

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 الاول منهجية البحث

اولا: مشكلة البحث

تعد عملية تقييم عوائد الصكوك احدى المواضيع المهمة والتي اخذت حيزا واسعا في المجال المالي والمصرفي الاسلامي وتشكل بحد ذاتها احدى المشاكل النظرية والمعرفية الاساسية في الاستثمار والتمويل بالادوات المالية الاسلامية، وتشكل اسعار الفائدة حجر الزاوية في هذه المشكلة بسبب اعتمادها كمؤشر في تحديد عوائد الصكوك في الواقع العملي. وقد ولد ذلك خلا معرفيا وتطبيقيا وفجوة بين الواقع العملي لتقييم عوائد الصكوك وبين الاطار النظري، ونتيجة لذلك تواجه الصناعة المالية الاسلامية العديد من الانتقادات لاعتمادها على اسعار الفائدة في تحديد عوائد الادوات المالية الاسلامية الصكوك وهذا يجعل من العائد على هذه الادوات غير متوافق مع الشريعة الاسلامية ويؤدي الى ارباك المتعاملين بالادوات المالية الاسلامية عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية والتمويلية كون الفائدة غير متوافقة مع اطار الشريعة الاسلامية فضلا عن ذلك فان الاستثمار في الصكوك ولاسيما صكوك المضاربة لا تحقق هدفها الاساس في تحقيق المبادلة بين العائد والمخاطرة التي ترتبط بأداء وقيمة ما تمثله من موجودات وهذا ما يجعل العائد على الادوات متوافق مع الشريعة الاسلامية، على أساس تحمل المستثمر بالاداة كافة المخاطرة التي قد تلحق بهذه الموجودات اي ان استحقاق الربح يكون بمقدار الاستعداد لتحمل المخاطرة على أساس مبدأ الغنم بالغرم او المشاركة بالارباح والخسائر.

ثانيا: اهمية البحث

تبرز اهمية البحث من تناولها لاحد المجالات الاساسية في النظرية المالية الاسلامية والذي يرتبط بتقييم عوائد الصكوك وفق المفهوم النظري الصحيح لها استنادا لمبدأ الغنم بالغرم والذي اصبح محط اهتمام الباحثين في ظل تزايد الاستثمارات في الصكوك في الاسواق والمؤسسات المالية.

ثالثا: اهداف البحث

يمكن ايجاز اهداف البحث بالاتي:

- 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.

رابعا: فرضيات البحث

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

خامسا: مجال البحث ومدته

لغرض تحقيق اهداف البحث تم اختيار المصارف التي لديها اصدارات صكوك مضاربة في بورصة لندن (اكبر بورصة في اصدار الصكوك في العالم) والتي بلغ عددها ثلاثة مصارف وهي مصرف ابوظبي الاسلامي (ADIB) ومصرف دبي الاسلامي (DIB) ومصرف ابوظبي التجاري (ADCB) وبواقع ثلاثة اصدارات كمجال للدراسة.

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

سادسا: المؤشرات المالية المستخدمة

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

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

ROA : العائد على الموجودات

Ni : صافي الدخل

TA : أجمالي 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 الاوراق المالية التقليدية في الاسواق المالية كونها متوافقة مع احكام الشريعة الإسلامية ومن المنتجات المالية الإسلامية الرئيسة المتاحة للمستثمرين الذين يرغبون الاستثمار فيها والتي تحقق ارباح مجزية لهم. وتتميز الصكوك بخصائص لا تتوفر في سواها من الاوراق المالية، وبأنواع مختلفة مبنية بالأساس على الادوات أو العقود المالية الإسلامية التقليدية اذ يصنفها بعض الكتاب والباحثين ضمن الادوات 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 مدعمة او مستندة إلى موجودات" (Ross, et, al, 2015:223) (IFSB, 2015:1) (IIFM, 2010:1) (AAOIFI, 2010:238) (Taskik) او كما يسميها البعض التسديد أو التوريق الإسلامي (Islamic Securitization) من خلال تحويل الموجودات الى اوراق 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 الاوراق 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 الاسواق 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 او الادوات 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 اوراق 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 الارباح 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 يحتم على ملاك الصك ان ينتخبوا احدهم كي يمثلهم امام الجهات الرسمية ، ويتولى الحقوق المتصلة بالصك تجاه المصدر ، ويعد هذا الشخص المالك الوحيد للصك امام 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 اهم خصائص الصكوك اذ انها تعطي الصك مرونة كبيرة في اسواق الاوراق 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" اذ يتشارك حملة الصكوك بالارباح و يتحملون مخاطرة الاستثمار كاملة في حال تعرض المشروع للخسارة حسب حصة كل منهم في ملكية الموجود أو المشروع الضمني و حسب ما نصت عليه نشرة الإصدار وليس على قيمة محددة معلومة مسبقاً وإلا كانت شبيهة بالسندات التقليدية .

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

10. **لها تاريخ استحقاق** : للصكوك تاريخ استحقاق محدد يكون بحسب طبيعة العقد الذي تصدر الصكوك على اساسه والذي يتم تمويل مشروع أو نشاط معين بحصيلته ويتم تحديد تاريخ استحقاق الصك حسب مدة المشروع أو النشاط ، اذ 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 الامد وهناك صكوك لا تحمل تاريخ استحقاق أي دائمية . ويحق لمصدر الصك استدعاء الصك قبل تاريخ الاستحقاق في بعض انواعها .

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 ، اذ انها لا تظهر ضمن فقرات الميزانية للجهات المصدرة لها على الرغم من انها 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 الاسهم والسندات على وفق الخصائص الآتية :

جدول (1)

مقارنة بين الصكوك والاسهم والسندات

ت	الخاصية	الصكوك	الاسهم	السندات
1	طبيعة الاداة	حصة ملكية غير مجزئة (شائعة) في الموجودات الضمنية	حصة ملكية في الشركة	دين على المصدر
2	التوافق مع الشريعة الإسلامية	متوافقة مع احكام الشريعة الإسلامية	حسب نوع النشاط	غير متوافقة مع احكام 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 انواعها 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 والتعدي	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

أ. تقييم التدفقات النقدية لصكوك المضاربة وتوقيتها في الواقع العملي

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 لحاملة 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).

ب. تقييم التدفقات النقدية لصكوك المضاربة وتوقيتها وفق المفهوم النظري الصحيح لها

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.

ج. الاختلافات بين تقييم التدفقات النقدية لصكوك المضاربة في الواقع العملي و الإطار النظري

بعد استعراض عملية تقييم التدفقات النقدية لصكوك المضاربة في الواقع العملي وتقييمها وفقاً للإطار النظري الصحيح تبرز مجموعة من الاختلافات الجوهرية التي يجب تحديدها لمعرفة الفجوة بينهما والتي ولدت خلا 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 كونه 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 لحاملة 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 توافيقها مع

الشريعة الاسلامية لذلك فالتدفقات النقدية الناتجة منهما وهي الارباح 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 فان هناك درجة كبيرة من عدم التأكد حول قيمتها وتوقيت دفعها على مر الزمن، فضلاً عن ان الارباح المتوقعة الحصول عليها خلال مدة الاستثمار في هذه الادوات يمكن ان تزداد و تنمو مع الزمن.

المبحث الثالث

الاطار العملي

يتناول هذا المبحث ثلاثة فقرات رئيسية، اذ يتم في الفقرة الاولى تحليل عوائد الصكوك الصادرة من المصارف عينة البحث خلال المدة وفقاً للواقع العملي كاداة مديونية والتي تحدد على اساس اسعار الفائدة الثابتة بشكل مشابه للسندات. فيما تعرض الفقرة الثانية تحليل عوائد الصكوك الصادرة من المصارف عينة البحث خلال المدة وفقاً للمفهوم النظري الصحيح لها كاداة ملكية، اذ ترتبط عوائد الصكوك باداء وقيمة ما تمثله من موجودات لا ان تكون بشكل مشابهة للسندات. وتبين الفقرة الاخيرة تقييم عوائد صكوك المضاربة عبر المقارنة بين عوائد صكوك المضاربة في الواقع العملي كاداة مديونية والواقع النظري الصحيح لها كاداة ملكية.

اولاً: تحليل عوائد صكوك المصارف عينة البحث في الواقع العملي

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

ويلاحظ من خلال تحليل معلومات اصدارات صكوك المضاربة والموضحة في الجدول (2) ان عوائد صكوك المصارف عينة البحث السنوية وهي عوائد ثابتة تحدد على اساس اسعار الفائدة الثابتة وتدفع بشكل ربع سنوي والتي تراوحت بين (6.375%-4.071%)، اذ بلغ اعلى عائد (6.375%) لصكوك المضاربة لـ (ADIB) اما ادنى عائد فكان لصكوك المضاربة لـ (DIB) والذي بلغ (4.071%).

جدول (2)

اصدارات صكوك المضاربة للمصارف عينة البحث خلال المدة في بورصة لندن

ت	المص ارف	النوع	التصنيف الائتماني			معدل العائد الاسمي سنوي % (Coupon)	تاريخ الاصدار	تاريخ الاستحقاق	عمر الصك (بالسنوات) (ت)	حجم الاصدار (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، اذ بلغت اعلى درجة تصنيف ائتماني (A+) او (A1) بحسب وكالة (S&P) و (Moody's) لـ (ADCB) والتي تعبر عن المخاطرة الائتمانية الادنى واقل درجة تصنيف كانت (Baa1) او (BBB-) لـ (DIB) بحسب وكالتي (Moody's) و (S&P) على التوالي والتي تعبر عن المخاطرة الائتمانية الاعلى. ومن الجدول نلاحظ ان 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 ادنى درجة للتصنيف الائتماني في هذا العام. اما اعلى 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 الادنى في هذا العام. بالمقابل بلغ ادنى معدل عائد للصكوك (4.071%) لصكوك المضاربة لـ (ADCB) في عام (2011) وذلك بسبب انخفاض المخاطرة الائتمانية لهذا المصرف والذي يمتلك درجة التصنيف الائتماني الادنى في هذا العام.

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

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

جدول (3)

عوائد صكوك المضاربة المرتبطة باداء وقيمة 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) اعلى عائد ربع سنوي بقيمة (5.50%) في الربع الثالث عشر، حقق مصرف (DIB) ادنى 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 الادنى بقيمة (0.98%) خلال نفس المدة. ويرجع السبب في اختلاف العوائد المتحققة على صكوك المضاربة من مدة الى اخرى ومن مصرف الى اخر الى اختلاف طبيعة الاستثمارات بين المصارف وتباين المتغيرات التشغيلية لكل حالة على حده.

وعلى العموم لم تعاني اي من صكوك المضاربة الصادرة من المصارف عينة البحث من تحقيق اي 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) الى نهاية عام (2015).

أ. صكوك المضاربة لـ (ADIB)

عند مقارنة عوائد صكوك المضاربة لـ (ADIB) في الواقع العملي مع عوائدها وفق المفهوم النظري الصحيح كاداة ملكية نلاحظ ان معدل العائد الفعلي للصكوك والبالغ (1.290%) هو اقل من معدل العائد المدفوع لحملة الصكوك والبالغ (1.594%) ويعني ذلك ان الارباح التي يدفعها (ADIB) الى حملة الصكوك اكبر من الارباح الفعلية المتحققة على موجودات صكوك المضاربة وكما موضح في الجدول (4) وبفارق بلغ (0.304%)، اذ ان العائد الفعلي كان اقل من العائد المدفوع في (13) ربع فيما كان العائد المدفوع اقل من العائد الفعلي في الربع الاول والعاشر والثاني عشر.

جدول (4)

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

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

