن يشتمل على مثل هذه الفقرة.

ماذا سيحدث لو فشل استثمار المشاركة في توليد أرباح كافية لمقابلة المبالغ المطلوبة للتوزيع الدوري؟

ثمة مسألة شرعية أخرى مهمة هي قدرة استثمار المشاركة على توليد أرباح كافية. إن من الأركان الأساسية لعقدي المضاربة والمشاركة أن الطرفين بالرغم من تمتعهما بالحرية للاتفاق على أية نسبة لتوزيع الربح بينهما، لا يحق لأي منهما ضمان حصة الربح المحددة للطرف الآخر، إذ أن أي ضمان من هذا القبيل يعني اعتراف الربا. وفي صكوك بورصة دبي للمعادن والسلع اتفقت بورصة دبي للمعادن والسلع مع المصدر على اقتسام ما يتحقق من ربح بنسبة (٨٠ إلى ٢٠) <sup>١</sup>. وإذا كانت حصة المصدر من الربح تفوق المعدل المرجعي المتفق عليه مسبقاً يحق لبورصة دبي للمعادن والسلع أخذ المقدار الفائض كرسوم تحفيز <sup>٢</sup>. ومن خلال آلية رسم التحفيز استطاعت صكوك بورصة دبي

<sup>١</sup>. نشرة الإصدار النهائي ص ٨: "ثمانون بالمائة (٨٠%) من صافي الربح النقدي سيوزع للمصدر، وعشرون بالمائة (٢٠%) من صافي الربح النقدي سيوزع لمركز دبي للمعادن والسلع (DMCC) (بعد حسم رسوم التحفيز (وفق تعريفها الموضح أدناه)، إن وجدت). وإذا تكبدت المشاركة خسارة صافية في أية فترة محاسبية ينبغي أن تعني مثل تلك الخسارة الصافية تغييراً في الظروف تحق بموجبه للمصدر الإنفاذ المبكر لتعهد الشراء"

<sup>٢</sup>. المصدر المذكور في الحاشية السابقة ص ٨: "إذا كانت حصة المصدر من الربح زائدة عن حاصل: (أ) لبيور لفترة تراكم العائد زائداً الهامش، و (ب) عدد الوحدات التي كان يملكها المصدر عند بداية فترة تراكم العائد مضروبة في ٣٠ مليون دولار أمريكي هي عشر مبلغ الأصل الابتدائي للشهادات، و (ج) عدد الأيام المستغرق في فترة تراكم العائد، وسنة مقدارها ٣٦٠ يوماً، فإن الربح الفائض القابل للتوزيع يصبح مستحق الدفع لوكيل الإدارة كرسوم تحفيزي (رسم التحفيز) لاضطاعه بدور المدير وفق اتفاقية الإدارة"

للمعادن والسلع تحديد حصة المصدر من الربح وتحويل اية فائض متوقع إلى بورصة دبي للمعادن والسلع.

وإذا لم يتمكن استثمار المشاركة من كسب أي ربح، اشترطت بورصة دبي للمعادن والسلع أن تبحث هي عن تمويل متوائم مع أحكام الشريعة - لحسابها الخاص ودون الرجوع إلى شركاء المشاركة أو أصول المشاركة - كي تضمن وجود السيولة الكافية للقيام بالتوزيعات الدورية نصف السنوية<sup>١</sup>. وبالرغم من أن مشروعية هذه الآلية لتسهيلات السيولة قد تشكل مسألة قابلة للجدل، إلا أنها تبدو حلاً بارعاً وفر للمصدر الحماية ضد مخاطر الجوانب السلبية. إضافة إلى أن بورصة دبي للمعادن والسلع إذا عجزت عن دفع أي من التوزيعات الدورية نصف السنوية، سيؤدي هذا إلى تصفية مبكرة للمشاركة وإلزام بورصة دبي للمعادن والسلع فوراً بشراء جميع وحدات المشاركة المتبقية لدى المصدر<sup>٢</sup>. وهذه الآلية أيضاً وفرت مزيداً من الحماية للمصدر ضد مخاطر الجوانب السلبية.

كل هذه الخصائص الجديدة أدت مجتمعة وبطريقة بارعة إلى تحويل أحد أنواع استثمارات المشاركة بالأسهم، إلى نوع من استثمارات الدين الثابتة الدخل. ومع أن صكوك بورصة دبي للمعادن والسلع تواجه مسائل شرعية خطيرة، إلا أن بساطة هيكلها، والتساهل في المتطلب الشرعي الخاص بالأصول العينية، أديا إلى قدر كبير من الإثارة في سوق الصكوك الناشئ. فقد فوجئت الشركات الساعية إلى الاستفادة من السوق الإسلامي الموفور السيولة بالعثور على طريقة سهلة لإصدار الصكوك. وكل ما كانت تحتاجه هو مستوى تصنيف جيد وخطة أعمال. وكان هذا الوضع سانحة جيدة للمصدرين والمستثمرين معاً. وشهد سوق الصكوك فجأة نمواً أسيماً وعروض لإصدارات صكوك بملايير الدولارات الأمريكية. وتم استخدام صيغة الدعم المخفف بالأصول لطرح العديد من الإصدارات الضخمة، من بينها الإصدارات المشهورة التالية:

<sup>١</sup> المصدر المشار إليه في الحاشية السابقة ص ٦٣: "خطة الأعمال: ينبغي أن تعمل، وألا تغفل عن عمل كل الأفعال والأشياء (بما في ذلك تنفيذ إدارة النقدية، وممارسات تحصيل الديون، وتوفير التمويل المتوائم مع الأحكام الشرعية، فقط لحساب الوكيل ودون الرجوع إلى شركاء المشاركة أو أصول المشاركة، فيما عدا - منعاً للالتباس - حق الوكيل في استخدام كل أو أي رسوم تحفيز يتلقاها في سداد التمويل المتوائم مع الأحكام الشرعية) لضمان تحقق السيولة النقدية المضمنة في خطة الأعمال الخاصة بالمشاركة في كل الأوقات) لتنفيذ خطة الأعمال"

<sup>٢</sup> نفس المصدر المشار إليه في الحاشية السابقة ص ٦٣: "إضافة إلى ذلك، يتعهد مركز دبي للمعادن والسلع (DMCC) بشراء جميع الوحدات المتبقية لدى المصدر بسعر التنفيذ في يوم العمل الثاني بعد تاريخ تسليم إعلان التنفيذ عند حدوث الواقعة المفضية إلى التصفية"، وأنظر أيضاً الشرط ١١، الوارد في نفس الموضوع.

- ١,٤ مليار دولار أمريكي صكوك مشاركة أصدرتها دي بي وورد (DP World)، الإمارات العربية المتحدة.
- ملياري دولار أمريكي صكوك مشاركة أصدرتها جافز (JAFZ)، الإمارات العربية المتحدة.
- ٢,٥ مليار دولار أمريكي صكوك مضاربة قابلة للتداول أصدرتها الدار للأملاك (Aldar Properties)، الإمارات العربية المتحدة.
- ٣,٥ مليار دولار أمريكي صكوك مشاركة أصدرتها بي سي إف سي (PCFC)، الإمارات العربية المتحدة.
- ٤,٥ مليار دولار أمريكي صكوك مشاركة أصدرتها بيناريانج جي إس إم (Binariang GSM)، ماليزيا.

### رد الفعل العنيف من قبل هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية:

في فبراير ٢٠٠٨م ناقش المجلس الشرعي لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية مختلف المسائل الشرعية المثارة حول الصكوك المخففة الدعم بالأصول وأصدر حكماً بتحريم الصكوك المخففة الدعم بالأصول. ولسوء الحظ فإن حكم هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، بسبب صيغته اللفظية المتواضعة اكتنفه الغموض وفشل في الإيضاح الكافي لما يبرر التحريم. (عثماني).

ويمكن إيجاز حكم هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية في التالي:

لكي تصبح الصكوك قابلة للمتاجرة ينبغي أن تمثل ملكية أصول محسوسة متقومة شرعاً (كالعقارات) و/أو أصول غير محسوسة كالمنافع (منافع الإجارة مثلاً) أو الخدمات (امتيازات طريق مكسي مثلاً)، لكي تصبح الصكوك قابلة للمتاجرة ينبغي ألا تمثل أية حسابات قبض أو ديون ما لم تكن الصكوك تمثل (أ) كافة أعمال المتاجرة المجازة شرعاً للشركة أو المؤسسة المالية الإسلامية، أو المحفظة الراهنة للأصول المحسوسة و/أو غير المحسوسة المتقومة شرعاً والتي تشمل - في أحيان عارضة - على بعض حسابات القبض المتقومة شرعاً، لا يحق لوكيل الصكوك أن يقدم أو يطلب أية تسهيلات سيولة إذا لم تكف الأرباح المتحققة للقيام بالتوزيعات الدورية مستحقة الدفع لحاملي الصكوك، لا

يجوز للوكيل أو الشريك في الوكالة أو المضاربة أو صكوك المشاركة التعهد بشراء الحصص (أو الأصول الأساسية للحصص) من الشريك الآخر أو الشركاء الآخرين بالقيمة الاسمية الابتدائية، عند الاستحقاق، أو عند وقوع التصفية المبكرة للصكوك. ومثل هذا التعهد جائز إذا بُنيَ السعر على القيمة السائدة في السوق، أو القيمة العادلة (إذا لم يكن هنالك سعر سوق)، أو على سعر يتم الاتفاق عليه في ذلك الوقت، و في صكوك الإجارة، يجوز للمستأجر التعهد بشراء الأصول المؤجرة من المؤجر، بالقيمة الاسمية الابتدائية، عند الاستحقاق أو عند الفسخ المبكر للإجارة، شريطة ألا يكون المستأجر شريكاً، أو مضارباً، أو وكيل استثمار للمؤجر.

وقد وضع الحكم الموضح في الفقرات السابقة نهاية للنمو المثير لإصدارات الصكوك المخففة الدعم بالأصول. ففي غياب التعهد بشراء حصص حاملي الصكوك بالقيمة التعادلية يصبح إصدار الصكوك المخففة الدعم بالأصول مستحيلاً. ومنذ صدور حكم هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية في فبراير ٢٠٠٨م لم تعد هنالك عروض لصكوك مخففة الدعم بالأصول في السوق. وعلى أية حال، لم يكن الأمر واضحاً تماماً فيما إذا كان غياب العروض عندئذٍ ناتج عن منع هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، أم يعود إلى أزمة الائتمان التي تمخضت عنها الأزمة المالية العالمية. ونأمل أن تكون ندرة الصكوك المخففة الدعم بالأصول قد نتجت عن منع هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية. وساد الهدوء في سوق الصكوك في عام ٢٠٠٨م، وانخفضت عروض الإصدار، في الشرق الأوسط والشرق الأدنى معاً، إلى مستوى يكاد لا يذكر<sup>١</sup>.

**عودة إلى الأساسيات:**

في النصف الأول من عام ٢٠٠٩م شهد سوق الصكوك ظهور براعم جديدة. فقد طرحت جمهورية إندونيسيا بنجاح إصدارها الافتتاحي من صكوك الإجارة بقيمة ٥٠٠ مليون دولار أمريكي، فتجاوز الاكتتاب فيه السقف المستهدف ليصل إلى ٣ ملايين من الدولارات الأمريكية. وعادت مملكة البحرين أيضاً إلى السوق

<sup>١</sup> . انخفض الحجم الكلي لإصدارات الصكوك الجديدة إلى ١٤ مليار دولار أمريكي في ٢٠٠٨م مقارنة بمبلغ ٥٠ مليار دولار أمريكي في ٢٠٠٧م. وبينما شهد عام ٢٠٠٧م أحد عشر إصداراً ضخماً من الصكوك (يزيد حجم الواحد منها عن مليار واحد من الدولارات الأمريكية) شهد عام ٢٠٠٨م إصدارين فقط بهذا الحجم.

لتصدر بنجاح صكوك إجارة أخرى بلغ الاكتتاب فيها عند الإقفال ٦٥٠ مليون دولار أمريكي. وفي أغسطس ٢٠٠٩م نجحت شركة النفط الوطنية الماليزية بتروناس (PETRONAS)، في إطلاق إصدارها القياسي الحجم من صكوك الإجارة والبالغة قيمته ١,٥ مليار دولار أمريكي فبلغ الاكتتاب فيه خمسة أضعاف المبلغ المستهدف. ومما يجتذب الاهتمام، أن تلك الإصدارات الثلاثة مجتمعة تمت هيكلتها كصكوك إجارة مبنية على الأصول وحملت معدلات أجرة ثابتة. وقد يدفعنا هذا إلى الأمل في أن منع هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية كان له دور أساسي في النأي بالسوق عن الصكوك المخففة الدعم بالأصول. ومهما يكن، لعل الوقت ما زال باكراً لإعلان وفاة الصكوك المخففة الدعم بالأصول، إذ أن الزمن وحده هو القادر على أن يكشف في مره ما إذا كان السوق قد أخذ حكم هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بجديّة. على أن نجاح إصدارات صكوك إندونيسيا والبحرين وبتروناس يثبت أن الصكوك المبنية على الأصول ما زالت هي الخيار الأكثر جدوى وجاذبية للمصدرين. والتحول مرة أخرى إلى الصكوك المبنية على الأصول سيضيف، بلا شك، مزيداً من الصدقية لسوق الصكوك، ويساعد الصناعة على التقدم التدريجي نحو نظام مالي مبني على الأسس الشرعية. وصناعة الصكوك ما زالت في مراحلها الباكرة وأمامها مسيرة طويلة. ونأمل أن يخلو طريقها في المستقبل من إصدارات الصكوك المخففة الدعم بالأصول.

### قائمة المراجع

- Ahmad, Abu Dawud, al-Nasa'i and Ibn Majah (2001). In al-Tabrizi, Mishkat-ul-Masabih (Fazlul Karim, Trans. Vol. 11). Lahore: The Book House.
- Balz, Kilian (2005). The Common Law Approach: Recent Decisions of English courts in Islamic Finance. In S.Nazim Ali (Ed.) Current legal and Regulatory Issues (pp.61-75). Cambridge: Islamic Finance Project.
- Haneef, Rafe (2005). Recent Trends and Innovations in Islamic Debt Securities. In S. Nazim Ali (Ed.) Prospect for Islamic Profit and Loss Sharing Securities (pp. 29-30). Cambridge: Islamic Finance Project.
- Kamali, hashim. (2007). Islamic Commercial law An Analysis of Futures and Options (3d ed). Cambridge: Islamic Texts Society.
- Khan, Iqbal (2000). Resource Mobilization From Capital markets for Financing Development in IDB member countries. Paper presented at the 11<sup>th</sup> IDB Annual Symposium.
- Lotter, P., West, M., Lawton. S., Howladar.K., & Bodard, E. d. (2007). Understanding Moody's Approach to Unsecured Corporate Sukuk. Special comment.
- Malik Ibn Anas (2000). Al-Muwata (M. Rahimuddin, Trans. 5th ed.) Delhi: Kitab Bhavan.
- Usmani, Muhammad Taqi (n. d). Sukuk and their Contemporary Applications. Retrieved from [www.failaka.com/downloads/usmani\\_SukukApplications.pdf](http://www.failaka.com/downloads/usmani_SukukApplications.pdf)

# موضوع للمناقشة