

مجلة دراسات في المالية الإسلامية والتنمية

العدد
الثالث

Journal of Studies in Islamic Finance and Development

مجلة علمية نصف سنوية محكمة تصدر باللغتين العربية والإنجليزية عن
مخبر الدراسات في المالية الإسلامية و التنمية المستدامة



مجلة دراسات في المالية الإسلامية والتنمية العدد الثالث

Journal of Studies in Islamic Finance and Development

مجلة علمية نصف سنوية محكمة تصدر باللغتين العربية والإنجليزية عن
مخبر الدراسات في المالية الإسلامية و التنمية المستدامة

جوان 2021 المجلد 02 العدد 01

الفهرس

الصفحة	اسم ولقب الباحث	العنوان
03	د. توفيق بج بج	■ تعثر الصكوك و أثره على السوق المالي بماليزيا
17	د. أشرف محمد دوا به	■ التوريق (التصكيك) والحوكمة الرشيدة
46	د. بن علقمة مليكة	■ دراسة مقارنة بين هيكله عمليات التصكيك الإسلامي وعمليات التوريق التقليدي
76	د. سميرة مشراوي	■ الجوانب الشرعية في الصكوك الإسلامية
92	د. جلال محفوظ رضا.	■ الإطار التنظيمي للشركة ذات الغرض الخاص
108	د. العمري صفية د. الجوزي جميلة	■ تأثير إصدارات الصكوك الإسلامية على كفاءة أداء سوق رأس المال الماليزي دراسة قياسية (2004-2019)
131	د. سامي مباركي د. نادية العقون	■ الصكوك الإسلامية البديل لتحقيق التنوع الاقتصادي والتصدي للأزمات النفطية في الجزائر





رئيس التحرير:
الدكتور محمد فلاق

بعد بسم الله الرحمن الرحيم والصلاة والسلام على نبينا محمد سيد المرسلين وخاتم النبيين وعلى أهله وصحبه أجمعين، يسر هيئة تحرير «دراسات في المالية الإسلامية والتنمية» بالمركز الجامعي مرسلبي عبد الله-تيازة أن تضع بين أيدي قرائها العدد الثالث من المجلد 02، جوان 2021م الموافق لشهر شوال 1442 هـ، والذي تضمن مجموعة من البحوث تناولت أحد أبرز الأدوات المالية التي تعمل على تعبئة المدخرات ألا وهي الصكوك الإسلامية. وقد حرصنا على أن تكون المواضيع شاملة لكي تغطي معظم جوانب الصكوك الإسلامية، حيث بدئنا العدد ببحث كتوطئة يجعل القارئ يتصور ويدرك أهم مشاكل الصكوك الإسلامية وأسباب تعثرها من أجل تكوين فكرة شاملة عن ما انتهت إليه الصناعة المالية للتصكيك الإسلامي في دول مجلس التعاون الخليجي، وماليزيا، واشتمل هذا العدد على بحثين آخرين حاول الباحثان فيهما بيان أهم الفروق بين التوريق التقليدي والصكوك الإسلامية من حيث المفهوم والخطوات والآليات وأهم إشكالاته. ومن أجل تعميق هذا الادراك وزيادة توضيح عملية التصكيك أردفنا البحثين السابقين ببحثين آخرين اعتنى أحدهما بإبراز الجوانب الشرعية عن طريق نقل أهم قرارات وفتاوى الصكوك من بداية خطوات الإصدار إلى عملية التداول، فألى عملية إطفاء الصكوك الإسلامية، وبحث آخر تناول بعض الجوانب القانونية لشركة ذات الغرض الخاص باعتبارها وسيط التصكيك. وختمنا هذا العدد ببحثين تطرقا إلى بيان الأهمية الاقتصادية للتصكيك، فتناول البحث ما قبل الأخير أثر الصكوك في كفاءة أداء سوق رأس المال بين (2004-2019م) وأشار البحث الأخير إلى أهمية الصكوك الإسلامية كبديل ومورد مهم في توفير التمويل اللازم للقطاعات الاقتصادية في ظل تراجع أسعار النفط في الجزائر.

دراسة مقارنة بين هيكلية عمليات التصكيك الإسلامي وعمليات التوريق التقليدي

A comparative study between the structure Islamic sukukization Operations and traditional securitization

د. بن علقمة مليكة

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير جامعة سطيف 1 – الجزائر

البريد الإلكتروني: alakmamalika@yahoo.fr

تاريخ النشر: 2021/06/01

الملخص

تسعى هذه الورقة البحثية إلى تسليط الضوء على مفهوم كل من عمليات التصكيك وعمليات التوريق وطرق هيكلتهما مع دراسة مقارنة وذلك بإبراز نقاط الاختلاف الموجود بينهما، خاصة من حيث الآليات المستخدمة في كلا العمليتين ولعل أهمها استناد عمليات التصكيك في جميع مراحلها لمبادئ الشريعة الإسلامية.

يعتبر كل من التوريق والتصكيك من الأدوات المالية المستحدثة ونتاجا للهندسة المالية سواء التقليدية أو الإسلامية، حيث تشهد اليوم كل من هاتين العمليتين معدلات نمو كبيرة في أعقاب التطور السريع للأسواق المالية وللمعاملات الانتمانية المهيكلية.

الكلمات المفتاحية: تصكيك، توريق، صكوك، حصص، صكوك ذكية، توريق رقمي.

Abstract

This research paper aims to clarify the concept of each of the sukukization processes and securitization processes and their structuring methods with a comparative study by highlighting the points of difference between them, especially in terms of the mechanisms used in both processes, and perhaps the most important of which is the basing of the sukukization processes at all stages of the principles of shariah.

Both securitization and sukukization are considered as an innovative financial instrument and a product of financial engineering, whether traditional or Islamic. Today, both of these processes are witnessing significant growth rates in the wake of the rapid development of financial markets and structured credit transactions.

Keywords: Islamic securitization; Securitization; Sukuk; structures; Stock market.

مقدمة:

يعد كل من التوريق والتصكيك من أدوات الهندسة المالية سواء التقليدية أو الإسلامية على التوالي، حيث تسعى هذه الأخيرة إلى تصميم وتطوير وتطبيق عمليات وأدوات مالية مستحدثة في سبيل إيجاد حلول للمشكلات المالية التي تتعرض لها منشآت الأعمال، وتتطلب عملية التوريق تدخل مختصين وذلك لتحديد وتجميع القروض المراد توريقها ولتقييم المخاطر التي تتضمنها وتوظيف الأوراق المالية الناتجة عنها والموجهة للمستثمرين.

بدأت عمليات توريق القروض وخاصة قروض الرهن العقاري بالولايات المتحدة الأمريكية منذ 1970 وتعد التجربة الأمريكية كمرجعية في هذا المجال، وقد عرف هذا النوع من العمليات نجاحا كبيرا حيث تطبق هذه التقنية اليوم في العديد من دول العالم.

في المقابل، بدأت منذ سنوات عديدة حركة واسعة من الاجتهاد المالي لاستنباط أدوات مالية إسلامية تخدم أغراض إدارة السيولة والربحية في المؤسسات المالية الإسلامية ولعل من أهمها الصكوك الإسلامية. تقوم فكرة الصكوك الإسلامية على المشاركة في تمويل مشروع أو عملية استثمارية متوسطة أو طويلة الأجل وفقا لقاعدة الغنم بالغرم أو المشاركة في الربح والخسارة على غرار نظام الأسهم في شركات المساهمة المعاصرة ونظام الوحدات الاستثمارية في صناديق الاستثمار، حيث تؤسس شركة لهذا الغرض تتمتع بشخصية معنوية مستقلة وتتولى إصدار الصكوك وتطرحها للاكتتاب العام للمشاركين.

إشكالية البحث: تسعى الورقة البحثية للإجابة على التساؤل الرئيسي التالي:

ما هي الاختلافات الموجودة بين عمليات التوريق التقليدي والتصكيك الإسلامي؟

أهمية البحث: شهدت مختلف الاقتصاديات تطورات كبيرة في مجال الابتكار المالي، حيث يرى بعض الاقتصاديون أن «الابتكار المالي يوافق ظهور منتجات جديدة أو استعمال تكنولوجيات مالية حديثة»، في حين يرى البعض الآخر أنه «يتجلى سواء في ظهور هيئات مالية جديدة أو في ابتكار أدوات أو أسواق مالية جديدة، مع أن أغلب الابتكارات المالية تتمثل في التوفيق بطريقة مبتكرة بين تقنيات تمويل موجودة مسبقا»⁽¹⁾. وبذلك يمكن التمييز بين نوعين من الابتكارات: ابتكار منتجات وابتكار عمليات.

(1) - Michèle Ceresoli, Michel Guillaud, Titrisation, Gestion financière de la banque, Paris, Editions ESKA, 1992, p.30.

يعد كل من التوريق والتصكيك دون شك أحد الابتكارات المالية كونهما يمثلان الحالة المثالية للابتكار المالي المؤهل للمنتج والعملية في آن واحد، حيث يمثلان في المقام الأول ابتكار منتجات كونهما أعطيا الفرصة لميلاد سلسلة من المنتجات الجديدة، كما يمثلان أيضا ابتكار سيوروات كونهما ينطويان على إعادة تنظيم كلي للنظام البنكي التقليدي والإسلامي على حد سواء ويدخل في إطار ما بات يعرف باللاوساطة للقنوات المالية (désintermédiation des circuits financiers).

أهداف البحث: يسعى البحث لإبراز النقاط التالية:

- تسليط الضوء على كل من مفهوم التوريق والتصكيك؛
- إبراز أوجه التشابه والاختلاف بينهما؛
- إبراز مختلف مراحل هيكلة كل من عمليات التوريق التقليدي والتصكيك الإسلامي.

منهج البحث: تم اعتماد المنهج الوصفي التحليلي، والذي يعد الأنسب لدراسة وتحليل الإشكالية الرئيسية للبحث.

محاور البحث: سيتم التطرق للمحاور التالية:

- المحور الأول: نظرة عامة حول عمليات التوريق التقليدي والتصكيك الإسلامي
- المحور الثاني: مقارنة بين آليات التوريق التقليدي والتوريق الإسلامي
- المحور الثالث: عمليات التوريق والتصكيك في ظل التطور التكنولوجي

المحور الأول: نظرة عامة حول عمليات التوريق التقليدي والتصكيك الإسلامي

مع التطور الكبير للمؤسسات المالية الإسلامية على المستوى الدولي، وفي إطار تأقلمها مع متغيرات البيئة المالية الدولية ظهرت الحاجة لأدوات جديدة لإدارة السيولة والمخاطر ولدعم الربحية لهذه المؤسسات على المدى القصير، ولتوفير تمويلات مستقرة في الأجلين المتوسط والطويل للمشروعات الكبرى سواء الخاصة أو الحكومية، واستجابة لذلك تم تطوير الأدوات المالية التقليدية والإسلامية المستندة على عمليات أسواق رأس المال كالصكوك الإسلامية وخصص التوريق بمختلف أنواعها.

أولاً: مفاهيم عامة حول التصكيك الاسلامي

تعريف التصكيك: استخدم الاقتصاديون عدة مصطلحات كما في التوريق التقليدي، كالتصكيك والتوريق والتسليم والتسديد، وجميعها تشير إلى أسلوب تمويلي حديث يوفر آلية ذات طبيعة مغايرة لانتقال الأموال من أصحاب الفائض التمويلي إلى أصحاب العجز التمويلي.

1 - التصكيك لغة: الصَّك معناه الكتاب، وجمعه أَصْكُ وصُكُّوك وصِكاكٌ فارسي معرب أصله «جُك» أو «هُك» "تُنطق شَك" ⁽¹⁾، وذهبت معظم المعاجم والقواميس الاقتصادية والقانونية إلى أن المراد بالصَّك هو الكتاب الذي تكتب فيه المعاملات والإقرارات ووقائع الدعوى، وجمعه صكوك وأصْك وصِكال، وكانت الأرزاق تسمى صِكاكاً لأنها كانت تخرج مكتوبة وكانت عبارة عن وثائق تعبر عن أصول (أرزاق) تثبت ملكية حاملها لما تعبر عنه هذه الوثائق ⁽²⁾؛ أما التصكيك فهي كلمة مُولدة تفيد جعل الأصول المختلفة صِكاكاً أو صُكوكاً قابلة للتداول (*).

يظهر من خلال المعاني اللغوية المذكورة أن الصَّك والوثيقة بمعنى واحد، فالصَّك أو الوثيقة كتاب يدون فيه معاملات الناس وعقودهم وأقاريهم ويشمل ما اتفق عليه وما شرط بينهم، كما يتضمن التوقيع والإشهاد ⁽³⁾.

(1) - جمال الدين أبو الفضل ابن منظور، لسان العرب، مجلد 10، ص: 456.

(2) - أختَر زبني عبد العزيز، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، منظمة المؤتمر الإسلامي ومجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة التاسعة عشرة، إمارة الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص: 2.

(3) - سبق الفقه الإسلامي الاقتصاد التقليدي إلى الصكوك كوثيقة لإثبات حق، حيث ورد عن الإمام النووي ما نصه: «الصكاك جمع صَك وهو «الورقة المكتوبة» بدين ويُجمع أيضاً على صُكوك، والمراد هنا «الورقة التي تخرج من ولي الأمر بالرزق لمستحقه بأن يكتب فيها للإنسان كذا وكذا من طعام أو غيره فيبيع صاحبها ذلك لإنسان قبل أن يقبضه»، وقد اختلف العلماء في ذلك والأصح جواز بيعها والثاني منعها، فمن منعها أخذ بظاهر قول أبي هريرة لمرؤان «أحللت بيع الصكاك» وقد نهى رسول الله عن بيع الطعام حتى يُستوفى، فخطب مروان الناس فنهى عن بيعها؛ ومن أجازها تأول قضية أبي هريرة على أن المشتري ممن خرج له الصك باعه لثالث قبل أن يقبضه المشتري، فكان النبي عن البيع الثاني لا عن الأول لأن الذي خرجت له مالك لذلك ملكا مستقرا وليس هو بمشتري فلا يمتنع بيعه قبل القبض. للمزيد راجع: النووي، أبو زكريا يحيى بن شرف، شرح النووي على صحيح مسلم، دار إحياء التراث العربي، بيروت، ط2، 1392 هـ، ج: 10، ص: 171.

(3) - أحمد محمد علي داود، الصكوك والتوثيق في المحاكم الشرعية - تنظيمها وتوثيقها وفقها المقارن ونصوصها القانونية وتطبيقات قضائية، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص: 21.

مما سبق يمكن تعريف التصكيك على أنه:

أ. «عبارة عن تحويل الأصول المقبولة شرعا إلى صكوك مالية مفصولة الذمة المالية على الجهة المنشئة لها وقابلة للتداول في سوق مالية شريطة أن يكون محلها غالبه أعيانا وذات آجال محددة بعائد غير محدد أو محدد، ولكن ليس خاليا من المخاطر»^(*)؛

ب. «وسيلة من الوسائل المبتكرة والبديلة عن الصكوك الربوية، وهي عبارة عن سندات مقارضة قائمة على أساس المضاربة والشركة المتناقصة، فهي تعتمد في التمويل على تقديم الأموال من أرباب المال، ويكون العمل بصفة المضاربة من مؤسسة ويكون الربح بينهما بحسب الاتفاق، والخسارة على صاحب رأس المال، أي يتم عقد المضاربة بين حاملي السندات ومُصدرها، فلا يكون لصاحب السند فائدة محددة وإنما يستحق نسبة معينة من الربح إن وجد، وينقسم رأس مال المضاربة إلى حصص متساوية القيمة وهو أمر جائز شرعا على أساس المضاربة المشتركة وتقوم المؤسسة بإطفاء السندات، أي رد المال لرب المال تدريجيا على أساس المشاركة المتناقصة»⁽¹⁾؛

2 - الأصول القابلة لعملية التصكيك: بناءً على التعاريف السابقة وما تم استنباطه من السمات العامة للتوريق الإسلامي، فإنه توجد العديد من الموجودات المصرفية والمالية والتجارية القابلة لعملية التصكيك على النحو الآتي⁽²⁾:

أ- الأصول المنقولة والثابتة العقارية المدرة لدخل سواء كانت مُؤجّرة أو مُشغلة في مشروع معين؛

ب- الاستثمارات القائمة على صيغة المشاركة؛

ج- ذمم البيوع المختلفة (المرابحة والسلم والإستصناع)، ويشترط بعض الفقهاء دخولها ضمن وعاء التصكيك بقيمتها الاسمية وفي ذلك مزايا للمُصكِّك الأصلي حيث تأتيه موارد حالية بدلا من ورودها مستقبلا؛

د- المجمعات التجارية والسكنية وكل العمليات القائمة على صيغة الإجارة؛

هـ- عمليات التمويل بالمضاربة والمشاركة القائمة على الشراكة في المنافع المتوقعة وغيرها من الموجودات التي تستوفي الضوابط الشرعية؛

(*)- هناك عدة سمات تتصل بهذه العملية، ومن بينها: يمكن أن يُوْطر التصكيك بإطار زمني محدد، الذمة المالية المفصولة تعني نظريا وجود الشركة ذات الغرض الخاص (SPV)، وتحديد العائد مسبقا بالنسبة للورقة لا يعني خلوها من المخاطر وبالتالي تبعدها عن السندات ذات الفائدة الثابتة والخالية من المخاطرة، ضرورة أن تكون الأصول محل التصكيك مقبولة شرعا والغلبة فيها للأعيان والقابلية للتداول في السوق المالية متى توفرت الشروط الشرعية المطلوبة للتداول.

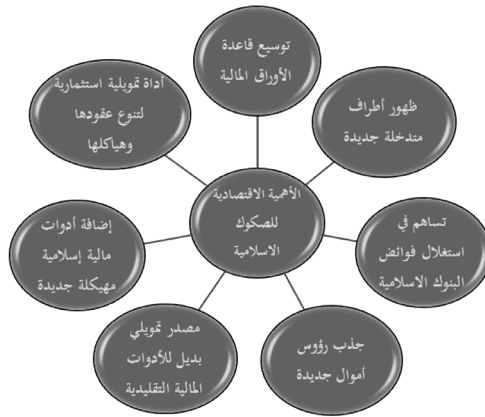
(1)- أيمن عبد الرحمن فتاحي، المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، دار البشائر، دمشق، 2009، ص: 127.

(2)- عبد الله بن محمد المطلق، مرجع سابق، ص: 6.

و- يستبعد بصفة قاطعة الأصول القائمة على أساس المداينة الربوية وتلك التي تحمل فوائدًا محددة، فضلاً عن الموجودات المحرمة شرعاً.

3- الأهمية الاقتصادية للصكوك الإسلامية: لقد ازدادت أهمية إصدار الصكوك الإسلامية نتيجة العديد من العوامل، يمكن توضيحها من خلال الشكل المبسط الموالي:

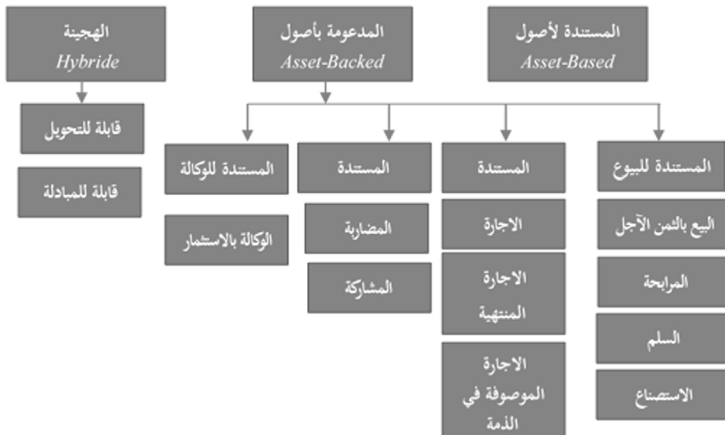
الشكل رقم (1): الأهمية الاقتصادية للصكوك الإسلامية



المصدر: من إعداد الباحثة

4- تصنيفات الصكوك الإسلامية: يمكن تصنيفه وفقاً لثلاثة معايير وهي موضحة من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم (2): تصنيفات الصكوك الإسلامية



Source: Nidal Alsayyed, investigating shari'ah and liquidity risk factors in special purpose company and its role in structuring contemporary waqf sukuk, annual intellectual symposium of islamic economics in London, 28/5/2014, p: 9.

5 - خصائص الصكوك الإسلامية: للصكوك الإسلامية عدة خصائص تميزها عن باقي الأدوات المالية الأخرى، وهي موضحة في الشكل الموالي:

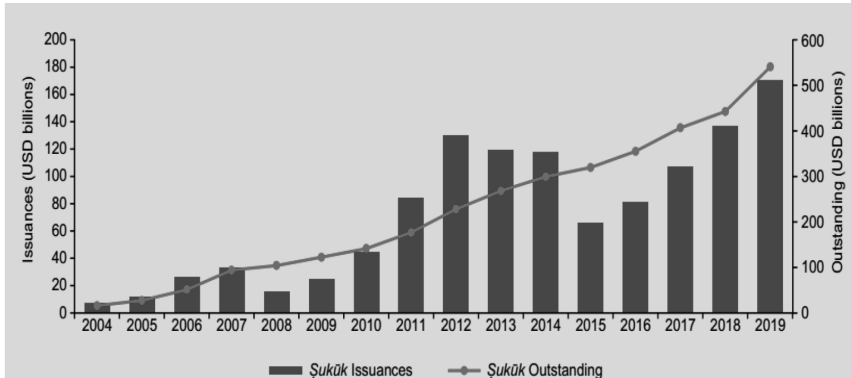
الشكل رقم (3): أهم مميزات وخصائص الصكوك الإسلامية



المصدر: من اعداد الباحثة اعتمادا على: عبد الستار أبو غدة، مخاطر الصكوك الإسلامية، بحث مقدم إلى ندوة إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، 2004، عمان، الأردن، ص:6.

6 - شهد سوق الصكوك نموا متزايدا خلال سنة 2019 وارتفعت إجمالي إصدارات الصكوك بأكثر من 24% وقد كان النمو القوي في سوق الصكوك مدعوما بشكل أساسي بزيادة الإصدارات في كل من ماليزيا والمملكة العربية السعودية وقطر وتركيا.

الشكل رقم 03: تطور إصدارات الصكوك خلال الفترة 2004-2019 مليار دولار



Source: Islamic financial services industry stability report 2020 IFI, 2020, p: 13

احتلت ماليزيا المرتبة الأولى من حيث الإصدار سنة 2019، بنسبة 36.8%، تلتها المملكة العربية السعودية بـ14%، ثم أندونيسيا بنسبة 13.5%، ثم تركيا بـ8.7%.

عبر القطاعات، يظهر عدد من اتجاهات الإصدار الجديدة واستراتيجيات التمويل المبتكرة والمطورة كإصدار صكوك التمويل الأصغر القائم على البلوكتشين من إندونيسيا، بالإضافة إلى العديد من إصدارات الصكوك الخضراء من جهات إصدار سيادية ومتعددة الأطراف...الخ.

ثانيا: مفاهيم عامة حول التوريق: التوريق من الناحية اللغوية مشتق من الكلمة الفرنسية (titrisation) والمشتقة بدورها من الكلمة الإنجليزية (securitization) المتأتية من (securities) والتي تعني قيماً منقولةً (titres)**.

1 - تعريفه: «هو إجراء يسمح بتحويل كتلة قروض لأوراق مالية قابلة للتداول، حيث تتدخل مؤسسة إقراض من خلال بيع مجموعة ديون متجانسة لهيئة خاصة التي تتكفل بتمويل المبادلة عن طريق إصدار أوراق مالية موجهة للمستثمرين»⁽¹⁾.

كما يعرف التوريق على أنه «مجموعة جزئية من التمويل المهيكل، وهو ببساطة عبارة عن خلق وإصدار أوراق مالية مضمونة عن طريق محفظة قروض، سندات أو تدفقات مستقبلية»⁽²⁾.

إذن ومن خلال التعريفين السابقين فإن التوريق هو عبارة عن عملية تحويل الحقوق إلى أوراق مالية قابلة للتداول على مستوى السوق المالية، وهي إحدى تقنيات الهندسة المالية التي تكتسي أهمية معتبرة بالولايات المتحدة الأمريكية، كما أنها تشهد توسعا كبيرا في أوروبا وانطلاقة حقيقية في بعض الدول العربية. وعليه، «التوريق هو تحويل القروض وأدوات الديون غير السائلة إلى أوراق مالية سائلة (أسهم أو سندات) قابلة للتداول في أسواق المال، وهي أوراق تستند إلى ضمانات عينية أو مالية ذات تدفقات نقدية متوقعة ولا تستند إلى مجرد القدرة المتوقعة للمدين على التسديد من خلال التزامه العام بالوفاء بالدين»⁽³⁾.

** - هناك عدة تسميات للتوريق كالتسديد والتصكيك.

(1) Robert Ferrandier, Vincent Kôen, *Marchés de capitaux et Techniques financières*, 4ème édition, Paris, Economica, 1997, p.169.

(2) Janet Tavakoli, *Collateralized Debt Obligations & Structured Finance*, New developments in cash & synthetic securitization, New York, Wiley Finance, 2003, p.15.

(3) - عبيد علي أحمد الحجازي، التوريق ومدى أهميته في ظل قانون الرهن العقاري، الطبعة الثانية، القاهرة، دار النهضة العربية، 2001، ص.3. Thierry Granier, Corynne Jaffaux, op. cit, p. 14.

لذا فإن التوريق عملية مالية موجهة إما لأغراض التمويل أو لتحويل المخاطر، وبذلك يتم تخفيض استهلاك الأموال الخاصة الاقتصادية بالبنوك. إن هذا التحويل للأصول غير السائلة إلى أوراق مالية قابلة للتداول يمكن أن يتزامن من جهة ثانية مع إعادة هيكلة تمنح للأوراق المالية المعروضة على السوق خصائص مخالفة لتلك للأصول المستندة إليها فيما يتعلق بالتسديدات، القسيمات، المدة والحساسية لتقلبات معدلات الفائدة. كما أن التوريق يدخل في إطار النزعة نحو الأسواق المالية وهي نزعة تتضمن عرض منتجات لا تتوفر على أسواق أولية أو ثانوية ولكنها قابلة للتداول على مستوى السوق المالية، وبالتالي يتم تحقيق تحويل كلي أو جزئي للمخاطر من مؤسسات إلى أخرى.

ومن بين النتائج الأولى للتوريق هو منح مؤسسات الإقراض أدوات تسمح لها بإدارة وبطريقة جديدة ميزانياتها وتكثيف هيكلتها المالية مع أهدافها.

يعود الفضل للوكالات الفدرالية بانطلاق عمليات التوريق بالولايات المتحدة إضافة إلى وجود سوق ثانوية خاصة، كما عززت هاته العوامل من دور وكالات التصنيف، وهو ما ساهم في إقامة المبادئ الأساسية لآلية التوريق⁽¹⁾ وهو ما سمح بوجود شكل تمويلي جديد وهو التمويل المدعوم (financement adossé) نظرا لتوافر محيط عام للإبداع المالي. وبالتالي تم اللجوء إلى الهندسة المالية من أجل الوصول إلى هيكلة مالية مثلى لمؤسسات الإقراض عن طريق منتجات جديدة مكيفة في آن واحد مع احتياجات كل من المصدرين والمستثمرين، وتم إنشاء هيئة لهذا الغرض والتي يطلق عليها (Trust) تتولى عمليات الإصدار.

(1) - Thierry Granier, Corynne Jaffeux, op. cit, p. 14.

2 - أركان عملية التوريق: للتوريق خمسة أركان أساسية وهي:⁽¹⁾

الشكل رقم (4): أركان عملية التوريق

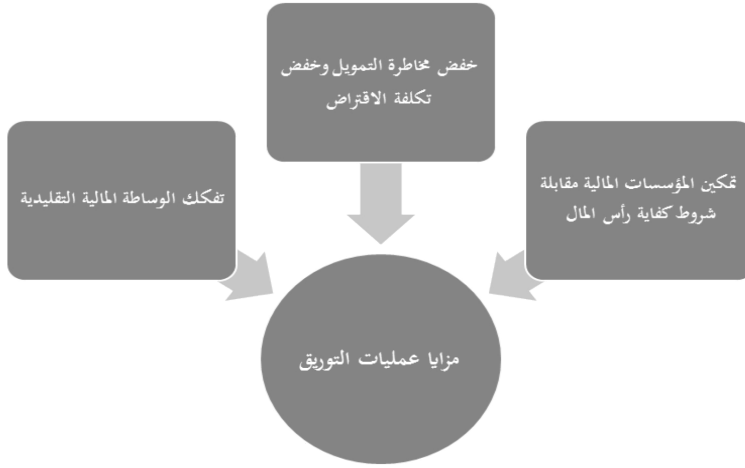


المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على: مدحت صادق، أدوات وتقنيات مصرفية، القاهرة، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع، 2001، ص ص:- 240 239.

3 - مزايا عمليات التوريق: لعمليات التوريق بشكل عام عدة مزايا لكل الأطراف المتدخلة في العملية، ومن أبرزها موضح في الشكل الموالي:

(1) مدحت صادق، أدوات وتقنيات مصرفية، القاهرة، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع، 2001، ص ص:- 240 239.

الشكل رقم (5): مزايا عمليات التوريق



المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على: خالد أمين عبد الله، الخلفية العلمية والعملية للتوريق، منشورات اتحاد المصارف العربية، لبنان، 1995، ص:40

ثالثا: المتدخلون في عملية التوريق وهياكل الإصدارات

1- المتدخلون: هناك أطراف داخلية وأخرى خارجية

أ- المنظم: وهو ممثل عن طريق فريق من المختصين في الهندسة المالية، وهو في غالب الأحيان عبارة عن بنك استثمار الذي يتكفل بجذب متنازلين محتملين ووضع تصور لهيكل عملية التوريق بأكملها وذلك حتى يتم تحقيق أهداف البنك المتنازل ومشتري الحصص؛

ب- شركة الإدارة: وهي عبارة عن شركة تجارية تتكفل بتسيير الشركة ذات الغرض الخاص ورعاية مصالح حاملي الحصص، حيث أنها تمثل (SPV) اتجاه الدائنين⁽¹⁾؛

ج- المؤتمن أو جهة الإيداع: وهو شخص معنوي يتمثل في مؤسسة الإقراض التي تراقب عمليات شركة التسيير، كما أنه يُعد المسؤول عن الاحتفاظ بأصول (SPV) وهو في أغلب الحالات المتنازل؛

د- وكالات التصنيف: تعتبر وكالات التصنيف مصدرا مهما للمعلومات لا يمكن إهماله، حيث لها أهميتها عند اتخاذ كل قرار على مستوى السوق وذلك من خلال قيامها بدورين أساسيين وهما: معالجة المعلومات وتصديقها⁽²⁾.

(1) Thierry Granier, Corynne Jaffaux, op. cit., p. 27.

(2) Hamza Lounici, market news, publication mensuelle de l'activité commercialisation de Sonatrach, Alger, 2004, N° 8, «Les agences de notation financière, un pouvoir considérable», p.2.

هـ- المتنازل والشركة ذات الغرض الخاص: تتم عملية التنازل عن القروض في إطار عملية التوريق من قبل المتنازل لصالح (SPV).

المتنازل، بصفة عامة هو عبارة عن مؤسسة إقراض ولكن يوجد هناك فئات كثيرة للمتنازلين أو مشتري الحماية، فبالإضافة إلى المؤسسات المالية نجد الكيانات العمومية كالدولة والمؤسسات العمومية وشركات التأمين... الخ.

ويقوم المتنازل بعزل محفظة متجانسة من القروض والتي تحتوي على نوع واحد من القروض أو الديون فقط حيث يقوم بتحليل الخطر قبل التنازل عنها لصالح الشركة ذات الغرض الخاص⁽¹⁾؛

الشركة ذات الغرض الخاص (organisme ad hoc): وهي عبارة عن شركة أو صندوق أو أي شكل قانوني آخر يُنشأ من أجل هدف محدد، حيث تكون أنشطتها محددة تبعاً لموضوعها والهدف هو عزل الشركة عن خطر القرض للمؤسسة المتنازلة⁽²⁾،

رابعا: أنواع منتجات التوريق: مثلما ذكر سابقا فإن منتجات عمليات التوريق هي عبارة عن قيم منقولة يتم توظيفها لدى الجمهور تحت رقابة خاصة، ففي الولايات المتحدة الأمريكية مثلا يتم توظيف هذه القيم المنقولة تحت رقابة لجنة عمليات البورصة والمكلفة بحماية المستثمرين.

في الواقع فإن أشكال التوريق المتعددة قد رفعت وبشكل ملحوظ من تشكيلة الأوراق المالية المصدرة على مستوى هذا السوق وقد بينت التجربة بأن هناك عدد كبير من الأصول القابلة للتوريق، حيث يوجد تصنيفين كبيرين⁽³⁾:

- الأول وهو مؤسس على أصل المُصْهِر للأصل، ويتعلق الأمر بالترقية بين الأصول البنكية وغير البنكية؛
- أما الثاني فهو قائم على الأوراق المالية، إذ يجب التمييز بين الأوراق المالية المستندة لأصول أو لمحفظه قروض وبين الأوراق المالية المضمونة ومن أمثلتها:
- الأوراق المالية المستندة لقروض الرهن العقاري (MBS): ومن بين أولى أشكال (MBS) هي السندات

⁽¹⁾ لقد وضعت لجنة بازل للرقابة البنكية شروطا معينة من أجل حساب متطلبات الأموال الخاصة في إطار عمليات التوريق، منها ما تعلقت بالشروط التي يجب أن تتوفر في البنك حتى يمكن اعتباره كمؤسسة متنازلة، ومنها أن يكون البنك بصفة مباشرة أو غير مباشرة مصدراً للتعرضات المستند إليها في العملية (Expositions de titrisation) والتي يمكن أن تتضمن أوراقا مستندة لأصول، قروض للرهن العقاري، مشتقات القرض... الخ.

⁽²⁾ Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, op. cit., p. 101.

⁽³⁾ Pierre Genesse, Patrick Topsacalian, Ingénierie financière, 2ème édition, Paris, Economica, 2001, p.315.

المضمونة بقروض الرهن العقاري (MBB) **وتحمل هذه السندات قسيمة ثابتة ولها تاريخ استحقاق محدد⁽¹⁾.

وتنقسم منتجات (MBS) إلى (RMBS) (Residential Mortgage Backed Securities) وهي أوراق مالية مستندة لقروض عقارية سكنية، و-(CMBS) (Commercial Mortgage Backed Securities) وهي عبارة عن أوراق مالية مصدرة تمثل ديون عقارية تجارية⁽²⁾ أي أن الأصل المستند إليه عبارة عن ديون على العقار التجاري.

السندات الصادرة عن القروض العقارية المرهونة والتي يطلق عليها (CMO's) (Collateralized Mortgage Obligations) وتصدر هذه السندات في مجموعات مختلفة يطلق عليها فئات وكل فئة لديها تدفقاتها النقدية الخاصة⁽³⁾ وهو ما يلائم فئات معينة من المستثمرين.

الأوراق المالية المضمونة بأصول (ABS): لقد تم تطبيق تقنية التوريق على أنواع أخرى من الأصول غير قروض الرهن العقاري مما أدى إلى ظهور أوراق مالية جديدة

وقد توسعت تشكيلة منتجات عمليات التوريق خاصة مع دخول منتجات (CDO) (Collateralized Debt Obligation) والتي تنتهي لفئة (ABS) وهي تضم نوعين من العمليات:

1 - (CBO) (Collateralized Bond Obligation) وهي عبارة عن سندات مديونية مصدرة من قبل (SPV) ومضمونة عن طريق تشكيل محفظة سندات⁽⁴⁾؛

2 - (CLO) (Collateralized Loan Obligation) وهو عبارة عن قرض سندي مصدر عن طريق (SPV) ومضمون عن طريق تشكيل محفظة قروض.

توجد أوراق مالية أخرى: وهي تختلف بشكل كبير عن المنتجات السابقة، حيث توجد هناك أنواع أخرى من عمليات التوريق كتلك المتعلقة بتوريق المخزونات وذلك عندما يتعلق الأمر بمنتجات تامة الصنع، حيث يتم تحويلها إلى (SPV) التي تتكفل بإعادة تمويلها في انتظار بيع هذه المنتجات في السوق (قرض مورك مضمون عن طريق رهن المخزونات المعنية رغم عدم امتلاك هذه الأخيرة).

** Mortgage Back-Bonds

(1) - منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص. 424.

(2) - Jean-Michel Cicile, op. cit., p. 190.

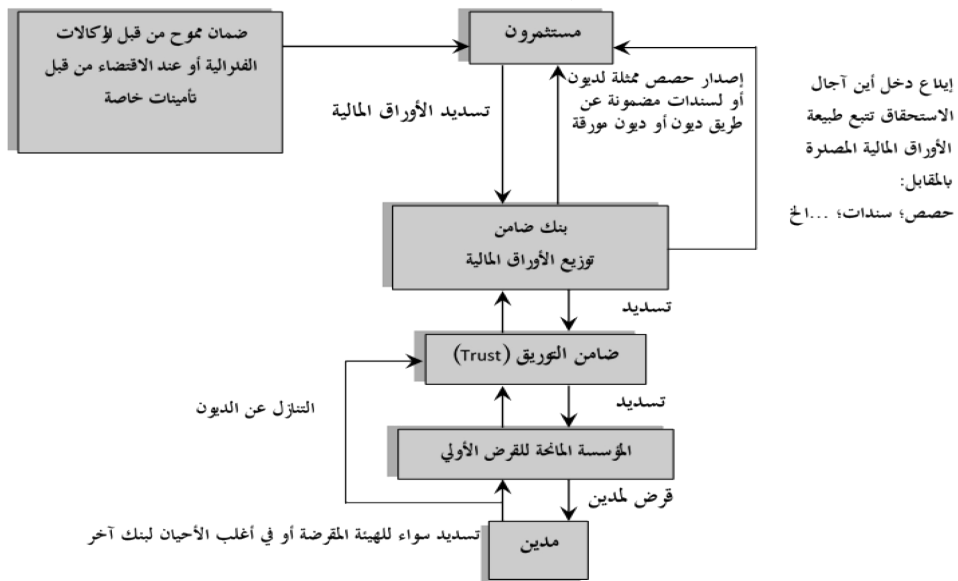
(3) - Charlotte Ferté, Philippe Cassette, De la « Securitization à la Titrisation », Paris, éditions ESKA, 1992, p. 34.

(4) - Nadia Antonin, op. cit., p. 79.

كما يمكن أيضا توريق الأصول المادية مثل الملكية العقارية لمجموعة شركات، حيث يتم عزل هذه العقارات في شركة معتمدة لهذا الغرض من قبل وكالة التصنيف ليتم بعد ذلك تمويل هذه العقارات بقرض بنكي والذي يكون محل عملية توريق من قبل (SPV)، ويجذب هذا النوع من التوريق مجموع الشركات الراغبة في «تمويل مستند» إلى قيمة ذمتها العقارية.

وهناك نوع آخر من التوريق والمتمثل في توريق الديون المستقبلية (WBS) *الناتجة عن عمليات شركة ما والمبرمة في إطار عقد، ويخضع هذا النوع من العمليات للخصوصيات القانونية لبلد المُصدِر لأنها تحدث انقلابا حقيقيا في مفهوم مراقبة المؤسسات ⁽¹⁾. كما يوجد أيضا توريق أخطار التأمين، حيث كانت أخطار الكوارث الطبيعية المحرك الأساسي له.

الشكل رقم (6): مخطط مبسط لعمليات التوريد



Source : T. Granier, C. Jaffeux, La titrisation, Aspects Juridique et financier, Paris, Economica, 1997, p.19.

* - Whole Business Securitization

⁽¹⁾ Jean-Yves Caminade, Paul Mazataud, *op. cit.*, p. 13.

خامسا: هياكل الإصدارات

تعتبر هياكل الإصدارات من مسؤولية المنظم الذي يسعى لتلبية رغبات أو احتياجات المستثمرين وذلك بتخفيض الخطر المحتمل عن هيكل الإصدار، فالأوراق المالية تصدر إما تحت شكل ما يسمى (pass-through) أو ما يسمى (pay-through).

الهيكل الناقل للتدفقات النقدية (pass-through): هو نظام تم إنشاؤه من قبل الوكالة الفدرالية (GNMA)، حيث يقوم المقرض بتجميع قروض الرهن العقاري في محفظة ومن ثمّ التنازل عنها لـ (Trust) التي تقوم بعدها بإصدار أوراق مالية تمثل حق ملكية مباشر في مجموعة القروض المملوكة من قبل (Trust) والذي يعتبر كوسيط بين المصدر والمستثمرين.

1 - الهيكل المدفوع من خلالها التدفقات النقدية (pay-through): ظهر هذا الجيل الجديد من الأوراق المالية سنة 1975 وله خصائص سند مُصدّر مباشرة من قبل (Trust)⁽¹⁾، ويسمح هذا النظام بتنوع كبير في الهياكل حيث تحول التدفقات المحصلة من قبل (FCC) أو (Trust) إلى إيداعات وذلك من أجل الاستجابة لخصائص يرغب بها المستثمرون: فئات ذات آجال استحقاق مختلفة وأوراق مالية ذات اهتلاك محدد مسبقا وغيرها⁽²⁾؛

2 - Market-value asset-backed bonds تركيب «طبقة واحدة ناقل للتدفقات النقدية» وتركيب «متعدد الطبقات الناقل والمدفوعة من خلالها التدفقات النقدية»*: التركيب العلوي التابع (Senior Subordinated): لتحسين نوعية الأوراق المالية المصدرة يدمج المنظم عدة أنواع من الضمانات في عملية التركيب لتكملة الضمانات المرتبطة بالقروض سواءً عن طريق إبرام عقد تأمين وإما عن طريق إصدار فئة تابعة. ويقال عن الفئات بأنها تابعة لأنّ التسديدات لحاملي هذه الحصص تتبع تلك للحصص العليا (parts senior)، والهدف من ذلك هو حماية الحصص العليا أو الحصص ذات النوعية الجيدة والتي

(1)- Charlotte Ferté, Philippe Cassette, op. cit., p. 34.

(2)- Michèle Dubernet, op. cit., p. 237.

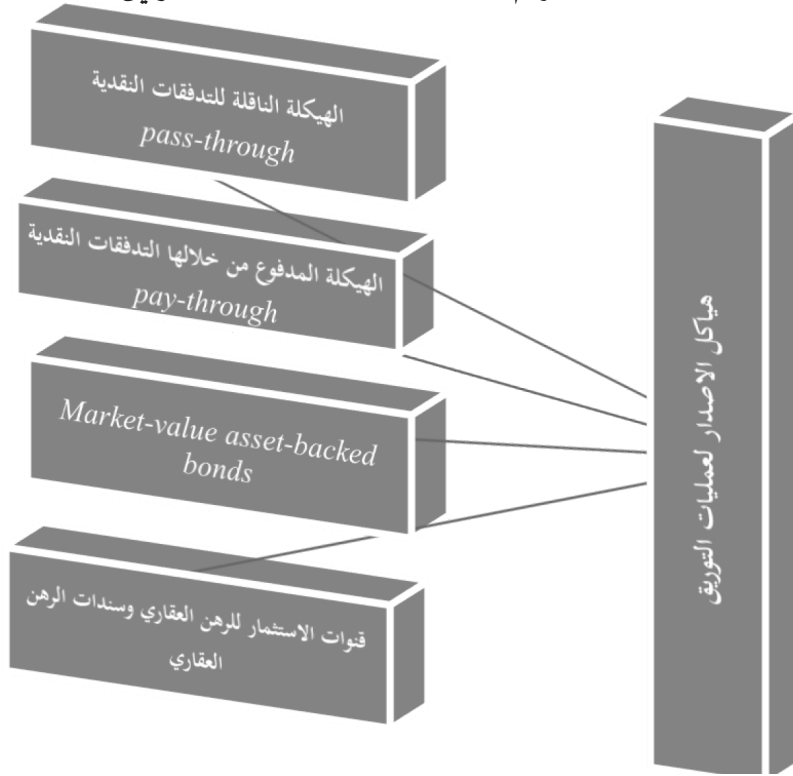
*- Le montage « simple class pass-through », le montage « multi-class pay-through ».

(3)- Thierry Granier, Corynne Jaffaux, op. cit., p. 59.

يمكن توظيفها لدى الجمهور، في حين أن الفئات التابعة يمكن توظيفها لدى الجمهور كما يمكن للبنك المتنازل الاحتفاظ بها في ميزانيته⁽³⁾؛

3- قنوات الاستثمار للرهن العقاري (REMIC) وسندات الرهن العقاري (SMBS).

الشكل رقم (7): هياكل الإصدار لعمليات التوريق



المصدر: من اعداد الباحثة

المحور الثاني: مقارنة بين آليات التوريق التقليدي والتوريق الإسلامي

هناك عدة فروق أساسية بين آليات التوريق من الناحية التقليدية والناحية الإسلامية، والتي من خلالها سيتم التعرف عن كيفية تطوير وترشيد عمليات التوريق التقليدي، ويقصد بالترشيد تغيير نظرة السوق إليها بما يتفق مع طبيعتها، حتى تصبح أدوات استثمار فعلية كما في الصكوك الإسلامية والتي يتحمل فيها مالكوها مخاطر الاستثمار وفق الضوابط الشرعية في ظل وجود رقابة شرعية لغاية إطفائها.

سيتم التطرق للنقاط التالية:

أولاً: من حيث النشأة: تعود نشأة الصكوك الإسلامية بالخصوص للتجربة الأردنية، حيث تعد الأردن أول من قدم سندات المقارضة التي ظهرت فكرتها أثناء وضع مشروع قانون المصرف الإسلامي الأردني حتى تكون من الأدوات التي يمكنه الاعتماد عليها للحصول على تمويل طويل الأجل لمشاريعه الكبرى، وقد تم تعريفها في مشروع قانون المصرف الإسلامي الأردني المؤقت رقم (3) لسنة 1978.

كان فضل المتابعة لهذه الفكرة وتطويرها للأستاذ الدكتور عبد السلام العبادي من خلال دراستها في اللجان العلمية المتخصصة في وزارة الأوقاف الأردنية، وتم تأصيل قواعد سندات المقارضة على أساس اجتهاد فقهي معاصر تجسد في قانون سندات المقارضة المؤقت رقم (10) لسنة 1981، وعُرضت هذه السندات في حينها على مجمع الفقه الإسلامي الذي أجازها من الناحية الفقهية.

ومثلما تم ذكره سابقاً، يعود الفضل للوكالات الفدرالية بانطلاق عمليات التوريق بالولايات المتحدة إضافة إلى وجود سوق ثانوية خاصة، كما عززت هاته العوامل من دور وكالات التصنيف، وهو ما ساهم في إقامة المبادئ الأساسية لآلية التوريق.

ثانياً: من حيث الضوابط: من بين أهم الفوارق بين عمليات التوريق التقليدي وعمليات التصكيك هو أن هذه الأخيرة تحكمها ضوابط شرعية وضوابط اقتصادية.

ثالثاً: من حيث الأنظمة المستخدمة في إصدار الصكوك الإسلامية: توجد هناك ثلاثة أنظمة أساسية:

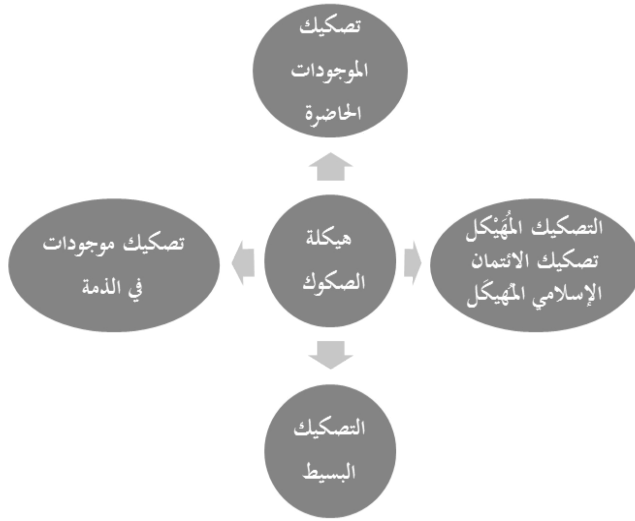
الشكل رقم (8): الأنظمة المستخدمة في عمليات التصكيك الاسلامي



المصدر: من اعداد الباحثة

رابعاً: من حيث الأطراف المتدخلة في عمليات التصكيك الإسلامي: هي تقريباً نفسها المتدخلة في عمليات التوريق التقليدي، لكن مع وجود أطراف أخرى خاصة بعمليات التصكيك، وهو ما يمكن توضيحه من خلال الشكل الموالي:

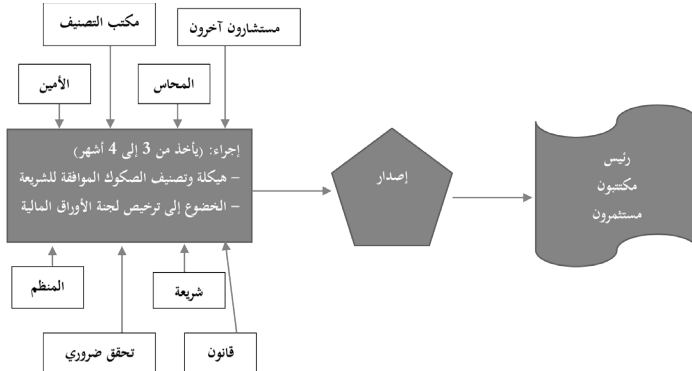
الشكل رقم (9): الأطراف المتدخلة في عمليات التصكيك الإسلامي



Source: Sherin Kunhibava and others, Sukuk on blockchain: a legal, regulatory and shari'ah review, ISRA international Journal of Islamic Finance, 5/12/2020, p: 8.

خامساً: من حيث هيكله عمليات التصكيك الإسلامي: توجد عدة هياكل يمكن استخدامها وهي موضحة في الشكل الموالي:

الشكل رقم (10): هيكله عمليات التصكيك الإسلامي



المصدر: من اعداد الباحثة

كما يستخدم في ماليزيا شكل خاص من الصكوك الهجينة تتضمن صكوك مضاربة مع مرابحة محل العقد، حيث تشبه هيكله الصكوك لحد كبير مبادئ بيع العينة والبيع بثمن أجل، هذه الهيكلية مبينة في الشكل المبسط الموالي:

سادسا: من حيث عمليات التصنيف الائتماني والشرعي للصكوك الإسلامية: تتميز عمليات التصكيك الإسلامي عن عمليات التوريق التقليدي بوجود التصنيف الشرعي إلى جانب التصنيف الائتماني. يكمن الفرق بين التصنيف الشرعي والتصنيف الائتماني: يختلف «التصنيف الشرعي» عن «التصنيف الائتماني» في أن الأخير هو «تقويم قدرة المؤسسات المالية على الوفاء بالتزاماتها تجاه الآخرين وقوة ملاءتها المالية»، أما التصنيف الشرعي «فهو لا يتعلق بالملاءة أو القوة المالية للمؤسسة أو النوعية الائتمانية للورقة المالية ولا بالكفاءة الإدارية، وإنما يختص بإصدار رأي مستقل حول النوعية الشرعية». سابعاً: الصكوك المضمونة بشكل كلي والصكوك غير المضمونة: يمكن توضيح الفرق بينهما من خلال الجدول الموالي:

الجدول رقم (1): مقارنة بين الصكوك المدعومة بأصول والصكوك المستندة على أصول

صكوك قائمة على الأصول	صكوك مدعومة لأصول
✓ لا يتم تسجيل ملكية أصول الصكوك قانو الصكوك، تبقى مسجلة سم الجهة المنشئة؛	✓ تكون أصول الصكوك مسجلة قانو سم حملة الصكوك؛
✓ يكون حملة الصكوك ملكية شرعية ولا تكون لهم ملكية قانونية كاملة؛	✓ يكون حملة الصكوك بجانب الملكية الشرعية ملكية قانونية كاملة؛
✓ ليس لهم حق التصرف لأصول إلا بيعها للجهة المنشئة ✓ الاهتمام لكفاءة الائتمانية للجهة المنشئة.	✓ لهم حق التصرف لأصول عتبارهم مالكين لها قانو ؛ ✓ الاهتمام بكفاءة الأصول.

المصدر: أسيد الكيلاني، الصكوك (آليات وتحديات وترشيد)، الملتقى الثاني للصناعة المالية الإسلامية (آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية)، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 8-9 ديسمبر 2013، ص: 7.

ثامنا: من حيث المعالجة المحاسبية لعمليات التصكيك: تستند إلى ما يعرف بـ التقويم أو التنضيق الحكمي مصطلح التنضيق(*) من المصطلحات التي تذكر في مجال فقه المعاملات المالية، وبصفة خاصة في مجال المضاربة والمشاركة، ويقابله في الفكر المالي «تسييل الأصول غير النقدية» أي تحويلها إلى نقدية، ويتم التنضيق إما فعلا أو حكما (تقديرا)، ولا توجد مشاكل في حالة التنضيق الفعلي، ولكن تظهر العديد من المسائل التي يثار حولها الجدل في حالة التنضيق الحكمي.

1- أصدرت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية المعيار رقم (17) الاستثمارات والذي يقابل المعيار المحاسبي الدولي رقم 39، وفي هذا المعيار ومن خلال الفقرات (12-3) فقد عالج الاستثمارات في الصكوك وقرر في المعالجة المحاسبية بين الأسهم والصكوك، كما فرق المعيار في المعالجة المحاسبية بين الصكوك المحتفظ بها لغرض المتاجرة أو المتاحة للبيع وبين الصكوك المحتفظ بها حتى تاريخ الاستحقاق⁽¹⁾؛

2- إطفاء الصكوك الإسلامية: يشير إطفاء الصكوك إلى انتهاء صفتها الاستثمارية السابقة بتسليمها وتحويلها إلى نقود يتسلمها حامل الصك الأخير، حيث أن إطفاءها قد يكون كليا مرة واحدة في نهاية مدة الإصدار أو جزئيا بالتدريج خلال سنوات الإصدار.

3- الأسس المحاسبية لإصدار وتداول الصكوك الإسلامية: يحكم عمليات الإثبات والقياس والإفصاح المحاسبي لإصدار وتداول الصكوك الإسلامية مجموعة من الأسس المحاسبية المستنبطة من المعايير المحاسبية الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية.

4 - المعايير المحاسبية التي يعتمد عليها النظام المحاسبي للمصارف الإسلامية في التقويم لتحديد الربح أكدت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية على أن التنضيق الحكمي (التقويم) يجب الأخذ به في جميع الاستثمارات بشرط الالتزام بالمبادئ التالية⁽²⁾:

4-1 أن تكون المعلومات المفصّل عنها دقيقة وموثوق بها واستخدام وسائل مقبولة تناسب ملائمة تقدير

(*)- معنى التنضيق لغة، نَضَ الثمن، نَضَ الثمن، «حَصَلَ وَتَعَجَّلَ»، وَيُسْتَنْضَ فلان حقه من فلان أي «يُسْتَنْجِزُه وَيَأْخُذُ مِنْهُ الشَّيْءَ بَعْدَ الشَّيْءِ»، ويطلق أهل الحجاز على الدراهم والدنانير، نضاً وناضاً كما ورد في لسان العرب تحت البند النض: «الدرهم الصامت»، والناض من المتاع ما تحول ورقاً أو عينا، يستنبط من كلام علماء اللغة العربية: أن التنضيق معناه «تسييل العروض إلى نقد»، أما معنى التنضيق اصطلاحاً: يقصد به في فقه المعاملات «تحول المتاع إلى دراهم أو دنانير أو ما في حكم ذلك من النقد؛ يقول ابن قدامة في كتاب الشركة: إذا انفسخت المضاربة قبل التصرف والمال ناض ولا ربح فيه أخذه ربه، ويقصد بالمال الناض: المال الذي لم يتحول إلى عرض بعد، وقال في موضع آخر.. والديون لا تجري مجرى الناض ويجب على رب العمل أن يُنضِضَها، أي يحصل الديون التي على العملاء، كما يشير مصطلح التنضيق إلى تحول العروض إلى نقد (سيولة) وهي مأخوذة من النَض وهو «الذهب والفضة».

(1)- انظر المعيار الثاني (2005) لمجلس الخدمات المالية الإسلامية.

(2)- المرجع السابق، ص: [23 21].

القيمة النقدية المتوقع تحقيقها، كما يجب أن يتم إعداد الميزانية على أساس التنضيق الحكمي؛
4-2 أن يتم الاعتماد على المؤشرات الخارجية كأسعار السوق، ومن الأفضل أن يتم الاعتماد على مؤشرات إسلامية غير مؤشر الليبور واستخدام جميع المعلومات المتاحة ذات العلاقة بالاستثمار عند تقدير القيمة النقدية المتوقع تحقيقها سواء كانت إيجابية أو سلبية؛

4-3 الثبات في استخدام طريق التنضيق الحكمي لأنواع الاستثمارات المماثلة بين الفترات المحاسبية المختلفة مع إمكانية معرفة مقدار الزكاة لأنها تعتمد على هذا التقويم والاعتماد على أصحاب الخبرة لتقدير القيمة النقدية المتوقع تحقيقها؛

4-4 الحيلة والحذر في التقدير وذلك عن طريق الالتزام بالموضوعية والحياد في اختيار القيمة النقدية المتوقع تحقيقها وأن تكون القيمة الحقيقية وقت التقويم تعتمد على القيمة السوقية التي يتبادل الأصل على أساسها؛

4-5 مراعاة أن يتم التمييز بين الربح العادي والربح غير العادي عند إعادة تقويم الأسعار وإثبات الأرباح غير العادية في الجانب الدائن من حساب الإيرادات والتأكد من أنه لا يتم إثبات أي ربح إلا بعد سلامة رأس المال؛
4-6 وحدات النقد التي تظهر بها جميع مفردات الميزانية تكون موحدة لإظهار المركز المالي والأرباح الحقيقية مع مراعاة تغير ظروف العرض والطلب والتغير في القوة الشرائية للنقد وأسعار صرف العملات، وأي تغيرات طارئة أخرى في قيمة السلعة كالتقادم وغيره، مما يجعل بيانات المركز المالي أكثر قرباً للحقيقة وهذا يتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية.

ملاحظة: بالنسبة لعمليات التوريق التقليدي يقدم المعيار IFRS 9 نموذج تصنيف وطريقة تقييم جديدة، ونموذج انخفاض القيمة القائم على الخسارة المتوقعة وإعادة صياغتها عن طريق نهج محاسبة التحوط. وأصبح تطبيق هذا المعيار إلزامياً بدءاً من 1/1/2018.

يصنف المعيار IFRS 9 الموجودات المالية إلى فئتين هما:

- الموجودات المالية المقاسة بالتكلفة المطفأة Financial assets at amortized cost

- الموجودات المالية المقاسة بالقيمة العادلة Financial assets at fair value

ويتفرع تصنيف الفئة الثانية من الموجودات المالية إلى تصنيفين:

موجودات مالية بالقيمة العادلة من خلال الربح أو الخسارة العادلة Financial assets at fair value through profit and loss FVTPL

موجودات مالية بالقيمة العادلة من خلال دخل شامل آخر Financial assets at fair value through

other comprehensive income FVOCI

تاسعا: من حيث الشركة ذات الغرض الخاص وعمليات التعزيز الائتماني:

التعزيز الائتماني في التصكيك هو «ترتيب تعاقدى، حيث تتحمل مؤسسة الخدمات المالية الإسلامية التعرض لمخاطر التصكيك أو تتحمل جزء من ذلك وبالتالي توفر درجة معينة من الحماية الإضافية للأطراف الأخرى، ولا بد من التأكد من أي تعزيز ائتماني يكون متفقا مع أحكام الشريعة الإسلامية»⁽¹⁾.
أما في عمليات التوريق التقليدي، ومن أجل رفع نوعية التصنيف فإنه يتم في إطار (SPV) تشكيل احتياطي ويطلق على هذه العملية «التعزيز الائتماني» (renforcement de crédit).

عاشرا: ضمانات الصكوك الإسلامية وهيكل الإصدار الخاصة بعمليات التصكيك

لا شك أن أهم فارق بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية، يكمن في أن هذه الأخيرة مضمونة بقيمتها إضافة إلى ضمان الفوائد المحددة لها، في حين أن الاستثمار في الفقه الإسلامي يقوم على قاعدة المشاركة في الغرم والغنم ولذلك كانت مسألة ضمان الصكوك مسألة في غاية الأهمية، بل إن الكثيرين من الاقتصاديين الوضعيين يعتبرون أن ذلك أهم عائق أمام تطوير الصكوك، حيث أن حملتها يخافون من الخسائر في حين أن رأس المال والفوائد مضمونة في السندات.
بناءً على ما تم ذكره سابقا، فإن تحليلا تفصيليا للشروط التجارية والهيكل القانوني يظهر في الواقع احتمال حدوث أي من الأوضاع الثلاثة التالية⁽²⁾:

مجلس الخدمات المالية الإسلامية، متطلبات كفاية رأس المال للصكوك، والتصكيك، والاستثمارات العقارية، مرجع سابق، ص: 9-⁽¹⁾

المرجع السابق، ص: 4-5-⁽²⁾

الامام محمد محمود، تقنية الـ"بلوكشين" في قطاع المالية الإسلامية، 14/2/2019، على الرابط-

الشكل رقم (11): هياكل الإصدار الخاصة بعمليات التصكيك



المصدر: من اعداد الباحثة اعتمادا على: مجلس الخدمات المالية الإسلامية، متطلبات كفاية رأس المال للصكوك، والتصكيك، والاستثمارات العقارية، 2005، ص: 9.

احدى عشر: من حيث الشركة ذات الغرض الخاص: هناك عدة أشكال تنظيمية للشركة ذات الغرض الخاص في إطار عمليات التوريق التقليدي والتي قد تتخذ أحد الأشكال التالية:

- 1 - شركة ذات غرض وحيد «single purpose company»؛
- 2 - وحدات ائتمانية «Trust» ؛
- 3 - شركة ذات مسؤولية محدودة (LLCs) Limited Liability Company ؛
- 4 - أشكال خاصة: تبعا للقانون المطبق في كل دولة؛
- 5 - هيئات الاستثمار المهيكل (SIV) Structured Investment Vehicle «

- في عمليات التصكيك، توجد هناك ضوابط شرعية لقيام الشركات ذات الغرض الخاص ومن بينها: أن تكون الشركة ذات الغرض الخاص مستقلة ماليا وقانونيا عن الجهة المنشئة له وليست تابعة لها أو فرعا من فروعها، وذلك لضمان الشفافية ومراعاة مصالح المستثمرين،

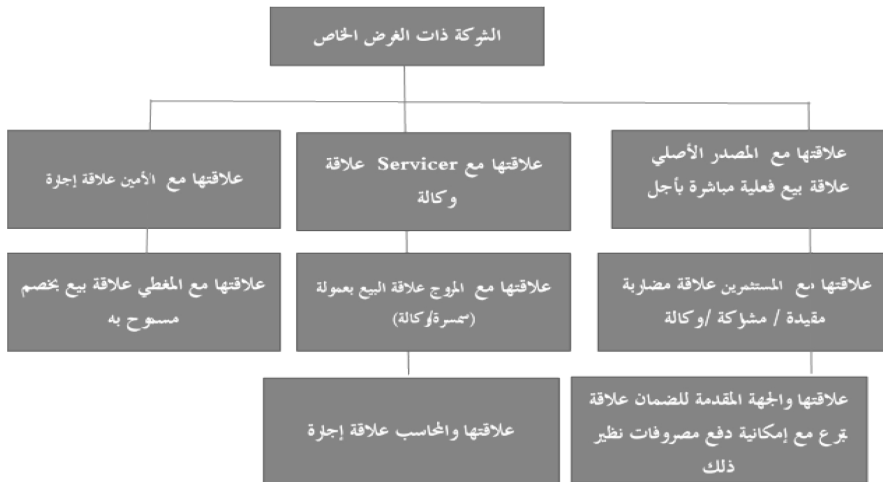
- قيام الشركة ذات الغرض الخاص بحماية حقوق المستثمرين فعليا، لأنه عند إنشائها يحدد مهامها وصلاحياتها بما يتفق مع مصالح الشركة البادئة التي قد تتعارض مع مصالح حملة الصكوك الذين ليس بإمكانهم التدخل بشكل مباشر في عمل هذه الشركة، حيث غالبا ما تبني العلاقة بينهم وبين الشركة ذات

الغرض الخاص على أساس عقد المضاربة؛

- لا يجوز شرعا الفصل والتمييز بين الشركة ذات الغرض الخاص والشركة البادئة من حيث تقديم مختلف أصناف الضمانات أو الكفالات المباشرة التي لا تجوز بين مدير الاستثمار والمستثمرين كضمان رأس المال أو الربح أو ضمان شراء الأصول المباعة إلى المستثمرين بالقيمة الاسمية لها، بل تعامل الشركة الأم وهذه الشركة الناشئة معاملة الطرف الواحد من هذا الاعتبار، نظرا للملكية الأولى للثانية ولا تعد إحداها طرفا ثالثا مستقلا؛

- أما الشركة ذات الغرض الخاص في عمليات التصكيك الإسلامي: لها علاقات خاصة مع كل متدخل في العملية، يمكن توضيحها من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم (12): علاقة الشركة ذات الغرض الخاص مع مختلف المتدخلين في عملية التصكيك الإسلامي



المصدر من إعداد الباحثة بالاعتماد على: فتح الرحمن علي محمد صالح، دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية، منتدى الصيرفة الإسلامية – بيروت – الجمهورية اللبنانية، 2008، ص:8.

المحور الثالث: عمليات التوريق والتصكيك في ظل التطور التكنولوجي

حققت الصكوك الإسلامية نجاحا كبيرا وتعد إحدى فئات الأصول الأسرع نموا في العالم، حيث فرضت وجودها بقوة كأداة تمويلية تحظى بإقبال متزايد خاصة خلال النصف الثاني من سنة 2020، لا سيّما على مستوى الحكومات التي باتت بحاجة ماسة إلى سد عجز ميزانياتها على خلفية تفشي جائحة كوفيد-19 في

جميع أنحاء العالم

في الوقت الحالي، أصبحت المؤسسات المالية الإسلامية تقوم بإصدار الصكوك وفقا لمفهوم جديد هو SukukChain وهي منصة تقوم بتشغيل رمز أمان قابل للبرمجة أو عقد ذكي يسمى (Sukuk Security Token SST)، تديره سلاسل الكتل Blockchain، مثل Ethereum.

تطور الأمر بعد ظهور العقود الذكية عام 2008 بظهور العملة الرقمية الافتراضية المعروفة باسم «البتكوين» ثم ظهرت البلوكتشين التي لم تتوقف عند حد العملة الرقمية كسابقها؛ بل أمكن استخدامها في جميع أنواع المعاملات التي تجري بين المنظمات وكذلك المؤسسات المالية الأساسية في كثير من دول العالم، أما مسمى العقود الذكية فقد ظهر لأول مرة عام 2013. وتعتبر الجيل الثاني من البلوكتشين وتسمى إثريوم، والعقود الذكية هي عقود ذاتية التنفيذ حيث تكتب شروط الاتفاق بين البائع والمشتري على شيفرات خاصة بها وتوجد هذه الشيفرات والاتفاقات على شبكة بلوكتشين لا مركزية.

ثم تطورت العقود الذكية بظهور ما يسمى Proof of Stake وهذا الجيل من البلوكتشين محمي بدليل الملكية وهو الذي تتخذ القرارات بواسطته لامتلاكه أكبر قدرة حاسوبية تسمى Miners

أولاً: سلوك الصكوك ومبدأ العقود الذكية: بدأت تطبيقات فكرة الصكوك الذكية على بلوك تشين من قبل «ماثيو جوزيف مارتين»، المؤسس والرئيس التنفيذي لشركة Blossom Finance اندونيسيا⁽²⁾. أظهر تطور العقود الذكية تحسناً كبيراً في عصر تطوير تقنية البلوكتشين، على سبيل المثال قدمت Ethereum حزمًا من المعايير مثل ETH20 و ETH77 و ETH1400 و ETH1410. هذه المعايير ليست قابلة للبرمجة فحسب، بل يمكنها أيضاً اتباع القواعد واللوائح الديناميكية من مختلف الولايات القضائية وتكييفها.

العقد الذكي، بروتوكول مانع للتلاعب وذاتي التنفيذ على البلوكتشين، يتحكم على الفور في تحويل العملات الرقمية أو الأصول الرقمية بين أطراف مختلفة في ظل ظروف محددة. لا يقتصر العقد الذكي على تحديد القواعد والعقوبات المتعلقة بالاتفاقية فحسب، بل يمكن أن يوفر أيضاً مبدأ التشغيل الآلي لتنفيذ تلك الالتزامات. أدت التحسينات الأخيرة على العقود الذكية إلى إدخال سلسلة من امتثال رموز

(1) - رمضان عبد الله الصاوي، العقود الذكية وأحكامها في الفقه الإسلامي، 23/4/2020، على الرابط: <https://www.aliqtisadalislami.net/d>

(2) - أول آدم سعد، الصكوك الذكية الخضراء وأهميتها في التنمية المستدامة باستخدام تقنية بلوك تشين، مؤتمر وجائزة المؤسسات المالية والمصارف الإسلامية الخامس لعام 2020، ص: 77

الأمان والرموز القابلة للتبديل وأنظمة إدارة المستندات وعمليات رمز التحكم، مثل ERC 1400 و ERC 1410. تندرج أيضًا ضمن فئة معايير العقد الذكية في إيثيريوم⁽¹⁾.

ثانيا: العلاقة بين الصكوك والعقد الذكي

هناك علاقة دائمة بين العقود الذكية وشهادات الصكوك. كلاهما يمثلان قيمة الأصل في سوق رأس المال الحالي وهما قابلان للتطبيق كأداة تمويل. قد يشير تمثيل هذه القيمة للأصل في العالم الاقتصادي الحقيقي إلى عائد ضخم في السوق الحالية. ومع ذلك، هناك بعض المخاوف والتساؤلات، على سبيل المثال هل من الممكن رقمنة قيمة شهادات الصكوك من خلال استخدام تقنية البلوكشين؟ كيف يمكن أن تكون العقود الذكية مفيدة لأداة الصكوك؟ هل هناك أي طريقة منظمة لإنشاء معيار التمويل الإسلامي؟ للإجابة على هذه الأسئلة، يجب أن يكون هناك فهم واضح لمبدأ التكنولوجيا الجديد «هيكل البلوكشين» والأساليب التي يجب اتباعها لتنفيذ مبدأ الصكوك باستخدام العقود الذكية.

سيتم تقديم معايير العقود الذكية ومقارنتها بمفهوم الصكوك الحالي للتمويل الجماعي. لذلك، سيتم تقديم نهج جديد باستخدام مبدأ رمز الأمان كمكون للأصول الرقمية لرقمنة سوق الأصول بالكامل. من الناحية المثالية، فإن التحول نحو الاقتصاد الرقمي من شأنه أن يبدأ تحديًا كبيرًا في صناعة التمويل الإسلامي، خاصة عندما نتحدث عن أداة تمويلية كالصكوك.

في الواقع، للصكوك مجموعة متنوعة من العقود الشرعية على سبيل المثال المضاربة والمشاركة والإجارة والمرابحة... الخ قطاع المالية الإسلامية وفي إطار مواكبة الابتكارات الحديثة سيستفيد من تقنية البلوكشين خاصة في مجال السوق الصكوك والعقود الذكية.

وكالة S&P العالمية المتخصصة في التصنيف الائتماني أصدرت تقريراً عن أهمية إدخال منظومة بلوكشين في العقود الذكية وخلص التقرير إلى أن بلوكشين يمكن أن تسهم في تطوير قطاع الصكوك العالمي ودفعه إلى مزيد من الازدهار والنمو. وأشار التقرير إلى أن تبني منظومة بلوكشين سيزيد من الشفافية فيما يتعلق بالتدفقات النقدية والأصول الأساسية⁽²⁾.

(1) Farhang Maghdeed, sukuk security token, 16/7/2020, <https://medium.com/@farhang.maghdeed/sukuk-security-token-sst-9b1708b7e703>

(2) -الامام محمد محمود، تقنية الـ «بلوكشين» في قطاع المالية الإسلامية، 14/2/2019، على الرابط: <https://islamonline.net/28705>

تعمل الصكوك الذكية من خلال العملة المشفرة المعروفة بـ Ethereum Blockchain وذلك من خلال ما يعرف بالعقود الذكية، حيث تقوم هذه العقود على مجموعة من القواعد المشفرة التي ترتبط بمنظومة إلكترونية متطورة تقوم هذه المنظومة تلقائيا بعد تلقها الأوامر بتطبيق بنود العقد فيما يتعلق بالمدفوعات وتحويل الملكية.

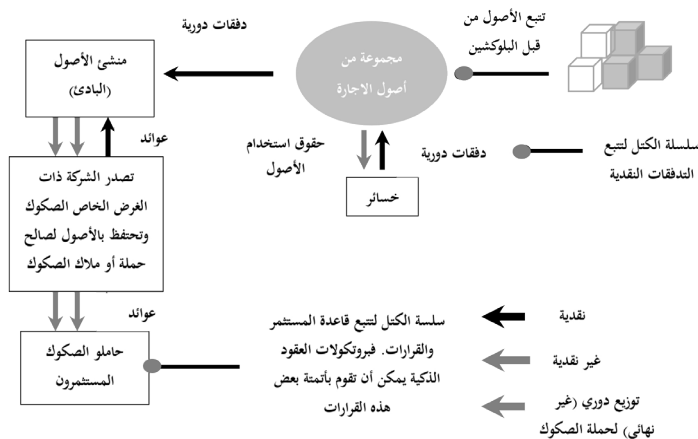
الجدول رقم (2): ماضي ومستقبل الصكوك الإسلامية

المستقبل	الماضي
تبنى التكنولوجيا الناشئة	نهج متحفظ لاعتماد التقنيات الجديدة
مرونة وحركية مميزة	فجوة المرونة والحركية
تتبنى العملات المشفرة	قائمة على عملات تقليدية
التحول إلى التكنولوجيا المالية والاستعانة بمصادر خارجية للوظائف غير الأساسية	كل شيء يتم يدويا، عدد كبير من الموظفين ورأس المال والموارد
المشاركة الاستباقية في وضع اللوائح التنظيمية للمنتجات الجديدة المهارات تركز على انطلاقة في التكنولوجيا	الامتثال للوائح القائمة

Source: HLC smart sukuk platform, islamic asset tokenization is the future of islamic finance, p: 8

يوضح الشكل الموالي التجانس والتوافق الموجود بين الصكوك وتبني تقنية البلوكشين:

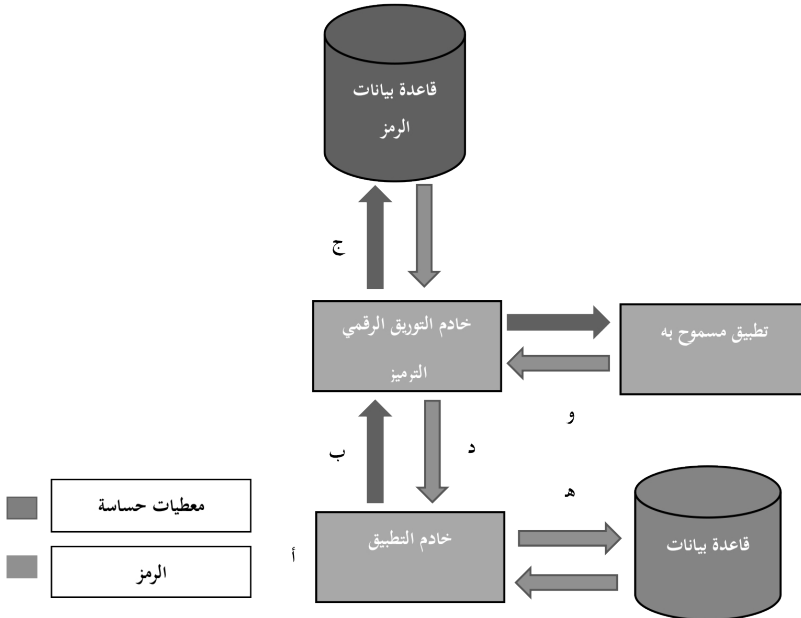
الشكل رقم (13): التجانس بين الصكوك وتقنية البلوكشين (صكوك الاجارة مثالا)



Source: Islamic Finance Outlook, 2020 Edition, S&P Global Rating, p: 18.

- ثالثاً: عرفت عمليات التوريق من جهتها تغيراً جذرياً بسبب استخدام تقنية البلوكشين، فتحوّلت من عمليات التوريق titrisation إلى عمليات الترميز Tokenisation يُعرف مصطلح «التوريق الرقمي»، المعروف عموماً باسم «الترميز» Tokenisation، إلى إنشاء التمثيل الرقمي للأصل (يسمى token) على واحدة أو أكثر من تقنيات دفتر الأستاذ الموزع أو البلوكشين.
- كيف يعمل الترميز: هناك ثلاث مراحل على النحو التالي:
- 1 - الخطوة الأولى: «نقل» الأصول الحقيقية أو الرقمية إلى البلوكشين، أي العقود الذكية مكتوبة لتمثيل حقوق الملكية وشروط تطبيقها؛
 - 2 - الخطوة الثانية: يتم إنشاء الرموز لتمثيل وسائل ومقدار الملكية أو الفائدة في هذه الأصول؛
 - 3 - الخطوة الثالثة: يمكن شراء وبيع الرموز عند تداول العملات الرمزية. تسمح الرموز للأشخاص بامتلاك الأصول والأدوات المالية التي لم تكن متاحة لهم من قبل واستثمارها والاتجار بها.

الشكل رقم (14): البنية الأساسية لعملية الترميز



Source: Mogull, Lane (2020), Understanding and Selecting a Tokenization Solution, Securosis, L.L.C, p: 9

- أ- يقوم التطبيق بجمع أو إنشاء بيانات حساسة؛
- ب- يتم إرسال البيانات على الفور إلى خادم الترميز - لا يتم تخزينها محليا؛
- ج- يُنشئ خادم الترميز الرمز العشوائي أو شبه العشوائي. يتم تخزين القيمة الحساسة والرمز في قاعدة بيانات مقيدة وآمنة للغاية (مشفرة عادة)؛
- د- يرسل خادم الترميز الرمز مرة أخرى إلى التطبيق؛
- هـ- يخزن التطبيق الرمز بدلا من القيمة الأصلية. يتم استخدام الرمز لمعظم المعاملات مع التطبيق؛
- و- عندما تكون هناك حاجة إلى قيمة حساسة، يمكن أن يطلبها تطبيق أو مستخدم مفوض. لا يتم تخزين القيمة مطلقا في قواعد البيانات المحلية، وفي معظم الحالات يكون الوصول إليها محدودا للغاية. هذا يحد بشكل كبير من التعرض المحتمل.

الخاتمة:

- من خلال هذه الورقة البحثية تم التوصل إلى النتائج التالية:
- تخضع الصكوك عبر مراحل إصدارها إلى رقابة شرعية من قبل هيئات الرقابة الشرعية المختصة؛
 - على الرغم من وجود تشابه كبير بين هندسة التوريد من ناحية وهيكلية إصدار الصكوك الإسلامية من ناحية أخرى، إلا أنه توجد فروقات أساسية بين هذين المفهومين؛
 - تنوع وتعدد هياكل إصدار الصكوك الإسلامية من شأنه أن يوفر حولا متنوعة للمصارف الإسلامية الراغبة في الاستفادة من عمليات التصكيك؛
 - تحتاج الجهة المصدرة لهذه الصكوك والقائمة على شؤونها، وكذلك أصحاب الصكوك إلى دليل محاسبي يوضح الأسس والمعالجات المحاسبية لإصدار وتداول هذه الصكوك، وقياس توزيع عوائدها، وكذلك الإفصاح عن هذه المعاملات في القوائم والتقارير المالية والمنشورة لتقديم المعلومات المحاسبية التي تدعم القدرات الاستثمارية؛
 - لقد أجازت مجامع الفقه الإسلامية صكوك الاستثمار الإسلامية ووضعت لها مجموعة من الضوابط الشرعية التي تحكم إصدارها وتداولها، كما استنبط فقهاء المؤسسات المالية الإسلامية معايير قياس عوائدها (أرباحها) التشغيلية والرأسمالية وكيفية توزيع تلك العوائد بين أصحاب هذه الصكوك (المشاركين) وبين الشركة المصدرة لها (المضارب) وبين أي جهة أخرى قد تكون ساهمت في عمليات إصدار الصكوك وتداولها من حيث الترويج والتسويق وتقديم الضمانات...الخ.

تحتاج مؤسسات المالية الإسلامية إلى مواكبة التطورات التكنولوجية المتسارعة التي تشهدها أسواق المال العالمية وذلك من عبر تطوير أساليبها وتبنيها للابتكارات الجديدة، إن قدرة هذه المؤسسات على التنافس القوي والايجابي مع البنوك والمؤسسات الربوية يحتم عليها إيجاد حلول جديدة لكل ما يواجهه المالية الإسلامية من تحديات وخاصة في المجال التكنولوجي، يعتبر الابتكار المالي والتكنولوجي والذي مس الصناعة المالية الإسلامية من أهم مواضيع الساعة وتعد الصكوك الذكية عبر تقنية البلوكشين أهم حدث شهدته صناعة الصكوك العالمية.

مقترحات الدراسة:

- ضرورة الاهتمام بالتطوير والابتكار سواء في عمليات التوريق أو التصكيك؛
- محاولة الاستفادة من التطورات الحاصلة في الميدان التكنولوجي في ظل مبادئ الثورة الصناعية الرابعة، سواء للصناعة المصرفية التقليدية أو الإسلامية؛
- الاستفادة من الدروس المستوحاة من أزمة كوفيد 19، والتي شهدت خلالها عمليات التوريق انخفاضا وعمليات التصكيك ارتفاعا؛
- ضرورة مواكبة الجزائر لكل التطورات الحاصلة سواء في صناعة التوريق التقليدي أو عمليات التصكيك الإسلامي.