

تقييم عوائد صكوك المضاربة كأحد الادوات المالية الاسلامية بحث تحليلي لعينة من المصارف الاسلامية المدرجة في بورصة لندن

م.م.احمد جواد حسن**

أ.د.حيدر نعمة غالي*

المستخلص

تستند عملية تقييم عوائد صكوك المضاربة الى المبدأ الاساس في المعاملات المالية الاسلامية "الغنم بالغرم" او المشاركة بالارباح والخسائر لاتخاذ القرارات الاستثمارية والتمويلية، وقد شغل هذا الموضوع حيزا واسعا من العلوم المالية والمصرفية الاسلامية بسبب الاعتماد على اسعار الفائدة كمؤشر في تحديد عوائد الصكوك، الامر الذي ادى الى ارباك المتعاملين بالادوات المالية الاسلامية عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية والتمويلية كون اسعار الفائدة غير متوافقة مع الشريعة الاسلامية فضلا عن ذلك فان الاستثمار في صكوك المضاربة لا يحقق هدفه الاساس في تحقيق المبادلة بين العائد والمخاطرة التي ترتبط بأداء وقيمة ما تمثله من موجودات. وهدف البحث الى تقييم عوائد صكوك المضاربة وفقا للمفهوم النظري الصحيح لها الذي لا يعتمد على اسعار الفائدة ويكون متوافقا مع الشريعة الاسلامية. ولتحقيق هدف البحث تم اختيار المصارف التي لديها اصدارات صكوك مضاربة في بورصة لندن (اكبر بورصة في اصدار الصكوك في العالم) والتي بلغ عددها ثلاثة مصارف وبواقع ثلاثة اصدارات كمجال للدراسة للمدة (2012-2015). وتوصل البحث الى مجموعة من الاستنتاجات والتوصيات أبرزها ان الفروقات بين العوائد الفعلية المتحققة على الصكوك والعوائد المدفوعة للمستثمرين يمكن ان تقلل من ثقة المستثمرين بهذه الاداة، وينبغي أن يستند العائد الفعلي للصكوك على الأداء الفعلي للموجودات الضمنية وليس على اسعار الفائدة لتكون متوافقة مع الشريعة الاسلامية.

Evaluation of mudarabah Sukuk returns as One of the Islamic Financial Instruments An Analytical Research for Sample of Islamic banks listed in London Stock Exchange

Abstract

The process of evaluating mudarabah Sukuk returns based on the basic principle in the Islamic financial transactions, "al-ghunm bil ghurm" or profit and loss-sharing in order to make the investment and financing decisions. This subject has occupied ample space of Islamic financial and banking sciences because adoption of interest rates as an indicator in determining the returns of sukuk, causing it to stagger the dealers with the Islamic financial Instruments, when making investment and financing decisions, since the interest is not compatible in the Islamic law. Moreover, investment in mudarabah sukuk does not achieve its goal in achieving basic trade-off between return and risk associated with the performance and the value of what it stands for assets. The research aimed to provide a proposed sample for evaluating return of mudarabah Sukuk in accordance with the right theoretical concept which does not depend on interest rates and be compatible with Islamic law. To achieve the objective of the research, the banks that have issuance of mudarabah sukuk in the London Stock Exchange has been selected (the biggest stocks in the issuance of sukuk in the world), which numbered three banks and by three issue as an area of research for the period (2012-2015).

The research came to a set of conclusions and recommendations, notably to the differences between the actual returns achieved on the sukuk and the returns paid to the investors can reduce investor confidence in this sukuk ,and the sukuk return should be

based on the actual performance of underlying assets does not depend on interest rates and be compatible with Islamic law.

المبحث الأول منهجية البحث

أولاً: مشكلة البحث

تعد عملية تقييم عوائد الصكوك إحدى المواضيع المهمة والتي أخذت حيزاً واسعاً في المجال المالي والمصرفي الإسلامي وتشكل بحد ذاتها إحدى المشاكل النظرية والمعرفية الأساسية في الاستثمار والتمويل بالأدوات المالية الإسلامية، وتشكل أسعار الفائدة حجر الزاوية في هذه المشكلة بسبب اعتمادها كمؤشر في تحديد عوائد الصكوك في الواقع العملي. وقد ولد ذلك خلافاً معرفياً وتطبيقياً وفجوة بين الواقع العملي لتقييم عوائد الصكوك وبين الإطار النظري، ونتيجة لذلك تواجه الصناعة المالية الإسلامية العديد من الانتقادات لاعتمادها على أسعار الفائدة في تحديد عوائد الأدوات المالية الإسلامية الصكوك وهذا يجعل من العائد على هذه الأدوات غير متوافق مع الشريعة الإسلامية ويؤدي إلى إرباك المتعاملين بالأدوات المالية الإسلامية عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية والتمويلية كون الفائدة غير متوافقة مع إطار الشريعة الإسلامية فضلاً عن ذلك فإن الاستثمار في الصكوك ولا سيما صكوك المضاربة لا تحقق هدفها الأساس في تحقيق المبادلة بين العائد والمخاطرة التي ترتبط بأداء وقيمة ما تمثله من موجودات وهذا ما يجعل العائد على الأدوات متوافق مع الشريعة الإسلامية، على أساس تحمل المستثمر بالأداة كافة المخاطرة التي قد تلحق بهذه الموجودات أي أن استحقاق الربح يكون بمقدار الاستعداد لتحمل المخاطرة على أساس مبدأ الغنم بالغرم أو المشاركة بالأرباح والخسائر.

ثانياً: أهمية البحث

تبرز أهمية البحث من تناولها لأحد المجالات الأساسية في النظرية المالية الإسلامية والذي يرتبط بتقييم عوائد الصكوك وفق المفهوم النظري الصحيح لها استناداً لمبدأ الغنم بالغرم والذي أصبح محط اهتمام الباحثين في ظل تزايد الاستثمارات في الصكوك في الأسواق والمؤسسات المالية.

ثالثاً: أهداف البحث

يمكن إيجاز أهداف البحث بالآتي:

- التعرف على كيفية تحديد عوائد صكوك المضاربة في الواقع العملي.
- التعرف على كيفية تحديد عوائد صكوك المضاربة على وفق المفهوم النظري الصحيح.
- تحديد الاختلافات بين عوائد صكوك المضاربة في الواقع العملي وعوائد الصكوك وفق المفهوم النظري الصحيح.

رابعاً: فرضيات البحث

الفرضية الرئيسة للبحث: (تختلف العوائد الفعلية المتحققة على صكوك المضاربة عن العوائد المدفوعة للمستثمرين فيها).

خامساً: مجال البحث ومدته

لغرض تحقيق أهداف البحث تم اختيار المصارف التي لديها إصدارات صكوك مضاربة في بورصة لندن (أكبر بورصة في إصدار الصكوك في العالم) والتي بلغ عددها ثلاثة مصارف وهي مصرف أبوظبي الإسلامي (ADIB) ومصرف دبي الإسلامي (DIB) ومصرف أبوظبي التجاري (ADCB) وبواقع ثلاثة إصدارات كمجال للدراسة.

وقد تم التعبير عن مجال البحث بمشاهدات فصلية (ربع سنوية) كون توزيعات الأرباح للصكوك ربع سنوية، وللمدة من عام (2012) إلى نهاية عام (2015) بواقع (16) مشاهدة وذلك بسبب النمو الكبير لإصدارات الصكوك خلال هذه المدة.

سادساً: المؤشرات المالية المستخدمة

اعتمد البحث على قياس العائد على الموجودات (الاستثمارات) الفصلية للصكوك لمصارف عينة البحث وحسب المعادلة الآتية:

$$ROA = \frac{Ni}{TA}$$

ROA : العائد على الموجودات

Ni : صافي الدخل

TA : إجمالي الموجودات

المبحث الثاني
اساسيات الصكوك

Sukuk Fundamentals

Sukuk Concept and Characteristics

اولاً: مفهوم الصكوك وخصائصها

تعد الصكوك من المفاهيم المهمة والحديثة في الحقل المالي والمصرفي وهي عبارة عن ورقة مالية قابلة للتداول تستخدمها الحكومات والمؤسسات المالية والشركات للحصول على التمويل المتوافق مع المبادئ التجارية الإسلامية أو السيولة (Ashhari, et, al, 2009:106). وهي بديل مناسب وتنافسي عن الأوراق المالية التقليدية في الأسواق المالية كونها متوافقة مع احكام الشريعة الإسلامية ومن المنتجات المالية الإسلامية الرئيسية المتاحة للمستثمرين الذين يرغبون الاستثمار فيها والتي تحقق ارباح مجزية لهم. وتتميز الصكوك بخصائص لا تتوفر في سواها من الأوراق المالية، وبأنواع مختلفة مبنية بالأساس على الأدوات أو العقود المالية الإسلامية التقليدية اذ يصنفها بعض الكتاب والباحثين ضمن الأدوات المالية المشتقة كونها تشتق قيمتها من قيمة موجود ضمني (Underlying Asset) (Hassan, et, al, 2013:262).

والصكوك هي جمع كلمة صك و اصل الكلمة هو فارسي معرب اصله (چك) وهو الكتاب الذي يكتب في المعاملات او كما يطلق عليه بالشهادة المالية (Abdullah, 2011:669)، اما في الاصطلاح فقد قدم الكثير من الكتاب والباحثين والهيئات والمنظمات التنظيمية والرقابية الدولية في مجال الصناعة المالية الإسلامية تعاريف مختلفة للصكوك واجمع غالبيتهم على ان الصكوك هي "شهادات او وثائق مالية متوافقة مع الشريعة الإسلامية تمثل حقوق ملكية او مشاركة مدعومة او مستندة إلى موجودات" (Ross, et, al, 2015:223) (IFSB, 2015:1) (IIFM, 2010:1) (AAOIFI, 2010:238) (Taskik) او كما يسميها البعض التسديد او التوريق الإسلامي (Islamic Securitization) من خلال تحويل الموجودات الى أوراق مالية يتم عرضها على الجمهور للاكتتاب عبر شركة مالية متخصصة او ما تسمى بالهيئة ذات الغرض الخاص² (SPV) اختصاراً لـ (Special Purpose Vehicle) (Khan & Porzio, 2010:34). وتتشابه عملية التصكيك في آلية عملها بعملية التسديد التقليدي الا انها تختلف عنها في مضمونها والمبادئ التي تستند عليها من حيث طبيعة الموجود الضمني، وحقوق والتزامات حملة الصكوك، وتحديد قيمة الاصدار وعوائده، وقابليتها للتداول، وكيفية تحويل الموجودات الى (SPV) واطفاء الأوراق المالية في تاريخ الاستحقاق. كما يختلف التصكيك عن التسديد المركب الذي تتولاه المصارف غير الإسلامية الذي يسمح بالرهن للموجود الضمني لأكثر من مرة وتوليد هرم استثماري مصطنع القيمة مولد لفقاعات المضاربة السريعة. اما صكوك المضاربة فهي شهادات او وثائق متساوية القيمة تمثل مشاريع أو أنشطة تدار على أساس المضاربة بتعيين مضارب من الشركاء او غيرهم لادارتها. (AAOIFI, 2010:243) وللصكوك مجموعة من الخصائص بصورة عامة، بعضها تشترك فيها مع غيرها من الأدوات المالية التقليدية (غير الإسلامية)، وأخرى خاصة تمتاز بها عن الأدوات المالية الأخرى، وهي (AAOIFI, 2010:240) (Hassan, et, al, 2013:272) (Lahsasna & Idris, 2008:7).

1. **متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية:** يجب أن يكون إصدار وتداول الصكوك متوافق مع احكام الشريعة الإسلامية، ذلك يعني خلو تعاملاتها من الربا، أي ان نشاطها جائز من الناحية الشرعية، ولا تتعامل وفق عوائد مبنية على معدل الفائدة. ويجب استثمار رؤوس الأموال المجمعة من حصيلة الاكتتاب في هذه الصكوك في إنشاء مشاريع استثمارية متوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية، وان لم يتحقق ذلك فلا يجوز إصدارها ولا تداولها ولا تحصيل الأرباح المحققة منها. وتوجد في الأسواق والمؤسسات المالية الإسلامية لجنة استشارية شرعية دائمة تعمل على ضمان توافق المنتجات والمشاريع المالية مع احكام الشريعة الإسلامية.
2. **تصدر وفق عقد شرعي:** تصدر الصكوك الإسلامية وفق عقد شرعي حسب صيغ العقود أو الأدوات المالية الإسلامية، فكل صيغة يقابلها نوع من الصكوك وتختلف أنواع الصكوك باختلاف العقد أو الصيغة المالية، وتحكمها أحكام وضوابط متعلقة بتلك الصيغة أو العقد، كالمضاربة في هذا البحث.
3. **شهادات تمثل حقوق والتزامات لحاملها:** الصكوك هي شهادات او وثائق متساوية القيمة تثبت حقوق والتزامات مصلحة أو ملكية مشتركة لحاملها في الموجودات الضمنية، وكذلك حصة في أي ربح. وتصدر الصكوك بفئات

1 عملية تحويل الموجودات الى أوراق مالية قابلة للتداول في الأسواق المالية مقابل ما يعادله من نقد. (Hassan, et, al, 2013:92).

السابق. وهي المعنى نفس وتحمل، (Special Purpose Entity) اختصاراً (SPE) باسم تعرف أمريكا في 2 لابوان الكاريبي وجزيرة في كايمان كجزر الضرائب من المعفية المناطق في غالباً تنشأ خاصة، ذات طبيعة شركة تسميتها سبب يفسر معين، وهذا لغرض تأسيسها ويتم محدودة، مسؤولية ولها ماليزيا؛ في

متساوية القيمة محددة ومسجلة عليها ، لأنها تمثل حصصاً شائعة في الموجود الضمني ، وذلك لتسهيل شراء وتداول هذه الصكوك . وان ما يترتب على مبدأ تساوي قيمة الصكوك ، هو المساواة في الحقوق التي يمنحها الصك ، كالتساوي في الأرباح الموزعة والتساوي في الالتزامات التي يترتبها الصك على حامله .

4. لها قيمة اسمية محددة ، يحددها القانون ، أو نشرة الإصدار أو مكتوبة في الصك ، مع تحديد العائد بنسبة شائعة من الربح يتم اتفاق الأطراف عليها .

5. عدم قابليتها للتجزئة: عدم قابلية الصك للتجزئة تعني عدم جواز تعدد ملاك الصك في مواجهة المصدر ، وعليه فإن اشتراك اثنين أو أكثر في صك واحد نتيجة لارث أو هبة أو وصية لا يسري في مواجهة المصدر على الرغم من صحته ، لذلك فإنه يحتمل على ملاك الصك أن ينتخبوا أحدهم كي يمثلهم أمام الجهات الرسمية ، ويتولى الحقوق المتصلة بالصك تجاه المصدر ، ويعد هذا الشخص المالك الوحيد للصك أمام المصدر .

6. حصة شائعة في الموجود الضمني لحاملها: كشرط إلزامي يجب أن يكون لحملة الصكوك مصلحة أو ملكية كحصة شائعة في الموجود الضمني المتاح للاستثمار وهذا الالتزام يجب أن لا يكون مجرد لتلبية متطلبات الشريعة الإسلامية أي شكلياً بل يجب أن يثبت بشكل حقيقي وأن يكون لحملة الصكوك مصلحة أو ملكية في الموجودات . وتمثل الصكوك قيمة الموجودات وكل صك يمثل حصة حامله في هذه الموجودات .

7. قابليتها للتداول: الصكوك قابلة للتداول من حيث المبدأ ما لم يوجد ضابط يحد من ذلك أو يمنعها وان تداولها يخضع لشروط تداول ما تمثله . وتعد هذه الخاصية من أهم خصائص الصكوك إذ أنها تعطي الصك مرونة كبيرة في أسواق الأوراق المالية ، لأنها تتيح لمالكة حرية التنازل عنه لغيره ، وسهولة تسيله دون الحاجة للحصول على قبول أو موافقة من المصدر . ويجب أن يكون تداول الصكوك وفقاً لشروط العقد ، التي تحدد حقوق حامله ، فإذا لم يحدد العقد حق التداول لحامل الصك فإن الصكوك تكون غير قابلة للتداول . وتعد صكوك المضاربة من الصكوك القابلة للتداول .

8. المشاركة في الغنم (الربح) والغرم (الخسارة): تستند الصكوك الإسلامية إلى مفهوم الشراكة في القانون التجاري الإسلامي تبعاً للمبدأ الإسلامي "الغنم بالغرم" إذ يتشارك حملة الصكوك بالأرباح و يتحملون مخاطر الاستثمار كاملة في حال تعرض المشروع للخسارة حسب حصة كل منهم في ملكية الموجود أو المشروع الضمني وحسب ما نصت عليه نشرة الإصدار وليس على قيمة محددة مسبقاً وإلا كانت شبيهة بالسندات التقليدية .

9. أداة مالية مشتقة: يصنف بعض الكتاب والباحثين الصكوك على أنها أداة من أدوات الهندسة المالية أو المشتقات لأنها تشتق قيمتها من قيمة مرجعية (موجود ضمني) وهي مجموعة الموجودات التي تدعم أو تسند الأصدار أي أن هذه الأداة لا تمتلك قيمة فعلية بحد ذاتها وإنما تستند هذه القيمة أساساً من قيمة الموجودات الضمنية التي يتم التعاقد عليها .

10. لها تاريخ استحقاق: للصكوك تاريخ استحقاق محدد يكون بحسب طبيعة العقد الذي تصدر الصكوك على أساسه والذي يتم تمويل مشروع أو نشاط معين بحصيلته ويتم تحديد تاريخ استحقاق الصك حسب مدة المشروع أو النشاط ، إذ تستحق الصكوك بانتهاء المشروع أو النشاط وتختلف مدة استحقاق الصكوك حسب نوع الصك وباختلاف المشروع أو النشاط الممول بحصيلة الصكوك . وهناك صكوك قصيرة ومتوسطة وطويلة الأمد وهناك صكوك لا تحمل تاريخ استحقاق أي دائمية . ويحق لمصدر الصك استدعاء الصك قبل تاريخ الاستحقاق في بعض أنواعها .

11. تعد الصكوك بالنسبة للجهة المصدرة لها على أنها أداة تمويل تتعلق بفقرات خارج الميزانية العمومية (Off-Balance Sheet) فحامل الصك ممول للمؤسسة المالية بحسب الموجود المصكك ، وهي جزء من الالتزامات الطارئة (Contingencies-Commitments) للجهة المصدرة لها ، إذ أنها لا تظهر ضمن فقرات الميزانية للجهات المصدرة لها على الرغم من أنها تشكل جزءاً مهماً من التزاماتها وهي وسيلة جيدة لإدارة المخاطر الائتمانية والحد منها ، بالنسبة للشركات والمؤسسات المالية (Kammer, et, al, 2015: 10) .

وبعد استعراض مفاهيم وخصائص الصكوك كورقة مالية قابلة للتداول يمكن مقارنتها مع الأسهم والسندات على وفق الخصائص الآتية :

جدول (1)

مقارنة بين الصكوك والأسهم والسندات

ت	الخاصية	الصكوك	الأسهم	السندات
1	طبيعة الأداة	حصة ملكية غير مجزئة (شائعة) في الموجودات الضمنية	حصة ملكية في الشركة	دين على المصدر
2	التوافق مع الشريعة الإسلامية	متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية	حسب نوع النشاط	غير متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية
2	مصدر العائد	العائد على استثمار الموجودات	العائد على استثمار الموجودات	سعر الفائدة
3	قابلية التداول	يعتمد على طبيعة الموجودات الضمنية	قابلة للتداول	قابلة للتداول
4	درجة المخاطرة	يعتمد على طبيعة الموجودات	عالية	حسب نوع السند
5	الاستحقاق	لها تاريخ استحقاق وبعض أنواعها ليس لها تاريخ استحقاق	ليس لها تاريخ استحقاق	لها تاريخ استحقاق
6	العلاقة التعاقدية	مشاركة	مشاركة	دائن ومدين

7	المبلغ الأصلي والعائد	الجهة المصدرة لا تضمن العوائد ورأس المال إنما يعتمد ذلك على حصيلة المشروع أو النشاط باستثناء حالات التقصير و التعدي	الجهة المصدرة لا تضمن العوائد ورأس المال إنما يعتمد ذلك على وضع الشركة وقدرتها الإيرادية والفرص الاستثمارية	تلتزم الجهة المصدر بإعادة الفوائد والقيمة الاسمية للسند في تاريخ الاستحقاق
8	قيمة الإصدار	تستند قيمة الإصدارات على القيمة السوقية للموجود الضمني	تتحدد وفق قانون الشركات	تستند قيمة الإصدارات على الجدارة الائتمانية للمصدر

من اعداد الباحث بالتعويل على

(Jallad,2015:1767) (Yunita,2015:59) (Afshar,2013:50)
(Shahida & Sapiyi,2013:560-561) (Ariff, et , al , 2012 :17)

ثانيا: تقييم التدفقات النقدية لصكوك المضاربة وتوقيتها

تقييم التدفقات النقدية لصكوك المضاربة وتوقيتها في الواقع العملي

أ. في الواقع العملي يتم تحديد التدفقات النقدية للصكوك سواء أكانت خاصة أم عامة أو هجينة بصورة مشابهة للسندات ولذلك يطلق عليها البعض السندات الإسلامية، وتعد من الأوراق المالية التي يسهل تقييمها لامكانية تقدير التدفقات النقدية الناتجة عنها بدقة كاملة. وتتألف التدفقات النقدية للصكوك من العوائد الدورية والقيمة الاسمية للصك (كلاهما معروف القيمة وتأريخ الدفع مسبقا وبالتحديد) إذ يتم ضمان القيمة الاسمية لحامل الصك في الصكوك القابلة للتداول وغير القابلة للتداول. ويتم تحديد العوائد الدورية للصكوك على وفق سعر الفائدة الثابت سواء أكان سنوياً أم نصف سنوي أو فصلياً، أو سعر الفائدة العائم وهو الذي يرتبط بسعر الفائدة في السوق النقدي مثل سعر الفائدة المعروض على القروض بين المصارف اللندنية (Libor) (London Interbank Offer Rate) لسنة أو ثلاثة أشهر، إذ يتم دفع أرباح الصكوك وفقاً لهذا المعدل سواء كان نصف سنوياً أم فصلياً، ويدفع مصدر الصك لحملة الصكوك ما يساوي معدل الفائدة النقدي في السوق وفقاً لـ (Libor) زائداً نسبة علاوة محددة مسبقاً وثابتة ليعوض عن الفرق في المخاطرة (Amine,2008:8). كما يتم استخدام أسعار الفائدة المشابهة لـ (Libor) أيضاً في تحديد العوائد الدورية للصكوك والتي تستخدمها أغلب الدول في العالم كمؤشر لتسعير فائدة القروض المتبادلة بين مصارفها، إذ نجد أن الحروف الهجائية الأربعة الأخيرة لمصطلح ليبور أي (يبور ibor) استخدمت في تسمية هذه المعدلات، مثلاً: (Sibor) وهذه التسمية لمعدل الفائدة تشترك فيه أكثر من دولة، منها معدلات الفائدة المستخدمة بين البنوك في سنغافورة، والمتبع على نطاق واسع في شرق آسيا، كما يرمز في الوقت نفسه لمعدل الإقراض المستخدم بين المصارف السعودية، ونجد في مصر يطلق عليه (Caibor)، وفي الكويت (Kibor) وفي أمستردام (Aibor)، وفي الإمارات المتحدة (Eibor)، وفي زيورخ (Zibor)، وهكذا (Jabeen & Tariq,2007:411).

تقييم التدفقات النقدية لصكوك المضاربة وتوقيتها وفق المفهوم النظري الصحيح لها

ب. يتألف التدفق النقدي في صكوك المضاربة وفق المفهوم النظري الصحيح لها باعتبارها أداة ملكية من العوائد الاعتيادية والمكاسب الراسمالية، إذ تتبع العوائد الاعتيادية وتوقيتها في صكوك المضاربة، العقود المالية أو الموجودات الضمنية التي تشتق منها سواء أكانت العقود عامة أم هجينة والتي يحصل عليها المستثمر خلال مدة الاحتفاظ بالصك وهذا ما يجعل العائد على الصكوك مشروعا على أساس تحمل حامل الصك كافة المخاطرة التي قد تلحق بهذه الموجودات أي ان استحقاق الربح يكون بمقدار تحمل المخاطرة على أساس مبدأ الغنم بالغرم (Nanaeva,2010:23). أما المكاسب الراسمالية فهي الأرباح التي يحققها المستثمر عند إعادة بيعه للصك والناتجة عن الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع. إذ من الصعوبة تقدير التدفقات النقدية لصكوك المضاربة كون التدفقات النقدية الناتجة منهما وهي الأرباح التي من المتوقع الحصول عليها خلال مدة الاحتفاظ بالصك فضلاً عن القيمة السوقية المتوقعة للصكوك التي يبيعها حاملها في مدة فترة الاستثمار لا يمكن معرفتها بدقة.

الاختلافات بين تقييم التدفقات النقدية لصكوك المضاربة في الواقع العملي والاطار النظري

ج. بعد استعراض عملية تقييم التدفقات النقدية لصكوك المضاربة في الواقع العملي وتقييمها وفقاً للاطار النظري الصحيح تبرز مجموعة من الاختلافات الجوهرية التي يجب تحديدها لمعرفة الفجوة بينهما والتي ولدت خلافاً معرفياً وتطبيقياً كبيراً، إذ على الرغم من ارتباط التدفقات النقدية لصكوك المضاربة كأداة ملكية باداء وقيمة ما تمثله من موجودات حقيقية إلا أنه في الواقع العملي يتم التعامل معها كونها أداة دين وبصورة مشابهة للسندات والتي يسهل تقييمها لامكانية تقدير التدفقات النقدية الناتجة عنها بدقة كاملة بسبب الاعتماد على أسعار الفائدة الثابتة في تحديد عوائدها فضلاً عن ضمان القيمة الاسمية للصك في تاريخ الاستحقاق في أغلب إصداراتها، في حين يجب ان تستند التدفقات النقدية للصكوك وفق المفهوم النظري الصحيح لها على أداء الموجودات الضمنية والتي تمثل حصصاً شائعة لحملة الصكوك من مشاريع معينة، وهذا ما يجعل العائد على الصكوك مشروعا على أساس تحمل حامل الصك كافة المخاطرة التي قد تلحق بهذه الموجودات أي ان استحقاق الربح يكون بمقدار تحمل المخاطرة على أساس مبدأ الغنم بالغرم، كما يجب ان يتم اطفاء الصكوك على وفق مفهومها النظري على أساس صافي قيمة الموجودات الضمنية لضمان توافقها مع

الشريعة الإسلامية لذلك فالتدفقات النقدية الناتجة منهما وهي الأرباح التي من المتوقع الحصول عليها خلال مدة الاحتفاظ بالصك فضلاً عن القيمة السوقية المتوقعة للصكوك التي يبيعها حاملها في نهاية مدة الاستثمار والتي تعبر عن القيمة السوقية للموجودات الضمنية سواء أزدت من قيمتها أم نقصت، لا يمكن معرفتها بدقة وبالتالي فإن هناك درجة كبيرة من عدم التأكد حول قيمتها وتوقيت دفعها على مر الزمن، فضلاً عن أن الأرباح المتوقعة الحصول عليها خلال مدة الاستثمار في هذه الأدوات يمكن أن تزداد و تنمو مع الزمن.

المبحث الثالث

الإطار العملي

يتناول هذا المبحث ثلاثة فقرات رئيسية، إذ يتم في الفقرة الأولى تحليل عوائد الصكوك الصادرة من المصارف عينة البحث خلال المدة وفقاً للواقع العملي كإداة مديونية والتي تحدد على أساس أسعار الفائدة الثابتة بشكل مشابه للسندات. فيما تعرض الفقرة الثانية تحليل عوائد الصكوك الصادرة من المصارف عينة البحث خلال المدة وفقاً للمفهوم النظري الصحيح لها كإداة ملكية، إذ ترتبط عوائد الصكوك بإداء وقيمة ما تمثله من موجودات لا أن تكون بشكل مشابهة للسندات. وتبين الفقرة الأخيرة تقييم عوائد صكوك المضاربة عبر المقارنة بين عوائد صكوك المضاربة في الواقع العملي كإداة مديونية والواقع النظري الصحيح لها كإداة ملكية.

أولاً: تحليل عوائد صكوك المصارف عينة البحث في الواقع العملي

يظهر الجدول (2) إصدارات صكوك المضاربة للمصارف عينة البحث خلال المدة في بورصة لندن والتي بلغت مجتمعة (2500) مليون دولار بأجل متوسطة الأجل تراوحت بين (5-6) سنوات. وتوزعت هذه الإصدارات بين (ADIB) بنسبة (40%) و (DIB) بنسبة (40%) و (ADCB) بنسبة (20%).

ويلاحظ من خلال تحليل معلومات إصدارات صكوك المضاربة والموضحة في الجدول (2) أن عوائد صكوك المصارف عينة البحث السنوية وهي عوائد ثابتة تحدد على أساس أسعار الفائدة الثابتة وتدفع بشكل ربع سنوي والتي تراوحت بين (6.375%-4.071%)، إذ بلغ أعلى عائد (6.375%) لصكوك المضاربة لـ (ADIB) أما أدنى عائد فكان لصكوك المضاربة لـ (DIB) والذي بلغ (4.071%).

جدول (2)

إصدارات صكوك المضاربة للمصارف عينة البحث خلال المدة في بورصة لندن

ت	المصارف	النوع	التصنيف الائتماني			معدل العائد الاسمي سنوي % (Coupon)	تاريخ الإصدار	تاريخ الاستحقاق	عمر الصك (بالسنوات)	حجم الإصدار (مليون \$)	%
			F	M	S&P						
1	ADI B	مضاربة	-	A2	A	6.375	2011/12	2018/01	6	1000	40
2	DIB	مضاربة	BBB-	Baa1	A	6.250	2012/01	2018/01	6	1000	40
3	ADC B	مضاربة	A	A1	A+	4.071	2011/11	2016/11	5	500	20
	SUM									2500	100

وتعكس التصنيفات الائتمانية للمصارف المصدرة للصكوك في الجدول (2) الصادرة من وكالات التصنيف الرئيسية في العالم وهي (Standard & poor's) و (Moody's) و (Fitch) المخاطرة الائتمانية (عدم السداد) لصكوك المصارف عينة البحث والتي كانت جميعها ضمن درجة الاستثمار والتي تعكس الجدارة الائتمانية للمصارف المصدرة للصكوك وقدرتها على سداد ديونها، إذ بلغت أعلى درجة تصنيف ائتماني (A+) أو (A1) بحسب وكالة (S&P) و (Moody's) لـ (ADCB) والتي تعبر عن المخاطرة الائتمانية الأدنى وأقل درجة تصنيف كانت (Baa1) أو (BBB-) لـ (DIB) بحسب وكالتي (Moody's) و (S&P) على التوالي والتي تعبر عن المخاطرة الائتمانية الأعلى. ومن الجدول نلاحظ أن معدل العائد على صكوك المضاربة لـ (ADCB) الصادرة في عام (2012) كان مرتفعاً والذي بلغ (6.250%) وذلك بسبب ارتفاع المخاطرة الائتمانية لهذا المصرف والذي يمتلك أدنى درجة للتصنيف الائتماني في هذا العام. أما أعلى معدل عائد للصكوك في عام (2011) فكان لصكوك (ADIB) والذي بلغ (6.375%) وذلك بسبب ارتفاع المخاطرة الائتمانية لهذا المصرف والذي يمتلك درجة التصنيف الائتماني الأدنى في هذا العام. بالمقابل بلغ أدنى معدل عائد للصكوك (4.071%) لصكوك المضاربة لـ (ADCB) في عام (2011) وذلك بسبب انخفاض المخاطرة الائتمانية لهذا المصرف والذي يمتلك درجة التصنيف الائتماني الأدنى في هذا العام.

ثانياً: تحليل عوائد صكوك المصارف عينة البحث وفقاً للإطار النظري الصحيح

يوضح الجدول (3) أن عوائد صكوك المضاربة شهدت تقلباً ملحوظاً بين الارتفاع والانخفاض خلال مدة البحث، ففي حين حققت صكوك المضاربة لـ (ADCB) أعلى قيمة لمتوسط العائد خلال المدة والتي بلغت (1.95%)، نلاحظ أن صكوك المضاربة لـ (DIB) قد حققت أدنى قيمة لهذا المتوسط بلغت (1.12%).

جدول (3)

عوائد صكوك المضاربة المرتبطة بإداء بقيمة ما تمثلها
من موجودات للمصارف عينة البحث خلال المدة %

ADCB	DIB	ADIB	
0.60	1.12	1.65	1
0.59	1.09	1.44	2
0.58	0.91	0.61	3
1.33	1.00	1.32	4
1.16	1.17	1.16	5
1.15	1.02	1.18	6
1.14	0.85	1.13	7
1.09	1.29	1.19	8
4.22	0.97	1.16	9
1.98	1.10	2.09	10
2.41	1.12	1.32	11
1.31	1.06	2.74	12
5.50	1.12	0.93	13
5.12	1.29	0.91	14
1.67	1.30	0.84	15
1.39	1.43	0.92	16
1.95	1.12	1.29	AV

ومن الجدول (3) نلاحظ الاختلاف الواضح في العوائد المتحققة ما بين المصارف خلال مدد مختلفة من البحث، ففي حين حقق مصرف (ADCB) أعلى عائد ربع سنوي بقيمة (5.50%) في الربع الثالث عشر، حقق مصرف (DIB) أدنى عائد في نفس الربع بقيمة (1.12%).

وينطبق الحال على (ADIB) الذي حقق عائد مرتفع في الربع الثاني عشر بقيمة (2.74%) مقارنة بباقي المصارف في حين حقق (DIB) العائد الأدنى بقيمة (0.98%) خلال نفس المدة. ويرجع السبب في اختلاف العوائد المتحققة على صكوك المضاربة من مدة إلى أخرى ومن مصرف إلى آخر إلى اختلاف طبيعة الاستثمارات بين المصارف وتباين المتغيرات التشغيلية لكل حالة على حدة.

وعلى العموم لم تعاني أي من صكوك المضاربة الصادرة من المصارف عينة البحث من تحقيق أي خسائر خلال مدة البحث مما يدل على كفاءة التشغيل ودرجة الضمان المرتفعة في المشاريع الاستثمارية لهذه الصكوك.

ثالثاً: تقييم عوائد صكوك المضاربة للمصارف عينة البحث

يستعرض هذه الفقرة تقييم عوائد صكوك المضاربة للمصارف عينة البحث عبر مقارنة قيمها خلال (16) مدة ربع سنوية من عام (2012) إلى نهاية عام (2015).

أ. صكوك المضاربة لـ (ADIB)

عند مقارنة عوائد صكوك المضاربة لـ (ADIB) في الواقع العملي مع عوائدها وفق المفهوم النظري الصحيح كإداة ملكية نلاحظ أن معدل العائد الفعلي للصكوك والبالغ (1.290%) هو أقل من معدل العائد المدفوع لحملة الصكوك والبالغ (1.594%) ويعني ذلك أن الأرباح التي يدفعها (ADIB) إلى حملة الصكوك أكبر من الأرباح الفعلية المتحققة على موجودات صكوك المضاربة وكما موضح في الجدول (4) وبفارق بلغ (0.304%)، إذ أن العائد الفعلي كان أقل من العائد المدفوع في (13) ربع فيما كان العائد المدفوع أقل من العائد الفعلي في الربع الأول والعاشر والثاني عشر.

جدول (4)

الفروقات بين عوائد صكوك المضاربة لـ (ADIB)
عينة البحث في الواقع العملي ووفق المفهوم النظري لها %

الفرق	العائد المدفوع (1)	العائد الفعلي (2)	ت
(2) -			
-0.056	1.594	1.650	1
0.154	1.594	1.440	2
0.984	1.594	0.610	3
0.274	1.594	1.320	4
0.434	1.594	1.160	5
0.414	1.594	1.180	6
0.464	1.594	1.130	7
0.404	1.594	1.190	8
0.434	1.594	1.160	9

-0.496	2.090	1.594	10
0.274	1.320	1.594	11
-1.146	2.740	1.594	12
0.664	0.930	1.594	13
0.684	0.910	1.594	14
0.754	0.840	1.594	15
0.674	0.920	1.594	16
0.304	1.290	1.594	AV

ب. صكوك المضاربة لـ (DIB)

عند مقارنة عوائد صكوك المضاربة لـ (DIB) في الواقع العملي مع تقييمها كاداة ملكية لها نلاحظ ان معدل العائد الفعلي للصكوك والبالغ (1.120%) هو اصغر من معدل العائد المدفوع لحملة الصكوك والبالغ (1.563%)، ويعني ذلك ان الارباح التي يدفعها (DIB) الى حملة الصكوك اكبر من الارباح الفعلية المتحققة على موجودات صكوك المضاربة وكما موضح في الجدول (5) وبفارق بلغ (0.443%)، اذ ان العائد الفعلي كان اصغر من العائد المدفوع في جميع مدد البحث.

جدول (5)

الفروقات بين عوائد صكوك المضاربة لـ (DIB)
في الواقع العملي ووفق المفهوم النظري لها %

الفرق (2) - (1)	العائد الفعلي (2)	العائد المدفوع (1)	ت
0.443	1.120	1.563	1
0.473	1.090	1.563	2
0.653	0.910	1.563	3
0.563	1.000	1.563	4
0.393	1.170	1.563	5
0.543	1.020	1.563	6
0.713	0.850	1.563	7
0.273	1.290	1.563	8
0.593	0.970	1.563	9
0.463	1.100	1.563	10
0.443	1.120	1.563	11
0.503	1.060	1.563	12
0.443	1.120	1.563	13
0.273	1.290	1.563	14
0.263	1.300	1.563	15
0.133	1.430	1.563	16
0.443	1.120	1.563	AV

ج. صكوك المضاربة لـ (ADCB)

عند مقارنة عوائد صكوك المضاربة لـ (ADCB) في الواقع العملي مع عوائدها وفق المفهوم النظري الصحيح لها نلاحظ ان معدل العائد الفعلي للصكوك والبالغ (1.950%) هو اكبر من معدل العائد المدفوع لحملة الصكوك والبالغ (1.018%)، ويعني ذلك ان الارباح التي يدفعها (ADCB) الى حملة الصكوك اقل من الارباح الفعلية المتحققة على موجودات صكوك المضاربة وبفارق بلغ (0.932%) وكما موضحة في الجدول (6)، اذ ان العائد الفعلي كان اكبر من العائد المدفوع في (13) ربع فيما كان معدل العائد الفعلي اصغر من معدل العائد المدفوع في الارباع الثلاثة الاولى.

جدول (6)

الفروقات بين عوائد صكوك المضاربة لـ (ADCB)
في الواقع العملي ووفق المفهوم النظري لها %

الفرق (2) - (1)	العائد الفعلي (2)	العائد المدفوع (1)	ت
0.418	0.600	1.018	1
0.428	0.590	1.018	2
0.438	0.580	1.018	3
-0.312	1.330	1.018	4
-0.142	1.160	1.018	5
-0.132	1.150	1.018	6

-0.122	1.140	1.018	7
-0.072	1.090	1.018	8
-3.202	4.220	1.018	9
-0.962	1.980	1.018	10
-1.392	2.410	1.018	11
-0.292	1.310	1.018	12
-4.482	5.500	1.018	13
-4.102	5.120	1.018	14
-0.652	1.670	1.018	15
-0.372	1.390	1.018	16
-0.932	1.950	1.018	AV

ومن التحليل السابق تبين نتائج تقييم عوائد صكوك المضاربة ان العوائد الفعلية المتحققة على الصكوك تختلف عن العوائد المدفوعة للمستثمرين ففي بعض صكوك المصارف عينة البحث كانت العوائد الفعلية اكبر من العوائد المدفوعة في حين كانت العوائد المتحققة في البعض الآخر من الصكوك اقل من العوائد المدفوعة، وهذا يثبت صحة الفرضية الرئيسية للبحث. ويعود السبب في ذلك الى ابتعاد المصارف عن التعامل بالصكوك كاداة ملكية والتي ترتبط عوائدها بأداء وقيمة ما تمثله من موجودات والتعامل معها كاداة مديونية شبيه بالسندات من خلال تحديد عوائد الصكوك بالاعتماد على اسعار الفائدة الثابتة وذلك يجعل من الصكوك اداة غير متوافقة مع الشريعة الاسلامية ويقلل من ثقة المستثمرين بهذه الاداة ويؤدي الى ابتعادها عن مفهومها وهدفها الاساس الذي يعتمد على مبدأ الغنم بالغرم او المشاركة في الارباح والخسائر وبناءً على هذه النتائج ينبغي التعامل بالصكوك من قبل المتعاملين بها كاداة ملكية وليس كاداة مديونية مشابهة للسندات.

المبحث الرابع الاستنتاجات والتوصيات

اولاً: الاستنتاجات

1. تعد الصكوك اداة مالية جيدة وبديلاً مناسباً وتنافسياً عن الادوات المالية التقليدية، للمصارف والمؤسسات المالية للحصول على التمويل المتوافق مع مبادئ الشريعة الاسلامية وإدارة السيولة.
2. تمثل الصكوك اداة استثمارية جديدة وجيدة للمتعاملين بالادوات المالية الاسلامية لتحقيقها عوائد مجزية مقارنة بالادوات المالية التقليدية ومتوافقة مع الشريعة الاسلامية فضلاً عن قابليتها للتداول.
3. لم تحقق اي من الصكوك الصادرة من المصارف عينة البحث خسارة خلال مدة البحث وهذا يدل على كفاءة هذه الاداة الاستثمارية وصمودها بوجه الازمات.
4. اعتماد اغلب الصكوك على اسعار الفائدة الثابتة في تحديد عوائدها بالاضافة الى ضمان القيمة الاسمية للصك في تاريخ الاستحقاق يجعل الصكوك غير متوافقة مع الشريعة الاسلامية.
5. الفروقات بين العوائد الفعلية المتحققة على الصكوك والعوائد المدفوعة للمستثمرين يمكن ان تقلل من ثقة المستثمرين بهذه الاداة والتي شهدت نمواً كبيراً في الاسواق المالية في السنوات الاخيرة.

ثانياً: التوصيات

1. ينبغي أن يستند العائد الفعلي للصكوك على الأداء الفعلي للموجودات الضمنية وليس على اسعار الفائدة لتكون متوافقة مع الشريعة الاسلامية ولازالة الفروقات بين العوائد الفعلية المتحققة على الصكوك والمدفوعة للمستثمرين وبالتالي زيادة ثقة المستثمرين بهذه الاداة.
2. يجب ان يتم اطفاء الصكوك القابلة للتداول في تاريخ الاستحقاق على اساس صافي قيمة الموجودات الضمنية وعدم ضمان القيمة الاسمية لها لضمان توافقها مع الشريعة الاسلامية كونها تستند على مبدأ الغنم بالغرم.
3. العمل على توحيد المعايير والضوابط الشرعية للصناعة المالية الإسلامية لتقديم رؤية واضحة عن الادوات المالية الاسلامية وتعزيز ثقة المستثمرين بها.

المصادر

A – Reports :

1. Islamic Financial Services Board (IFSB), Islamic Financial Services Industry Stability Report , www.ifsb.org , 2015.
2. London Stock Exchange Group, Prospect for ADCB Sukuk (Mudaraba) Company Ltd, <http://www.londonstockexchange.com/>, 2011.
3. London Stock Exchange Group, Prospect for ADIB Sukuk (Mudaraba) Company Ltd, <http://www.londonstockexchange.com/>, 2011.

4. London Stock Exchange Group, *Prospect for DIB Sukuk (Mudaraba) Company Ltd*, <http://www.londonstockexchange.com/>, 2012.
5. London Stock Exchange Group, *Sukuk listed on London Stock Exchange*, <http://www.londonstockexchange.com/>, 2016.
6. Malaysia's Islamic finance marketplace, *Global Islamic Finance Industry*, <http://www.mifc.com>, 2014.
7. Malaysia's Islamic finance marketplace, *Global Sukuk Market*, <http://www.mifc.com>, 2014.
8. *Quarterly Financial reports for the Abo Dhabi Conventional Bank (ABCB) from (2008) to (2015)*, <http://www.adcb.com>.
9. *Quarterly Financial reports for the Abo Dhabi Islamic Bank (ADIB) from (2008) to (2015)*, <http://www.adib.ae>.
10. *Quarterly Financial reports for the Dubai Islamic Bank (DIB) from (2008) to (2015)*, <http://www.dib.ae>.

B – Books :

1. Bhatti , Ishaq , M. AND Khan ,Mansoor M. **"Developments in Islamic Banking: The Case of Pakistan"**, Palgrave Macmillan, USA,2008.
11. Hassan, Kabir M. and Kayed, Rasem N. and Oseni, Umar A. **"Introduction to Islamic Banking and Finance"**, Always Learning, Pearson Education Limited, USA,2013.
12. Ross, Stephen A. Westerfield , Randolgh W. Jorden , Bradford. **"Fundamentals of corporate finance"**, 11th.ed. ,McGraw – Hill Irwin,USA, 2015.

C – Journal and Periodicals :

13. Ariff , Mohamed and Iqbal, Munawar and Mohamed, Shamsher, **"The Islamic Debt Market for Sukuk Securities: The Theory and Practice of Profit Sharing Investment"**, Edward Elgar Publishing , British, 2012.
14. Ashhari, Zariyawati and Chun, Loo Sin and Nassir , Annuar Md **"Conventional vs Islamic Bond Announcements: The Effects on Shareholders' Wealth"**, *International Journal of Business and Management*, Vol. 4, No.6, (105-111), 2009.
15. AL-Amine, Muhammad, **"Sukuk Market: Innovations and Challenges"**, *Islamic Economic Studies* , Vol.15 , No2.,(1-22), 2008.
16. Jabeen, Zohra and Tariq ,Mohammad , **"SUKUK-Structures: An Analysis of Risk-reward Sharing and Wealth Circulation"** , *The Pakistan Development Review* , Vol. 46, No.4, (405-419), 2007.
17. Jallad, Ra'fat.T. , **"What is Missing in Pricing Sukuk Securities?"** *European Academic Research*, Vol. 3, No. 2,(1763-1785), 2015.
18. Saeed, Abdullah , **"Idealism and Pragmatism in Islamic Banking: The Application of Shari'ih Principles and Adjustments"** ,*Journal of Arabic, Islamic and Middle Eastern Studies* Vol. 4, No.2 , (89-111),1998.
19. Yunita , Irni , **"The Development, Scheme, Risk and Fair Market Value Model of Sukuk Ijarah and Mudharabah in Indonesia"** , *American Journal of Economics*, Vol. 5 No.2 (56-63), 2015.

D – Thesis :

20. Nanaeva, Zhamal .K. , **" How risky sukuk are: comparative analysis of risks associated with sukuk and conventional bonds"** ,*Master Thesis in Finance and Banking*, The British University in Dubai,2010.

E – Studies , Conferences and Internet :

21. Cakir, Selim and Raei, Faezeh **" Sukuk vs. Eurobonds; Is There a Difference in Value-at-Risk?"** , *IMF Working Paper* , <https://www.imf.org>, 2007.

22. Diaw, Abdou, and Bacha , Obiyathulla and Lahsasna , Ahcene , "**Public Sector Funding and Debt Management: A Case for GDP-Linked Sukuk**" , Munich Personal RePEc Archive , No. 46008, <http://mp.ra.ub.uni-muenchen.de/46008/> , 2011.
23. Nanaeva, Zhamal .K. , " **How risky sukuk are: comparative analysis of risks associated with sukuk and conventional bonds**" ,Master Thesis in Finance and Banking, The British University in Dubai,2010.

