

قراءة تحليلية لإصدارات الصكوك المحلية و الدولية في اطار الهندسة المالية الاسلامية

Analytical reading of domestic and international Sukuk issuances within the framework of Islamic financial engineering

دحاوي اسماء¹، بلخريصات رشيد²

¹ جامعة الجيلالي الياابس س ب ع (الجزائر)، dahaouiasmaa22@gmail.com

² جامعة الجيلالي الياابس س ب ع (الجزائر)، belkhorissatrachid@yahoo.fr

تاريخ الاستلام: 2020/11/14 تاريخ القبول: 2020/11 /25 تاريخ النشر: 2020/12/19

ملخص:

اوجدت الهندسة المالية الاسلامية اربعة عشر صيغة مختلفة لصكوك الاستثمار. ومن خلال تحليلنا لنوع الصكوك المصدرة في السوق المحلية والدولية بين 2010 الى 2019. وجدنا ان صكوك المراجعة لوحدها تشكل 40% من مجموع الصيغ المصدرة في سوق المال. في حين لم تتعدى صكوك الاستصناع و السلم 1%. وقد شكلت صكوك المراجعة، الاجارة والوكالة الصيغة الاكثر استعمالا في سوق الصكوك، حيث تغطي مجتمعة 75 % من مجموع الصكوك. وهو ما يدل على ان سوق الصكوك لا يعرف تكافؤا في نوعية الصكوك المصدرة وبالتالي فانه لا يستفيد بالشكل الامثل من التنوع الذي اوجدته الهندسة المالية الاسلامية.

كلمات مفتاحية: الهندسة المالية الاسلامية، الصكوك الاسلامية، اصدار الصكوك.

تصنيفات JEL : D53، G12

Abstract:

Islamic financial engineering has created fourteen different forms of investment Sukuk. Through this research, we aim to study the diversity of the forms of Sukuk issued in the local and international markets between 2010 and 2019. We found that the Murabaha Sukuk alone account for 40% of the total issued formulas, while the Istisna'a and Salam Sukuk did not exceed 1%.

The Murabaha, Ijarah, and Wakala Sukuk were the most used form in the Sukuk market, as they collectively cover 75% of the total Sukuk. This means that the Sukuk market does not have parity in the quality of the issued Sukuk, and therefore it does not benefit optimally from the diversity created by Islamic financial engineering.

Keywords: Islamic financial engineering; Islamic Sukuk; Sukuk issuance.

JEL Classification Code : D53,G12.

المؤلف المرسل : دحاوي اسماء، الإيميل : dahaouiasmaa22@gmail.com

1. مقدمة:

أدى التوسع في الهندسة المالية التقليدية إلى اضطراب النظام المالي على مستوى العالم، ومرد ذلك إلى عدم إنضباطها بأية ضوابط، على عكس الهندسة المالية في النظام الاقتصادي الإسلامي والمبنية على ضوابط شرعية إسلامية. وتعود الإجهادات المتعلقة بالهندسة المالية الإسلامية إلى منتصف تسعينيات القرن الماضي، و التي أصبحت ضرورة مع النمو الكبير الذي يعرفه التمويل الإسلامي و إزدياد عدد المؤسسات المالية الإسلامية و حجم الإحتياجات التمويلية سواء للأفراد أو الشركات أو الحكومات. وكذلك في ظل المنافسة التي تفرضها المؤسسات المالية التقليدية. فالحلول التي يقدمها الإقتصاد الإسلامي والإبتكارات والمنتجات المالية الإسلامية لا يكفي لأن تكون موجهة لفئة محددة هم المسلمون، وإنما لابد أن تحقق مزايا مكافئة لتلك التي يقدمها الإقتصاد التقليدي. وتعد الصكوك الإسلامية أدوات أخذت حصة هامة في مجال الهندسة المالية الإسلامية و يبرز ذلك من خلال تعدد الصيغ المبتكرة للإصدار الصكوك. وتتمثل مشكلة الدراسة في عدم وضوح الرؤية حول ما إذا إستغلت هذه الإبتكارات من خلال التنوع في هياكل أو صيغ الصكوك المصدرة. أم أن البدائل التي توفرها الهندسة المالية الإسلامية غير مستغلة في هذا المجال. وعلى هذا الأساس، فإن التساؤل الرئيسي الذي يحاول البحث الإجابة عنه :

إلى أي مدى تتنوع إصدارات الصكوك في ظل البدائل التي توفرها الهندسة المالية

الإسلامية؟

أهداف الدراسة : سنهدف من خلال هذا البحث إلى تناول الجوانب النظرية للهندسة المالية الإسلامية والصكوك الإسلامية مع التركيز على صيغها المتعددة، ومن ثم تحليل مجموعة من المعطيات والمتعلقة بصيغ الصكوك الأكثر تداولاً في سوق الصكوك الدولية والمحلية .

أهمية الدراسة: تكمن أهمية هذه الدراسة في معرفة درجة تنوع صيغ الصكوك الإسلامية المصدرة على مستوى سوق الصكوك العالمي، ومدى الإستفادة من الإبتكارات التي تتيحها الهندسة المالية الإسلامية في مجال الصكوك.

المنهج المتبع: وللإجابة على الإشكالية قمنا بإتباع المنهج الوصفي القائم على التحليل وذلك من خلال دراسة مجموعة من التعاريف والمفاهيم المتعلقة بالهندسة المالية الإسلامية والصكوك الإسلامية، و إستعراض تنوع صيغ الصكوك المصدرة من خلال تحليل بيانات خاصة بسوق الصكوك.

• محددات الدراسة:

- **محددات نظرية:** تتناول هذه الدراسة إبتكارات الهندسة المالية الإسلامية في مجال صيغ صكوك الإستثمار، و مدى تنوع هذه الصيغ.
 - **المحددات الزمنية:** يعتمد هذا البحث على بيانات سنوية لتوزيع إصدارات الصكوك حسب هيكلها او حسب صيغتها للفترة من 2010 و الى غاية سنة 2019 .
 - **المحددات المكانية:** حاولنا من خلال دراستنا تناول بيانات إصدار الصكوك على مستوى العالم و التي تشمل كل الدول المنتسبة لهيئة السوق المالية الاسلامية الدولية.
- الدراسات السابقة :**

دراسة Rafisah Mat Radzi بعنوان Evolution in the Sukuk (Islamic Bonds) Structure

How do Market Demands and Shariah (Islamic Law) Solutions Shape Them?

تهدف هذه الدراسة الى تتبع تطور الإبتكار في هياكل الصكوك. والتي لاحظت تغييرات أو اتجاهات جديدة تتأثر بمتطلبات المشاركين في السوق. حيث تطورت هذه الهياكل من هياكل أساسية إلى هياكل مبتكرة مصممة لتلبية إحتياجات ومتطلبات محددة في السوق. حيث أصبحت المعايير الشرعية أكثر ليبرالية في تفسيرها لهذه الهياكل وتشجيع الهياكل التي تحاكي السندات التقليدية. ما يطرح مشكل الإمتثال الفعلي للشرعية الاسلامية. و قد أوصت الدراسة بضرورة رسم خط فاصل بين الإبتكارات المالية والإخراقات عن مبادئ الشريعة.

دراسة Rodney Wilson بعنوان Innovation in the structuring of Islamic sukuk securities

الغرض من هذه الورقة هو تقديم تحليل هياكل الصكوك المختلفة من منظور مالي. يشمل هذا الفحص صكوك المرابحة والإجارة والتي الشكل الأكثر شيوعًا للصكوك. كما يتم فحص إمكانية وجود المزيد من

هياكل الصكوك الجديدة القائمة على عقود المشاركة، إقتصر تحليل البيانات على بلدين المملكة العربية السعودية وماليزيا. وجدت الورقة أن الهياكل ذات الأغراض الخاصة (المهجينة) أصبحت شرط أساسي لإصدار وإدارة الصكوك بنجاح.

ولمعالجة هذا الموضوع سنتطرق إلى العناصر التالية :

2. الإطار النظري للهندسة المالية الإسلامية:

1.2 مفهوم الهندسة المالية التقليدية:

لقد قدم العديد من منظري الهندسة المالية أمثال Party و Tufano وغيرهم، عدة مفاهيم بينت أن أساس الهندسة المالية هو إيجاد الأدوات المالية الجديدة لأغراض التحوط والمضاربة والاستثمار، التي تدور جميعها حول إدارة المخاطر. وتنشأ الحاجة للهندسة المالية إما استجابة لفرص إستثمارية وفقا لتطلعات المستثمرين والمؤسسات معاً، أو للتعامل مع قيود المنافسة الدولية، ودرء للمخاطر واللايقين المحيط بالأنشطة الإستثمارية. ومفهوم الهندسة المالية هي إستخدام الأساليب التقنية وبشكل خاص الرياضيات المالية وتطبيقات الحاسب الالي في المالية. (فندوز، 2017، صفحة 72) هي توليد أدوات أو أوراق مالية جديدة. وإستنباط وسائل أو أدوات مالية جديدة لمقابلة احتياجات المستثمرين.

ويضع فينرّي (Finnerty, 1988, p. 15)، إطاراً محدداً للهندسة المالية فهي تعنى بتصميم وتطوير وتطبيق عمليات وأدوات مالية مستحدثة، وتقديم حلول خلاقية ومبدعة للمشكلات المالية.

2.2 الهندسة المالية الإسلامية

يقصد بالهندسة المالية الإسلامية: " مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة، بالإضافة إلى صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل وكل ذلك في إطار موجّهات الشرع الحنيف " (النجار، 2008، صفحة 166). ومن التعريف السابق، يتضح بأن الهندسة المالية الإسلامية تشتمل على ثلاثة أنشطة هي:

■ تصميم أدوات مالية مبتكرة، مثل بطاقة الائتمان، وأنواع جديدة من السندات والأسهم، وتصميم

عقود تحوط مبتكرة.

- تطوير الأدوات المالية، أي تلبية هذه الأدوات المبتكرة لحاجات تمويلية جديدة، أو التغيير الجذري في العقود الحالية لزيادة كفاءتها فيما يخص المخاطرة وفترة الاستحقاق والعائد.
- تنفيذ الأدوات المالية المبتكرة، أي ابتكار إجراءات تنفيذية مبتكرة من شأنها أن تكون منخفضة التكلفة ومرنة وعملية.

ويمكن توضيح الأساس الإسلامي لمفهوم الهندسة المالية في الإسلام من خلال حديث النبي (ﷺ) حيث قال "من سن في الإسلام سنة حسنة فله أجرها وأجر من عمل بها إلى يوم القيامة، لا ينقص ذلك من أجورهم شيئاً ومن سن في الإسلام سنة سيئة فعليه وزرها ووزر من عمل بها إلى يوم القيامة، لا يتنقص من أوزارهم شيئاً" (صحيح بن ماجه (169))

والهندسة المالية الإسلامية بذلك تعتبر منهجاً لنظم التمويل المعاصرة يهدف إلى تحقيق الكفاءة في المنتجات المالية المعاصرة وتطويرها في ظل الاحتياجات المالية والتي تتصف بأنها متجددة ومتنوعة. و يلاحظ أن هذا التعريف مطابق لتعريف الهندسة المالية غير أنه أضاف عنصراً جديداً و هو أنه يأخذ بعين الاعتبار ضرورة أن يكون موافقاً للشريعة الإسلامية. ويشير إلى أن الهندسة المالية الإسلامية تتضمن العناصر التالية:

- أولاً: إبتكار أدوات مالية جديدة.
- ثانياً: إبتكار آليات تمويلية جديدة.
- ثالثاً: إبتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية، مثل إدارة السيولة أو الديون، أو إعداد صيغ تمويلية لمشاريع معينة تلائم الظروف المحيطة بالمشروع.
- رابعاً: أن تكون الإبتكارات المشار إليها سابقاً، سواء في الأدوات أو العمليات التمويلية موافقة للشرع مع الابتعاد بأكبر قدر ممكن عن الاختلافات الفقهية، أي تتميز بالمصادقية الشرعية.

3.2 تاريخ الهندسة المالية الاسلامية:

من حيث الواقع فالصناعة المالية الإسلامية وُجدت منذ أن جاءت الشريعة الإسلامية بأحكامها المطهرة. وربما كان توجيه النبي (ﷺ) لبلال المازني رضي الله عنه، حين أراد أن يبادل التمر الجيد بالتمر الرديء، فقال

له صَلَّى اللهُ عليه و سلم: "لا تفعل. بع الجمع بالدرهم و اشتر بالدرهم جنيهاً" (صحيح البخاري، صفحة 2201) إشارة إلى أهمية البحث عن حلول تلبي الحاجات الاقتصادية دون الإخلال بالأحكام الشرعية، لكن الملاحظ أن الشريعة الإسلامية لم تأت بتفصيل هذه الحلول، و إنما جاءت بتفصيل ما لا يحل من المعاملات المالية. و هذا يتفق مع القول بأن الأصل في المعاملات الحل إلا ما عارض نصاً أو حكماً شرعياً ثابتاً. وعليه فالشريعة الإسلامية لم تحجر دائرة الابتكار، و إنما على العكس، حجرت دائرة الممنوع، و أبتقت دائرة المشروع متاحة للجهد البشري في الابتكار والتحديد. (السويلم، 2000، صفحة 9)

4.2 خصائص الهندسة المالية الإسلامية:

تهدف الصناعة المالية الإسلامية إلى إيجاد منتجات وأدوات مالية تجمع بين المصدقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية. فالمصدقية الشرعية هي الأساس في كونها إسلامية، و الكفاءة الاقتصادية هي الأساس في قدرتها على تلبية الإحتياجات العقتصادية و منافسة الأدوات التقليدية.

➤ **المصدقية الشرعية.** وهي أن تكون المنتجات الإسلامية موافقة للشرع بأكبر قدر ممكن، و هذا يتضمن الإبتعاد عن الخلاف الفقهي قدر المستطاع. إذ ليس الهدف الأساس من الصناعة المالية الإسلامية ترجيح رأي فقهي على آخر، و إنما التوصل إلى حلول مبتكرة تكون محل إتفاق قدر الإمكان. و عليه ينبغي أن نفرق ابتداءً بين دائرة ما هو جائز شرعاً، و بين ما تطمح إليه الصناعة الإسلامية. فالصناعة الإسلامية تطمح لمنتجات وآليات نموذجية إن صح التعبير. بينما دائرة المشروع تشمل ما قد يكون نموذجياً بمقياس العصر الحاضر، وما ليس كذلك. السبب أن الشرع جاء للجميع في كل مكان وزمان، وظروف الأفراد والمجتمعات تتفاوت وتباين، فقد لا تكون الحلول النموذجية الآن ملائمة لعصر آخر. بينما الحلول التي تقدمها الصناعة الإسلامية ينبغي أن تكون نموذجاً للإقتصاد الإسلامي، فينبغي إختيار أفضل تلك النماذج وأحسنها تعبيراً عن الإسلام. (السويلم، 2000، صفحة 16)

➤ **الكفاءة الاقتصادية:** إن التطرق لمفهوم الكفاءة الاقتصادية يستدعي البحث في المفاهيم التالية الربح القياسي، الربح البديل والتكلفة. تتميز الهندسة المالية الإسلامية بالإضافة إلى المصادقية الشرعية بخاصية أخرى مناظرة لتلك التي تتميز بها الهندسة المالية التقليدية وهي الكفاءة الاقتصادية. ويمكن لمنتجات الهندسة المالية زيادة الكفاءة الاقتصادية عن طريق توسيع الفرص الإستثمارية في مشاركة المخاطر وتخفيض تكاليف المعاملات وتخفيض تكاليف الحصول على معلومات وعمولات الوساطة والسمسرة (الساعاتي، 1999، صفحة 55).

➤ **العلاقة بين الكفاءة الاقتصادية و المصادقية الشرعية:** إن الخاصيتين المشار إليهما ليستا منعزلتين عن بعضهما، بل في غالب الحالات نجد أن البحث عن الكفاءة الاقتصادية يؤدي إلى حلول أكثر مصادقية، و العكس صحيح.

5.2 أسس الهندسة المالية الإسلامية: هناك أسس لابد أن تلتزم بها أي عملية إبتكار أو تجديد؛ في ظل النظم الاقتصادية الإسلامية؛ (قندوز، الهندسة المالية الإسلامية، 2007، صفحة 29) وهي:

➤ **أولاً: تحريم الربا و الغرر :**

الربا في اللغة الزيادة، والمقصود به الزيادة على رأس المال، قلّت أو كثرت (سابق، 1998، صفحة 126). يقول سبحانه وتعالى "يا أيها الذين آمنوا اتقوا الله و ذرّوا ما بقي من الرّبا إن كنتم مؤمنين" (سورة البقرة الاية 278)، عن أبي هريرة -رضي الله عنه- أن رسول الله-صلى الله عليه وسلم- قال:(اجتنبوا السبع الموبقات)، قالوا: يا رسول الله، وما هن؟ قال: (الشرك بالله، والسحر، وقتل النفس التي حرم الله إلا بالحق، وأكل الربا... (صحيح البخاري (2615))، وهو محرم في جميع الأديان السماوية والحكمة من تحريمه أن فيه ضرراً عظيماً، وينقسم الربا إلى قسمين: ربا الفضل , و ربا النسيئة.

ربا الفضل: وهو بيع النقود بالنقود، أو الطعام بالطعام مع الزيادة، وهذا النوع محرم، لأنه يفضى إلى النوع الثاني وهو ربا النسيئة. يقول رسول الله صلى الله عليه وسلم:(الذهب بالذهب، والفضة بالفضة، والبر بالبر، والشعير بالشعير، والتمر بالتمر، والملح بالملح، مثلاً بمثل، سواءً بسواء، يدا بيد فإذا اختلفت هذه الأصناف فبيعوا كيف شئتم إذا كان يدا بيد) (العسقلاني، 2008، صفحة 14)

ربما النسبته: هو الزيادة المشروطة التي يأخذها الدائن من المدين، نظير التأجيل وهو محرم. وهذا النوع منصوص على حرمة في الكتاب، والسنة، وإجماع الفقهاء.

الغرر: هو ما كان على خطر الحصول وقد عرفه السرخسي بأنه ما كان مستور العاقبة، وعن أبي هريرة رضي الله عنه - قال: (نَهَى رَسُولُ اللَّهِ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ عَنْ بَيْعِ الْحِصَاةِ، وَعَنْ بَيْعِ الْعَرْرِ.) (صحيح مسلم (1513))

➤ ثانياً حرية التعاقد..:

والمقصود بحرية التعاقد إطلاق الحرية للناس في أن يعقدوا من العقود ما يرون، وبالشروط التي يشترطون غير مقيدين إلا بقيد واحد، و هو ألاّ تشمل عقودهم على أمور قد نهى عنها الشارع، و حرمةا كأن يشتمل العقد على الربا، أو نحوه مما حرمه الشرع الإسلامي. فما لم تشتمل تلك العقود على أمر محرم بنص أو بمقتضى القواعد العامة المقررة التي ترتفع إلى درجة القطع واليقين، فإن الوفاء بها لازم، والعائد مأخوذ بما تعهد به، وإن إشمطت العقود على أمر حرمه الشارع فهي فاسدة، أو على الأقل لا يجب الوفاء بالجزء المحرم منها (أبو زهرة، 1977، صفحة 232).

➤ ثالثاً: قاعدة التيسير ورفع الحرج:

والمراد بالحرج الضيق يقول الله سبحانه وتعالى: (لا يكلف الله نفساً إلا وسعها) (سورة البقرة الآية 286). وقال تعالى: (ما جعل عليكم في الدين من حرج) (سورة الحج الآية 78). وتتضح أهمية هذه القاعدة في أن تقييد الناس بالعقود القديمة فيه تضيق على الناس والمتعاملين، لأنها لا تفي بكل احتياجاتهم المتغيرة والمتجددة.

➤ رابعاً: قاعدة الإستحسان (المصالح المرسله):

والإستحسان هو باب لحرية التعاقد، و يُروى عن الإمام مالك أنه قال: "الاستحسان تسعة أعشار العلم". والإستحسان هو ما يستحسنه المجتهد بعقله من غير أن يوجد نص يعارضه أو يشتهه، بل يرجع فيه إلى الأصل العام، وهو جريان المصالح التي يقرها الشرع، أما المصالح المرسله والتي يسميها بعض الأصوليين الإستصلاح، وهو قريب منه في مرماه وإن كان هو أوسع شمولاً. ومعنى المصالح المرسله أو الإستحسان

الأخذ بكل أمر فيه مصلحة يتلقاها العقل بالقبول، ولا يشهد أصل خاص من الشريعة بإلغائها أو إعتبارها. كما أن المصلحة المرسله التي تناط بها أحكام الشريعة الإسلامية هي المصلحة التي فيها المحافظة على مقصود الشارع. (أبو زهرة، 1977، صفحة 243)

➤ خامساً: النهي عن بيعتين في بيعة:

الأساس الآخر للهندسة المالية الإسلامية هو النهي عن بيعتين في بيعة واحدة. والنهي هنا ينصب على ما كان بين الطرفين، لأنه صَلَّى اللهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ نُهِيَ عَنْ بَيْعَتَيْنِ فِي بَيْعَةٍ. و اختصار فإن أي بيعتين بين طرفين تكون محصلتهما بيعة من نوع ثالث، ينبغي النظر إليها بمقياس البيعة الثالثة. وفي هذه الحالة الحكم تابعاً لحكم البيعة الثالثة، فإن كانت (أي البيعة الثالثة) ممنوعة شرعاً كانت البيعتان كذلك. وإن كانت البيعة الثالثة مقبولةً شرعاً لم يكن هناك حاجة للبيعتين، أمكن تحصيل المقصود من خلال البيعة الثالثة مباشرة. (السويلم، 2000، صفحة 21). وهذه القاعدة هي أهم أسس الهندسة المالية الإسلامية. و ترجع أهميتها إلى أنها تضمن بالإضافة إلى السلامة الشرعية، الكفاءة الاقتصادية للمعاملات المالية.

3. تطبيقات الهندسة المالية الإسلامية في مجال الصكوك:

1.3 تعريف صكوك الاستثمار:

تُعرف هيئة الأوراق المالية الماليزية الصكوك الإسلامية على أنها: "وثيقة أو شهادة تمثل قيمة أصل" (بنت محمد البقمي، 2013، صفحة 7). و يعرفها مجلس الخدمات المالية "الصكوك جمع صك و يشار لها عادة بسند إسلامي، والصكوك هي شهادات، يمثل كل صك حق ملكية بنسبة مئوية شائعة في موجودات عينية، أو مجموعة مختلطة من الموجودات، أو موجودات مشروع محدد أو نشاط استثماري محدد" (مجلس الخدمات المالية الإسلامية، 2009، صفحة 3). أما مجمع الفقه الإسلامي فيعرف الصكوك الإسلامية على أنها: "أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس المال إلى حصص متساوية، وذلك بإصدار صكوك مالية برأس المال على أساس وحدات متساوية القيمة، ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصاً شائعة في رأس المال وما يتحول إليه بنسبة ملكية كل منهم فيه" (بنت محمد البقمي، 2013، صفحة 7). كذلك عرفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية الصكوك على أنها: "هي وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة

في ملكية أعيان أو منافع، أو حقوق، أو خليط من الأعيان والمنافع والديون قائمة فعلا، أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب، وتصدر وفق عقد شرعي وتأخذ أحكامه" (هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية، 2017، صفحة 467)

2.3 أنواع صكوك الإستثمار:

1- صكوك ملكية الموجودات المؤجرة: هي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين مؤجرة أو عين موعود باستئجارها، أو يصدرها وسيط مالي ينوب عن المالك، بغرض بيعها واستيفاء ثمنها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح العين مملوكة لحملة الصكوك.

2- صكوك ملكية المنافع، وهي أنواع:

1-2- صكوك ملكية منافع الأعيان الموجودة: وهي نوعان

● وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين موجودة، بنفسه أو عن طريق وسيط مالي، بغرض إجارة منافعها واستيفاء أجرتها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك.

● وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك منفعة عين موجودة، بنفسه أو عن طريق وسيط مالي، بغرض إعادة إيجارها وإستيفاء أجرتها من حصيلة الإكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك. (هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية، 2017، صفحة 468)

2-2- صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض إجارة أعيان موصوفة في الذمة وإستيفاء الأجرة من حصيلة الإكتتاب فيها وتصبح منفعة العين الموصوفة في الذمة مملوكة لحملة الصكوك.

2-3- صكوك ملكية الخدمات من طرف معين: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض تقديم الخدمة من طرف معين (كمنفعة التعليم من جامعة مسماة) وإستيفاء الأجرة من حصيلة الإكتتاب فيها، وتصبح تلك الخدمات مملوكة لحملة الصكوك.

4-2- **صكوك ملكية الخدمات من طرف موصوف في الذمة:** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض تقديم الخدمة من مصدر موصوف في الذمة (كمنفعة التعليم من جامعة يتم تحديد مواصفاتها دون تسميتها) واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتاب فيها، وتصبح تلك الخدمات مملوكة لحملة الصكوك.

3- **صكوك السلم:** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها، لتحصيل رأس مال السلم، وتصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك. والسلم لغة: من السلف . ومنه: أسلم الثمن: أعطاه سلفاً. واصطلاحاً: هو عقد على موصوف في الذمة مؤجل بثمن مقبوض بمجلس العقد (العسقلاني، 2008، صفحة 67) وهو من البيوع الحائزة، التي أقرها رسول الله - صلى الله عليه وسلم - حيث قال: "من أسلم في شيء فليسلم في كيل معلوم، ووزن معلوم، إلى أجل معلوم" أما دليله من القرآن فقوله تعالى: (يا أيها الذين آمنوا إذا تداينتم بدين إلى أجل مسمى فاكتبوه... (سورة البقرة آية 282).

4- **صكوك الاستصناع:** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتاب فيها في تصنيع سلعة، ويصبح المصنوع مملوكا لحملة الصكوك. (هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية، 2017، صفحة 474. ومعنى الاستصناع لغة هو: طلب الصنع. والأصل فيه أنه لا يجوز وفقا للقياس الظاهر، لأن فيه بيعا لما هو غير موجود، ولكنه أجاز عند الأحناف على أساس الاستحسان، نظرا لحاجة الناس لهذا التبايع وتعاملهم به. فهو (عقد الاستصناع) لا يقاس على عقد السلم، لأن عقد السلم يعجل فيه دفع الثمن، ويعتبر هذا شرطا لصحة العقد أما في عقد الإستصناع فيصح تعجيل الثمن أو تأخيره أو ربطه بمراحل إنجاز المشروع.

أما اصطلاحاً: فقد عرفه الإمام السمرقندي في كتابه "تحفة الفقهاء" بأنه: (عقد على مبيع في الذمة وشرط عمله على الصانع).

5- **صكوك المراجعة:** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المراجعة، وتصبح سلعة المراجعة مملوكة لحملة الصكوك.

6- **صكوك المشاركة** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لإستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع، أو تطوير مشروع قائم، أو تمويل نشاط على أساس عقد من عقود المشاركة، ويصبح المشروع أو موجودات النشاط ملكا لحملة الصكوك في حدود حصصهم، وتدار صكوك المشاركة على أساس الشركة أو على أساس المضاربة أو على أساس الوكالة بالإستثمار(هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية، 2017، صفحة 475).

- **صكوك الشركة:** هي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الشركة بتعيين أحد الشركاء أو غيرهم لإدارتها.
- **صكوك المضاربة:** هي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس المضاربة بتعيين مضارب من الشركاء أو غيرهم لإدارتها.
- **صكوك الوكالة بالإستثمار:** هي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الوكالة بالإستثمار بتعيين وكيل عن حملة الصكوك لإدارتها.

7- **صكوك المزارعة:** وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لإستخدام حصيلة الإكتتاب فيها في تمويل مشروع على أساس المزارعة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في المحصول وفق ما حدده العقد.

8- **صكوك المساقاة:** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لإستخدام حصيلتها في سقي أشجار مثمرة والإنفاق عليها ورعايتها على أساس عقد المساقاة، ويصبح لحملة الصكوك حصة من الثمرة وفق ما حدده العقد.

9- **صكوك المغارسة:** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لإستخدام حصيلتها في غرس أشجار وفيما يتطلبه هذا الغرس من أعمال ونفقات على أساس عقد المغارسة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الأرض والغرس. (هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية، 2017، صفحة 476)

كما يجد الذكر بأنه يمكن أن تصدر صكوك تقوم هيكلتها على مزيج من الصيغ المذكورة وهي ما اصبحت تعرف بالصكوك المهجنة.

الصكوك المهجنة : هي نوع مستحدث من أنواع الصكوك، وتقوم هيكلتها على عقدين أو أكثر من العقود والصيغ الموافقة لأحكام الشريعة الإسلامية في نفس الوقت وضمن نفس الهيكل. وأهم هذه العقود عقود الإستصناع والمراجحة والإجارة. هذا النوع من الصكوك يسمح لمصدر الصكوك بالحصول على مصادر متعددة للتمويل من خلال اللجوء إلى صيغ متعددة من صيغ التمويل الإسلامي. ويشترط لتداول الصكوك المهجنة في الأسواق الثانوية أن لا تقل نسبة التمويل القابل للتداول شرعاً عن 51% من مجموع التمويلات بالصيغ المختلفة المكونة لهيكل الصكوك. ولا يجوز شرعاً تداول الصكوك المهجنة التي يضم مجمع أصولها أصولاً ممولة من خلال عقد المراجحة (لأنه عقد مديونية) وعقد السلم (لأنه عقد تسليم آجل، عجل فيه الثمن) إذا كانت نسبة التمويل من هاتين الصيغتين تتجاوز 49% في مجمع الأصول. (الموسوعة المالية الشاملة، 2017)

3.3 اصدارات الصكوك في السوقين المحلي و الدولي للفترة 2010 الى 2019:

يعرف سوق الصكوك الإسلامية توسعا ملحوظا في السنوات الاخيرة من خلال تزايد وتيرة الإصدارات سواء من قبل الحكومات او الشركات او المؤسسات المالية. وتعد الصكوك ثاني أكبر مساهم في صناعة التمويل الإسلامي بقيمة إجمالية بلغت 470 مليار دولار أمريكي في عام 2018، حيث تشكل الصكوك السيادية النسبة الأعلى من إجمالي إصدارات الصكوك في العالم. وتستمر ماليزيا في السيطرة على صناعة الصكوك حتى العام 2018 بعدد اصدارات يقدر بـ 219 اصدار. (International Islamic Financial Market, 2020)

الجدول 1: اصدارات الصكوك في السوقين المحلي و الدولي حسب كل صيغة (مليون دولار امريكي)

| نوع السوق | صكوك محلية (مليون دولار) | صكوك دولية (مليون دولار) | مجموع الصكوك المصدرة | نسبتها المئوية |
|------------------------------|-----------------------------|-----------------------------|-------------------------|-------------------|
| صكوك المشاركة | 59.094 | 3.114 | 62.208 | 5,83% |
| صكوك الوكالة | 44.058 | 126.641 | 170.699 | 15,98% |
| صكوك البيع بثمن اجل | 23.268 | / | 23.268 | 2,18% |
| صكوك السلم | 9.724 | / | 9.724 | 0,91% |
| صكوك الاستصناع | 182 | / | 182 | 0,02% |
| صكوك الاجارة | 147.792 | 56.570 | 204.362 | 19,14% |
| صكوك المضاربة | 36.349 | 11.155 | 47.504 | 4,45% |
| صكوك المرابحة | 422.680 | 9.651 | 432.331 | 40,48% |
| صكوك هجينة و تضم | 79.654 | 37.994 | 117.648 | 11,02% |
| صكوك هجينة اخرى | (21.158) | (9.322) | (30.480) | (2,85%) |
| صكوك هجينة مرابحة/مضاربة | (51.684) | (14.000) | (65.684) | (6,15%) |
| صكوك هجينة المشاركة / مرابحة | (173) | / | (173) | (0,02%) |
| صكوك هجينة وكالة / مرابحة | (5.443) | (2.100) | (7.543) | (0,71%) |
| صكوك هجينة الاجارة / مشاركة | (1.196) | (351) | (1.547) | (0,14%) |
| صكوك هجينة اجارة / مرابحة | / | (8.850) | (8.850) | (0,83%) |
| الصكوك القابلة للتحويل | / | (1.381) | (1.381) | (0,13%) |
| صكوك هجينة وكالة / مضاربة | / | (1.990) | (1.990) | (0,19%) |

المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على معطيات (International Islamic Financial Market, 2020).

sukuk report(GLOBAL SUKUK MARKET). Manama: IIFM

من خلال الجدول والذي اعتمدنا في اعداده على معطيات من تقرير سوق الصكوك (International Islamic Financial Market, 2020)، نلاحظ تفاوت و فروق كبيرة

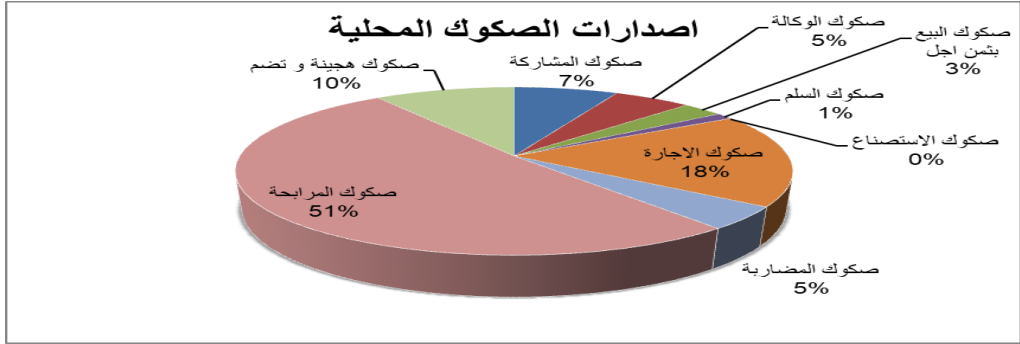
بين نسب صيغ الصكوك المتداولة في سوق الصكوك الإسلامية سواء الدولية او المحلية:

سوق الصكوك المحلية: تمثل صكوك المرابحة و حدها نسبة تفوق 51% من مجموع الصكوك التي

تم اصدارها في الأسواق المحلية بقيمة تقدر بـ 422.680 مليون دولار من سنة 2010 الى غاية نهاية

2019. تليها و بفارق كبير صكوك الإجارة حيث مثلت نسبة 18 % في حين لا تتعدى نسبة صكوك الإستصناع مثلا 1% بقيمة 182 مليون دولار علما أن تقرير الصكوك الصادر عن هيئة السوق المالية الإسلامية الدولية لم يتضمن معطيات تتعلق بإصدار صكوك مزارعة، مساقاة او مغارسة. ويوضح الشكل 1 نسبة إصدار كل نوع من أنواع الصكوك في هذا السوق كما يلي:

الشكل 1: نسبة اصدارات كل صيغة من صيغ الصكوك في الاسواق المحلية

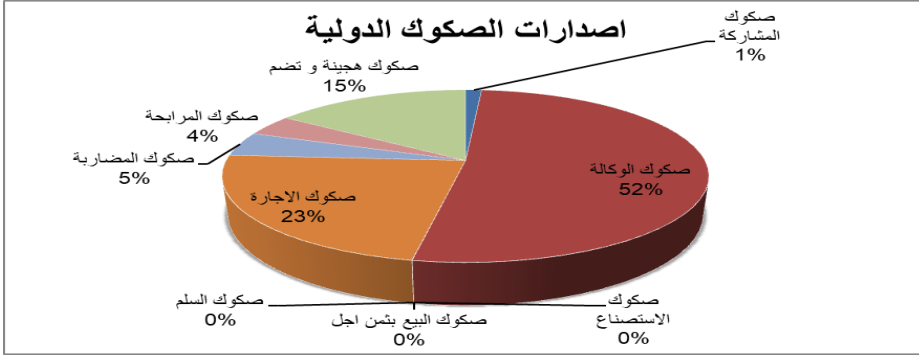


المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على الجدول 1

• سوق الصكوك الدولية :

وتشير البيانات في الجدول 1 أيضا إلى أن سوق الصكوك الدولية يعتمد بشكل كبير على صكوك الوكالة بالدرجة الأولى والتي تمثل نسبة 52% من الصكوك المصدرة في السوق الدولية بقيمة قدرت بـ 126.641 مليون دولار بين سنتي 2010 و 2019، كما نلاحظ أن هذا السوق يعرف تنوعا أكبر لصيغ الصكوك من سابقه من خلال دمج عدة صيغ في شكل صكوك هجينة، على خلاف سوق الصكوك المحلية التي تشهد إقبالا أقل على إصدارات الصكوك الهجينة. و يمكن أن نوضح نسبة إصدارات الصكوك في السوق الدولي حسب صيغها كما يلي:

الشكل 2: نسبة اصدارات كل صيغة من صيغ الصكوك في السوق الدولية

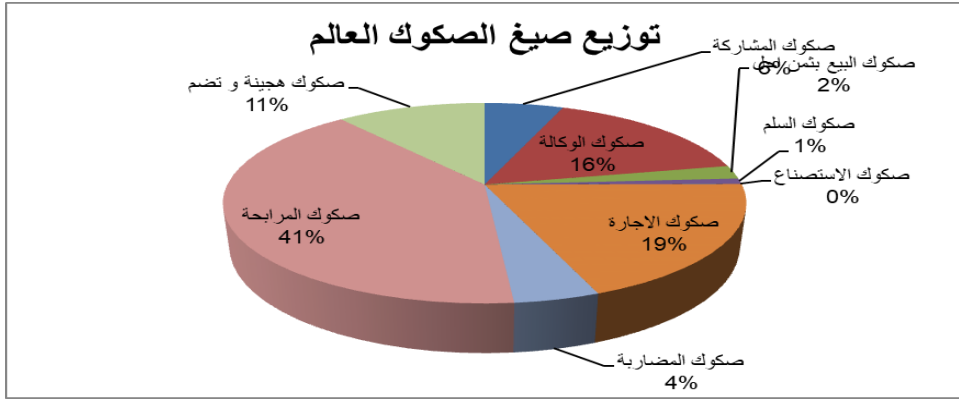


المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على الجدول 1

• بالنسبة للإصدارات الإجمالية في السوق العالمي:

حاولنا من خلال الجدول 1 جمع قيمة الإصدارات في السوقين المحلي والدولي لتحصيل نظرة شاملة حول هياكل الصكوك الأكثر إصدارا في العالم ومحاوله إظهار مدى تنوع سوق الصكوك ومدى الاستفادة من منتجات الهندسة المالية الإسلامية، من خلال إبراز الفروقات بين مختلف الصيغ حيث إتضح أن صكوك المرابحة هي الصكوك الأكثر إستعمالا في العالم بنسبة 41 % من مجموع الصكوك التي تم إصدارها بين سنة 2010 الى غاية 2019. تليها صيغتا الإجارة والوكالة بنسبة 19 % و 16 % على التوالي في حين لم تتعدى صيغة الإستصناع والسلم نسبة 1 %، مع العلم أن تقرير الصكوك الصادر عن هيئة السوق المالية الإسلامية الدولية لم يتطرق لإصدارات صكوك المزارعة، المساقاة و المغارسة لعدم أهمية قيم إصداراتها. وهو ما يدل على ان سوق الصكوك لا يعرف تكافؤا في نوعية الصكوك المصدرة حيث تغطي ثلاث صيغ و هي (المرابحة، الإجارة والوكالة) لوحدها نسبة 75 % من مجموع الصكوك في السوق المالي من أصل أربعة عشر صيغة. دون إحتساب مساهمتها كصكوك هجينة. و يوضح الشكل 3 نسبة إصدارات الصكوك في العالم حسب صيغها كما يلي:

الشكل 3: نسبة اصدارات الصكوك في العالم حسب صيغها



المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على الجدول 1

4. خاتمة:

إن المدخل لتطوير الهندسة المالية الإسلامية هو الأصالة و الابتكار، عن طريق البحث عن الإحتياجات الفعلية، والعمل على تصميم المنتجات المناسبة لها، شرط أن تكون متوافقة مع مبادئ الشرع الإسلامي. وهذا المنهج يتطلب دراسة مستمرة لإحتياجات العملاء، والعمل على تطوير الأساليب التقنية والفنية اللازمة لها، و ذلك لضمان الكفاءة الإقتصادية للمنتجات المالية، كما يتطلب وضع أسس واضحة لصناعة مالية إسلامية مستقلة عن الصناعة المالية التقليدية. وقد يكون هذا المنهج أكثر كلفة من التقليد والمحاكاة، لكنه في المقابل أكثر جدوى وإنتاجية. ولا شك أن المخارج الفقهية التي إقترحها رواد المذاهب الفقهية في محاولة التيسير على المسلمين في تعاقدهم المالية وفقاً لضوابط الشرع الإسلامي، لا تخرج عن دائرة الهندسة المالية الإسلامية. ويمكننا من خلال تتبع التاريخ الإسلامي الوصول إلى أنه تم إستخدام الهندسة المالية في كثير من المعاملات المالية الإسلامية.

وتعد الصكوك الإسلامية من أكثر الأدوات التي أتاحت مجالاً واسعاً للإبتكار والتنوع حيث أوجدت الهندسة المالية الإسلامية أربعة عشر صيغة مختلفة لصكوك الإستثمار. إلا أنه من خلال تحليل المعطيات الخاصة بصيغ الصكوك التي تم إصدارها سواء في السوق المحلية أو الدولية بين سنتي 2010 الى 2019 فقد لمسنا فروقا كبيرة بين نسب صيغ المختلفة حيث شكلت صكوك المراجعة و حدها نسبة تفوق 40%

من مجموع الصيغ المتداولة في سوق المال، في حين لم تتعدى نسبة صيغ اخرى 1% على غرار صكوك الإستصناع و السلم. في حين أن تقرير الصكوك الصادر عن هيئة السوق المالية الاسلامية الدولية لم يتطرق لإصدارات صكوك المزارعة، المساقاة او الممارسة لعدم أهمية قيم إصداراتها. وقد شكلت صكوك المراجعة، الإجارة والوكالة الصيغة الأكثر إستعمالا في سوق الصكوك في العالم، حيث تغطي مجتمعة نسبة تفوق 75 % من مجموع الصكوك التي تم إصدارها وذلك دون إحتساب مساهمتها كصكوك هجينة. كما إستنتجنا أن صيغ الصكوك الأكثر إستخداما بالنسبة للصكوك الدولية والتي مثلت فيها صكوك الوكالة الصيغة الأكثر إنتشارا، تختلف عنها في السوق المحلية و التي طغت عليها إصدارات صكوك المراجعة. وتشير البيانات أيضا أن سوق الصكوك الدولية يعرف تنوعا أكبر من خلال دمج عدة صيغ في شكل صكوك هجينة، على خلاف سوق الصكوك المحلية التي تعد أقل تنوعا في إصدار الصكوك الهجينة. ومنه فان سوق الصكوك لا يعرف تكافؤا في نوعية الصكوك المصدرة وبالتالي فإنه لا يستفيد بالشكل الأمثل من التنوع الذي أوجدته الهندسة المالية الإسلامية.

ومن التوصيات التي نقدمها من خلال هذا البحث هو ضرورة إعتداد صيغ أكثر تنوعا في إصدار الصكوك على مستوى السوقين الدولي والمحلي للصكوك. ومحاولة إستغلال كل الصيغ التي أتاحتها الهندسة المالية الإسلامية. بإعتبار أن هذا التنوع سيفتح أفاق إستثمارية جديدة ويقلل إلى حد كبير من مخاطر الصكوك الإسلامية خاصة الصكوك القائمة صيغها على الدين والتي يحاكي تسعير هياكلها السندات التقليدية.

5. قائمة المراجع:

- مصحف القرآن الكريم برواية ورش عن نافع
- السنة النبوية الشريفة:
- البخاري،(مراجعة:2014)، صحيح البخاري، (تح: عبد الله محمد احمد خليل)، دار الكتب العلمية، بيروت لبنان.
- ابن ماجة،(مراجعة: 1407هـ/1986م)، صحيح سنن ابن ماجة ، (تح: محمد ناصر الدين الألباني)، مكتب التربية العربي لدول الخليج، الطبعة الاولى ، الرياض السعودية.
- مسلم،(مراجعة: 2013)، صحيح مسلم، (تح: احمد شمس الدين)، دار الكتب العلمية، الجزء الثالث، بيروت لبنان.
- المصادر :

قراءة تحليلية لإصدارات الصكوك المحلية و الدولية في اطار الهندسة المالية الاسلامية

- لحافظ ابن حجر العسقلاني. (2008). شرح بلوغ المرام من ادلة الاحكام- تتممة كتاب البيوع-. (الجزء الرابع). (عادل بن سعد، محول برمجي) دار الكتب العلمية: بيروت.

• الكتب :

- سامي بن ابراهيم السويلم. (2000). صناعة الهندسة المالية: نظرات في المنهج الإسلامي. مركز البحوث، شركة الراجحي المصرفية للاستثمار . السعودية.

- سيد سابق. (1998). فقه السنة (الإصدار 2). دار الفكر للطباعة و النشر: بيروت.

- عبد الكريم قندوز. (2017). الابتكار المالي ومقدمة الى الهندسة المالية (الإصدار 1). اي-كتب. لندن.

- محمد أبو زهرة. (1977). الملكية و نظرية العقد في الشريعة الإسلامية. دار الفكر العربي. القاهرة.

- نجلاء بنت محمد البقمي. (2013). مخاطر الصكوك وآليات التحوط منها مع دراسة تطبيقية لصكوك شركة متعثرة، السعودية. إصدارات كرسي سابق للأسواق المالية. الرياض.

• المقالات العلمية :

- أبو ذر محمد أحمد الحلبي. (1996). الهندسة المالية الأسس العامة والأبعاد للتمويل الإسلامي. مجلة المقتصد(07).

- اخلاص باقر النجار. (2008). قراءة في مفردات الهندسة المالية الاسلامية. العلوم الاقتصادية، 5(21).

- عبد الحميد عبد الرحيم الساعاتي. (1999). نحو مشتقات مالية إسلامية لإدارة المخاطر التجارية. (جامعة الملك عبد العزيز، المحرر) مجلة الاقتصاد الإسلامي، 11(01).

- عبد الكريم قندوز. (2007). الهندسة المالية الإسلامية. (جامعة الملك عبد العزيز، المحرر) مجلة الاقتصاد الإسلامي، 20(2).

• التقارير :

- مجلس الخدمات المالية الاسلامية. (2009). متطلبات كفاية رأس المال لتصكيك الصكوك والاستثمارات العقارية. IFSB.

https://www.ifsb.org/download.php?id=4363&lang=Arabic&pg=ar_publish_ed.php

- هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية. (2017). المعايير الشرعية. النامية: AAOIFI.

[/http://aaofii.com/24188-2](http://aaofii.com/24188-2)

• المواقع الالكترونية:

- الموسوعة المالية الشاملة. (2017, 03 25). المالية الإسلامية. تاريخ الاسترداد 09 12 2020، من الاستثمار والتمويل:

<https://www.investment-and-finance.net/arabic/islamic-finance/saad/hybrid-sukuk.html>

المراجع الاجنبية :

- Finnerty, J. (1988). Financial Engineering in Corporate finance: An Overview. Financial Management Association International, 17(4).
- International Islamic Financial Market. (2020). sukuk report(GLOBAL SUKUK MARKET). Manama Kingdom of Bahrain: IIFM.
<https://www.iifm.net/wp-content/uploads/2020/09/IIFM-Sukuk-Report-9th-Edition.pdf>