



هيكلة الصكوك الإسلامية

د. محمد بن إبراهيم السحيباني

أستاذ مشارك، قسم الاقتصاد، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية

عرض مقدم لحلقة نقاش (الصكوك الإسلامية) التي تنظمها وحدة البحوث
بكلية الشريعة بالرياض

الثلاثاء 23 ربيع الثاني 1429هـ

محاوَر العرض

- لماذا الصكوك؟
- هيكلـة الصكوك
- أمثلة لهيكلـة الصكوك الإسلامية.
- مقارنة
- ملاحظات ختامية

لماذا الصكوك؟

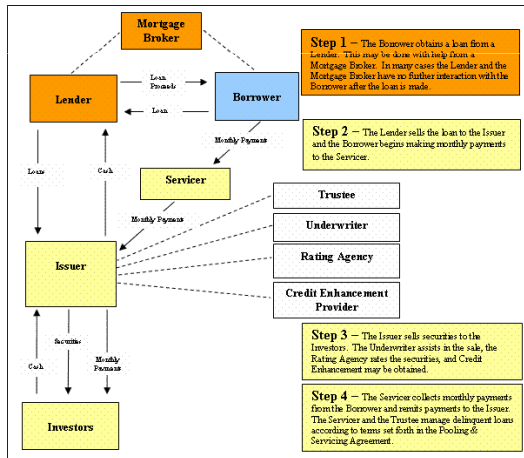
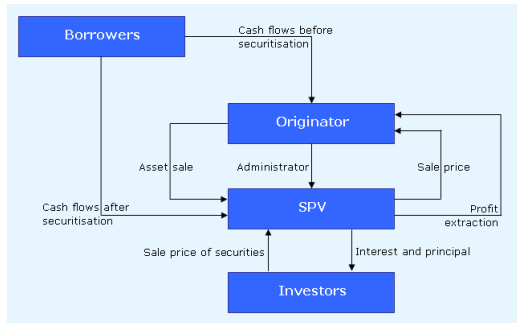
- السندات أداة مالية مهمة في الأسواق المالية:
 - مصدر لتمويل عجز ميزانيات الحكومات وتوسع الشركات
 - أداة لإدارة السيولة من قبل البنك المركزي
 - تمويل رأس المال العامل
 - تنويع مخاطر المحافظ الاستثمارية
- ولكن السندات محرمة شرعاً. (ديون ربوية)



هل يوجد بدل شرعي للسندات؟

- ظهر في عالم التمويل في العقود الأخيرة ما يسمى بالتمويل المهيكل structured finance.

- يتم من خلال التمويل المهيكل توزيع مخاطر التمويل على عدة أطراف من خلال استحداث شركة أو عدة شركات ترتبط فيما بينها ومع غيرها بمجموعة من الاتفاقيات.



التصكيك

- **التصكيك (securitization)** من أبرز أنواع التمويل المهيكل.
- تتضمن عملية التصكيك تجميع أصول مالية مدرة لعوائد نقدية في المستقبل، ثم تحويلها إلى أوراق مالية، يتم بيعها على المستثمرين.
- أي أصل مدر لعوائد نقدية مستقبلية يمكن تصكيكه، مثل الديون مرجوة التحصيل من الأفراد الذي يشترون منازل أو سيارات بالأجل، أو الذين يستخدمون بطاقات الائتمان ونحوها.
- **الصكوك** هي أوراق مالية متساوية القيمة، تمثل في الغالب قروض بفائدة من مصدرها لحاملها، يتم دفعها من العوائد النقدية للأصول المصككة. ولهذا تسمى أوراق مالية مدعومة بأصول (Asset-Backed Securities (ABS

التصكيك

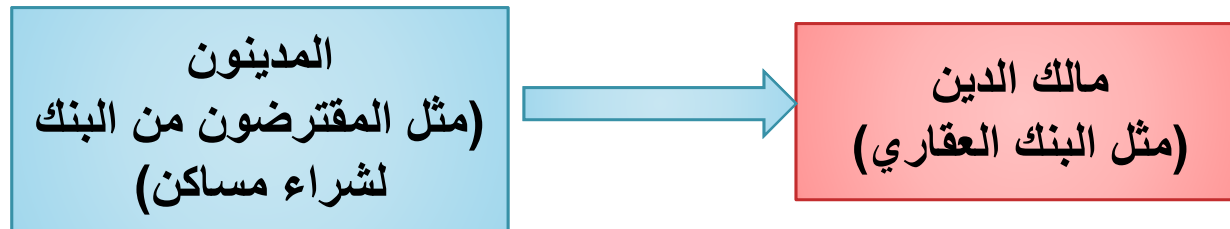
- بدأ التصكيك في الولايات المتحدة الأمريكية في السبعينات الميلادية ببيع الديون العقارية، ثم ديون شراء السيارات (1985م)، ثم ديون بطاقات الائتمان (1986م)، ثم أقساط التأمين (1990م).
- نمت السوق بشكل كبير منذ ذلك التاريخ، وتقدر الأوراق المالية المصككة في عام 2005م، وفي الولايات المتحدة الأمريكية فقط بنحو (3) تريليون دولار.

هيكل التصكيك

- تتطلب عملية التصكيك وجود كمية كبيرة من ديون مرجوة التحصيل (أصول مالية)، نشأت بسبب شراء المساكن، أو السيارات، أو استخدام بطاقات الائتمان ونحوها.

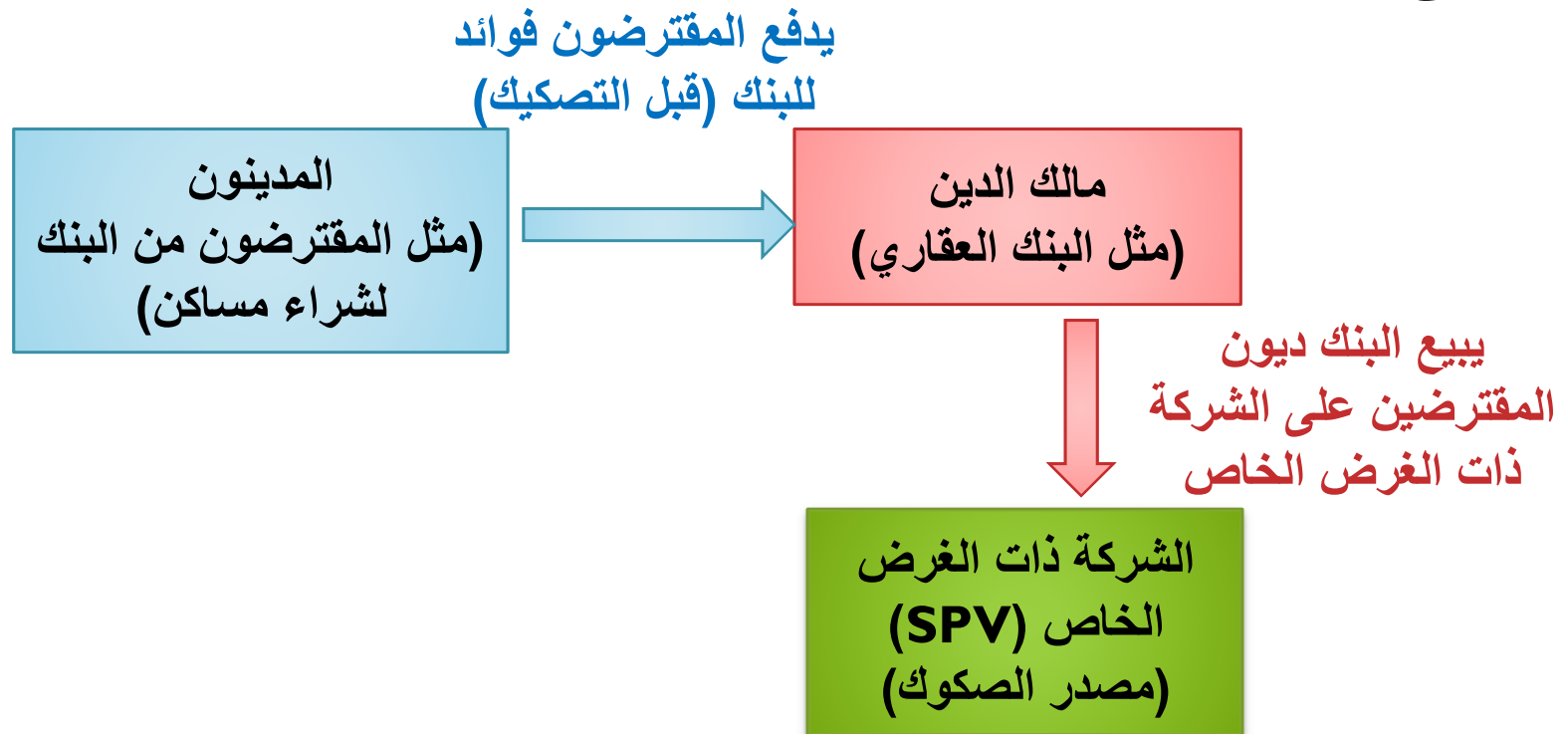
(قبل التصكيك)

بعد تقديم القرض من البنك، يبدأ المقترضون بدفع القرض وفوائده للبنك



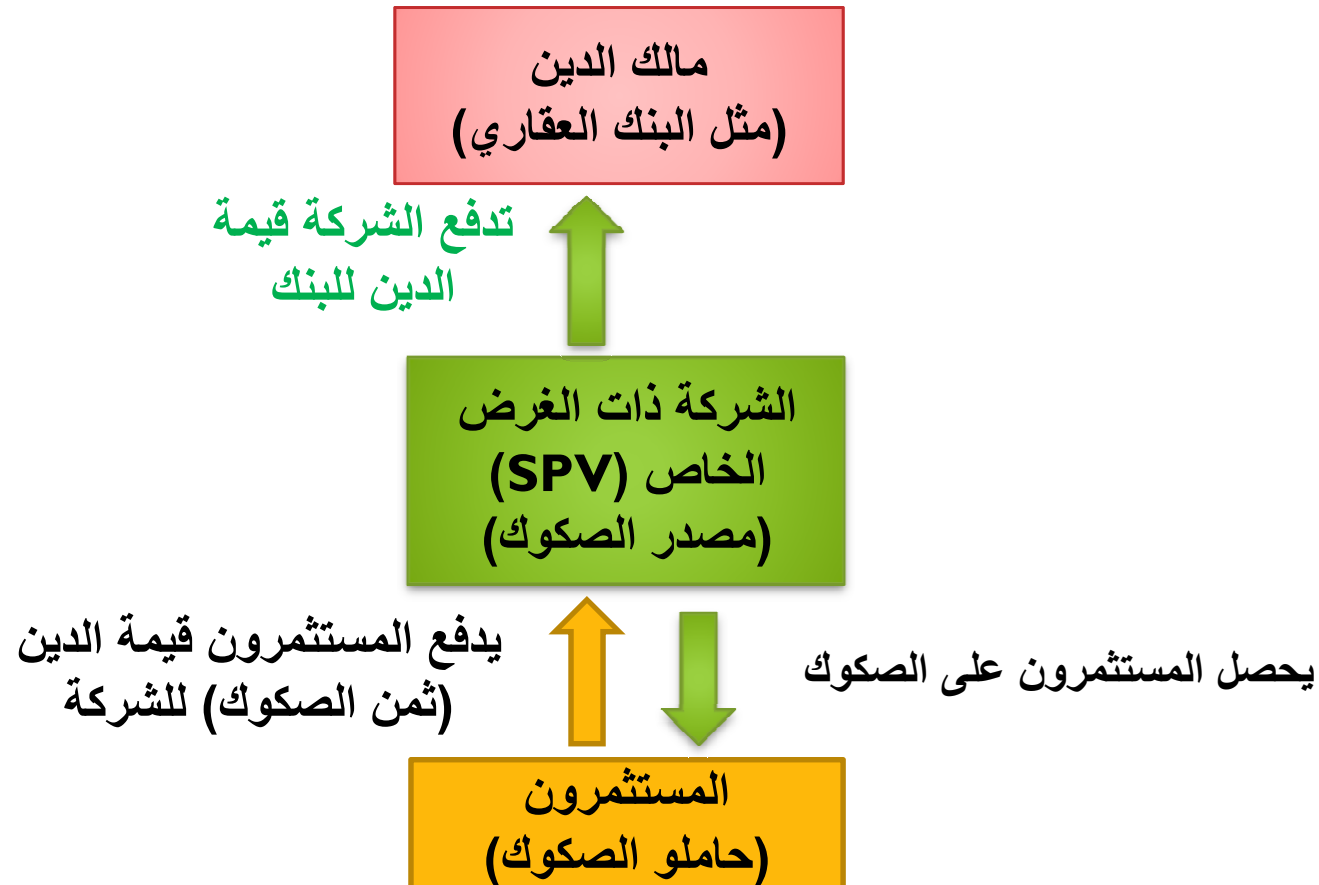
هيكل التصكيك

- تتضمن عملية التصكيك إنشاء شركة ذات غرض خاص (SPV) تقوم بشراء الدين من مالكة.



هيكل التصكيك

- تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بإصدار الصكوك وبيعها على المستثمرين، وتسليم ثمنها لمالك الدين.



هيكل التصكيك

- بعد التصكيك، يدفع المقترضون الفوائد للشركة ذات الغرض الخاص، التي تقوم بدورها بتحويلها للمستثمرين.

المدينون
(مثل المقترضون من البنك
لشراء مساكن)

يدفع المقترضون
الفوائد للشركة (بعد
التصكيك)

الشركة ذات الغرض
الخاص (SPV)
(مصدر الصكوك)

تدفع الشركة الفوائد ثم
قيمة الصكوك (عند
إطفائها) للمستثمرين

المستثمرون
(حاملو الصكوك)

ملخص هيكل التصكيك

المرتب:
بنك استثماري

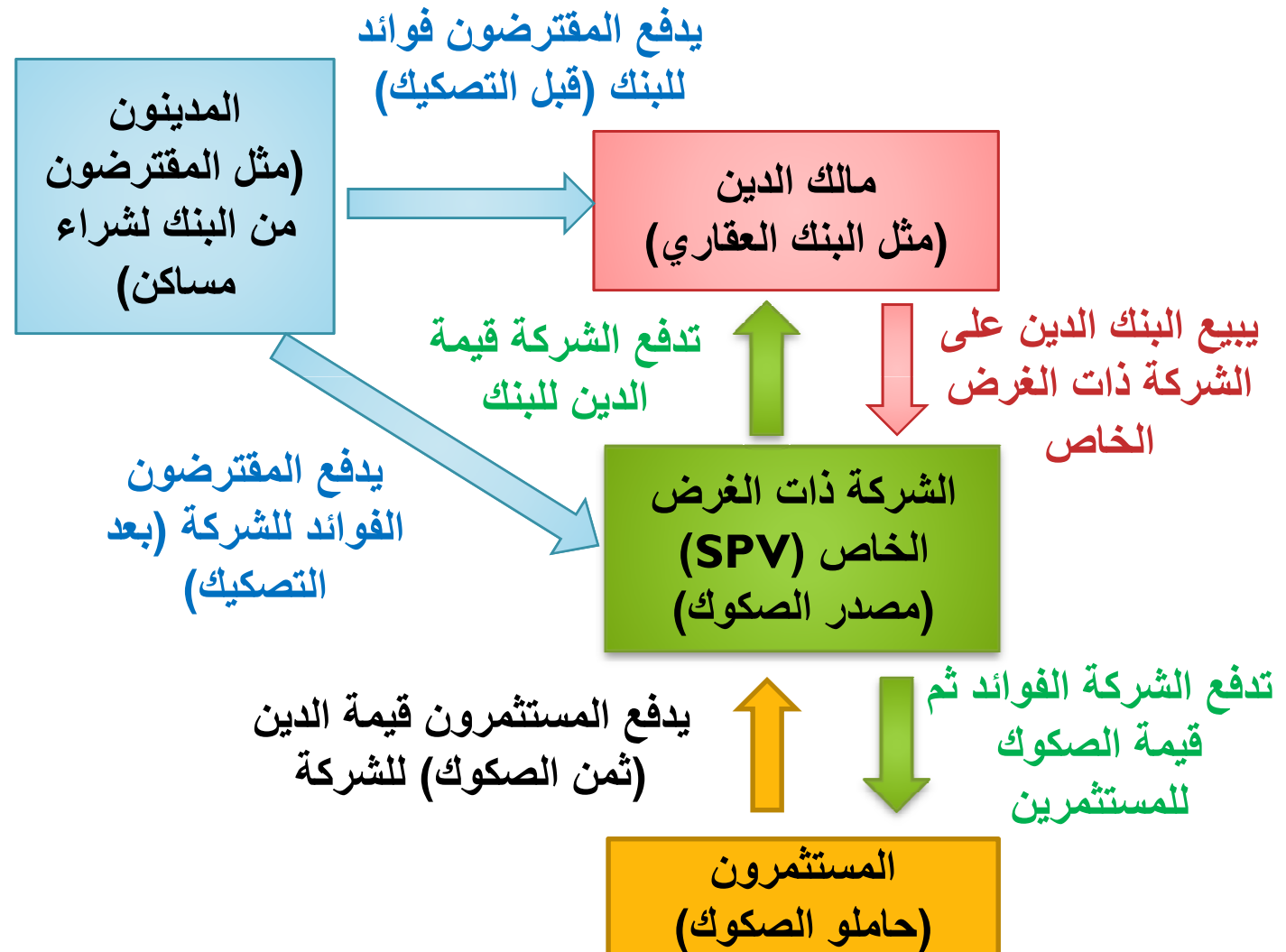
المقيم
وكالة تقييم

وكيل السداد
مالك الدين

وصي
مجلس أوصياء

ضامن
مالك الدين

موفر التحوط
بنك



هيكل التصكيك (ملاحظات عامة)

- تختلف تفاصيل هيكل التصكيك من عملية لأخرى.
- لكون هيكلية التصكيك عملية معقدة يستعين المصدر ببنك استثماري لترتيب العملية (**المرتب**)
- يمكن أن تتضمن عملية التصكيك استخدام مشتقات مالية لغرض التحوط المالي وتقليل مخاطر الأوراق المالية المصككة.
- قد تتضمن عملية التصكيك **ضامن** لأصل القرض والفوائد (غالباً مالك الدين الأصلي).
- كما قد تتضمن اشتراك طرف ثالث بتقديم أصول إضافية للشركة ذات الغرض الخاص.

هيكل التصكيك (ملاحظات عامة)

- تقوم وكالة التقييم بدراسة هيكل التصكيك وإصدار تقييمها الذي يُضمّن عادة في نشرة الاكتتاب، لمساعدة المستثمرين في اتخاذ قرار استثماري سليم.
- يقوم المستثمرون بشراء الصكوك من خلال طرح خاص على المستثمرين المؤسسيين (مثل صناديق الاستثمار) أو طرح عام للجمهور.
- قد تصدر الصكوك بعائد ثابت أو متغير مرتبط بمؤشر مثل (ليبور).

هيكل التصكيك (ملاحظات عامة)

- **متعهد أو وكيل السداد** هو من يحصل فوائد الديون من المقترضين، ويحولها إلى المٌصدر (وغالباً ما توكل هذه المهمة لمالك الدين لخبرته في هذا المجال).
- ما يتم تحصيله من المقترضين قد يزيد أو ينقص عن فوائد الصكوك، وتتضمن اتفاقيات التصكيك آلية للتعامل مع هذه الفروقات، بالترتيب مع موفر للسيولة (بنك تجاري).
- عادة ما تكون الشركة ذات الغرض الخاص تابعة لمالك الدين، ولذا لا بد من وجود **وصي** يمثل المستثمرين لمراقبة أداء الشركة.

الصكوك الإسلامية

- استفادت هيكله الصكوك الإسلامية من عملية التصكيك في الدول الغربية.
- فيما يلي مثال لهيكله صكوك الإجارة.

مثال: صكوك الإجارة

مالك المبنى

- ترغب شركة في شراء مبنى قيمته (500) مليون ريال، وتريد أن تمويل شرائه من خلال إصدار صكوك إسلامية. ولهذا سنسمي هذه الشركة (التممولة)

الشركة
(التممولة)

- بعد البحث وجدت الشركة مبنى مناسب، وتفاوضت مع مالكه على السعر النهائي للشراء

مثال: صكوك الإجارة

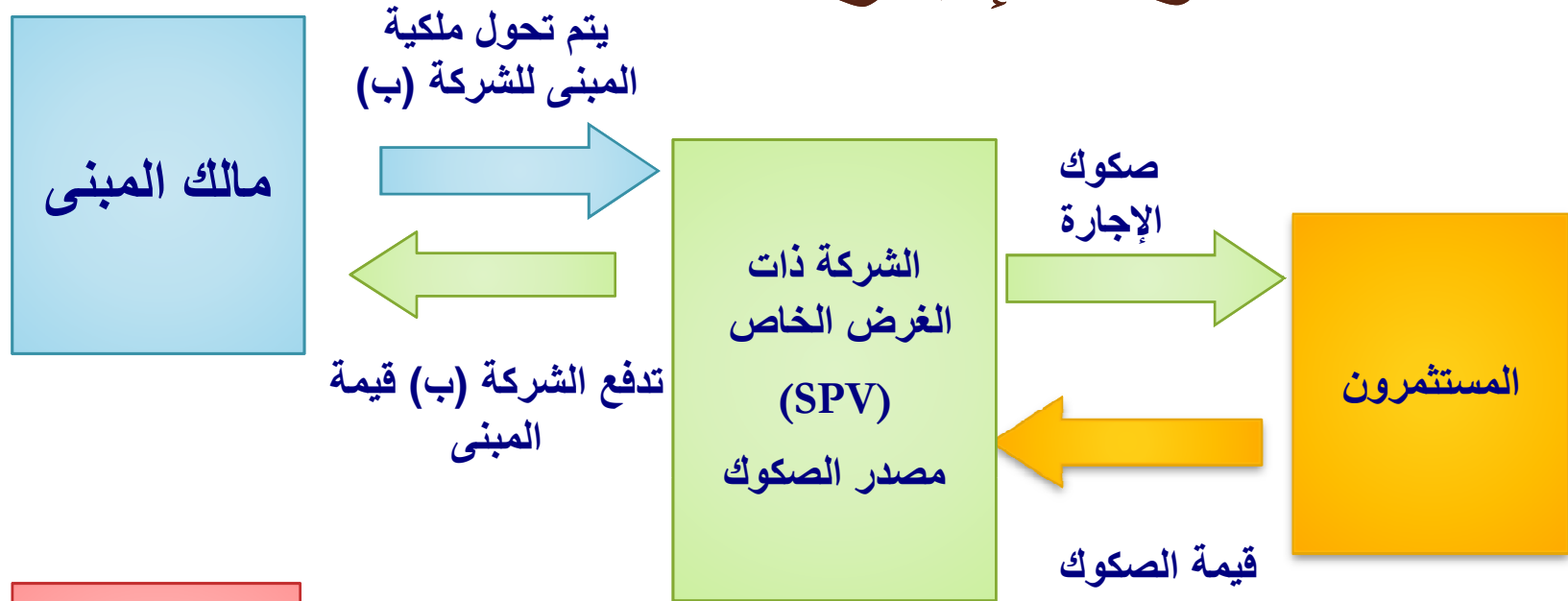
مالك المبنى

الشركة ذات
الغرض الخاص
(SPV)
مصدر الصكوك

الشركة
(التممولة)

تقوم الشركة الممولة بإنشاء شركة لغرض
إصدار الصكوك

مثال: صكوك الإجارة



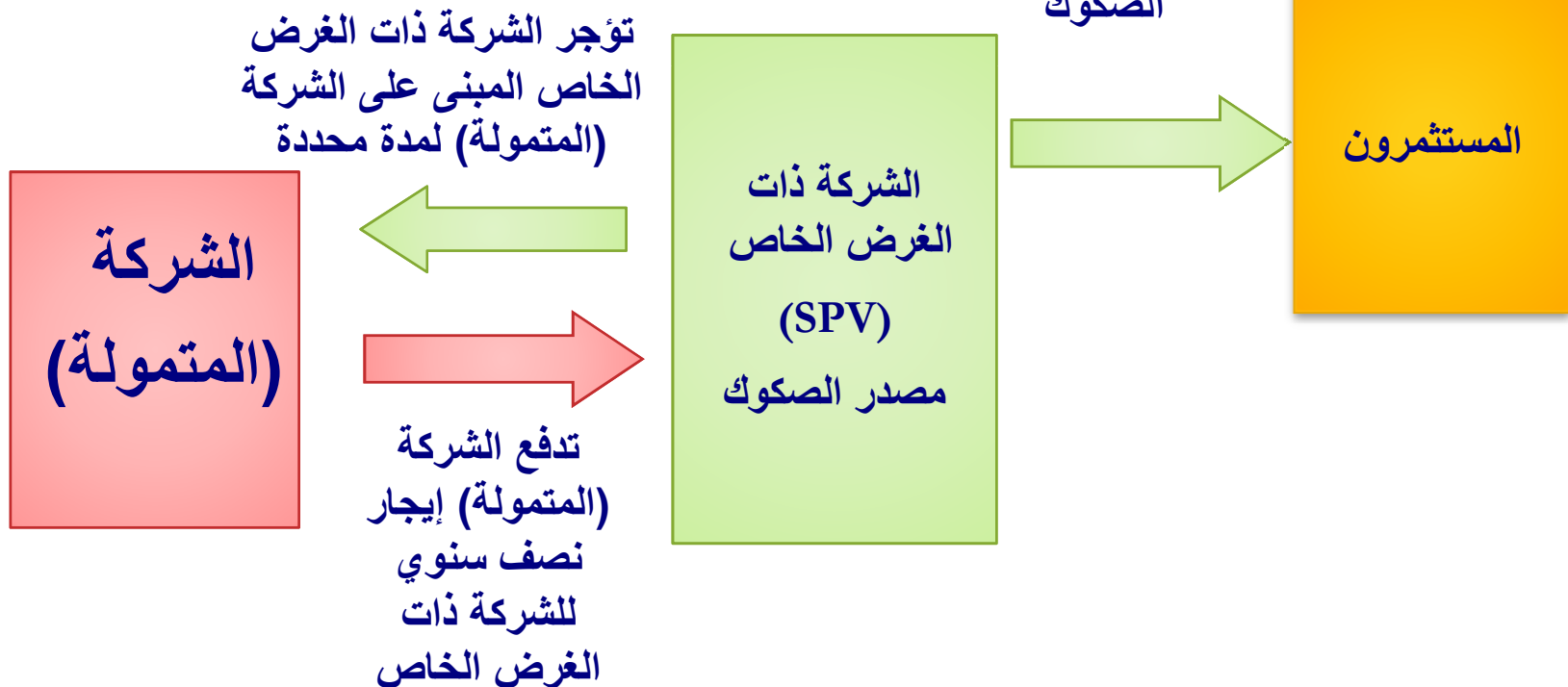
الشركة
(التممولة)

تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بإصدار شهادات صكوك الإجارة للمستثمرين، وتحصيل قيمتها، وتستخدمها في دفع قيمة المبنى، ونقل ملكيته إليها.

مثال: صكوك الإجارة

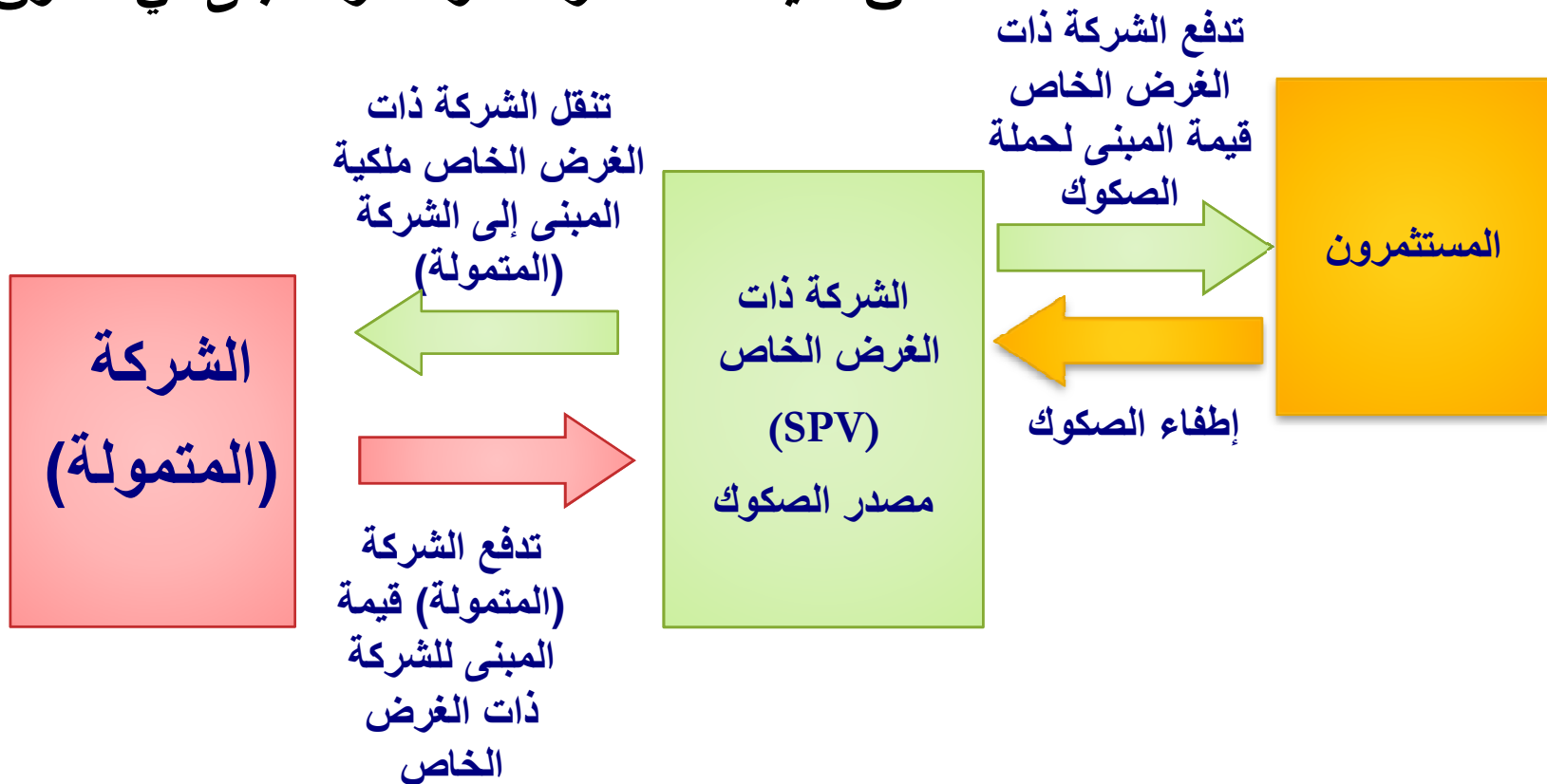
تؤجر الشركة ذات الغرض
الخاص المبنى على الشركة
(التممولة)، وتحصل الإيجار
الدوري منها، وتحوله إلى حملة
الصكوك

تدفع الشركة ذات
الغرض الخاص
الإيجارات المحصلة كعائد
نصف سنوي لحملة
الصكوك



مثال: صكوك الإجارة

تقوم الشركة (التممولة) بتنفيذ الوعد بإعادة شراء المبنى من الشركة ذات الغرض الخاص بعد انتهاء عقد الإجارة بسعر معين (القيمة الاسمية، سعر متفق عليه عند الشراء، أو سعر المبنى في السوق)



ملاحظات على صكوك الإجارة

- العائد على صكوك الإجارة قد يكون ثابتاً أو متغيراً حسب تغير مؤشر معين (عادة لیبور).
- مالك المبنى قد يكون المتمول نفسه (الشركة الممولة)، أو جهة مرتبطة بها.
- صكوك الإجارة قابلة للتداول لأنها تمثل ملكية في أصل حقيقي (المبنى).
- صكوك الإجارة ذات مخاطر منخفضة نسبياً، لكون عائدها معروف مقدماً (الإيجار).

تميز الصكوك الإسلامية

• نتيجة للضوابط الشرعية تتميز هيكلية الصكوك الإسلامية نظرياً بخصائص مختلفة عن الصكوك التقليدية، أهمها:

- يملك المستثمرون في الصكوك الإسلامية (القابلة للتداول) أصول حقيقية سواء كانت أعياناً أم منافع أم خدمات.
- يتحمل المستثمرون جميع المخاطر المرتبطة بالأصل؛ باعتبارها شركة قائمة على الربح والخسارة.
- لا يمكن تداول الصكوك التي تستثمر بصيغ مولدة لديون مثل عقود المراهجة والسلم.

مقارنة

تمويل مهيكّل		تمويل مباشر		عنصر المقارنة
الصكوك الإسلامية	الصكوك التقليدية	الأسهم	السندات	
1990	1970	1600	1600	تاريخ التطبيق
ملكية حصة شائعة من أصول	مديونية مضمونة بأصول	ملكية حصة شائعة من أصول	مديونية (قرض)	العلاقة بين المصدر والمستثمر
العائد من استثمار الأصول	سعر الفائدة	العائد من استثمار الأصول	سعر الفائدة	مصدر العائد
يعتمد على طبيعة الأصول	قابلة للتداول	قابلة للتداول	قابلة للتداول	القابلية للتداول
خارج الميزانية	خارج الميزانية	تظهر في الميزانية	تظهر في الميزانية	المعاملة المحاسبية
تعتمد على صيغة استثمار الأصول	منخفضة	مرتفعة	منخفضة	درجة المخاطرة
مؤقتة	مؤقتة	غير مؤقتة	مؤقتة	المدة

ملاحظات ختامية

- لا يزال الدور الريادي في إصدار الصكوك الإسلامية لبنوك أجنبية، مع قلة عدد البنوك الاستثمارية الإسلامية المشاركة فيها، بسبب عدم توافر الموارد البشرية المؤهلة.
- لا تزال السوق الثانوية للصكوك ضعيفة لقلة عدد الإصدارات التي يتم تداولها فعلاً، حيث يفضل معظم المستثمرين الاحتفاظ بالصكوك لعدم وجود بدائل لها، ولعدم وجود سماسرة وصناع سوق متخصصين في تقديم عروض وطلبات مستمرة.

ملاحظات ختامية

- تفتقر الصكوك الإسلامية لمؤسسات البنية التحتية المساندة مثل أنظمة التداول والتسوية، ومؤسسات تقييم الإصدارات ومراقبة أدائها، ومعايير محاسبة ومراجعة قياسية.
- هناك حاجة لتوسيع قاعدة المستثمرين من خلال طرح الصكوك في اكتتابات للجمهور.
- من المهم إيجاد البنية التشريعية المنظمة لإصدار الصكوك وإدراجها وتداولها.
- مراجعة هيكلية الصكوك الإسلامية، وتطويرها بما يجعلها أكثر توافقاً مع الضوابط الشرعية، ومتطلبات توزيع المخاطر.