

صكوك الجمع بين المضاربة والمرابحة (التورق)

مقدم لمؤتمر أيوفي السادس عشر للهيئات الشرعية

إعداد

ناصر بن عبدالرحمن الداود

بسم الله الرحمن الرحيم

الحمد لله وحده، والصلاة والسلام على رسوله وآله وصحبه، وبعد:

فهذه ورقة مختصرة في صكوك الجمع بين المضاربة والمراجعة (التورق) أعددتها بناء على طلب كريم من الأمانة العامة لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، وقد جعلتها في ثلاثة مباحث:

المبحث الأول: التعريف بصكوك المضاربة والتورق.

المبحث الثاني: أحكام صكوك المضاربة والتورق.

المبحث الثالث: نماذج تطبيقية صكوك المضاربة والتورق.

وقد حاولت هذه الورقة مناقشة المسائل الرئيسية التي يستند إليها هيكل هذا النموذج وفقاً لما ورد في خطاب الاستكتاب دون تناول المسائل التفصيلية التي قد يتضمنها هذا النموذج مثل بعض المسائل المتعلقة بالمضاربة وبعض مسائل الصكوك التي لا ينفرد بها هذا النموذج؛ لأن هذا يخرج الأمر عن مقصوده، كما أشير إلى أن الغرض من هذه الورقة ليس الترجيح في هذه المسائل فإن هذا شأن الاجتهادات الجماعية لا سيما في مثل هذا الموضوع الدقيق، وإنما القصد محاولة توضيح هذا النموذج واستقراء مواقف واتجاهات اللجان الشرعية والمختصين بشأنه ودراسته وعرضه بين يدي المختصين والباحثين وإثارة بعض القضايا حوله، لا سيما مع حداثة النموذج وجدته.

وبالله التوفيق،،

[١]

التعريف بصكوك المضاربة والتورق

١,١ توطئة في أهمية التصنيف الائتماني:

تعد السندات والصكوك من أدوات التبادل المالي المباشر في النظام المالي المعاصر والتي يلتقي فيها المستثمر بالتمول مباشرة دون الحاجة إلى مؤسسات وسيطة كالبنوك التجارية، وهي من الأدوات الاستثمارية المهمة في الأسواق المالية العالمية، وأحد أهم مصادر توفير السيولة للحكومات والشركات، ومن أبرز التحديات التي تواجه الصكوك وتطبيقها هو ما يتعلق بالتصنيف الائتماني (Credit rating) ومعظم المؤسسات الاستثمارية لا يستثمرون في أدوات دين غير مصنفة، كما يعد مهما للمصدرين أيضاً فهو يُمكنهم من الحصول على أسعار أفضل، وزيادة مدة الاستثمار، وجذب المزيد من المستثمرين، كما يعد التصنيف الائتماني للإصدارات مهماً بالنسبة للمؤسسات المالية منذ تم تبنيه من معيار بازل (٢) لكفاية رأس المال.

ومن حيث الإصدارات فغالبا ما يتم تصنيف الإصدارات الدولية، وهو ما لم يكن كذلك مع الإصدارات المحلية بالريال السعودي مثلاً. وغالبا ما يتم تصنيف الإصدارات الدولية؛ لأن التصنيف بالنسبة للمستثمرين الدوليين يعد شرطاً سابقاً للإصدار، وبعض الأسواق المالية تجعله شرطاً للإدراج فيها، وفي حالة الصكوك المحلية فإن الحاجة للتصنيف الائتماني لم تكن قائمة؛ لما تجده الإصدارات من استجابة جيدة من المستثمرين بسبب ظروف السيولة الكافية، والثقة بالمصدرين المعروفين، بالإضافة إلى ارتفاع الطلب على الاستثمار وقلة العرض من الإصدارات، ومع دخول أنواع مختلفة من الجهات المصدرة إلى السوق وبسبب ظروف السيولة يرى كثير من المستثمرين أن الحاجة إلى التصنيف الائتماني قائمة وملحة للتأكد من جودة الإصدار^(١).

وتصنيف السند (Bond Rating) درجة تعطي للسندات تحدد جودته الائتمانية (Credit Quality) التي تعد أحد المعايير الرئيسية للحكم على جودة الاستثمار في السند ويعلم المستثمرون بها مدى الجدارة الائتمانية للسند أو كونه معرضاً لمخاطر التخلف عن السداد. ويتم تصنيف السندات عن

(١) ينظر: Sukuk Market in Saudi Arabia, Alawwal Invest, P:11

طريق جهات تصنيف خاصة ومستقلة مثل ستاندرد آند بور، ومودي وفيتش إلخ تقدم تقييمات للكفاءة المالية لمصدر السند وقدرته الائتمانية على سداد رأس المال للسند (أصل الدين) والفوائد في الوقت المناسب^(١).

والصنيف الائتماني للأوراق المالية لا يكون إلا فيما يمثل ديناً على المصدر (أداة دين) وعليه فلا يتم تصنيف الأسهم مثلاً لأنها تمثل ملكية أصول، فهو يقيس المخاطر الائتمانية للسند أي قدرة المصدر (المقترض) على سداد رأس المال والفوائد في أوقاتها المحددة، ويستند التصنيف الائتماني بشكل أساسي على تصنيف مصدره فإن كان مصدره في وضع ائتماني مرتفع كانت الأداة في الغالب مصنفة تصنيفاً يتوافق مع هذا الوضع الائتماني والعكس صحيح^(٢).

٢،١ المقصود بصكوك الجمع بين المضاربة والتورق:

وكما احتاجت السندات إلى تصنيف احتاجت الصكوك إلى تصنيف لأنها صممت أصلاً باعتبارها أداة بديلة عن السندات التقليدية.

وبالنظر في أنواع الصكوك المعمول بها في السوق يتبين أن صكوك الإجارة المنتهية بالتملك مثلاً يمكن تصنيفها ائتمانياً لأن الدفعات الإيجارية ثابتة في ذمة المستأجر بتمكينه من الانتفاع بالعين المؤجرة، وكذا لو تضمنت وعداً بالشراء فإن المصدر ملتزم بشراء الأصل بما يعادل رأس المال، وبالتالي يمكن تصنيفها ائتمانياً، أما في صكوك المضاربة مثلاً فالتصنيف الائتماني غير ممكن؛ لأن عقد المضاربة يقتضي عدم جواز ضمان رأس المال من المضارب، وبالتالي لا يوجد عنصر ائتماني يمكن تصنيفه فتجد أن أغلب المستثمرين يعزفون عن هذا النوع من الصكوك لهذا السبب^(٣).

ونتيجة لذلك اقترحت هيكله لصكوك المضاربة تتضمن بالإضافة إلى عقد المضاربة عقد مراجعة يترتب عليه ثبات جزء من مبلغ الإصدار ديناً في ذمة المصدر مع مراعاة ألا يكون في الابتداء حصة غالبية تمنع

(١) ينظر:

www.investopedia.com/terms/b/bondrating.asp www.investopedia.com/terms/c/creditquality.asp

(٢) ينظر: الصكوك الإسلامية وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، د. محمد القرني ص ٨.

(٣) ينظر: الصكوك الإسلامية، البديل المشروع للسندات التقليدية، د. محمد القرني ص ١١.

التداول كما سيأتي بحثه، وفي الوقت نفسه يكون مقدار الربح في عقد المراجحة مساوياً في نهاية مدة الصك لرأس مال المضاربة.

وتم هيكلة هذه الصكوك على تقسيم مبلغ الإصدار (رأس مال الصك) إلى قسمين، بحيث يستثمر ٥١% منه في عقد مضاربة مع المصدر، و ٤٩% منه في عمليات مراجحة مع المصدر، بحيث تكون أصول الصكوك من مجموع موجودات العقدين (المضاربة والمراجحة).

وكانت أول صكوك صدرت بناء على هذه الفكرة فيما وقفت عليه هي صكوك بنك الجزيرة في المملكة العربية السعودية عام ٢٠١١م^(١).

٣،١ صور صكوك الجمع بين المضاربة والمراجحة:

عند دفع المستثمرين لرأس مال الصكوك فإن هذا المال يتم تجزئته إلى قسمين:

القسم الأول: يستثمر في عقد مضاربة وذلك بأن يدفع وكيل حملة الصكوك لمصدر الصكوك ٥١% من المال المكتتب به لاستثمارها في أنشطة متفق عليها مع المصدر، وتحدد نسبة الربح والتي تكون عادة ١٠% للمصدر، و ٩٠% لحملة الصكوك، ويتنازل حملة الصكوك عن نسبة منها باعتبارها حافزاً للأداء، ويتم تحديد أوقات توزيع دورية يتم فيها توزيع الأرباح حسب النسب المتفق عليها، ويكون ذلك تنظيماً حكماً للمضاربة.

القسم الثاني: وفيه يشتري وكيل حملة الصكوك بالمتبقي من المال المكتتب به (٤٩%) سلعاً ثم يبيعها على المصدر بالأجل بربح معلوم، وفي هذه الحال تختلف الصور:

أ. فقد يتم تنفيذ عملية مراجحة واحدة بهذه النسبة كاملة بثمن يعادل رأس مال الصكوك (القيمة الاسمية للإصدار) ويكون أجلها هو نهاية مدة الصك، وفي هذه الحال يكون سداد التوزيعات الدورية من عوائد المضاربة فقط.

ب. وقد يتم تقسيم مبلغ المراجحة إلى جزئين، أحدهما يستخدم لتغطية القيمة الاسمية للإصدار وذلك بأن تغطي برحبها القيمة الاسمية للإصدار، والثاني يستخدم عند حلول أجل التوزيعات الدورية فيتم استخدام المتبقي من هذه النسبة في تنفيذ عمليات مراجحة أخرى لسداد التوزيعات الدورية،

(١) ينظر: الصكوك الإسلامية للقرى ص ١٢.

وفي هذه الحال تكون عملية المراجعة قد غطت القيمة الاسمية للإصدار والتوزيعات الدورية.

أحكام صكوك المضاربة والتورق

١,٢ اجتماع المضاربة والمرابحة:

يمكن مناقشة اجتماع عقدي المضاربة بالمرابحة ومدى صلته بصكوك المضاربة والمرابحة في مسألتين:

المسألة الأولى: حكم اشتراط عقد المرابحة في المضاربة.

المسألة الثانية: هل تعد صكوك المضاربة والمرابحة من الجمع المشروط بين عقدي معاوضة؟

أما المسألة الأولى وهي أن يُشترط أحد العقدين في الآخر فلا يدفع مالا ليضارب فيه إلا بشرط أن يشتري منه سلعة بثمن محدد، وهذه المسألة - أعني الجمع المشروط بين عقدي معاوضة - إما أن ينظر إليها بانضمام المحاباة كما إذا دفع مالا له ليضارب فيه بشرط أن يشتري منه سلعة بأكثر من قيمتها، وإما أن يكون شرطاً بين العاقدين دون محاباة كما إذا دفع مالا له ليضارب فيه بشرط أن يشتري منه سلعة بمثل ثمنها، وسيأتي الكلام عن المحاباة، أما ما يتعلق بمسألة الجمع المشروط بين عقدي معاوضة فقد بحث الفقهاء هذه المسألة وأشبعت بحثاً من قبل المعاصرين، وأشير بشكل موجز إلى مذاهب الفقهاء في هذه المسألة على النحو الآتي:

فقد ذهب الحنفية والشافعية والحنابلة إلى المنع من أن يشترط في عقد البيع عقد آخر^(١)، ونص الحنابلة على المنع من اشتراط عقد البيع في عقد الشركة كما لو قال بعتك هذه الدار على أن تشاركني^(٢)، وذهب المالكية إلى منعه في عقود الجعالة، والصرف، والمساقاة، والشركة، والقراض، وأجازوا اشتراط عقد البيع مع عقد البيع وكذا مع عقد الإجارة^(٣)، ووجه ابن رشد المنع من اشتراط عقد البيع في عقد القراض بقوله: "وأما القراض والبيع فإنما لم يجوز أن يجتمعا في صفقة واحدة من أجل أن القراض مخالف للبيع في وجهين: أحدهما أن القراض من العقود الجائزة، والثاني أنه إجارة مجهولة، تجوز بالإجماع والاتباع والقياس على المساقاة، فإذا انضاف أحدهما إلى الآخر أفسد كل واحد منهما صاحبه؛ لأن البيع يعود مجهولاً

(١) ينظر: حاشية الشلبي ٤/٤٤، وتحفة المحتاج ٤/٢٩٤، والإنصاف ١١/٢٣٠.

(٢) ينظر: كشاف القناع ٧/٣٩٨.

(٣) ينظر: مواهب الجليل ٤/٣١٣.

بإضافته إلى المجهول، ولأن القراض يخرج عن أصله باشتراط إضافة البيع إليه فيعود إجارة مجهولة، فوجب لذلك أن يفسخ البيع على ما قال ويرد في القراض إلى إجارة مثله^(١).

وذهب ابن تيمية إلى جواز اشتراط عقد المعاوضة في عقد معاوضة آخر ما لم يترتب عليه ربا كالعينة أو يتخذ حيلة لضمان رأس المال. وهذا الرأي يفهم من مجموع نصوصه خلافاً لما قد يُفهم من أنه يقول بالجواز مطلقاً.

قال ابن تيمية "وقول القائل: بعتك ثوبي على أن تبيعني ثوبك بمئة: إن أراد به أن يبيع كل واحد منهما انعقد بهذا الكلام، فهذا نظير نكاح الشغار، ولكن ما الدليل على فساد هذا؟ وهو كما قال: أجرتك داري بمئة على أن داري تصير مؤجرة لي بمئة، فعوض كل من الإجاريتين مئة واستتجار الأخرى، كما أنه في البيع عوض كل منهما وبيع الأخرى. وتحريم هذا يحتاج إلى نص أو إجماع ليصح القياس عليه"^(٢)، وجاء في مجموع الفتاوى: "هذه المعاملة فاسدة من وجوه: منها الجمع بين البيع والشركة؛ فإن ذلك لا يجوز. وقد اتفق الفقهاء على أنه لا يجوز أن يشترط مع البيع عقداً مثل هذا فلا يجوز أن يبيعه على أن يقرضه وكذلك لا يجوز أن يؤجره على أن يساقيه أو يشاركه على أن يقترض منه ولا أن يبيعه على أن يبتاع منه ونحو ذلك"^(٣). وبهذه النصوص يظهر أن ابن تيمية يجيز اشتراط العقد في عقد آخر لكن بشرط ألا يترتب عليه ربا كالعينة أو أن يجمع جمعاً القصد منه هو التحايل على ضابط شرعي.

واختلف المعاصرون تبعاً لذلك في حكم اشتراط عقد معاوضة في عقد معاوضة آخر فذهب كثير منهم إلى الجواز؛ أخذاً بقول ابن تيمية.

وذهب آخرون إلى المنع منه مطلقاً، وهو ما ذهب إليه الشيخ د. الصديق الضرير رحمه الله، والشيخ محمد تقي العثماني أخذاً برأي جمهور الفقهاء^(٤).

قال د. الصديق الضرير: "وعلة المنع على هذا هي الغرر في العقد فإن الذي يبيع داره على أن يبيعه فلان سيارته لا يدري هل يتم البيع أو لا؛ لأن تمام البيع الأول متوقف على تمام البيع الثاني".

(١) البيان والتحصيل ٤/٤١٧.

(٢) نظرية العقد ص ١٨٩.

(٣) مجموع الفتاوى ٣٠/٨٣.

(٤) ينظر: الغرر ص ١١٠، وبحوث في قضايا فقهية معاصرة ١/٢٤٥.

المسألة الثانية: هل تعد صكوك المضاربة والمرابحة من الجمع المشروط بين عقدي معاوضة؟

بالنظر في واقع الصكوك فإنه لا يتم النص في العقود على اشتراط أحد العقدين في الآخر، وإنما هي اتفاقات مسبقة على الدخول في العقود المجتمعة، حيث يتم النص في نشرة الإصدار على الهيكلة المتبعة ويتم توقيع العقود منفصلة، فما الضابط في اعتبار الصكوك من قبيل اشتراط عقد في عقد؟ يمكن تفصيل ذلك في اتجاهين:

الاتجاه الأول: أن المفاهمة والاتفاق السابق على العقود المجتمعة هي في حكم الشرط، وهو ما يذهب إليه كثير من المعاصرين، على اعتبار أن العبرة في العقود، وهو ما ذهب إليه د. نزيه حماد^(١)، وهو ما يفهم من معيار الجمع بين العقود^(٢).

الاتجاه الثاني: أن الضابط هو أن يكون العقد مشروطاً بالعقد الآخر في صلب العقد بحيث يترتب على عدم انعقاد أحدهما بطلان الآخر، وهو ما لا يتحقق في المفاهمة والمواعدة السابقة على العقد؛ وذلك أن العقد إذا اشترط فيه عقد آخر يبقى متردداً بين التمام الفسخ بخلاف العقد المطلق المسبوق بوعد أو مفاهمة سابقة فإنه لا تردد في تمام العقد، وذهب إلى هذا الاتجاه الشيخ محمد تقي العثماني^(٣)، وهو ما يفهم من معيار حماية رأس المال حيث جاء في المستند الشرعي للجمع بين المشاركة والبيع "مستند جواز تنويع الأصول الاستثمارية أن هذا التنويع يحقق المصلحة للمستثمرين، وليس من قبيل الجمع بين العقود في عقد واحد؛ إذ إن كل عقد يبرم مستقلاً عن الآخر"^(٤).

وهذا الرأي هو الذي أخذت به اللجان الشرعية لهذه الصكوك فقد جاء في فتوى الهيئة الشرعية لمركز الأوائل للدراسات الاقتصادية بشأن صكوك شركة الاتصالات السعودية ما نصه: "لا مانع شرعاً من الجمع بين المرابحة والمضاربة شريطة الفصل بين وثائق العقدين؛ لئلا يؤدي إلى تداخل الحقوق والالتزامات المترتبة على كلٍ منهما".

(١) ينظر: المعايير الشرعية ص ٦٦٢.

(٢) ينظر: قضايا فقهية معاصرة في المال والاقتصاد ص ٢٧٠.

(٣) ينظر: بحوث في قضايا فقهية معاصرة ٢٤٢/١، وتعقيب الشيخ تقي على بحث د. نزيه حماد، المتلقيات الفقهية للهيئة الشرعية لمصرف الراجحي ص

٦٢٤.

(٤) ينظر: المعايير الشرعية ص ١١٣٤.

وقد يقال باتجاه قريب من الاتجاه الثاني وهو أن يترتب على عدم انعقاد العقد أو بطلانه بطلان الآخر ولو لم يكن ذلك مشروطاً في العقود كما لو تم إلزام المتعاقدين في الاتفاقية السابقة على العقود على الربط بين العقود وأن من حالات الإخلال بأحدهما عدم تنفيذ العقد الآخر.

وقد جاء من ضمن عناصر الاستكتاب السؤال عن حكم الجمع بين المداينة والمضاربة، فإن كان القصد هو مدى إمكان إلحاق عقد المراجعة الذي نتج عنه دين في الذمة بالقرض في المنع من اجتماعه بالمعاوضة فالذي يظهر عدم صحة إلحاق علة الانتفاع بالقرض والمنع من سلف وبيع بالدين الناشئ عن عقد المراجعة، وقد فرق الفقهاء بينهما في كثير من الأحكام، جاء في المدونة: "أرأيت المرهّن هل يجوز له أن يشترط شيئاً من منفعة الرهن؟ قال: إن كان من بيع فذلك جائز، وإن كان الدين من قرض فلا يجوز ذلك؛ لأنه يصير سلفاً جر منفعة"^(١). قال الإمام أحمد: "إذا رهنه من قرض فلا ينتفع بشيء وإن أذن له، وإن كان من بيع فلا بأس أن ينتفع به إذا كان أذن له"^(٢)، وإنما قد يمنع لمأخذ آخر كالاشرط بين عقدين أو مع المحاباة في أحدهما مما يترتب عليه التحايل للوصول إلى محذور شرعي.

(١) المدونة (١٤٩/٤).

(٢) مسائل الإمام أحمد برواية الكوسج (٥١/٢)، وينظر: المغني لابن قدامة (٥٠٩/٦)، والمبدع لابن مفلح (٢٢٦/٤).

٢,٢ تداول صكوك المضاربة والمرايحة:

من المسائل المتصلة بهذا النوع من الصكوك ما يتعلق بحكم تداولها لا سيما وأن أحد الأغراض الرئيسية لهذا التركيب هو إتاحة تداولها وتجاوز المحذور الشرعي في تداول الديون استناداً على مبدأ الغلبة في الأوراق المالية التي تتكون موجوداتها مما يجوز تداوله كالأعيان والمنافع ومما لا يجوز تداوله كالديون والنقود، وهذه المسألة من المسائل الكبيرة التي عقدت لأجلها ندوات مستقلة، وناقشها مجمع الفقهي الدولي بجدة في أكثر من دورة لكنها تؤجل لمزيد من البحث والدراسة.

وأعرض بشكل موجز أقوال المعاصرين في حكم تداول الأوراق المالية التي تتكون موجوداتها مما يجوز تداوله كالأعيان والمنافع ومما لا يجوز تداوله كالديون والنقود، سواء أكانت تلك الأوراق أسهماً أو صكوكاً أو وحدات استثمارية، حيث اختلف فيها على اتجاهات متعددة أبرزها ما يأتي^(١):

الاتجاه الأول: الأخذ بمبدأ الغلبة، وذلك بأن يجعل حكم الكل للغالب من الأمرين، فإن كانت الأعيان هي الغالبة فله حكم الأعيان، وإن كانت الديون هي الغالبة فتأخذ حكم الديون.

وهذا ظاهر قرار مبكر من مجمع الفقه الإسلامي الدولي في دورته الرابعة بشأن سندات القراض، ونصه: "إذا صار مال القراض موجودات متداولة مختلطة من النقود والديون والأعيان والمنافع فإنه يجوز تداول صكوك المقارضة وفقاً للسعر المتراضى عليه، على أن يكون الغالب في هذه الحالة أعياناً ومنافع، أما إذا كان الغالب نقوداً أو ديوناً فتراعى في التداول الأحكام الشرعية التي ستبينها لائحة تفسيرية توضع وتعرض على المجمع في الدورة القادمة".

الاتجاه الثاني: الأخذ بمبدأ التبعية إذا كانت النقود والديون تابعة لما يصح أن يكون متبوعاً، وتكون الورقة المالية متضمنة لملكية المتبوع، والأخذ بمبدأ الغلبة عند انتفاء تبعية النقود والديون أو عدم تضمن الورقة المالية لملكية المتبوع، وهذا ما ذهب إليه مجمع الفقه الإسلامي مؤخراً في دورته العشرين بالجزائر في قراره ١٨٨ بشأن استكمال موضوع الصكوك الإسلامية.

(١) ينظر: معيار الغلبة، د. يوسف الشيبلي ص ١٨.

الاتجاه الثالث: الاعتبار بغرض الشركة ونشاطها، وعلى هذا "فإذا كان غرضها ونشاطها التعامل في الأعيان والمنافع والحقوق فإن تداول أسهمها جائز دون مراعاة أحكام الصرف أو التصرف في الديون شريطة ألا تقل القيمة السوقية للأعيان والمنافع والحقوق عن نسبة ٣٠% من إجمالي موجودات الشركة الشاملة للأعيان والمنافع والحقوق والسيولة النقدية وما في حكمها (أي ديون الشركة على الغير وحساباتها الجارية لدى الغير والسندات التي تملكها وتمثل ديوناً). بصرف النظر عن مقدار السيولة النقدية والديون لكونها حينئذ تابعة.

أما إذا كان غرض الشركة ونشاطها المعمول به هو التعامل في الذهب أو الفضة أو العملات (الصرافة) فإنه يجب لتداول أسهمها مراعاة أحكام الصرف وإذا كان غرض الشركة ونشاطها المعمول به هو التعامل في الديون (التسهيلات) فإنه يجب لتداول أسهمها مراعاة أحكام الديون"^(١). وهذا الاتجاه أخذ به المجلس الشرعي لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية في معيار الأوراق المالية.

الاتجاه الرابع: وهو قريب من رأي المجمع الأخير كما في الاتجاه الثاني وهو:

١. الأخذ بمبدأ التبعية إذا كانت الأوراق المالية تمثل حصصاً مشاعة في مشروع ذي نشاط متجدد أي يتم تقليب موجوداته من نقد إلى أعيان أو منافع ثم نقد أو دين وهكذا، ويشمل ذلك الأسهم والوحدات الاستثمارية في الصناديق وصكوك المشاركة والمضاربة وودائع المضاربة الاستثمارية.

٢. والأخذ بمبدأ الغلبة إذا كانت الأوراق المالية تمثل حصة مشاعة في أصل من الأصول وليس في منشأة ذات نشاط متجدد أي لا يتم تقليب الموجودات، ويشمل هذا النوع الصكوك غير المشاركة والمضاربة، ومحافظ التمويل ونحوها، وقال بهذا الاتجاه د. يوسف الشيبلي^(٢)، كما أخذ بهذا الاتجاه البيان الختامي والتوصيات لندوة "الغلبة والتبعية في المعاملات المالية، حالاتهما،

(١) معيار الأوراق المالية (الأسهم والسندات) ص ٥٧٣، وقد بلغني أن هذا الرأي في طور المراجعة من المجلس، ويحتاج إلى مقارنة مع ما صدر مؤخراً من المجلس الشرعي في معيار الذهب ومعيار بيع الدين.

(٢) الغلبة في تداول الأوراق المالية ص ٢٢.

وضوابطهما، وشروط تحققهما" المنظمة من أمانة مجمع الفقه الإسلامي تنفيذاً لتوصيات قرار المجمع ١٩٦ المعقودة في جدة عام ١٤٣٦هـ^(١).

وتطبيقاً لهذه الاتجاهات على تداول موجودات صكوك المضاربة والمراجحة، يمكن القول بالجواز بناء على الاتجاه الرابع.

أما الاتجاه الأول والثاني فهو إن كان ظاهرهما يستفاد منه القول بجواز تداول موجودات صكوك المضاربة والمراجحة، إلا أنه فيما يتعلق بالاتجاه الأول فقد جاء في قرار المجمع ١٧٨ بشأن: الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة تداولها في دورتها التاسعة عشرة بالشارقة النص على المنع من أن يتخذ هذا القول حيلة على تداول الديون، حيث جاء في القرار: "لا يجوز أن يتخذ القول بالجواز ذريعة أو حيلة لتصكيك الديون وتداولها كأن يتحول نشاط الصندوق إلى المتاجرة بالديون التي نشأت عن السلع، ويجعل شيء من السلع في الصندوق حيلة للتداول"، فقد يقال بأن هذا النموذج قد صمم بما يكون حيلة على تداول الديون.

وكذا الاتجاه الثالث فهو رأي جديد للمجمع إلا أنه تم تفسيره أو تخصيصه بما يخرج الصورة محل الدراسة وذلك في قرار مجمع الفقه الإسلامي في دورته الحادية والعشرين بالرياض، حيث جاء في القرار ١٩٦ بشأن استكمال موضوع الصكوك الإسلامية ما نصه: "إذا كانت الصكوك تمثل موجودات مشروع أو نشاط استثماري معين، تختلط فيها النقود والديون والأعيان والمنافع، تطبق عليها الفقرة ٣ أ من البند خامساً من القرار ١٨٨. وفقاً لما يلي: أ. لا يجوز إصدار صكوك أو وحدات محفظة أو صندوق استثماري تشتمل على أعيان ومنافع وديون نقود بحيث تكون الديون والنقود مستقلة عن الأعيان والمنافع والجهاز الإداري والنشاط الاقتصادي المتبوع.."، وهو كذلك ما ذهبت إليه بعض الهيئات الشرعية، حيث جاء في اجتهاد سابق للهيئة الشرعية لمصرف الإنماء في قرارها بشأن صكوك الهيئة العامة للطيران المدني ما نصه: "أن تداول الصك بهذه الهيكلية يشتمل على ما لا يصح تداوله شرعاً وهو الدين؛ لأن دين المراجحة أحد المكونين الرئيسيين لموجودات الصك، ودين المراجحة هنا لا يصح أن يعد تابعاً؛ لأنه

(١) بحث في المعاملات والأساليب المصرفية الإسلامية، د. عبدالستار أبو غدة، ج ١٤ ص ٤٤.

مقصود أصالة، وقد أنشئ ابتداءً لمرة واحدة، ولم يكن متولداً من أنشطة متجددة تتقلب فيها الموجودات بين ديون وأصول".

أما الاتجاه الثالث وهو الاعتبار بنشاط الشركة فهو أخذ بمبدأ التبعية، لكن قد يقال بأن هذا الاتجاه محله في الأوراق المالية التي تمثل حصصاً مشاعة في منشآت، أما إذا كانت تمثل حصصاً مشاعة في أصل محدد من الأصول كما في الصورة محل الدراسة فلا ينطبق عليها هذا المعيار.

ومن المسائل التي قد تستوجب النظر والتأمل في هذه المسألة وأطرحها بين يدي المختصين هو ما يتعلق بتطبيق قاعدة الغلبة وأن الحكم للأكثر هل ينظر فيه إلى الديون بقيمتها الحالية أم الديون الثابتة في الذمة مطلقاً (والتي تشمل الأرباح المؤجلة)؟ ذلك أنه عند النظر في تداول الأوراق المالية بشكل عام فهي إنما ينظر فيها في الجانب المحاسبي والمالي إلى قيمتها الحالية أي القيمة الاسمية للورقة أو المتبقي منها وأي أرباح مستحقة لم تسدد أما الأرباح المؤجلة فلا تدخل، ولا يعني أنها تباع بهذه القيمة بل يمكن أن تباع بأكثر أو أقل بحسب العرض والطلب، وهو ما يجري تطبيقه في المؤسسات المالية الإسلامية تطبيقاً لمبدأ الغلبة، فلو أن هناك محفظة تتكون موجوداتها من ديون بمبلغ ٤٩ مليون (القيمة الاسمية) وإذا ضمنا الأرباح المؤجلة أصبحت ٦٠، ولديها أعيان قيمتها ٥١ مليون فإن القيمة الاسمية للمحفظة ستكون ١٠٠ وإذا أضفنا إلى الأرباح المؤجلة فستكون ١٦٠، فإذا اعتبرنا الديون بقيمتها الحالية جاز التداول، وإذا اعتبرنا الديون كاملة بما فيها الأرباح المؤجلة لم يجز التداول بناء على قاعدة الغلبة، والأول هو ما يفهم من التطبيق المعاصر لهذه القاعدة في الصناديق والصكوك ومحافظ التمويل، مع أن المتبادر للذهن قد يكون الاتجاه الثاني؛ لأن الدين عند الفقهاء يشمل رأس المال وربحه فهو ثابت في ذمة المدين بصفته الكاملة وإن لم يحل موعد سداده، لا سيما وأنه في الصورة محل الدراسة فإن دين المراجعة الذي قد يغطي القيمة الاسمية للإصدار وربما أكثر ينشأ في تاريخ إصدار الصك، ولو استحق في أي وقت من الأوقات قبل انتهاء الصك فهو سيحل بقيمته المؤجلة لا الحالية، فهل يصدق على الصكوك والحالة هذه أن الديون فيها ليست غالبية؟

وقد يكون من المؤثر عند النظر في هذه المسألة تعلق كثير من الأحكام بالدين بقيمته الحالية وليس المؤجلة كالقول بركة الدين بقيمته الحالية والاعتبار به في حال الوفاة والتفليس وتعجيل السداد.

٣,٢ تغطية ثمن المربحة للقيمة الاسمية للإصدار والتوزيعات الدورية (رأس مال المضاربة والأرباح).

ويمكن حكاية الخلاف في هذه المسألة في اتجاهين:

الاتجاه الأول: الجواز، وهو ما ذهب إليه أكثر اللجان الشرعية التي أجازت إصدار هذه الصكوك. ومن أبرز أدلة هذا الاتجاه أن الأصل المقرر عند الفقهاء ألا حد للربح إذا وجد الرضا بين المتعاقدين، فيجوز للبائع أن يبيع سلعته بربح يزيد عن ربح المثل ما دام المشتري راضٍ بذلك، والأصل في المعاملات الإباحة ما لم يرد محذور شرعي يمنع من ذلك، ولم يرد ما يمنع من ذلك.

الاتجاه الثاني: المنع، باعتبار أنه حيلة على ضمان رأس مال المضاربة؛ وذلك برفع عائد المراجعة (هامش الربح) بما يزيد عن تكلفة التمويل في تلك الفترة؛ لغرض تغطية القيمة الاسمية للإصدار، وهذا الزيادة غير المعهودة تعد تحايلاً على أمر ممنوع شرعاً، وهو ضمان رأس مال المضاربة، وهي بذلك تنتهي إلى المداينة فلا فرق بينها وبين السند التقليدي.

ويناقش: بأن هذا يعد بديلاً يحقق نفس النتيجة الاقتصادية لحماية رأس المال ولكن بطريقة مشروعة حيث تحققت فيها الضوابط الشرعية لعقد المراجعة واجتماع العقود، كما أن المضاربة عقد حقيقي تحكمه أحكام المضاربة الشرعية فلا يضمن المضارب رأس المال ولا الربح، ولا يضر اتفاق هذا المنتج من حيث النتيجة مع نتيجة المنتج التقليدي، فهو من حماية رأس المال، وليس من ضمانه^(١)، فهو من الوسائل المشروعة لحماية رأس المال، وقد جاء في معيار حماية رأس المال والاستثمارات: "استخدام عقود المراجعة والمشاركة؛ بحيث يقسم رأس المال إلى جزئين: الأول في عقود مراجعة مع جهات ذات ملاءة ائتمانية بهامش ربح يتحقق به وبأصل المال الحماية لرأس المال، والباقي يُستثمر في عقود مشاركة"^٢.

قال الشيخ محمد تقي العثماني في موضع مختلف: (بمجرد كون النتيجة النهائية مثل ما ينتج من عقد الربا؛ لا يجرم العملية، ما دامت النتيجة حصلت بعقود حقيقية مشروعة)^٣.

(١) ينظر: بحوث حماية رأس المال، د. محمد القري، د. عبدالستار أبو غدة.

٢ ينظر: المعايير الشرعية ص ١١٢٦.

٣ ينظر: بحوث في قضايا فقهية معاصرة ٥٩/٢.

ويمكن أن يخرج الاتجاه بالمنع على قواعد ابن تيمية في الحيل، حيث منع ما يسمى بمسألة ضمان البساتين، وجعلها من الحيل الممنوعة شرعاً، وهي حيلة على بيع الثمر قبل بدو صلاحه وذلك أن صاحب البستان يريد عائداً مضموناً من البستان، وهو لا يستطيع بيع الثمر قبل بدو صلاحه؛ للمانع الشرعي في ذلك، ولا يرغب في المساقاة عليها بحصة من الثمرة؛ لأنها غير مضمونة، وكذلك لا يستطيع إجارة الشجر للمنع من ذلك كما هو عليه جمهور الفقهاء وهم الحنفية والشافعية والحنابلة، فيقوم صاحب البستان بإجارة أرض البستان بأجرة تزيد كثيراً عن أجرة المثل ثم يساقى المستأجر على شجر البستان بحصة يسيرة من الثمر، ويكون صاحب البستان بهذه الحيلة قد ضمن العائد من خلال عقد الإجارة ولن تضربه خسارة الثمر، فجاء عن بعض الفقهاء بإجازة هذا التعامل، ومنعه ابن تيمية وشدد فيه وأطال في جوابه عن هذه المسألة وأخصه فيما يأتي:

١. اختلف الفقهاء في حكمها على قولين. فالمنصوص عن أحمد أنه لا يجوز. وقال بجوازها الشافعية وأبو يعلى من الحنابلة.

٢. أن هذه المعاملة ممنوعة من أوجه، أبرزها أن مقصود المنع من بيع الثمر قبل بدو صلاحه وهو الغرر والإفضاء للخصومات موجود في هذه المسألة أكثر مما يوجد في مسألة بيع الثمر قبل بدو صلاحه؛ حيث إن المستأجر حينما قبل بأن يستأجر الأرض بأكثر من أجرتها إنما قبل ذلك طمعا فيما يحصل له من الثمر، فإذا لم تتحقق منفعة الشجر، وطولب المستأجر بسداد جميع الأجرة كان ذلك من أكل المال بالباطل، وسبباً لإفضاء الخصومات والعدوات، فهو في معنى مشتري الثمرة قبل بدو صلاحها^(١).

واختلف القائلون بجواز هذه المسألة في مقدار الثمن الآجل في عمليات المراجعة هل يجوز أن يغطي القيمة الاسمية للإصدار والتوزيعات الدورية (رأس مال المضاربة وربحه) على ثلاث اتجاهات:

(١) ينظر: مجموع الفتاوى ٢٢٠/٣٠.

الاتجاه الأول: لا مانع من أن يغطي الثمن المؤجل في عملية المراجعة القيمة الاسمية للمضاربة (رأس المال) والتوزيعات الدورية (الأرباح)، وهو لازم ما أخذ به أكثر المجيزين لهذه النوع من الصكوك^(١). ويستدل لهذا الاتجاه بأن هذه الصكوك المركبة جمعت بين عقدين تحققت فيها الضوابط الشرعية، وهي تعد بديلاً مناسباً للسندات التقليدية مضمونة العوائد، وكونهما يتفقان في النتيجة فإن هذا لا يضر.

الاتجاه الثاني: ألا يتجاوز الثمن المؤجل في عملية المراجعة القيمة الاسمية للإصدار، وعليه يجب ألا يغطي الأرباح (التوزيعات الدورية)، وهو قول بعض أعضاء اللجان الشرعية لبعض إصدارات هذا النوع من الصكوك^(٢).

ويستدل لهذا الاتجاه بأن الفرق بين حماية رأس المال وضمانه في الصكوك هو النظر فيما إذا كانت الصكوك تتضمن مخاطر ائتمانية فقط كما في السندات، أم تتضمن بالإضافة إلى ذلك مخاطر تشغيلية فلو حصل نقص في عوائد النشاط محل الصكوك أو خسارة مثلاً وتضرر بذلك حملة الصكوك فهذا يدل على أن إدخال المراجعة على الصك إنما هو بقصد تقليل المخاطر، أما إذا لم يكن هناك أي مخاطر تشغيلية أو كانت المراجعة تغطي جميع المخاطر التشغيلية فهذا يدل على أن الصكوك إنما هي صكوك ديون، وأن المضاربة فرغت من مضمونها وما جيء بها إلا للتحليل، وعلى هذا يتبين الفرق بين حماية رأس المال وضمانه، ف"الحماية بذل عناية وأما الضمان فهو التزام بغاية، فالحماية يقصد منها بذل الأسباب لوقاية رأس المال من النقصان ثم قد تتحقق تلك الغاية وهي سلامة رأس المال وقد لا تتحقق، وأما الضمان فالمقصود منه الالتزام بالنتيجة وهي تحمل أي نقص يكون في رأس المال سواء أكان النقص بسبب قصور في الأخذ بالأسباب أم لم يكن لقصور فيها^(٣).

ويمكن مناقشة هذا الاتجاه بأن هذا الاستدلال مسلم لو أن ثمن المراجعة لا يغطي رأس المال أما إذا في حال تغطية ثمن المراجعة لرأس المال فهذا سينتج عنه عدم وجود احتمال لخسارة رأس مال المضارب لأنه

(١) كان من ضمن من أجاز هذا النموذج من الصكوك المشتملة على هذه الصورة: د. حسين حامد حسان، ود. محمد القري، ود. عبدالستار أبو غدة،

ود. نزيه حماد، والشيخ عبدالله بن منيع، والشيخ عبدالله المطلق، والشيخ نظام يعقوبي، ود. محمد داود بكر.

(٢) منهم: د. يوسف الشبيلي.

(٣) ينظر: حماية رأس المال، د. يوسف الشبيلي ص ٦.

مغطى من ثمن المراجعة بالكامل، وبهذا تكون المراجعة قد غطت المخاطر التشغيلية للصكوك ولم يبق إلا المخاطر الائتمانية فلا فرق بينها حينئذٍ وبين أن تغطي مع رأس المال التوزيعات الدورية. ويجاب عن ذلك بأنه لا يسلم أن رأس المال مضمون بدين المراجعة، فلو حصلت ظروف طارئة أدت إلى إخلال المصدر بالتزاماته لسبب خارج عن إرادته وترتب عليها انفساخ المراجعة فإن الثمن المؤجل للمراجعة لا يستحق بكامله، وإنما يستحق تكلفة سلعة المراجعة (رأس مال المراجعة) وأي أرباح مستحقة دون الأرباح المؤجلة، وبهذا يدل على أن العقود المكونة لهذه الصكوك لها أثر فعلي وليست شكلية.

الاتجاه الثالث: ألا يغطي الثمن المؤجل في عملية المراجعة القيمة الاسمية للإصدار، وهو قول بعض اللجان الشرعية المحيزة لبعض إصدارات هذا النوع من الصكوك^(١). ومأخذ هذا الاتجاه فيما يظهر هو أن تغطية ثمن المراجعة للقيمة الاسمية للإصدار يؤول إلى ضمان رأس المال في حال انتهاء مدة الصك أي في الأحوال الطبيعية وليس في الحالات الطارئة على الصك.

٢، ٤ استحقاق حملة الصكوك لثمن المراجعة كاملاً عند الإنهاء خلال مدة الصكوك:

وصورة هذه المسألة أن دين المراجعة يتكون من تكلفة السلعة (أصل الدين) وربحها المؤجل، وتكلفة السلعة لا يتجاوز ٤٩% من القيمة الاسمية للصكوك، والربح المؤجل في هذه الحال قد يكون بالإضافة إلى أصل الدين مساوياً لرأس مال المضاربة (٥١% المتبقية)، والمتبع في الديون المؤجلة عند السداد المبكر لها قبل حلول أجلها ألا يطالب بالأرباح التي تقابل المدة المتبقية من العقد، أما في الصكوك فهي تحل بالكامل، وهناك حالات للإنهاء فهو إما أن يكون برغبة المصدر وفي هذه الحال لا إشكال بالمطالبة بالدين المؤجل كاملاً، وكذا لو كان الإنهاء بسبب منه، أما إذا كان الإنهاء بسبب خارج عن إرادة المصدر كحالات القوة القاهرة أو كان برغبة حملة الصكوك المطلقة بأن يكون لهم الحق في الإنهاء في أي وقت فهل يحل الدين المؤجل كاملاً؟

وقد جرت العادة في الصكوك إثبات حق حملة الصكوك في الاسترداد في حالات التصفية (Dissolution Events) أو حالة الإخلال (Event of Default) والتي قد يكون منها

(١) منهم د. عبدالرحمن الأطرم.

إخلال المصدر بسبب عجزه عن وفائه بالتزاماته كتعثره عن السداد، وقد يكون بسبب خارج عن إرادته، وفي الحالين فإنه يترتب عليه استحقاق حملة الصكوك لمبلغ الاسترداد المبكر (Early Redemption Amount) أو مبلغ التصفية المبكر (Early Dissolution Amount) وهو ما يساوي ١٠٠% من مبلغ رأس المال ونسبة محددة متفق عليها بالإضافة إلى أي توزيعات دورية مستحقة.

واختلف المميزون لهذه الصكوك في حكم استحقاق ثمن المراجعة كاملاً في هذه الحال على اتجاهين:
الأول: الجواز؛ بناء على ما سبق ذكره.

الثاني: المنع^(١) إذا كان الإنهاء بسبب خارج عن إرادة المصدر كصدور تعليمات من جهة منظمة ونحو ذلك ومن باب أولى في حال كان لحملة الصكوك الإنهاء في أي وقت لأي سبب من الأسباب؛ وهذا الاتجاه مبني فيما يظهر على القول بجواز أن يغطي ثمن المراجعة رأس المال فقط دون الأرباح، أما من يقول بالمنع من أن يغطي ثمن المراجعة القيمة الاسمية للإصدار، فلا يظهر موجب للأخذ به؛ لأن المأخذ في ذلك هو عدم ضمان رأس المال فما دام متحققاً على قولهم بعدم تغطية القيمة الاسمية الكاملة فلا حاجة لاشتراط التنازل عن الربح المؤجل للمراجعة لاسيما مع قولهم بجواز حلول المديونية كاملة عند حلول الأجل.

خلاصة ما سبق:

وباستعراض هذه المسائل والنظر في اتجاهات المميزين لإصدار هذه الصكوك والاستثمار فيها وتداولها يمكن استخلاص الضوابط الآتية:

أولاً: الضوابط المتفق عليها:

١. الالتزام بتطبيق أحكام المضاربة والمراجعة الشرعية في وثائق الصكوك.
٢. ألا تتجاوز القيمة الاسمية للمراجعة عن ٤٩% من رأس مال الصكوك.
٣. أن تكون أصول المضاربة أصول حقيقية تحقق عوائد في العادة.

(١) ينظر: القرار رقم ١٣٠ للهيئة الشرعية لبنك البلاد بشأن صكوك بنك البلاد ص ٣.

٤. أن يتم الفصل بين وثائق العقدين؛ لئلا يؤدي إلى تداخل الحقوق والالتزامات المترتبة على كلٍ منهما.

ثانياً: الضوابط المختلف فيها:

١. ألا يغطي ثمن المراجعة ما زاد عن القيمة الاسمية للصكوك.
٢. ألا يستحق ثمن المراجعة كاملاً في حال إنهاء الصكوك لسبب خارج عن إرادة المصدر.

[٣]

نماذج تطبيقية لصكوك المضاربة والتورق

١,٣ صكوك شركة أرامكو السعودية^(١) :

١,١,٣ البيانات الرئيسة للصك^(٢) :

أ. أطراف هيكل الصكوك:

- المصدر: شركة أرامكو السعودية للصكوك (شركة مساهمة محدودة تابعة للشركة).
 - وكيل حملة الصكوك: شركة الرياض المالية.
 - حملة الصكوك: المستثمرون بصفتهم حملة الصكوك.
 - أصول الصكوك: حصة المصدر (لصالح حملة الصكوك) في أصول المضاربة، وحقوق وكيل حملة الصكوك بصفته بائعاً (لصالح حملة الصكوك) في عملية المراجعة بما في ذلك ثمن البيع المؤجل، وأي رصيد قائم في حساب الصكوك وحساب التجميع، والدفعات المستحقة على المضارب بموجب اتفاقية المضاربة، والمشتري بموجب اتفاقية المراجعة الرئيسية.
 - رأس مال الصكوك: مبلغ يعادل القيمة الاسمية للإصدار.
- ب. أطراف اتفاقية المضاربة:

- رب المال: شركة أرامكو السعودية للصكوك نيابة عن حملة الصكوك.
- المضارب: شركة أرامكو السعودية.
- أصول المضاربة: سيستثمر المضارب رأس مال المضاربة على النحو الآتي: مبلغ يعادل التوزيعات الدورية وسيتم استثماره في استثمارات قصيرة الأجل، وسيتم استثمار الباقي في الأنشطة التجارية لأرامكو المتوافقة مع الشريعة الإسلامية.

(١) وهو برنامج مكون من عدة إصدارات ستصدر من وقت لآخر بحجم لا يتجاوز ٣٧,٥٠٠ مليار ريال، وجميع الإصدارات ستكون وفقاً لاتفاقية إعلان

الوكالة المؤرخة في ٢١ مارس ٢٠١٧.

(٢) ينظر: نشرة الإصدار ص ١.

ج. أطراف اتفاقية المرابحة الرئيسية:

- البائع: شركة أرامكو السعودية للصكوك نيابة عن حملة الصكوك.
- المشتري: شركة أرامكو السعودية.

د. وثائق الصكوك:

١. نشرة الإصدار. (Base Prospectus)
 ٢. اتفاقية المضاربة. (Mudaraba Agreement)
 ٣. اتفاقية المرابحة الأساس. (Master Murabaha Agreement)
 ٤. اتفاقية الشراء بالوكالة. (Purchase Agency Agreement)
 ٥. اتفاقية البيع بالوكالة. (On-sale Agency Agreement)
 ٦. اتفاقية إعلان الوكالة. (Declaration of Agency)
 ٧. اتفاقية إدارة الدفعات. (Payment Administration Agreement)
 ٨. اتفاقية البرنامج. (Programme Agreement)
- هـ. القانون الحاكم والاختصاص:

ستكون وثائق الصكوك خاضعة للقوانين والأنظمة السعودية، وسيكون الاختصاص للجنة منازعات الأوراق المالية.

٣, ١, ٢ هيكل الصك وخطوات التنفيذ:

في تاريخ إصدار الصكوك، سيستخدم وكيل حملة الصكوك مبلغ الرصيد القائم من حساب حصيلة الصكوك ووفقاً لتعليمات المصدر:

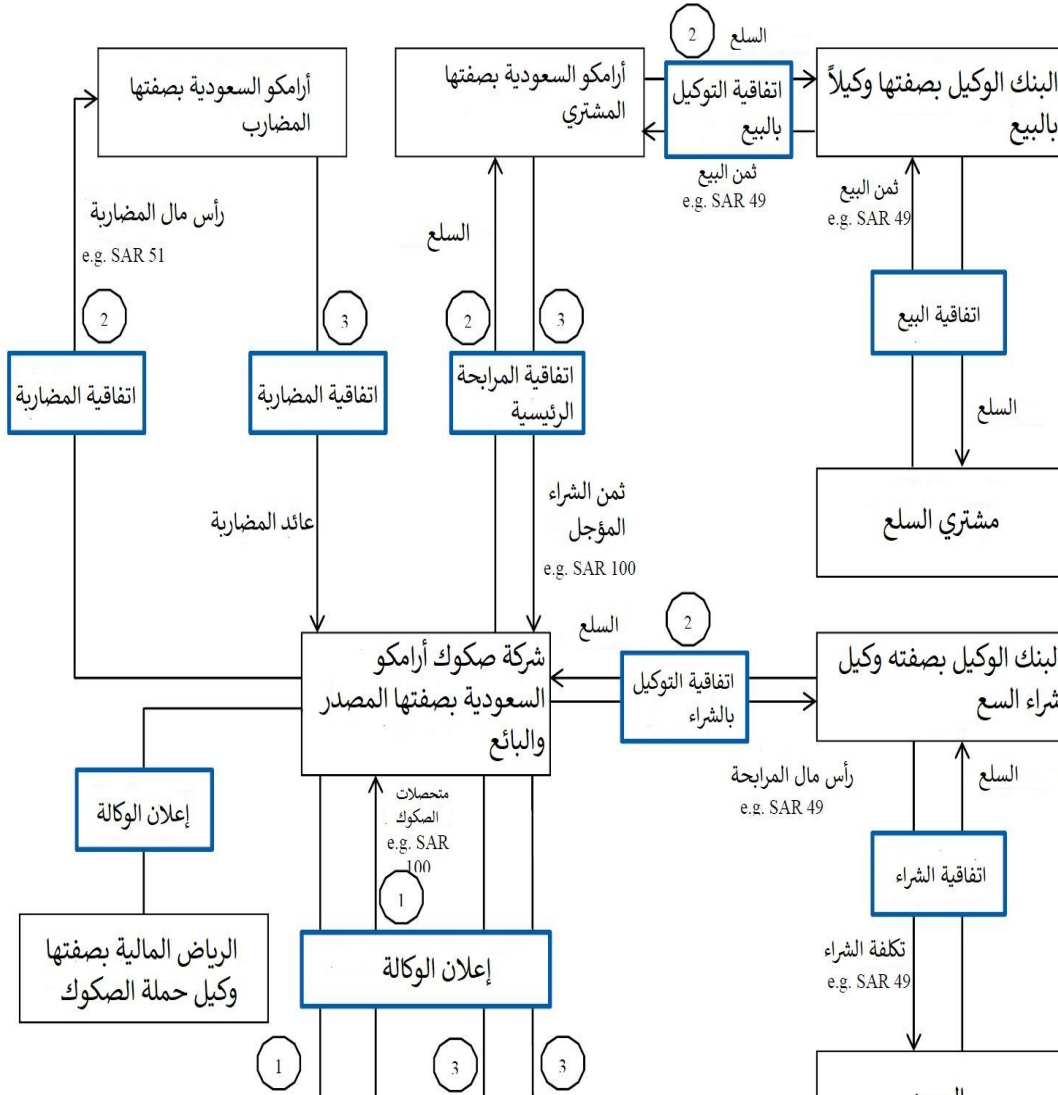
أ. دفع رأس مال المضاربة بما يعادل نسبته ٥١% على الأقل من إجمالي القيمة الاسمية للإصدار إلى المضارب لاستثمارها في أصول المضاربة.

ب. استخدام المتبقي من الرصيد القائم من حساب حصيلة حملة الصكوك والذي لن يتجاوز ٤٩% من القيمة الاسمية للإصدار في اتفاقية المرابحة للدخول فيها عن طريق المصدر بصفته البائع نيابة عن حملة الصكوك مع شركة أرامكو بصفته المشتري، والذي سيتم بموجبها بيع سلع إلى أرامكو

بشمن مؤجل يعادل إجمالي القيمة الاسمية للإصدار في تاريخ الإصدار.

ت. مبالغ التوزيعات الدورية ذات التواريخ المحددة بموجب الصكوك:

تسدد مبالغ التوزيعات الدورية للصكوك من إيرادات المضاربة والمراجحة، كما أنّ رأس المال يتكون من المضاربة والمراجحة أيضاً. ويتم دفع أرباح المضاربة بقسمة دخل المضاربة بين المضارب ورب المال حسب نسبة متفق عليها. وتستخدم حصة رب المال من دخل المضاربة لسداد مبالغ التوزيع الدوري لحملة الصكوك، وما زاد عن مبالغ التوزيعات الدورية فيعيد استثماره في المضاربة. وبعد استرداد قيمة الصكوك كاملة، تدفع المبالغ الزائدة إلى المضارب بصفتها حافزاً يضاف إلى حصته من أرباح المضاربة.



٣,١,٣ أبرز المسائل الخاصة بموضوع البحث:

المسألة الأولى: أن ثمن المرابحة يغطي جميع رأس المال.

جاء في نشرة الإصدار النص على أن ثمن البيع الآجل يعادل سعر التكلفة بالإضافة إلى أرباح المرابحة على ألا تتجاوز ١٠٠% من إجمالي القيمة الاسمية للإصدار^(١).

المسألة الثانية: استحقاق ثمن المرابحة كاملاً في حال الإنهاء:

حيث جاء في نشرة الإصدار النص على أنه عند حدوث حالة إخلال والتي منها حالات خارجة عن إرادة المصدر فإن لحملة الصكوك استرداد رأس مال الصكوك القائم كاملاً، وعرف رأس مال الصكوك القائم في النشرة بأنه المبلغ الذي يعادل القيمة الاسمية لإصدار الصكوك^(٢).

وذهبت الهيئات الشرعية المجيزة لإصدار هذا النوع من الصكوك (على اختلاف اتجاهاتها المذكورة في القسم النظري) إلى جواز الاستثمار في هذه الصكوك وتداولها، ويلاحظ هنا ما يأتي:

١. أن هذا البرنامج جرى على رأي من يجيز أن يغطي ثمن المرابحة المؤجل القيمة الاسمية للإصدار فقط دون الأرباح، أما منع من ذلك فقد أجاز هذا الإصدار بناء على تعهد من المصدر بألا يتجاوز في إصدارين على الأقل من إصدارات هذا البرنامج عن ٩٠% من القيمة الاسمية للصكوك، وهو ما يفهم مما ذكر في نشرة الإصدار ضمن المخاطر المحتملة أنه قد لا تتم تغطية إجمالي القيمة الاسمية للإصدار بالثمن المؤجل لعملية المرابحة، وسيتم سداده من عوائد المضاربة إلى الحد الذي تقل قيمة رأس مال المضاربة عن مبلغ العجز، وفي هذه الحال لن يتمكن حملة الصكوك من استرداد إجمالي القيمة الاسمية للإصدار^(٣).

٢. أن هذا البرنامج جرى على رأي من يجيز استحقاق ثمن المرابحة كاملاً في حال الاسترداد، أما منع ذلك فتمسك بإثبات حق المصدر في تحديد مقدار المرابحة بما تحدده المحاكم المختصة، على اعتبار أن المحاكم المختصة لن تثبت في ذمة المصدر الأرباح المؤجلة، والذي يظهر أن نصوص الوثائق لا

(١) ص ٧٣.

(٢) ص ٦٧، ٨٣.

(٣) ينظر: نشرة الإصدار ص ٢٧.

تحقق هذا الغرض، كما في النص الآتي: عند حصول حالة إخلال فيما يتعلق بأي إصدار من الصكوك وفي أي وقت تستمر حالة الإخلال فيما يتعلق بأي إصدار من الصكوك فإن البائع قد يطلب من المشتري على الفور دفع إجمالي ثمن المراجعة المؤجل القائم كاملاً فيما يتعلق بذلك الإصدار من الصكوك، وسيدفع المشتري على الفور أي مبالغ أخرى مستحقة للبائع على المشتري بموجب الوثائق ذات الصلة بذلك الإصدار من الصكوك. ولتفادي الشك فإنه في حالة وقوع حدث الإخلال فيكون للمحكمة المختصة الاختصاص فيما يتعلق بأي دعوى تتم بموجب هذه الفقرة وفقاً للفقرة ٢٠ (القانون الحاكم والاختصاص القضائي) والشرط ١٩ (القانون الحاكم والاختصاص القضائي).

وقد تم تعريف إجمالي ثمن المراجعة المؤجل القائم في الاتفاقية بأنه مبلغ ثمن البيع المؤجل والذي لم يدفعه المشتري بعد إلى البائع.

٢,٣ برنامج صكوك المملكة العربية السعودية المحلية:

١,٢,٣ البيانات الأساسية للصكوك:

أ. أطراف هيكل الصكوك:

- المصدر: حكومة المملكة العربية السعودية ممثلة بوزارة المالية.
- وكيل حملة الصكوك: شخص معين من حملة الصكوك.
- حملة الصكوك: المستثمرون بصفتهم حملة الصكوك.
- أصول الصكوك: حصة وكيل حملة الصكوك (لصالح حملة الصكوك) في أصول المضاربة، وحقوق وكيل حملة الصكوك بصفته بائعاً (لصالح حملة الصكوك) في عملية المراجعة بما في ذلك ثمن البيع المؤجل، وأي رصيد قائم في حساب الصكوك وحساب التجميع، والدفعات المستحقة على المضارب بموجب اتفاقية المضاربة، والمشتري بموجب اتفاقية المراجعة الرئيسية.
- رأس مال الصكوك: إجمالي القيمة الاسمية للإصدار.

ب. أطراف اتفاقية المضاربة:

- رب المال: وكيل حملة الصكوك نيابة عنهم.
- المضارب: المصدر بصفته مضارباً.
- أصول المضاربة: أصول مدرة للدخل للحكومة السعودية.

ج. أطراف اتفاقية المراجعة الرئيسية:

- البائع: وكيل حملة الصكوك نيابة عن حملة الصكوك.
- المشتري: المملكة العربية السعودية ممثلة بوزارة المالية.

د. وثائق الصكوك:

١. نشرة الإصدار. (Base Prospectus)
٢. اتفاقية المضاربة. (Mudaraba Agreement)
٣. اتفاقية إعلان الوكالة الرئيسية. (Declaration of Agency)
٤. اتفاقية إدارة الدفعات. (Payment Administration Agreement)

٥. اتفاقية التسجيل. (Registry Agreement)

هـ. القانون الحاكم والاختصاص:

ستكون وثائق الصكوك خاضعة للأنظمة السعودية.

٢, ٢, ٣ هيكل الصك وخطوات التنفيذ:

في تاريخ إصدار صكوك كل إصدار من الإصدارات، سيستخدم وكيل حملة الصكوك بالاستحواذ على أصول الصكوك باستخدام مبلغ الرصيد القائم في حساب متحصلات الصكوك على النحو الآتي:

أ. دفع رأس مال المضاربة بما لا يقل عن ٦٩% من إجمالي القيمة الاسمية للإصدار إلى المضارب لاستثمارها في أصول المضاربة.

ب. استخدام المتبقي من الرصيد القائم في حساب متحصلات الصكوك والذي لن يتجاوز ٣٣% من القيمة الاسمية للإصدار لشراء سلع محددة ثم بيعها على حكومة المملكة العربية السعودية بصفتها المشتري بثمن مؤجل لن يتجاوز بأرباحه ٨٥% من القيمة الاسمية للإصدار. وسيتم تنفيذ عمليات المراجعة على النحو الآتي:

١. يتم تنفيذ عملية مراجعة أولى يتم سدادها في نهاية الصك.

٢. يتم تنفيذ عملة مراجعة لاحقة يكون موعد سدادها في آخر يوم من فترة التوزيع الدوري لعوائد الصكوك على أن يتم سداد ما يعادل التوزيع الدوري من الثمن المؤجل لحملة الصكوك والمتبقي الذي يعادل تكلفة الشراء يتم استخدامه في عملية مراجعة جديدة يحل أجلها في آخر يوم من فترة التوزيع الدوري القادمة، وهكذا.

وفي كل الأحوال فلن تتجاوز هذه العمليات بأرباحها ٨٥% من القيمة الاسمية للإصدار.

ت. مبالغ التوزيعات الدورية ذات التواريخ المحددة بموجب الصكوك:

تسدد مبالغ التوزيعات الدورية للصكوك من إيرادات المضاربة في أوقاتها المتفق عليها وإذا لم تكف عوائد المضاربة لسداد مبلغ التوزيع الدوري فيقوم المصدر بصفته مشترياً بدفع جزء مساوٍ لذلك النقص من رصيد ثمن بيع المراجعة المؤجل المستحق بالتزامن مع استحقاق التوزيع الدوري، وفي حال عدم كفاية المبالغ الموجودة في حساب الصكوك لسداد المبلغ المطلوب فيقوم المصدر بصفته مضارباً

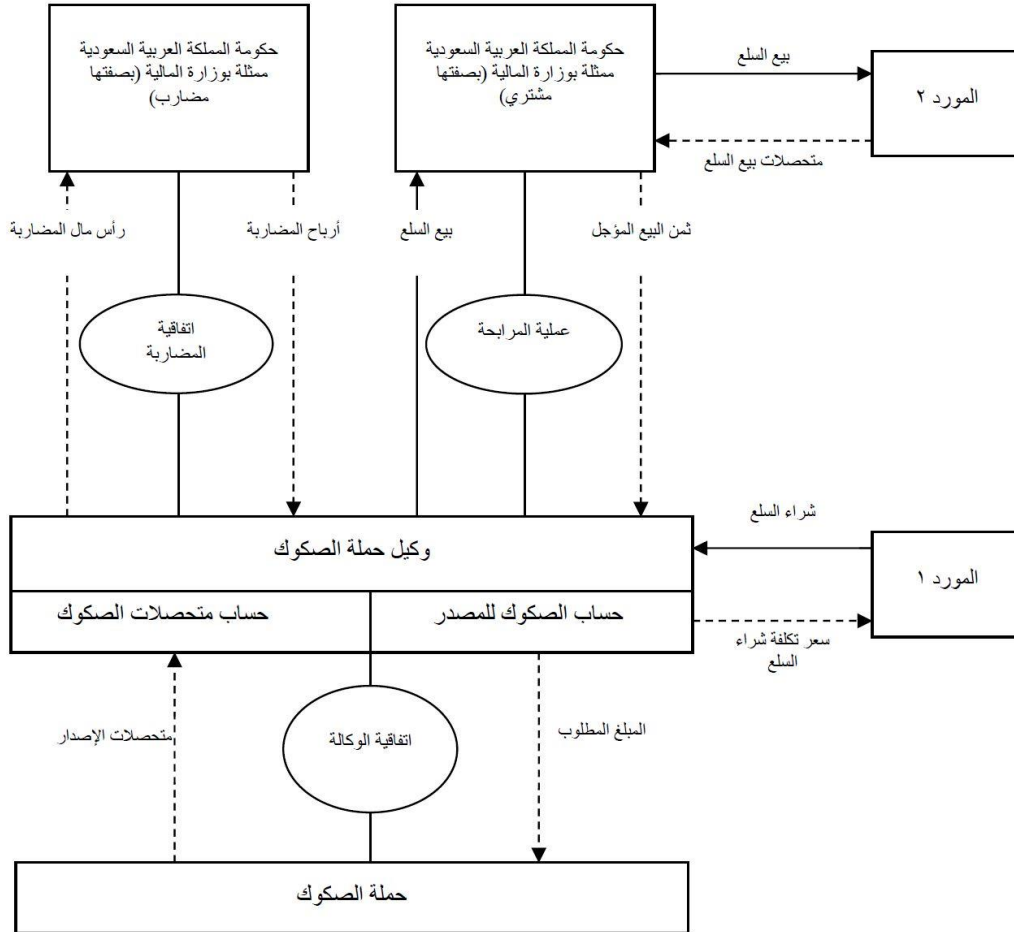
بدفع جزء مساوٍ لذلك النقص من حصة وكيل حملة الصكوك في أصول المضاربة إلى حساب الصكوك^(١).

ث. الدفع لحملة الصكوك عند التصفية النهائية:

بعد حصول المضارب على حصته من عائد المضاربة، ستستخدم المبالغ المتحصلة من المراجعة والمضاربة لدفع حقوق حملة الصكوك، وذلك بدفع رأس مال كل صك، وفي حال وجود أي مبالغ فائضة فإنها مملوكة لحملة الصكوك، ولهم الحق في التنازل عنها أو عن بعضها للمضارب كحافز.

(١) ينظر: نشرة الإصدار ٢٧.

هيكلية الصكوك



٣, ٢, ٣ أبرز المسائل الخاصة بموضوع البحث:

١. أن ثمن المراجعة لا يتجاوز ٨٥% من القيمة الاسمية للصكوك:

جاء في نشرة الإصدار النص الآتي^(١) :

"لتفادي الشك، فإن ثمن البيع المؤجل واجب الدفع من قبل المصدر وفقاً لشروط اتفاقية المراجعة الرئيسية لن يتجاوز في أي وقت ٨٥% من إجمالي مبلغ القيمة الاسمية لإصدار الصكوك ذي الصلة والساري في حينه".

وهذا الاتجاه متوافق مع ما ذهبت إليه بعض الهيئات الشرعية من اشتراط أن يكون ثمن المراجعة أقل من القيمة الاسمية للإصدار، كما سبق ذكره في الدراسة النظرية.

٢. استحقاق ثمن المراجعة كاملاً في حالة الإخلال:

من خلال قراءة نشرة الإصدار واتفاقية المراجعة فإن الذي يفهم أن ثمن المراجعة يستحق بالكامل، حيث جاء في نشرة الإصدار النص على أنه في حال الإخلال والتي منها ما يكون لسبب خارج عن إرادة المصدر فلحملة الصكوك استرداد الصكوك والذي يساوي القيمة الاسمية للصكوك^(١).

كما جاء في اتفاقية المراجعة النص الآتي^(٢): عند حصول حالة إخلال فيما يتعلق بأي إصدار من الصكوك وفي أي وقت تستمر حالة الإخلال فيما يتعلق بأي إصدار من الصكوك فإن البائع قد يطلب من المشتري على الفور دفع إجمالي ثمن المراجعة المؤجل القائم كاملاً فيما يتعلق بذلك الإصدار من الصكوك، وسيدفع المشتري على الفور أي مبالغ أخرى مستحقة للبائع على المشتري بموجب الوثائق ذات الصلة بذلك الإصدار من الصكوك. و لتفادي الشك فإنه في حالة وقوع حدث الإخلال فيكون للمحكمة المختصة الاختصاص فيما يتعلق بأي دعوى تتم بموجب هذه الفقرة وفقاً للفقرة ٢٠ (القانون الحاكم والاختصاص القضائي) والشرط ١٨ (القانون الحاكم والاختصاص القضائي)

وقد تم تعريف إجمالي ثمن المراجعة المؤجل القائم في الاتفاقية بأنه مبلغ ثمن البيع المؤجل والذي لم يدفعه المشتري بعد إلى البائع.

(١) ينظر: ص ٣٢.

(٢) ص ١٢ فقرة ١/٧.

٣,٣ برنامج صكوك المملكة العربية السعودية الدولية:

١,٣,٣ البيانات الأساسية للصكوك:

أ. أطراف هيكل الصكوك:

- المصدر: شركة صكوك المملكة العربية السعودية المحدودة.
- وكيل حملة الصكوك: شركة صكوك المملكة العربية السعودية المحدودة وشركة الاستثمار المحلية وكلهما مملوكتان للحكومة السعودية.
- حملة الصكوك: المستثمرون بصفتهم حملة الصكوك.
- أصول الصكوك: مشروعات تنمية مدرة للدخل.
- رأس مال الصكوك: إجمالي القيمة الاسمية للإصدار.

ب. أطراف اتفاقية المضاربة:

- المضاربة الأساسية:
- رب المال الأساسي: شركة صكوك المملكة العربية السعودية المحدودة
- المضارب الأساسي: شركة الاستثمار المحلية.
- أصول المضاربة: أصول مدرة للدخل للحكومة السعودية.
- مضاربة البنية التحتية:
- رب المال للبنية التحتية: شركة الاستثمار المحلية.
- مضارب البنية التحتية: حكومة المملكة العربية السعودية ممثلة بوزارة المالية
- أصول المضاربة: أصول مدرة للدخل للحكومة السعودية.

ج. أطراف اتفاقية المرابحة الرئيسية:

- البائع: شركة صكوك المملكة العربية السعودية المحدودة نيابة عن حملة الصكوك.
- المشتري: حكومة المملكة العربية السعودية ممثلة بوزارة المالية.

د. وثائق الصكوك:

١. اتفاقية إعلان العهدة الرئيسية (Master Declaration of Trust)
٢. اتفاقية المضاربة الأساسية. (Primary Mudaraba Agreement)
٣. اتفاقية مضاربة البنية التحتية. (Infrastructure Mudaraba Agreement)
٤. اتفاقية المراجعة الأساسية. (Master Murabaha Agreement)
٥. اتفاقية الوكالة. (the Agency Agreement)

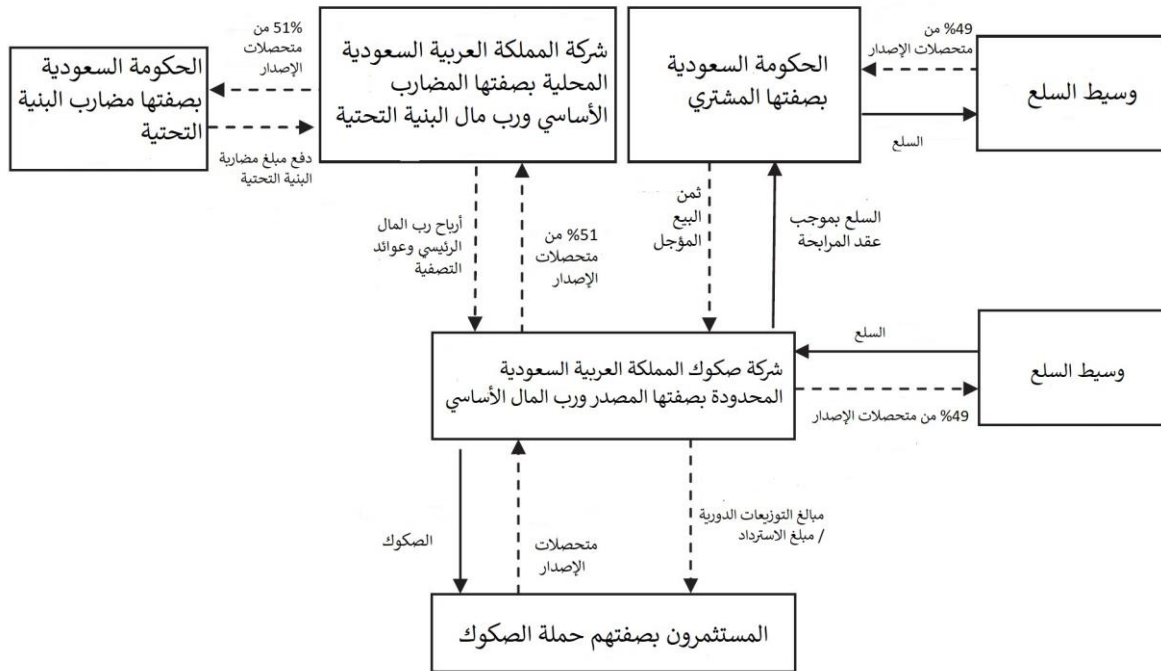
هـ. القانون الحاكم والاختصاص:

ستكون وثائق الصكوك خاضعة للأنظمة السعودية.

٢,٣,٣ هيكل الصك وخطوات التنفيذ:

- في تاريخ إصدار كل طرح، سيتم استخدام متحصلات إصدار كل طرح من الصكوك من قبل الحائز (شركة صكوك السعودية المحدودة) نيابة عن حملة الصكوك على النحو الآتي:
- أ. سيتم استخدام ٤٩% من إجمالي المتحصلات في شراء سلع ثم بيعها على الحكومة السعودية مراجعة، وسيتم استخدام جزء من هذا المبلغ في تنفيذ عملية مراجعة أولى بثمن مؤجل يعادل القيمة الاسمية للإصدار، كما سيتم تنفيذ عمليات مراجعة لاحقة لتغطية التوزيعات الدورية.
 - ب. دفع رأس مال المضاربة بما لا يقل عن ٥١% من إجمالي القيمة الاسمية للإصدار إلى شركة الاستثمار المحلية (المضارب) ويتم توقيع اتفاقية المضاربة الأساسية، ثم يقوم المضارب بتوقيع عقد مضاربة البنية التحتية بصفته رب المال مع الحكومة السعودية بصفته المضارب لاستثمار هذه المبالغ في مشاريع وأصول مدرة للدخل.
 - ت. الدفع لحملة الصكوك عند التصفية النهائية:

بعد حصول المضارب على حصته من عائد المضاربة، ستستخدم المبالغ المتحصلة من المراجعة والمضاربة لدفع حقوق حملة الصكوك، وذلك بدفع رأس مال كل صك، وفي حال وجود أي مبالغ



فائضة فإنها مملوكة لحملة الصكوك، ولهم الحق في التنازل عنها أو عن بعضها للمضارب كحافز.

٣,٣,٣ أبرز المسائل الخاصة بالموضوع:

تتضمن هذه الصكوك تغطية ثمن المراجعة للقيمة الاسمية للصكوك والتوزيعات الدورية:

جاء في نشرة الإصدار النص على أن يكون ثمن المراجعة المؤجل مساوياً لإجمالي مبلغ رأس المال للطرح ذي الصلة من الصكوك والتوزيعات الدورية^(١).

وقد اختلف في حكم الاستثمار في هذه الصكوك وتداولها، فذهبت أكثر الهيئات الشرعية إلى جواز الاستثمار والتداول؛ لما سبق ذكره من أدلة، وذهبت بعض الهيئات الشرعية إلى جواز الاستثمار فقط على أن يعامل معاملة الديون فلا يجوز شراؤه أو بيعه في السوق الثانوية أو غيرها؛ وذلك لأن تغطية ثمن

المراجعة للقيمة الاسمية للإصدار والتوزيعات الدورية فرغ المضاربة من مضمونها على نحو ما سبق ذكره، فنتيجة هذه الصكوك أن القيمة الاسمية للإصدار وجميع التوزيعات المستحقة لحملة الصكوك هي دين في ذمة المصدر، وسيتم سدادها لحملة الصكوك باعتبارها كذلك.

وذهبت بعض الهيئات الشرعية إلى المنع من الاستثمار فيها ولو مع الالتزام بعدم التداول؛ لأن الصك مؤسس بطبيعته وصادر بخاصية التداول الممنوعة شرعاً، لاسيما وأن نشرة الإصدار قد نصت على ذلك. كما أن التزام حامل الصك بعدم التداول لا يعالج الإشكال المتعلق بضمان المضارب للقيمة الاسمية وعوائد الصك بصفته مديناً.

وبعد فهذا ما تيسر كتابته في هذه الورقة الموجزة، وصلى الله وسلم على نبينا محمد وعلى آله وصحبه أجمعين.