

## صكوك المضاربة والمشاركة في ضوء البيان الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية لعام 2008: التحديات والفرص<sup>1</sup>

تقديم د. أنكو رابعة عدوية بنت أنكو علي<sup>2</sup>

### ABSTRACT

*This article attempts to highlight some recent developments and issues in the sukuk market, especially in the light of the AAOIFI Shari`ah pronouncement of February 2008. In general, the market tends to understand and expect sukuk to be within the "fixed income" types of investment with minimal or controlled risks and capital preservation features. In short, they expect sukuk to behave like conventional bonds in terms of capital preservation, periodic distribution frequency and rate of return. When sukuk use debt-based structures and lease-based structures, it is not that difficult to meet this fixed income characterisation. However, when sukuk start to use equity contracts like mudarabah and musharakah, such fixed income characteristic created some anomalous situations and conflicts. There are apparently inherent contradictions in the nature of mudarabah and musharakah as equity contracts, and capital preservation and fixed income nature of debt market environment in which sukuk are expected to operate. Thus, additional "credit enhancements" and strategies were introduced to the mudarabah and musharakah sukuk structures to achieve capital protection and predictable periodic returns similar with other fixed income or bonds instruments. These credit enhancements to equity-based sukuk had been the subject of strong criticisms by various parties in terms of their compliance with the Shari`ah requirements of mudarabah and musharakah contracts. This had led to the practices being reviewed by the Shari`ah Board of AAOIFI. They finally came up with the February 2008 AAOIFI pronouncement that highlighted in unequivocal terms that sukuk are inherently different from conventional bonds and fixed income instruments, and thus, should behave differently. It was also understood from the pronouncement that when the sukuk structure is equity-based, certain basic rules of equity cannot be compromised for the sake of meeting the commercial demand of the market, which actually is conditioned by the prevalent interest-based economy and philosophy. The AAOIFI pronouncement gave rise to a re-examination of market perception of sukuk. Sukuk should not and could no longer be perceived as strictly fixed income instruments with capital*

<sup>1</sup> أعدت الورقة (أصلاً) لغرض الملتقى الثالث للمستشار الشرعي للصرافة الإسلامية المنعقد في 17 نوفمبر سنة 2008 بفندق

إستانا بكوالا لمبور.

<sup>2</sup> أستاذة مشاركة بكلية الحقوق أحمد إبراهيم، الجامعة الإسلامية العالمية الماليزية.

*preservation features. If the pronouncement is stringently adhered to, the equity-based sukuk should behave like equity instruments and not to be tweaked to fit into the "fixed income box".*

بسم الله الرحمن الرحيم ، الحمد لله رب العالمين، الحمد لله الذي هدانا لهذا وما كنا لنهتدي لولا أن هدانا الله، والصلاة والسلام على رسول الله وعلى آله وصحبه أجمعين

أما بعد، فإن الصكوك المبنية على الأحكام الشرعية قد اكتسبت أهمية بالغة في هذه المرحلة من الزمن، حيث يعرف فيها التمويل الإسلامي تطوراً كبيراً لما للصكوك من ميزات مالية واستثمارية فريدة، والتي قد تسد بعض الحاجة إلى الأدوات المالية الإسلامية ذات المخاطر المحدودة. ومن أهم ميزات الصكوك الاستثمارية هي:

- إنها من أفضل الصيغ لتمويل المشاريع الكبيرة التي لا تطبقها جهة واحدة
- هي أوراق مالية قابلة للتداول فالمفروض أن تكون لها سوق ثنوية تباع فيها و تشتري
- إنها تقدم أسلوباً جديداً لإدارة السيولة
- كونها تمثل ملكية أصول مولدة لدخل، ذات المخاطر المتدنية مع العوائد الدورية المتوقعة الحصول (في أكثر الأحيان)

ومع ذلك، فإن سوق الصكوك قد عرف تطورات هامة في الآونة الأخيرة، وتحاول هذه الورقة تسليط الضوء على هذه التطورات، لا سيما في ضوء البيان الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية لشهر فبراير الماضي من سنة 2008م، والذي من المحتمل أن يكون له تأثير بالغ على سوق الصكوك سواء من ناحية التصور أو الممارسة على السواء.

كما تحاول هذه الورقة بطريقة م تواضع التركيز على الصكوك المبنية على مبدأ الاشتراك في تحمل الأرباح والخسائر كما في حالة المضاربة والمشاركة ومدى تأثرهما بالبيان الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية لسنة 2008م.

## لمحة عن تطور الصكوك

شهد عام 1990م عرض البدائل الإسلامية الأولى للسندات التقليدية والتي أصدرتها شركة شل للمعادن الصلبة والعتاد تحت مسمى سندات المديونية الخاصة الإسلامية (IPDS) في ماليزيا. حينها، لم يكن مصطلح الصكوك قد استخدم بعد وكان المصطلحات الأكثر استعمالاً إما سندات الدين الإسلامي أو السندات الإسلامية. لقد كانت الغاية من هذه الصكوك عندئذ هي أن تكون بديلاً إسلامياً عن السندات التقليدية وسندات الديون المبنية على الإقراض والاقتراض الربوي. وهكذا، في المرحلة الأولى خلال التسعينيات من القرن الماضي ك أنت سندات الدين الإسلامية تحمل في طياتها معنى الدين، وهذه الديون عادة تكون ناشئة عن عقود البيع المؤجلة بين الأطراف المتعاقدة، مع الربح المتضمن في الثمن (للمستثمرين).

لقد من الزمن، ظل ما يسمى بسوق الدَّيْن الإسلامي يتطور ببطء، حيث كان أقرب إلى مرحلة تعريفية وأقلمة مع السوق، تتم فيها الصياغة التدريجية للمنتجات والأطراف الفاعلة. ومع

ذلك، فإن سوق الديون الإسلامية خلال تلك الحقبة عرف نمواً محدوداً حيث كان مقتصرًا على السوق الماليزي فقط. ولقد كانت الصيغ المستخدمة للصكوك مقتصرة على آليات الدين فقط، والتي تم صياغتها بناءً على العقود التالية: البيع بثمن أجل، والقرض الحسن، وبيع الهراجة.

وابتداءً من عام 2000 إلى عام 2004، عرف سوق الصكوك نمواً سواء فيما يخص حجم السوق والأطراف الفاعلة، وأضحت كلمة الصكوك معروفة. كما أصدرت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية أيضاً أول معيار شرعي للصكوك من خلال المعيار رقم 17. وتم اعتماد ميزات وصيغ إضافية لمنتجاتها شملت صكوك الاستصناع، وصكوك السلم، وصكوك الإجارة، وصكوك الانتفاع؛ مما غيّر مفهوم الصكوك - ولم تعد تفهم على أنها صكوك الدين فقط - ولكنها يمكن أيضاً أن تكون مبنية على حصة شائعة من الأصول والأعيان ذات طبيعة مختلفة عن تلك التي تتعلق بالدين. كما اتسع نطاق هذه المعاملات في الصكوك لتشمل السوق العالمية أيضاً. على سبيل المثال، صكوك الإجارة الماليزية العالمية (2002)، وصكوك قطر العالمية (2003)، وصكوك ساكسونيا أنهالت (ألمانيا) (2004) وغيرها.

ابتداءً من سنة 2004 وما بعدها عرف سوق الصكوك تطوراً متسارعاً سواء من ناحية الحجم أو الأطراف الفاعلة فيه؛ وأصبح هذا الأخير أشمل وأعمق. وتولد عن ذلك كله فهم أفضل للسوق ومنتجات وصيغ جديدة ومبتكرة من بينها صيغ الصكوك القائمة على مبدأ الاشتراك في الأرباح والخسائر من خلال عقود المضاربة والمشاركة التي أصبحت تحظى بقبول أكبر، وتشغل حيزاً أوسع في السوق. كما تم إدخال صيغ أخرى كما عرف في أشكال السندات الإسلامية المدعومة بأصول، والصكوك القابلة للتحويل، والصكوك القابلة للتبادل، وغيرها.

وبحلول نهاية عام 2007، أصبحنا نلاحظ نزحاً وعولمة لسوق الصكوك، حيث كان هناك مزيد من الاتساع والعمق، ونمو منقطع النظير. كما حقق سوق الصكوك خطوات جلية نحو إصدار صيغ أكثر قابلية عالمياً و تنافسية. كما كانت هناك أيضاً محاولات لتنشيط السوق الثانوي للصكوك من أجل تعزيز السيولة. وكان هناك المزيد من المنتجات المبتكرة في صيغ الصكوك و محاولة فتح مجالات تشمل أصول جديدة ( على سبيل المثال صكوك غاز شرق الكاميرون).

### الدوافع الرئيسية في تطور الصكوك

- إن تنمية الصكوك وتطوير صيغ التعامل بها تخضع أساساً لعاملين رئيسيين
- الاعتبار السوقية والتجارية؛ و
- أهمية التوافق مع الشريعة الإسلامية.

فهذان العاملان يرتبطان ببعضهما البعض بشكل وثيق، ولا يمكن الفصل بينهما. إذ أنه يتحدد رواج الصكوك ومدى الإقبال عليها من خلال حالة السوق والاعتبارات التجارية؛ بينما تتحدد مشروعيتها وقابلية منتجات الصكوك من خلال تحقيق التوافق مع الشريعة الإسلامية والتي من خلالها يتم اعتمادها كأدوات مالية إسلامية حقيقية.

## الاعتبارات السوقية والتجارية:

تحدد حالة السوق والاعتبارات التجارية السياق الذي من خلاله يتم إصدار الصكوك وتداولها. وينبغي ذلك على الحاجة التجارية والاقتصادية للناس لتكون قادرة على إثارة وتعبئة رأس المال الذي يمكن أن يشمل جانب العجز والفائض في السوق.

فمن جهة، فإن المصدر يحتاج إلى رأس المال من صياغة تمويلية وسيلة ملائمة وفعالة للنفقات، والتي يمكن القيام بها وفق جدول زمني مناسب. كما يجب على المصدر أيضا أن يفهم ويتقبل الالتزامات والآثار القانونية الناشئة عن هذه العملية التمويلية.

وفي المقابل، فإن المستثمرين الذين لديهم فائض في السيولة قد يختلف إقبالهم على آليات الاستثمار من ناحية تحمل المخاطر الاستثمارية. يمكن أن يتحمل بعض المستثمرين المزيد من المخاطر نظرا لتوقعهم عائدات ومدخيل أعلى. ووفق المعنى المتعارف عليه، هذا النوع من المستثمرين قد يكون أكثر ملائمة للأدوات التي تتبني على مبدأ الاشتراك في تحمل الأرباح والخسائر. وهناك نوع آخر من المستثمرين أكثر نفورا من المخاطر، ويفضل الحفاظ على رأس المال، ويميل إلى الاستثمارات التي يمكن تقدير عوائدها، ومن أمثالهم: صناديق المعاشات التقاعدية، وصناديق التأمين أو التكافل، فأمثال هؤلاء أكثر إنجذابا لما هو معروف عادة بـ استثمار ذات الدخل الثابت أو استثمارات في سوق الدين، والتي في نظام المالية التقليدية تختلط بعناصر ربوية مما يترتب عنه عدم شرعيتها، عندئذ يتم تسويق الصكوك لتشكل بديلا شرعيا لمثل هذه الآليات الاستثمارية.

وهكذا، فعندما يتم تسويق هذه الصكوك كوسائل تمويلية و استثمارية شرعية بديلة فهي إلى حد ما تتأثر بظروف السوق و اختياراته. ففي السوق يتم عرض الصكوك على أنها من أنواع الاستثمار ذات "الدخل الثابت" التي تتميز بحد أدنى من المخاطر، ضمن المعاملات الملتزمة بالمحافظة على رأس المال. كل ذلك لتلبية حاجة هذا النوع الثاني من المستثمرين. وتنتظر الأطراف الفاعلة و معظم الأطر القانونية والتنظيمية إلى الصكوك على أنها أدوات ووسائل للدخل الثابت، وهي بذلك تناقض الأدوات المبنية على مبدأ الاشتراك في تحمل الأرباح والخسائر. كما تماثل قوانين أخرى (مثل قانون الضرائب) بين الصكوك وأدوات الدخل الثابت الأخرى.

وهكذا، فيما يخص بلقذرة على التنافس التجاري، فإن السوق ينظر دائما للصكوك الاسلامي على أنها البديل الشرعي للاستثمارات ذات الدخل الثابت، كمثل السندات التقليدية وسندات الدين. وقد يظن البعض أن هذا أمر مختلط وغير مناسب، ولكن في الواقع، هكذا كان تصور السوق للصكوك (ولا سيما قبل صدور بيان هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية). ولذلك، فإن كلا من المنظمين والمشاركين في السوق يتوقعون أن يكون تصرف الصكوك مماثلا للسندات التقليدية من حيث الحفاظ على رأس المال، ومقدار التوزيع الدوري، ومعدل العائد، و آليات إضافية أخرى لحماية المستثمرين، وفي سبيل المثال: القدرة على اتخاذ الضمانات والتعويضات الائتمانية.

عندما تستخدم الصكوك بصيغ مبنية على الديون أو على أساس الاستئجار، فإنه ليس من الصعب أن تجتمع فيها أوصاف الدخل الثابت. ولكن عندما تستخدم الصكوك صيغا مبنية على مبدأ الاشتراك في تحمل الأرباح والخسائر أمثال عقود المضاربة والمشاركة، فإن سمة الدخل الثابت قد تؤدي إلى بعض الحالات المتناقضة والمشكلات، لا سيما ما يتعلق بتوافقها مع متطلبات الشريعة الإسلامية. ويرجع ذلك إلى ما كان معروفا أن المضاربة والمشاركة عقود تنبني على مبدأ تقاسم الأرباح والخسائر، ودون أي ضمان على رأس المال أو الربح. ويبدو أن هناك تناقضات كامنة في طبيعة المضاربة والمشاركة باعتبارهما عقود الاشتراك المبنية على تقاسم الأرباح والخسائر، وسمة المحافظة على رأس المال، والدخل الثابت لسوق الدين في البيئة التي من المتوقع أن تعمل من خلالها هذه الصكوك.

### أهمية التوافق مع الشريعة:

التوافق مع الشريعة هي الغرض الأصلي والأساسي للصكوك وسبب لبدء العمل بها. فالتوافق مع الشريعة يحدد صحة المعاملة، ومدى قبولها من قبل المستثمرين المسلمين. والأهم من ذلك، فإن موافقة أحكام الشريعة تؤكد الوفاء بالتزاماتنا وواجباتنا نحو الله تعالى في ممارسة أحكام الشريعة السمحاء في جميع جوانب حياتنا، بما في ذلك في المعاملات المالية والاستثمارية.

في الماضي، جربت ماليزيا العديد من البدائل الإسلامية لسندات الدَّيْنُ وسميت هذه البدائل: السندات الإسلامية. وخضع إنشاء الدين عند الإصدار الابتدائي للمعاملات ببيع العينة، ويليه بيع الدين عند تبادل السندات في السوق الثانوي. وهذه الصيغ لإصدار الصكوك والتبادل بها قد أثار بعض المشكلات من ناحية توافقها مع الشريعة عند من يرفضون بيع العينة وبيع الدين، مع العلم أن القرارات الشرعية المعمول بها في ماليزيا تجيز هذه البيوع مع إبداء أدلتها وحججها في ذلك. ولا أتعرض لمناقشة هذه القضية في ورقتي هذه لأنها لا تمثل محور بحثي. فللقطة الرئيسية التي أود تسليط الضوء عليها هنا، هي أن استخدام بيع العينة وبيع الدين في بعض صيغ الصكوك الماليزية المبنية على الديون يجعلها غير قابلة للتسويق في الأسواق العالمية، والذي يشكل في حد ذاته تحدياً بالغة في تطوير الصكوك تطويراً حقيقياً.

وهكذا، فإن السوق الماليزي كان ييعد لإصدار المزيد من الصكوك المقبولة عالمياً من خلال استكشاف الهياكل والصيغ الأخرى باستخدام بيوع الهراجة والتورق، والاستئجار والإجارة. لقي ذلك نجاحاً منقطع النظير مع صكوك الإجارة في سنة 2001 (محلياً) و 2002 (عالمياً). النجاح المحقق مع صكوك الإجارة يرجع أساساً إلى طبيعتها، حيث تتعلق بالأعيان الموجودة وليست مبنية على الديون فقط. ومع ذلك، فإن غيرها من الصكوك المبنية على الديون مثل الهراجة والتورق، والاستئجار لم تلق نفس النجاح بسبب مشكلة بيع الدين عند التبادل في السوق الثانوي. وهكذا، فإن تطوير هياكل وصيغ الصكوك التي تنتم بمحافظتها رأس المال و الدخل الثابت، وتكون - في نفس الوقت - مقبولة عالمياً (وموافقة للشريعة) من حيث الإصدار الابتدائي، والاتجار الثانوي بها يشكل تحدياً كبيراً.

عندما تم عرض صكوك المضاربة والمشاركة بصيغها إلى السوق وجد أنه يمكن اعتمادها كألية تمويلية واستثمارية متوافقة مع متطلبات الشريعة. ومع ذلك، فلكونها عقود قائمة على المشاركة في الأرباح والخسائر فإنه لا يمكن فيها ضمان رأس المال ، إضافة إلى أن العوائد الدورية تعتمد أساسا على الأرباح الفعلية المحققة، لذلك فهي متغيرة وليست ثابتة الدخل. وهذا لا يحقق مقصد المستثمرين الأكثر نفورا من المخاطر، لأن سمات المضاربة والمشاركة لا تفي بغرض الحفاظ على رأس المال ، والدخل الثابت الموافق لتوقعات المستثمرين. ولهذا، تم إضافة "تعزيزات إئتمانية" واستراتيجيات إلى صكوك المضاربة والمشاركة لتحقيق حماية رأس المال، وإمكانية توقع العائدات الدورية مماثلة لغيرها من السندات ذات الدخل الثابت. هذه التحسينات أدخلت تعديلات على صكوك المضاربة والمشاركة فيما يتعلق بتحقيق ثبات الدخل والمحافظة على رأس المال. وقد تم ذلك من خلال آليات ، مثل:

- تسهيلات السيولة.
- تحديد الربح مع دفع الحوافز للمدير.
- عدم توزيع الربح المتوقع بشكل حالة تقصير أو إنهاء.
- التعهد بالشراء بثمان اسمية أو ثمن متفق عليه وفق صيغة ثابتة.

هذه الأنواع من التعزيزات الائتمانية المدخلة على الصكوك المبنية على المشاركة في تحمل الأرباح والخسائر كانت موضوع انتقادات قوية من أطراف مختلفة من حيث موافقتها لمتطلبات الشريعة فيما يخص عقود المضاربة والمشاركة. وتشمل هذه التعزيزات الائتمانية الترتيبات والالتزامات التي إذا ما أخذ بها بمفردها كانت موافقة تماما لمتطلبات الشريعة. كما تشمل هذه الترتيبات وعود أو تعهدات للقيام بمعاملة معينة في المستقبل، مثل تقديم قروض أو شراء أصول، أو دفع حوافز لأعمال منجزة. وأصل جواز مثل هذه التعهدات هو السبب الرئيسي لاعتراف مثل هذه الهياكل والترتيبات بالجواز من طرف الهيئتين الاستشارية الشرعية المعنية. ولكن عندما ينظر إلى عملية إصدار الصكوك في سياق كامل، والتوزيع الدوري للعوائد واسترداد رأس المال عند إنهاء مدة الصكوك ، فإن يبدو بوضوح بأن هذه الوعود والتعهدات هي مجرد وسائل لتحقيق الحفاظ على رأس المال إضافة إلى إمكانية توقع معدل العائد على الاستثمار (ما يجعلها مماثلة للسندات التقليدية / أدوات الدين) ، التي لا يمكن تحقيقها مباشرة في عقود المضاربة والمشاركة. وهكذا ، فإن المسألة هي : هل مثل هذه الممارسات والآليات ضرب من الحيل للالتفاف على حظر باستخدام بعض المعاملات الشرعية أصلا؟

## بيان هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية لسنة 2008

هذه النقاشات والانتقادات عن صيغ صكوك المضاربة والمشاركة المستعملة في السوق أدت إلى إعادة النظر في هذه الصكوك من جانب المجلس الشرعي لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية. يتضح ذلك من خلال المقطعات التالية الهأخوذة من بيان هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية لعام 2008:

“فإن المجلس الشرعي لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية نظرا لاتساع

تطبيق الصكوك عالميا والإقبال العام عليها وما يثار حولها من ملاحظات وتسؤلات، بحث موضوع الصكوك في ثلاثة اجتماعات :

أولا: بالمدينة المنورة بتاريخ 12 جمادى الآخرة 1428 هـ الموافق 27 يونيو 2007.  
ثانيا: بمكة المكرمة بتاريخ 26 شعبان 1428 هـ الموافق 8 سبتمبر 2007.  
ثالثا: بمملكة البحرين بتاريخ 7 و 8 صفر 1429 هـ - الموافق 13 و 14 فبراير 2008.  
وبعد النظر فيما دار في هذه الاجتماعات، والأوراق والبحوث التي قدمت فيها، فإن المجلس الشرعي يوصي المؤسسات المالية الإسلامية وهيئات الرقابة الشرعية أن تلتزم عند إصدار الصكوك بما يأتي (باختصار):

**أولا:** يجب أن تمثل الصكوك القابلة للتداول ملكية حملة الصكوك بجميع حقوقها والتزاماتها، في موجودات حقيقية من شأنها أن تمتلك وتباع شرعا و قانونا، سواء أكانت أعيانا أم منافع أم خدمات.

**ثانيا:** لا يجوز أن تمثل الصكوك القابلة للتداول الإيرادات والديون.

**ثالثا:** لا يجوز لمدير الصكوك سواء أكان مضاربا أم شريكا أم وكيل بالاستثمار أن يلتزم بأن يقدم إلى حملة الصكوك قرضا عند نقص الربح الفعلي عن الربح المتوقع.

**رابعا:** لا يجوز للمضارب أو الشريك أو وكيل الاستثمار أن يتعهد بشراء الأصول من حملة الصكوك أو ممن يمثلهم بقيمتها الاسمية عند إطفاء الصكوك في نهاية مدتها ، ويجوز أن يكون التعهد بالشراء على أساس صافي قيمة الأصول أو القيمة السوقية أو القيمة ال م عادلة أو بثمن يتفق عليه عند الشراء.

**خامسا:** يجوز للمستأجر في التعهد في صكوك الإجارة شراء الأصول المؤجرة عند إطفاء الصكوك بقيمتها الاسمية على ألا يكون شريكا أو مضاربا أو وكيل بالاستثمار.

**سادسا:** يتعين على الهيئات الشرعية أن لا تكتفي بإصدار فتوى لجواز هيكله الصكوك، بل يجب أن تدقق في العقود والوثائق ذات الصلة وتراقب طريقة تطبيقها، وتتأكد من أن العملية تلتزم في جميع مراحلها بالمتطلبات والضوابط الشرعية وفقا للمعايير الشرعية.

تعليق وتحليل للبيان الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية لعام 2008

ورد في البيان الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية عبارات لا لبس فيها أن الصكوك هي بطبيعتها تختلف عن السندات التقليدية. وبالتالي، ينبغي أن يتعامل بها بشكل مختلف. وقد شدد الدكتور القري<sup>3</sup> هذا المفهوم على ما يلي:

"فإن الصكوك الإسلامية هي أوراق مالية قابلة للتداول تثبت ملكية حاملها لأصل مولد لدخل دوري، ولا يضمن مصدر الصكوك رأسمالها (القيمة الاسمية) ولا العائد إلا في حال التعدي والتفريط. وأما سندات الدين التقليدية فهي أوراق مالية قابلة للتداول لتوثيق قرض بفائدة، ويكون رأس المال (القيمة الاسمية للقرض) و الفائدة (سواء كانت ثابتة أو مربوطة بمؤشر) مضمونة على المصدر، فالعلاقة بين الحامل والمصدر علاقة دائن ومدين (مقرض ومقترض).

فالمحل المتعاقد عليه في السندات التقليدية ليس عينا موجودة ولكن حق في ذمة المدين (المصدر). فالعائد في السندات التقليدية ليس مرتبطا بأي أصل أو مال للمصدر، وإنما هو التزام في ذمة المصدر مضمونا كان أم لا. وأما المحل المتعاقد عليه في الصكوك الإسلامية فهو أصل موجود مولد العائد يملكه حملة الصكوك. ولذلك، إن العائد في الصكوك يكون مصدره هذا الأصل المملوك لحملة الصكوك، وليس ذلك في ذمة المصدر. ولذلك أيضا، تعتبر الصكوك أوراق مالية مبنية على أصل مملوك".

لذلك، فإن التوصيات الستة المشار إليها في نص البيان الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية قد أكدت على هذه الفروق بين الصكوك والسندات التقليدية الوارد ذكرها أعلاه. في هذا الموضوع الفرعي سيناقتش أربعة جوانب رئيسية ضمن البيان الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية والتي تعتبر ذات أهمية قصوى لفهم سوق الصكوك، مع التركيز بصفة خاصة على الصكوك المبنية على أساس الاشتراك في الأرباح والخسائر.

1. التوصية الأولى في البيان الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية يتناول الهمة الأساسية للصكوك التي تجعلها مغايرة للسندات التقليدية، أي ملكية حملة الصكوك للأصول التي تمكنهم من استحقاق العائدات على الأصول.

قال الشيخ تقي العثماني: " فإن الصكوك في عامة الأحوال تمثل حصة شائعة في أصول تدر ربحا أو دخلا، مثل الأعيان المؤجرة، أو مشروع تجاري أو صناعي، أو وعاء استثماري يحتوي على عدة من المشاريع. وهذه هي النقطة الوحيدة التي تميزها عن السندات الربوية"<sup>4</sup>.

وهكذا، فإن التوصية الأولى تقتضي أن يهلك حملة الصكوك للأصول التي تولد دخلا للاستثمار والتي تمثلها الصكوك ملكية معترفة قانونيا وشرعا، مع ملاحظة عدم التعرض إلى طريقة التأكد من هذه الملكية حيث إن التوصية لم تصرح بتفاصيله. ولكن، يفهم من التوصية

<sup>3</sup>الدكتور محمد علي القري، "كيف تتوافق الصكوك مع أحكام الشريعة الإسلامية"، ورقة مقدمة إلى المؤتمر السابع للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، جمادى الأولى 1429 هـ / مايو 2008 م.

<sup>4</sup>الشيخ تقي العثماني "الصكوك وتطبيقاتها المعاصرة"، ورقة مقدمة إلى اجتماع المجلس الشرعي بهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بمكة المكرمة بتاريخ 26 شعبان 1428 هـ الموافق 8 سبتمبر 2007 م.



بلّغ إذا أمكن إظهار وإثبات ملكية حملة الصكوك للأصول محل التصكيك مرفقة بحقوق الملكية والمسؤوليات المترتبة عنها، فإن مطلب التوصية الأولى يعد ناجزا.

قد أشار الدكتور القري إلى هذا المفهوم بقوله : " المهم هو قدرة حملة الصكوك على إثبات ملكيتهم للأصل محل التصكيك في حال الاقتضاء لدى الجهات المعنية . فكل ما يتطلبه القانون لتحقيق ذلك يجب تضمينه في هيكل الصكوك إذ لا اختلاف بين حملة الصكوك وأي مالك آخر لأصل من الأصول."<sup>5</sup>

الشكل الفعلي للملكية سوف يعتمد على القانون والعرف ليلد معين . ففي نظم القانون العرفي (الانجليزي) على سبيل المثال، ثبوت استحقاق الملكية المسمى بالملكية النفعية يعادل في معظم الحالات حق الملكية التام، وهو حق معترف به قانونا لدى المحاكم ويحول حاملها حقوق والتزامات المالك . وأما في القانون المدني فإن النوع الوحيد المعترف به هو الملكية القانونية فقط لأنها تقبل الملكية القانونية فقط دون الملكية النفعية.

2. التوصية الثانية تشير بوضوح إلى أن الصكوك القابلة للتداول لا ينبغي أن تمثل الإيرادات والديون. وهذا لاستبعاد فكرة أن الصكوك هي أداة الديون. وبالطبع فإن الأساس الرئيسي لهذه التوصية هو القرار الشرعي المعتمد من طرف هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية الراض للاتجار في الديون إلا على القيمة الاسمية (بدون خصم)، وللمدفوعات النقدية.

3. التوصية الثالثة تتعلق بما يسمى بتسهيلات السيولة.

في كثير من الأحيان، حاولت الجهات المعنية بإص دار الصكوك أن تجعلها أقرب ما يكون إلى سندات الدين التقليدية رغبة منهم إلى جعل تلك الصكوك بديلا تاما عن تلك السندات، فأضافوا إليها ما يسمى بتسهيلات السيولة، وهي التزام المصدر في حال عدم تحقق ق ما يكفي لدفع العائد الموعود أن يقرض لحملة الصكوك في حالة نقص الربح الفعلي عن تلك النسبة ما يحقق الاستقرار في العائد عند حلول فترة دفع العوائد، على أن يستردها في فترة تالية.

قد تبدو هذه المعاملة بريئة في ظاهرها بمعنى أن يلتزم المصدر نفسه طوعا بدفع مبلغ مقدما في حالة انخفاض غير متوقع في العوائد بحيث يصبح التوزيع الدوري لحملة الصكوك أكثر استقرارا وأسهل توقعا . "ما على المحسنين من سبيل " على أي حال، فإن المبلغ المدفوع مقدما يجب رده في وقت لاحق من الأرباح المحققة مستقبلا، أو من أموال حملة الصكوك شخصيا.

وبذلك رأى الدكتور القري حيث قال : " لا بأس بتسهيلات السيولة بشرط أن يجري استرداد ما قدمه المصدر على صفة تسهيلات سيولة من مستحقات حملة الصكوك سواء كان ذلك من إيرادات الأصل المملوك أم من رأس مالهم عند البيع في نهاية المدة".<sup>6</sup>

<sup>5</sup>الدكتور محمد علي القري، "كيف تتوافق الصكوك مع أحكام الشريعة الإسلامية"، ورقة مقدمة إلى المؤتمر السابع للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، جمادى الأولى 1429 هـ / مايو 2008 م، في صفحة 6.

<sup>6</sup>نفس المرجع في صفحة 7.

ولكن عندما يتم تحليل هذه الممارسة في سياق عقد المشاركة والمضاربة والتي لا يمكن أن تضمن أي ربح، فإن الوعد والالتزام من المصدر بالدفع المقدم للربح من خلال أموالهم الخاصة قد تبدو حيلة لتحقيق نتيجة محظورة بطريقة غير مباشرة. فهذا الوعد والالتزام مخالف لمقتضى العقد إذا كان الملتزم وهو مدير الصكوك شريكا أو مضاربا أو وكيلًا باستثمار.

وبالإضافة إلى ذلك، اعتبر الشيخ تقي العثماني هذا الالتزام ببفع المقدم من المال كبيع وسلف المنهي عنه شرعا. ولذلك، رأى الشيخ تقي العثماني بعدم جواز هذه العملية حيث قال: "أما اشتراط القرض عند انتقاص الربح الحقيقي من النسبة المعينة، فلا مبرر له إطلاقا من الناحية الشرعية، فإن الذي يلتزم بالقرض هو مدير العمليات، وهو الذي يبيع الأصول على حملة الصكوك في بداية العملية، فلو اشترط عليه أن يقرض حملة الصكوك في حالة نقص الربح الفعلي عن تلك النسبة، فهو داخل في بيع و سلف".<sup>7</sup>

ومن أجل ذلك، قرر المجلس الشرعي بهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بأنه لا يجوز لمدير الصكوك سواء أكان مضاربا أم شريكا أم وكيلًا بالاستثمار أن يلتزم بأن يقدم إلى حملة الصكوك قرضا عند نقص الربح الفعلي عن الربح المتوقع. ولكن أجاز المجلس الشرعي وضع بعض الربح في حساب احتياطي لتغطية حالة النقص بقدر الإمكان، بشرط أن يكون ذلك منصوصا عليه في نشرة الاكتتاب. ولا مانع أيضا من توزيع الربح المتوقع تحت الحساب، أو الحصول على تمويل مشروع على حساب حملة الصكوك.

4. وقد حظرت التوصية الرابعة لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية الوعد بالشراء بالقيمة الاسمية في صكوك المضاربة، وصكوك المشاركة، وصكوك الوكالة بالاستثمار، إلا أنها أجازتها التوصية الخامسة في صكوك الإجارة.

وهذه التوصية الرابعة قد تسببت القلق الكبير في السوق. بل قال بعض المختصين والمصرفيين بأنه "لا صكوك بلا وعد بالشراء بالقيمة الاسمية"، ذلك بأنهم يرون أنه يلزم للصكوك أن تختلف اختلافا أساسيا عن الأسهم من ناحية قصر المخاطرة فيها على "المخاطرة الائتمانية" دون "المخاطرة السوقية" حتى يكون لها جدوى اقتصادية، ويتحقق ذلك بالوعد بالشراء من المصدر بنفس القيمة الاسمية التي صدر بها الصك، فيكون رد رأس المال التزاما على المصدر بطريقة لا تختلف كثيرا عن السندات التقليدية. وهذا لحاجة الناس إلى ورقة مالية ذات مخاطر متدنية وربح قابل للتوقع لأن هناك بعض المستثمرين الذين لا يستطيعون تحمل مخاطر عالية (مثل الأسهم) لطبيعة نشاطاتهم الاقتصادية، كشركات التكافل و صناديق معاشات التقاعد. وقيل: إذا لم تتوفر مثل هذه الأوراق في السوق، للجيء هذه الأنواع من المستثمرين إلى السندات الربوية.

من أجل الإجابة على هذه المخاوف والحجج، فإننا يمكن القول أنه يمكننا إعادة صياغة بعض الصكوك حتى تكون أقل مخاطرة وأضبط عائداً. ومن أمثلة هذه الصكوك هي صكوك الإجارة، حيث أن العائدات مضمونة من خلال الإيجار العائد للأصول. وبالنسبة لصكوك

<sup>7</sup>الشيخ محمد تقي العثماني، المرجع السابق في صفحة 8.

الإجارة فإنه يجوز الوعد بشراء الأصول بسعر متفق عليه والذي قد يكون مغيراً عن القيمة الاسمية للصك.

فقد أوضح المجلس الشرعي بهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية هذا الأمر بتوصيته: "يجوز للمستأجر في التعهد في صكوك الإجارة شراء الأصول المؤجرة عند إطفاء الصكوك بقيمتها الاسمية على ألا يكون شريكاً أو مضارباً أو وكيلًا بالاستثمار"

ولكن عندما تكون الصكوك مبنية على مبدأ الاشتراك في الأرباح والخسائر، فإن بعض القواعد الأساسية المتعلقة بهذا النوع من الاستثمار لا يمكن التهاون بها لأجل تغطية الطلب التجاري في السوق، الذي هو في الواقع خاضع لظروف الاقتصاد الربوي وفلسفته. فعندما تكون العلاقة بين المصدر وحملة الصكوك هي الشركة في رأس المال أو الربح أي المضاربة أو المشاركة، فإن الوعد بالشراء من قبل المصدر بالصفة المذكورة يؤول إلى ضمان المضارب لرأس المال والربح أو الشريك لحصة شريكه، وهذا مخالف لإجماع المسلمين قديماً وحديثاً ولذلك فهو غير مقبول.

ولذلك، قرر المجلس الشرعي بهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بأنه: "لا يجوز للمضارب أو الشريك أو وكيل الاستثمار أن يتعهد بشراء الأصول من حملة الصكوك أو ممن يمثلهم بقيمتها الاسمية عند إطفاء الصكوك في نهاية مدتها ويجوز أن يكون التعهد بالشراء على أساس صافي قيمة الأصول أو القيمة السوقية أو القيمة العادلة أو بثمن يتفق عليه عند الشراء."

**البيان الصادر من هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية لعام 2008: الآثار والمضي إلى الأمام.**

البيان الصادر من هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية لعام 2008، والمناقشات التي أفضت إليه (لا سيما الورقة التي أعدها الشيخ تقي عثمانى) قد تسبب في إحداث بعض التيارات والازعاج في سوق الصكوك والأطراف الفاعلة والمشاركين فيه. يركز البيان على صكوك المشاركة والمضاربة، التي كان له تأثير بالغ عليها من ناحية صياغة هذه الصكوك والتعامل بها. لقد كتب ونوقش الكثير رداً على نص البيان والتوصيات المتعلقة به، حيث أن القضايا التي أثبتت من خلاله أضحت نقطة تحول لسوق الصكوك. ولذلك، تحاول هذه الورقة الموجزة تسليط الضوء على القضايا المشار إليها، ودراسة التحديات والفرص المستقبلية.

### الصكوك في مفترق الطرق؟

لقد أدى البيان من هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية إلى إعادة النظر في تصور السوق للصكوك. لم يعد بالإمكان اعتبار الصكوك أدوات لتحقيق الدخل الثابت مع سمات المحافظة على رأس المال. وإذا تقيد البيان الصادر بذلك بصرامة، توجب اعتبار

الصكوك المبنية على مبدأ المشاركة في تحمل الأرباح والخسائر كأدوات ذات عوائد متغيرة وفقا مع هذا المبدأ الاشتراكي، دون إعادة صياغتها حتى توافق مع مفهوم "أدوات ذات دخل ثابت".

المشكلة الرئيسية هي : هل السوق مستعدّ لاعتماد ما ورد في نص البيان شكلا ومضمونا؟ وهل سيتهج السوق للصكوك كسر هيكل الدخل الثابت، والانتقال من الشكل التقليدي لسوق الديون إلى شكل مغاير يتميز بامتثاله لمتطلبات الشريعة في الشكل والمضمون على حد سواء؟ أم أن السوق سيدخل تعديلات مبتكرة وهندسة مالية و آليات أخرى للتأكد من أن صكوك المضاربة والمشاركة لا تزال تناسب هيكل الدخل الثابت؟  
يتوقف الاختيار على ما يلي :

- هل يريد السوق حقا قبول نظام مالي إسلامي بديل، تحيد فيه عن الطريقة التقليدية، سواء في الشكل والمضمون؛ أو
- يريد السوق الحفاظ على الوضع القائم ومواصلة تقليد النظام التقليدي، إن لم يكن في الشكل، على الأقل فيها يخص الآثار الاقتصادية والفوائد التجارية.

وإذا رجّح السوق الخيار الأول، يعني ذلك أن الصكوك الإسلامية ستختلف عن السندات التقليدية في الشكل والعقود المتضمنة فيها، وأيضاً من حيث الآثار الاقتصادية والتجارية. وهذا قد يكون أكثر ملاءمة لتحقيق الأهداف الاجتماعية والاقتصادية الإسلامية بما يتفق مع المقاصد العامة للشريعة.

وإذا باعدت الصكوك المبنية على أساس المشاركة في الربح والخسائر عن خصائص الدخل الثابت، فإن هذه الأنواع من الصكوك لن تكون شقيفاً للسندات التقليدية ذات الدخل الثابت، ولكنها سوف تصبح أداة تستقل بخصائص فريدة تنفرد بها. لن تكون هذه الصكوك المبنية على أساس المشاركة في الربح والخسائر تماماً مثل الأسهم، ولكن خليطاً بين الأسهم والسندات. وبالتالي، فإنها قد تحتاج إلى مجموعة من النظم المختلفة، من ناحية هيكل الضرائب، وتقييم المخاطر، وعملية التصنيف وتعزيز الائتمان، وآلية التسعير وغيرها. وبالإضافة إلى ذلك، فإنه قد يتطلب إطاراً جديداً للاستصدار والمبتجرة. فهذا لضمان فعالية وتنافسية الصكوك دون الخضوع لأطر تنظيمية مجحفة، أو لظروف السوق الصعبة.

هل هذه الوجهة المستقبلية للصكوك؟ هل يمكن للنظام المالي الإسلامي أن يتحمل هذا؟ وتجدر الإشارة إلى أن معظم الصكوك قد اعتمدت من طرف المستثمرين غير الإسلامي. فعلى سبيل المثال، ما يقرب من نصف من صكوك موانئ دبي في حيازة المستثمرين غير مسلمين، حيث ذهب 11 ٪ منها إلى المستثمرين الأوروبيين. بل إن بعض الصكوك تصدر من البلدان غير الإسلامية، مثل صكوك سكسونيا أنهالت (ألمانيا) والتي تقدر قيمتها بـ 100 مليون يورو، و صكوك شرق كامبيرون (الولايات المتحدة) والتي تقدر قيمتها بـ 166 مليون دولار.

ويتمثل التحدي في إقناع السوق العالمية (المسلمين وغير المسلمين على حد سواء) بقوة النظام المالي الإسلامي وقابليته لأن يكون بديلاً للنظام التقليدي، سواء في الشكل أو المضمون؛ وأن الأهداف الاجتماعية والاقتصادية للشريعة هو الطريق لإنقاذ البشرية من الهولاء والمشاكل

الاقتصادية. قد يبدو ذلك صعبا، ولكن نظرا لتدهور الحالة الاقتصادية الراهنة، وأزمة الائتمان التي كشفت عن الوجه القبيح للرأسمالية، فقد حان الوقت للتمويل الإسلامي المتوافق مع أحكام الشريعة أن يظهر صورته الحقيقية وجوهه للإنقاذ الاقتصادي والذي اختاره الله تعالى لهذه الأمة. يقول الله تعالى في سورة البقرة ، الآية 143 : «وكذلك جعلناكم أمة وسطا لتكونوا شهداء على الناس ويكون الرسول عليكم شهيدا».

وأخيرا ، يجب أن نتذكر أن الصكوك والتمويل الإسلامي عموما ذو طبيعة دينية. وتتميز الجوانب التجارية فيه بكونها مكملة للمضمون الشرعي وموافقة لمتطلبات الشريعة. وبالتالي، فمن المناسب في الوقت الحالي إعادة تقييم الممارسات في مجال إصدار الصكوك والاتجار بها لمعرفة مدى مطابقتها للأهداف والمقاصد التي شرعت من أجلها من ناحية موافقتها لأحكام الشريعة ومقاصدها.

هل نجحت الصكوك والتمويل الإسلامي في تحقيق هذا الهدف ، سواء في الشكل أو المضمون؟ ليس من واجبي تقديم إجابة على هذا السؤال بنعم أو لا . الإجابة على هذا السؤال يتطلب تقييم ذاتي نزيها من قبل كل الأطراف. ومع ذلك، أعتقد أنه تكافؤ الجهود المخلصة والمستمرة، فإن تحقيق مقاصد الشريعة ليس بالمهمة المستحيلة. طالما أننا مقتنعون بأن التوافق مع الشريعة ومقاصدها هي التي ستؤدي بنا إلى الراحة والانسجام، وليس المشقة والتفكك، وكل هذا العمل الشاق لن يكون بتلك الصعوبة في ظل وجود مثل هذا الاقتناع الذاتي.

قال الإمام الشاطبي في الموافقات : "فإن الله وضع هذه الشريعة المباركة حنييفة سمحة سهلة حفظ فيها على الخلق قلوبهم وحبها لهم بذلك فلو عملوا على خلاف السماح والسهولة لدخل عليهم فيما كلفوا به ما لا تخلص به أعمالهم"<sup>8</sup>

فقد حان الوقت لكي نحاول أن نستمد ال حلول من شريعتنا الحنييفة الغراء حتى تكون موافقة للحد الأقصى بمطلوبات الشريعة و مقاصدها، بدلا من تبني حلول الآخرين المنبثقة من نظام الاقتصاد الربوي.

والله ولي التوفيق

<sup>8</sup>الشاطبي، الموافقات في أصول الشريعة ، ج 2، ص 136، دار العصرية (2000)، بيروت.