

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي



جامعة - سطيف 1-

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

أطروحة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية

الموضوع

تطوير وترشييد عمليات التوريد

-دراسة مقارنة بين النظام المصرفي التقليدي والنظام المصرفي الإسلامي-

تحت إشراف:

الأستاذ الدكتور: محمد بوجلال

من إعداد الطالبة:

مليكة بن علقمة

أعضاء لجنة المناقشة:

رئيسا	جامعة سطيف 1	أ.د ساعد بن فرحات
مشرفا ومقررا	جامعة المسيلة	أ.د محمد بوجلال
مناقشا	جامعة ورقلة	أ.د سليمان ناصر
مناقشا	جامعة قسنطينة	أ.د عبد الحق بوعتروس
مناقشا	جامعة سطيف 1	د. حسان خبابة
مناقشا	جامعة سطيف 1	د. مصطفى بودرامة

السنة الجامعية: 2015-2016

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

إهداء

إلى روح الوجود وسير كل موجود، من انشق له القمر وأقرب رسالته الحجر وصمم، من
صلى عليه ربنا في محكم كتابه وأمر أن يصلى عليه ويسلم سيرنا محمد

إلى روح جري ووالدي الطاهرة رحمني لحسن، رحمه الله رحمة واسعة

إلى الغالية والحبيبة جرتي وأمي علقمة شريفة أطال الله في عمرها وأسرها
بالصحة والعافية

إلى والدي الكريمين أمد الله تعالى في عمرهما وبارك فيهما، والله أسأل أن أكون
وما كتبت في ميزان حسناتهما

إلى زوجي الكريم عبد القادر

إلى ربيع قلبي وقرّة عيني ولدي الحبيبين يحي عبد الرحمن ومارية
إلى إخوتي: عمرة، وياسين وابنته شناز وأختي ولال وابنتها إيناس

إلى عائلة زوجي الفاضلة كبيراً وصغيراً، وون أن أنسى الخالات العزيزات:
هجيرة وزهر اليوم ورزيقة

إلى كل من يحب أن يمشي سوياً على صراطٍ مستقيم تأكيداً لعظمة الإسلام.

وإلى كل من يعرفني

— مليكة

المقدمة العامة.....أ-و

الفصل الأول: مدخل للهندسة المالية من المنظور المصرفي التقليدي والإسلامي 89-2

2.....مَهَيِّدًا

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول الهندسة المالية.....23-3

المطلب الأول: تعريف وأهمية الهندسة المالية.....3

الفرع الأول: تعريف الهندسة المالية.....3

الفرع الثاني: جذور الإبداعات المالية.....5

الفرع الثالث: أنواع الابتكارات المالية.....9

الفرع الرابع: بيئة نشأة الهندسة المالية.....10

الفرع الخامس: أهمية الهندسة المالية.....11

الفرع السادس: عوامل ظهور وتطور مفهوم الهندسة المالية.....12

المطلب الثاني: أبعاد الهندسة المالية وشروط نجاحها.....15

الفرع الأول: أسس الهندسة المالية.....15

الفرع الثاني: شروط نجاحها ومناهجها.....16

المطلب الثالث: إستراتيجية الهندسة المالية.....16

الفرع الأول: أهم ركائز إستراتيجية الهندسة المالية.....16

الفرع الثاني: مجالات الهندسة المالية.....17

المطلب الرابع: آثار صناعة الهندسة المالية.....19

الفرع الأول: الهندسة المالية والسياسة النقدية.....19

الفرع الثاني: الابتكار المالي والاستقرار الاقتصادي.....20

الفرع الثالث: الابتكار المالي والنمو الاقتصادي.....20

الفرع الرابع: الهندسة المالية والمؤسسات المالية.....21

الفرع الخامس: مخاطر التطبيق الخاطى للهندسة المالية.....22

الفرع السادس: مستقبل صناعة الهندسة المالية.....23

المبحث الثاني: الهندسة المالية الإسلامية.....24-62

المطلب الأول: العقبات التي تواجه العمل المصرفي الإسلامي.....24

الفرع الأول: أهم إنجازات الصناعة المصرفية الإسلامية.....24

الفرع الثاني: التحديات الذاتية التي تعاشها الصناعة المصرفية الإسلامية.....25

الفرع الثالث: خصائص المنتجات المالية الإسلامية.....27

الفرع الرابع: واقع المنتجات المالية الإسلامية وإستراتيجيات تطويرها.....28

الفرع الخامس: الابتكار والتجديد في المصارف الإسلامية.....34

الفرع السادس: أنماط المنتجات المالية الجديدة وعمليات تطويرها.....38

الفرع السابع: العقود النمطية للأدوات المالية الإسلامية.....42

الفرع الثامن: آثار الابتكار والتجديد في المصارف الإسلامية.....42

الفرع التاسع: أثر العولمة على العمل المصرفي الإسلامي.....45

المطلب الثاني: الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامي.....47

الفرع الأول: مفهوم الاستثمار طويل الأجل في المصارف لإسلامية.....47

الفرع الثاني: أهداف ومعوقات الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية.....49

المطلب الثالث: مفهوم الهندسة المالية الإسلامية وخصائصها ومبادئها.....51

الفرع الأول: تعريف الهندسة المالية الإسلامية.....51

الفرع الثاني: خصائص الهندسة المالية الإسلامية.....52

الفرع الثالث: مراحل تطور الهندسة المالية الإسلامية.....54

الفرع الرابع: مبادئ الهندسة المالية الإسلامية.....56

المطلب الرابع: أسباب وجود هندسة مالية إسلامية ومزايا تطبيقها.....58

الفرع الأول: أسباب وجود هندسة مالية إسلامية.....58

الفرع الثاني: مزايا وأهداف الهندسة المالية الإسلامية.....59

الفرع الثالث: نماذج الهندسة المالية الإسلامية.....60

المطلب الخامس: الهندسة المالية الإسلامية وصناعة التحوط.....61

الفرع الأول: التحوط من المخاطر باستخدام عقود مسماة في الفقه الإسلامي.....61

الفرع الثاني: التحوط من المخاطر باستخدام المنتجات المستحدثة للهندسة المالية الإسلامية.....62

المبحث الثالث: أدوات الاستثمار في السوق المالية التقليدية و الإسلامية.....63-89

المطلب الأول: الأدوات المالية الإسلامية المتداولة في السوق النقدية الإسلامية.....63

63	الفرع الأول : شهادات الإيداع أو الاستثمار الإسلامية.....
64	الفرع الثاني : صكوك الصناديق الاستثمارية الإسلامية.....
65	المطلب الثاني: الأسهم وتداولها في ميزان الفقه الإسلامي.....
65	الفرع الأول: مفهوم الأسهم.....
66	الفرع الثاني: ضوابط التعامل بالأسهم.....
66	الفرع الثالث: خصائص الأسهم وحقوق مالكيها.....
67	الفرع الرابع: أنواع الأسهم والتكييف الفقهي لها.....
67	المطلب الثالث: حصص التأسيس.....
67	الفرع الأول: مفهوم حصص التأسيس.....
68	الفرع الثاني: خصائص حصص التأسيس والتكييف الفقهي لها.....
69	المطلب الرابع: السندات.....
69	الفرع الأول: تعريف السندات.....
69	الفرع الثاني: خصائص السندات وأنواعها.....
70	الفرع الثالث: موقف الفقه من إصدار وتداول السندات.....
71	المطلب الخامس: الأدوات المالية الحديثة في ضوء الشريعة الإسلامية.....
72	الفرع الأول: مفهوم العقود وأركانها ومفسداتها.....
73	الفرع الثاني: التقدير الشرعي للمشتقات المالية.....
75	الفرع الثالث: التكييفات الفقهية للمشتقات المالية التقليدية.....
81	الفرع الرابع: البدائل الشرعية للمشتقات المالية التقليدية.....
88	الفرع الخامس: دور السوق المالية الإسلامية في تطوير المشتقات المالية الإسلامية.....
90	خلاصة الفصل.....
185-92	الفصل الثاني: عمليات التوريق من المنظور المصرفي التقليدي.....
92	مَهَيِّدًا.....
109-93	المبحث الأول: مفاهيم عامة حول التوريق التقليدي.....
93	المطلب الأول: تعريف التوريق وتطوره التاريخي.....
93	الفرع الأول: تعريف التوريق وأركانه.....
97	الفرع الثاني: التطور التاريخي للتوريق.....
101	المطلب الثاني: سوق الرهن العقاري وآلية عملها.....
101	الفرع الأول: تعريف سوق الرهن العقاري.....
102	الفرع الثاني: آلية عمل سوق الرهن العقاري.....

104.....	الفرع الثالث: السوق الثانوية وإدارة محفظة قروض الرهن العقاري.
106.....	المطلب الثالث: مزايا عمليات التوريق ومبرراتها وآفاقها
106.....	الفرع الأول: مزايا عمليات التوريق.....
107.....	الفرع الثاني: مبررات التوريق.....
107.....	الفرع الثالث: آفاق التوريق وتحدياته.....
108.....	الفرع الرابع: الآثار الاقتصادية للتوريق.....
108.....	المطلب الرابع: البعد التشريعي للتوريق.....
109.....	الفرع الأول: استبدال الدين.....
109.....	الفرع الثاني: التنازل.....
109.....	الفرع الثالث: المشاركة الجزئية.....
129-110.....	المبحث الثاني: المتدخلون في عملية التوريق وهياكل الإصدارات
110.....	المطلب الأول: الأطراف المتدخلة في عمليات التوريق.....
110.....	الفرع الأول: المنظم.....
111.....	الفرع الثاني: الشركة المسيرة وهيئة الإيداع.....
112.....	الفرع الثالث: وكالات التصنيف.....
114.....	الفرع الرابع: المتنازل والشركة ذات الغرض الخاص.....
116.....	المطلب الثاني: هياكل الإصدارات وأنواع منتجات التوريق.....
116.....	الفرع الأول: أنواع التوريق.....
118.....	الفرع الثاني: أنواع منتجات التوريق.....
123.....	الفرع الثالث: هياكل الإصدارات.....
128.....	المطلب الثالث: تكنولوجيا التوريق.....
185-130.....	المبحث الثالث: آليات عمليات التوريق.....
130.....	المطلب الأول: منهجية التوريق.....
130.....	الفرع الأول: وصف إجمالي لعملية التوريق.....
133.....	الفرع الثاني: التنازل عن القروض.....
135.....	الفرع الثالث: هيكل عمليات التوريق.....
139.....	المطلب الثاني: خصائص الاستثمار في الحصص المصدرة من قبل هيئة التوريق.....
139.....	الفرع الأول: طبيعة الحصص المصدرة.....

140.....	الفرع الثاني: اهتلاك محفظة القروض.....
141.....	الفرع الثالث: معدل الفائدة للأصل المالي محل التوريق.....
141.....	المطلب الثالث: المخاطر المحتملة في عملية التوريق وكيفية تغطيتها.....
142.....	الفرع الأول: المخاطر المرتبطة بالمتدخلين.....
143.....	الفرع الثاني: المخاطر الخاصة بمحفظة القروض.....
143.....	الفرع الثالث: تغطية المخاطر.....
145.....	المطلب الرابع: طرق تقييم محفظة القروض المورقة والأوراق المالية المصدرة.....
146.....	الفرع الأول: مؤشرات محفظة القروض.....
147.....	الفرع الثاني: مميزات الأوراق المالية المصدرة.....
149.....	الفرع الثالث: طرق تقييم الأوراق المالية المصدرة.....
154.....	المطلب الخامس: مساهمة التوريق في إدارة المخاطر المصرفية.....
154.....	الفرع الأول: أشكال التوريق.....
158.....	الفرع الثاني: نتائج عملية التوريق.....
167.....	الفرع الثالث: الفائدة العائدة للمستثمر والمؤسسات.....
169.....	الفرع الرابع: إدارة أصول/خصوم وعلاقتها بالتوريق.....
173.....	الفرع الخامس: عمليات التوريق ومقررات لجنة بازل.....
175.....	المطلب السادس: المحاسبة عن عمليات التوريق وفق المعايير الدولية.....
175.....	الفرع الأول: الاعتراف والقياس المحاسبي لعمليات التوريق.....
180.....	الفرع الثاني: القياس المحاسبي لعمليات التوريق وفق المعايير الدولية.....
183.....	الفرع الثالث: الإفصاح عن عمليات التوريق.....
186.....	خلاصة الفصل.....
188.....	الفصل الثالث: عمليات التوريق من المنظور المصرفي الإسلامي - عمليات التصكيك-188.....
	293
188.....	مَهَيِّدًا.....
214-189.....	المبحث الأول: عموميات حول التوريق الإسلامي.....
189.....	المطلب الأول: مفاهيم عامة حول عمليات التصكيك.....
189.....	الفرع الأول: تعريف التصكيك.....
192.....	الفرع الثاني: نشأة عمليات التصكيك.....

194.....	الفرع الثالث : الأصول القابلة لعملية التصكيك
194.....	الفرع الرابع: الخصائص العامة للصكوك الإسلامية
195.....	المطلب الثاني: الضوابط الشرعية والاقتصادية للصكوك الإسلامية
195.....	الفرع الأول: الضوابط الشرعية للصكوك الإسلامية
197.....	الفرع الثاني: الضوابط الاقتصادية
198.....	الفرع الثالث: الأنظمة المستخدمة في إصدار الصكوك الإسلامية
199.....	الفرع الرابع: مراحل تقييم إصدار الصكوك الإسلامية
201.....	المطلب الثالث: أطراف عملية التوريق الإسلامي
203.....	المطلب الرابع: آليات التصكيك
203.....	الفرع الأول: هيكل الصكوك
203.....	الفرع الثاني: تصكيك الموجودات الحاضرة وتصكيك موجودات في الذمة
205.....	الفرع الثالث: التصكيك البسيط والتصكيك المهيكل
206.....	الفرع الرابع: حوكمة هيكل الاصدار
207.....	المطلب الخامس: أسس وقواعد إصدار وتداول الصكوك
208.....	الفرع الأول: الأسس والقواعد الشرعية
208.....	الفرع الثاني: تداول الصكوك
209.....	الفرع الثالث: متطلبات تفعيل السوق الثانوية للصكوك الإسلامية
210.....	الفرع الرابع: التصنيف الائتماني والشرعي للصكوك الإسلامية
213.....	الفرع الخامس: أحكام ضمان الصكوك و ضمان عوائدها
241-215.....	المبحث الثاني: المعالجة المحاسبية لعمليات التصكيك وأنواع الصكوك الإسلامية
215.....	المطلب الأول: الجانب المحاسبي لتوريق الموجودات
215.....	الفرع الأول: : التقويم أو التنضيق المحكمي
217.....	الفرع الثاني: التنضيق المحكمي في المصارف الإسلامية
218.....	الفرع الثالث: المعايير المحاسبية الإسلامية وعمليات التصكيك
219.....	الفرع الرابع: إطفاء الصكوك الإسلامية
220.....	المطلب الثاني: أنواع الصكوك الإسلامية
221.....	الفرع الأول: صكوك الإجارة
222.....	الفرع الثاني: صكوك السلم
223.....	الفرع الثالث: صكوك الإستصناع
224.....	الفرع الرابع: صكوك المرابحة

224.....	الفرع الخامس: صكوك المشاركة.
225.....	الفرع السادس: صكوك المضاربة.
227.....	الفرع السابع: صكوك المزارعة والمغارسة والمساقاة.
229.....	الفرع الثامن: صكوك الوكالة بالاستثمار.
230.....	المطلب الثالث:متطلبات تطوير الصكوك الإسلامية وتحدياتها.
230.....	الفرع الأول: متطلبات تطوير الصكوك.
231.....	الفرع الثاني:تحديات تطوير الصكوك الإسلامية.
232.....	المطلب الرابع: دور التصكيك على مستوى المصارف الإسلامية والسوق المالية والاقتصاد القومي.
232.....	الفرع الأول: دور التصكيك في دعم تطور الصناعة المصرفية الإسلامية.
235.....	الفرع الثاني: دور التصكيك في تطوير السوق المالية الإسلامية.
239.....	الفرع الثالث: دور التصكيك على مستوى الاقتصاد القومي.
275-242.....	المبحث الثالث: الوصف الشرعي لطرق التوريق والمخاطر المرتبطة بعملية التصكيك.
242.....	المطلب الأول: طرق التوريق التقليدي وأساليبها القانونية ووصفها الشرعي.
242.....	الفرع الأول: الطريقة الأولى: عن طريق حوالة الحق.
245.....	الفرع الثاني: الطريقة الثانية: نقل الأصول (الديون) عن طريق التجديد.
247.....	الفرع الثالث: الطريقة الثالثة: المشاركة الفرعية.
248.....	المطلب الثاني: أوجه الاختلاف بين التوريق من الناحية التقليدية والتصكيك من الناحية الإسلامية.
251.....	المطلب الثالث: مقارنة بين الصكوك والأسهم والأدوات المالية الأخرى.
251.....	الفرع الأول: الفروق بين الصكوك والأسهم.
251.....	الفرع الثاني: العلاقة بين الصكوك وعقود التمويل الإسلامية المجمعة.
252.....	الفرع الثالث:مقارنة بين الصكوك والسندات.
253.....	الفرع الرابع: الفرق بين الصكوك الإسلامية والمشتقات المالية.
253.....	المطلب الرابع: مخاطر الصكوك وموقف الشريعة من ضمانها.
254.....	الفرع الأول: مفهوم المخاطرة.
257.....	الفرع الثاني: طبيعة مخاطر المصارف الإسلامية.
260.....	الفرع الثالث: مخاطر صيغ التمويل الإسلامية المرتبطة بالتصكيك.
269.....	الفرع الرابع: طبيعة الموارد والاستخدامات بالمصارف الإسلامية وأهمية وجود نظام لإدارة المخاطر.
270.....	الفرع الخامس: مخاطر مخالفة القواعد المالية الإسلامية.
270.....	المطلب الخامس: آليات إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية.
270.....	الفرع الأول: خطوات إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية.
271.....	الفرع الثاني: آليات إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية.

276.....خلاصة الفصل

357- 278.....الفصل الرابع: مقارنة بين نموذج التوريق التقليدي ونموذج التوريق الإسلامي

278.....مَهَيِّدًا

308-279.....المبحث الأول: التحديات التي تواجه عمليات التوريق الإسلامي مقارنة بالتوريق التقليدي

279.....المطلب الأول: التقييم الشرعي العام

279.....الفرع الأول: تحليل توافق العقود مع الشريعة الإسلامية

283.....الفرع الثاني: الفرق بين الصكوك المدعومة بأصول والصكوك المستندة على أصول

285.....الفرع الثالث: أنواع أخرى من الهياكل

287.....الفرع الرابع: استخدام الوعد في الصكوك القائمة على أصول وفي الصكوك المدعومة بأصول

288.....المطلب الثاني: أساليب عمل النظام المصرفي الإسلامي

288.....الفرع الأول: التصكيك كأداة لمواءمة الأصول والخصوم

290.....الفرع الثاني: ضرورة توحيد المعايير المالية الإسلامية

293.....المطلب الثالث: إدارة السيولة والربحية في المصرف الإسلامي

293.....الفرع الأول: الفروق الأساسية بين أساليب التمويل في المصارف الإسلامية والمصارف التقليدية

295.....الفرع الثاني: خصوصية الوساطة المصرفية الإسلامية

301.....الفرع الثالث: أنواع شهادات الصكوك التي تصدرها المصارف الإسلامية

303.....المطلب الرابع: تطور السوق العالمية للصكوك و لسندات التوريق التقليدية

303.....الفرع الأول: نظرة عامة على السوق العالمية للصكوك

307.....الفرع الثاني: تطور سوق التوريق مع الأزمة المالية الأخيرة وما بعدها

319-309.....المبحث الثاني: معيار كفاية رأس المال للمصارف الإسلامية

309.....المطلب الأول: معيار كفاية رأس المال الصادر في 1999

310.....المطلب الثاني: ملاءة المصارف الإسلامية وفقا للمعيار الجديد بازل 2

310.....الفرع الأول: ملاحظات حول المعيار الصادر في سنة 1999

313.....الفرع الثاني: تحديد الأوزان

314.....المطلب الثالث: انعكاسات مقررات لجنة بازل 3 على المصارف الإسلامية

314.....الفرع الأول: أهم ما جاءت به مقررات لجنة بازل 3

317.....الفرع الثاني: مدى ملاءمة معيار لجنة بازل للتطبيق بالمصارف الإسلامية

318.....المطلب الرابع: معايير المحاسبة الشرعية

357-320.....المبحث الثالث: مقارنة بين آليات التوريق التقليدي والتوريق الإسلامي

320.....المطلب الأول: تصنيف الصكوك في وجود وغياب آلية تعزيز الائتمان

322.....المطلب الثاني: التوريق التركيبي من الناحية التقليدية والناحية الإسلامية

325.....	المطلب الثالث: ضمانات الصكوك الإسلامية.....
326.....	المطلب الرابع: الأسس المحاسبية لإصدار وتداول الصكوك الإسلامية.....
326.....	الفرع الأول: الإثبات والإفصاح المحاسبي لإصدار وتداول الصكوك الإسلامية.....
327.....	الفرع الثاني: الأسس المحاسبية التي يجب أن تتبعها المصارف الإسلامية.....
329.....	الفرع الثالث: وضع مخصص ديون مشكوك فيها للمشاركات والمضاربات.....
329.....	الفرع الرابع: المعايير المحاسبية التي يعتمد عليها النظام المحاسبي للمصارف الإسلامية في التقويم لتحديد الربح.....
330.....	الفرع الخامس: الإفصاح المحاسبي عن الصكوك في القوائم المالية الدورية للشركة المصدرة.....
331.....	المطلب الخامس: هياكل الإصدار الخاصة بعمليات التصكيك.....
332.....	المطلب السادس: الطرق المتاحة للمصارف الإسلامية لتحديد وإدارة المخاطر.....
333.....	الفرع الأول: إدارة المخاطر بالمصارف الإسلامية.....
334.....	الفرع الثاني: تحديد المخاطر في المصرفية الإسلامية.....
337.....	الفرع الثالث: المخاطر الائتمانية في المصرفية الإسلامية.....
338.....	الفرع الرابع: المخاطر السوقية في المصرفية الإسلامية.....
342.....	الفرع الخامس: المخاطر التشغيلية في المصرفية الإسلامية.....
343.....	الفرع السادس: الاعتراف بنقل المخاطر (قواعد إلغاء الاعتراف بالموجودات).....
344.....	الفرع السابع: متطلبات رأس المال لمؤسسات الخدمات المالية الإسلامية بصفتها منشئة.....
346.....	المطلب السابع: مقارنة بين المخاطر التي تتعرض لها المصارف الإسلامية والمصارف التقليدية.....
347.....	الفرع الأول: عمليات التوريق والأزمة المالية 2008.....
350.....	الفرع الثاني: الأزمة المالية والمصرفية الإسلامية.....
352.....	الفرع الثالث: الصكوك الإسلامية المقترحة للمصارف الإسلامية.....
355.....	الفرع الرابع: منهجية تسعير الصكوك الإسلامية.....
358.....	خلاصة الفصل.....

الفصل الخامس: مقارنة بين تجربة التوريق بالمغرب (حالة التوريق التقليدي) وتجربة ماليزيا وقطر والكويت (حالة التوريق الإسلامي) 360-

447

360.....	مَهَيِّدًا.....
399-361	المبحث لأول: التجربة المغربية.....
361.....	المطلب الأول: أهم بنود قانون التوريق بالمغرب.....
361.....	الفرع الأول: خصائص القانون المغربي المتعلق بالتوريق.....
365.....	الفرع الثاني: تعديل القانون الخاص بالتوريق بالمغرب.....
369.....	الفرع الثالث: أنواع الأدوات المالية المتداولة في السوق المالية المغربية.....
371.....	الفرع الرابع: رهانات وآفاق القانون الجديد للتوريق بالمغرب.....
372.....	المطلب الثاني: الأطراف المتدخلة في عمليات التوريق بالمغرب.....

372.....	الفرع الأول: نظام إدارة صندوق التوظيف الجماعي للتسديد
374.....	الفرع الثاني: المؤسسة المسيرة (المديرة) والمؤسسة المؤتمنة
374.....	الفرع الثالث: الأوراق المالية المصدرة من قبل صندوق التوظيف الجماعي للتسديد
375.....	الفرع الرابع: التغطية ضد المخاطر و التنازل عن الديون
376.....	الفرع الخامس: المعايير المحاسبية المطبقة على توريق الديون بالمغرب
379.....	المطلب الثاني: تجربة القرض العقاري والسياحي بالمغرب
380.....	الفرع الأول: بيانات تعريفية حول القرض العقاري والسياحي
380.....	الفرع الثاني: صندوق (CREDILOG1)
385.....	الفرع الثالث: صندوق (CREDILOG2)
386.....	الفرع الرابع: صندوق (CREDILOG3)
387.....	الفرع الخامس: صندوق (CREDILOG4)
387.....	الفرع السادس: شركة التجاري للتسديد " Attijari titrisation " وشركة " BMCE capital titrisation "
388.....	المطلب الثالث: تجربة البنك الشعبي المركزي بالمغرب
389.....	الفرع الأول: نبذة تعريفية بالبنك الشعبي المركزي
389.....	الفرع الثاني: وصف عام للعملية
392.....	الفرع الثالث: أهداف العملية
394.....	الفرع الرابع: التعزيز الائتماني للحصص المصدرة
396.....	الفرع الخامس: الشروط المتعلقة بالحصص المصدرة
399.....	المطلب الرابع: المالية الإسلامية بالمغرب
415-400.....	المبحث الثاني: التجربة الماليزية
400.....	المطلب الأول: مكونات الصناعة المالية الإسلامية الماليزية
400.....	الفرع الأول: أهم المحطات التاريخية للمالية الإسلامية بماليزيا
401.....	الفرع الثاني: عوامل نجاح الصيرفة الإسلامية الماليزية
404.....	المطلب الثاني: عمليات التوريق بماليزيا
404.....	الفرع الأول: صور عمليات التوريق بماليزيا
406.....	الفرع الثاني: تفعيل الصكوك الإسلامية عبر عقود المدائيات (صكوك البيع بالثمن الآجل والمرابحة)
407.....	الفرع الثالث: القرار الصادر عن اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية بشأن بيع الدين
409.....	المطلب الثالث: تفاصيل عملية (AMAN SUKUK Berhad)
413.....	المطلب الرابع: هيكلية مشاركة (برنامج صكوك المشاركة لـ (westports)
414.....	المطلب الخامس: تجربة صكوك الوكالة Malaysia global sukuk Al-wakalah
447-415.....	المبحث الثالث: تجربة بنك قطر الإسلامي وبيت التمويل الكويتي
416.....	المطلب الأول: تجربة مصرف قطر الإسلامي

416.....	الفرع الأول: أهمية التمويل بالصكوك الإسلامية.
418.....	الفرع الثاني: لمحة عن القطاع المصرفي القطري.
419.....	الفرع الثالث: نبذة تعريفية عن مصرف قطر الإسلامي.
422.....	الفرع الرابع: إدارة المخاطر بمصرف قطر الإسلامي.
423.....	الفرع الخامس: تفاصيل عملية محفظة الصكوك العالمية.
431.....	الفرع السادس: إيضاحات حول البيانات المالية.
434.....	الفرع السابع: هيئة الرقابة الشرعية بمصرف قطر الإسلامي.
435.....	المطلب الثاني: تجربة بيت التمويل الكويتي.
435.....	الفرع الأول: الإطار القانوني المنظم لعملية إصدار الصكوك بالكويت.
437.....	الفرع الثاني: بيانات تعريفية عن بيت التمويل الكويتي.
443.....	الفرع الثالث: الإستراتيجية الخمسية لبيت التمويل الكويتي.
443.....	الفرع الرابع: إدارة المخاطر ببيت التمويل الكويتي.
445.....	الفرع الخامس: لجنة المخاطر والأصول.
446.....	الفرع السادس: شركة بيت التمويل الكويتي الاستثمارية.
447.....	الفرع السابع: تجربة شركة صكوك القابضة الكويتية.
448.....	خلاصة الفصل.
450.....	الخاتمة العامة.
460.....	قائمة المراجع.
480.....	فهرس الأشكال والجداول.
490.....	الملاحق.
494.....	فهرس المحتويات.
509.....	الملخص.

يعد التوريق أحد أدوات الهندسة المالية وإبداعاتها، فبعد تطبيقه على قروض الرهن العقاري امتد بسرعة إلى أنواع أخرى من الأصول مما استوجب تركيباً مالياً ذا تقنية عالية، وتندرج عمليات التوريق في إطار ما بات يعرف باللاوساطة للقنوات المالية، كما أدت إلى ظهور نموذج جديد يطلق عليه القرض المهيكل والمُورَّق.

تتجلى أهمية التوريق ورهاناته على أكثر من صعيد، حيث أضحت عملياته أداة مهمة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، كما أصبحت تشكل فرصاً جديدة لشركات التأمين في مجال توريق الأخطار وللمستثمرين والصناديق الاستثمارية، وكل هذا في ظل إطار جديد أدى إلى طرح جملة من التساؤلات والانشغالات الأساسية خاصة ما تعلق بالإستراتيجيات الجديدة للتوريق في مواجهة التغيرات التنظيمية للجنة بازل للرقابة المصرفية، بالإضافة إلى متطلبات تطبيق المعايير المحاسبية الدولية الجديدة. إلا أن مخاطر صناعة التوريق واقع تشهد عليه الأزمة المالية العالمية الأخيرة والتي ضربت أكبر الأسواق المالية على الرغم من البيئة التشريعية والقانونية الصلبة والخبرة الطويلة في مجال التمويل العقاري، وهذا ما أدى إلى انخفاض كبير في نشاط التوريق وهو ما أدى إلى أزمة ثقة اتجاه الديون أو الحقوق المورَّقة على المستوى العالمي.

لذلك بات من الضروري التحكم في عمليات التوريق خاصة ما تعلق بتقييم مخاطر المقترضين وبالأخص بمدى وكيفية اللجوء إلى هذا النوع من العمليات المالية، بالإضافة إلى حتمية وضع برامج وخلق نماذج جديدة في مجال التمويل عن طريق آلية التوريق وهو ما يبين وجود نقاط ضعف في نموذج التوريق الحالي للأسواق المالية وعلى أكثر من صعيد، لذا لا بد من تشخيص الخصائص المرغوب فيها لنموذج قوي وسليم.

وعليه، وبمقابل عمليات التوريق التقليدية تسعى اليوم المصارف الإسلامية لإيجاد بدائل شرعية للمنتجات المالية الناتجة عن عمليات التوريق التقليدية والتي لا تنسجم مع الضوابط الشرعية، والتي يجب أن تكون لأصول عينية وليست ببيعاً للديون، حيث تحولت الصكوك الإسلامية في الآونة الأخيرة إلى ظاهرة عالمية مع اهتمام العديد من المؤسسات والحكومات باعتمادها بديلاً تمويلياً مناسباً لمواكبة خطط التوسع والاستثمار، لذلك فإن ظهور الصكوك من شأنه أن يعزز المعايير والضوابط ويشجع على الابتكار في هذا المجال خاصة ما تعلق بالصكوك المستندة لأصول.

إشكالية البحث:

أدت توليفة التعقيد والضعف التي تميز النموذج الحالي للتوريق إلى طرح تساؤل رئيس حول إمكانية التحكم فيها مع الحفاظ على ميزات التوريق خاصة في إطار الإبداع المالي، وبالرجوع إلى الأسباب الاقتصادية والمالية لظهور التوريق والتي كان من بينها توزيع المخاطر عبر سيرورة التجزئة إلى شرائح والتي سمحت بتحويل مخاطرة الائتمان لمستثمرين ماليين آخرين، بالإضافة إلى توجيه الوساطة المصرفية عن طريق الأسواق المالية للاستجابة بصفة مباشرة لاحتياجات المقترضين والمقرضين.

وبعد مرور الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 وتأكيد الخبراء الاقتصاديين على أن أساس التقلبات الحادة في الاقتصاد الرأسمالي ترجع بالأساس إلى التمويل عن طريق سعر الفائدة، والبديل عن ذلك هو التمويل الإسلامي والذي يقوم على نظام المشاركة ويرتبط باستثمار حقيقي، لذا فلقد فرضت المصارف والمؤسسات المالية واقعا جديدا نتجت عنه أدوات



استثمارية جديدة منها الصكوك الإسلامية والتي هي بمثابة أدوات دين في الأسواق المالية الإسلامية وكوسيلة لتمويل المشاريع.

من هذا المنطلق، يمكن طرح التساؤل الرئيسي التالي:

كيف ستتم عملية تطوير وترشيد عمليات التوريق في النظام المصرفي التقليدي بالموازاة مع تطور عمليات إصدار الصكوك الإسلامية وإمكانية بروزها كبديل للسندات التقليدية؟

وتتفرع عن هذه الإشكالية الرئيسية التساؤلات الفرعية التالية:

- ❖ هل تختلف عمليات التوريق في المصارف الإسلامية عنها في المصارف التقليدية؟
 - ❖ كيف يمكن للنظام المصرفي الإسلامي أن يتجاوز مساوئ عمليات التوريق التقليدية ومحاولة بناء نموذج جديد لهذا النوع من العمليات والخاضع لضوابط الشريعة الإسلامية؟
 - ❖ ما مدى درجة الأمان التي تتمتع بها الأدوات المالية الإسلامية والتي من الممكن أن تكون بديلا للمنتجات المهيكلية (produits structurés) والناجحة عن عمليات التوريق التقليدية؟ وما إمكانية خلق منتجات مالية مهيكلية إسلامية؟
 - ❖ ما الدور الذي يمكن أن تؤديه وكالات التصنيف في مجال تصنيف المنتجات المهيكلية والتي تسمح أيضا بأفضل تقييم للمخاطر في إطار عمليات التوريق؟
 - ❖ إلى أي مدى تنسجم هيكلية الصكوك الإسلامية مع الضوابط الشرعية؟
- وللإجابة على هذه التساؤلات وكمنتطلق للدراسة تم وضع الفرضيات التالية:

فرضيات البحث: سنحاول من خلال هذه الدراسة الانطلاق من الفرضيات التالية:

- 1- تتم عملية تطوير وترشيد عمليات التوريق في النظام المصرفي التقليدي من خلال:
 - تقوية كلا من الهياكل والبنود خارج الميزانية التي تستند إليها عمليات التوريق، وأداء الشركات ذات الغرض الخاص بطريقة تمكنها من امتصاص الصدمات، بالإضافة إلى بناء أنظمة لإدارة المخاطر المرتبطة بالأدوات المالية المشتقة؛
 - إيجاد توافق بين رأس المال والمخاطر في النموذج الحالي للتوريق التقليدي وذلك بتوفير أموال خاصة لتغطية السيولة وتعزيز الائتمان للمصارف المُنْتَازلة؛
- 2- تسعى المصارف الإسلامية لإيجاد البدائل الشرعية للمنتجات المالية والتي تتوافق مع الضوابط الشرعية ومن بينها عمليات التوريق، حيث تختلف هذه العمليات في هياكلها وعقودها وإجراءاتها ومخاطرها عن غيرها من الأدوات التقليدية، وخاصة ما تعلق بطبيعة الأصول التي يمكن توريقها؛
- 3- المحافظ التمويلية للمصارف الإسلامية بتركيباتها التمويلية الحالية التي تشكل المراجحات حوالي 80% من أصولها سوف يقلل من قدرتها على توريق محافظها التمويلية، مما سيخلق أعباءً إضافية عليها من حيث كفاية رأس المال وزيادة مخاطرها الائتمانية وعدم القدرة على منافسة المؤسسات المالية التقليدية في سوق التمويل طويل الأجل.



أهداف البحث: يحاول هذا البحث الوصول إلى الأهداف التالية:

- ❖ تبيان آليات تطوير وترشيد عمليات التوريق التقليدية على ضوء المعطيات الاقتصادية والمالية الراهنة؛
- ❖ إبراز مدى صلابة الأسس التي تقوم عليها الصيرفة الإسلامية وصحة القوانين التي تحكمها في ظل التطور المستمر لأدوات التمويل الإسلامي، ولأن عمليات التمويل العقاري من منظور الاقتصاد الإسلامي تختلف تماما عن تلك للاقتصاد الوضعي والتي تقوم على معدل الفائدة، حيث تستخدم على سبيل المثال نظام المراجعة أو المشاركة التأجيرية؛
- ❖ التوصل إلى إمكانية تأسيس نظام توريق فعال يخدم كلا النظامين المصرفيين: التقليدي والإسلامي؛
- ❖ الوقوف على آفاق وتحديات عمليات التوريق؛
- ❖ إبراز دور التصكيك الإسلامي في إيجاد أدوات مالية استثمارية قادرة على تطوير سوق مالية إسلامية فعالة؛
- ❖ إبراز أهمية وجود هندسة مالية إسلامية تخدم أهداف الصناعة المالية الإسلامية؛
- ❖ تسليط الضوء على واقع عمليات التوريق والتصكيك ببعض الدول العربية والإسلامية؛
- ❖ إثراء المكتبة الجامعية بمثل هذه الدراسات المتخصصة؛

أهمية البحث:

لعل من بين أهم ما يستدعيه البحث في هذا الموضوع وإلقاء الضوء عليه ومتابعته هي الأهمية التي تتمتع بها عمليات التوريق والتي أعطت مجالا واسعا للمصارف فيما يتعلق بالإدارة الفعالة لميزانياتها، وذلك من خلال إعادة هيكلة جانب الأصول بما يتلاءم وآجال استحقاق مواردها من جهة؛ وتحويل المخاطر المرتبطة بالقرروض من جهة أخرى (من وجهة نظر المصارف التقليدية)، وإمكانية إخضاع هذا النوع من العمليات الحديثة لضوابط الشريعة الإسلامية والقادرة على تلافي سلبيات عمليات التوريق التقليدية، لذا يجب على المصارف الإسلامية إعادة النظر في سياساتها التمويلية وتنويع أدواتها بما يخدم أهدافها بعيدة المدى ويدعم استثماراتها طويلة الأجل.

كما سمح وجود هندسة مالية إسلامية بابتكار أدوات مالية إسلامية مُهيكلّة تمتاز بمجموعة من الخصائص تجعلها مختلفة تماما عن تلك الأدوات للمالية التقليدية.

منهج البحث:

بالنظر إلى طبيعة الموضوع، ومن أجل اختبار فرضيات البحث وتحقيق أهداف الدراسة والإحاطة بمختلف جوانبها، فقد تم الاعتماد على المنهج الوصفي والتحليلي الذي يعتمد على جمع مختلف البيانات والمعلومات، وهذا في سبيل التشخيص السليم والوصف الدقيق لموضوع الدراسة من مختلف جوانبه، إضافة إلى استخدام أسلوب المقارنة من أجل تبيان أوجه التشابه والاختلاف بين عمليات التوريق التقليدية وتلك الخاضعة لأحكام الشريعة الإسلامية، بالإضافة إلى أسلوب دراسة الحالة في الجزء التطبيقي من خلال دراسة حالة كل من مصرف قطر الإسلامي وبيت التمويل الكويتي والتجربة الماليزية (عمليات التصكيك)، هذا بالإضافة إلى التجربة المغربية عن طريق عرض مختلف ومجمل عمليات التوريق التي تمت بالمغرب (حالة التوريق التقليدي).



مصادر البحث:

في سبيل حصر جوانب الموضوع وإثراء الدراسة بشقيها النظري والتطبيقي تم الاعتماد على عدة مصادر مختلفة ومتنوعة من اللغتين العربية والأجنبية، وتتمثل خاصة في الكتب والمعاجم والأبحاث والدراسات والمقالات ذات الصلة بموضوع الدراسة، هذا بالإضافة إلى الاستعانة ببعض المواقع المتوفرة على شبكة الانترنت في سبيل الحصول على المعلومات والبيانات والتقارير والإحصائيات.

الدراسات السابقة: من بين الدراسات السابقة:

❖ **دراسة الباحث:** منذر قحف: **سندات الإجارة والأعيان المؤجرة**، (بحث رقم 28 من منشورات المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب/المصرف الإسلامي للتنمية، 1995)، حيث تناولت هذه الدراسة إمكانية استخدام عقد الإجارة بشروطه وأنواعه المختلفة كأساس لإصدار أوراق مالية قابلة للتداول، وسمها سندات الإجارة والأعيان المؤجرة، كما استعرض الأنواع المتعددة لها وإمكانية أن تصدر لتمثل خدمات موصوفة في الذمة، تستحق في المستقبل، كما يمكن أن تمثل منافع أعيان وهي منافع موصوفة في الذمة أيضاً؛

❖ **دراسة الباحث:** عبد الرحيم عبد الحميد الساعدي: **نحو مشتقات مالية إسلامية لإدارة المخاطر التجارية 1999:** بدأت الدراسة بالتعريف بأهمية المخاطر التجارية التي تواجه المشروعات الإنتاجية والتمويلية عن طريق التحوط بأساليب وفق أحكام الشريعة الإسلامية، وركزت الدراسة على أن ابتكار مشتقات مالية إسلامية وتطويرها يمكنها من زيادة الكفاءة الاقتصادية عن طريق توسيع الفرص الاستثمارية في مشاركة المخاطر وتخفيض تكاليف المعاملات.

كما حددت الدراسة شروطاً معينة على تأسيس وحدات للبحث والتطوير لتحقيق جملة من الأهداف، وألها استحداث المشتقات الإسلامية وثانيها تطوير وسائل ومعايير فعالة لقياس المخاطر التي تنشأ أو تخفض باستخدام المشتقات، وثالثها: تطوير طرق محاسبية جديدة لإظهار وتجسيد مخاطر التغير ومستوى التقلب في قيم موجودات ومطلوبات المؤسسات المالية، أما الهدف الرابع فهو تبني السلطات المالية والنقدية ضوابط وسياسات استقرار فعالة تتماشى مع المرونة المتزايدة للمؤسسات المالية ومقدرتها على الحركة عبر النظام المالي الدولي؛

❖ **دراسة الباحث:** خالد أمين عبد الله: **الخلفية العملية والعلمية للتوريق:** (سلسلة التوريق 2، بيروت، اتحاد المصارف العربية، 2002)، حيث أوضح مفهوم التوريق في المصارف التقليدية وآفاقه ومنافعه والبعد التشريعي من حيث التكييف القانوني، سواء كان استبدال الدين أو التنازل أو المشاركة الجزئية، كما أوضح المعالجة المحاسبية لهذه العملية؛

❖ **دراسة الباحث:** أحمد اسحق الأمين حامد بعنوان: **الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها**، رسالة ماجستير، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، 2005: حيث تناولت هذه الدراسة الصكوك الاستثمارية الإسلامية وأنواعها، ومخاطر هذه الصكوك ومصادرها، كما قدمت هذه الدراسة آليات لعلاج هذه المخاطر، وتوصل الباحث إلى أن طبيعة الصكوك الإسلامية تختلف عن الصكوك التقليدية مما يترتب عليه مخاطر ذات طبيعة مختلفة؛

❖ **دراسة الباحث:** فؤاد محمد أحمد محيسن، **نحو نموذج تطبيقي إسلامي لتوريق الموجودات**، رسالة دكتوراه الفلسفة في العلوم المالية والمصرفية، 2006: تطرقت هذه الدراسة إلى نماذج التوريق التي يجري تطبيقها في المصارف

الإسلامية حالياً والتي تعاني من اضطراب وقصور في الجوانب الفقهية والعملية، وبالتالي إمكانية صياغة نموذج تطبيقي لتوريق الموجودات يكون محكوما بالضوابط الشرعية وملتزما بالأحكام الفقهية.

وقد توصل الباحث إلى أن متغيرات البيئة الداخلية والخارجية للمصارف الإسلامية تمكن من تطبيق النموذج الإسلامي لتوريق الموجودات بشكل عملي وفعال وابتكار أداة مالية تجمع بين المصدقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية. كما توصل الباحث إلى أن وجود الإطار القانوني المناسب والبنية التحتية الملائمة والحاكمة لعملية التوريق من خلال إصدار قانون خاص يرفع عمليات التوريق بمختلف جوانبها يحقق الكفاءة الاقتصادية والمصدقية الشرعية بشكل عملي وفعال؛

❖ **دراسة الباحثة سحا سورياني جعفر: سوق رأس المال في ماليزيا ودور الرقابة الشرعية في معاملاته،** رسالة ماجستير، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، 2006: تناولت الباحثة في هذه الدراسة طبيعة سوق رأس المال الماليزي والجهات الرقابية فيه، كما تطرقت إلى طبيعة الرقابة الشرعية ودورها في معاملات السوق ومدى موافقتها للأحكام الشرعية؛

❖ **دراسة الباحثة: زاهرة علي محمد بني عامر: التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية،** رسالة ماجستير في الاقتصاد والمصارف الإسلامية، جامعة اليرموك، 2008: قدمت هذه الدراسة إطار نظري شامل لكافة جوانب التصكيك التقليدي والتصكيك الإسلامي، كما بينت هذه الدراسة الأهمية الاقتصادية للتصكيك الإسلامي، كما حاولت تقديم صيغ جديدة مقترحة لتفعيل التصكيك الإسلامي في جوانب عديدة؛

❖ **دراسة الباحث: محمد عبد الحميد عبد الحي: استخدام تقنيات الهندسة المالية في إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية: أطروحة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم المالية والمصرفية، كلية الاقتصاد، جامعة حلب، الجمهورية العربية السورية، 2014،** تناولت الدراسة إمكانية استخدام بعض تقنيات الهندسة المالية المطبقة في المصارف التقليدية في إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، وقد تم اختيار تقنية القيمة المعرضة للمخاطر والعائد على رأس المال المعدل بالمخاطرة واختبارات الضغط، بالإضافة إلى مؤشر الاستقرار والسلامة المالية "Z-Score" لأنها الأبرز والأهم في مجال إدارة المخاطر المصرفية من جهة؛ ولأنها تغطي كامل المنحنى الإحصائي لتوزيع الخسائر في المصارف الإسلامية.

تم التوصل من خلال هذه الدراسة إلى أن هذه التقنيات تحتاج إلى العديد من التعديلات الجوهرية والشكلية لتناسب مع طبيعة العمل المالي والمصرفي الإسلامي، كما تم اقتراح وهندسة نموذج كمي لقياس حجم المخاطر القصوى التي يمكن أن تتعرض لها المصارف الإسلامية في ظل أوضاع كارثية معقولة الحدوث بالاستناد إلى معيار مجلس الخدمات المالية الإسلامية.

خطة البحث:

من أجل الإجابة على الإشكالية المطروحة والتأكد من الفرضيات الموضوعية ومن ثم الوصول إلى تحقيق الأهداف المرجوة من هذه الدراسة، فقد تم تقسيم البحث إلى خمسة فصول، أربعة فصول نظرية وفصل تطبيقي.

الفصل الأول: مدخل للهندسة المالية من المنظور المصرفي الإسلامي والتقليدي؛

الفصل الثاني: عمليات التوريق من المنظور المصرفي التقليدي؛

الفصل الثالث: عمليات التوريق من المنظور المصرفي الإسلامي؛

الفصل الرابع: مقارنة بين نموذج التوريق التقليدي ونموذج التوريق الإسلامي



الفصل الخامس: مقارنة بين تجربة التوريق بالمغرب (دراسة حالة التوريق التقليدي على مجموعة من المصارف المغربية) والتجربة الماليزية وتجربة كل من مصرف قطر الإسلامي وبيت التمويل الكويتي (دراسة حالة التوريق الإسلامي) مع التطرق لمختلف الإجراءات التشريعية والتنظيمية لهذا النوع من العمليات.

حدود وصعوبات البحث:

من بين الصعوبات التي واجهت عملية إتمام هذا البحث، تعلقت بالجانب التطبيقي أين واجهتنا صعوبة إسقاط الجانب النظري على الجانب التطبيقي وإيجاد دراسة الحالة المناسبة سواء ما تعلق بالتوريق التقليدي أو التوريق الإسلامي، مع نقص في بعض المعطيات والبيانات فيما يخص دراسة حالة التوريق الإسلامي على المستوى الجزئي. تنوعت الحدود الزمنية للدراسة حسب الحاجة وحسب ما توفرت لدينا من معطيات تخدم الدراسة في جانبها التطبيقي، مع محاولة إيجاد أحدث الإحصائيات لآخر السنوات. لقد تم اختيار التجارب محل الدراسة للاعتبارات التالية:

- ❖ تعمل المصارف عينة الدراسة في ظل نظام اقتصادي حر، وهذا من شأنه أن يتيح حرية كاملة للأداء المصرفي؛
- ❖ تميز هذه الدول بالاستقرار السياسي والأمني، خلقت ظروفًا دفعت بالعديد من المؤسسات المالية والشركات الإقليمية والعالمية أن تتخذ منها مقراً لها ومنفذاً لنشاطاتها، حتى أصبح البعض منها كالكويت وقطر وماليزيا من بين الدول الرائدة في الخدمات المصرفية الإسلامية؛
- ❖ وجود نظام رقابي مناسب للعمل المصرفي عزز مكانة هذه الدول في مجال العمل المصرفي، وخلق جواً من التنافسية الكبيرة بينها، انعكس على تطور أدوات العمل المصرفي وتعزيز القدرة على الابتكار لمواجهة التحديات التي تحيط بهذه المؤسسات؛
- ❖ ساعدت الظروف الملائمة والأداء الجيد لاقتصاديات هذه الدول على الانفتاح والتنوع الاقتصادي والرفع من مصداقيتها الممتازة في الأسواق العالمية بشهادة وكالات التصنيف الدولية؛
- ❖ تتميز دول العينة بالإضافة إلى الاستقرار على مستوى الاقتصاد الكلي بوضوح في الإطار القانوني والإداري وتوفر خدمات بنية تحتية حديثة في ظل سياسات اقتصادية ليبرالية؛
- ❖ حافظت هذه الدول على موقعها الريادي في صفوف قطاع المصارف الإسلامية، وذلك من خلال تبني طرح منتجات إسلامية استثمارية وتمويلية مبتكرة المدعومة بالخدمات المصرفية الكبيرة والمقدمة من قبل المصارف الإسلامية للأفراد والشركات.



المقدمة العامة

① مهيتنا

② إشكالية البحث

③ فرضيات البحث

④ أهداف البحث

⑤ أهمية البحث

⑥ منهج البحث

⑦ مصادر البحث

⑧ الدراسات السابقة

⑨ خطة البحث

⑩ حدود وصعوبات البحث

الفصل الأول

مدخل للهندسة المالية من المنظور
المصرفي التقليدي والإسلامي

مُهَيِّدٌ

أعطى ظهور الهندسة المالية وأدواتها مجالات ابتكار متعددة ومتطورة، كون أن غرضها الأساسي هو التحوط ونقل المخاطرة، إلا أن استعمالها قد توسع بصورة كبيرة خلال السنوات الماضية ليشمل أغراض الاستثمار والمضاربة ولازالت عملية تطوير الأدوات الجديدة واستعمالاتها مستمرة وبصورة متزايدة حتى الآن.

ولا شك أن الحاجة الماسة للإبداع والتطوير في المصارف على اختلاف أنواعها، يُعد من عوامل الديمومة والبقاء في أسواق مفتوحة وحرّة تشهد تنافسا حادا بين المصارف والمؤسسات المالية المحلية ونظيراتها الدولية الناشطة معها في نفس السوق، أما فيما يخص المؤسسات المالية الإسلامية فهي في أمس الحاجة للتطوير والإبداع، سواء على المستوى المؤسسي أو على مستوى الصناعة المالية الإسلامية كونها صناعة ناشئة مقارنة بنظيرتها التقليدية، وهذا كله سيسهم في تحقيق نمو مستدام للصناعة ككل وینعكس حتما على استدامة المؤسسات المالية الإسلامية وإيجاد بدائل للمنتجات التقليدية. سيتم من خلال هذا الفصل التطرق للمباحث التالية:

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول الهندسة المالية

المبحث الثاني: الهندسة المالية من منظور إسلامي

المبحث الثالث: أدوات الاستثمار في السوق المالية التقليدية والإسلامية

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول الهندسة المالية

قد يبدو مفهوم الهندسة المالية حديثا نسبيا من حيث المصطلح والتخصص لكنه قدم قدم التعاملات المالية، بدأت "وول ستريت" في بداية الثمانينيات من القرن الماضي في تطوير منتجات الأسواق المالية، كما أدت التغيرات في مجال التمويل إلى تحول طبيعة المالية من علم وصفي إلى علم تحليلي، وأصبحت تساهم في تحديد طبيعة العلاقة بين القرارات المالية وبيعة القرار، لتتحول في النهاية إلى علوم هندسية تُعنى بتصميم جديد للمنتجات المالية وتطوير الابتكارات فيما يتعلق بالأدوات والعمليات والحلول المالية.

بدأ هذا التحول في أواخر الخمسينيات من القرن الماضي مع أعمال كل من "Marko witz" في اختيار المحفظة، وبعد ذلك خلال السبعينيات مع أعمال كل من "Black & Scholes" على تسعير الخيارات، وفي منتصف الثمانينيات من القرن الماضي أخذت هذه العملية اسم الهندسة المالية.

المطلب الأول: تعريف وأهمية الهندسة المالية

ظهر خلال السنوات القليلة الماضية مفهوما جديدا في عالم المال بشقيه العلمي والأكاديمي وهو ما يطلق عليه الهندسة المالية والذي يتيح إمكانية استعمال أكثر من عائد من الصفقات اليومية للأدوات المالية، لذا تمتلك الهندسة المالية القدرة على تخفيض تكاليف النشاطات القائمة والتقليل من مخاطرها وتجعل من الممكن تطوير منتجات وخدمات وأسواق جديدة.

تعددت مفاهيم الهندسة المالية تبعا لفلسفتها، حيث شُبهت بالهندسة المعمارية والمهندس المالي بالمهندس المعماري وأدوات الهندسة المالية بأدوات الهندسة المعمارية التي يمكن من خلالها إيجاد العديد من التشكيلات والمراكز المالية المختلفة، وكذلك الاعتماد على النماذج والأساليب الكمية المدروسة في تصميمها باستعمال الأدوات المالية الجديدة.

يقوم المهندس المالي بهذه العملية من خلال إستراتيجيات معينة خاصة تعتمد على تشخيص متطلبات المتعاملين في الأسواق المالية وقدراتهم من جهة، وتحليل وتشخيص الفرص والتحديات في هذه الأسواق من جهة أخرى من أجل تحديد إستراتيجية الهندسة المالية المثلى من وجهة نظر المتعاملين.

الفرع الأول: تعريف الهندسة المالية

تعد كلمة "الهندسة" تسمية قديمة وتعني "عبقرية" و"موهبة"، وكلمة "génie" أو "ingénierie" هما تسميتان لمفهوم واحد والذي يطبق على مختلف الأنظمة العلمية (كيمياء وميكانيك وإعلام آلي... الخ)، ولا بد من الإشارة إلى أن الهندسة الحديثة تتميز بتطبيقات واسعة لمبادئ هندسة الأنظمة، التي يمكن أن تغطي العديد من المجالات والتي لا تهدف حتما فقط للإنتاج و/أو الإنشاء بالمعنى المادي، ولكن أيضا نشاطات الخدمات⁽¹⁾.

لذا، فالهندسة هي مجموعة المعارف والتقنيات المتعلقة بالمفهوم، حيث تغطي كل النشاطات الفكرية التي تسمح بتصور أو إدراك الشيء بطريقة عقلانية وعملية مع ضمان التناسق بين مختلف الأنظمة التي تؤدي إلى تحقيقه.

(1)-Kamel Eddine Bouatouata, **P'ingénierie financière-définitions, objectif et finalités, modalités et instruments de mise en œuvre**, Editions Grand-Alger Livres, Alger, 2006, pp : 14-15.

هناك مجموعة من التعاريف للهندسة المالية، ومنها⁽¹⁾:

أولاً: تعريف الهندسة المالية من وجهة نظر الإدارة المالية بالمؤسسات: قد تكون الهندسة المالية بالنسبة لخزينة الشركة تعبيراً مفيداً

لوصف العملية الكمية التحليلية المُصمَّمة لتحسين عملياتها المالية، وقد تتضمن النشاطات التالية:

- 1- تعظيم قيمة الشركة؛
 - 2- إدارة محفظة الأوراق المالية؛
 - 3- التفاوض حول التمويل/التحوط في الصفقات التي تنعكس مباشرة على قيمة ضريبة الشركة آخذاً بعين الاعتبار المخاطر التنظيمية والسياسية؛
 - 4- تنظيم صفقات المبيعات بشكل يراعي مصالح كل من الزبون والشركة؛
 - 5- تنظيم صفقات الشراء بشكل يوازن مصالح كل من المورد والشركة.
- يمكن أن تتضمن كل هذه النشاطات استخدام النماذج الكمية والبرامج التقنية والمشتقات... الخ؛

ثانياً: تعريف الهندسة المالية من وجهة نظر الأسواق المالية: يستخدم مصطلح الهندسة المالية لوصف تحليل البيانات

المُحصَّلة من السوق المالية بطريقة علمية، والذي يأخذ عادة شكل الخوارزميات الرياضية أو النماذج المالية. ويتم اللجوء للهندسة المالية كثيراً في السوق المالية (مع إجراء تعديلات عليها) خاصة في تجارة العملات وتسعير الخيارات وأسهم المستقبلية، كما يسمح استعمال أدوات وتقنيات الهندسة المالية للمهندسين الماليين وللمتعاملين في الأسواق المالية من فهم أفضل لهذه الأخيرة، وهو ما يعد عاملاً مهماً بالنسبة إليهم، لأن دقة المعلومات وسرعتها أساسية في اتخاذ القرارات؛

ثالثاً: تعاريف مختلفة للهندسة المالية: ومنها:

- 1- تعريف الجمعية الدولية للمهندسين الماليين^(*): "تتضمن الهندسة المالية التطوير والتطبيق المبتكر للنظرية المالية والأدوات المالية لإيجاد حلول للمشاكل المالية المعقدة ولاستغلال الفرص المالية فهي ليست أداة، بل هي المهنة التي تستعمل الأدوات، حيث أنها تختلف عن التحليل المالي، فمصطلح تحليل يعني تشتيت الشيء لفهمه؛ أما مصطلح هندسة فيقصد به (بُنْيَة)"؛
- 2- كما تعرف على أنها: "القدرة على الخلق والابتكار من جانب مصارف الاستثمار في تصميم ورقة مالية، أي أنها عملية خلق منتجات مالية جديدة، ويشار إليها أحياناً بالهندسة المالية وهو الابتكار الذي أدى إلى تحسين فرص إدارة المخاطر"⁽²⁾؛
- 3- "التحول النهائي للمنتج المالي (الموجود) لتحسين إيراداته أو تقليل مخاطره مما يجعل له دوراً في تغيير أوضاع السوق المالية"؛

(1) - عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز للاقتصاد الإسلامي، مجلة 20، عدد 2، 2007، ص: [9-11].
(*) - الإتحاد الدولي للمهندسين الماليين (IAFE) هي هيئة متخصصة أنشئت خصيصاً للمهندسين الماليين لرعايتهم والارتقاء بصناعة الهندسة المالية عام 1992، كما قام الإتحاد بوضع معايير للصناعة تركز على النظرية والتطبيق.
(2) - سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها- دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية، دار النشر للجامعات، القاهرة، 2005، ص: 90-91.

- 4- تعرف أيضا على أنها "توليد أدوات أو أوراق مالية جديدة لمقابلة احتياجات المستثمرين أو طالبي التمويل المتجددة لأدوات التمويل التي تعجز الطرق الحالية عن الإيفاء بها"⁽¹⁾؛
- 5- بناءً على ما سبق، تقسم الهندسة المالية إلى الهندسة المالية الكمية والتي تقوم على بناء نماذج كمية تساهم في التنبؤ بالمخاطر وقياسها، والهندسة المالية النوعية أو الكيفية والتي تقوم على ابتكار وتصميم منتجات مالية جديدة أو إعادة هيكلة منتجات قائمة تساهم في حل مشاكل التمويل المختلفة والاستفادة من التغيرات الحاصلة في ظروف السوق والأوضاع الاقتصادية والقانونية العامة أو تقدم منتج للتحوط والوقاية من المخاطر المحتملة⁽²⁾؛

رابعا: انطلاقا مما سبق يمكن تعريف الهندسة المالية بأنها "التصميم والتطوير والتنفيذ لأدوات وآليات مالية مبتكرة، والصياغة لحلول إبداعية لمشاكل التمويل"⁽³⁾، وهو بذلك يشير إلى أنها تتضمن ثلاثة أنواع من الأنشطة:⁽⁴⁾

- 1- ابتكار أدوات مالية جديدة؛
 - 2- ابتكار آليات تمويلية جديدة من شأنها تخفيض التكاليف الإجرائية لأعمال قائمة، مثل التبادل من خلال الشبكة العالمية؛
 - 3- ابتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية، كإدارة السيولة أو الديون أو إعداد صيغ تمويلية لمشاريع معينة تلائم الظروف المحيطة بالمشروع؛
- قدم العديد من منظري الهندسة المالية مفاهيم كثيرة بينت أن الأساس هو إيجاد الأدوات المالية الجديدة لأغراض التحوط والمضاربة والاستثمار التي تدور جميعها حول إدارة المخاطر وإيجاد الصيغة الأولية للمنتج المالي لتوصيله بريح مالي معين إلى المستخدم النهائي في وقت معين أو على شكل مجاميع من الأرباح الزمنية على مدى فترات متعاقبة من الزمن⁽⁵⁾.
- تعتبر بذلك الهندسة المالية منهجا لنظم التمويل المعاصرة يهدف إلى تحقيق الكفاءة في المنتجات المالية المعاصرة وتطويرها في ظل الاحتياجات المالية والتي تتصف بأنها متجددة ومتنوعة وذلك باستخدام الأساليب الكمية الرياضية والإحصائية، بالإضافة إلى كونها عملية منظمة لبناء وتصميم منتجات مالية جديدة أو تطوير منتجات قائمة في سبيل الحد من المخاطر المرتبطة بالعمليات التمويلية والاستثمارية.

الفرع الثاني: همزور الإبداع المالية

اختلط مفهوم الإبداع بمفاهيم أخرى تتقارب وتتداخل فيما بينها في المعنى، على الرغم من اختلافها في الأصل، وخاصة منها الاختراع والابتكار والتغيير والتحسين.

أولاً: تعريف الإبداع

- 1- **لغة:** اتفقت معاجم اللغة على أن الإبداع يعني "اختراع الشيء أو إنشائه على غير مثال سابق"، وكما جاء في لسان العرب: "الإبداع هو من بَدَعَ، وبَدَعَ الشيء أو ابْتَدَاعَهُ تعني أنشأه وبدأه"، وجاء في المعجم الوسيط "بَدَعَهُ بَدْعاً أنشأه على غير مثال سابق".

(1)- هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على إستراتيجيات الخيارات المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص ص. 22-23.

(2)- محمد عبد الحميد عبد الحي، استخدام تقنيات الهندسة المالية في إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، أطروحة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم المالية والمصرفية، كلية الاقتصاد، غير منشورة، جامعة حلب، سوريا، 2014، ص ص: 6-7.

(3)- سامي السويلم، صناعة الهندسة المالية، نظرات في المنهج الإسلامي، شركة الراجحي المصرفية للاستثمار، ديسمبر 2000، ص: 5.

(4)- المرجع السابق، ص: 2.

(5)- هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية بالتركيز على الخيارات نحو سوق مالي/مدخل إسلامي، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الكوفة، 2009، ص: 5.

يعرف قاموس أكسفورد الإبداع بأنه "تقديم أفكار وأساليب أو طرق جديدة"، أما أصل كلمة الإبداع لاتي من "Novus" وتعني "الجديد"، وقد ظهر كمصطلح سنة 1297، وهو يتعلق بإدخال شيء جديد غير معروف من قبل⁽¹⁾؛

2- (اصطلاحاً): تباينت تعاريف الكتاب للإبداع، ومن بينها:

أ. يعرف على أنه "قدرة عقلية فردية أو جماعية تمر من خلال مراحل متعددة، يتم من خلالها اكتشاف علاقات أو مكونات جديدة، ينتج عنها فكر وعمل جديان يتميزان بقدر من الطلاقة والمرونة والأصالة والحساسية للمشكلات، وهذه القدرة الإبداعية من الممكن تنميتها وتطويرها حسب قدرات وإمكانات الأفراد والجماعات والمنظمات"⁽²⁾؛

ب. أو هو: "الوحدة المتكاملة لمجموعة العوامل الذاتية و الموضوعية التي تقود إلى تحقيق إنتاج جديد و أصيل ذو قيمة من الفرد و الجماعة. و الإبداع بمعناه الواسع يعني "إيجاد الحلول الجديدة للأفكار والمشكلات والمناهج"⁽³⁾؛

ج. أو هو "استحداث فكرة أو نظرية أو افتراض علمي جديد أو اختراع جديد أو أسلوب جديد لإدارة منظمة".

ينسب المفهوم الحديث للإبداع للاقتصادي النمساوي "جوزيف شمبيتر" بداية من سنة 1912 والذي يعتبر المُنظَر الأول للإبداع، حيث سُمي السيرورة التي تتحكم في تحريك المجتمع "بالتدمير الابتكاري"، أي أن منظمات الأعمال المُبتكرة تقدم منتجات جديدة أو أحسن تكنولوجيا تتداول في الاقتصاد، لكن ذلك يؤدي إلى تدمير منظمات الأعمال الساكنة - المنظمات غير الساعية نحو التغيير و التجديد - على أساس رؤية واسعة للإبداع، وعرف الإبداع بأنه "ابتكار منتج جديد أو إصلاح أو تحسين منتج قديم، أو ترتيب مختلف لعوامل الإنتاج"⁽⁴⁾؛

ثانياً: الإبداع وبعض المفاهيم المرتبطة به⁽⁵⁾:

1- الإبداع والسمس: التحسين هو "إدخال تعديلات أو تغييرات صغيرة أو كبيرة على العمليات أو المنتجات الحالية بما يجعلها أكثر كفاءة أو تنوعاً أو ملاءمةً في الاستخدام، والتوصل إلى المنتج الجديد جزئياً من خلال التحسينات التي يتم إدخالها على المنتجات الحالية"، فالإبداع إذن هو "أفكار جديدة ومفيدة ومتصلة بحل مشكلات معينة أو تجميع وإعادة تركيب الأنماط المعروفة في أشكال فريدة، ولا يقتصر الإبداع على الجانب التكنيكي لأنه لا يشمل تطوير السلع والعمليات المتعلقة وإعداد السوق فحسب، بل يتعدى أيضاً الآلات والمعدات وطرائق التصنيع والتحسينات في التنظيم نفسه ونتائج التدريب والرضا عن العمل بما يؤدي إلى ازدياد الإنتاجية"⁽⁶⁾؛

2- الاختراع والابتكار: يستعمل مصطلحي الاختراع والابتكار بمعنى واحد من طرف بعض الاقتصاديين الذين يعتبرون أن الاختراع أو الابتكار يعني "اكتشاف أولي لمكون جديد أو فكرة جديدة، والتي يمكن أن تكون قاعدة لسيرورة الإبداع"، لكن يعتبر البعض الاختراع هو الحل التقني لمشكلة ما، وهو فكرة أو رسم أو نموذج لآلة أو منهج أو عملية

(1)- عجابي خديجة، الإبداع ودوره في الرفع من أداء المنظمات الحديثة، ورقة بحثية مقدمة في إطار الملتقى الدولي حول الإبداع والتغيير التنظيمي في المنظمات الحديثة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سعد دحلب، البليدة، يومي 12-13 ماي 2010، ص:4.

(2)- المرجع نفسه.

(3)- ناصر شارفي، دور الابتكارات المالية في الرفع من أداء البنوك والمؤسسات المالية، ورقة بحثية مقدمة في إطار الملتقى الدولي حول الإبداع والتغيير التنظيمي في المنظمات الحديثة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سعد دحلب، البليدة، يومي 12-13 ماي 2010، ص:2.

(4)- المرجع السابق، ص: 3.

(5)- عجابي خديجة، مرجع سابق، ص: [4-6].

أو نظام جديد أو محسن، وليس بالضرورة أن تصبح سلعة أو خدمة يمكن تسويقها، أما الابتكار فيعني "كل ما يتولد عن الأفكار الجديدة، حيث أنه التطبيق الاقتصادي للاختراع، فهو يضيف بعدا اقتصاديا إلى جانب البعد التقني".
وعليه، يمكن القول أن الاختراع والابتكار يمثلان نقطة الانطلاق والإبداع نقطة الوصول، فالابتكار يمثل تقدّم وإنتاج أفكار جديدة، بينما الإبداع هو وضع هذه الأفكار حيز التنفيذ، ويظهر ذلك في تحليل "جوزيف شميتز" للإبداع إذ يعرفه بأنه: "النتيجة الناجمة من إنشاء طريقة أو أسلوب جديد في الإنتاج، وكذا التغيير في جميع مكونات المنتج أو كيفية تصميمه، فالإبداع في الأخير هو التطبيق العملي لفكرة ابتكارية"⁽¹⁾؛

3- **التغير والإبداع**: يستقطب موضوع الإبداع عدة فروع علمية، ومنها علم الإدارة وعلم الاجتماع وعلم النفس... الخ، بينما يعتبر التغيير التنظيمي من اختصاص علم الإدارة فقط، لذا هناك الكثير من الكتب التي تتناول الإبداع باعتباره التغيير خاصة التنظيمي كشكل من أشكال الإبداع، لكن التغيير على عكس الإبداع لا يهتم بالفرد أو مجموعة العمل، لأنه يشمل التغييرات الإدارية المخططة بشكل رسمي التي تمس المنظمة ككل أو بعض أقسامها، لذا فهما مكملان لبعضهما البعض، لأن الإبداع عملية أساسية يحدث من خلالها التغيير وهذا الأخير قد يولد إبداعا في الهياكل أو وظائف المنظمة، ومن ثم كل إبداع هو تغيير، ولكن ليس كل تغيير هو إبداع.

لم تولد الإبداعات المالية من العدم فهناك مجموعة من الأسباب التي أدت إلى ظهورها وتطورها، حيث ينصرف التحليل الاقتصادي للتجديد إلى شرح الحافز الذي يسبب هذا الأخير، والنابع من رغبة الأفراد ومؤسسات الأعمال في تعظيم الربح، حيث يحفز التغيير في البيئة الاقتصادية البحث عن التجديدات المربحة⁽²⁾، فلقد أدركت مختلف المؤسسات المالية وبخاصة المصرفية منها من خلال التغيير الجذري الحاصل على مستوى المحيط الاقتصادي الذي تعمل في إطاره منذ السبعينيات من القرن الماضي، أن كثيرا من الأساليب التقليدية لم تعد مربحة، كما أن الكثير من المنتجات المالية التي تقدمها لم تعد تلق إقبالا من قبل الجمهور؛ وأصبح الكثير من الوسطاء الماليين غير قادرين على تجميع الموارد المالية المطلوبة بالأدوات المالية التقليدية، ولكي تتمكن من البقاء في إطار البيئة الاقتصادية الجديدة كان لزاما على المؤسسات المصرفية أن تبحث وتطور منتجات جديدة تكون مربحة وهو ما تأتي لها من خلال الهندسة المالية.

نالتا: من بين الأسباب الأساسية لظهور الإبداعات المالية^(*):

1- التجديد المالي لتجنب المخاطر: أصبحت أسواق رؤوس الأموال أكثر مخاطرة نتيجة لتقلبات معدلات الفائدة، وازدادت درجة عدم التأكد بخصوص العائد على الاستثمارات التي تقوم بها المؤسسات المالية، لذا فارتفاع معدلات الفائدة أدى إلى ارتفاع مستوى الطلب على المنتجات المالية، حيث تم خلق الأسواق المستقبلية وأسواق الخيارات⁽³⁾؛

(1)- المرجع السابق، ص: 7.

(2)- أحمد أبو الفتوح الناقية، **نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية**، الإسكندرية، مؤسسة شباب الجامعة، 2003، ص: 36.

(*)- معظم الكتاب والباحثين يرجع دوافع هذا الإبداع المالي في اتجاهين، الأول يعتقد أن زيادة دور المنظم وتقييد السوق بمجموعة من التشريعات والقوانين ساهم في زيادة الإبداع والحاجة إلى أدوات تساعد المتعاملين في السوق إلى تجنب بعض التشريعات، والثاني يعتقد أن مضمون الإبداع ينحصر في تقديم أدوات مالية أكثر كفاءة في إعادة توزيع المخاطر بين المشاركين في السوق المالية.

(3)- Michel Dubernet, **Gestion Actif-Passif et tarification des services bancaires**, Economica, Paris, 1997, p : 11.

- 2- التجديد المالي استجابة للتغير التكنولوجي: تعتبر تكنولوجيا المعلومات من أهم الأسباب التي غيرت من شروط العرض من خلال تخفيض تكلفة المعاملات المالية وأصبح من اليسير على المستثمرين الحصول على المعلومات؛
- 3- التجديد المالي لتجنب الإجراءات التنظيمية؛
- 4- الأسواق المالية كمرجعية للمصارف: عرف المحيط المصرفي تحولات كثيرة مرتبطة خاصة بالدور المركزي للأسواق المالية، وفي ظل هذا الظرف أمكن الحديث عن وجود علاقة تكاملية بين المصارف والأسواق المالية والتي تزامنت على مستوى العديد من المصارف بتطور أدوات جديدة للقياس الكمي للمخاطر، وفي مواجهة هذا التطور أصبحت هناك ثلاثة خيارات ممكنة أمام المصارف وهي⁽¹⁾:
- أ. اختيار ممارسة مهنتها بمعزل عن الأسواق المالية ووفقا لطرق كيفية تقليدية؛
- ب. محاولة استخراج نموذج جديد للتخطيط والمركز على النشاط المصرفي انطلاقا من المداخل الكمية الجديدة؛
- ج. وضع حيز التنفيذ أدوات كمية وكيفية للمقارنة والتحكيم بين المحفظة المصرفية للقروض والأسواق المالية.
- 5- أدت ظاهرة اللامساواة المالية بالمصارف إلى البحث وتطوير وسائل جديدة لتحسين ربحيتها من أجل خلق القيمة وهو ما أدى إلى ظهور ما يعرف بالمنتجات المستندة لأصول أو المهيكلّة ولعل من أهمها مشتقات القرض والتوريق⁽²⁾، كما أعطت الأسواق المالية الفرصة للمصارف لإدارة مختلف المخاطر التي تتعرض لها، ومنحتها أيضا إدارة مثالية لأصولها وخصوصها⁽³⁾، كما أن تنوع طبيعة المؤسسات المالية العاملة في أسواق التمويل الدولي سرع من حركة الإبداعات المالية، وقد جاءت هذه الأدوات المستحدثة لتضفي صفة التوافقية مع متطلبات المدخرين والمستثمرين على حد سواء، وتزايد استخدام الأدوات المستندة إلى التعامل المستقبلي، كما شاع استخدام التحوط في العمليات المصرفية والمالية، وذلك لمواجهة التعرض للمخاطرة... الخ⁽⁴⁾،
- يوضح الشكل الموالي مطابقة مؤقتة بين جانبي الأصول والخصوم لميزانية مصرف، وذلك باللجوء إلى السوق المالية (توريق ومنتجات مشتقة... الخ).

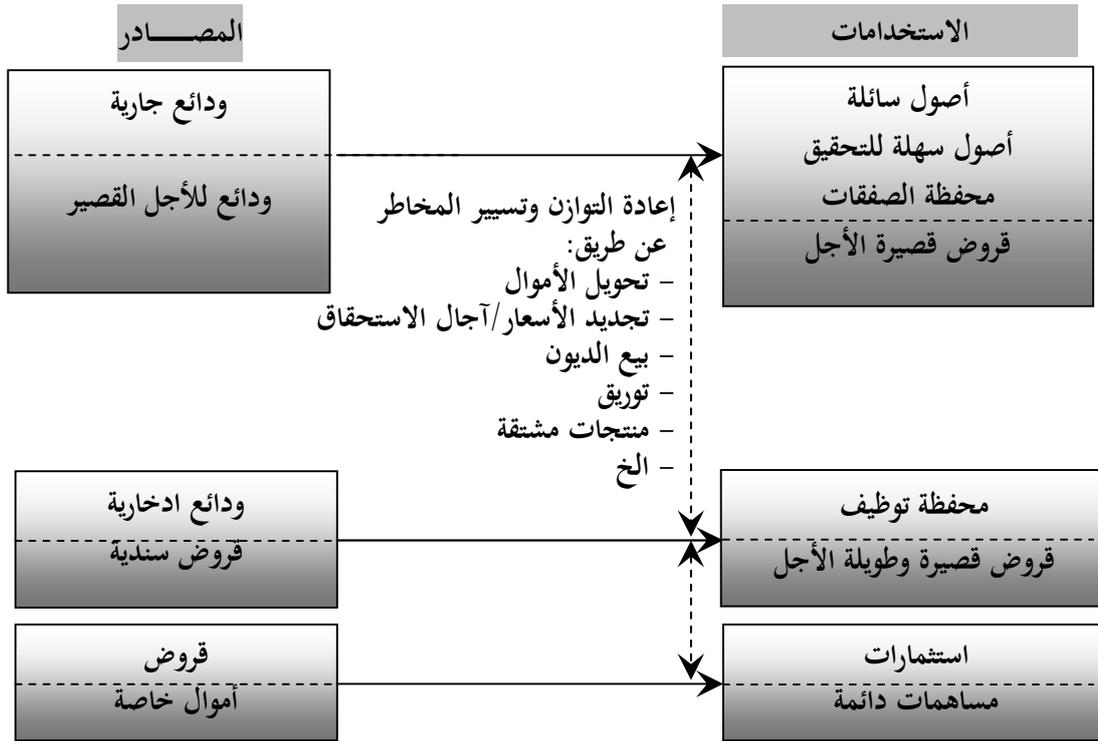
(1)- Arnaud de Servigny, **Le risque de crédit. nouveaux enjeux bancaires**, 2^{ème} édition, Dunod, Paris, 2003, p : 1.

(2)- **Ibid**, p : 5.

(3)- Zuhayr Mikdashi, **Les banques à l'ère de la mondialisation**, Economica, Paris, 1998, p : 124.

(4)- عدنان الهندي، **الواقع المصرفي الدولي والعربي وميراث التوريق**، منشورات اتحاد المصارف العربية، لبنان، 1995، ص: 21.

النكث رقم (1-1): مطابقة مؤقته بين جانبي الأصول والخصوم لميزانية مصرف تقليدي



Source : Zuhayr Mikdashi, Les banques à l'ère de la mondialisation, Economica, Paris, 1998, p : 12.

الفرع الثالث: أنواع الابتكارات المالية

تهدف الابتكارات المالية إلى خلق أدوات مالية مبتكرة وبسيطة وأدوات لإدارة المحافظ الفردية أو الجماعية، بالإضافة إلى إيجاد آليات لتسعيورها في الأسواق المالية المنظمة أو غير المنظمة، وتطوير التكنولوجيات اللازمة لتداولها وجميع المعلومات ذات الصلة. وضع مصرف التسويات الدولية نظاما لتصنيف الابتكارات المالية إلى⁽¹⁾:

أولاً: ابتكارات نقل المخاطر: يجب التمييز ضمن هذه الفئة بين مخاطر الأسعار (قد تتغير أسعار الأصول)، ومخاطر الإقراض (قد يتعثر المقترض عن السداد)، أما أدوات تسعير المخاطر فقد صُممت لتعزيز كفاءة تسعيرها، مثلا عن طريق توسيع قنوات المراجعة الممكنة والفرص المتاحة؛

ثانياً: ابتكارات تعزيز السيولة: لهذه الابتكارات تأثيرا على زيادة سيولة الأصول، ومن أمثلتها الأصول المؤرقة التي يمكن أن تباع في سوق القروض الثانوية، حيث توفر لمؤسسات الإقراض القدرة على تغيير هيكل محفظتها؛

ثالثاً: ابتكارات توليد الأسم: والتي لها أثر إعطاء سمة السهم، حيث يتم تحديد معدل العائد على الأصل بناءً على أداء المُصدِر، على سبيل المثال مبادلة الديون بالأسهم؛

(1) -Yuan K. Chou and Martin S. Chin "Financial Innovations and Technological Innovations as Twin Engines of Economic Growth" University of Melbourne, Australia, January 9, 2004 , p: 9.

رابعاً: الابتكارات التأمينية: من أمثلتها عقود المبادلة على التعثر والخاصة بالتغطية ضد مخاطر الائتمان، حيث يدفع المشتري للبائع جزءاً من أقساط التأمين، ويتعهد في المقابل البائع بتعويض المشتري في حال حدوث خلل ما⁽¹⁾؛

خامساً: ابتكارات إدارة الأصول والخصوم: وسعت من نطاق إدارة الأصول والخصوم بالنسبة للمصارف، من خلال تقديم مجال لإدارة المخاطر وتوسيع فرص الإقراض أو تغيير هيكل المخاطرة في ميزانيتها؛

سادساً: الابتكارات التمويلية للمؤسسات المالية: وسعت عمليات التوريق مثلاً من مصادر التمويل المصرفي لمجموعة واسعة من المستثمرين، وإلى أولئك الذين قد يكونون مستعدين للاستثمار في فئة معينة من الأصول المصرفية كالهون العقارية، ولكن ليس في المصرف نفسه⁽²⁾؛

سابعاً: ابتكارات توليد الائتمانات: لهذه الابتكارات القدرة على توسيع مجال الوصول إلى أسواق الائتمان، على سبيل المثال تقوم المصارف بتوريق بعض القروض أو تشتري ضماناتها إلى أن يتم تمرير المخاطرة إلى الآخرين، حينها تزداد قدرتها على الإقراض⁽³⁾.

الفرع الرابع: بيئة نشأة الهندسة المالية

شهدت أسواق المال العالمية منذ بداية الستينيات من القرن الماضي ثورة في مجال الابتكارات المالية، يمكن تلخيصها في الظواهر الأربع التالية⁽⁴⁾:

أولاً: أدى اتساع وتعدد أدوات الاستثمار المتاحة في أسواق المال إلى ارتفاع سيولتها وإتاحة المزيد من التمويل؛

ثانياً: إيجاد أدوات لإدارة المخاطر، والتي مكنت من إعادة توزيع المخاطر المالية طبقاً لتفضيلات المستثمرين؛

ثالثاً: تطوير أدوات المراجعة بين الأسواق، مما مكن من تحسين التكاليف وزيادة العائد والانفتاح على الأسواق المالية؛

رابعاً: تعدد وتنوع إستراتيجيات الاستثمار نتيجة لتعدد وتنوع أدوات الاستثمار خاصة المشتقات المالية؛

خامساً: صُنفت الهيئة الاقتصادية الكندية الإبداع المالي في ثلاثة اتجاهات⁽⁵⁾:

1- **أدوات لتوسيع السوق:** وهي أدوات تؤدي لزيادة سيولة السوق وتوفير الأموال من خلال عرض الفرص الجديدة من قبل المصدرين إلى المستثمرين؛

(1)-David T. Llewellyn, Luisa Anderloni, Reinhard H. Schmidt, "**Financial Innovation in Retail and Corporate banking** ", Edward Elgar Publishing ,USA, 2009, p: 7.

(2) - **Idem**.

(3) - David L. Western, **Booms, Bubbles and Busts in US Stock Markets**, published by Rout ledge, New York, 2004, pp:133-134.

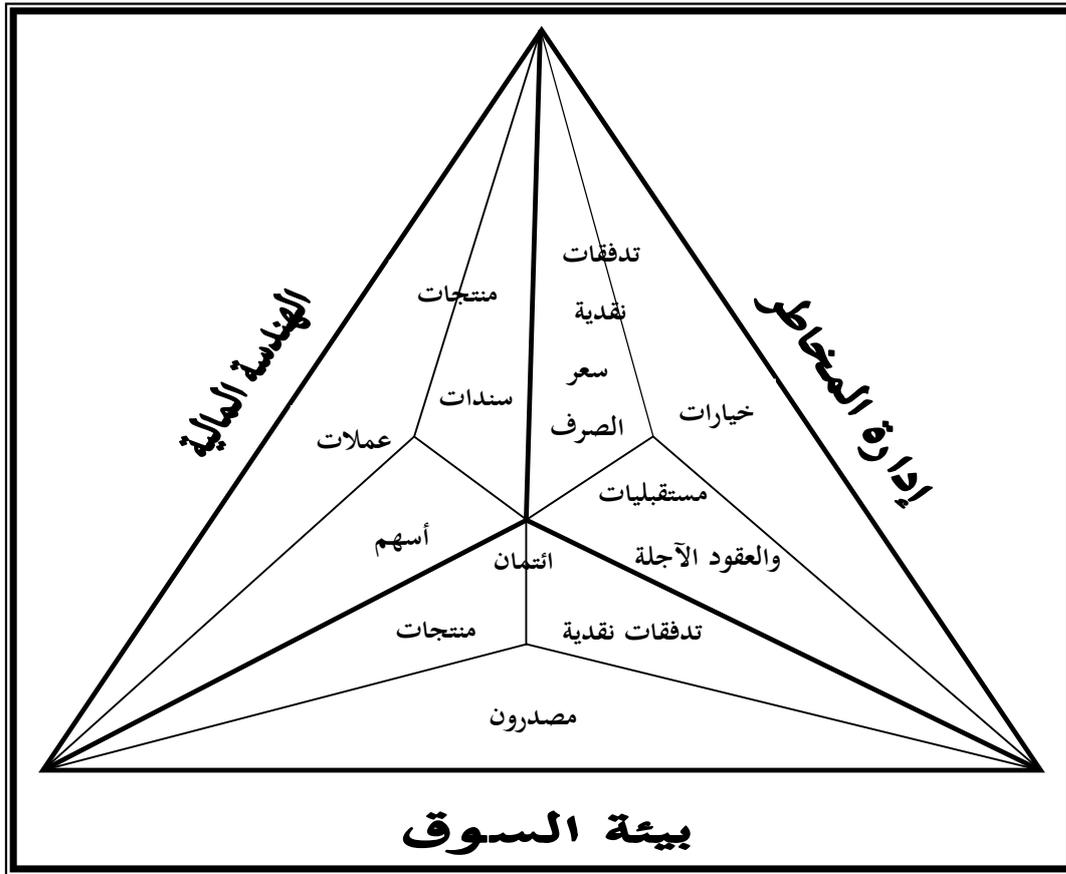
(4) - عبد الكريم قندوز، **الهندسة المالية واضطراب النظام المالي العالمي**، بحث مقدم في إطار مؤتمر العلوم الإدارية الدولي الرابع: اتجاهات عالمية، الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي، جامعة الكويت، 15-16 ديسمبر 2010، ص ص: 3-4.

(5) - ارشد فواد التميمي، **الأسواق المالية - إطار في التنظيم وتقييم الأدوات**، دار البازوري للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص: 24.

2- أدوات لإدارة المخاطر: والتي تستخدم لتحويل المخاطر المالية، وتعد عمليات التوريق أو التسديد إحدى أهم هذه الأدوات بالإضافة إلى المشتقات المالية؛

3- أدوات المرابحة: وهي أدوات تمكن المستثمرين والمقترضين من الاستفادة من فارق التكاليف واختلاف العائد بين الأسواق المالية، بالإضافة إلى المعلومات والتشريعات الضريبية. يوضح الشكل الموالي الإبداع المالي عبر الهندسة المالية.

الشكل رقم (1-2): الإبداع المالي عبر الهندسة المالية



Source: Perry H.Beaumont, **Financial Engineering Principles –A Unified Theory for Financial Product Analysis and Valuation**, John Wiley & Sons, Inc, New Jersey, USA, 2004, p:1.

الفرع الخامس: أهمية الهندسة المالية

تقدم الهندسة المالية مساعدة فعالة لتحقيق الأهداف الإستراتيجية التي تخطط لها مختلف الهيئات، حيث لا يقتصر دورها فقط على تخفيض تكاليف الأنشطة المنفذة، بل تمتد إلى أبعد من ذلك، فهي تطور وتبتكر منتجات مالية جديدة وتقدم خدمات وحلول مبدعة للمشكلات التي تواجه منشآت الأعمال، بل وأنها ظهرت لأول مرة لمواجهة المخاطر التي تتعرض لها تلك المنشآت وبفضلها تهيأت الظروف لخلق أسواق جديدة أبرزها أسواق المشتقات⁽¹⁾.

(1)- منير إبراهيم هندي، **الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات**، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2003، ص ص: 13-14. -بتصرف-

تساهم الهندسة المالية في تنمية ابتكارات تساعد في تحسين ما يسمى بالإقتصاد الحقيقي، إلا أن النجاح في ذلك مرهون بالمفهوم الحقيقي لها الذي يرتبط بالمهمة الوظيفية التي يوفرها الابتكار المتقدم والذي ينبغي أن ينطوي على أدوات تمويل وأنظمة وعمليات تسهم في تحسين الأداء وزيادة الربحية، وتجدر الإشارة إلى أن الإبداع الذي تحققه الهندسة المالية لا يقتصر على المنتجات الجديدة التي تقدمها، بل يمتد كذلك إلى محاولات تطوير أدوات وأفكار قديمة، فالأنواع المستحدثة من عقود المبادلة التي تمثل امتداداً لعقود المبادلة الأساسية بما فيها عقود مبادلة القروض بحقوق الملكية التي تستخدم كأداة تحد من فرص تعرض الدولة لمخاطر التوقف عن السداد، هي الأخرى من منتجات الهندسة المالية وإصدار المصارف لأنواع من السندات تضيف المزيد من الحماية لأموال المودعين هي الأخرى هندسة مالية، أما القوة الدافعة لتلك الابتكارات فهي الحاجة إضافة إلى التشريعات الميسرة^(*).

تعد مساهمة المنتج الجديد في تحسين الأداء شرط لاعتباره نوعاً من الابتكار، هذا الأخير ينبغي أن يسهم في تحسين الأداء الاقتصادي وذلك من خلال ثلاثة مداخل أساسية، المدخل الأول تحقيق الكمال للسوق بتوسيع فرص المشاركة في المخاطر وتحقيق التغطية وجذب موارد لم تكن متاحة وما شابه ذلك، أما المدخل الثاني فهو تخفيض تكلفة المعاملات أو تحسين السيولة، ثم المدخل الثالث المتمثل في تخفيض تكلفة الوكالة⁽¹⁾.

يعد استخدام منتجات الهندسة المالية خاصة من قبل المنشآت المالية والمصرفية ذو فائدة كبيرة، لاسيما وأنها تدعم وتعزز المنتجات التي تقدمها، كما تسهم بشكل فعال في تنويع أكثر لحافظتها الاستثمارية وتزيد من عوائدها فضلاً عن دورها في ابتكار طرق جديدة لقياس وتحسين إدارة مخاطرها والتي يمكن أن تتعرض لها جراء التقلبات المستمرة في بورصات السلع والأوراق المالية.⁽²⁾ تعتبر الهندسة المالية الأداة الأنسب التي يمكنها تقديم مساعدة فعالة لتحقيق الأهداف الإستراتيجية التي تخطط لها منشآت الأعمال بصفة عامة والمؤسسات المالية بشكل خاص، عن طريق رسم سياسات مالية قوية وابتكار منتجات وأدوات مالية جديدة وآليات واستراتيجيات مالية مرنة تتفاعل وتستفيد من التغيرات المستمرة في أسواق المال العالمية والإقليمية والمحلية (أسعار الفائدة على السندات و أسعار الصرف وأرباح الأسهم وأسعارها وحجم التداول... الخ)⁽³⁾.

الفروع (الساكن): عوامل ظهور وتطور مفهوم الهندسة المالية

ساعدت عدة عوامل على بروز وتطور الهندسة المالية ومنها:

أولاً: ظهور أساليب مختلفة للمستثمرين وطالبي التمويل (نزول الطلب على منتجات مالية جديدة): إن ظهور الاحتياجات الجديدة والمتطورة لوسائل التمويل المختلفة من حيث التصميم وتواريخ الاستحقاق جعل من الصعب تلبية رغبات المستثمرين والمشاركين في الأسواق المالية، ولذلك ظهرت الحاجة لابتكار وسائل جديدة لمقابلة هذه الاحتياجات؛

(*)-تسعى الهندسة المالية لتحقيق ثلاثة أهداف أساسية وهي: عمليات التحوط وعمليات المضاربة وعمليات المراجعة.

(1)-منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص:18-19.

(2)- هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على إستراتيجيات الخيارات المالية، مرجع سابق، ص:15.

(3)- عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز للإقتصاد الإسلامي، مرجع سابق، ص:4 - بتصرف.

ثانياً: تقنية المعلومات ومفهوم السوق العريض: أثر تطور تكنولوجيا الإعلام والاتصال في القطاع المالي بصورة كبيرة سواء في حدوده أو مفهومه أو طريقة عمله، وزالت كل الحواجز الزمانية والمكانية وأصبح من السهل تصميم الاحتياجات ومقابلتها بالاعتماد على قاعدة عريضة وواسعة من المشاركين في هذه السوق العالمية الكبيرة؛

ثالثاً: ظهور مفهوم الكفاءة والفعالية: يعني مفهوم الفعالية في السوق المالية، مدى مقدرتها على مقابلة احتياجات المشاركين فيها، بينما تعني الكفاءة المدى الذي تستطيع فيه هذه الأسواق مقابلة هذه الاحتياجات بتكلفة قليلة أو بوفورات ملحوظة وبسرعة ودقة عاليتين⁽¹⁾؛

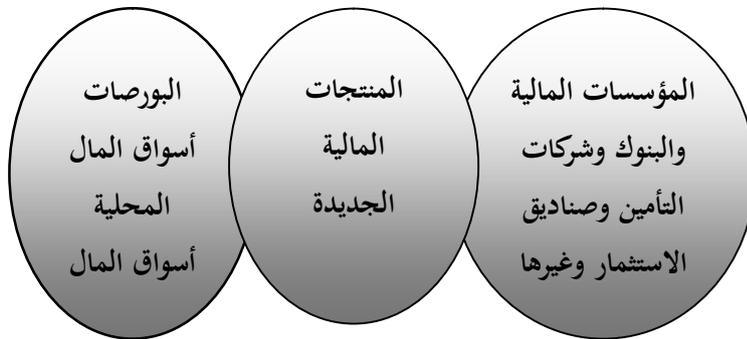
رابعاً: العولمة المالية: أدت إلى إلغاء أو الحد من القيود المالية والاستثمارية وتحسين مستوى الخدمات المالية والمصرفية المقدمة للعملاء؛

خامساً: المنافسة الشريرة: بين المصارف والمؤسسات المالية الأخرى وخاصة المستثمرون المؤسسيون؛

سادساً: زيادة سرعة التغيير في البيئة المالية والتقلب الشديد في أسعار الفائدة والعملات والسلع الأخرى بصورة عامة؛

سابعاً: التشريعات المالية الجديدة وإزالة القيود الخاصة باستخدام أدوات الهندسة المالية في بلدان عديدة والتي سمحت بتوسيع التعامل بهذه الأدوات وبدأت تزداد المنتجات المالية مما أدى إلى توسيع قاعدة الأسواق المالية، وهو ما يوضحه الشكل الموالي:

الشكل رقم: (3-1) توسيع فاعلية الأسواق المالية

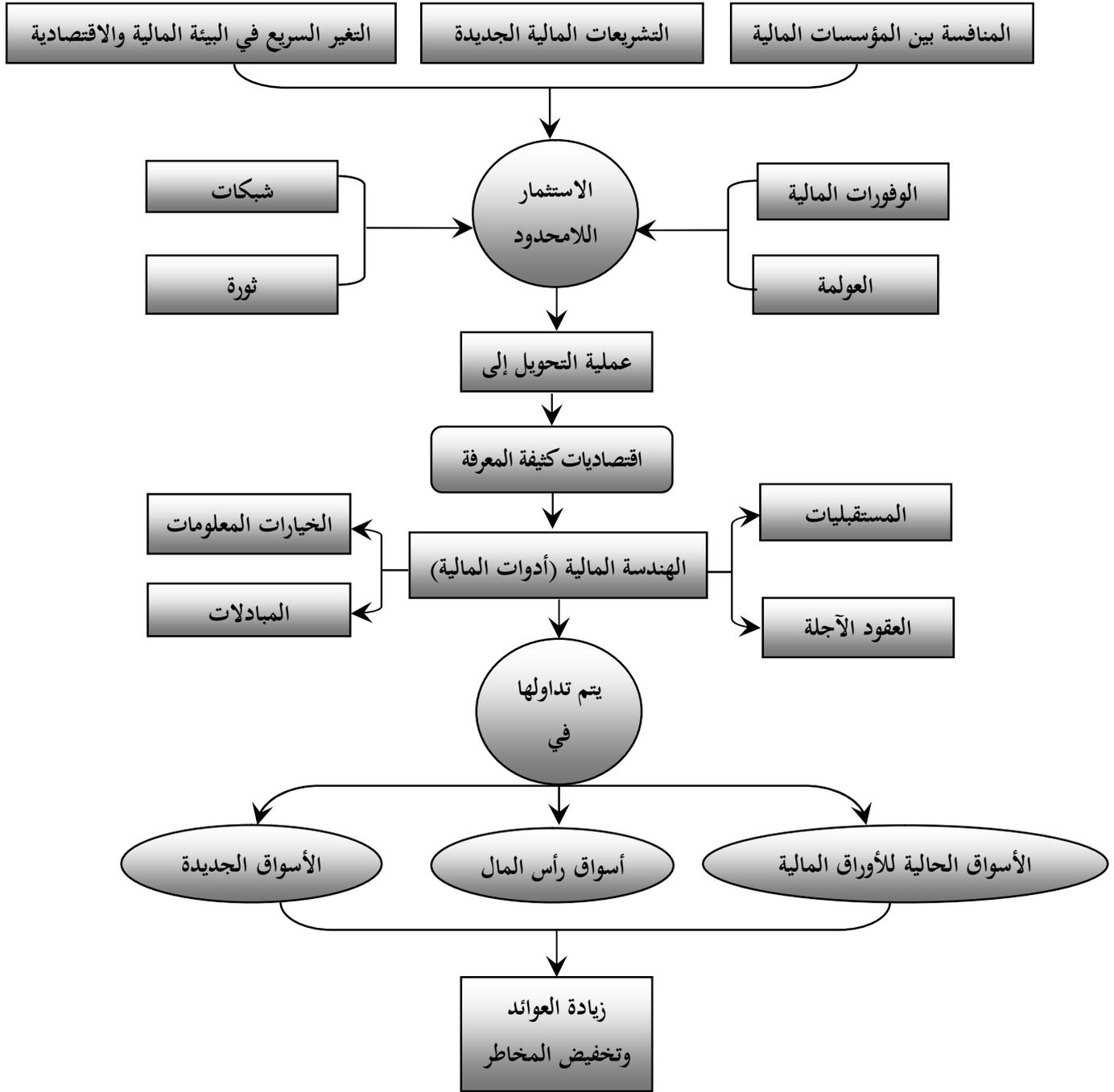


المصدر: فريد النجار، المشتقات والهندسة المالية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2009، ص: 52.

ساهمت العديد من العوامل في ابتكار الهندسة المالية، يمكن توضيحها من خلال الشكل الموالي:

(1)-هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على إستراتيجيات الخيارات المالية، مرجع سابق، ص: 25-26.

الشكل رقم (4-1): ابتكار الهندسة المالية وتداولها في الأسواق



المصدر: هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على إستراتيجيات الخيارات المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص: 25.

المطلب الثاني: أبعاد الهندسة المالية وشروط نجاحها

سيتم من خلال هذا المطلب التطرق لأبعاد الهندسة المالية وهي الأسس التي تقوم عليها، بالإضافة إلى عوامل نجاحها.

الفرع الأول: أسس الهندسة المالية

تقوم الهندسة المالية على مجموعة من الأسس، منها ما هو عام ومنها وما هو خاص.

أولاً: الأسس العام للهندسة المالية: تقوم الفكرة الأساسية للابتكارات المالية والتي هي موضوع الهندسة المالية، على أنه باستثناء العقائد الدينية فلا يوجد شيء مقدس، وهذا يعني أن الفكر الإنساني لا يجب أن يكون مقيداً بحدود معينة أو أفكار ثابتة، ولكنه يتجه إلى مساعدة متخذي القرارات وذلك من خلال الزيادة في عدد البدائل المتاحة أمامهم وما يوفره كل بديل من مزايا وتكاليف مختلفة ليختاروا من بينها ما يناسبهم، ولذلك فإن مجال عمل الفكر الإنساني هو الإبداع فيما بين النقيضين وابتكار بدائل هجينة فيما بينها أو اشتقاق أدوات ووسائل جديدة منهما⁽¹⁾؛

ثانياً: الأسس الخاصة للهندسة المالية: بالإضافة إلى الأساس العام الذي تقوم عليه الهندسة المالية، هناك مجموعة من الأسس الخاصة ومنها:

- 1- يجب أن يكون الربح حقيقياً وبعيداً عن الأنشطة الوهمية أو غير الفعلية من مضاربات وتضخم في الأسعار وممارسات مالية غير العادية؛
- 2- يعتبر التمويل في مشروعات الأعمال نشاطاً وسيطاً بغرض الإنتاج والتشغيل لتحقيق عائد مناسب يفوق تكلفة التمويل ويغطي المخاطر وعناصر التكلفة؛
- 3- المؤسسات المالية (المصارف وشركات التأمين وصناديق الاستثمار والأسواق المالية) في النظام الاقتصادي، أجهزة وسيطة لخدمة عجلة الإنتاج، لذا من الضروري أن تحقق توازناً في السوق النقدية ليقابل التوازن في السوق الحقيقية أو السلعية، وكذلك أسواق العمل مما يؤدي في النهاية إلى تشغيل اقتصادي كامل لموارد الدولة؛
- 4- يجب أن تدار الوظيفة المالية بالتركيز على المتغيرات الداخلية بالشركة والأبعاد البيئية المحيطة، بما يحقق التوازن والاستقرار والربحية والتحكم في المخاطر المالية وتخفيض تكلفة التمويل وتنمية مصادر بديلة للتمويل واستخداماته الاقتصادية؛
- 5- الوظيفة المالية هي المرآة الفعلية لدورة حياة المشروع، وترشيد القرار المالي في كل مرحلة يعكس النجاح المالي في المرحلة التالية، وترتبط كل مرحلة من مراحل النمو بقرار التمويل (المصدر) والاستثمار (الاستخدام)؛
- 6- يجب قياس النتائج المترتبة عن القرار المالي من حيث العائد والمخاطرة والتكلفة في الأجلين القصير والطويل؛
- 7- تتطابق أهداف المنظمات مع أهداف الإدارة المالية بها، فتهدف إدارة الأعمال لتحقيق الأرباح، ويتم ذلك عن طريق تخصيص الدقيق لعوامل الإنتاج من أموال وقوة عاملة وموارد في تنظيم معين، كما أن سياسات الاستثمار التي يختارها أصحاب رأس المال تسعى لتحقيق الأرباح في الأجل الطويل؛

(1) - طارق عبد العال حماد، التطورات العالمية وانعكاساتها على أعمال البنوك، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص ص: 222-223.

8- يمكن تقسيم قرارات الإدارة المالية لعدد من المجالات، كقرارات تحديد هيكل رأس المال من حيث الحجم ومصادر التمويل وتخصيص الأموال المتاحة على الاستخدامات من الأصول لضمان الربحية، وحل المشكلات المالية وتحليل النشاط المالي⁽¹⁾.

الفرع الثاني: شروط نجاحها ومناهجها

عموما تعتبر صناعة الهندسة المالية ناجحة إذا حققت بعض الشروط، ومنها:

أولاً: شروط نجاحها⁽²⁾:

- 1- أن يكون المنتج (أو العملية) إبداعيا حقا أي مُبتكرا؛
- 2- يجب أن تمكن هذه المنتجات أو العمليات المُصدرين أو المستثمرين من إنجاز عمليات لم يكن باستطاعتهم القيام بها سابقا؛
- 3- أن تجعل الأسواق أكثر كفاءة؛
- 4- أن تزيد ثروة حاملي الأسهم أو مُصدريها أو حتى الوسطاء؛

ثانياً: مناهجها: هناك العديد من المداخل المنهجية، ومنها⁽³⁾:

- 1- مناهج قائمة على أساليب بحوث العمليات؛
- 2- مناهج قائمة على أساليب الاقتصاد القياسي؛
- 3- مناهج قائمة على أساليب التحليل الإحصائي أحادي ومتعدد المتغيرات.

المطلب الثالث: إستراتيجية الهندسة المالية

يتوجب الأخذ بعين الاعتبار عند وضع إستراتيجية للهندسة المالية التشغيل الفعال لمصادر واستخدامات الأموال، فضلا عن التشغيل الديناميكي للمنتجات المالية الجديدة عن طريق الصفقات التي تعقد لأوامر تنفيذ في المستقبل.

الفرع الأول: أهم ركائز إستراتيجية الهندسة المالية

ترتكز إستراتيجية الهندسة المالية على⁽⁴⁾:

أولاً: تحديد عناصر القوة الداخلية للمشروع (الأصول المادية والمالية قصيرة الأجل وطويلة الأجل، أصول متغيرة وأصول ثابتة، وحقوق ملكية والخصوم قصيرة الأجل وطويلة الأجل)؛

ثانياً: تحديد فرص الاستثمار والتمويل في الأسواق المالية وخارجها، والتي تحقق جذب وربط إمكانيات المشروع بتلك الفرص؛

ثالثاً: تجنب التهديدات والمخاطر المالية في الأدوات المالية، كتذبذب أسعار الفائدة على السندات والقروض وتغيرات أسعار الصرف والمخاطر الأخرى؛

(1)- فريد النجار، المشتقات والهندسة المالية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2009، ص:43-44.
(2)- عبد الكريم فندوز، صناعة الهندسة المالية بالمؤسسات المالية الإسلامية، مذكرة تدخل ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نفود ومالية، منشورة، جامعة حسينية بن بو علي، الشلف، 2007، ص:10.
(3)- محمد عبد الحميد عبد الحي، مرجع سابق، ص: 10.
(4)- فريد النجار، المشتقات والهندسة المالية، مرجع سابق، ص:34.

رابعاً: الاستفادة من تغيرات الأسعار في الأسواق المالية في تعديل محفظة الاستثمار لزيادة العائد وخفض المخاطر؛

خامساً: بناء وإعادة بناء المنظومات المالية في الأجل القصير والطويل بصفة دورية في ضوء التغيرات الداخلية والخارجية بالسوق المالية والبيئة المحيطة.

وعليه، يمكن تحديد مفهوم إستراتيجية الهندسة المالية على أنها "خطة طويلة الأجل تأخذ بالحسبان كافة المقومات الداخلية من نقاط قوة وضعف في المراكز المالية التي تتعدد مداخل أنواعها، وكذلك تأخذ البيئة الخارجية بكل متغيراتها وبالتركيز أساساً على الجوانب والمؤشرات المالية"؛

سادساً: لا تركز إستراتيجية الهندسة المالية فقط على إدارة الأدوات المالية خارج المركز المالي، بل وكيفية السيطرة والرقابة على المخاطر المالية عن طريق السياسات المالية والمناهج المالية والتكنولوجيا المالية الجديدة التي تختارها الإدارة المالية للاستفادة من أسواق المال المفتوحة على العالم.

يحدد هذا التنسيق خط الائتمان وتسعير الخيارات المالية عن طريق أساليب تحديد قيمة محفظة الاستثمار واستخدام مخاطر الائتمان ضمن التوريق (أي الأوراق المالية الجديدة) واتخاذ قرارات مالية مرحلية بالاعتماد على الحقائق وقاعدة البيانات لتحديد المزيج المثالي من المنتجات المالية الجديدة (إضافة أو حذف) واستخدام أساليب تحديد القيمة الدفترية أو السوقية؛ كما تستخدم الإدارات المالية مقاييس للمخاطر من خارج بنود الميزانية، كالمناجزة بمشتقات الأوراق المالية والمقايضات والخيارات المالية والأدوات المالية الجديدة⁽¹⁾.

الفرع الثاني: مجالات الهندسة المالية

تغطي الهندسة المالية المجالات الآتية وفقاً لإستراتيجيتها⁽²⁾:

أولاً: الخدمات المالية بالمصارف ومؤسسات الادخار والإقراض؛

ثانياً: تخطيط الخدمات المالية للأفراد وإعداد المخطط المالي القانوني؛

ثالثاً: نشاطات الاستثمارات، مدير محفظة الأوراق المالية والحلل المالي القانوني؛

رابعاً: تقديم الخدمات المالية للمكاتب والشركات العقارية وأمناء الاستثمار والتأمين ومكاتب التثمين؛

خامساً: إدارة الأعمال المالية لأي نوع من الأعمال المالية والتجارية-الخاصة والعامة - المحلية والدولية- لغرض الربح أو غير ذلك. هناك العديد من المتغيرات المالية الجديدة التي تحتاج إلى إعادة الهندسة المالية وذلك بعد بناء المنظومات المالية القصيرة والطويلة الأجل، نظراً للتغيرات السريعة في كل من الأدوات المالية والأسواق المالية والمؤسسات المالية، ومن بين أهم الأسباب التي تدعو إلى إعادة الهندسة المالية، الاندماج بين الشركات وتحويل الملكية والخصوصية والإفلاس وإعادة التنظيم. من خلال ما سبق، سوف تزداد وتنوع المنتجات والأدوات المالية الجديدة نظراً لتطور الأسواق المالية العالمية، كما أن الربط بينها سوف يشجع على شراء وبيع وتداول الأوراق المالية والمشتقات المالية الجديدة، كما أن التوسع في بناء قواعد البيانات المالية ونظم المعلومات المالية وأمن المعلومات سوف يؤدي إلى دور جديد للهندسة المالية⁽³⁾.

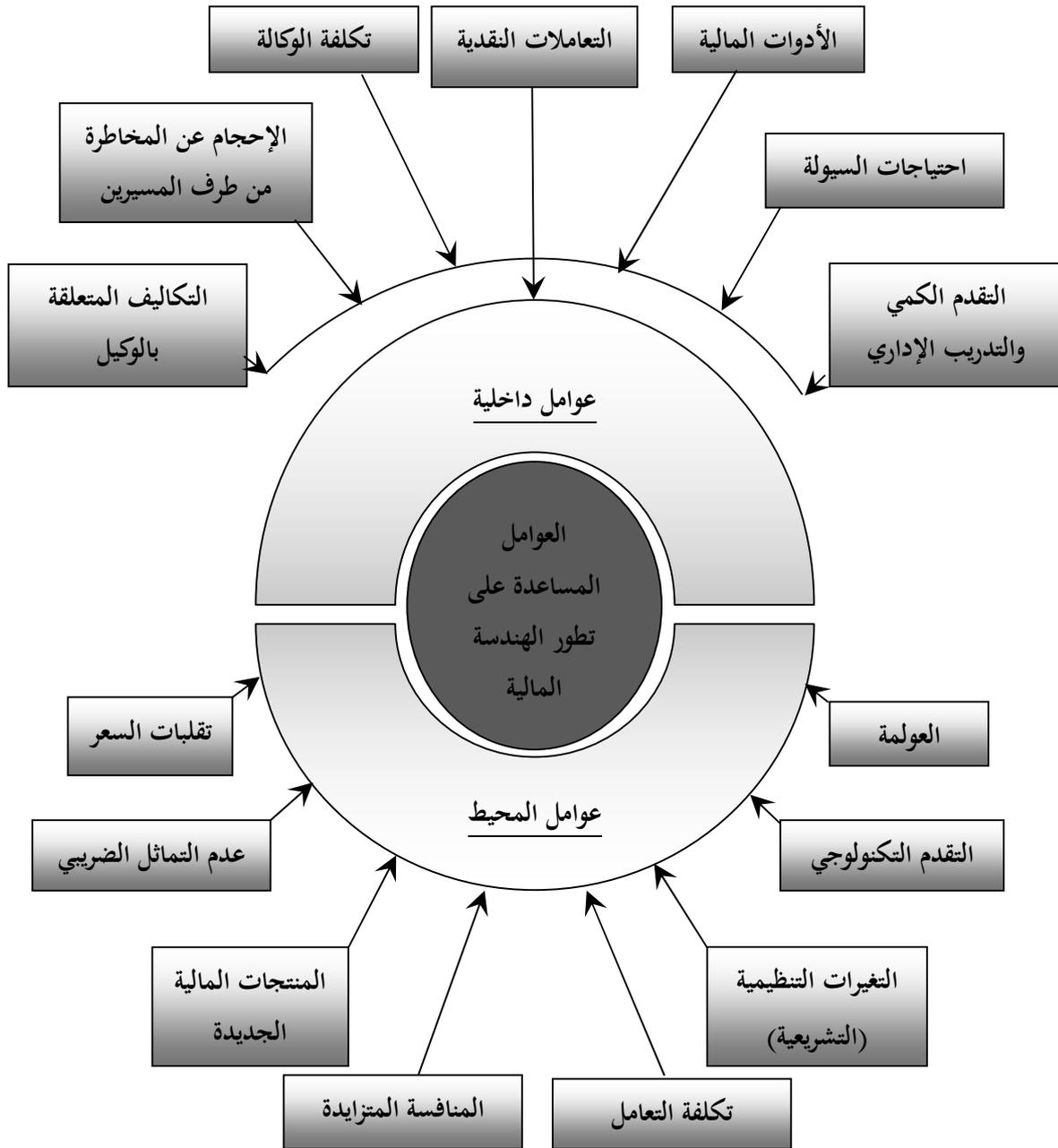
(1)- المرجع السابق، ص: 225.

(2)- هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على إستراتيجيات الخيارات المالية، مرجع سابق، ص: 49.

(3)- المرجع السابق، ص ص: 53-54.

تضطلع وظيفة الهندسة المالية بعدة مهام ومنها التحليل المالي والتخطيط المالي (تنظيم وإعادة هيكلة المنظومة المالية وفق التغيرات البيئية)، وإدارة كلا من هيكل الأصول وهيكل التمويل (قرارات تمويل الأصول عن طريق القروض قصيرة الأجل والطويلة الأجل ونسب رأس المال للإقراض) والمنتجات المالية ومشتقاتها⁽¹⁾. يوضح الشكل الموالي أهم العوامل المساعدة على تطور الهندسة المالية:

الشكل رقم (5-1): العوامل المساعدة على تطور الهندسة المالية



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على:

Hoda Ahmed Ibraheem, **Mechanisms of Financial Engineering as new alternatives**, International Refereed Research Journal, Vol.-IV, issue-3, July 2013, p: 26.

(1) - عبد الكريم قندوز، **صناعة الهندسة المالية بالمؤسسات المالية الإسلامية**، مرجع سابق، ص: 14.

المطلب الرابع: آثار صناعة الهندسة المالية

تعتبر الدراسات التطبيقية حول آثار الابتكار المالي على المتغيرات الاقتصادية قليلة نوعا ما^(*)، إلا أن للهندسة المالية آثارا مختلفة على عدة متغيرات أساسية.

الفرع الأول: الهندسة المالية والسياسة النقدية

يرجع الفضل في الإبداع المالي إلى التقدم التقني الذي سهل الحصول على المعلومات والتجارة ووسائل الدفع، وإلى ظهور الأدوات والخدمات المالية الجديدة والأشكال الجديدة للمنظمات والأسواق المالية الأكثر تقدما وكفاءة، ولكي يكون الإبداع المالي ناجحا يجب أن يؤدي إلى⁽¹⁾:

أولاً: تخفيض التكاليف والمخاطر؛

ثانياً: تقديم خدمة مُحسنة تؤدي إلى سد الحاجات الخاصة لجميع المشاركين في النظام المالي، وربما يكون منسكي هيمان^(**) من أوائل الذين درسوا أثر الابتكار المالي على فعالية السياسة النقدية. حيث يرى أن نسبة الاحتياطي الإلزامي أو معدل الفائدة سوف لا تجدي كثيرا على المدى المتوسط نظرا لقدرة المؤسسات المالية على ابتكار أدوات مالية تمكنها من تجاوز قيود السياسة النقدية، وعلى العموم يمكن إيجاز أهم آثار الإبداع المالي على السياسة النقدية فيما يلي:

- 1- من الصعب جدا إدراك كل ما يحيط بالابتكار المالي، والأصعب من ذلك توقع نتائجه من الناحية العملية لأنه عملية مستمرة، فهو يضيف عنصر عدم اليقين إلى البيئة الاقتصادية التي تعمل فيها المصارف المركزية؛
- 2- السبب الآخر الذي يحتم على المصارف المركزية تتبع التطورات التي تحدث في الإبداعات والابتكارات المالية، كون أن البعض منها يمكن أن يغير من الطريقة التي يتأثر بها الاقتصاد نتيجة عمل السياسة النقدية، كما يحتمل أن تؤدي إلى التأثير على محتوى ومدلولات المؤشرات التي يستخدمها المصرف المركزي للرقابة أو لاتخاذ قراراته بخصوص سياسته.

يمكن أن يساعد الابتكار المالي على زيادة كفاءة النظام المالي، الأمر الذي يسهل عمل السياسة النقدية، لكنه في نفس الوقت يعقد البيئة التي تعمل فيها، وللتعامل مع هذا التعقيد تحتاج المصارف المركزية إلى مراقبة الوضع المالي بمتابعة التطورات مباشرة وبمحاولة توقع نتائج الابتكارات.

(*)- المتتبع لاستخدامات الهندسة المالية يجد أن آثارها على الرغم من كونها إيجابية للمؤسسة في بعض الأحيان، إلا أن آثارها السلبية ومخاطرها يمكن أن تكون مدمرة، ليس للمؤسسة فقط بل لعناصر واسعة من محيطها، قد يؤدي التطبيق الخاطئ لأدوات الهندسة المالية إلى مخاطر جسيمة وإفلاس للشركات وتدهور الأسواق المالية، فالمقامرة وعدم حساب المخاطر وغياب الرقابة على الأسواق المالية وعدم تدخل البنوك المركزية تؤدي جميعها إلى خسائر كبيرة ومثل ذلك المضاربة على أسعار الفائدة دون تطبيق معايير مخاطر الأسواق.

(1)- عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص:5.

(**)- هو اقتصادي أمريكي (1919-1996)، وضع نظريته التي تقوم أساسا على أن النظام الرأسمالي هش، وهو من الذين اشتهروا بهذا التفسير فيما يخص الأزمات المالية، حيث كرس جل أعماله لدراساتها وفهمها، وامتد هذا العمل قرابة الأربعين عاما بظهور أول إصدار له في عام 1957 وحمل عنوان "البنوك المركزية وتغيرات سوق المال"، وانتهاءً بأطروحته عام 1994 بعنوان "التقلبات التجارية في الاقتصاديات الرأسمالية" ومرورا بفرضيته الشهيرة حول عدم الاستقرار المالي عام 1993، ثم الكتاب الذي نشره عام 1986 بعنوان "إحداث استقرار في اقتصاد غير مستقر"، ومن وجهة نظره فإن عدم استقرار النظام المالي أمر طبيعي في النظام الرأسمالي ومما يزيد من ذلك الابتكارات المالية.

الفرع الثاني: الابتكار المالي والاستقرار الاقتصادي

اتضح مما سبق أن الابتكارات المالية يمكن أن تؤدي إلى ضعف فعالية السياسة النقدية، وبالتالي ضعف أثرها الاقتصادي، ولعل ذلك - بالإضافة إلى عوامل أخرى - من أسباب عدم الاستقرار الاقتصادي، كون أن الأنظمة والسياسات الاقتصادية تهدف إلى ضبط التعاملات وتحقيق الاستقرار، بينما الابتكار (أساس الهندسة المالية) بحسب تعريفه أصلاً هو "خروج عن السائد المستقر"، ومن ثم سبب لحدوث نوع من عدم الاستقرار.

يعد الابتكار المالي سلاح ذو حدين، فهو نافع ومفيد حينما يحقق مصلحة المصالح المشروعة، إذ يرفع من الكفاءة الاقتصادية والإنتاجية ومن ثم يزيد من الرفاهية التي تعادل ما قد يحدث من عدم الاستقرار بسبب طبيعة الابتكار، لكن إذا خلا من هذه الإيجابيات وكان المقصود منه هو مجرد تجاوز الأنظمة وتخطي السياسات لزيادة الربحية فسوف يؤدي بطبيعة الحال إلى عدم استقرار الأسواق المالية.

الفرع الثالث: الابتكار المالي والنمو الاقتصادي

إذا كان الابتكار المالي يزيد من كفاءة النظام المالي، فهذا يعني بالضرورة أن يكون له تأثيراً كبيراً على عمل الاقتصاد عموماً، على سبيل المثال طالما ساعد الابتكار المالي على توفير الأموال للأعوان الاقتصاديين الجدد، فمن المحتمل أن يكون له تأثير إيجابي على فرص النمو الاقتصادي على المدى الطويل، وهناك عدة قنوات لبلوغ أثر الابتكار المالي إلى النمو الاقتصادي، ومنها⁽¹⁾:

أولاً: يؤدي تطور الابتكار المالي في وسائل الدفع إلى تخفيض تكاليف المعاملات وبالتالي تسهيل تجارة وتبادل السلع والخدمات، وهو الذي يجب أن يؤدي في النهاية إلى التخصيص الأمثل للموارد على المدى الطويل، وهو ما سيدعم النمو الاقتصادي؛

ثانياً: الطريق الآخر الذي يمكن من خلاله أن يؤدي الإبداع المالي إلى تحفيز النمو الاقتصادي هو انتشار المنتجات المالية الجديدة، والذي جعل الأسواق أكثر تكاملاً وكفاءة، ومن أمثلة ذلك تطور التقنية المالية كالمشتقات المالية والتوريق... الخ.

ثالثاً: ينبغي أن يسهم الابتكار في تحسين الأداء الاقتصادي، وذلك من خلال ثلاثة مداخل رئيسية وهي:

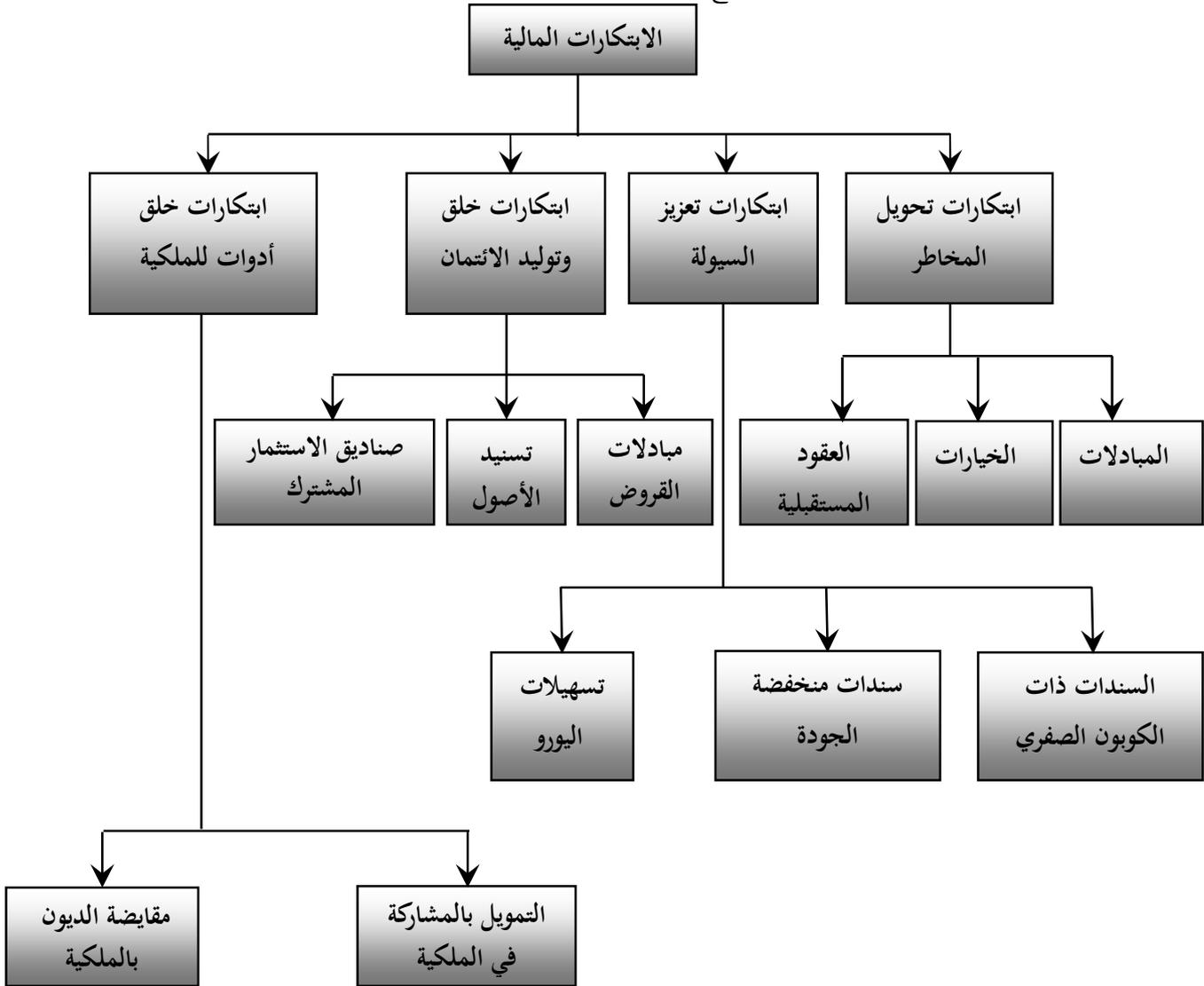
- 1- تحقيق كمال للسوق بتوسيع فرص المشاركة في المخاطر وتحقيق التغطية وجذب موارد لم تكن متاحة... الخ؛
- 2- تخفيض تكلفة المعاملات أو تحسين السيولة؛
- 3- تخفيض تكلفة الوكالة.

(1) - عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص: 35.

الفرع الرابع: الهندسة المالية والمؤسسات المالية

أدى الابتكار المالي إلى تضاؤل فعالية السياسات الاقتصادية، كونه أدى إلى تلاشي الحدود الفاصلة بين المؤسسات المالية المختلفة وإلى زوال الحاجة لبعضها في مقابل الحاجة لأنواع أخرى، كما ساهم التطور المستمر في الأدوات والآليات التمويلية مع التقدم المذهل في تقنية المعلومات إلى تراجع الفوارق بين المؤسسات المالية المختلفة. إن أساس طبيعة عمل المؤسسات المالية هو الوساطة المالية، وقد أدى استخدام الهندسة المالية في ابتكار وتطوير أدوات تمويلية جديدة خاصة مع التطور التقني إلى تناقص الحاجة إلى العمل المصرفي خاصة مع تصاعد نشاط الأسواق المالية، وانحسر بذلك دور المؤسسات المالية وخاصة المصارف وهو ما أدى إلى ما يسمى "انكماش الوساطة المالية". يوضح الشكل الموالي أهم تصنيفات الابتكارات المالية.

الشكل رقم (6-1): تصنيف الابتكارات المالية



المصدر: عادل محمد رزق، الاستثمارات في البنوك والمؤسسات المالية من منظور إداري ومحاسبي، دار طيبة للنشر والتوزيع، الأردن، 2004، ص: 97.

الفصل الأول: من مخيل للهندسة المالية من المنظور المصرفي التقليدي والإسلامي

من أهم منتجات الهندسة المالية المشتقات المالية وعمليات التوريق، كما أن هناك ما يسمى بالمنتجات المالية التقليدية ومنها شهادات الإيداع القابلة للتداول واتفاقيات إعادة الشراء واليورو دولار وبطاقات الائتمان، وهناك المنتجات المالية المركبة ومن أمثلتها مشتقات المشتقات كالخيار المستقبلي وخيار العقد الآجل والمبادلات الاختيارية. بالإضافة إلى منتجات أخرى كالسندات القابلة للتحويل إلى أسهم والسندات ذات الكوبون الصفري وعمليات رأس المال المخاطر... الخ.

الفرع الخامس: مخاطر التطبيق (مخاطر الهندسة المالية)

يؤدي التطبيق الخاطئ لأدوات الهندسة المالية إلى مخاطر كبيرة وإفلاس للشركات وتدهور الأسواق المالية وغيرها، ومن بين العمليات ذات المخاطرة العالية في تطبيقات الهندسة المالية -عمليات الاستثمار في المشتقات المالية وعدم وضع حدود للمضاربات في أسواق العقود الآجلة للشراء أو البيع- ما يلي⁽¹⁾:

أولاً: الاستثمار في السندات الوهمية، مثل ما قامت به بعض المصارف في أوروبا وترتب عليه إفلاس العديد منها؛

ثانياً: المقامرة على حجم الرافعة المالية في أسواق إعادة الشراء والمنتجات المالية المركبة^(*) (قد يعتمد المنتج المالي المركب على بعض الأدوات المالية ذات مخاطرة والمتقلة بالديون)؛

ثالثاً: عدم توافر معلومات كافية عن الأسواق المالية العالمية للمدير المالي المحلي بخصوص المستحدثات المالية والمصرفية التي تعتمد على المشتقات المالية وهي في حد ذاتها تعتبر أساساً لتغطية بعض العملات أو المراكز المالية الأخرى، والتي أوجدت لتغطية المحافظ والأصول الاستثمارية ضد التقلبات الكبيرة والمتكررة في أسواق الاستثمارات، كتقلبات سعر الفائدة أو سعر الصرف؛

رابعاً: لا تدفع قيمة الاستثمار في المشتقات المالية بالكامل مقدماً، ولكن تدفع هوامشاً فقط، وعندما تتم المطالبة فهي تطلب بالكامل؛

خامساً: المنافسة الشديدة في أسواق المشتقات المالية العالمية، وتخفيض شروط الهوامش المطلوبة على العقود وإصدار أنواع منها لا تتداول داخل مقصورات أسواق الأوراق المالية، ولكن خارجها؛

سادساً: تسرع الحكومات في استخدام المشتقات المالية كعنصر جذب للعملات الأجنبية بدون دراسات تحليلية مسبقة؛

سابعاً: زيادة طلب المصارف على المشتقات المالية باعتبارها مصدراً للأرباح لتعويض خسائر العمليات المصرفية التقليدية، وقد تنتج المخاطر عن استخدام الخيارات المالية عن الخطأ في التقديرات، لذلك يجب استخدام مؤشرات أسواق الخيارات في اتخاذ قرارات الاستثمار؛

(1) - عبد الكريم قندوز، صناعة الهندسة المالية بالمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص: 14-15.

(*) - **المنتجات المالية المركبة:** هي عبارة عن " استثمار مركب يضم أو يجمع منتجين أو أداتين ماليتين مختلفتين، قيمة هذا النوع من المنتجات المركبة تعتمد على العائد المرتبط إما بواحد من الأداتين ضمن المنتج المركب أو العائد على كليهما معاً، بشكل عام يكون هدف واحد من المنتجين ضمن الأداة المالية المركبة هو المحافظة على رأس المال الذي تم استثماره بينما يكون هدف الأداة الثانية هو العمل على تنمية رأس المال". الخصائص الهيكلية للمنتجات المالية المركبة: التوفيق بين العائد و المخاطرة وقابلية التسييل والحاجة إلى الوساطة.

ثامنا: يشكك التعديل المستمر في الهوامش التأمينية في الطلب على العرض من العقود الآجلة، ومن ثم يؤدي إلى التقلبات السريعة في الأسعار وهو ما يؤدي في النهاية إلى مخاطر كبيرة، كما يؤدي استخدام الخيارات المالية بعقود قصيرة الأجل لتمويل عقود طويلة الأجل إلى مخاطر عدم الوفاء بالالتزامات في الآجال المحددة؛

ثاسعا: يؤدي عدم استخدام أوامر إيقاف الخسارة في الوقت المناسب إلى أزمة في المراكز المالية، ومن ثم تدهور الأسواق المالية وتخفيض مستواها حسب التدرج المستخدم عالميا⁽¹⁾.

الفرع السابع: مستقبل صناعة الهندسة المالية

تعد الهندسة المالية مفهوما حديثا نسبيا، ومع ذلك فهي تعرف انتشارا كبيرا وهذا راجع لعدة عوامل من بينها الرغبة في إدارة المخاطر كتجنب تقلبات أسعار الفائدة وأسعار الصرف والتقدم التكنولوجي وغيرها. وعليه، ومن أجل النهوض بالصناعة المالية وتطويرها هناك طريقتين⁽²⁾:

أولاً: استبدال الهندسة القائمة بأخرى مستحدثة: تفرض الطريقة الأولى ضرورة استبدال الصناعة الحالية بعناصر وأفكار جديدة من الخارج، وهو ما حدث للسوق المالية بمدينة لندن بعد أن كانت في طريقها إلى الانحسار قبل أربعين عاما، جاء المهاجرون من ألمانيا وسويسرا وفرنسا وأمريكا وساهموا في إحيائها وجعلها من أبرز المراكز العالمية؛

ثانياً: تكريس المؤسسات مع الولوج الجريء: الطريقة الثانية هي أن تعيد المؤسسات الحالية صياغة نفسها لتكون مبدعة ومبتكرة لمنتجات جديدة بالفعل، حيث أنه من الممكن أن يوجد اليوم من يخطط ويعمل لاستغلال الفرص المعطلة. يتطلب إعادة هندسة العمليات المصرفية فرق عمل مختصة وبناء المنظمات الشبكية والتي تساعد على السرعة في اتخاذ القرارات، والتفويض ومنح السلطات وتعزيز العمل التعاوني وتحديد المدة الزمنية لتنفيذ إعادة الهندسة... الخ⁽³⁾.

(1) - فريد النجار، مرجع سابق، ص: 45.

(2) - عبد الكريم قندوز، صناعة الهندسة المالية بالمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص: 18-19.

(3) - كنجو عبود كنجو، الإبداع المصرفي في ظل الاقتصاد المعرفي، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، تصدر عن المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، العدد 7، ديسمبر 2012، ص: 11.

المبحث الثاني: الهندسة المالية الإسلامية

تتجسد إعادة الهندسة الناجحة في المصارف الإسلامية في ضرورة توقع احتياجات العملاء بشكل مستمر وتبليتها بشكل متطور، والتحول نحو زيادة القدرات والإمكانات التنافسية والالتزام بالمعايير المالية التي تكفل تطور وتقديم المصرف وتطوير المنتجات والخدمات على أساس ابتكاري وإبداعي.

المطلب الأول: العقبان الذي توأجه العمل المصرفي الإسلامي

في ظل غياب التنظيم الملائم للأدوات المالية الإسلامية وإمكانية تميطنها بشكل يسهل عمليات التداول وتحديد الأسعار وضبط طرق المراقبة والإفصاح، يتطلب الأمر تحويل الصيغ الإسلامية من قوالب تقليدية إلى وسائل حديثة تفي بمتطلبات التعامل المعاصر وتحافظ على الضوابط الشرعية والأحكام الفقهية.

تحتاج المؤسسات المالية الإسلامية دوماً إلى الاحتفاظ بتشكيلة متنوعة من الأدوات والمنتجات المالية تمكنها من إدارة سيولتها بصورة مرّحة، بالإضافة إلى توفيرها للمرونة المناسبة للاستجابة لمتغيرات البيئة الاقتصادية، وقد بينت الممارسة المصرفية التقليدية، أن الاعتماد على منتج وحيد يعتبر غير كافٍ للتأقلم مع رغبات العملاء المتزايدة، حيث ظلت المؤسسات المالية ولفترة طويلة تتعامل بأدوات محدودة تستلزم معها بالضرورة أن تتطور لمواكبة المستجدات.

تسعى الصناعة المالية الإسلامية لترسيخ وجودها كنظام مالي واقتصادي بديل عن النظام المالي التقليدي، وقد أثبت النظام المالي الإسلامي مقدرة وقوة، حيث تشهد فيه الصناعة المالية الإسلامية نمواً سريعاً وضخماً من حيث عدد المؤسسات وحجم إصدارات مختلف الأدوات المالية الإسلامية.

على الرغم من هذا النمو والتنوع والابتكارات في المنتجات المالية الإسلامية المصرفية والاستثمارية والتأمينية، إلا أن هناك علامات انحراف عن المبادئ التي قامت عليها الصناعة المالية الإسلامية نتيجة محاكاة وتقليد لمنتجات مالية تقليدية مُحرمة، لهذا كان لزاماً مراجعة إستراتيجيات وآليات تطوير الأدوات المالية الإسلامية، ومن ثم تفعيل دورها في تعزيز متانة النظام المالي الإسلامي⁽¹⁾.

الفرع الأول: أهرام نماذج الصناعات المصرفية الإسلامية

صاحبت نشأة المصارف الإسلامية العديد من الظواهر، كضعف التوازن بين مواردها واستخداماتها في كثير من الحالات كونها تتعامل بالعديد من العقود الدقيقة في إجراءاتها، كما أنها تعمل أيضاً في ظل نظام مصرفي غير ملائم لطبيعتها وهو ما يجعلها أشد حاجة للهندسة المالية؛ ومن الطبيعي أن تتأثر هذه المصارف بكل تلك الظواهر ويتوقع لها أن تواجه منافسة قوية، الأمر الذي يملئ عليها ضرورة بناء إستراتيجية عمل جديدة تتناسب وتحديات المرحلة القادمة حتى تتمكن من الحفاظ على المكتسبات التي حققتها والبناء عليها مستقبلاً.

(1) - محمد عمر جاسر، نحو منتجات إسلامية مبتكرة، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر البنوك الإسلامية البنينية المقام تحت عنوان " الواقع وتحديات المستقبل"، تنظيم نادي الأعمال اليمنيين في الفترة 20-21 مارس 2010 صنعاء - الجمهورية العربية اليمنية، ص: 3-4، -بتصرف-

من بين أهم هذه الإنجازات ما يلي⁽¹⁾:

أولاً: إيجاد مؤسسات مصرفية لا تتعامل بالفائدة، والتي تمكن جمهور المتعاملين من تنفيذ معاملاتهم المصرفية وفقاً لمعتقداتهم الدينية؛

ثانياً: توفير البديل للمصرفية التقليدية لجمهور المتعاملين من المسلمين وغير المسلمين؛

ثالثاً: إيجاد ثقافة مصرفية جديدة على أساس من التطور والابتكار وقبول الفكرة لدى العديد من المصارف المركزية، وإعطاء الفرصة لتقديم الخدمات المصرفية الإسلامية جنباً إلى جنب مع المصارف التقليدية من خلال السماح لها بفتح نوافذ إسلامية؛

رابعاً: تنافس المصارف التقليدية المحلية والأجنبية على تقديم خدمات ومنتجات مصرفية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية؛

خامساً: الإشادة بالصناعة المصرفية الإسلامية من قبل بعض المؤسسات الدولية، كالبنك وصندوق النقد الدوليين وداو جونز؛

سادساً: إيجاد مؤسسات إستراتيجية داعمة للصناعة المصرفية الإسلامية، كهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية ومجلس الخدمات المالية الإسلامية ومركز السيولة المالية للمصارف الإسلامية وغيرها، وهي مؤسسات وهيئات تم إنشاؤها بهدف تحقيق التكامل المصرفي الإسلامي؛

سابعاً: أدت الجهود المتزايدة في مجال الهندسة المالية الإسلامية، إلى تطوير تشكيلة من المنتجات المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، والذي ساعد في الوصول إلى شرائح أكبر من العملاء ويقلل من مخاطر الاستثمار ويساهم في تنوع مصادر الربحية، ويدعم المركز التنافسي للمؤسسات المالية الإسلامية؛

ثامناً: اختراق الصناعة المصرفية الإسلامية لبعض البلدان الغربية من خلال إصدار الصكوك الإسلامية، وانتشار العمل المصرفي الإسلامي في بعض البلدان غير الإسلامية التي توجد فيها أقليات إسلامية كبيرة؛

تاسعاً: نشرت التجربة فقه الصيرفة الإسلامية من الناحيتين التطبيقية والنظرية، وأصبحت بذلك محل الدراسة والتحليل في الجامعات وموضوعاً للدراسات العليا فيها؛

عاشراً: تنامي شريحة المتعاملين الراغبين في إجراء معاملاتهم التجارية والمصرفية وفقاً لصيغ التمويل والاستثمار الملتزمة بأحكام الشريعة الإسلامية.

الفرع الثاني: النزاهة التي تعانيها الصناعة المصرفية الإسلامية

تواجه الصناعة المصرفية الإسلامية مجموعة من التحديات، كالانفتاح المالي الدولي المعاصر من خلال تحرير الخدمات المالية ومقررات لجنة بازل للرقابة المصرفية، هذا بالإضافة إلى التحديات الذاتية والتي من بينها⁽²⁾:

(1) - فؤاد محبين، البنوك الإسلامية الواقع والتطلعات، المؤتمر الأول للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية في سورية، تحت شعار: آفاق الصيرفة الإسلامية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، دمشق، 2009، ص: [6-8]. -بتصرف-

(2) - عبد المجيد المخلافي، واقع وتحديات الصناعة المصرفية الإسلامية، مأخوذة من منشورات اتحاد البنوك العربية: دور الصيرفة الإسلامية في تعبئة الموارد والأدوات المالية الإسلامية الحديثة، بيروت، لبنان، 2005، ص: [38-41]. -بتصرف-

أولاً: تعد مشكلة نقص فرص توظيف السيولة ونمو فوائضها لدى معظم المصارف الإسلامية من التحديات الهامة التي تواجهها، كما أن الطبيعة الخاصة لإيداعاتها وهي غالباً قصيرة الأجل لا تمكنها من توجيهها لاستثمارات طويلة الأجل، بالإضافة إلى محدودية فرص الاستثمارات الإسلامية على الصعيد الدولي بوجه عام؛

ثانياً: صغر حجم المصارف الإسلامية وضعف التنسيق والعمل المشترك بينها على المستويات المحلية والعالمية، بالرغم من أن واحداً من أهم النجاحات التي حققتها الصناعة المصرفية الإسلامية هو إنشاء عدد من المؤسسات والمنظمات الدولية التي تعمل على توثيق سبل التعاون والترابط بين المصارف الإسلامية؛

ثالثاً: تعتبر مشكلة الفجوة التكنولوجية وضعف التطوير في الصناعة المالية الإسلامية مقارنة بالصناعة المالية التقليدية تحدياً آخر لها، ذلك أن التسارع في التغيرات والتعدد في الاحتياجات المالية والمصرفية للأفراد والمؤسسات لا بد أن يتبعه تسارعا في التطوير والتحديث في النظم والخدمات والمنتجات المصرفية المقدمة؛

رابعاً: تواجه المصارف الإسلامية تحدياً آخر من قبل المصارف التجارية التقليدية العالمية، والتي عمدت إلى تقديم المنتجات والخدمات المصرفية الإسلامية، مما جعل المصارف الإسلامية المحلية أمام حالة من المنافسة غير المتكافئة نظراً للإمكانيات التكنولوجية الهائلة التي توفرها المصارف التقليدية في تقديم تلك الخدمات؛

خامساً: افتقار المؤسسات المالية الإسلامية إلى سوق مالية دولية منظمة بما يساعدها على الاستخدام الأمثل للأموال وتعبئتها من خلال الأسواق وعن طريق الإصدارات العامة للصكوك الإسلامية أو غيرها من الأدوات المالية المجازة شرعاً؛

سادساً: زيادة حدة التعثر المصرفي؛

سابعاً: خضوع المؤسسات المالية الإسلامية لمعايير وضوابط لا تتفق مع طبيعة عملها سواء على المستويات المحلية أو على مستوى المؤسسات الدولية؛

ثامناً: تعدد كل من هيئات الرقابة الشرعية والمصادر وعدم وجود جهة تعمل على توحيد مصادر الفتوى والتخريج الشرعي لها؛

تاسعاً: لمواجهة التحديات الخاصة بالانفتاح الدولي المعاصر لا بد من تحقيق التكامل بين وحدات الصناعة المصرفية الإسلامية وتعزيز وتدعيم التعاون بين المصارف الإسلامية والمصارف التقليدية على أسس إسلامية سواء كان ذلك على مستوى المؤسسات المعنية بالرقابة وسن القوانين أو على مستوى الوحدات المصرفية لكلا النظامين⁽¹⁾؛

(1) - المرجع السابق، ص: 54.

جاسر⁽¹⁾: بالإضافة إلى تحديات تتعلق برضا العملاء نتيجة عدم اقتناع البعض منهم بوجود فوارق جوهرية بين المنتجات الإسلامية وغيرها، وتبيان تميز العمل المصرفي الإسلامي في آلياته ووسائله ومنتجاته؛ هذا بالإضافة إلى ضرورة تأهيل الإطارات المصرفية الإسلامية وضرورة توافر خبرات مزدوجة (المعرفة الفنية المصرفية والحد الأدنى من المعرفة الشرعية)⁽¹⁾.

الفرع الثالث: خصائص المنتجات المالية الإسلامية

تفرض التحديات المتعلقة بالمنافسة في البيئة المصرفية العالمية على المصارف الإسلامية ابتكار أوعية ادخارية وأساليب استثمارية متطورة تلي الاحتياجات الأساسية للعملاء مع مراعاة الجمع بين السلامة الشرعية والكفاءة الاقتصادية وإمكانية التطبيق. ولما كان هناك عمر زمني لكل منتج ينتهي بمرحلة الحاجة إلى التجديد والجميء بفكرة جديدة تجعل تعطي له بعدا جديدا وحاجة جديدة يقبل عليها العملاء مرة أخرى، قام فريق من الباحثين في المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب التابع للبنك الإسلامي للتنمية باستخراج أكثر من 1300 صيغة فقهية من الكتب الشرعية، بحيث يمكن تطويرها إلى منتجات مالية إسلامية وفقا للمفهوم الحديث⁽²⁾.

تتمتع عقود المعاملات والمنتجات المالية الإسلامية بأنها - في الغالب - مشتقة من الفقه الإسلامي فهي مُلزَمة بإتباع أحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها في المعاملات، ويمكن حصر المبادئ الرئيسية التي تحكم العقود المالية الإسلامية حسب الشريعة الإسلامية في رزمتين⁽³⁾:

أولاً: المبادئ العامة في التعاقد، وتتضمن الأهلية القانونية للتعاقد والتراضي بين الأطراف المتعاقدة ومراعاة القوانين السائدة، وتتفق الشريعة الإسلامية مع القوانين الوضعية في هذا الإطار بالرغم من وجود بعض الفوارق في هذا الخصوص كاعتماد السن القانونية المؤهلة للتعاقد؛

ثانياً: المبادئ الخاصة بالمعاملات المالية الإسلامية وتشمل الالتزام الأخلاقي والقيمي والإباحة الشرعية والتوازن والحاجة الحقيقية.

1- حتى يكون المنتج مقبولا من وجهة النظر الشرعية يجب أن يكون وموافقا للقيم الحميدة، فكما شجعت الشريعة الإسلامية على العمل والتجارة والكسب الحلال، فإنها منعت المنتجات والخدمات المحرمة أخلاقيا التي من شأنها الإضرار بالفرد والمجتمع، وكذا توزيع وإنتاج أي سلعة أو خدمة أو نشاط غير مقبول أخلاقيا وهو ما يعرف "بالاستثمار الأخلاقي"؛

2- الإباحة الأصلية للمعاملات، أقرت الشريعة الإسلامية في قواعدها وضوابطها الفقهية القاعدة الشرعية التي نصت على أن "الأصل في البيوع الإباحة" المنبثقة من الأصل العام "الأصل في الأشياء الإباحة" حتى يثبت النهي، وهذا أصل يمكن الاعتماد عليه في تخريج العقود والمسائل المستجدة في الحياة المعاصرة؛

3- يتطلب مبدأ التوازن وجود العدالة في تحمل كل من طرفي العقد لالتزاماته مقابل الحصول على حقوقه، كما يجب كذلك مراعاة الالتزام بالشروط؛

(1) - عز الدين خوجة، المصرفية الإسلامية، المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية والهيئة الإسلامية العالمية للاقتصاد والتمويل، 2007، ص:64. - بتصرف.

(2) - عبد الحليم غربي، الابتكار المالي في البنوك الإسلامية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 2009/09، ص:221-222.

(3) - محمد عمر جاسر، مرجع سابق، ص:5-6.

4- الواقعية أو الصلاحية، أي أن تلبية الحاجات والتعاملات الاقتصادية هي الباعث على التعاقد ويتم فيها تبادل أصول أو حقوق ملموسة لها قيمة من وجهة نظر الشريعة وليست أمورا احتمالية أو وهمية كالمتاجرة في مؤشرات الأسهم أو المشتقات المالية التي يغلب عليها صفة المبادلات الصفرية.

من بين أهم مقاصد الشريعة الإسلامية في حفظ المال، التداول عن طريق تشريع وسائل إيجابية لتحقيق المقصد وضرورة استثمار المال بالطرق التي حددتها الشريعة وحسن تداول النقود والتعامل بها، أما من بين المقاصد الأخرى في حفظ المال فتتضمن الوضوح (التوثيق والإشهاد... الخ).

الفرع الرابع: واقع المنهج المالي الإسلامي وإستراتيجيات تطورها

شهدت الصناعة المالية الإسلامية في السنوات الأخيرة العديد من المنتجات الإسلامية الجديدة على صعيد الصكوك والبطاقات الائتمانية والصناديق الاستثمارية والمشتقات المالية وهياكل التمويل المركبة وغيرها، ولا شك أن جميعها مجاز من هيئات شرعية مشرفة على أعمال المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية التي قدمت تلك المنتجات.

يتمتع المنتج الإسلامي بدرجة عالية من المصدقية الشرعية إذا حظي بالقبول الشرعي العام، وبالميزة الابتكارية التي تحافظ على الخصائص الأساسية للصيغ التي بني عليها، ولا بد من إشارة سريعة إلى أهمية تطوير المنتجات في الصناعة المالية الإسلامية والمفارقة التي يلحظها كثير من الباحثين والمراقبين لهذه الصناعة أنه وعلى الرغم من إجماع الكل على أهمية التطوير المستمر للمنتجات المالية إلا أن هذا الاهتمام لم يترجم حتى الآن إلى منهج علمي وعملي يتناسب وأهميتها.

بالرغم من أهمية المنتجات المالية الإسلامية، إلا أن هناك غياب واضح لتطويرها في الخطط الإستراتيجية والرؤية التي تحكم مسيرة المؤسسات المالية الإسلامية.

أولاً مفهوم المنهج المالي الإسلامي

1- المنتجات المالية عبارة عن "الخدمات التي تقدمها المؤسسات المالية لعملائها، وهي في الحقيقة عقود معاوضة تهدف للربح بالنسبة للمؤسسة المالية وتقدم في المقابل خدمة على شكل عين أو منفعة للعملاء، لكن لكي تحقق المنتجات أهدافها فهي تتجاوز الجانب القانوني في التعاقد لتشمل التسويق ومتابعة العميل والتعرف على احتياجاته ومحاولة المواءمة بينها وبين حقوق المؤسسة ومصالحها، وبالنسبة للمؤسسات المالية الإسلامية، يجب أن تستوفي المنتجات جانبا آخر هو الضوابط الشرعية"⁽¹⁾.

يختلف المنتج المالي الإسلامي عن نظيره التقليدي من حيث اختلاف المعاملة وتركيبه المنتج واحتساب الربحية، فالثاني يعتمد على إقراض مبالغ مادية أما الأول فيرتكز على شراء أصل وبيعه للعميل، كما أن المنتج المالي الإسلامي يتميز بالإبداع ويحل الكثير من المشكلات وله طريقة عمل محددة ويتم إخضاعه للتقنية من خلال الأجهزة والبرمجيات⁽²⁾؛

2- المنتج المالي أو الأداة المالية يراد به "تصرف اختياري لحل مشكلة محددة أو الوصول لهدف معين بوسيلة مالية، وقد يقتصر على عقد واحد وقد يتضمن عدة عقود، فالمنتج المالي من حيث المبدأ يشمل العقود المسماة كالسلم والإجارة

(1)- سامي السويلم، المنتجات المالية الإسلامية بين الإبداع والتقليد، المؤتمر العالمي الرابع لعلماء الشريعة، الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية، كوالالمبور، 18-20/12/2009، ص:10

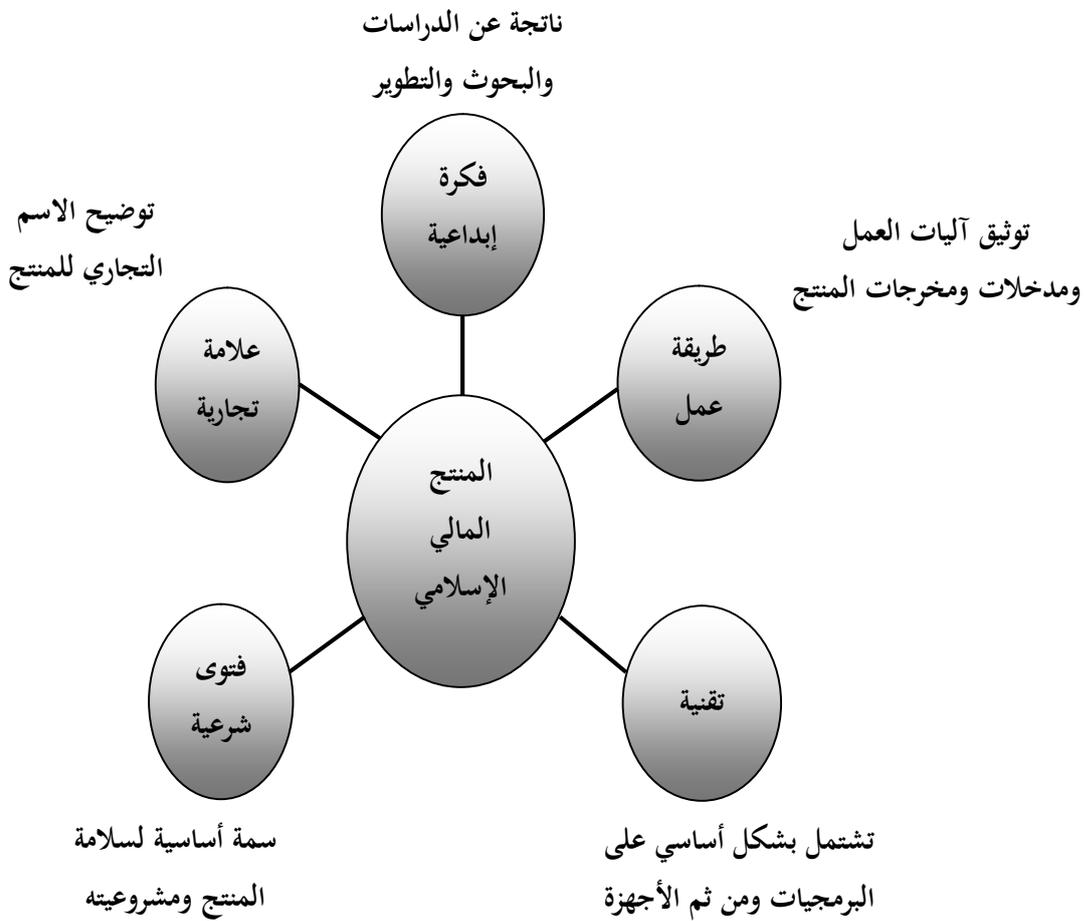
(2)- عبد الحلیم غربی، الابتكار المالي في البنوك الإسلامية، مرجع سابق، ص:222-223.

والشركة، كما يشمل التطبيقات المختلفة التي تتفرع عنها، ويترجم ذلك عادة في شكل عقد أو منظومة من العقود والشروط والترتيبات التي تكفل تحقيق هذا الغرض" (1).

يمثل التراث الفقهي الإسلامي مجالاً خصباً للمنتجات والأدوات المالية، وهو ما تحتاج إليه الصناعة المالية الإسلامية ومن المتوقع أن تفتح تلك المصادر الفقهية فرصاً وآفاقاً أوسع أمام المصارف الإسلامية، وتضمنت الشريعة الإسلامية الأسس الضرورية لقيام الهندسة المالية (2)؛

3- المنتج المالي: فكرة إبداعية جديدة، تدخل فيه التقنية وله طريقة عمل ويوجد حل لمشكلة معينة. يوضح الشكل الموالي أهم خصائص المنتج المالي الإسلامي:

الشكل رقم (7-1): خصائص المنتج المالي الإسلامي



المصدر: عز الدين خوجة، المصرفية الإسلامية، المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية والهيئة الإسلامية العالمية للاقتصاد والتمويل، 2007، ص: 64.

4- خصائص الأدوات المالية الإسلامية: الأدوات المالية الإسلامية إما أن تكون أدوات قائمة على الموجودات كالمراجحة والسلم والاستصناع التي تعتمد على بيع أو شراء الموجودات، أو الإجارة التي تعتمد على بيع مزايا الانتفاع بهذه

(1)- مشروع المنتجات والأدوات المالية في الفقه الإسلامي، المصرف الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، يناير 2008، ص: 12.

(2)- المرجع السابق، ص: 13.

الموجودات، أو عمليات المشاركة في الأرباح كالمشاركة والمضاربة أو الصكوك (مثل الأوراق المالية) أو المحافظ والصناديق الاستثمارية والتي قد تعتمد على الموجودات المذكورة أعلاه⁽¹⁾؛

ثانياً: يمكن تلخيص حاجة مؤسسات الصناعة المالية لتطوير منتجاتها في النقاط التالية⁽²⁾:

- 1- تنوع مصادر الربحية للمؤسسة المالية؛
- 2- تجنب تقادم المنتجات الحالية للمحافظة على النمو؛
- 3- تقليل مخاطر الاستثمار بتنوع صيغته وقطاعاته؛
- 4- دعم المركز التنافسي للمؤسسة المالية في السوق؛
- 5- يزيد التطوير المستمر للمنتجات من خبرة المؤسسة ويبقيها في نشاط مستمر؛
- 6- يؤدي الاختلاف بين المصارف الإسلامية في استخدام المنتج الواحد (العقود والنماذج والإجراءات وآليات التنفيذ والضوابط... الخ) إلى غياب الشفافية والنمطية والتوثيق الكامل لهذه المنتجات، مما يؤدي بالتعاملين أفراداً ومؤسسات إلى عدم فهمهم للصناعة وتقديرها؛
- 7- عدم توافر بيئة مناسبة لاستحداث منتجات جديدة مشتقة أو مبتكرة، والاقتصار على عدد محدود منها أو ابتكار منتجات تخالف الإجماع والقواعد المالية الكلية المعتمدة، مما يؤدي إلى التسرع في طرح المنتجات دون وجود مرجعية للصناعة تقوم بضبط عملية التطوير وحمايتها وتوجيهها وإدارتها بالشكل الملائم؛

ثالثاً: واقع المنتجات المالية الإسلامية: تختلف مبادئ وأسس وآليات عمل الصناعة المالية الإسلامية عن تلك لنظيرتها التقليدية، لذلك تبقى مشكلة المحاكاة والمقصود بها أن يتم سلفاً تحديد النتيجة المطلوبة من المنتج المالي الإسلامي، وهي عادة النتيجة نفسها التي يحققها المنتج التقليدي.

تعد "محاكاة" المصرفية الإسلامية لنظيرتها التقليدية في هندسة التمويل المالي من أهم المشكلات التي تواجهها، هذا إلى جانب منهج "التحويل" والذي يعتمد على منتجات مالية شرعية للوصول إلى منتجات جديدة⁽³⁾، وهذا لا يعني بالضرورة أن جميع المنتجات التي تقدمها الصناعة المالية التقليدية غير مناسبة للتمويل الإسلامي، ولكن يمكن أن تكون لها آثاراً سلبية على الصناعة المالية الإسلامية، ومنها:

- 1- ضعف قناعة العملاء بالمنتجات المالية الإسلامية؛
- 2- تحول الضوابط الشرعية إلى تكلفة إضافية، ومن الطبيعي في هذه الحالة أن تحمّل المؤسسات المالية هذه التكلفة للتعامل لتكون المنتجات الإسلامية المقلدة في النهاية أكثر كلفة من المنتجات التقليدية مع أنها تحقق النتيجة نفسها؛
- 3- تناسب المنتجات التقليدية للصناعة المالية التقليدية وتحويل معالجة مشكلاتها، لذا فمحاكاة هذه المنتجات تستلزم التعرض لنفس المشكلات، وهذا ما قد يوقع الصناعة المالية الإسلامية في نفس الأزمات المالية التي أصابت الصناعة المالية التقليدية؛

(1) - مجلس الخدمات المالية الإسلامية IFSB-15، المعيار المعدل لكفاية رأس المال للمؤسسات التي تقدم خدمات مالية إسلامية (عدا مؤسسات التأمين الإسلامي (التكافل) و برامج الاستثمار الجماعي الإسلامي)، ديسمبر 2013، ص: 6.

(2) - محمد عمر جاسر، مرجع سابق، ص: [8-11].

(3) - سامي السويلم، المنتجات المالية الإسلامية بين الإبداع والتقليد، مرجع سابق، ص: 11.

4- أي منتج لصناعة الهندسة المالية التقليدية هو جزء من منظومة متكاملة من الأدوات والمنتجات القائمة على فلسفة ورؤية محددة، فمحاولة تقليد جوهر هذه المنظومة وأساسها يؤدي بالصناعة المالية الإسلامية لمحاكاة سائر أدوات المنظومة وعناصرها، فبدلاً من أن يكون التمويل الإسلامي هو الحل للمشكلات الاقتصادية التي يعاني منها العالم اليوم يصبح مجرد صدى وانعكاس لهذه المشكلات والنتيجة⁽¹⁾:

- أ. غياب أي فروق جوهرية بين المنتجات المالية الإسلامية والتقليدية ولا يوجد فيها أي تميز أو أصالة؛
 - ب. اختلال العدل والتوازن بين طرفي المعاملة في الحقوق والواجبات مع إقبال كاهل العميل بأكثر الواجبات المتعلقة بالمعاملة؛
 - ج. تنامي حالات عدم الرضا لدى المتعاملين مع المؤسسات المالية الإسلامية، وتراجع مستوى المصداقية والثقة القائمة والشعور باستغلال الهوية الإسلامية للمنتجات دون الالتزام بمضمونها والقيام بواجباتها.
- 5- تتضح مما سبق أهمية تقويم المنتجات المالية الإسلامية القائمة من قبل مؤسسات مالية متخصصة في عملية التصنيف الائتماني في إطار المعايير الشرعية والموضوعية، وذلك للاعتبارات التالية⁽²⁾:

- 1- تصنيف المنتجات المالية الإسلامية من أجل حماية المستثمرين وحماية المؤسسات المالية الإسلامية المنضبطة من منافستها بمنتجات تسيء للصيرفة الإسلامية؛
- 2- معرفة مدى تحقيق تلك المنتجات للأولويات التنموية ومدى تليبيتها لاحتياجات المتعاملين؛
- 3- معرفة مدى سلامة تطبيق تلك المنتجات بالسوق المصرفية ومدى تميزها عن المنتجات المالية التقليدية.

رابعاً: بناء إستراتيجية علمية وعملية للتطوير: الصناعة المالية الإسلامية مطالبة الآن أكثر من أي وقت مضى بوضع إستراتيجية فعالة وواضحة تقوم على منهج علمي وعملي يتلاءم مع طبيعتها الاستثمارية القائمة على تحمل المخاطر، وتتطلب هذه الإستراتيجية دراسة مستمرة لاحتياجات السوق والعمل على تطوير الأساليب التقنية والفنية اللازمة لها وذلك لضمان الكفاءة الاقتصادية للمنتجات المالية، كما تتطلب وضع أسس واضحة لصناعة مالية إسلامية مستقلة عن الصناعة المالية التقليدية.

على الرغم من أن ذلك سيكون أكثر كلفة من التقليد والمحاكاة، لكنه في المقابل أكثر جدوى وأكثر إنتاجية، هذا من جهة ومن جهة ثانية، فإن هذا من شأنه أن يحافظ على أصالة المؤسسات المالية الإسلامية، كما يسمح لها بالاستفادة من منتجات الصناعة المالية التقليدية ما دامت تفي بمتطلبات المصداقية الشرعية، كما يساعد على استكمال المنظومة المعرفية للصناعة المالية الإسلامية. لذا لا بد من وضع معالم تعد بمثابة مقدمة لبناء هذه الإستراتيجية في محاولة لاستكمال المنظومة المعرفية للصناعة المالية الإسلامية، ويمكن تلخيصها فيما يلي⁽³⁾:

1. تفعيل دور الرقابة الشرعية في عملية تطوير المنتجات والمتابعة المستمرة لعمليات التنفيذ؛

(1) عز الدين خوجة، تطوير المنتجات المالية الإسلامية-المنهجية والآلية، مداخلة مقدمة في إطار ملتقى الخرطوم للمنتجات المالية الإسلامية، الخرطوم، السودان، مركز بيان للهندسة المالية الإسلامية، 6-7 أبريل 2011، ص: 7.

(2) صالح صالح، عبد الحليم غربي، كفاءة صيغ وأساليب التمويل الإسلامي في احتواء الأزمات والتقلبات الدورية، بحوث وأوراق عمل الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية - السياسات والإستراتيجيات البديلة لعلاج الأزمة المالية والاقتصادية، 20-21 أكتوبر 2009، جامعة سطيف، منشورات مخبر الشراكة والاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفضاء الأورو-مغاربي، ص: 793.

(3) المرجع السابق، ص: 796.

2. العمل على تجميع الجهود وتضافرها لوضع معايير شرعية موحدة للصناعة المالية الإسلامية وهذا من شأنه أن يقدم رؤية واضحة للضوابط الشرعية للمنتجات المالية الإسلامية ويعزز ثقة الجمهور والمساهمين بها؛

3. تشجيع البحث العلمي وتخصيص عوائد مالية من أرباح المنتجات المالية لأغراض الدراسات والبحوث العلمية التي تهدف لتطويرها؛

4. العمل على إنشاء سوق مالية إسلامية تضمن تسويق مؤسسات الصناعة المالية الإسلامية لمنتجاتها وتأمين السيولة اللازمة لها، حيث تواجه هذه المؤسسات تحديات كبيرة وعوائق عديدة في تسويق منتجاتها وإيجاد التمويل المناسب لها من خلال الأسواق التقليدية؛

5. تأسيس وتفعيل دور مؤسسات البنية التحتية في الصناعة المالية الإسلامية في مجال التطوير والابتكار؛

6. الوصول بتكلفة الإنتاج إلى أدنى مستوياتها لتحقيق ميزة تنافسية على مثيلاتها التقليدية؛

7. تدريب وتأهيل العاملين والذي يؤدي إلى الفهم الدقيق لطبيعة المنتج ومتطلبات التطوير، والاحتراز من الوقوع في المخالفات الشرعية.

تسعى المصارف الإسلامية للبحث في كيفية ابتكار وتجديد الخدمات المصرفية من خلال الأدوات الاستثمارية التي تقدمها لعملائها، وأدى اعتمادها على آلية المشاركة إلى نموها وبشكل مستمر، فهي تقوم بالبحث والتعرف على السوق ودراسة الجدوى والاستشارات الاستثمارية والترويج للمشروعات وتقويمها، وتدعيم سوق الأوراق المالية والقيام بوظيفة أمناء الاكتتاب لدعم إصدار الأسهم والمساعدة في ترويجها بشتى الوسائل الممكنة وأي خدمة يمكن تكييفها وقبولها شرعاً؛

خامساً: معايير تقويم المنتجات المالية الإسلامية (المعاصرة): تستند المنتجات المالية الإسلامية إلى المعايير والضوابط والقواعد الشرعية التي تحكم الصيغ والأدوات المالية الإسلامية، أي أحكام المعاملات المالية الإسلامية بصفة عامة، وأبرز هذه المعايير ما يلي⁽¹⁾:

1- خلو المنتج من الربا صراحة أو ضمناً؛

2- استناد المنتج إلى قاعدة الخراج بالضمان والعُثم بالغرْم؛

3- الإفصاح بشفافية كاملة (الصدق والأمانة والعدل) في الوثائق وفي القول وفي التنفيذ؛

4- خلو المنتج من التعامل بسلعة أو منفعة أو خدمة محرمة.

رغم أهمية جميع معايير التقويم السابقة الذكر، إلا أن المعيار الأول وهو خلو المنتج من الربا يلقي اهتماماً واسعاً على ضوء الحيل الربوية القديمة والمعاصرة، ولغرض تقويم المنتجات المالية الإسلامية من منظور المصادقية الشرعية، سيتم التطرق إلى عدد من الذرائع الربوية المستترة وذلك على النحو التالي⁽²⁾:

➤ بيع العينة وعكس العينة: بيع العينة هو أن "يبيع شيئاً مؤجلاً ثم يشتريه من مشتريه منه بأقل من ثمنه حالاً" وهو محرم شرعاً، وعكس العينة هو أن "يبيع شيئاً نقداً ثم يشتريه من مشتريه منه بثمان أكبر مؤجل"، وهو محرم أيضاً لأنه ذريعة إلى الربا ووسيلة إليه؛

(1)- عبد البارى مشعل، **تقويم المنتجات المالية الإسلامية من منظور المصادقية الشرعية**، ورقة مقدمة في إطار المؤتمر الدولي السابع للمؤسسات المالية الإسلامية- تطوير المنتجات المالية الإسلامية، مصادقية شرعية وكفاءة اقتصادية-، الكويت، 13-14 جانفي 2007، ص:4.

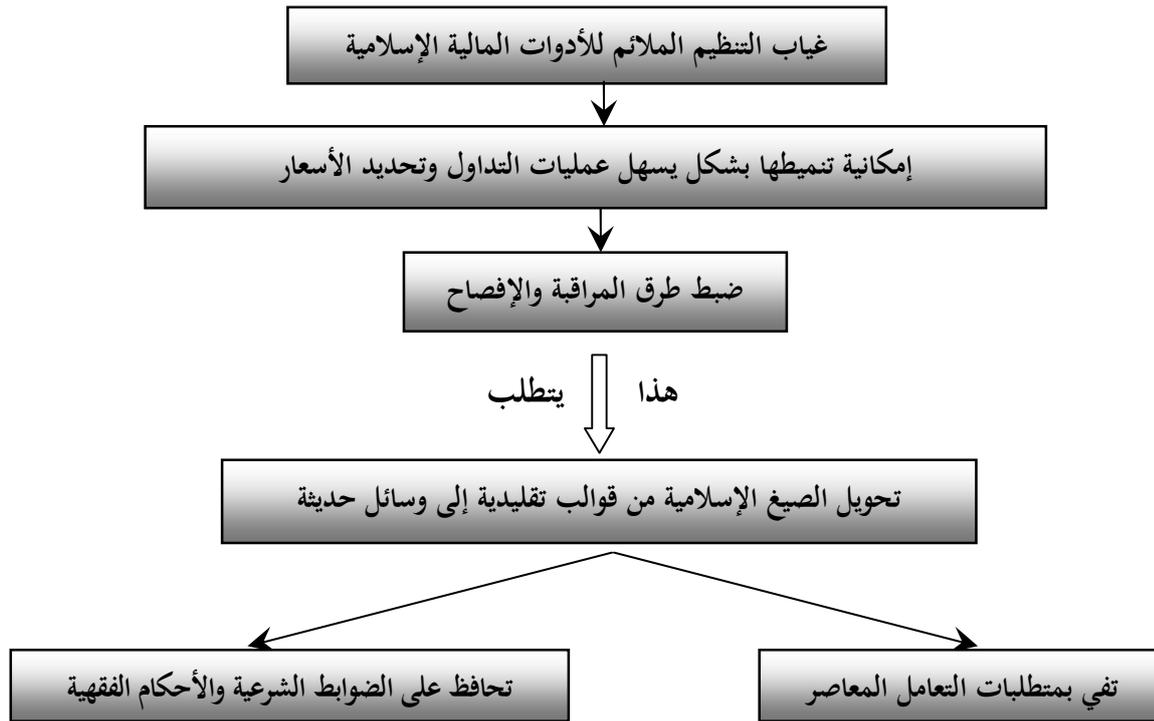
(2)- المرجع السابق، ص: [4-7]

➤ بيع وسلف: نهي عنه لكي لا يُتخذ البيع وسيلة لتحصيل ربا على السلف، أي القرض ويمكن القول: النهي عن الجمع بين المعاوضة والتبرع؛

➤ بيع الوفاء وبيع الاستغلال: بيع الوفاء ومثاله أن يبيع المحتاج إلى النقد بيتا ويقبض الثمن، بشرط أنه إن رد الثمن رد البيت، فهذا قرض موثق برهن وهو قرض ربوي لأن المقرض ينتفع بالرهون. فحقيقته بيع الوفاء يبيع المال بشرط أن البائع متى رد الثمن يرد المشتري إليه المبيع^(*). أما بيع الاستغلال، كأن يبيع شخص لآخر عقاره، على أن يستأجره منه بأجرة معينة بشرط أنه متى زد إليه الثمن رد إليه عقاره، فهذا أيضا كسابقه قرض موثق برهن ويغل فائدة تتمثل في أجرة المبيع، وسمي استغلالا لأن المشتري يستغل العقار المبيع بواسطة تأجيله من البائع؛

➤ فسخ الدين بالدين: لهذه المسألة صورا كثيرة، وعبر عنها شيخ الإسلام ابن تيمية بمسألة "قلب الدين" ومنها بيع الدين للمدين بثمان مؤجل أكثر من مقدار الدين، لأنه صورة من صور الربا وهو محرم شرعا، وهو ما يطلق عليه جدولة الدين، ويعد من فسخ الدين في الدين المحرم شرعا كل ما يفضي إلى زيادة الدين على المدين مقابل الزيادة في الأجل⁽¹⁾. وعليه هناك جملة من العقبات والتحديات التي تواجه تطوير الأدوات المالية الإسلامية، يمكن توضيحها من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم (8-1): أفرع العقبات التي تواجه تطوير الأدوات المالية الإسلامية



المصدر: من إعداد الطالبة

(*)- جاء في قرار المجمع الفقهي الدولي رقم 66 (7/4) بشأن بيع الوفاء ما يأتي: أولا: إن حقيقة هذا البيع (قرض جر نفعاً) فهو تحايل على الربا وبعدم صحته قال جمهور العلماء، ثانيا: إن هذا العقد غير جائز شرعا.
(1)- راجع: قرار مجلس المجمع الفقهي الإسلامي برابطة العالم الإسلامي في دورته الثامنة عشرة المنعقدة بمكة المكرمة في الفترة من 10-14/3/1427 هـ، الذي يوافق 8-12/4/2006، والذي نظر في موضوع فسخ الدين في الدين.

سأوسا: إمكانية تطبيق خصائص المنتج المصرفي على العقود الشرعية: لا تستوفي معظم عقود المعاملات الشرعية متطلبات خصائص المنتجات المصرفية، لذا كان لزاما من إدخال بعض الشروط الشرعية التي تجعل العقد الشرعي مستوفيا لهذه المتطلبات^(*)، وهو ما يوضحه الجدول الموالي:

الجدول رقم (1-1): الشروط الشرعية المستوفية لمتطلبات المنتج المصرفي

العقد	المتطلب المصرفي	التعديل في الشروط الشرعية
المربحة	المخاطر الائتمانية عالية عند شراء المصرف للسلعة وعدم التزام العميل بالشراء.	- إدخال مفهوم الأمر بالشراء - إدراج مفهوم الوعد الملزم
السلم	- المخاطر الائتمانية عالية بسبب احتمال تغير سعر السلعة عند التسليم. - ارتفاع التكلفة التشغيلية عند تولي المصرف إدارة تنفيذ العقد مباشرة	- إدخال مفهوم السلم الموازي لضمان إيجاد مشتر عند الأجل ولضمان العائد. - إدخال مفهوم توكيل العميل لتخفيض تكلفة التشغيل.
الاستصناع	- المخاطر الائتمانية عالية. - المخاطر التشغيلية عالية.	- إدخال مفهوم الاستصناع الموازي. - توكيل العميل أو الاستشاري لتخفيض التكلفة التشغيلية.

المصدر: موسى آدم عيسى، تطوير المضاربة لتكون منتجاً مصرفياً، ورقة بحث مقدمة في إطار الندوة الثالثة لبنك أبو ظبي الإسلامي، يناير 2011، ص:7.

الفرع الخامس: الابتكار والتجديد في المصارف الإسلامية

ينتج تفوق المصارف الإسلامية وتقدمها أساساً من مدى قدرتها على ابتكار عدد من الخدمات والأدوات، وقد أوضحت دراسات عديدة على أن 80-90% من الموجودات المادية لعملائها توجد خارج المصرف الذي يتعامل معه العميل، وتزداد هذه النسبة كلما اقتصر نشاط المصرف على الحسابات الجارية وتقديم القروض وبطاقات الائتمان وحسب.

لذلك يؤدي تقدم المصرف للأفضل والأحسن إلى زيادة نجاحه في جذب اهتمام المتعاملين فيه، وهذا الأمر يدعو إدارة الهندسة المالية في المصارف بالتعاون مع إدارة التسويق المصرفي على إدخال المبتكرات في نظم تقديم الخدمات المصرفية،

(*)- لا تصلح عقود المشاركات في صيغتها الأولية بأن تكون منتجات مصرفية نظراً لارتفاع المخاطر الأخلاقية فيها والتي يقصد بها "المخاطر الناشئة من انفراد المضارب والشريك بإدارة المضاربة"، الأمر الذي يتيح له القيام بعدد من التصرفات التي قد تؤثر سلباً على العائد المرجو من النشاط الاستثماري، ومن أمثلة ذلك التلاعب في النفقات وإظهارها بغير حقيقتها ومن ثم ادعاء الخسارة وادعاء هلاك المال واختيار الصفقات الناجحة لنفسه والخسارة لحساب المضاربة أو المشاركة. تنشأ المخاطرة الأخلاقية في المشاركات لاعتبارات شرعية وعملية. للمزيد راجع: موسى آدم عيسى، تطوير المضاربة لتكون منتجاً مصرفياً، ورقة بحث مقدمة في إطار الندوة الثالثة لبنك أبو ظبي الإسلامي، يناير 2011، ص:9.

وتعتمد مقدرة المصارف الإسلامية على زيادة ودائعها الاستثمارية وبشكل كبير على قدرة إدارة الهندسة المالية في ابتكار الأدوات الاستثمارية المتفككة وأحكام الشريعة الإسلامية.

تعد النمطية عائقاً كبيراً أمام تلبية احتياجات العملاء المتجددة والمتنامية، وعليه فالمصارف مطالبة بالبحث المتواصل عن أساليب وقواعد جديدة وأنواع مبتكرة من الخدمات⁽¹⁾؛

ثانياً: يرى بعض الاقتصاديين أن الهدف الأساسي من الابتكار المالي هو الالتفاف على الأنظمة، وهذا ناتج من أن آلية السوق كفيلة بتحقيق الكفاءة ورفاهية المجتمع، لذا فإن إبطال هذه الأنظمة من خلال الالتفاف عليها أو ما يسمى "بالمراجعة النظامية" مهم في نظرهم لاستعادة كفاءة السوق⁽²⁾؛ لكن تؤدي القيود التنظيمية من حيث المبدأ دوراً مهماً في استقرار الأسواق، فالفرص متاحة أمام التمويل الإسلامي بأن يكون مصدراً خصباً للابتكار الإيجابي الذي يمكن أن يعزز أداء المؤسسات المالية.

أصدرت الحكومة الماليزية قانوناً يجرم تسرب الأموال المستثمرة في أدوات إسلامية إلى أوعية استثمارية غير إسلامية (60% قبل القانون)⁽³⁾، لذا لا بد أن تكون الأداة أو الآلية التمويلية المبتكرة تحقق ما لا تستطيع الأدوات والآليات السائدة تحقيقه؛

ثالثاً: تتميز الابتكارات المالية الإسلامية بمجموعة من الخصائص عن الابتكارات المالية التقليدية، فهي تجمع بين الكفاءة الاقتصادية والمصادقية الشرعية وهما خاصيتان مترابطتان من جهة وتضمنان استفادة جميع الأطراف من جهة أخرى، هذا في الوقت الذي تتسبب فيه الابتكارات المالية التقليدية التي لا تتقيد بأي قيد في حدوث الأزمات المالية من خلال انهيار الأسواق المالية⁽⁴⁾.

بناءً عليه، يرى عديد من الباحثين والخبراء أن المنتجات المالية الإسلامية ما هي إلا نتاج لعملية "إعادة هيكلة" للمنتجات المالية التقليدية حتى تصبح متوافقة مع الشريعة وهو ما كان له أثر في طبيعة المنتجات المالية الإسلامية التي تتداول في الأسواق حالياً⁽⁵⁾؛

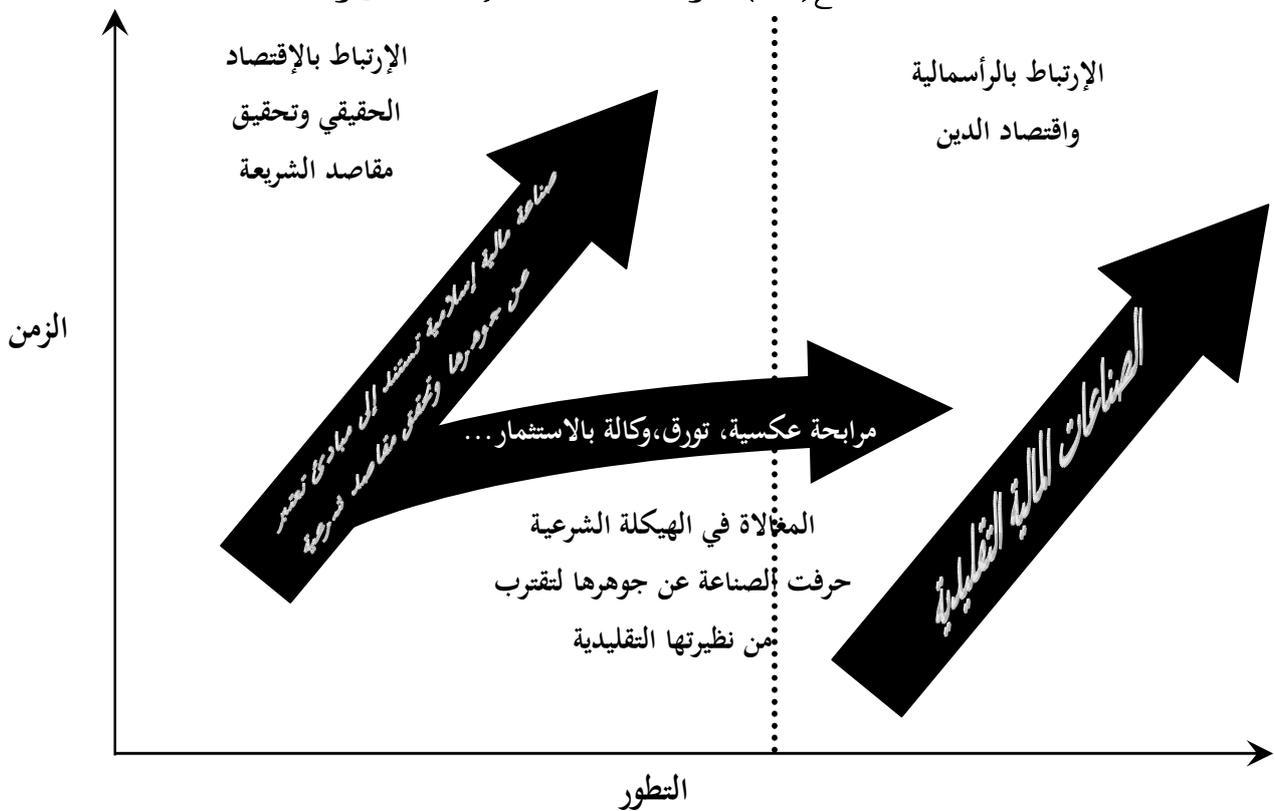
رابعاً: يستخدم مصطلح "الهيكلة الشرعية" على نطاق واسع في الصناعة المالية الإسلامية للدلالة على "عملية إعادة هيكلة القوانين والتشريعات والسياسات والإجراءات المتعلقة بالخدمات والمنتجات المالية التقليدية حتى تصبح متوافقة مع الشريعة الإسلامية"⁽⁶⁾.

(1)- إبراهيم عبد الحليم عباده، مؤشرات الأداء في البنوك الإسلامية، دار النفائس، الأردن، 2008، ص: 110-111.
(2)- ناصر الزيادات، المراجعة الشرعية تبعد صناعة المصرفية الإسلامية عن جوهرها الحقيقي، مجلة المصرفية الإسلامية، العدد 9، يناير 2010، الرياض، ص: 28.
(3)- أحمد سعيد بامخرمة، تأثير مستجدات الأزمة المالية العالمية على مؤسسات التمويل الإسلامية، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، حوار الأربعاء، إعداد خالد سعد محمد الحربي، عبيد الله محمد حمزة عبد الغني، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، 2009، ص: 364.
(4)- عبد الحليم غربي، الابتكار المالي في البنوك الإسلامية، مرجع سابق، ص: 223.
(5)- ناصر الزيادات، مرجع سابق، ص: 26.
(6)- المرجع نفسه.

أدى الغلو في الابتكارات في "الهيكلية الشرعية" إلى ابتعاد الصناعة المالية الإسلامية عن جوهرها على مر الزمن وانحرافها عن كثير من المبادئ الأساسية التي تقوم عليها، فالوكالة بالاستثمار والتورق ومن قبلهما المراجعة بعيدة جدا عن مبدأ المشاركة في الربح والخسارة وعن مبدأ العدالة في تحمل المخاطر وتوزيع الأرباح.

إن جزءاً كبيراً من الهيكلية الشرعية ما هو إلا عمليات "مراجعة شرعية"، الهدف الأساسي منها جعل المنتج المالي التقليدي قابل للبيع والتداول في سوق مالية إسلامية لا تسمح تشريعاتها ببيع ذلك المنتج أصلاً أو تداوله، هذا إضافة إلى تقليل التكلفة المالية والتهرب من تحمل المخاطر والالتفاف على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة؛ يوضح الشكل الموالي انحراف الصناعة المالية الإسلامية عن جوهرها.

(الشكل رقم 9-1): انحراف الصناعة المالية الإسلامية عن جوهرها



المصدر: ناصر الزيادات، المراجعة الشرعية تبعد صناعة المصرفية الإسلامية عن جوهرها الحقيقي، مجلة المصرفية الإسلامية، العدد 9، يناير 2010، الرياض، ص: 28.

خامساً: تزداد الأسواق المالية تطورا ومنافسة، ولمواجهة المنافسة المتزايدة لا بد من عنصرين وهما الهندسة المالية والابتكار، وهو ما تحتاج إليه الأدوات المالية الإسلامية والتي يمكن الاستفادة منها لتكون خطوطا توجيهية لإنشاء عقود معاملات إسلامية. يستحسن اللجوء في ظل التطورات المتسارعة إلى نهج الحاجة في الهندسة المالية في إطار المبادئ المعروفة للتمويل الإسلامي، إذ لا بد من دراسة الاحتياجات التي تليها هذه الأدوات، فإن كانت حقيقية من منظور إسلامي، فلا بد من تكييفها لتخدم أغراضها أو إيجاد البدائل الإسلامية لها⁽¹⁾، وإذا ما بقي الحال على ما هو عليه من عمليات الهيكلية الشرعية لمنتجات

(1)- أحمد سفر، البنوك الإسلامية، العمليات، إدارة المخاطر، والعلاقة مع البنوك المركزية والتقليدية، اتحاد البنوك العربية، لبنان، 2005، ص: 273-274.

الفصل الأول: من أجل النهضة المالية من منظور المصرف التقليدي والإسلامي

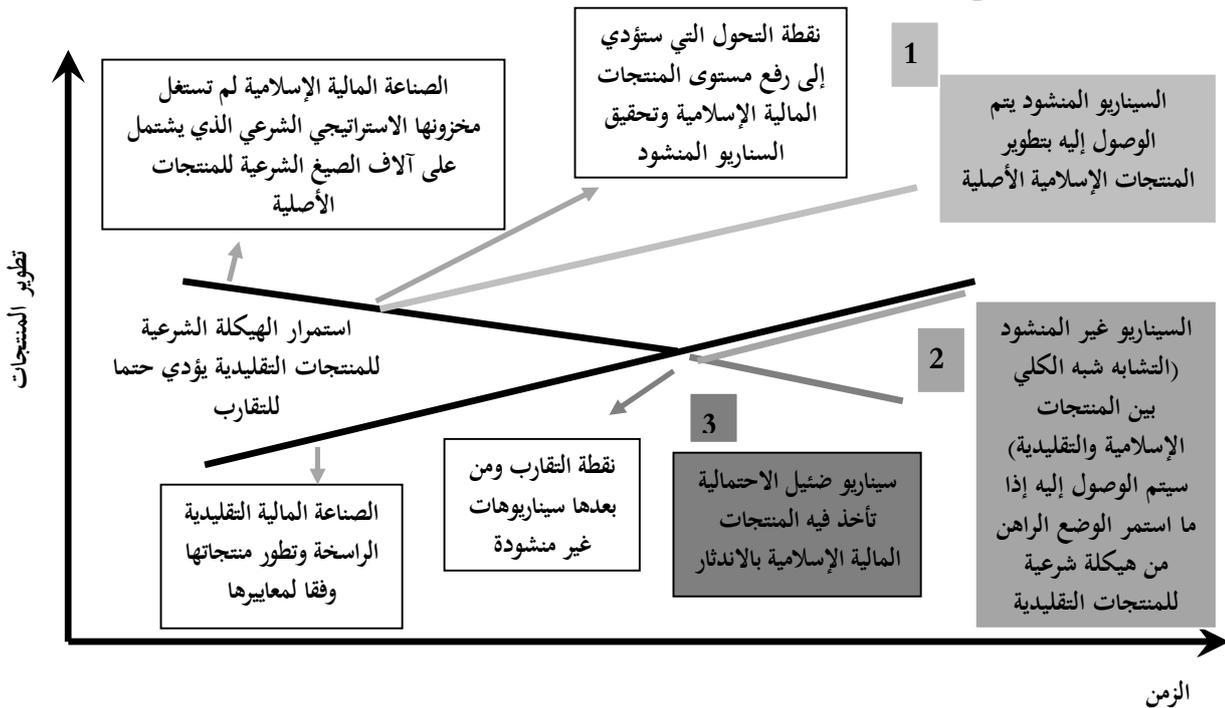
تقليدية، فإن مستوى المنتجات المالية الإسلامية سينحدر ليصل إلى نقطة يتقارب فيها مع مستوى الخدمات التقليدية، وستكون الصناعة المالية الإسلامية أمام ثلاثة مشاهد محتملة في المستقبل المنظور⁽¹⁾:

1- المشهد الأول (المأمول): يتمثل في الإستراتيجية التي يجب أن تتبناها الصناعة المالية الإسلامية لتحقيق استدامتها، فالملحوظ منها أن تتحول في المستقبل العاجل إلى استغلال المخزون الاستراتيجي من الصيغ الفقهية الشرعية للمنتجات الإسلامية الأصلية في عمليات التطوير والابتكار؛

2- المشهد الثاني (المحتمل): يتمثل في أن تتشابه المنتجات المالية الإسلامية تشابها كبيرا مع المنتجات المالية التقليدية، وهو أمر سيعمل حتما على دعم المنتجات المالية التقليدية ورفع مستوياتها واستدامة صناعتها تماما كما يعمل على إضعاف خصوصية ومزايا الصناعة المالية الإسلامية ومنتجاتها؛

3- المشهد الثالث (الأقل احتمالا): يتمثل في اندثار المنتجات المالية الإسلامية نتيجة عدم تطوير منتجات أصلية تدعم استدامة الصناعة. في معظم الحالات، يعاد تجميع الأدوات المالية الإسلامية بالموازاة مع الأدوات المالية التقليدية في حين أنها غير متوافقة مع الشريعة، وهو ما يعرف بـ "shariah synthetics" والذي يعني خلق منتجات مُقلّدة. يمكن توضيح ما سبق من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم (10-1): سيناريوهات التقارب بين المنتجات المالية الإسلامية ومثيلاتها التقليدية



المصدر: ناصر الزيادات، حذار المبالغة في تقليد المنتج التقليدي، جريدة القبس، الكويت، 20/01/2008، ص: 46.

(1) - صالح صالح، عبد الحليم عربي، دور المنتجات المالية الإسلامية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي، ورقة مقدمة في إطار الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً، المركز الجامعي بخميس مليانة، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، يومي 6/5/2009، ص: 19.

الفرع السابع: أنماط المنتجات المالية الجديدة وعمليات تطويرها

توجد أنماط أو أشكالاً مختلفة للمنتجات المالية الجديدة، هذه الأخيرة والتي لها عدة مبررات لعملية تطويرها.

أولاً: أنماط المنتجات المالية الجديدة⁽¹⁾:

- 1- منتجات جديدة مُبتكرة: وهي تلك المنتجات التي يكون عنصر الابتكار أساس فيها، وتمثل في الغالب بحدود 10% من إجمالي المنتجات الجديدة؛
- 2- خطوط المنتج الجديد: وهي الخدمات التي تقدم في الغالب من قبل المصارف وذلك عندما تبحث عن تقديم خدمات إلى أطراف محددة ودون تقديمها إلى مجمل السوق؛
- 3- المنتجات المُطوّرة: وهو الشائع من المنتجات المالية التي تكون موجودة أصلاً، ولكن يجري عليها تطوير لتقديم خدمة مضافة أو أي شيء آخر يميزها عما كانت عليه في السوق، وقد يكون ذلك مثلاً من حيث السعر والتوقيت الزمني للائتناف منها وارتباطها مع خدمة سائدة... الخ؛
- 4- إعادة التّوضع أو المكانة للمنتج في السوق: يتم ذلك من خلال إدخال المنتجات إلى أسواق جديدة لم تدخل إليها سابقاً، وبالتالي قد يكون المنتج معروفاً في مكان ما من الأسواق الأخرى، ولكنه غير معروف في هذه السوق تحديداً؛
- 5- التخفيض في التكاليف المترتبة على المنتج: كما هو حاصل مثلاً في تخفيض تكاليف استخدام البطاقات المصرفية وتنويعها والمزايا المختلفة التي يمكن الحصول عليها من جراء استخدامها؛

ثانياً: عمليات تطوير المنتج الجديد: تأتي عملية تطوير أي منتج من خلال التعامل مع العملاء وعبر الأقسام المختلفة للشركة المنتجة أو المقدمة للخدمات المالية منطلقاً في ذلك من مبررات موضوعية تقودها إلى إجراء عملية التطوير للمنتج التي تتمثل في الغالب في⁽²⁾:

- 1- مواجهة المنافسة القائمة في السوق المالية وتقديم خدمات جديدة من شأنها أن تزيد من حصتها السوقية عبر كسب المزيد من المتعاملين معها؛
- 2- الحفاظ على عملائها الحاليين من خلال تنويع محفظة ومزيج الخدمات المالية المقدمة لهم؛
- 3- يضيف المنتج الجديد قوة ومكانة للمؤسسة المالية، إذ تشير الدراسات إلى أن 30% من أرباح المنظمات تأتي من المنتجات الجديدة التي تتعامل بها، وهذا بحذ ذاته مبرر منطقي وقوي لتوجهها نحو إيجاد منتجات جديدة لها؛
- 4- الدخول إلى أسواق مالية جديدة لم تكن متاحة لها سابقاً عبر ما تقدمه من خدمات مالية جديدة ومطورة؛
- 5- التعامل بمنتجات جديدة هو تعبير عن الإبداع والمعاصرة مع حالة التقدم المتسارع في مجال الخدمات المالية التي تشهد أسواق العالم المختلفة وهذا بحذ ذاته يكسب المؤسسة المالية مكانة ذهنية لدى العملاء المتعاملين معها.

(1)- ثامر البكري، أحمد الرحومي، تسويق الخدمات المالية، إثناء للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، صص: 228-229.

(2)- المرجع السابق، ص: 230.

تمر عملية تطوير المنتج عبر عدد من المراحل قد تطول فترة كل مرحلة أو تقصر تبعاً لعوامل ومبررات كثيرة من أبرزها خصائص المنتج المالي وحجم المنافسة السائدة في السوق وعدد وحجم العوامل البيئية المؤثرة على تطوير المنتج المالي⁽¹⁾؛

ثالثاً: التسويق المصرفي وأهميته في المصارف الإسلامية: تتعامل المصارف الإسلامية في مختلف المجالات التمويلية والاستثمارية بجانب تنمية المجالات التكافلية في المجتمع وتلتزم في كافة معاملاتها بمقتضيات الشريعة الإسلامية، ولهذا يجب عليها تسويق تلك المعاملات والخدمات والأفكار التي تقدمها ليس هذا فقط، بل يجب أن تعمل على تسويقها مراعية في ذلك خصائصها والمستفيدين منها والمجتمع الذي توزع فيه وتعمل على تحقيق تنميته.

1- **تعريف التسويق المصرفي الإسلامي:** يمكن تعريفه بأنه: "كافة الجهود الإنسانية المبذولة والمتعلقة بتصريف وانسياب الخدمات والأفكار المصرفية والتكافلية من المصرف الإسلامي إلى العملاء والمستفيدين، لإشباع حاجاتهم ومتطلباتهم المالية والاجتماعية والمساهمة في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية وتحقيق المنافع المادية والمعنوية للمساهمين والعاملين والمجتمع في ضوء الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية"⁽²⁾.

كما يمكن تعريفه بأنه: "مجموعة من الأنشطة التخطيطية والتنفيذية المبنية على قواعد وأسس وضوابط شرعية سليمة، تهدف إلى التعرف على حاجات العملاء ومحاولة تلبيتها وصولاً لتحقيق أهداف المصرف الإسلامي"⁽³⁾.

ما يختص به المفهوم المصرفي الإسلامي للتسويق المصرفي هو اهتمامه وبشكل خاص بحفظ المال من جانبي الوجود والعدم كمقصد من مقاصد الشريعة وتحقيقاً لمبدأ الاستخلاف في الأرض، ويتطلب ذلك أن تكون المنتجات المصرفية متفقة مع حاجات الفرد والمجتمع تحقيقاً لمقصد حفظ المال^(*).

2- خصائص التسويق المصرفي الإسلامي: تتمثل في⁽⁴⁾:

أ. الالتزام بالقيم الأخلاقية؛

ب. الالتزام بالأصالة الإسلامية في تقديم الخدمات والمنتجات المصرفية الإسلامية وفقاً لأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية؛

ج. المقدمية في استخدام وسائل التسويق المعاصرة متى كانت تتفق مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية؛

د. أن يحقق التسويق مقاصد الشريعة الإسلامية ومنها حفظ الدين وحفظ المال؛

هـ. المحافظة على الهوية الإسلامية للخدمات والمنتجات المصرفية الإسلامية؛

و. الأسوة الحسنة في التسويق؛

(1)- المرجع السابق، ص: 232-233.

(2)- عبد الحميد عبد الفتاح المغربي، الإدارة الاستراتيجية في البنوك الإسلامية، بحث رقم 66، المصرف الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، 2004، ص: 376.

(3)- أحمد بوشناق، حاجي كريمة، الضوابط الشرعية للمزيج التسويقي المصرفي الإسلامي، مداخلة مقدمة في إطار الملتقى الدولي للاقتصاد الإسلامي الواقع ورهانات المستقبل، جامعة غرداية، 23-24 فيفري 2011، ص: 7.

(*)- رغم الاتفاق بين التسويق في المصارف الإسلامية والمصارف التقليدية في استخدام الدراسات التسويقية وعلم الإحصاء لتحديد المشكلات التسويقية، إلا أن مشكلة التسويق الإسلامي تنفرد عن التقليدي باعتبارين وهما: مشكلة عدم قدرة إدارة التسويق الإسلامي على فهم جوهر وضوابط العقود الإسلامية، ومشكلة توافق القانون مع أحكام الشريعة الإسلامية، لذا فإن أسس المقارنة تقوم على الضوابط التسويقية والتي تؤثر في صياغة السياسات التسويقية وعلى أداء تسويق المنشآت الإسلامية. للمزيد راجع: محمود حسين الوادي، عبد الله إبراهيم نزال، تسويق الخدمات المصرفية الإسلامية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، 2012، ص: [34-37].

(4)- أحمد بوشناق، حاجي كريمة، مرجع سابق، ص: 8.

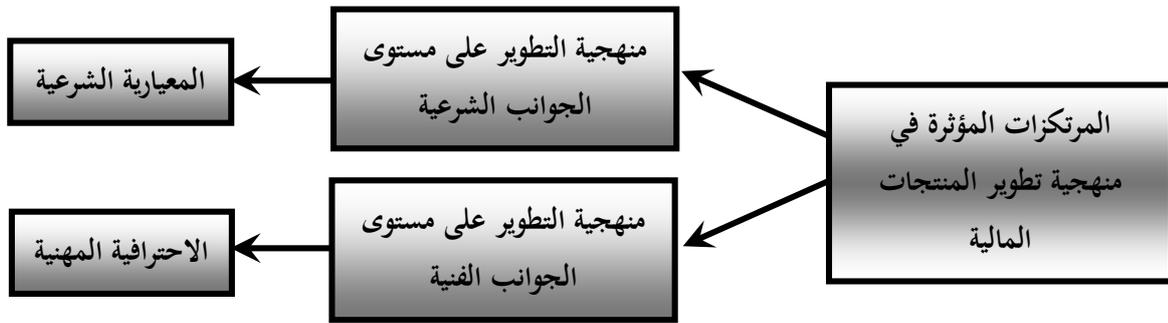
ز. الوسيطة في التسويق والإعلام عن خدمات ومنتجات المصرف الإسلامي بدون مبالغة أو إسراف؛

3- هناك خمس طرق لتطوير خدمات المصارف الإسلامية، وهي⁽¹⁾:

- ابتكار خدمات مستجدة لم ينص عليها سابقا في كتب الفقه، بناءً على اتفاق الفقهاء على أن الأصل في الأشياء الإباحة، وترتب على ذلك تأصيل أنواع العقود المستحدثة والمعاملات الجديدة؛
- تجميع عدد من العقود في خدمة واحدة: حيث يتم جمع عدد من العقود بحيث يظهر لكل عقد شروطه وقيمه المالية ويمكن للعميل إلغاء أحدها أو إضافة آخر^(*)؛
- قلب العقد الذي تتكون منه الخدمة إلى عقد آخر، ويشترط قبول العقد للقلب؛
- تعديل العقد بناءً على الشروط الجعلية لإيجاد مواصفات معينة في المنتج، ويراعى أن كل شرط خالف أحكام الشريعة الإسلامية فهو باطل.

ترتكز المنهجية المناسبة لتطوير المنتجات المالية الإسلامية على مجموعة من الجوانب كما يوضحها الشكل الموالي:

(الشكل رقم: (1-11): منهجية تطوير المنتجات المالية الإسلامية)



المصدر: عز الدين خوجة، تطوير المنتجات المالية الإسلامية-المنهجية والآلية، مداخلة مقدمة في إطار ملتقى الخرطوم للمنتجات المالية الإسلامية، الخرطوم، السودان، مركز بيان للهندسة المالية الإسلامية، 6-7 أبريل 2011، ص: 8.

تعتبر المعيارية الشرعية هي الفارق الأساسي بين منهج تطوير المنتجات المالية الإسلامية وتطوير المنتجات المالية التقليدية، حيث لا بد من إيجاد معيارية قادرة على توجيه حركة الابتكار وتطوير المنتجات المالية الإسلامية بما يضمن هويتها والتزامها بأحكام الشريعة (الالتزام الأخلاقي والارتباط بالإقتصاد الحقيقي والعُثمُ بالعُزمُ)، ويخفف من الآثار السلبية في قبول المنتج من قبل جمهور المتعاملين.

أما الاحترافية المهنية، فقد تم تقسيم مراحل تطوير المنتجات المالية إلى ست مراحل أساسية في ضوء الممارسات والتطبيقات المتبعة، وهذا ما يوضحه الشكل الموالي:

(1) - محمود حسين الوادي، عبد الله إبراهيم نزال، تسويق الخدمات المصرفية الإسلامية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، 2012، ص: [85 - 88].
 (*) - يراعى في ذلك عدم جواز الجمع بين معاوضة وتبرع، لأن التبرع إنما كان لأجل المعاوضة لا تبرعا مطلقا فيصير جزءاً من المعاوضة، وكذلك منع التعاقد بشرطين في بيع واستدل بحديث عبد الله بن عمر رضي الله عنه عن رسول الله (ص) أنه قال: "لَا يَجُلُّ سَلْفٌ وَيَبِيعُ وَلَا شَرْطَانِ فِي بَيْعٍ وَلَا رِبْحٌ مَا لَمْ يَضْمَنْ وَلَا يَبِيعُ مَا لَيْسَ عِنْدَكَ." رواه الترمذي.

الشكل رقم (1-12): مراحل تطوير المنتجات المالية

ثقافة المؤسسة	تحديد احتياجات العملاء	إستراتيجية المنتج	توليد الأفكار واختيار أفضلها	تصميم المنتج	إطلاق المنتج
ثقافة المؤسسة الكيفية التي تنظر فيها المؤسسة ككل إلى عملية تطوير المنتجات، والثقافة والبيئة الابتكارية التي تغرسها في نفوس موظفيها وتسعى إلى تعميمها بينهم	تحديد احتياجات العملاء التي يتم فيها التواصل مع العملاء الحاليين والمستهدفين من أجل تلمس احتياجاتهم تمهيدا لتلبيةها من خلال منتجات مالية إسلامية جديدة	إستراتيجية المنتج وضع رؤية واضحة لما تقتضيه عملية التطوير واحتياجات السوق، وذلك من خلال إحداث تفاعل بين معطيات البيئة الخارجية للمؤسسة (التنظيمية والتشريعية والسوقية) مع معطيات البيئة الداخلية للمؤسسة	توليد الأفكار واختيار أفضلها والأساليب والطرائق والوسائل التي يتم استخدامها في توليد الأفكار حول المنتجات المالية الجديدة، ومن ثم اختيار أفضلها لتطويرها إلى منتجات حقيقية	تصميم المنتج القدرة الكافية على تحديد تفاصيل المنتج والمواد المستخدمة في تصميمه وإجراءاته وسياسات تنفيذه وسماته القانونية والشرعية والتكنولوجية	إطلاق المنتج دراسة الكيفية التي يتم فيها إطلاق المنتج في السوق والتحضيرات اللازمة قبيل هذه العملية من إجراءات تسويقية وترويجية واختبارات أولية على المنتج

الفرع السابع: العقود النمطية للأدوات المالية الإسلامية

يكتسي موضوع تنميط العقود الخاصة بالأدوات المالية الإسلامية أهمية بالغة، حيث لا يقتصر التنميط على اختيار أو تكوين نمط واحد للعمل أو الأداء، بل يشمل أيضا اختيار أكثر من نمط للعمل والمهم تحديد هذه الأنواع أو الأصناف أو الطرق أو الأساليب والدلالة عليها، بحيث تستخدم فيما أعدت له لأن واقع الأدوات المالية الإسلامية في المؤسسات المالية الإسلامية من حيث مدى وجود العقود النمطية لا يعكس هذه الأهمية.

أولاً: مفهوم تنميط عقود الأدوات المالية الإسلامية: يقصد به "إعداد واعتماد صيغ ثابتة لهذه العقود من حيث الأركان والشروط، بحيث تمثل هذه الصيغ أنماطا محددة ومعلومة تنفذ على أساسها الأدوات المالية الإسلامية"⁽¹⁾. وهذا لا يعني وجود نمط واحد أو نوع واحد من العقود للأداة الإسلامية الواحدة كالمراجحة مثلا، بل يمكن أن يوجد لأداة المراجحة أكثر من عقد نمطي، لكن كل أنماط عقود المراجحة يجب أن تكون مقبولة في المرجعية الموحدة للأدوات المالية الإسلامية وهي الشريعة الإسلامية.

رغم وجود بعض ملامح التنميط في العقود المستخدمة في المؤسسات المالية الإسلامية وخاصة على مستوى تمويل الأفراد، إلا أن هذا لا يعني أن هذه العقود تتمتع بالمتطلبات الضرورية لإطلاق صفة العقود النمطية عليها، لأن هذه الأخيرة محصلة لمجموعة من الخطوات والمتطلبات التي تشكل في مجملها معالم تنميط العقود المالية الإسلامية؛

ثانياً: متطلبات تنميط العقود المالية الإسلامية: ومنها⁽²⁾:

- 1- وجود المرجعية الشرعية للأداة المالية الإسلامية؛
 - 2- وجود المرجعية الشرعية للعقد؛
 - 3- ثبات بنود ومواد العقد النمطي؛
 - 4- التوافق مع القانون القائم؛
 - 5- الالتزام بالعقود النمطية المعتمدة من الجهات الإشرافية المعنية داخل الدولة.
- تشمل العقود النمطية الشرعية جملة من المبادئ التي تشكل بنية العقد وهيكله ومكوناته الأساسية، وهي تمثل المرجعية الشرعية للعقد، ولعملية التنميط آثارا على جودة عمل المؤسسات المالية الإسلامية، وأيضا على وظيفة التدقيق الشرعي.

الفرع الثامن: آثار الابتكار والتجديد في المصارف الإسلامية

ينتج عن تبني سياسة التجديد والابتكار من خلال إدارة الهندسة المالية عدة مزايا منها⁽³⁾:

أولاً: تخفيض التكاليف نتيجة لما يتحقق من وفورات في الحجم الكبير، فالمصاريف الإدارية العامة وتكلفة الخدمات المصرفية تتوزع على حجم أكبر؛

(1) - عبد الباري مشعل، **العقود النمطية للأدوات المالية الإسلامية، أما أن الأوان؟**، ورقة مقدمة في إطار المؤتمر السادس للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بمملكة البحرين، 14-15 جانفي 2007، ص: 4.

(2) - المرجع السابق، ص: [8-10].

(3) - عبد الحميد عبد الفتاح المغربي، مرجع سابق، ص: 112-113.

ثانياً: يدعم ابتكار منتجات مصرفية إسلامية جديدة استقطاب الودائع، وبالتالي يزيد من القدرة التمويلية؛

ثالثاً: توزيع المخاطر نظراً لتنوع أشكال الاستثمارات وآجالها، ويمكن الاستفادة من التصكيك ومن تكوين صناديق استثمارية لدرء المخاطر المصرفية من خلال توزيع المخاطر بتعدد منافذ الاستثمار، وقيام المستثمر باختيار الأجل الذي يناسبه وفقاً لرغبته، كما أن هذه الصناديق تؤدي إلى التخلص من تركيز التمويل قصير الأجل المسيطر على أعمال المصارف الإسلامية؛

رابعاً: الاستفادة من شبكة الفروع المنتشرة في تنوع الاستثمارات والخدمات المصرفية والاستشارية ونشر المبتكرات المصرفية وإدخالها حيز التطبيق؛

خامساً: القيام بالأبحاث والتنبؤات السوقية والإفصاح الدوري لدعم شفافية السوق ومعرفة حاجات المستثمرين وإمداد الجهات المعنية بالبيانات المطلوبة وبالتالي تنشيط المناخ الاستثماري؛

سادساً: المساهمة في التنمية الاقتصادية والاجتماعية على حد سواء؛

سابعاً: يتطلب الابتكار المالي في المصارف الإسلامية توافر إستراتيجيات تضبط هذه العملية في ظل سوق تنافسية أصبحت تشتمل على متعاملين لديهم القدرة على التمييز بين المنتجات الأصلية والمنتجات البديلة، وسوف يعمل مركز المنتجات المالية الإسلامية الذي أسس من قبل المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية على تحقيق ما يلي⁽¹⁾:

4- تحسين جودة المنتجات المالية الإسلامية وتنميتها وتسجيلها وإيجاد البيئة المناسبة لتحفيز البحوث والإبداع والتطوير للمؤسسات المالية الإسلامية والأفراد العاملين فيها؛

5- إيجاد جو تنافسي بين الباحثين في هذا المجال وتوجيههم نحو البحوث التي تهتم بالابتكار وتطوير المنتجات المالية وتبتعد عن التقليد والإفراط في البحوث النظرية، وذلك من خلال نظام تسجيل وحماية يحفظ لهم حقوقهم؛

6- نشر ثقافة التطوير داخل قطاع هذه الصناعة وتحسين القدرات الابتكارية وتسهيل تبادل الخبرات ودعم جهود الفردية في هذا المجال، بالإضافة إلى المبادرة باكتشاف فرص التطوير وتصميم منتجات جديدة؛

7- دراسة المنتجات القائمة وتقييم نتائج وآثار تطبيقها واستخدامها على المستوى الجزئي والكلبي ووضع معايير وآليات محددة لتصنيف هذه المنتجات وتسجيلها؛

8- تنميط عقود المنتجات المالية وتقنينها بما يحقق المعيارية والشفافية والقبول العام لها إقليمياً ودولياً؛

9- يكتسب موضوع التحديات التشغيلية المرتبطة بالمنتجات المالية الإسلامية أهمية خاصة في هذه المرحلة الهامة التي أضحت فيها الصناعة المالية الإسلامية محل اهتمام متزايد من كافة الأوساط المالية العالمية⁽²⁾؛

10- بدون وجود حزم متكاملة من المنتجات والخدمات التي يتم تطويرها على أساس الحاجات الفعلية للسوق لا يمكن للمؤسسات المصرفية الإسلامية أن تواصل تقديم خدماتها بفعالية؛

(1) - عبد الحليم غربي، الابتكار المالي في البنوك الإسلامية، مرجع سابق، ص: 222.
(2) - عدنان أحمد يوسف، الأدوات المالية الإسلامية الحديثة - الواقع وتحديات التشغيل، المؤتمر الثالث للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية في سوريا، 10 مارس 2008، ص: 3.

الفصل الأول: من أجل الهندسة المالية من المنظور المصرفي والتقليدي والإسلامي

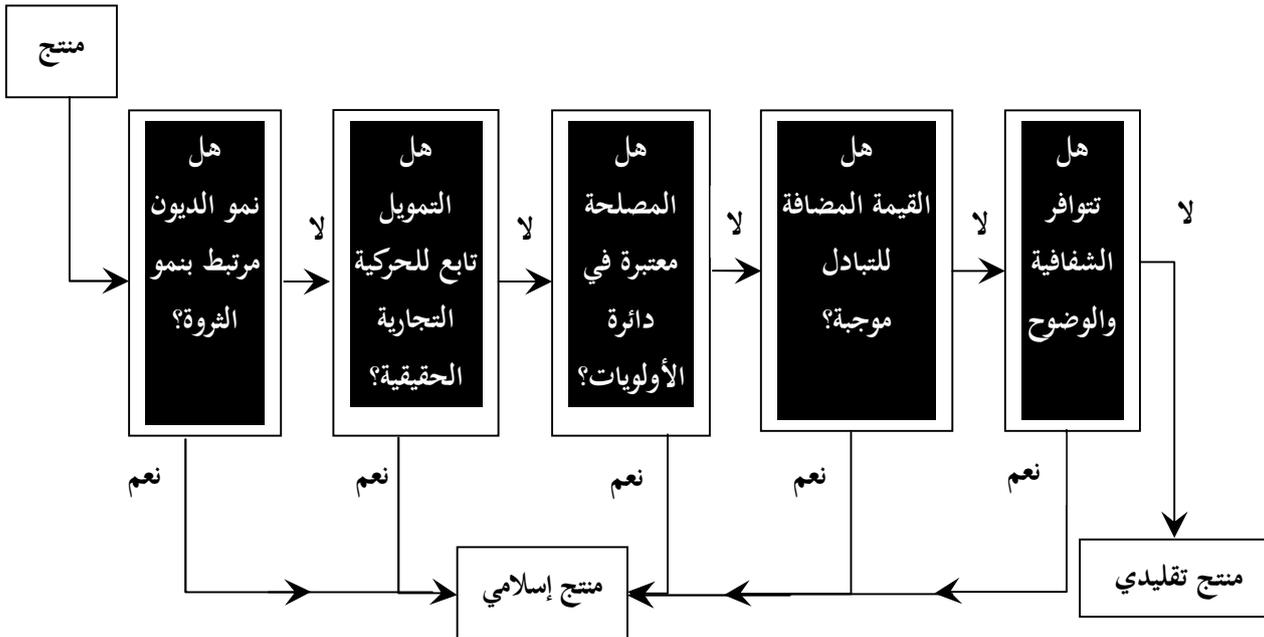
11- بسبب الطبيعة الحركية لعملية تطوير المنتجات وارتباطها بشكل مباشر بالعديد من العوامل الخارجية كالمغيرات الاقتصادية والعوامل السوقية والتغير في السلوك الاستهلاكي، كان لابد من الاهتمام بجانب بحوث التطوير بشقيها الفقهي من خلال الهيئة الشرعية الموحدة وكذلك الجانب الاقتصادي والبيئة السوقية من خلال وحدة تطوير المنتجات؛

12- لابد من التركيز خلال المرحلة المقبلة على المنتجات التي تلبي الحاجات الفعلية وعدم الاعتماد على ما يعرف "بالصيرفة المالية" بأي شكل من الأشكال باعتباره واحدا من أسباب الأزمات المالية والعمل على بناء القدرات الذاتية والمتمثلة في الإطار التنظيمي المناسب والمدعوم بقدرات بحثية عالية المستوى وحزمة من الإجراءات الموحدة والأدلة التنفيذية النموذجية، بما في ذلك استخدام أفضل المعايير الدولية في الإدارة والتسويق وكذلك استخدام مفهوم الهندسة المالية وغيرها من الوسائل المرتبطة بهذه القدرات؛

13- تتمثل أهم خطوات النجاح في تطوير منتجات مالية ناجحة في وجود الفهم الصحيح لاحتياجات العملاء كعامل رئيسي وكذلك التعاون مع المؤسسات المالية الإسلامية الأخرى في سبيل تأسيس أرضية مشتركة لبحوث التطوير تستند على المصادر البحثية في فقه المعاملات المالية الإسلامية⁽¹⁾.

يوضح الشكل الموالي المعايير الموضوعية للتمييز بين الصيغ والمنتجات المالية الإسلامية والتقليدية.

الشكل رقم (1-13): المعايير الموضوعية للتمييز بين الصيغ والمنتجات المالية الإسلامية والتقليدية



المصدر: صالح صالح، عبد الحليم غربي، كفاءة صيغ وأساليب التمويل الإسلامي في احتواء الأزمات والتقلبات الدورية، بحوث وأوراق عمل الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومة العالمية - السياسات والإستراتيجيات البديلة لعلاج الأزمة المالية والاقتصادية، 20-21 أكتوبر 2009، جامعة سطيف، منشورات مخبر الشراكة والاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفضاء الأورو-مغاربي، ص: 802.

الفرع التاسع: أثر العولمة على العمل المصرفي الإسلامي

شهدت البيئة المصرفية الدولية خلال السنوات الأخيرة تغيرات كبيرة لم تشهدها من قبل، حيث أصبحت الأسواق المالية تتمتع بقدر كبير من الحرية في إدارة عملياتها المالية، لذلك كان لزاما على المصارف الإسلامية إعادة النظر في أعمالها التقليدية

(1)- المرجع السابق، ص: 6.

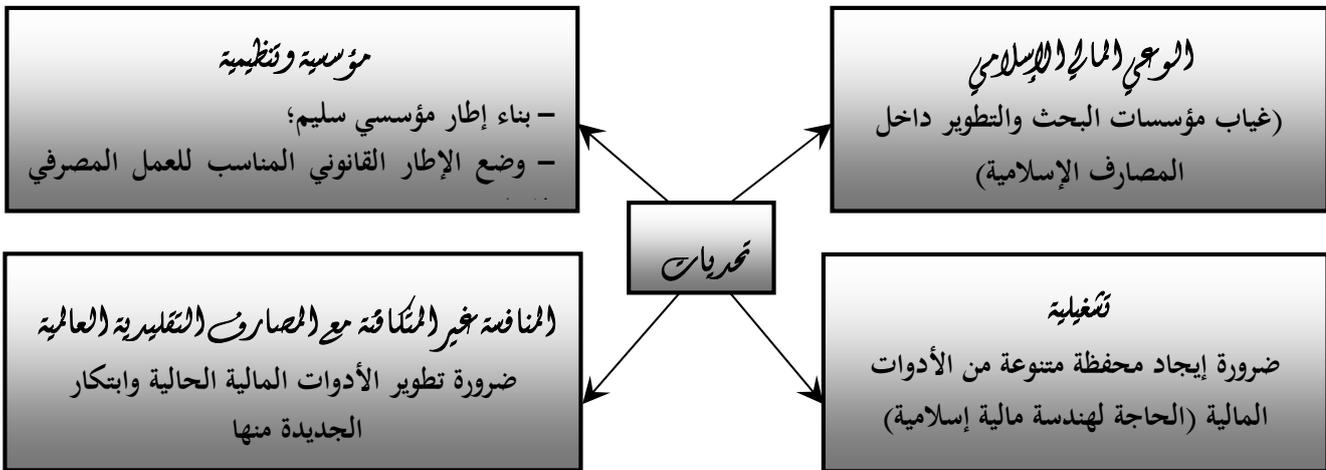
الفصل الأول: من أجل النهوض المالية من منظور المصرف التقليدي والإسلامي

والتعامل مع المتغيرات المالية والاقتصادية والاجتماعية المستجدة على الساحتين المحلية والدولية؛ وسيكون لتحرير الخدمات المالية تأثيراً إيجابياً عليها في المدى المتوسط والبعيد، غير أنه يتوقع على المدى القريب أن تتأثر سلباً المصارف الإسلامية ذات الكفاءة المتدنية والتكاليف التشغيلية المرتفعة والتي تقدم خدمات غير تنافسية بالمقارنة مع ما تقدمه المصارف التقليدية.

أولاً: يجب على المصارف الإسلامية تطوير قدراتها لمواجهة المنافسة الخارجية المتزايدة، ولا شك أن استمرار تحرير الأسواق المالية سيؤدي إلى فوائد هامة للقطاع المصرفي الإسلامي وذلك من خلال تعزيز المنافسة في الأسواق المحلية والتي ستؤدي إلى تحسين الأداء وتخفيض التكاليف وتقديم خدمة الصيرفة بجودة أعلى وتوفير مجموعة متنوعة من الخدمات المالية والاستفادة بشكل أكبر من نقل التكنولوجيا والمهارات المتوفرة للمصارف التقليدية⁽¹⁾؛

ثانياً: على الرغم من التطور الكبير الذي مس المصارف الإسلامية؛ إلا أنها تتعرض إلى تحديات كبيرة في ظل الانفتاح الاقتصادي وعمليات التحرير المالي، فقد كانت أهم المشكلات التي تعرضت لها في سبعينيات القرن الماضي تدور حول الآراء الفقهية المتعلقة بضبط معاملات المؤسسات المالية الإسلامية لتتماشى مع مبادئ الشريعة الإسلامية؛ أما في بداية القرن الحادي والعشرين فقد أصبح السؤال المحوري هو كيفية توافق الأدوات المالية الغربية مع مبادئ الشريعة الإسلامية⁽²⁾؛ يوضح الشكل الموالي أهم الصعوبات والتحديات التي تواجه المصارف الإسلامية في ظل التحرير المالي.

الشكل رقم (14-1): التحديات التي تواجه المصارف الإسلامية في ظل التحرير المالي



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على: حيدر يونس الموسوي، البنوك الإسلامية أداءها المالي وآثارها في سوق الأوراق المالية، دار اليازوري للنشر والتوزيع، الأردن، 2011، ص: [112-114].

ثالثاً: سيكون للصيرفة الإسلامية دوراً كبيراً في تفعيل "إعادة هندسة الصيرفة" بشكل عام فعلياً لا شكلياً بالخبرات والمهارات والممارسات والأنشطة المتعلقة بها، كما أثبتت الصناعة المصرفية الإسلامية القدرة على تطوير الأدوات والآليات

(1)- عمر عبد الله كامل، العولمة وتأثيرها على العمل المصرفي الإسلامي، ندوة البركة الثانية والعشرون للاقتصاد الإسلامي، يونيو 2002، البحرين، ص: 11.
 (2)- حيدر يونس الموسوي، البنوك الإسلامية، أداءها المالي وآثارها في سوق الأوراق المالية، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، 2011، ص: 112.

والمنتجات المصرفية الإسلامية مما أدى إلى انتشارها بسرعة، بالإضافة إلى المقدرة والمرونة في إدارة المخاطر المصرفية وذلك لكون المصرف الإسلامي يعتمد على قدرته على دراسة المشاريع المستهدفة للتمويل⁽¹⁾.

قد تكون التغييرات المستحدثة والجذرية في أساليب التمويل الدولي دافعا للتركيز أكثر بالنسبة للعمل المصرفي الإسلامي إذ يجب الالتزام بالإجراءات والقيود الرسمية المتزايدة الصادرة عن سلطات الرقابة على المصارف في الأسواق الدولية⁽²⁾.

رابعا: يعد حصول المصارف الإسلامية على تصنيفات ائتمانية من قبل وكالات التصنيف العالمية أحد عناصر عملية العولمة، حيث أن تقييم أداءها من قبل هذه الجهات يمكنها من التعرف على نقاط الضعف والقوة في أنشطتها المصرفية، الأمر الذي يشجع إدارات هذه المصارف على التحسين والتطوير لأنشطتها وخططها التوسعية إن هي أرادت أن تكون فاعلة في السوق العالمية الشاملة⁽³⁾.

خامسا: على ضوء التغييرات المستحدثة، ينبغي على المصارف الإسلامية الاستعداد لتطبيق ثقافة إدارية جديدة تأخذ في الاعتبار التغيير المستمر في أوضاع السوق وتقوم على شبكة من خطوط الاتصال بين مراكز العمل بدلا من هرم وظيفي جامد، حيث تتطلب الثقافة الإدارية الجديدة من المصارف الإسلامية التركيز على الابتكار والاستثمار في التكنولوجيا بهدف توفير المنتجات التي تتوافق مع حاجات العملاء ولكي تحافظ على وضع تنافسي.

كما أن إقامة تحالفات بين المصارف الإسلامية سيمكنها من العمل معا في تمويل مشاريع معينة والمشاركة في المخاطر وفي تطوير منتجات مصرفية جديدة خاصة وأن عمليات الاندماج بين كبريات المصارف العالمية وافتتاح نوافذ إسلامية لها تمثل ظاهرة تحمل الكثير من المخاطر الخاصة بقدرات المصارف الإسلامية على المنافسة في ظل الأسواق المفتوحة وانتشار الخدمات المصرفية عبر الانترنت⁽⁴⁾.

سادسا: تسعى المصارف التقليدية للتحويل للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، والمقصود هنا بالتحويل هو "انتقال المصارف التقليدية من التعامل المحظور شرعا إلى التعامل المتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، حتى تصبح جميع أعمال المصرف وأنشطته خاضعة لقواعد وأسس الشريعة الإسلامية"، ولكن هذا التحويل يختلف من مصرف إلى آخر تبعا لاختلاف الدوافع الكامنة وراء التحويل واختلاف مصدره، وهذا يستدعي التعرف على الدوافع الكامنة وراء التحويل ومصدره، ومن ثم بيان أنواع التحويل من حيث الشكل والأسلوب⁽⁴⁾.

أما عن كيفية تحول المصرف التقليدي إلى مصرف إسلامي، تتعلق المرحلة الأولى بأسس تحويل النظام نفسه والتي تتمثل في الأمور القانونية والمؤسسية والمتمثلة في قرارات الهيئة العمومية للمصرف والموافقات الأخرى اللازمة للتحويل من الجهات ذات العلاقة، وإيجاد الإطارات المؤهلة لمزاولة العمل المصرفي الإسلامي وتغيير سياسات المصرف من حيث النظرة إلى مصادر أمواله وطرق استخدامها، إضافة إلى البحث عن أساليب استثمارية جديدة تختلف عنها في المصرف

(1) - صادق راشد الشمري، أساسيات المصرفية الإسلامية، أنشطتها، التطورات المستقبلية، دار البازوري للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص: 226.
(2) - تحتاج البنوك الإسلامية إلى إستراتيجيات كاملة لمواجهة التحديات التي فرضت عليها من خلال التطورات الاقتصادية والمالية في الساحة الدولية ومن أهم هذه الإستراتيجيات: إستراتيجية تقييم الأداء وإستراتيجية التثبيت وإستراتيجية الكلفة. للمزيد راجع: حيدر يونس الموسوي، مرجع سابق، ص: [119-122].

(3) - عمر عبد الله كامل، مرجع سابق، ص: 14.
(4) - لقد عرفت اتجاهات التمويل الإسلامي في ظل العولمة تطورات كثيرة، حيث أصبحت الكثير من البنوك الإسلامية تبحث عن التوظيفات الأجلة وهي التي تجدها في مجال تمويل المشاريع، حيث هناك عدة طرق لتمويل المشاريع بصورة إسلامية ومنها: التمويل بالملكية والتمويل المعبري والتمويل بالدين طويل الأجل.
(4) - يزن خلف سالم العطيات، تحول البنوك التقليدية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، دار النفائس، الأردن، 2009، ص: 69-70.

الفصل الأول: من المرحلة المهنية المالية من المنظور المصرفي والتقليدي والإسلامي

التقليدي، تستدعي هذه الإجراءات أن يكون التحول بشكل تدريجي يتم في مرحلة انتقالية⁽¹⁾. أما الإجراءات الفنية اللازمة فتتمثل على سبيل المثال في إيجاد نظام محاسبي جديد يتعلق بالودائع وطرق معاملتها والقروض والمراجعة... الخ^(*).

المطلب الثاني: الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية

شهد النصف الأخير من القرن العشرين ميلاد تجربة المصارف الإسلامية، ولكن واقع التجربة والممارسة العملية جاء مغايراً، حيث ومنذ نشأتها لم تستطع الأوعية الادخارية لهذه المصارف من تلبية الحاجات المتعددة والمتنوعة للمدخرين، كما لم يحظ الاستثمار طويل الأجل بأي أهمية تذكر باعتباره مؤشراً لقياس مدى نجاحها في تحقيق أهدافها التنموية، بينما يمثل الاستثمار قصير الأجل السمة الغالبة لاستثماراتها.

الفرع الأول: مفهوم الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية

تعد المصارف الإسلامية بطبيعتها مصارفاً تنموية، وينعكس ذلك بصورة مباشرة على تنظيمها الداخلي وعلى استراتيجياتها الاستثمارية وكذلك على معاييرها لتقوم واختيار المشروعات.

أولاً: تعريفه:

- 1- الاستثمار بمفهومه العام يعني "الإضافة إلى الطاقة الإنتاجية أو رأس المال وتراوح آجال الاستثمار، فمنها ما هو قصير أو متوسط أو طويل الأجل"؛
- 2- الاستثمار في الإسلام يعني "تكتير المال وتنميته بكافة الطرق المشروعة، كما أن النشاط الاستثماري بالمصارف الإسلامية يمثل نشاطاً من خلاله يتم توظيف مواردها المتاحة في ضوء الضوابط والأسس والقواعد الشرعية والاقتصادية الإسلامية، وذلك من أجل المحافظة على المال وتنميته بما يحقق النفع لهاته المصارف والمجتمع ككل"⁽²⁾؛
- 3- كما عرف الاستثمار من منظوره الإسلامي بأنه: "هو توظيف الفرد المسلم-الجماعة المسلمة- ماله الزائد عن حاجاته الضرورية بشكل مباشر أو غير مباشر في نشاط اقتصادي لا يتعارض مع مبادئ الشرع ومقاصده العامة، وكذلك بغية الحصول على عائد منه يستعين به ذلك الفرد المستثمر أو الجماعة المستثمرة على القيام بمهمة الخلافة لله وعمارة الأرض"⁽³⁾؛
- 4- ويقصد به في الفكر المحاسبي الإسلامي على أنه: "تخصيص موارد اقتصادية بهدف الحصول على منافع متوقعة الحدوث خلال فترة زمنية في المستقبل، كما يعرف على أنه "توظيف الأموال في مجالات النشاط المباحة في ضوء الضوابط الشرعية للاستثمار وذلك بغية تنميتها والحصول على عائد عليها وتحقيق مقاصد الشريعة الإسلامية"⁽⁴⁾.

(1) - جميل السعودي، إدارة المؤسسات المالية المتخصصة، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص: 96-97.
(*) - انتشر خلال السنوات الأخيرة مفهوم "مصرف المشاركة المخاطر" والذي هو عبارة عن وسيط مالي متخصص في تمويل المشاريع عالية المخاطر عن طريق المشاركة المحدودة، على أن لا يكون نشاطها معارضا لأحكام الشريعة الإسلامية، وقد يكون هذا المصرف مستقلاً كما يمكن أن يكون فرعاً من مصرف كبير.

(2) - أشرف محمد دوباء، دور الأسواق المالية في تدعيم الاستثمار طويل الأجل في البنوك الإسلامية، دار السلام، القاهرة، 2006، ص: 18.
(3) - قطب مصطفى سانو، الاستثمار أحكامه وضوابطه في الفقه الإسلامي، دار النفائس، الأردن، 2000، ص: 24.
(4) - فرحات الصافي علي، مخاطر صيغ الاستثمار في البنوك التقليدية والإسلامية دراسة تحليلية مقارنة، بحث مقدم في إطار الملتقى الدولي حول أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبدائل البنوك الإسلامية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، كلية الآداب والعلوم الإنسانية، قسنطينة، يومي 6-11، 2009/4/7، ص: 11.

من هذا المنطلق، يمكن تعريف الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية بأنه: "توظيف جزء من الموارد المتاحة للمصرف الإسلامي لفترات زمنية تزيد عن سبع سنوات وفقا للضوابط والأسس الشرعية والاقتصادية الإسلامية، بهدف المساهمة في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية في المجتمع، وتعظيم ثروة المساهمين والمودعين بالمصرف الإسلامي"⁽¹⁾؛

ثانياً: أنواعه: تتعدد أنواع الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية باختلاف النظرة إليه من حيث طبيعته ومجالاته وصيغته ومكانه وغرضه كما يلي⁽²⁾:

- 1- طبيعة الاستثمار: ينقسم الاستثمار طويل الأجل إلى نوعين:
 - أ. الاستثمار المادي: يمثل ما يستثمره المصرف الإسلامي في الأصول الرأسمالية؛
 - ب. الاستثمار المالي: يمثل ما يستثمره المصرف الإسلامي في الأوراق المالية؛
- 2- مجالات الاستثمار: ينقسم الاستثمار طويل الأجل وفقا لقطاعات النشاط الاقتصادي المختلفة إلى:
 - أ. الاستثمار الزراعي: يكون مجاله نشاطا زراعيا؛
 - ب. الاستثمار الصناعي: يكون مجاله نشاطا صناعيا؛
 - ج. الاستثمار التجاري: يكون مجاله نشاطا تجاريا؛
 - د. الاستثمار الخدمي: يكون مجاله نشاطا خدميا؛
 - هـ. الاستثمار العقاري: يكون مجاله نشاطا عقاريا؛
- 3- صيغ الاستثمار: ينقسم الاستثمار طويل الأجل وفقا لأساليب الاستثمار في المصارف الإسلامية، ومنها:
 - أ. الاستثمار بالمضاربة؛
 - ب. الاستثمار بالمشاركة؛
 - ج. الاستثمار بالتأجير التمويلي؛
- 4- مكان الاستثمار: ينقسم الاستثمار طويل الأجل إلى:
 - أ. الاستثمار الداخلي: يكون داخل دولة المصرف الإسلامي؛
 - ب. الاستثمار الخارجي: يكون خارج حدود دولة المصرف الإسلامي؛
- 5- غرض الاستثمار: ينقسم الاستثمار طويل الأجل وفقا للهدف الرئيسي للاستثمار إلى:
 - أ. الاستثمار الخاص: تكون الأولوية فيه لتحقيق ربح للمصرف الإسلامي؛
 - ب. الاستثمار العام: تكون الأولوية فيه للمساهمة في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية في المجتمع؛

(1) - أشرف محمد دوابه، مرجع سابق، ص: 18.

(2) - المرجع السابق، ص ص: 22-23.

الفرع الثاني: أهداف ومعوقات الاستثمار طويل الأجل بالمصارف الإسلامية

هناك العديد من الأهداف التي يسعى لتحقيقها المصرف الإسلامي من خلال الاستثمار طويل الأجل، ولكن هذا لا يمنع من وجود بعض المعوقات التي تحول دون تحقيقه لهذه الأهداف.

أولاً أهدافه: من بين أهداف الاستثمار طويل الأجل بالمصارف الإسلامية:

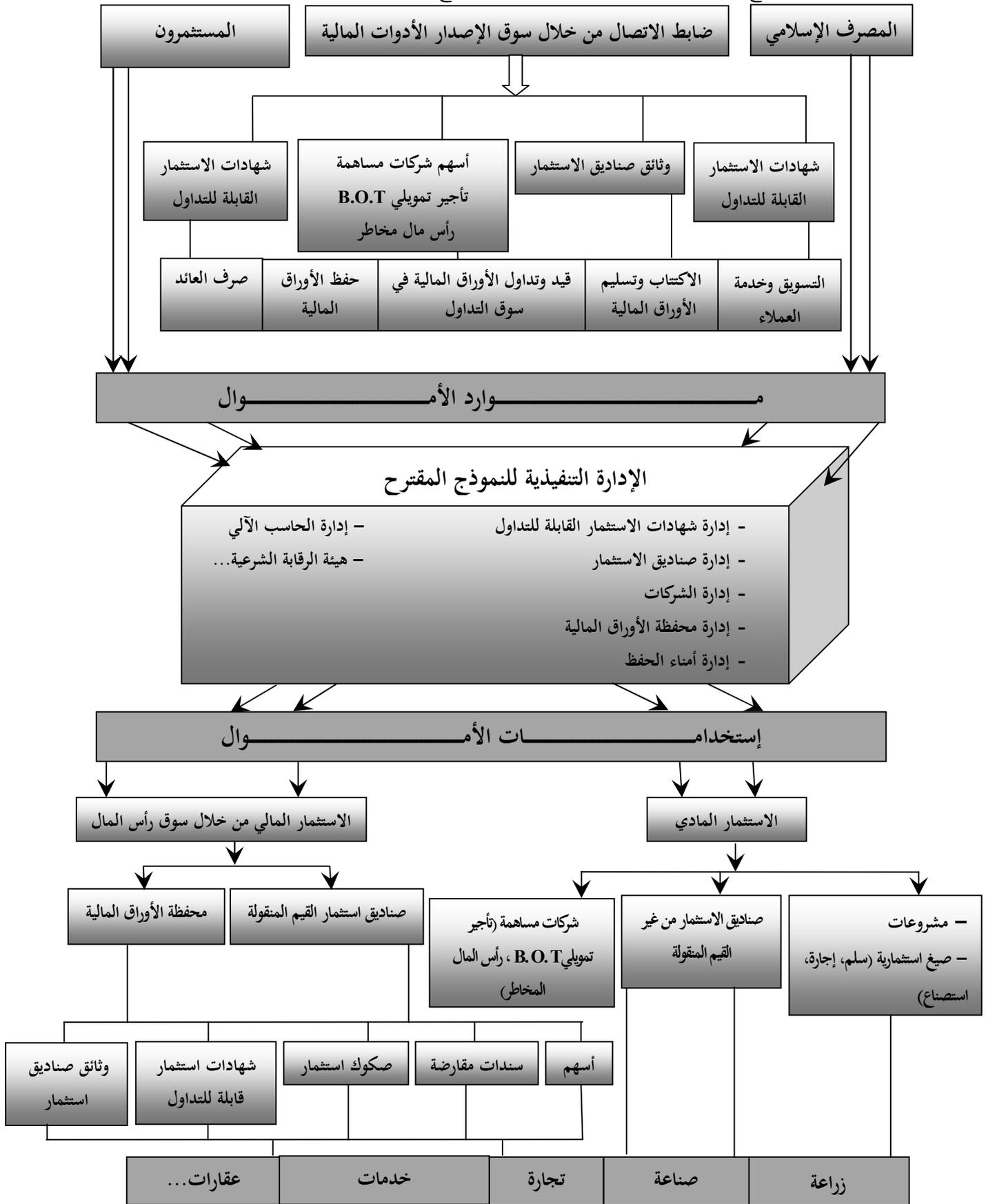
- 1- المساهمة في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية؛
- 2- تعظيم الربح، وترجع أهمية هذا الهدف لسببين، الأول هو أن الربح أساس وجود واستمرارية المصرف الإسلامي، والثاني أن الإسلام يحث على الربح من خلال إيجابه استثمار المال وعدم تركه عاطلاً بالمحافظة على المال وتنميته؛

ثانياً: معوقاته:

- 1- معوقات مرتبطة بالدور الرقابي للمصارف المركزية: يقوم المصرف المركزي بوظيفة أساسية هي الرقابة والتحكم في عرض النقود والإشراف على السياسة الائتمانية بصفة خاصة، لذا فهو يقوم بدورين رئيسيين أحدهما رقابي والآخر تمويلي؛
 - 2- معوقات مرتبطة بتطبيق الصيغ الطويلة والموارد المالية والبشرية: تمثل الموارد المالية للمصارف الإسلامية أحد المتغيرات الأساسية المؤثرة في نشاطها ومسيرتها بصفة عامة، وفي تحقيق أهدافها الاستثمارية طويلة الأجل بصفة خاصة؛
 - 3- مشكلة فائض السيولة وغياب سوق مالية إسلامية (*).
- يوضح الشكل الموالي نموذجاً مقترحاً من خلال السوق المالية لتدعيم الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية

(*)- من بين الطرق التي اعتمدها المصارف الإسلامية لحل مشكلة فائض السيولة، الاعتماد على الاستثمار قصير الأجل وإيداع الفائض من أموالها لدى المصارف الأجنبية لغرض الاستثمار بشرط التعامل بالمثل واستثمار الفوائض النقدية في الأسواق العالمية، إضافة لذلك ضرورة توافر المشروعات المدروسة ووجود علاقة خاصة بين المصارف المركزية والمصارف الإسلامية والتمويل المتبادل بين المصارف الإسلامية والتعاون فيما بينها لإنشاء المحافظ الاستثمارية وغيرها.

النموذج رقم (1-15): نموذج مقترح من خلال السوق المالية لتدعيم الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية



المطلب الثالث: مفهوم الهندسة المالية الإسلامية وخصائصها ومبادئها

تبرز أهمية وجود هندسة مالية إسلامية كأداة مناسبة لإيجاد حلول مبتكرة وأدوات مالية جديدة تجمع بين توجيهات الشريعة الإسلامية واعتبارات الكفاءة الاقتصادية، كما أن مقدرة المصارف الإسلامية على تحقيق الاستفادة منها في مجال أعمالها يرتبط بالبيئة التي تعمل فيها وبمدى اهتمامها بالإبداع والبحث والتطوير، حيث تواجه المؤسسات المالية الإسلامية مشكلة حقيقية تتمثل في المفاضلة بين تقليد المنتجات المالية أو ابتكارها لمنتجات إسلامية أصلية.

لذا، فإن مفهوم الهندسة المالية الإسلامية لا يختلف عن التقليدية من حيث الجوهر وهو الحث على الابتكار والاعتماد عليه لخلق قنوات وأدوات جديدة تناسب التغيرات السريعة في الأسواق المالية العالمية، بينما يختلف عنها من حيث الوسيلة والغاية والأهداف فلا بد من شرعية الوسائل المستخدمة في عملية الابتكار لتكون موجهة لتحقيق أهداف تحقق المصالح العامة وليس فقط الشخصية^(*).

في الواقع، وُجدت الصناعة المالية الإسلامية منذ أن جاءت الشريعة الإسلامية بأحكامها، لكن الملاحظ أنها لم تأت بتفصيل لهذه الحلول وإنما جاءت بتفصيل ما لا يحل من المعاملات المالية، وهذا يتفق مع القول بأن "الأصل في المعاملات الحل" إلا ما عارض نصاً أو حكماً شرعياً ثابتاً.

الفرع الأول: تعريف الهندسة المالية الإسلامية

ارتبطت نشأة الهندسة المالية الإسلامية بظهور المعاملات المالية الإسلامية، وبالرغم من قدم هذه الأخيرة إلا أنه لا يمكن التأريخ للهندسة المالية الإسلامية كمصطلح وتخصص اقتصادي إلا في بداية الثمانينيات من القرن الماضي أي بعد ظهور الهندسة المالية بشكل عام⁽¹⁾.

اتسمت بمجمل التعريفات المقدمة للهندسة المالية الإسلامية في مضمونها بتعريفات الهندسة المالية بصورة عامة، وهو ما أدى إلى صعوبة تقديم تعريف محدد للهندسة المالية الإسلامية دون تحديد مفهوم خاص بالهندسة المالية التقليدية والمقارنة فيما بينهما، خاصة بعدما اتضح ارتباط كل منهما بالآخر سواء من حيث النشأة والتأسيس أو من حيث الخصائص والمبادئ⁽²⁾.

أولاً: الهندسة المالية الإسلامية "هي عبارة عن مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة، إضافة إلى صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل وكل ذلك في إطار توجيهات الشريعة الإسلامية"⁽³⁾؛

(*) يمكن قياس معيار كفاءة الهندسة المالية من خلال المؤشرات التالية: مؤشر نسبة الودائع الاستثمارية إلى إجمالي الودائع ومؤشر عدد الصيغ المستخدمة في التمويل، لمزيد من التوضيح راجع: إبراهيم عبد الحليم عباده، مرجع سابق، ص ص 191-192.

(1) - تتسم عملية التقليد والتمثلة في إكساب المنتجات التقليدية الصبغة الإسلامية بالسهولة والسرعة في التطوير، إذ أنها لا تتطلب الكثير من الجهد والوقت في البحث بل تعتمد على مجرد متابعة المنتجات الراجعة في السوق وتقليدها، غير أن منتجات الهندسة المالية التقليدية جاءت لتعالج مشكلات خاصة بالنظام الذي تتداول فيه، لتمثل جزءاً من منظومة متكاملة ذات فلسفة ورؤية محددة ومختلفة تماماً عن الفلسفة والرؤية الإسلامية الأمر الذي يجعل من الهندسة المالية الإسلامية جزءاً تابعا للهندسة المالية التقليدية ومكملة لمنظومتها، ورغم أن محاكاة وتقليد المنتجات هو عملية غير مكلفة؛ إلا أنها غير قادرة على استقطاب أكبر للعملاء، لذا يجب العمل على ابتكار أدوات مالية جديدة إسلامية وذات كفاءة اقتصادية وإن كان ذلك أكثر كلفة من التقليد إلا أنها أكثر جدوى وأكثر إنتاجية وأكثر قدرة على تدعيم المنظومة المالية الإسلامية. للمزيد راجع: عماد صليحة، سعدان آسيا، المنتجات المالية الإسلامية بين التقليد والابتكار، مداخلة مقدمة في إطار الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية - النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً - يومي 5-6 ماي 2009، المركز الجامعي بخميس مليانة، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، الجزائر، ص: 3.

(2) - بن علي بلعزوز، عبد الكريم قندوز، استخدام الهندسة المالية الإسلامية في إدارة المخاطر بالبنوك الإسلامية، مداخلة مقدمة في إطار المؤتمر العلمي الدولي السنوي السابع إدارة المخاطر واقتصاد المعرفة، جامعة الزيتونة الأردنية كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، ص: 3-4.

(3) - فتح الرحمن علي محمد صالح، أدوات سوق النقد الإسلامية - مدخل للهندسة المالية الإسلامية، مجلة المصرفي، المجلد رقم 26، بنك السودان، الخرطوم، ص: 6.

ثانياً: الهندسة المالية الإسلامية، هي "مجموعة الأنشطة التي تتضمن ابتكار وتطوير أدوات وآليات تمويلية وصياغة حلول إبداعية لحل مشكلة التمويل في إطار الضوابط الشرعية كتحریم الربا والغرر"⁽¹⁾.

ثالثاً: الاختلاف القائم على المستوى النظري بين الهندسة المالية التقليدية ومثلتها الإسلامية هو أن الأولى تهدف إلى إيجاد وتطوير منتجات وأدوات مالية تحقق مقاصد المتعاملين بأقل قدر ممكن من التكاليف الإجرائية والتعاقدية، في حين أن النوع الثاني ينحصر هدفه الأساسي في إيجاد منتجات وأدوات مالية تجمع بين المصادقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية بمعنى التماشي مع أحكام الشريعة أولاً ثم بعدها التوصل إلى تحقيق هدف النوع الأول من الهندسة المالية⁽²⁾.

يكفي مهندس عملية التطوير وابتكار المنتجات المالية بالشكل الأول أن يكون من ذوي الخبرة بالعمليات المصرفية التقليدية فقط، في حين أن القائم بهذه العملية في الشكل الإسلامي يجب أن يكون ملماً بمقاصد الشريعة الإسلامية إضافة إلى خبرته وفهمه للعمليات المصرفية التقليدية؛ لكن الابتكار بطبيعته غير قابل للتنبؤ ولو كان كذلك لما كان ابتكاراً، ولذا فالمطلوب هو الأساليب والطرق التي تساعد على الابتكار وثمره له.

وبالنسبة للتمويل الإسلامي هناك مبادئ يجب أن تخضع لها الهندسة المالية وتنضبط بها وهي التي أقرتها الشريعة الإسلامية، فالابتكار هو نتيجة للهندسة المالية لأن الهدف هو التوصل إلى ما يلي حاجات حقيقية أو مصالح فعلية للمتعاملين وليس مجرد ترتيب أو عقد من العقود، وهو ما يؤكد القيمة المضافة للابتكار.

رابعاً: تظهر الحاجة إلى هندسة مالية إسلامية في النقاط الآتية⁽³⁾:

- 1- البحث عن الحلول التي تلي الاحتياجات الاقتصادية مع استيفاء قواعد الشريعة الإسلامية؛
- 2- تطور المعاملات المالية وتزايد عوامل المخاطرة وتغير الأنظمة الحاكمة يجعل الاحتياجات الاقتصادية معقدة ومتشعبة، ومن ثم تزداد الحاجة للبحث عن حلول ملائمة لها؛
- 3- يحتم التحدي الذي يواجهه الاقتصاد الإسلامي من قبل المؤسسات الرأسمالية أن تتجاوز الحلول الإسلامية كونها عملية فحسب إلى تحقيق مزايا مكافئة لتلك التي تحققها الحلول الرأسمالية، والسبيل إلى ذلك هو الهندسة المالية الإسلامية.

الفرع الثاني: خصائص الهندسة المالية الإسلامية

جاء الإسلام بنظام مالي ونقدي متكامل في نطاقه وأهدافه ومؤسساته وقواعد العمل فيه وأسلوب تطوره، وتحتل الأسواق في الإسلام مكانة لا تقف عند حدودها كمؤسسة بل وضع قواعد السلوك فيها، لذلك كان لا بد أن يكون لهذه الهندسة ضوابط خاصة بها، وبالرغم من ارتباط الهندسة المالية الإسلامية بنظيرتها التقليدية، إلا أنه يمكن التفريق بينهما من خلال^(*):

(1) - شوقي جباري، فريد خميلي، دور الهندسة المالية الإسلامية في علاج الأزمة المالية، المؤتمر العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، عمان، 1-2 ديسمبر 2010، ص: 13.

(2) - سامي بن إبراهيم السويلم، تقويم المنتجات المالية الإسلامية من منظور المصادقية الشرعية، مرجع سابق، ص: 7.

(3) - شوقي جباري، فريد خميلي، مرجع سابق، ص: 14.

(*) - يمكن أن تظهر خصائص الهندسة المالية في خاصيتين أساسيتين وهما: المصادقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية، ولعل من أبرز خصائص الهندسة المالية الإسلامية بصفة عامة: تحریم الربا والغرر وحرية التعاقد والتيسير ورفع الحرج والاستحسان والاستصلاح (المصالح المرستلة) والتحذير من بيعتين في بيعة واحدة.

أولاً: تعتمد الهندسة المالية الإسلامية بالأساس على إيجاد بدائل للمنتجات المالية التقليدية المتداولة لتتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية وتبتعد قدر الإمكان عن الخلافات الفقهية؛

ثانياً: أدوات الهندسة المالية الإسلامية "عبارة عن منتجات مالية بسيطة غير مُعقدة أو مُركبة وذلك راجع لمحدودية عددها من جهة، وتقيدها بمعايير الشريعة الإسلامية من جهة أخرى؛

ثالثاً: يعتبر التنوع المتوفر في منتجات الهندسة المالية الإسلامية تنوعاً حقيقياً وليس صورياً كما في أدوات الهندسة المالية التقليدية التي تقوم على عقد واحد هو عقد الائتمان، في حين أن كل أداة من الأدوات الإسلامية لها طبيعة تعاقدية وخصائص تميزها عن غيرها من الأدوات الأخرى سواء كان ذلك من حيث المخاطر أو الضمانات أو التسعير؛

رابعاً: أساس الهندسة المالية الإسلامية هو مبدأ المشاركة في المخاطر، أي تقاسم الأعباء بين مختلف الأطراف وليس مبدأ درء المخاطر وتحويلها لأطراف أخرى وهو ما يعتبر أساس الهندسة المالية التقليدية؛

خامساً: تهدف الهندسة المالية الإسلامية إلى جذب رؤوس الأموال المتوفرة لدى فئة معينة من الأفراد الذين يرفضون التعامل بالهندسة المالية التقليدية واستخدامها في عمليات التمويل بدلا من الاستثمار لأنها أقل مخاطرة، أي أن هدفها الرئيسي هو إدارة السيولة على عكس النوع التقليدي الذي يهدف لإيجاد أدوات مالية جديدة لغرض التحوط والمضاربة والاستثمار، أي أنها تتمحور جميعها حول إدارة المخاطر.

سادساً: تهدف الصناعة المالية الإسلامية إلى إيجاد منتجات وأدوات مالية تجمع بين المصدقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية، فالمصدقية الشرعية هي الأساس في كونها إسلامية و الكفاءة الاقتصادية هي الأساس في قدرتها على تلبية الاحتياجات الاقتصادية و منافسة الأدوات التقليدية.

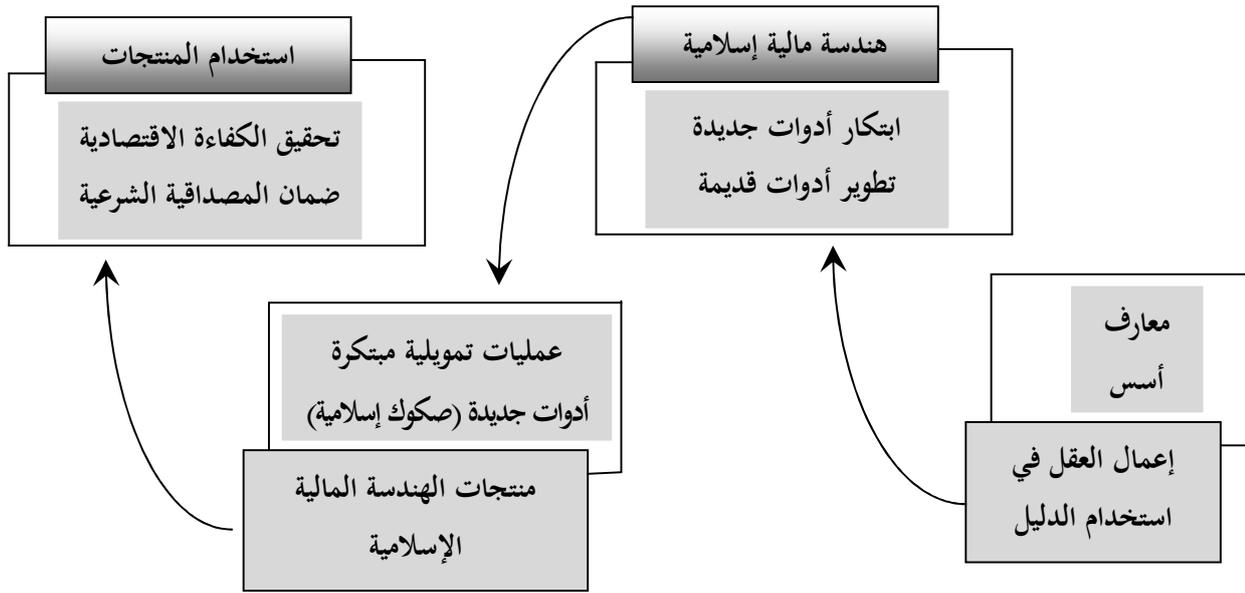
1- يستدعي فهم الكفاءة الاقتصادية البحث في المفاهيم التالية، الربح القياسي والربح البديل والتكلفة، حيث تتميز الهندسة المالية الإسلامية بالإضافة إلى المصدقية الشرعية بخاصية أخرى مناظرة لتلك التي تتميز بها الهندسة المالية التقليدية ألا وهي الكفاءة الاقتصادية؛ و يمكن لمنتجات الهندسة المالية زيادة الكفاءة الاقتصادية عن طريق توسيع الفرص الاستثمارية في مشاركة المخاطر وتخفيض كل من تكاليف المعاملات وتكاليف الحصول على المعلومات وعمولات الوساطة و السمسرة؛

2- العلاقة بين الكفاءة الاقتصادية والمصدقية الشرعية: يؤدي في أغلب الحالات البحث عن الكفاءة الاقتصادية إلى حلول أكثر مصداقية والعكس صحيح⁽¹⁾.

يوضح الشكل الموالي خصائص الهندسة المالية الإسلامية

(1)- بن علي بلعزوز، عبد الكريم قندوز، مرجع سابق، ص ص:4-5.

النموذج رقم (1-16): خصائص الهندسة المالية الإسلامية



المصدر: عبد الكريم أحمد قندوز، إدارة المخاطر بالصناعة المالية الإسلامية - مدخل الهندسة المالية-، مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد 9-2012، ص: 18.

الفرع الثالث: مراحل تطور الهندسة المالية الإسلامية

يمكن إبراز المراحل التي مر بها تطور الهندسة المالية الإسلامية من خلال تتبع مسار تطور المؤسسات المالية الإسلامية والتي مرت منذ نشأتها وحتى يومنا هذا بثلاث مراحل أساسية وهي⁽¹⁾:

أولاً: مرحلة التنظير للهندسة المالية الإسلامية: يجد المتتبع للتاريخ الإسلامي، أن التنظير للهندسة المالية الإسلامية وبداية تطبيقها يرجع إلى قيام الدولة الإسلامية واتساع تجارتها الداخلية والخارجية معاً، وما نتج عنها من ضرورة ابتكار وإبداع أدوات مالية متوافقة مع الشريعة الإسلامية لتسهيل عملية المبادلات، في حين ترجع بداية التنظير لها كتخصص اقتصادي إلى سنوات الستينيات من القرن الماضي، من خلال الإجماع الكامل بحزمة المعاملات المصرفية التجارية القائمة على أساس الفائدة ونشر مقالات ونظريات تنادي بضرورة تأسيس مصارف إسلامية تعمل على أساس غير ربوي وتكون بديلة للمصارف التقليدية؛

ثانياً: مرحلة التجربة ودراسة تطبيق الهندسة المالية الإسلامية: سادت هذه المرحلة منذ بداية سنوات السبعينيات حتى التسعينيات من القرن الماضي، حيث اقترنت هذه المرحلة بانطلاق مسيرة المصارف الإسلامية وما انجر عنها من تطبيق أولي للهندسة المالية الإسلامية من خلال وضع الأسس التطبيقية التي تقوم عليها الأساليب الإسلامية كالمراجحة والمشاركة والمضاربة التطبيقية، ثم سرعان ما أخذت عمليات الهندسة المالية الإسلامية تنمو وتتطور نتيجة عدة عوامل أهمها:

- 1- تزايد عدد المصارف الإسلامية وظهور مؤسسات مالية إسلامية أخرى كصناديق الاستثمار الإسلامية؛
- 2- توجه المصارف التجارية نحو إنشاء فروع خاصة بتقديم الخدمات المصرفية الإسلامية،
- 3- تنامي الطلب على منتجات المصرفية الإسلامية من قبل مختلف شرائح المجتمع؛

(1) -شوقي جباري، فريد خميلي، مرجع سابق، ص: 16.

4- البدء بتطوير منتجات وأدوات مالية جديدة خارج نطاق المراجعة التقليدية، فظهرت صيغ تمويلية إسلامية حديثة كالإجارة المنتهية بالتملك والإستصناع والمشاركة المتناقصة والسلم... الخ.
مهما كانت النتائج الإيجابية المتوصل إليها خلال هذه المرحلة من جراء تطبيق الهندسة المالية الإسلامية، فإن هذه الأخيرة لم تخرج من نطاق اعتبارها إعادة صياغة للمنتجات المالية التقليدية لتصبح متناسبة مع الضوابط الشرعية الأمر الذي جعلها تتسم بالمحدودية والقصور في تلبية احتياجات جمهور المتعاملين من المسلمين؛

ثالثاً: مرحلة التوسع في (استخدام) الهندسة المالية الإسلامية: امتدت هذه المرحلة من سنوات التسعينيات من القرن الماضي وحتى يومنا هذا واتسمت بالتوسع في تطبيق الهندسة المالية من خلال تجديد آليات التمويل الإسلامي وابتكار أدوات مالية إسلامية، محدثة بذلك نقلة نوعية في مفهوم ومهام العمل المصرفي الإسلامي، وهو ما انجر عنه العديد من النتائج أهمها⁽¹⁾:

- 1- ابتكار آليات وأدوات مصرفية وإسلامية جديدة والتوسع في استخدام القديمة منها: كصناديق الاستثمار (العقار والإجارة والأسهم) والصكوك الإسلامية والشهادات الاستثمارية وبطاقة الائتمان الإسلامية؛
- 2- ارتفاع عدد المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية وتزايد انتشارها عبر كافة أنحاء العالم؛
- 3- ازدياد الوعي المالي الإسلامي بالدول العربية والإسلامية وهو ما سمح باتساع الطلب على المنتجات الإسلامية لاسيما بعدما حققت هذه الأخيرة من أرباح كبيرة؛
- 4- ظهور عدة منظمات إسلامية تعمل على تدعيم الصناعة المالية الإسلامية؛
- 5- اشتداد المنافسة في مجال تقديم الخدمات المالية الإسلامية ودخول محركين جدد إلى السوق خاصة بعدما عرفت هذه الأخيرة من تطورات أهمها:
 - أ- اندماج عدد من المصارف الإسلامية فيما بينها؛
 - ب- تحول المصارف التقليدية إلى تطبيق الصيرفة الإسلامية إما من خلال فتح فروع مصرفية إسلامية تابعة لها، أو كلياً من خلال استبدال مختلف عملياتها التقليدية إلى عمليات متوافقة مع الشريعة الإسلامية؛
 - ج- إدماج مجموعة من المصارف الأجنبية الكبرى لآليات التمويل الإسلامية ضمن نطاق أعمالها وقيامها بفتح فروع خاصة بالمعاملات الإسلامية.

رابعاً: فرضت المتغيرات العالمية الجديدة على نشاط الهندسة المالية الإسلامية تحديات كبيرة أهمها العمل على إيجاد صيغ تمويل إسلامية مُبتكرة وأصلية غير تلك مقلدة والمطروحة على مستوى الأسواق المالية العالمية وتدعيمها لزيادة تنافسيتها داخل بيئتها وخارجها من خلال الاستفادة من السيولة الضخمة التي وفرتها الطفرة البترولية الثالثة لدول الخليج، وأيضاً في ظل ما انجر عن الأزمة المالية العالمية 2008 من فقدان للثقة بالمصارف التقليدية ومطالبتها بإعادة النظر بمنتجاتها المالية أو طرح بدائل جديدة؛

(1)- عماري صليحة، سعدان آسيا، مرجع سابق، ص:7.

خامساً: هناك منهجين تستطيع من خلالهما المؤسسات المالية الإسلامية من تطبيق الهندسة المالية، وهما⁽¹⁾:

1- **المنهج الأول: الهندسة المالية العكسية:** وهي إتباع منهجية المنتجات التقليدية الموجودة فعليا في الأسواق المالية العالمية، حيث يتم اختيار أفضل المنتجات وأقربها تطبيقا للشريعة الإسلامية ثم يتم إعادة هيكلتها وتكييفها وفقا لمبادئها، ولهذا المنهج عدة مزايا أبرزها سهولة وسرعة تطوير المنتجات وبأقل تكلفة واستخدام منتجات موجودة فعليا في الأسواق فلا تحتاج للتجربة أو التسويق، ومن سلبياتها الاعتماد على منتجات الهندسة المالية التقليدية، ثم اقتباس الفكرة وإعادة هيكلتها إسلاميا؛

2- **المنهج الثاني: الهندسة المالية الإبداعية:** وهو موضوع الهندسة المالية من حيث البحث والدراسة والابتكار والتنفيذ والمتابعة سواء لإيجاد منتجات أو أدوات مالية جديدة وآليات وصيغ مالية وتمويلية جديدة، أو إعادة تطوير ما هو مطبق في السوق لكي يتناسب والتغيرات المستمرة في الأسواق المالية، يحتاج هذا المنهج إلى شروط أبرزها:

أ. كفاءة العنصر البشري؛

ب. إيجاد بيئة متطورة تخدم مجال البحث والتطوير؛

ج. دراسة الأسواق العالمية واستقراء المستقبل في الحاجة لمنتجات وأدوات مالية جديدة؛

د. دراسة مستمرة لاحتياجات العملاء والعمل على تطوير الأساليب التقنية والفنية اللازمة لها.

وهنا لا بد من ذكر أمر مهمما بأن الشريعة الإسلامية والتي تعمل وفق منهج عام قد وجهت دعوة للمسلمين على الابتكار وحثهم بأن تصب في مصلحة المجتمع وتحقق مقاصد الشريعة الإسلامية.

الفرع الرابع: مبادئ الهندسة المالية الإسلامية

في إطار التطرق لمبادئ الهندسة المالية الإسلامية لا بد من التفرقة ما بين المبادئ العامة التي تجمع بينها وبين نظيرتها التقليدية، والمبادئ الخاصة التي تميزها عنها.

أولاً: المبادئ العامة للهندسة المالية الإسلامية: تشترك كل من الهندسة المالية التقليدية والإسلامية في الارتكاز على مجموعة من المبادئ وهي⁽²⁾:

1- محاكاة احتياجات العملاء والمتعاملين الاقتصاديين، ويقصد بها الوعي والإدراك والإمام بمعطيات البيئة المالية من خلال المعرفة والإطلاع بشكل مستمر على الاحتياجات الفعلية لمتلقي المنتجات المالية والاستجابة لتطلعاتهم من خلال تصميم وتوفير أدوات مناسبة؛

2- الإفصاح والشفافية في المعاملات لمنع عمليات التلاعب والتحايل؛

3- وجود قيود تنظيمية: تعمل كل من الهندسة المالية الإسلامية والتقليدية ضمن قيود تفرضها عليها السياسات والتشريعات الحكومية وتلزمها بالتوافق معها بهدف تحقيق مصلحة الفرد والمجتمع في شتى المجالات لاسيما الاقتصادية منها؛

(1)- www.albaitalkuwaiti.files.wordpress.com/2009/08/drawing1.jpg

(2)- عبد الكريم أحمد قندوز، إدارة المخاطر بالصناعة المالية الإسلامية - مدخل الهندسة المالية، مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد 9-2012، ص: 17.

تانياً: **المباورى الخاصة بالهندسة المالية الإسلامية**: بالرغم من اشتراك الهندسة المالية الإسلامية والتقليدية في المبادئ العامة، إلا أنه يمكن تمييز الهندسة المالية الإسلامية من خلال المبادئ التالية⁽¹⁾:

1- **الالتزام بالنظم الشرعية**: تعد الضوابط الشرعية همزة الوصل بين مبادئ الاقتصاد الإسلامي وبين الممارسة اليومية للحياة الاقتصادية من خلال المنتجات المالية؛

2- **محفوف مصلحة جميع المتعاملين**: تراعي الهندسة المالية الإسلامية العدل في تحقيق المنفعة بين جميع المتعاملين، فهي لا تقوم على نقل المخاطر من طرف إلى طرف آخر، بل تعمل على تقاسمها بين الأطراف ولأن العقود الإسلامية تهدف إلى الاستثمار الحقيقي؛

3- **مبدأ التوازن**: ويقصد به التوازن بين مختلف الحوافز الإنسانية، ومن أوضح الأمثلة على ذلك قضية إدارة المخاطر، حيث يولد حافز الربح المجازفة وهو ما يمكن أن يحول إدارة المخاطر إلى عمليات مقامرة بحتة، لكن الأساليب غير الربحية تتلافى المشكلة منذ البداية لانتفاء عنصر الربح فيها، وهذا لا يعني التقليل من الأدوات الربحية لمعالجة المخاطر إذا كانت وفق الضوابط الشرعية، لكنها ورغم أهميتها تظل محدودة التأثير مقارنة بالأساليب غير الربحية ومن الناحية الشرعية، فإن الأدوات غير الربحية محل قبول من جميع الفقهاء المعاصرين⁽²⁾؛

4- **مبدأ الحل**: ينص هذا المبدأ على أن الأصل في المعاملات الحل والجواز، إلا إذا خالفت نصاً أو قاعدة شرعية، ولذلك كان الأصل فيها الحل والمشروعية، وتعد هذه القاعدة أساسية في فهم وتطوير المنتجات المالية الإسلامية؛

5- **مبدأ التكامل**: المبدأ الأساسي الذي يحكم تطوير المنتجات المالية هو التكامل بين التفضيلات الشخصية مع الاعتبارات الموضوعية وبين تفضيلات الزمن والمخاطرة وبين توليد الثروة الحقيقية؛

6- **مبدأ المناسبة**: المراد بالمناسبة هو تناسب العقد مع الهدف المقصود منه، بحيث يكون العقد مناسباً وملائماً للنتيجة المطلوبة من المعاملة، أي لا بد من ملاءمة الشكل مع المضمون وتوافق الوسائل مع المقاصد، وبناءً على ذلك يجب أن يمر تقويم المنتج المالي بمرحلتين:

أ- النظر في الهدف والغاية من المنتج، فإن كانت مقبولة فينظر حينئذ في الإجراءات، وإن لم تكن مقبولة فالمنتج ابتداءً غير مقبول؛

ب- النظر في الإجراءات التعاقدية، فإن كانت صحيحة كان المنتج مقبولاً وإلا لزم مراجعة الإجراءات.

يوضح الشكل الموالي الأسس العامة والخاصة للهندسة المالية الإسلامية:

(1) - البيت الكويتي، **الفكر الهندسي المالي الإسلامي**، 7 أوت 2009، على الرابط الإلكتروني:

www.albaitalkuwaiti.files.wordpress.com/2009/08/drawing1.jpg

(2) - سامي بن إبراهيم السويلم، **التحوط في التمويل الإسلامي**، جدة، مكتبة الملك فهد الوطنية للنشر، 2007، ص: [110-113].

الشكل رقم (1-17): أسس الهندسة المالية الإسلامية العامة والخاصة



المصدر: البيت الكويتي، الفكر الهندسي المالي الإسلامي، 7 أوت 2009، على الرابط الإلكتروني:
www.albaitalkuwaiti.files.wordpress.com/2009/08/drawing1.jp

المطلب الرابع: أسباب وجود هندسة مالية إسلامية ومنزلتها تطبيقياً

أصبحت هناك حاجة ماسة لوجود هندسة مالية إسلامية وذلك لاستغلال التغيرات المتسارعة التي تحدث في بيئة الأسواق المالية ولمواجهة المنافسة المتصاعدة، وقد يختلف مفهوم الهندسة المالية بناءً على وجهة نظر الممارس، فعلى سبيل المثال يستخدم مفهوم الهندسة المالية لخزينة الشركة لوصف العملية الكمية التحليلية المُصممة لتحسين العمليات المالية للشركة، وقد تتضمن تعظيم قيمة الشركة وإدارة المحافظ المالية وتنظيم صفقات البيع والشراء؛ بينما يستخدم مفهوم الهندسة المالية في الأسواق المالية ليعبر عن تحليل البيانات بطريقة علمية.

الفرع الأول: أسباب وجود هندسة مالية إسلامية

أصبحت المؤسسات المالية الإسلامية أكثر حاجة لوجود هندسة مالية إسلامية، وتبرز أهميتها من خلال⁽¹⁾:

أولاً: اتساع وتعدد أدوات الاستثمار المتاحة في الأسواق المالية، وقد أدى ذلك إلى زيادة سيولة السوق وإتاحة المزيد من التمويل عن طريق جذب مستثمرين جدد وتقديم فرص جديدة للباحثين عنه؛

(1)- مصطفى إبراهيم عبد النبي، الهندسة المالية الإسلامية، مجلة المصرفي الصادرة عن بنك السودان، العدد 52، يونيو 2009، ص: 39. -بتصرف-

ثانياً: إيجاد أدوات لإعادة توزيع المخاطر المالية طبقاً لتفضيلات المستثمرين للمخاطر؛

ثالثاً: تطوير أدوات المراجعة بين الأسواق، وهو ما يمكن من تحسين التكاليف وزيادة العائد والانفتاح على الأسواق المالية؛

رابعاً: عدم توافق المنتجات والأدوات المالية الإسلامية والتوجه العالمي في الأسواق المالية؛

خامساً: ضمان استمرارية المؤسسات المالية الإسلامية في الأسواق العالمية من خلال ربط التوجه العالمي بالمنتجات الإسلامية؛

سادساً: الاستفادة من التطورات التي تشهدها الأسواق المالية؛

سابعاً: رفع الحرج والمشقة عن جمهور المتعاملين من المسلمين الذين يتعاملون بالعقود المالية بمستجداتها الحديثة، ولكي يكون للفقهاء الإسلامي حضوراً قوياً على الساحة الاقتصادية.

الفرع الثاني: مزاي وأهم الفوائد للهندسة المالية الإسلامية

تبرز أهمية الهندسة المالية الإسلامية كأداة مناسبة لإيجاد حلول مبتكرة وأدوات مالية جديدة خلال هذه الفترة التي يشهد فيها العالم تغيرات جذرية هائلة مست أسلوب إدارة الموارد الاقتصادية إلى النمط الاقتصادي الحر، إلى جانب ترابط أسواق التمويل الدولية بفعل ثورة الاتصالات وتكنولوجيا المعلومات، وهو ما فرض ضغوطاً تنافسية غير متكافئة بالنسبة للمؤسسات المالية الإسلامية وبالذات في أسواق التمويل والخدمات المصرفية والمالية، وهو ما استدعى بالضرورة تطوير منتجات مالية إسلامية مستحدثة تضمن للمؤسسات قدراً من المرونة ونصيياً سوقياً يساعدها على الاستمرار بفعالية⁽¹⁾.

للهندسة المالية الإسلامية أهمية كبيرة بالنسبة للمصارف الإسلامية خاصة وأنها تتعامل بالعديد من العقود الحساسة في إجراءاتها وضمن الضوابط والقيود الشرعية التي تنظم آلية أعمالها التمويلية والاستثمارية، ومن جهة أخرى في ظل نظام مصرفي غير ملائم لطبيعتها.

من بين الأهداف التي تسعى الهندسة المالية الإسلامية إلى تحقيقها ما يلي⁽²⁾:

أولاً: توفير منتجات مالية إسلامية ذات جودة عالية تعتبر كبديل شرعي للمنتجات المالية التقليدية وتمتاز بالمصادقية الشرعية؛

ثانياً: زيادة الكفاءة الاقتصادية عن طريق منتجات الهندسة المالية، وذلك بتوسيع الفرص الاستثمارية في مشاركة المخاطر وتخفيض تكاليف المعاملات وتكاليف الحصول على المعلومات وعمولات الوساطة والسمسرة؛

ثالثاً: تحقيق عوائد مجزية للمستثمرين وتنويع مصادر الربحية؛

رابعاً: المساهمة في إنعاش الاقتصاد وذلك بالاستفادة من رؤوس الأموال غير الراغبة في المشاركة في المشاريع التي تمول رويها؛

خامساً: المساعدة في إدارة وتحقيق المواءمة بين العوائد والمخاطرة والسيولة لدى الشركات والمؤسسات المالية؛

(1) -هاشم فوزي دباس العبادي، **الهندسة المالية بالتركيز على الخيارات نحو سوق مالي/مدخل إسلامي**، مرجع سابق، ص:5.
(2) - هناء محمد هلال الحنبلي، **دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمات المالية**، المؤتمر العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، عمان، الأردن، 1-2 ديسمبر 2010، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، ص:8-9.

سادساً: المساعدة في تطوير الأسواق المالية المحلية والعالمية من خلال إيجاد أوراق مالية إسلامية؛

سابعاً: توفير تمويل مستقر وحقيقي ومن موارد موجودة أصلاً في الدورة الاقتصادية مما يقلل من الآثار التضخمية؛

ثامناً: توفير حلول شرعية مُبتكرة لإشكاليات التمويل وتقليل مخاطر الاستثمار بتنوع صيغته؛

تاسعاً: هناك فرق واضح بين الموجهات الأساسية في الاقتصاديات الربوية والاقتصاديات الإسلامية، فأهم ما تنطوي عليه موجهات الاقتصاديات الربوية تقليل تكلفة المعاملات وتحويل المخاطر لجهات أو أطراف أخرى في المعاملة، أما الموجه الأساسي في الاقتصاد الإسلامي لأوراق وأدوات الدين فهو مبدأ المشاركة في المخاطر وليس بالضرورة إبعادها لجهة أو طرف آخر^(*)؛

عاشراً: تعد مبادئ التمويل الإسلامية المبنية على المشاركة في الأرباح والمخاطر قابلة للتطبيق باستنباط وسائل علمية وعملية تجعل من الممكن استعمال أدوات الهندسة المالية في البلدان الإسلامية، حيث أصبح معروفاً لدى الكثير من كتاب الاقتصاد الغربي ما يعرف بـ (Equity Premium Puzzle) وهي ظاهرة تشير إلى أن شهادات الملكية أو القائمة على المشاركة في العوائد لها علاوة غير مبررة أو غير ظاهرة مقارنة بالأوراق الربوية⁽¹⁾.

الفرع الثالث: نماذج الهندسة المالية الإسلامية

يمكن الإشارة هنا إلى بعض النماذج التمويلية التي قام بعض المتخصصون المعاصرون في الاقتصاد الإسلامي بتطويرها باستخدام أسلوب الهندسة المالية ومنها⁽²⁾:

أولاً: نموذج المراجعة: يقوم هذا النموذج على إعادة هندسة بيع المراجعة للآمر بالشراء من خلال عقد المشاركة كما يلي:

1- يقوم التاجر الذي ينوي تخصيص جزء من مبيعاته لتكون بالتقسيم بفتح حساب لدى المصرف الإسلامي كحصته في حساب المشاركة، ويقوم المصرف كذلك بإيداع مبلغ مماثل أو يزيد كحصته في حساب المشاركة؛

2- يقوم التاجر بعملية البيع بالتقسيم ونقل الملكية وكل ما يتعلق بالأمر الفنية لبضاعته، ويتولى المصرف متابعة الأقساط والتسديد وكافة الأمور المالية؛

3- الأرباح التي يجنيها هذا الحساب المشترك توزع بين التاجر والمصرف بالاتفاق.

وبهذه الطريقة يحقق المصرف عدة أهداف، ومنها التقليل من التكاليف الإجرائية التي تتسم بها عمليات المراجعة بالمقارنة مع المصارف التقليدية، ومن ثم يتعد عن الشبهات الشرعية المتعلقة بالقبض والحيازة؛

ثانياً: نموذج الوكالة بأجر: يقوم هذا النموذج على إعادة هندسة علاقة المودعين مع المصرف الإسلامي من علاقة المضاربة المشتركة التي تثير مشكلة تطبيقية تتعلق بالتداخل الزمني، أي اختلاف مواعيد السحب والإيداع بين المودعين ومواعيد بدء وتصفيه الاستثمارات التي استخدمت فيها أموالهم، وهو ما يحول دون تحديد الربح أو الخسارة الفعلية العائدة لأي ودیعة بعينها.

(*)- استعملت هذه الأدوات والأوراق المالية في كثير من البلدان الإسلامية، مثلاً استخدمت الحكومة الماليزية أدوات خزينة مبنية على الضرائب المشاركة لتمويل مشاريع طويلة الأجل، وكذلك استخدمت وزارة الأوقاف الأردنية سندات الدخل لتمويل المشاريع طويلة الأجل، أما قطاع المؤسسات في باكستان فقد استخدم شهادات مشاركة تؤهل حاملها للمشاركة في عوائد المشاريع، ولم يقتصر اللجوء لمثل هذه الأدوات على الأقطار الإسلامية.

(1)- هناء محمد هلال الحنيطي، مرجع سابق، ص: 6.

(2)- سامي السويلم، الهندسة المالية نظرات في المنهج الإسلامي، مرجع سابق، ص: 30.

الفصل الأول: من أجل الهندسة المالية من المنظور المصرفي التقليدي والإسلامي

يقترح هذا النموذج أن تكون علاقة المصرف بالمودين قائمة على أساس الوكالة بأجر بدلا من المضاربة، حيث يعتبر وكيفا عن المودعين في استثمار أموالهم لقاء أجر ثابت أو نسبة من مبلغ الوديعة ذاتها، وهذا المقترح يجعل دخل المصرف مستقلا عن مواعيد ونتائج عمليات الاستثمار الفعلية؛

الثالث: نموذج سند الإجارة الموصوفة في الزمة: تعد صكوك الإجارة نوعا مبتكرا من الصكوك الإسلامية، حيث تجمع بين الصك كأداة مالية وعقد الإجارة وعقد السلم، وآليتها أن تكون الخدمة الموصوفة في الذمة وصفا دقيقا لا يدع مجالاً للخلاف، ولحاميل هذا الصك الحق في الحصول على الخدمة الموصوفة مقابل ما يدفعه الآن من ثمن للصك الذي يمثل ملكيته للمنفعة. يحقق هذا النموذج ميزة الكفاءة في تعبئة المدخرات وميزة التخصيص الكفء للموارد وتحقيق السيولة والربحية والضمان لكافة أطراف العلاقة وهو ما تهدف إليه الهندسة المالية؛

رابعاً: (المغارة المضمرة والمغارة المقرونة بالبيع والإجارة⁽¹⁾)؛

خامساً: (المستأجر المالية) (سيتم التطرق إليها لاحقا من خلال هذا الفصل)؛

سادساً: منبجج نموبية (أخرى): كالتورق المصرفي وشهادات الإيداع القابلة للتداول

المطلب الخامس: الهندسة المالية الإسلامية وصناعة التمويل

تواجه المصارف والمؤسسات المالية مخاطر عديدة، كمخاطر الائتمان ومخاطر السيولة ومخاطر السعر المرجعي والمخاطر القانونية والمخاطر الشرعية والمخاطر المتعلقة بالاقتصاد ككل وهي تمثل عراقيل حقيقية أمام المستثمرين والمقرضين. يقصد بالتحوط " إجراء يكون الهدف منه إزالة أو تقليل الآثار السلبية التي تصاحب التطورات غير المتوقعة في أسعار الفائدة أو أسعار صرف العملات الأجنبية أو التقلبات السلبية في قيم الأصول المستثمر فيها"⁽²⁾. تتميز الهندسة المالية الإسلامية بصفة القدرة على التحوط من المخاطر على اعتبار أنها تعتمد على أدوات تتوافق مع الشريعة الإسلامية، وبالتالي البعد عن جميع المخاطر المحتملة.

قسم باحثوا الاقتصاد الإسلامي طرق التحوط من المخاطر إلى قسمين كالتالي⁽³⁾:

الفرع الأول: التحوط من المخاطر باستدراج عقود مساهمة في الفقه الإسلامي

يقصد بالعقود المساهمة العقود التقليدية الموافقة للشريعة الإسلامية وتشمل:

أولاً: البيع الحال: يقوم المشتري أو المستثمر بشراء احتياجاته المستقبلية حالا ويدفع قيمتها نقدا ويستلمها ويخزنها في الحال وبذلك يكون قد تحوط من المخاطر، حيث ضمن الاحتياجات المستقبلية وتجنب مخاطر النفاذ وتقلبات الأسعار ومن سليات هذه الطريقة أن المشتري قد لا يجد جميع الاحتياجات المستقبلية متوفرة في السوق، أو قد لا تكون لديه السيولة الكافية لتسديد قيمتها؛

(1)- راجع: فارس مسدور، التمويل الإسلامي: من الفقه إلى التطبيق المعاصر لدى البنوك الإسلامية، دار هومة، الجزائر، 2007، ص ص: 200-201.

(2)- مؤيد عبد الرحمن الدوري، سعيد جمعة عقل، إدارة المشتقات المالية، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2012، ص: 276.

(3)- شوقي جباري، فريد خميلي، مرجع سابق، ص: [17-19].

ثانياً: **بيع السلم**: يقوم المشتري بشراء احتياجاته المستقبلية ويدفع قيمتها بتمن حال، ويكون بذلك قد تحوط من المخاطر بتثبيت السعر المستقبلي وضمن تجنب مخاطر تقلباتها؛

ثالثاً: **البيع مع استثناء المنفعة**: وهي من أبسط أدوات الحماية من المخاطرة المتعلقة بالأعيان، سواء مخاطرة تلفها أو تغير قيمتها.

الفرع الثاني: التحوط من المخاطر باستخدام المنهج المستثمر للهندسة المالية الإسلامية

تُمكّن الهندسة المالية الإسلامية من التحوط من المخاطر وذلك باللجوء للعديد من الطرق، ومنها⁽¹⁾:

أولاً: بيع دين السلم (التوريق الإسلامي): بيع دين السلم من المسائل التي اختلف فيها الفقهاء بين مجيز ومانع، لذلك لا بد من إيجاد صيغة تحقق التوافق بين الجميع وتضمن تجنب مخاطر الاختلاف الفقهي، والطريقة المثلى لذلك هي أن يقوم الدائن حامل صك دين السلم ببيع سلم مواز للأول، أي له نفس المواصفات والشروط ويصبح بذلك السلم الأول رهناً للسلم الثاني أي أنهما متقاربان في درجة المخاطرة ولهما نفس الخصائص الأخرى، ويكون بذلك متوافقاً مع الشريعة الإسلامية وتحوط من المخاطر المرتقبة؛

ثانياً: **التوريق**: يعد من الطرق المستحدثة للحصول على السيولة، وصيغة هذا الأخير أن يشتري شخص ما السلعة إلى أجل ويبيعها ويأخذ قيمتها لاحتياجه إلى السيولة؛

ثالثاً: **تحوط المصارف من مخاطر سحب الودائع أو المساطلة في الرفع في عقود المرابحة للأمر بالبراء**: يمكن استخدام الصيغ التالية للتحوط من المخاطر وضمان التوافق مع الشريعة الإسلامية:

- 1- عند عجز المشتري عن التسديد يمكن للمصرف أن يدخل في عقد مشاركة مع المشتري بقيمة الدين؛
- 2- إعادة الاتفاق على نسبة الربح بحيث تزيد لصالح المصرف تبعاً للزمن الذي يتأجل إليه الدفع.

(1)- عبد الكريم أحمد قندوز، إدارة المخاطر بالصناعة المالية الإسلامية - مدخل الهندسة المالية، مرجع سابق، ص ص: 18-19.

المبحث الثالث: الأوراق الاستثمارية في السوق المالية التقليدية والإسلامية

أصبح موضوع الاستثمار من الموضوعات التي تحتل مكانة هامة وأساسية في أولويات الدراسات الاقتصادية والمالية والمصرفية وغيرها من التخصصات التي تهتم بالتطورات الحاصلة في المجتمعات المتقدمة، وهذا ما يؤدي إلى البحث في أدوات الاستثمار الموجودة في الاقتصاد الوضعي ومدى تقاربها مع تلك الموجودة في الاقتصاد الإسلامي ومحاولة البحث عن بدائل في حال عدم توافقها مع الضوابط الشرعية؛ لا يزال السعي لاستحداث أدوات مالية إسلامية مستمرا نظرا لأهمية الأسواق المالية، لذا لا بد من التعرف على وجهة النظر الشرعية الإسلامية بالاستثمار في مختلف أدواتها.

المطلب الأول: الأوراق المالية المتداولة في السوق النقدية الإسلامية

هناك العديد من الأدوات الإسلامية قصيرة الأجل والتي يمكن تداولها في الأسواق النقدية، ومنها شهادات الإيداع الإسلامية قصيرة ومتوسطة وطويلة الأجل وشهادات الاستثمار الإسلامية بمشروع معين وشهادات الاستثمار الإسلامية المخصصة لتمويل نشاط معين وشهادات استثمارية بوحدة نقد إسلامية (الدينار الإسلامي مثلا)*.

قامت ماليزيا بإصدار أذونات خزائنة على أسس شرعية بواسطة بنك نيغارا الماليزي نيابة عن حكومة ماليزيا وفقا للعقد الإسلامي القرض الحسن وبتواريخ استحقاق مختلفة قصيرة وطويلة، هذا بالإضافة إلى تداول أوراق الدين الإسلامية في السوق فيما بين المصارف وفي السوق النقدية والتي يمكن إصدارها على أساس مفهوم المراجعة أو البيع بثمن آجل أو المضاربة أو صكوك الإجارة (شهادات التأجير)، أما أوراق الدين التي تصنف ضمن فئة أسهم الدين فيمكن تداولها في بورصة كوالالمبور.

كما قام مصرف نيغارا بتقديم أداة مالية إسلامية جديدة تعرف باسم "إذن القبول الإسلامي"، ومفهوم هذه الأداة شبيهة بالقبولات المصرفية لكنها تُصمَّم على المبادئ الإسلامية - المراجعة على وجه الخصوص وبيع الدين - وهناك نوعان من أنواع التمويل تحت طريقة القبولات الإسلامية، الواردات والمشتريات المحلية والصادرات والمبيعات المحلية⁽¹⁾.

الفرع الأول: شهادات الإيداع أو الاستثمار الإسلامية

من بين أهم الأدوات المتداولة في السوق النقدية الإسلامية:

أولاً تعريفها: "هي عبارة عن سند لإثبات وديعة معينة لفترة زمنية محددة وتكون هذه الشهادات اسمية وبفئات محددة بواسطة مؤسسة واحدة تعتبر المضارب، بينما يكون صاحب الوديعة هو رب المال، ولإيجاد التمويل المستمر يجوز للمصرف عمل إصدار لشهادات ودائع إسلامية بين وقت وآخر وذلك لتمويل عمليات محددة؛"

ثانياً خصائصها: تمتاز بقابلية تسيلها عن طريق بيعها أو إعادتها للمصرف المُصدِر لها، أما بالنسبة لكيفية توزيع الأرباح المحققة بين المضارب ورب المال فيكون بنسب يتم الاتفاق عليها مع بداية الإيداع، أما في حالة الإيداعات العامة فتخصص أموال الودائع ضمن محفظة الاستثمارات العامة للمصرف، بينما يتم تخصيص حصيلة إصدارات مختلفة لتمويل مجموعة عمليات استثمارية متنوعة لتوزيع مخاطر الاستثمار وتكون مستقلة عن استثمارات المصرف العامة؛

(*) من أهم أدوات السوق النقدية التقليدية: أذونات الخزينة والقبولات المصرفية والأوراق التجارية وشهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول، بالإضافة إلى اتفاقيات إعادة الشراء وقرض فائض الاحتياطي الإلزامي.

(1) -عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008، ص: 90.

ثالثاً: أنواعها

- 1- شهادات الإيداع الإسلامية المخصصة لتمويل مشروع معين: يتعين أن تضم نشرة الإصدار ملخص لدراسة جدوى المشروع وتخصيص الأموال لأغراضه، وتكون حصيلة الشهادات جملة التمويل المطلوب للمشروع وتنتهي بنهايته، وعليه يمكن تداولها بموجب تقييم الأصول من وقت لآخر؛
- 2- شهادات الإيداع المخصصة لتمويل نشاط معين كمنشآت تجاري أو عقاري أو زراعي... الخ، يتم تخصيص الأموال للنشاط المحدد وذلك باستخدام أساليب التمويل الإسلامية كالمراجحة والمشاركة والمضاربة... الخ؛
- 3- شهادات الإيداع الإسلامية المقومة بوحدة النقد الإسلامية (الدينار الإسلامي مثلاً): يمكن إصدارها من واقع محفظة استثمارية في عدد من الدول الإسلامية، حيث يتم دمجها في سلة واحدة وبأوراق مختلفة ويمكن لمثل هذه الشهادات أن تكون بالدينار الإسلامي أو الدينار العربي أو وحدة نقدية خليجية أو آسيوية أو إفريقية.

الفروع الثاني: صكوك الاستثمار الإسلامية

صناديق الاستثمار من مجالات الاستثمار الجديدة والمستحدثة، ويمثل تنظيم الاستثمار الجماعي في القيم المنقولة تنظيمًا ماليًا غرضه الأساسي هو تكوين وإدارة حافظة قيم منقولة لحساب الشركاء أو مقدمي الأموال بتطبيق مبادئ تقسيم المخاطرة وتحديداتها والابتعاد إلى أقصى حد عن جميع العمليات التي تنسم بطابع المضاربة أو بطابع الغرر⁽¹⁾.

أولاً: تعريف صناديق الاستثمار: يمكن تعريفها بأنها:

- 1- "مؤسسات مالية تقوم بالاستثمار الجماعي للأوراق المالية عن طريق تجميع المدخرات من عدد كبير من المستثمرين، واستثمارها في شراء وبيع الأوراق المالية بواسطة إدارة محترفة بهدف تحقيق منفعة لمؤسسيها وللمستثمرين وللاقتصاد القومي ككل"⁽²⁾؛
- 2- صناديق الاستثمار هي "شركات تتلقى الأموال من مستثمرين من مختلف الفئات لتقوم باستثمارها في تشكيلات من الأوراق المالية التي تناسب كل فئة، ويتحدد نصيب المستثمر بعدد من الحصص في التشكيلة التي يستثمر فيها أمواله، أما الأوراق المكونة للتشكيلة فهي من النوع ذات التداول العام كالأسهم والسندات وأذونات الخزنة"⁽³⁾؛
- 3- "هي مؤسسة مالية في شكل شركة مساهمة أو وحدة تنظيمية مستقلة تنظيمياً ومحاسبياً عن المؤسسة التي تنشئها، تتولى تجميع المدخرات من الجماهير بموجب صكوك أو وثائق استثمارية موحدة القيمة ثم تعهد بها إلى جهة أخرى تسمى مدير الاستثمار لاستثمار هذه المدخرات مع رأس مال الصندوق في الأوراق المالية أساساً ومجالات الاستثمار الأخرى، تبعاً لمصالح المدخرين والمستثمرين معاً"⁽⁴⁾؛

ثانياً: تعريف صناديق الاستثمار الإسلامية:

- 1- بحث العلماء المعاصرون طبيعة عقد الصناديق الاستثمارية والتكييف الشرعي لها، واتفقوا على أنها لا تخرج عن عقد المضاربة أو عقد الوكالة بأجر^(*)، ويذهب أغلب الباحثين في الفقه الإسلامي إلى أن الغالب على صناديق الاستثمار هو كونها من قبيل المضاربة في الفقه الإسلامي؛
- 2- الصندوق الاستثماري عبارة عن "وحدات استثمارية تمثل كل واحدة منها حصة من موجودات ذلك الصندوق الاستثماري"، والتكييف الشرعي للوحدة الاستثمارية أنها حصة شائعة من موجودات الصندوق أيا كان نوعها، والعلاقة

(1)- أشرف محمد دوابية، صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، دار السلام للنشر والتوزيع والترجمة، الإسكندرية، 2004، ص: 49.

(2)- المرجع نفسه.

(3)- منير إبراهيم هندي، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2000، ص: 12.

(4)- نزيه عبد المقصود محمد مبروك، صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006، ص: 89.

(*)- الوكالة بأجر معلوم جائزة في الفقه الإسلامي.

الفصل الأول: من المنظور المصرفي والتقليدي والإسلامي

التعاقدية في صناديق الاستثمار الإسلامية قائمة على أساس "عقد المضاربة الشرعية" وبالتحديد المضاربة المقيدة، لأن هذه الصناديق يتخصص نشاطها الاستثماري في قطاع معين بحسب الغرض الذي أنشئت من أجله؛

3- تقوم الجهة المصدرة لهذه الصناديق بدور المضارب والمكاتبون في رأس مال الصندوق يمثلون في مجموعهم رب المال⁽¹⁾؛

ثالثاً: صكوك استثمارية الإسلامية: يتم من خلال هذه الصناديق شراء تشكيلة واسعة من الأوراق المالية الإسلامية بفئات مختلفة وتحصل على مواردها بإصدار شهادات تسمى حصصاً، والتي لها حق على كل أصول الصندوق ويمكن تداولها في سوق الأوراق المالية، كما يمكن استرداد قيمتها وتسييلها، بالإضافة إلى التقليل من المخاطر لأنها تقوم على تنوع أوراق المحفظة⁽²⁾؛

رابعاً: تختلف الصناديق الاستثمارية عن المحافظ الاستثمارية من حيث العلاقة والكيان الاقتصادي والإدارة ونوعية المستثمر، مما يؤثر على بنود العقود ويولد الاختلاف بينهما؛

1- تعرف المحافظ الاستثمارية على أنها: "أداة استثمارية مركبة من الأصول الحقيقية والمالية التي يستثمر بها المستثمر أمواله مأخوذة كوحدة واحدة شريطة أن يكون هدف المستثمر تقليل مخاطر الاستثمار عن طريق تنوع الأصول المستثمر بها وتنمية قيمتها السوقية"⁽³⁾؛

2- تعتبر المحافظ المالية الاستثمارية في القانون من عقود الإدارة، وفي الفقه الإسلامي تعتبر "عقد وكالة" وهذا من الناحية العملية والواقعية وذلك مقابل عمولة يتقاضاها مدير المحفظة؛ وقد نص الفقهاء على أن الوكالة تصح بأجر وبغير أجر، مع أن الأصل فيها "عقد تبرع"⁽⁴⁾.

المطلب الثاني: الأسهم وتداولها في ميزان الفقه الإسلامي

سيتم من خلال هذا المطلب التطرق لمفهوم الأسهم وخصائصها وأنواعها والتكليف الفقهي لها.

الفرع الأول: مفهوم الأسهم

يطلق علماء الاقتصاد مصطلح السهم^(*) على أمرين هما⁽⁵⁾:

أولاً: "الحصة" أو "النصيب" للمساهم في شركة من شركات الأموال، وتمثل هذه الحصة جزءاً من رأس مال الشركة ويتم إصدار السهم على صورة صك يعطي للمساهم ويكون وسيلة لإثبات حقوقه في الشركة⁽⁶⁾؛

ثانياً: الصك أو الوثيقة المثبتة التي تعطي للمساهم إثباتاً لحقه، لأن السهم يعطي للمساهم حقوقاً تجاه الشركة كما يترتب عليه التزامات نحوها؛

(1)- عبد الرحمن بن عبد العزيز النفيسة، صناديق الاستثمار، الضوابط الشرعية والأحكام النظامية، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص: 87-88.

(2)- ضياء مجيد الموسوي، البورصات، أسواق المال وأدواتها - الأسهم والسندات، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2003، ص: 93.

(3)- أحمد معجب العتيبي، المحافظ المالية الاستثمارية، أحكامها وضوابطها في الفقه الإسلامي، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2007، ص: 26-27.

(4) المرجع السابق، ص: 63.

(*) السهم في اللغة يطلق على عدة معان منها "النصيب" و"النبيل" و"القدح" التي يقارع بها، ويقال: أسهم بينهم أي أقرع وسأهمه أي قاسمه، وأخذ سهماً أي نصيباً: راجع: جمال الدين أبو الفضل ابن منظور، دار صادر، بيروت، ج 12، 1999، ص: 308-309.

(5)- محمد صبري هارون، أحكام السوق المالية، الأسهم والسندات ضوابط الانتفاع والتصرف بها في الفقه الإسلامي، دار النفائس للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، 1999، ص: 30.

(6)- صالح بن مقبل بن عبد الله العصيمي التميمي، الأسهم المختلطة في ميزان الشريعة، بحث منشور بتاريخ 2008/8/17، الرياض، ص: 28.

قال: "الأسهم عبارة عن صكوك متساوية القيمة غير قابلة للتجزئة وقابلة للتداول بالطرق التجارية، وتمثل حقوق المساهمين في الشركات التي أسهموا في رأس مالها وتخول له بصفته هذه ممارسة حقوقه فيها"⁽¹⁾.

الفرع الثاني: ضوابط التعامل بالأسهم

تصنف الشركات في السوق من وجهة النظر الإسلامية إلى ثلاثة أنواع⁽²⁾:

أولاً: شركات إسلامية: ينص نظامها الأساسي بأنها تعتمد الأسس الشرعية في عملها وعادة ما يكون لها هيئة شرعية ترعى أعمالها، تدعى "بالشركات النقية"؛

ثانياً: "شركات مختلطة": طبيعة عملها مباحة، لكن شابها بعض المعاملات المحرمة؛

ثالثاً: "شركات محرمة".

الفرع الثالث: خصائص الأسهم وحقوق مالكيها

للأسهم عدة خصائص، كما أن لحاملها حقوقاً أساسية.

أولاً خصائص الأسهم: تتميز الأسهم بعدة خصائص منها⁽³⁾:

1- الأسهم أنصبة متساوية القيمة، حيث ينقسم رأس مال الشركة إلى أسهم متساوية القيمة وهو ما يعني تساوي حقوق والتزامات المساهمين في الشركة؛

2- السهم غير قابل للتجزئة، فلا يجوز أن يتعدد مالك السهم الواحد أمام الشركة؛

3- الأسهم صكوك قابلة للتداول بالطرق التجارية، فيمكن نقل ملكيتها من شخص لآخر بأي طريق من طرق نقل الملكية، كالبيع والهبة والوصية والإرث... الخ؛

4- مسؤولية الشركاء المساهمين تجاه التزامات الشركة محدودة بقيمة الأسهم التي يمتلكونها؛

ثانياً: الحقوق الأساسية لمالكي الأسهم: يمنح السهم مالكة حقوقاً أساسية، تتمثل في⁽⁴⁾:

1- حق الحصول على نصيبه من الربح المتحقق عن نشاط الشركة؛

2- حق الرقابة على أعمال الشركة، كمراجعة ميزانية الشركة وحساب الأرباح والخسائر وتقارير مجلس إدارة الشركة والإطلاع على دفاترها ووثائقها... الخ؛

3- حق المساهم في الحصول على نصيبه من موجودات الشركة عند تصفيتها؛

4- حق البقاء في الشركة، فلا يجوز فصل أي مساهم من الشركة دون ارتكابه ما يستوجب ذلك نظاماً ولا يجوز نزع ملكيته لأسهمه إلا برضاه؛

(1)- الزحيلي وهبة، المعاملات المالية المعاصرة، دار الفكر، سوريا، 2002، ص:362.
(2)- أسامة عبد الحليم الجورية، صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد، بحث لنيل درجة الماجستير في الدراسات الإسلامية، معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية، لبنان، غير منشورة، 2009، ص:14-15.
(3)- شعبان محمد إسلام البروراي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر، دمشق، 2002، ص:89.
(4)- أحمد محي الدين أحمد، أسواق الأوراق المالية وأثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي، مجموعة دالة البركة، جدة، الكتاب الثاني، 1995، ص: [114-118].

- 5- حق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم الجديدة، إذا ما قررت الشركة إصدارها لزيادة رأس مالها؛
- 6- حق التصويت في الجمعية العمومية بنسب ما يمتلكه من أسهم، وهو حق أساسي ملازم للسهم ولا يمكن نزع منه بإصدار أسهم مجردة من هذا الحق؛
- 7- حق التنازل عن أسهمه، وذلك بالتصرف فيها بالبيع أو الهبة أو غير ذلك.

الفرع الرابع: أنواع الأسهم والتكبير الفقهي لها

يمكن تصنيف الأسهم إلى أنواع متعددة وفقاً لعدة معايير، بالرغم من وجود خلاف حول مشروعية شركات المساهمة، إلا أن الرأي الراجح في هذا المجال هو جواز شركات المساهمة بشرط مشروعية أنشطتها، وقد أخذ مجمع الفقه الإسلامي جواز هذا النوع من الشركات على أساس أن الأصل في المعاملات الإباحة⁽¹⁾؛ ولكن لا تشمل هذه الإباحة لهذا النوع من الشركات جميع الأدوات التي تصدرها، فهناك أحكاماً تفصيلية مثلما هي مبينة في (الملحوم رقم 1).

المطلب الثالث: حصص التأسيس

من بين أنواع الأوراق المالية التي تصدرها شركات المساهمة ما يعرف بحصص التأسيس، وهي حصص تمنحها الشركات لبعض الأشخاص نظير خدمات أو مساعدات قدموها عند تأسيس الشركة، وقد اختلف في المركز القانوني لأصحاب هذه الحصص.

الفرع الأول: مفهوم حصص التأسيس

سميت بحصص التأسيس لأن الشركة تقوم بإنشاء هذه الحصص كمكافأة مؤسسي الشركة على الخدمات التي بذلها في سبيل إنشائها، وقد تمنح لغير المؤسسين وتسمى عندئذ حصص أرباح، ولقد ظهرت حصص التأسيس لأول مرة سنة 1858 عند تأسيس شركة قناة السويس كمكافأة مؤسسي الشركة على خدماتهم وجهودهم المبذولة لإنجاح المشروع⁽²⁾.

أولاً: تعرف حصص التأسيس بأنها: "صكوك قابلة للتداول بالطرق التجارية، تصدرها شركات المساهمة بدون قيمة اسمية ودون أن تمثل حصة في رأس المال، وتمنح أصحابها الحق في الحصول على جزء من أرباح الشركة مقابل ما قدموه من خدمات أثناء تأسيسها"⁽³⁾؛

ثانياً: كما تعرف: "بأنها أسهم من دون قيمة اسمية قابلة للتداول، تصدرها شركات المساهمة وتمنح الحق في حصة من أرباح الشركة لبعض الأشخاص أو الهيئات مقابل ما قدموه من براءة اختراع أو التزام حصل عليه شخص اعتباري عام".

(1) - مجمع الفقه الإسلامي، الدورة السابعة، 1412هـ/1992م، قرار رقم (7/1/56).

(2) - شعبان محمد إسلام البروراي، مرجع سابق، ص: 119.

(3) - أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، ص: 123.

الفرع الثاني: خصائص حصص التأسيس والتكليف الفقهي لها
تتمثل أهم خصائص حصص التأسيس فيما يلي⁽¹⁾:

أولاً: أصحاب هذه الحصص ليسوا دائنين للشركة لأنهم لم يقدموا مالا نقديا أو عينيا وبذلك فلا ينطبق عليه عقد القرض أيضا، ولا يحق له أن يحصل على القيمة الإستردادية عند تصفية الشركة؛

ثانياً: أصحاب حصص التأسيس ليسوا شركاء لأنهم لم يقدموا حصة للشركة أو ما يصلح لأن يكون حصة، فلا ينطبق عليه عقد الشركة، وعلى هذا فإنه لا يصح أن تصدر الشركة صكوكا على أنها حصص تأسيس يعطى أرباحها حقا في أرباح الشركة لمخالفة ذلك لأحكام المعاملات المالية الإسلامية؛

ثالثاً: لا تدخل حصص التأسيس في تكوين رأس مال الشركة، لأن صاحب الحصة لم يقدم حصة في رأس المال بل أدى خدمات للشركة؛

رابعاً: يحصل أصحاب حصص التأسيس على نصيب من الأرباح الصافية للشركة، وبما أن الأجرة التي يحصلون عليها غير معلومة، فلا ينطبق على حصة التأسيس عقد الإجارة لأنها عقد على منفعة معلومة، ولا ينطبق عليها عقد الجعالة لوجود الجهالة بالأجر، كما أن الخدمة التي قدمها المؤسس ليست محدودة والحصة التي تدفع له ليست معلومة، فلا ينطبق عليها عقد البيع لجهالة الثمن والمثمن.

ومن جهة أخرى وبما أن حصص التأسيس تصدر مقابل ما يقدمه صاحب الحصة من براءة اختراع أو حق امتياز، فلا ينطبق عليها عقد الهبة بدون عَوْض وكذلك الهبة بعوض، لأن الهبة بعوض بيع ويشترط فيها ما يشترط فيه. وذهب بعض العلماء إلى اعتبار حصص التأسيس هبة، وإن كان هذا المبلغ مجهولا فإنه آيل للعلم وقت القبض؛

خامساً: الصكوك التي تمثل حصص التأسيس ليس لها قيمة اسمية؛

سادساً: لا يكون لأصحاب حصص التأسيس حق التدخل في إدارة الشركة والتصويت في الجمعيات العمومية؛

سابعاً: حصص التأسيس قابلة للتداول بالطرق التجارية بعد مضي مدة معقولة من نشر ميزانية الشركة وحساب الأرباح والخسائر؛

ثامناً: يجوز للشركة إلغاء حصص التأسيس وذلك لعدم مشاركة حامليها في رأس مال الشركة، ويكون مقابل تعويض عادل تقررره لجنة التقدير في الشركة بعد مضي ثلث مدة الشركة⁽²⁾؛

تاسعاً: بناءً على ما سبق، فلا يجوز أن تصدر الشركات حصص تأسيس ولا أن تعطي أصحابها حقا في أرباح الشركة ولا في الفائض من موجوداتها لمخالفتها للقواعد الشرعية، وفي المقابل ينبغي ألا يُحرم المؤسسون وكل من قدم خدمات من أجل إنجاح الشركة، وذلك بمنحهم مكافأة نقدية تحسب ضمن نفقات التأسيس أو بتحويل قيمتها بعد تحديدها بأسهم عادية تتساوى معها في جميع الحقوق والالتزامات⁽³⁾.

(1)- شعبان محمد إسلام البروراي، مرجع سابق، ص: 120.

(2)- أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، ص: 124.

(3)- المرجع السابق، ص: 247.

المطلب الرابع: السندات

تتميز السندات وهي من أدوات السوق المالية عن غيرها من الأدوات بخصائص مختلفة، كما أن إصدارها هو في حقيقته طلب قرض بإسناد، لهذا عُرف السند بأنه "أداة دين وليس ملكية".

الفرع الأول: تعريف السندات

أولاً: السندات لغة: السندات جمع سَنَد وهو بمعنى "الاعتماد والركون إليه والاتكاء عليه"، وهو ما ارتفع من الأرض من قبل الوادي أو الجبل والجمع "أسناد"، ولكن حينما أصبح السند عَلَمًا لنوع معين من الأوراق المالية جاز جمعه على السندات⁽¹⁾؛

ثانياً: السندات في الاقتصاد: السندات في عرف الاقتصاد الحديث هي عبارة عن "وثيقة بقيمة محددة يتعهد مُصدرها بدفع فائدة دورية في تاريخ محدد لحاملها".

- 1- السند هو "ورقة مالية تصدرها المنشآت التجارية والحكومة كوسيلة لاقتراض أموال طويلة الأجل"⁽²⁾؛
- 2- السند هو أيضا "وثيقة تتضمن وعدا من شركة أو هيئة رسمية بتسديد مبلغ قرض عند حلول أجل استحقاقه، بالإضافة إلى دفع مبالغ محددة على فترات متتالية تمثل الفائدة"⁽³⁾.
- 3- السند هو "صك قابل للتداول ويثبت حق حامله فيما قدمه من مال على سبيل القرض للشركة، وحقه في الحصول على الفوائد المستحقة واقتضاء دينه في الموعد المحدد لانتهاء مدة القرض"⁽⁴⁾.

الفرع الثاني: خصائص السندات وأنواعها

تتميز السندات بخصائص عامة وخصائص منفردة يمكن ذكرها كما يلي:

أولاً: الخصائص العامة:

- 1- السند أداة دين: يترتب على مُصدر السند دفع مستحقاته (المستحقات الدورية + رأس المال في نهاية المدة) لصاحبه وللسند الأولية عن حامل السهم في استيفاء حقوقه سواءً من أرباح الشركة أو من أصولها في حالة الإفلاس أو التصفية⁽⁵⁾؛
- 2- السند أداة استثمارية ثابتة الأصل: حيث أن لحامل السند الحق في الحصول على فائدة محددة أيا كانت نتيجة أعمال الشركة، وفي حالة توقفها عن سداد هذه الفوائد له الحق في اتخاذ الإجراءات القانونية⁽⁶⁾؛
- 3- قابلية التداول: يعتبر السند أداة مالية قابلة للتداول بالطرق التجارية كالتظهير والمناولة في حالة عدم وجود سوق مالية، وفي حال وجودها يجب قيد السند مثله مثل الأسهم حتى يستفيد من الامتيازات في التسجيل في سوق الأوراق المالية؛
- 4- الاستحقاق: تُستحق السندات بحلول أجل مُحدد مُسبقاً، ويُذكر ذلك في شهادة السند وهذا على خلاف الأسهم⁽⁷⁾؛

(1) - محمد بن يعقوب الفيروزي أبادي، **القاموس المحيط**، مؤسسة الرسالة، بيروت، 2005، ج3، ص:220.

(2) - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، **أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة**، الجزء الأول، كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض، 2005، ص:201.

(3) - حسين بني هاني، **الأسواق المالية، طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة**، بدون ذكر دار النشر، عمان، 2002، ص:152.

(4) - شعبان محمد إسلام البروراري، **مرجع سابق**، ص:128.

(5) - محمد مطر، **إدارة الاستثمارات - الإطار النظري والتطبيقات العملية**، دار وائل للنشر، الأردن، الطبعة الثالثة، 2004، ص:221.

(6) - صلاح السيد جودة، **بورصة الأوراق المالية - علميا وعمليا**، - مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 2000، ص:181.

(7) - أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلامة، **الاستثمار بالأوراق المالية - تحليل وإدارة**، - دار المسيرة، عمان، 2004، ص:87.

ثانياً: الخصائص المنفردة:

- 1- قابلية الاستدعاء: يمكن للجهة المصدرة للسند بموجب هذه الخاصية استدعاء السند قبل تاريخ استحقاقه، وذلك إما بتضمن الاتفاقية بندا ينص على ذلك (مثل على أنه لا يسترد هذا السند إلا بعد مدة معينة) وإما بتحديدته مستقبلاً، مع تنبيهه إلى ذلك قبل فترة معينة، وفي كل الحالات سيفقد حامله (السند) أي عوائد مستقبلية كان سيحنيها من ارتفاع قيمة السند أو أي تغيير إيجابي قد يحدث؛
- 2- قابلية التحويل إلى أسهم عادية: تسمح هذه الخاصية لحامل السندات بالاستفادة من فروقات العوائد والامتيازات التي يمكن أن يحصلوا عليها من عملية التحويل، وهذا يعود ببعض الفوائد على الجهات المصدرة أيضاً، حيث أن قابلية تحويل السندات إلى أسهم تحفز المستثمرين على شرائها مما يزيد من حجم الطلب عليها، ومن جهة أخرى ستقلل من مدفوعات الفوائد المستحقة لحاملي السندات⁽¹⁾؛
- 3- خاصية الإطفاء: تلجأ بعض الشركات إلى تخصيص صناديق خاصة تسمى "صناديق الإطفاء"، تخصص لها مبالغاً دورية لإطفاء السندات وذلك من أجل تحفيز المشتريين باستعدادها لتسديد جزء من قيم السندات المعينة سنوياً وقبل الموعد النهائي لإطفاء القيمة الكلية⁽²⁾؛
- 4- تختلف أنواع السندات وتتنوع حسب معايير مختلفة، بحيث ينصب تحت كل معيار أنواع مختلفة.

الفرع الثالث: موقف الفقه من إصدار ودراول السند

يستخدم المصدر للسند قيمته ويتصرف فيها خلال مدة السند ويكون ضامناً لها بحيث يردها في المدة المتفق عليها وهذه حقيقة القرض، إلا أن اشتراط الفائدة الزائدة على قيمة القرض تجعل هذا الأخير ربوياً، ولقد اختلف الفقهاء المعاصرون في حكم التعامل بالسندات على ثلاثة أقوال، قضى القول الأول بتحريم جميع أنواع السندات وهذا ما ذهب إليه غالبية الفقهاء، أما القول الثاني فقضى بإباحة تداول بعض أنواع السندات، وأما الأخير فقضى بالإباحة المقيدة بأسباب تبررها.

أولاً: تعريف القرض: والقرضُ والقرضُ: "ما يتجازى به الناس بينهم ويتقاضونه"، وجمعه قروض وهو "ما أسلفه من إحسان ومن إساءة...". والقرضُ "ما يعطيه من المال ليُقضاه"، والقرضُ في اللغة "القطع" وسمي بالقطع لأنه قَطَعَهُ من المال⁽³⁾. أما القرض عند الفقهاء فقد جاءت تعاريفهم له متقاربة⁽⁴⁾، إلا أنهم أجمعوا على أن القرض هو "دفع المال لمن ينتفع به ويرد بدله حين الميسرة"⁽⁵⁾ وهو من باب التعاون بين المسلمين.

ثانياً: لقد اجتمعت المذاهب حول القرض في النقاط التالية⁽⁶⁾:

- 1- يجب أن يكون الشيء المقرض مالاً، أي كل ما له قيمة مالية أيا كانت نقداً أو سلعا (منقولة أو غير منقولة)؛
- 2- القرض في الشريعة الإسلامية يكون قرضاً حسناً لا يتضمن عنصر الفائدة أو نفع المقرض من القرض بأي صور النفع أو الفائدة المشروطة، وهو ما يعني أن تكون منفعة القرض عائدة على المقرض فقط؛

(1)- هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2003، ص: 111.

(2)- أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلامة، مرجع سابق، ص: 89.

(3)- ابن منظور، مرجع سابق، المجلد الخامس، الجزء 24، باب القاف، مادة قرض، ص: 3589.

(4)- شعبان محمد إسلام البروراي، مرجع سابق، ص: 216.

(5)- سعد الدين محمد المكي، المعاملات المالية المعاصرة في ضوء الإسلام، المكتب الإسلامي، بيروت، 2002، ص: 224.

(6)- محمد الشحات الجندي، القرض كأداة للتمويل في الشريعة الإسلامية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، 1996، ص: 30.

3- محل عقد القرض مال معين معلوم من الأموال المثلية وهي ما لا تتفاوت آحادها تفاوتاً تختلف به القيمة، ويستهلك بالانتفاع به مثل النقود والمكاييل والموازين؛

4- تنتقل ملكية العين المقرضة من ملكية المقرض إلى ملكية المقترض، وتجب دينا في ذمته يجب عليه رد مثلها أو قيمتها؛

5- يجب على المقترض أن يرد للمقرض مثل المال الذي أخذه أو قيمته إن تعذر عليه رد المثل، لأن القرض يقوم على المعاوضة المثلية أو المساوية للمال المقرض.

أما القرض المقصود هنا فهو قرض يجر نفعاً وبناءً عليه، فإنه يُحرّم إصدار جميع أنواع السندات التي تتضمن اشتراط رد المبلغ المقرض وزيادة على أي وجه كانت سواء دفعت هذه الزيادة عند سداد أصل القرض أو دفعت على أقساط شهرية أو سنوية أو غير ذلك، وسواء أكانت هذه الزيادة تمثل نسبة من قيمة السند كما في أغلب السندات أم خصماً منها كما في السندات ذات الكوبونات الصفرية⁽¹⁾؛

قال: لقد أُجمع على تحريمه الكثرة الغالبة من الفقهاء والباحثين المعاصرين، وفي هذا الصدد جاء قرار مجلس الفقه الإسلامي في دورته السادسة المنعقدة بجدة في مارس 1990⁽²⁾:

1- السندات التي تمثل التزاماً بدفع مبلغها مع فائدة منسوبة إليه أو نفع مشروط محرم شرعاً من حيث الإصدار أو الشراء أو التداول لأنها قروضا ربوية سواء كانت الجهة المصدرة لها خاصة أو عامة تربط بالدولة ولا أثر لتسميتها شهادات أو صكوكاً استثمارية أو ادخارية أو تسمية الفائدة الربوية الملتزم بها ربحاً أو ريعاً أو عمولة أو عائداً؛

2- تحريم أيضاً السندات ذات الكوبون الصفري باعتبارها قروضا يجري بيعها بأقل من قيمتها الاسمية ويستفيد أصحابها من الفروق باعتبارها خصماً لهذه السندات؛

3- كما تحرم السندات ذات الجوائز باعتبارها قروضا اشترط فيها نفع أو زيادة بالنسبة لمجموع المقرضين أو لبعضهم لا على التعيين، فضلاً عن شبهة القمار (انتهى القرار).

تجدر الإشارة هنا للفتوى التاريخية التي أصدرها بالإجماع المؤتمر الثاني لمجمع البحوث الإسلامية والتي جاء نصها كالتالي: "الفائدة على أنواع القروض كلها ربا محرم لا فرق في ذلك بين ما يسمى بالقرض الاستهلاكي وما يسمى بالقرض الإنتاجي، لأن نصوص الكتاب والسنة في مجموعها قاطعة بتحريم النوعين وكبر الربا في ذلك وقليله حرام"⁽³⁾.

المطلب الخامس: الأدوات المالية الحديثة في ضوء الشريعة الإسلامية

عملت الهندسة المالية على استحداث الكثير من الأدوات المالية القائمة في الأسواق المالية، وهذا من أجل التنويع فيها والتخفيف من المخاطر وعدم إبقاء التعامل قائماً على الأدوات التقليدية، فظهرت بذلك المشتقات المالية وما تحويه من عقود مختلفة، لذا سيتم التطرق إليها ومعرفة حقيقتها الإسلامية.

الفرع الأول: مفهوم العقود وأركانها ومفرداتها

(1) - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص: 222/1-223/1.

(2) - قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي المنبثق من منظمة المؤتمر الإسلامي، قرار رقم 60 (6/11)، ص: 110.

(3) - علي أحمد السالوس، موسوعة القضايا الفقهية المعاصرة والاقتصاد الإسلامي، مكتبة دار القرآن، مصر، 2002، ص: 153.

الفصل الأول: من مخرجه للهندسة المالية من المنظور المصرفي والتقليدي والإسلامي

تتم عقود المشتقات المالية بين طرفين أو أكثر، ومن أجل ذلك سيتم التطرق إلى العقود من منظور إسلامي وهل تتوفر فيها شروط العقود الصحيحة في الإسلام؟ وهل تندرج ضمن العقود المباحة أم لا؟.

أولاً: تعريف العقود:

1- **لغة:** هي الرِّبْط والعَهْد، قال صاحب لسان العرب، المعاهدة: المعاهدة وعاقده عَاهِدَهُ وتَعَاهَدَهُ القوم تَعَاهَدُوا⁽¹⁾؛ والعقد مشتق من عَقَدَ يَعْقِدُ عَقْدًا، وجمعه عقودٌ وأعقاداً، وأصل العقد هو الجمع بين أطراف الشيء وهو نقيض الحل، مأخوذ من عَقَدَ الحَبْلَ أي شَدَّه ورَبَطَهُ والربط "المواظبة على الأمر وملازمة ثغر العدو"، ومنه سمي المقام في الشعر "رِبَاطًا"⁽²⁾؛

2- **اصطلاحاً:** العَقْد - بفتح فسكون- هو ربط أجزاء التصرف بالإيجاب والقبول شرعاً⁽³⁾، ولا يتعد العقد عند الفقهاء عن معناه اللغوي، وقد استعملوه في أحد المعنيين⁽⁴⁾:

أ- المعنى العام للعقد الذي يقترب من المعنى اللغوي، "ويكاد يفيد الالتزام سواء نشأ هذا الالتزام من اتفاق بين طرفين كالبيع مثلا، أو بإرادة منفردة كالوقف"؛

ب- معنى خاص: وهو الذي اقتصر فيه على "الالتزام الناشئ عن اتفاق بين طرفين"، وهو الذي ينصرف إليه معنى العقد عند إطلاقه لدى الفقهاء ولا ينصرف إلى المعنى العام إلا بقرينه تدل على التعميم، فهو "ارتباط إيجاب بقبول على وجه مشروع يثبت أثره في محله"؛

ثانياً: أركان العقد: إن أركان العقد ثلاثة⁽⁵⁾:

1- العاقدان: هما طرفا العقد تصدر عنهما الصيغة المنشئة ويشترط أن يكونا أهلاً للتصرف، بأن يكونا بالغين عاقلين راشدين،

2- الصيغة: وهي الإيجاب والقبول؛

3- المعقود عليه: وهو محل العقد وهو إما أن يكون مالا وإما منفعة وإما عملاً؛

ثالثاً: مفردات ومبطلات العقد:⁽⁶⁾

1- العقد الصحيح عقد مشروع أوصافه صحيحة غير مقرونة بشرط من الشروط المفسدة له، وينقسم العقد الصحيح إلى نافذ وموقوف، يتوقف "الصحيح الموقوف" على إجازة معتبرة، أما العقد "الصحيح النافذ" فهو الذي صدر من أهله مستوفياً كل شروطه الشرعية؛ وقد يكون العقد النافذ لازماً أو غير لازم، حيث لا يمكن في النوع الأول لأحد العاقدين فسخه بإنفراد إذ لا بد من رضا العاقد الآخر، أما العقد غير اللازم بعد نفاذه هو ما يستبد أحد العاقدين بفسخه كالوكالة. ومن العقود ما يكون لازماً بالنسبة لأحد الطرفين وغير لازم بالنسبة للآخر⁽⁷⁾.

(1)- ابن منظور، مرجع سابق، المجلد الرابع، الجزء 34، باب العين، مادة عقد، ص.3031.

(2)- أحمد صبحي العيادي، أدوات الاستثمار الإسلامية - البيوع - القروض - الخدمات المصرفية، دار الفكر، الأردن، 2010، ص:16.

(3)- أحمد الشرباصي، المعجم الاقتصادي الإسلامي، دار الجيل، لبنان، 1981، حرف العين، ص:298.

(4)- أحمد صبحي العيادي، مرجع سابق، ص:16-17.

(5)- نور ليا مت سعيد جعفر، سوق المشتقات المالية - تقدير اقتصادي وشرعي، رسالة ضمن متطلبات الحصول على درجة الماجستير، جامعة اليرموك، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، قسم الاقتصاد والبنوك الإسلامية، 2006-2007، غير منشورة، ص:100.

(6)- عبد الله المصلح، صلاح الصاوي، ما لا يسع التاجر جهله، مؤسسة الرسالة، سوريا، 2005، ص:29.

(7)- عبد الحميد محمود البعلي، الاستثمار والرقابة الشرعية في البنوك والمؤسسات المالية - دراسة فقهية وقانونية ومصرفية، دار التوفيق النموذجية للطباعة، القاهرة، 1991، ص:160-161.

2- **العقود الباطلة:** الباطل من العقود وهو ما ليس مشروعاً بأصله ولا بوصفه، ومعنى كونه غير مشروع بأصله أنه فقد شيئاً مما يتحقق به، ومعنى كونه غير مشروع بوصفه أنه بعد انعقاده فقد شيئاً مما لا يصبح صحيحاً إلا به؛

3- **العقود الفاسدة:** وهو ما كان مشروعاً بأصله دون وصفه، بعبارة أخرى هو ما لم يحصل خلل في ركنه ولا في محله ولكن حصل خلل في أوصافه، وكمثال على ذلك جهالة المبيع أو الثمن أو مدة خيار الشرط جهالة فاحشة تؤدي إلى النزاع، أو اقتران العقد بشرط فاسد... الخ؛

رابعاً: مفهوم العقد المشتق في الاقتصاد المعاصر: هذه التسمية تنطبق بعض الشيء على ماهية الاشتقاق في الاصطلاح واللغة وذلك من ناحية اللفظ فقط، فالعقد المشتق هو "عقد متولد من آخر ومشتق منه، وليس له قيمة في ذاته إذا ما انفك عن العقد المشتق منه، وهذه العقود اشتقت قيمتها وتولدت من قيمة الأصول محل التعاقد في العقد سواء كانت أسهماً أو سندات أو سلعا أو نقوداً"⁽¹⁾.

الفرع الثاني: التعريف الفرعي للمشتقات المالية

يعد الغرض الأساسي من ظهور المشتقات المالية هو التغطية ضد المخاطر، لكنها في الحقيقة أدت إلى تصاعدها وزيادة موجة الاضطرابات المالية، الأمر الذي جعل العديد من الفقهاء يرفضونها لأنها تؤدي إلى عدم الاستقرار بالإضافة إلى ما تحمله هذه المشتقات من غرر وربما وغيرها من الأمور المخالفة لقواعد الشريعة الإسلامية. المشتقات هي بناء متكامل من الأدوات أو الوسائل المالية ذات قيمة أساسية تستخدم في تنفيذ استراتيجيات إدارة المخاطر المالية وتعتبر نتائجها عن مدى تكامل قدرات مستخدميها.

أولاً: تعريف المشتقات المالية

نشأت المشتقات من علم الرياضيات وهي تشير إلى متغير يشتق من متغير آخر، وسميت "المشتقات المالية" لأن قيمتها تشتق من قيمة أوراق مالية أساسية وتعتمد على أوراق مالية أخرى، أي أنها عقود أكثر من كونها إصدار جديد لأوراق مالية أساسية، وهو ما يبرز جانب الالتزام والتعاقد بين طرفي العقد⁽²⁾.

1- المشتق أو الورقة المالية المشتقة "عقود فرعية تشتق من عقود أساسية لأدوات استثمارية (عملات أجنبية وأوراق مالية) لينشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات استثمارية مشتقة في إطار ما يسمى بالهندسة المالية"⁽³⁾؛

2- المشتقات المالية هي "أية عقود تؤدي في آن واحد إلى نشوء أصل مالي لمنشأة ما ومطلوب مالي أو أداة ملكية لمنشأة أخرى، حيث يؤدي ذلك إلى تحويل المخاطر المرتبطة بالأدوات المالية الأساسية للغير دون أن تمتد عملية التبادل للأداة المالية الأساسية التي نتجت عنها هذه المخاطر"⁽⁴⁾؛

(1) - هشام السعدني خليفة بدوي، **عقود المشتقات المالية دراسة فقهية اقتصادية مقارنة**، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2011، ص: 53.
(2) - حاكم الربيعي، ميثاق الفتاوى وآخرون، **المشتقات المالية، عقود المستقبلات، الخيارات والمبادلات**، دار البازوري للنشر والتوزيع، الأردن، 2011، ص: 333-334.
(3) - دريد كامل آل شبيب، **الاستثمار والتحليل الاستثماري**، دار البازوري، الأردن، 2009، ص: 397.
(4) - عادل محمد رزق، مرجع سابق، ص: 95.

3- عرف المعيار المحاسبي الدولي (IAS39)* الأداة المشتقة أنها "أداة مالية تتغير قيمتها تبعاً للتغير في سعر فائدة محدد أو سعر ورقة مالية أو سعر سلعة معينة أو سعر صرف إحدى العملات أو أحد مؤشرات الأسعار أو أي متغير مماثل، كما أنها لا تتطلب استثمار مبدئي أو قد تتطلب استثمار مبدئي قليل إذا ما قورنت بالعقود الأخرى التي لها نفس الاستجابة للتغيرات في ظروف السوق، كما أنها تُسوى أو تُسدّد في تاريخ مستقبلي" (1)؛

4- تستخدم عقود المشتقات المالية "كأداة للتحوط بهدف حماية المستثمر في الأوراق المالية ضد المخاطر لأن السمة الأساسية لأسعار الأوراق المالية هي التغير نتيجة لتعرضها لمخاطر السوق مما يؤثر بالضرورة على معدلات العائد التي تجعل الأداة المالية من خلال تحركات الأسعار المستقبلية أقل من القيمة الحالية، أي أن المشتقات المالية تستخدم كأداة للمضاربة وفي الوقت نفسه أداة للتحوط أو التغطية من مخاطر الاستثمار" (2)؛

5- يعرف المنتج المشتق على أنه "أصل مالي أين تتبع القيمة سعر أصل آخر والذي يسمى تابعا (sous-jacent)، ويوجد نوعين من أسواق المشتقات: الأسواق المنظمة وهي التي تملك غرفة مقاصة أما الثانية فهي الأسواق بالتراضي (3)، ويتم حساب القيمة بالنظر لمعدل أو مؤشر أو أصل يستند إليه" (4)، ويمكن أن تكون الأدوات المشتقة على نوعين (5):

أ. **أداة مغلقة (instrument ferme):** وهي عقد عن طريقه يلتزم طرفان بمبادلة تدفقات أسعار فائدة أو عملات صعبة أو أي أصل آخر محدد في العقد؛

ب. **خيار (option):** هو عقد يمنح بموجبه طرف لصالح طرف آخر عن طريق علاوة حق (ولكن ليس الالتزام) شراء أو بيع أصل بسعر ما خلال مدة محددة في العقد؛

ج. القيمة السوقية لهذه العقود هي صفرية في حالة الأدوات المغلقة أو تساوي العلاوة في حالة الخيارات (6).

ثانياً: خصائص المشتقات المالية: هي أدوات مالية تتصف بالخصائص التالية (7):

1- يتم تنفيذ وتسوية عقود المشتقات المالية في تاريخ مستقبلي؛

2- ترتبط العقود المالية للمشتقات بسعر فائدة محدد أو سعر صرف أجنبي أو سعر سلعة ما أو مؤشر أسعار أو مؤشرات ائتمانية؛

3- تشتق قيمة العقود من الأسعار الحالية للأصول المالية أو العينية محل التعاقد؛

(*)- المعيار المحاسبي الدولي رقم 39 (IAS39): أدوات مالية - التقييم والمعالجة المحاسبية. تم نشره في مارس 1999.

(1)- عادل محمد رزق، مرجع سابق، ص: 95-96.

(2)- قامت السوق المالية الإسلامية الدولية والاتحاد الدولي للمقايضات والمشتقات، بطرح معيار منتج مبادلة الأرباح للاتحاد الدولي للمقايضات والمشتقات/السوق المالية الإسلامية الدولية والذي سيتم استخدامه لأغراض التحوط الإسلامية، وتعتبر اتفاقية مبادلة معدل الأرباح آلية تمت هيكلتها للسماح بالتبادل التناهي لتدفقات الأرباح من معدل ثابت إلى معدل متغير وبالعكس؛ وتتيح المستندات جداول منتج تعتمد على هيكلين مختلفين للتعامل بمعدل الأرباح من أجل تخفيف مخاطر التدفقات النقدية، وقد تم تطوير مستندات معيار مبادلة الأرباح تحت إشراف وموافقة الهيئة الاستشارية الشرعية للسوق المالية الإسلامية الدولية وذلك بالتنسيق مع المستشار القانوني الخارجي.

يأتي معيار منتج مبادلة الأرباح بعد اتفاقية التحوط الرئيسية للاتحاد الدولي للمقايضات والمشتقات/السوق المالية الإسلامية الدولية التي أتاحت للصناعة المصرفية الإسلامية إطاراً من أجل تخفيف المخاطر الإسلامية، وقد تم الإعلان بصفة رسمية عن طرح معيار مبادلة الأرباح كمنتج لتخفيف المخاطر وذلك خلال مؤتمر صحفي استضافه مصرف البحرين المركزي.

(3)- Mondher Bellalah, **Gestion des risques et produits dérivés classiques et exotiques**, Edition Dunod, Paris, 2003, p : 371.

(4)- Nadia Antonin, op. cit., p: 68.

(5)- Amélie Ober, **IFRS, Instruments financiers**, Editea, Paris, 2005, p:23.

(6)- Idem.

(7)- دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص: 398.

4- عادة لا تتطلب عقود المشتقات المالية استثمارات مبدئية؛

5- تستخدم عقود المشتقات المالية للتحوط، و ضد المخاطرة نتيجة التغير في أسعار تلك الأصول؛

6- تتيح عقود المشتقات المالية تحديد سعر السلعة أو الصرف أو الفائدة أو الورقة المالية محل التعاقد؛

الفرع الثالث: التكيف الفقهي للمشتقات المالية التقليدية

تشبه بعض المشتقات المالية عقوداً شرعية وذلك بعد القيام بتعديلات عليها، لذا فقد قام الفقهاء وكذا المجامع الفقهية بالعمل على تكيف هذه العقود وفق عقود مشروعة^(*).

أولاً يعرف التكيف الفقهي بأنه "تحديد حقيقة الواقعة المستجدة لإلحاقها بأصل فقهي خصه الفقه الإسلامي بأوصاف فقهية، بقصد إعطاء تلك الأوصاف للواقعة المستجدة عند التحقق من المجانسة والمشابهة بين الأصل والواقعة المستجدة في الحقيقة؛ إذن التكيف هو التصور الكامل للواقعة وتحرير الأصل الذي تنتمي إليه"⁽¹⁾.

1- إن تكيف العقود المالية المستجدة له أهمية علمية وعملية، لا بد من تحديدها⁽²⁾؛

أ- **يقصر بالعقود المستجدة**: "العقود التي تنظم أنواعاً من العلاقات المستجدة بين الناس والتي لم يكن محلها أمراً معهوداً في القديم، أو لأنها جاءت وليدة التطورات التقنية والاتصالات والمعلومات، بحيث لا تشبه في أركانها والغرض من التعاقد عقداً من العقود المعروفة في الفقه، ويتم الحكم عليها بمدى تحقيقها المصلحة ومنافاتها الغرر الفاحش أو المحظورات الشرعية، وفق القاعدة الفقهية الأصل في العقود الإباحة"⁽³⁾؛

أو هي "عقود التمويل التي أحدثت مما لم يكن في عصر التشريع، أو التي تغير موجب الحكم فيها نتيجة لما طرأ عليها من تغير أو عقود التمويل الحديثة التي تكونت وتركت من عقود شرعية عدة"⁽⁴⁾؛

2- **بالنسبة للأهمية العلمية** فيمكن إيجازها فيما يلي:

أ. الأصل في المعاملات الإباحة، فلا يجوز المسارعة إلى تحريم صورة من صور المعاملات المستحدثة حتى يتبين أن الشريعة قد حرمتها؛

(*)- يتم في الغالب مزج السندات والمشتقات المالية في التمويل التقليدي لتوليد أدوات مالية تعرف "بمشتقات السندات"، ومن أمثلة ذلك السندات المستقبلية وخيارات السندات، السند المستقبلي عبارة عن التزام تعاقدي لحامل العقد لشراء أو بيع سند بتاريخ محدد وبسعر مقرر مسبقاً، ويمكن التداول بمثل هذا السند في سوق أوراق مالية مستقبلية، ويتم تحديد الأسعار والتواريخ في الوقت الذي يشتري فيه السند.

السندات المستقبلية الحكومية هي عبارة عن عقود لشراء سندات مقدمة صادرة عن الحكومات، أما على صعيد التمويل الإسلامي، فإن من أوائل الجهود المعروفة لربط الصكوك بالمشتقات المالية ما جاء في صورة صكوك المشاركة مع حقوق مرتبطة بها و ضمانات في الربع الأول من عام 2008، وذلك في إطار نشاطات WCT للهندسة.

الضمانة هي أداة مشتق مالي تمنح حاملها الحق دون الالتزام بشراء أوراق مالية في شركة بأسعار مقررة سلفاً ضمن إطار زمني محدد، ويحمل الصك المصحوب بالضمانة ميزة تمكين جهة الإصدار من دخول أسواق رأس المال بتمويلات أدنى، كما أنه يسمح بتنوع المحفظة الاستثمارية للمستثمرين من خلال خاصية الضمانة. للمزيد راجع: شيرين كونهافا، المشتقات في التمويل الإسلامي... الجدول لا يزال مستمراً، مجلة المصرفية الإسلامية، 2011/03/1، العدد 23، ص: 10.

(1)- أحمد محمد محمود نصار، **التكيف الفقهي للعقود المالية المستجدة وتطبيقاتها على نماذج التمويل الإسلامية المعاصرة**، المصرف الإسلامي الأردني، 2005/2004، ص: 1.

(2)- المرجع السابق، ص: 3-4.

(3)- محمود حسين الوادي، عبد الله إبراهيم نزال، حسين محمد سمحان، **إدارة الجودة الشاملة في الخدمات المصرفية**، دار صفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص: 286-287.

(4)- حامد بن حسن بن محمد علي ميرة، **عقود التمويل المستجدة في البنوك الإسلامية - دراسة تأصيلية تطبيقية**، دار الميمان للنشر والتوزيع بالاشتراك مع شركة جدوى للاستثمار، الرياض، 2011، ص: 15.

ب. العبرة في المعاملات المالية للعقل والمقاصد، حيث أن أحكام فقه المعاملات مُعلّلة وعللها مرتبطة بالحكم الشرعي وجودا وعلما، بعكس فقه العبادات التي يجب التوقف فيها عند حدود النص، لذلك فعملية إلحاق العقود المالية المستجدة بأصول لها في الفقه الإسلامي مسترشدين بالعلة، هو ما يقدمه التكيف الفقهي؛

ج. لم ينشئ الإسلام العقود المالية، وإنما وجهها الوجهة الصحيحة عن طريق تنقيتها من المحرمات وتشريع الأحكام العامة وتقرير القواعد الكلية المنظمة لها؛

3- (أما بالنسبة للأهمية العملية فهي):

أ. رفع الحرج والمشقة عن جمهور المتعاملين من المسلمين الذين يتعاملون بالعقود المالية بمستجداتها الحديثة؛

ب. التكيف الفقهي قد يكون أساسا لتطوير الكثير من العقود المالية، مثلا تكييف الأموال التي يودعها المودعين في حسابات استثمارية في المصارف الإسلامية، يتم التعامل معها كوحدة واحدة في عمليات المضاربة، مع العلم أنه لا يجوز خلط مال المضاربة بعد بدء عملياتها، وهذا ما أدى إلى استحداث ما يسمى "بالمضاربة المشتركة" وتطوير عقد "المضاربة الثنائية التقليدي" المعروف في الفقه، وذلك للابتعاد عن ما لا يجوز في عقد المضاربة؛

ج. طبيعة عمل المؤسسات التي تقوم بإجراء العقود المالية: وخاصة العمل المصرفي الذي يعمل وفق نموذج الوساطة المالية بآلياتها المختلفة، فكثير من العقود المالية التقليدية لا يمكن للمصارف التعامل معها إلا باستحداث مستجدات ملحقه بها أو أفكار جديدة تمكنها من أن تكون عملية قابلة للتطبيق، وهذا بالطبع يتيح للتكيف الفقهي مجالا خصبا لبحث هذه المستجدات وتكييفها فقها (*).

د- هناك فرق بين المشتقات المالية التقليدية والإسلامية، حيث تستخدم التقليدية لأغراض التحوط والمضاربة وعمليات التحكيم، في حين تستخدم المشتقات الإسلامية فقط لأغراض التحوط، كما تتم هيكلتها باستخدام العقود الشرعية، إضافة إلى أنها لا تتداول كنظيرتها التقليدية. يفضل تسمية المشتقات المالية الإسلامية تحت مسمى "اتفاقية التحوط الرئيسية للاتحاد الدولي للمقايضات والمشتقات/ السوق المالية الإسلامية الدولية" (tahawwut master agreement) (1).

(*)- الأصل في عقد المراهبة أن يكون رأس المال والربح فيها محددًا بمبلغ ثابت مقطوع في مجلس العقد، إلا أن رأس المال يمكن أن يحدد في مجلس العقد، وأما مقدار الربح فينتفق العاقدان في المجلس على ربطه بمؤشر منضبط عام العلم به في آجال مستقبلية محددة وفق آلية محددة وهو ما يسمى بالمراهبة بربح متغير، ومن بين صورته التطبيقية ما تسميه بعض المصارف بـ "Revolving Murabaha" وتم تكييفها على أنها إحدى صور فسخ الدين بالدين والتي نص جمع من أهل العلم على تحريمها.

كما يوجد هناك تمويل المتاجرة في الأسهم بالهامش عبر عقد المراهبة للأمر بالشراء كأبرز بديل للمتاجرة في الأسهم بالهامش "Margin Trading" وهو جائز شريطة استجماعه لضوابط شرعية عدة، كما سعت المصارف الإسلامية لاستحداث بدائل منضبطة بالضوابط الشرعية لتسديد مديونيات العملاء للمصارف الأخرى - أو ما يسمى بشراء المديونيات المؤجلة- وإن أبرز ما اقترح في ذلك منتجان هما شراء المديونيات المؤجلة ببلغ حاضرة وهو صعب التطبيق عمليا، وإنشاء دين جديد للتعامل مع اشتراط سداد الدين الأول وهو جائز وفق ضوابط وشروط.

أما العقود المستجدة في التمويل بالإجارة، جواز التأجير المقترن بوعد التمليك بأجرة متغيرة وجواز ربط الأجرة المؤجلة بمؤشر منضبط معلوم، ضمن شروط وضوابط أيضا، كذلك شراء محافظ الأعيان المؤجرة تأجيرا مقترنا بوعد التمليك كأهم بدائل عقد شراء الحقوق التجارية "factoring" والتوريق المحرمان، أما العقود المستجدة في التمويل ببطاقات الائتمان هي بطاقات التقسيط ذات الدين المتجدد القائمة على التورق وقلب الدين وهي محرمة شرعا إلى جانب بطاقات التقسيط ذات الرسوم الثابتة، كما أن التعامل ببطاقات التقسيط ذات المديونية المقدمة جائز ولكن وفق ضوابط معينة بالإضافة إلى العقود المستجدة في السلم والاستصناع والقروض المتبادلة.

(1)- Syed Alwi Mohamed Sultan, Aznan Hasan, **A Mini Guide To Islamic Derivatives : A Primer To Islamic FX Forwards, Profit Rate Swaps and Options**, Published by CERT, Kuala Lumpur, 2012, pp :13-14.

ثانياً: **عقود الخيارات**: الخيار لغة هو "الاسم من الاختيار"، وهو "طلب خير الأمرين"⁽¹⁾، أما اصطلاحاً وهو "ما يُثبت لأحد العاقدين من الحق في إمضاء العقد أو فسخه بناءً على اشتراط ذلك"⁽²⁾.

والخيارات "عقود يمنح بموجبها مُصدر الاختيار حامل العقد الحق دون الالتزام لشراء أو بيع أصل مالي بسعر متفق عليه وقت تحرير العقد وفي خلال مدة زمنية أو في تاريخ محدد، ويمنح المشتري هذا الحق في مقابل مبلغ من المال تمثل علاوة الاختيار تدفع لمصدر الاختيار"⁽³⁾.

1- الإجماع على مشروعية خيار الشرط فقد نقله غير واحد من العلماء، ما قاله "النووي" رحمه الله "الأمة مجمعة على جواز شرط الخيار ثلاثة أيام"⁽⁴⁾؛

2- الفرق بين عقد الخيار وبين البيع الذي اشترط فيه الخيار: الخيار في الشريعة الإسلامية إنما شرع لدفع العُبن ومنع التغيرير والأمن من الانخداع، بينما الخيار الواقع بالأسواق المالية إنما يتم على محض المراهنة على اتجاهات الأسعار⁽⁵⁾؛

تحتوي عقود الخيار على عقدين أحدهما على "الخيار" والآخر على "السلعة" يكون فيه للخيار ثمن وللسلعة ثمن آخر، أما البيع الذي اشترط فيه الخيار فهو عقد واحد يكون الخيار مشروطاً فيه دون أن يستقل بعقد ودون أن يكون له ثمن⁽⁶⁾؛

3- جاء عدم جواز التعامل بعقود الخيار وعدم تداولها من قبل جمهور من العلماء معتمدين على الأدلة التالية: (*) أ. التعامل في هذه العقود قائم على الغرر: والغرر هو "مجهول أو مستور العاقبة"، وهذا المعنى موجود في عقود الخيار⁽⁷⁾؛

ب. التعامل في هذه العقود قائم على القمار: والقمار هو "ما يكون فاعله متردداً بين أن يُعْتم أو أن يُعْرم" وهذا المعنى موجود في عقود الخيار في الحالة التي تنتهي فيها الصفقة بالتسوية النقدية التي يكتفي فيها المتعاقدان بقبض

فرق السعرين أو دفعه (الفرق بين سعر التنفيذ وسعر السوق) سواء أكان غرض المتعاقدين المضاربة على فروق الأسعار أو الاحتياط ضد تقلباتها، وذلك لتردد كل واحد منهم بين العُتم والغُرم⁽⁸⁾؛

ج. يعد من قبيل بيع الإنسان ما لا يملك: تنطوي الخيارات أو البيوع الآجلة الشريطية على بيع الإنسان ما ليس عنده، فلا المشتري ولا البائع يمتلكان الأصل⁽⁹⁾؛

د. صورية أغلبية البيوع: عقود الخيار صورية ولا يجري تنفيذها ولا يترتب عليها بالتالي تملك ولا تملك، وبما أن عقود الخيار غير مؤدية لهذا الغرض أصبحت غير محققة لهذا المقتضى وما خالف مقتضى العقد فهو باطل⁽¹⁰⁾؛

(1)- ابن منظور، مرجع سابق، المجلد الثاني، جزء الخامس عشر، باب خاء، مادة خير، ص: 1300.

(2)- سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص: 521.

(3)- عاطف وليم اندراوس، مرجع سابق، ص: 79.

(4)- عبد العزيز بن محمد بن عثمان الربيش، المدة في خيار الشرط في البيع، مجلة المجمع الفقهي الإسلامي برابطة العالم الإسلامي، مكة المكرمة، العدد الخامس عشر، 2002، ص: 232.

(5)- سمير عبد الحميد رضوان، أي مرجع، مرجع سابق، ص: 526.

(6)- مبارك بن سليمان، مرجع سابق، ص: 1044/2.

(*) **رابعاً**: عبد الله بن محمد العمراني، العقود المالية المركبة، كنوز اشبيلية، السعودية، 2006، ص: 335، وسمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص: 531، ومبارك بن سليمان، مرجع سابق، ص: 1052/2، وأحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، ص: 443، وعلي محي الدين القره داغي، الأسواق المالية في ميزان الفقه، مرجع سابق، ص: 180/1 وقرارات مجمع الفقه الإسلامي، قرار 7/6/65، ص: 67.

(7)- الصديق محمد الأمين الضرير، الغرر في العقود وآثاره في التطبيقات المعاصرة، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، المصرف الإسلامي للتنمية، 1993، ص: 11.

(8)- عبد الله بن محمد العمراني، العقود المالية المركبة، كنوز اشبيلية، السعودية، 2006، ص: 338.

(9)- إبراهيم أحمد أونور، عقود الخيارات وإدارة المخاطر في أسواق رأس المال، مداخلة في ملتقى الخرطوم للمنتجات المالية الإسلامية، الخرطوم، السودان، مركز بيان للهندسة المالية الإسلامية، 6-7 أبريل 2011، ص: 5.

(10)- كمال حطاب، نحو سوق مالية إسلامية، بحث مقدم للمؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي الذي نظّمته كلية الشريعة، جامعة أم القرى، مكة المكرمة، مارس 2003، ص: 16.

هـ. تعارض عقود الخيار مع قاعدة العدل المطلوبة في المعاملات؛

4- ناقش العديد من الباحثين التكييفات الفقهية لعقود الخيارات، وكتناج لما قدموه في هذا المجال يمكن ذكر (*):

أ. عقد خيار الشراء وبيع العربون: يعتبر عقد خيار الشراء شبيها ببيع العربون، وهذا الأخير فيه خلاف فهناك من يجيزه وهناك من يحرمه، ولكن تحريم هذا النوع من البيوع يسبب حرجا ومشقة على الناس، لذا فإن إجازة بيع العربون أنفع للناس وأقرب لتحقيق المقاصد الشرعية التي تنص على دفع الضرر والحرج والمشقة، وقد عرف مجمع الفقه الإسلامي بيع العربون على أنه "بيع السلعة مع دفع المشتري مبلغا من المال إلى البائع على أنه إن أخذ السلعة احتسب المبلغ من الثمن وإن تركها فالمبلغ للبائع"⁽¹⁾؛

ب. عقد خيار البيع هو التزام أو ضمان أو كفالة: الأرحح من آراء الفقهاء جواز أخذ الأجرة على الالتزام أو الضمان أو الكفالة، لقوة الأدلة خاصة مع وجود معاملات مالية تتعد بالكفالة عن عقود التبرعات، ويتحقق من خلالها مصالح ومكاسب لطرفي المعاملة أو بما لا يخالف المقاصد الشرعية؛

ج. قياسا على هذا الحكم يمكن القول بجواز خيار البيع إذ خلا من المخالفات الشرعية الأخرى⁽²⁾؛

ثالثا: العقود الآجلة والمستقبلية: وهي "التي تتم بين البائع والمشتري ويتعهد فيها البائع بتسليم المشتري مستقبلا أصلا ماليا معينيا بكميات معينة بسعر معين في تاريخ معين، وتنظم في بورصة العقود لضمان جدية التنفيذ وبالتالي تخفيض المخاطر المترتبة عليها بالمقارنة مع العقود الآجلة للأصول المادية التي لا تنظم في أسواق مماثلة"⁽³⁾.

1- العقد المؤجل في الشريعة الإسلامية هو "عقد السلم"، لذلك سيتم توضيح الفروق بين عقد السلم والعقود المؤجلة في النقاط التالية⁽⁴⁾:

أ. لا يدفع رأس المال في العقود الآجلة والمستقبلية مُعجلا، بل يقتصر على دفع نسبة منه فكأن البديلين مؤجلين أما في عقد السلم فوجوب دفع الثمن في المجلس؛

ب. هدف البائع والمشتري ليس امتلاك السلعة وإنما غرضهما تحقيق الأرباح وهذا في العقود الآجلة والمستقبلية؛

ج- يتم تسليم السلعة في عقد السلم، أما العقود المستقبلية فإن غايتها تنتهي بالتسوية؛

2- لا تعد العقود الآجلة والمستقبلية من قبيل عقود السلم، ولوقوف على موقف الفقه الإسلامي من البيوع الآجلة سيتم التطرق إلى النقاط التالية:

(*)- اختلف الفقهاء في تحديد جواز أو عدم جواز عقود الخيارات، الرأي الأول: المبيزون للتعامل في عقود الخيارات ومن بينهم: الدكتور أحمد يوسف سليمان في بحثه المعنون ب: رأي التشريع في البورصة، حيث يقول بأن الشرط الذي اتفق عليه العقادان في البورصة شرط صحيح، وأن المال الذي يأخذه البائع من المشتري هو حق لا يرد إلى دافعه، كما يجيز هذا الدكتور أيضا الخيارات المزدوجة بشرط أن تكون الكمية المضافة معلومة. الدكتور محمد علي القرني في بحثه: نحو سوق مالية إسلامية، حيث يقول أنه يمكن جعل عقود الخيارات جائزة إذا تم التخلص من بعض الإشكالات الفقهية التي تتعلق بها كالمقامرة والبيع القصير أو البيع على المكشوف. أما الرأي الثاني: المانعون للتعامل في عقود الخيارات: من بينهم: الدكتور الجارحي في كتابه الأسواق المالية في ضوء مبادئ الإسلام، الدكتور عصام أبو النصر في كتابه أسواق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، الدكتور سمير عبد الحميد رضوان حسن في كتابه: المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها.

كما أقر مجمع الفقه الإسلامي في قراره رقم 7/1/65 المتعلق بالأسواق المالية إلى حرمة التعامل بالاختيارات، ويبقى الرأي الراجح هو المنع.

(1)- عبد الستار أبو غدة، ضوابط تطوير المشتقات المالية في العمل المالي: العربون- السلم- تداول الديون، مداخلة في إطار المؤتمر الثامن للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، 18-19 ماي 2009، ص:5.

(2)- كمال توفيق خطاب، مرجع سابق، ص:13.

(3)- فيصل محمود الشواور، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية-الأسس النظرية والعملية، دار وائل للنشر، عمان، 2008، ص:88.

(4)- كمال خطاب، مرجع سابق، ص ص:26-27.

أ. مدى اتصال العقود بأحكامها وآثارها: وضعت عقود البيع شرعا لإفادة التمليك والتملك في الحال، فهذا أثرها والحكمة منها، فإذا كانت الصيغة غير مؤدية لذلك كانت غير محققة لهذا المقتضى.

وبالنظر إلى العقود التي يتم إنشاؤها في أسواق البيوع الآجلة يتبين من أنه لا تترتب عليها آثارها فور إنشائها رغم أن عقد البيع من العقود التي تفيد التمليك في الحال، حيث لا يتم عند إنشاء هذه العقود تسليم الثمن ولا المثمن وإنما تتأجل آثارها وأحكامها إلى يوم التصفية⁽¹⁾؛

ب. لا يملك البائع في الغالب الأدوات التي أبرم عليها العقد فيكون بائعا لما هو مملوك لغيره (ما لا يملك)؛

ج. تباع السلعة المتعاقد عليها وهي في ذمة البائع الأول قبل أن يجوزها المشتري الأول عدة بيعات وليس الغرض من ذلك إلا قبض أو دفع فروق الأسعار بين البائع والمشتري، وهي من قبيل بيع الإنسان ما لم يقبض⁽²⁾؛

د. لما كانت البيوع التي تجرى في هذه الأسواق يتأجل فيها تسليم المبيع كما يتأجل فيها تسليم الثمن كانت من قبيل بيع الكالئ بالكالئ المنهى عنه شرعا بإجماع الفقهاء⁽³⁾؛

هـ. بالنسبة للهوامش فإنها عبارة عن "هن بالدين" وهي في أصلها جائزة والتصرف فيها بإنفاقها إذا خسر جائز ولكن بالنظر إلى العقد الذي نشأ عنه الدين المرهون فإنها غير جائزة لأن أصل الدين باطل⁽⁴⁾؛

3- من أوجه التكييف الفقهي للعقود المستقبلية: هي عقود الإستهناج، وذلك لأن هذه الأخيرة من أقرب العقود الجائزة في الفقه الإسلامي للعقود المستقبلية والتي تسمح بتأخير تسليم الثمن والمثمن في مجلس العقد. وهذا العقد يسد حاجة من حاجات المجتمع لم يكن مسموحا بها من خلال عقد السلم، وهي السماح بتأخر تسليم الثمن نقدا خاصة عندما تكون العين المطلوب صنعها باهضة القيمة⁽⁵⁾؛

4- من أوجه التكييف الفقهي للعقود الآجلة هي عقود السلم، فإذا ما كانت السلعة طيبة ومباحة وكانت العقود التي تمثلها أو الأسهم المتداولة تمثل شركات مشروعة، فإن العقود الآجلة والمستقبليات في هذه الحالة هي أشبه ما تكون بعقود السلم الجائزة شرعا⁽⁶⁾.

هناك شبه كبير بين عقد السلم والعقود الآجلة، حيث يوجد عقد بيع يتفق فيه الطرفان على التعاقد على بيع بضمن معلوم يتأجل فيه تسليم السلعة الموصوفة بالذمة وصفا مضبوطا إلى أجل معلوم، ومع ذلك فإنها تختلف عن عقد السلم في عدة أمور⁽⁷⁾:

1- أن المسلم فيه (السلعة) يباع قبل قبضه؛

2- رأس المال في العقود الآجلة والمستقبليات لا يدفع معجلا بل يقتصر على دفع نسبة منه فكأن البديلين فيه مؤجلان؛

3- أنه لا غرض للبائع والمشتري بالسلعة، وإنما غرضها تحقيق الربح؛

رابعاً: عقود المبادلات: جاءت عقود المبادلات على ثلاثة أنواع، لذلك سيتم توضيح مدى تطابق هذه العقود مع مبادئ الشريعة الإسلامية لكل نوع على حدة:

(1) - سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص: 493.

(2) - قرارات مجمع الفقه الإسلامي برابطة العالم الإسلامي بمكة المكرمة، الدورة السابعة، القرار الأول، ص: 135.

(3) - سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص: 519.

(4) - مبارك بن سليمان، مرجع سابق، ص: 991/2.

(5) - مصطفى الرزرقا، عقد الاستهناج في الفقه الإسلامي، جدة، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، 1995، ص: 19.

(6) - كمال توفيق حطاب، مرجع سابق، ص: 10.

(7) - المرجع السابق، ص: 11.

1- عقود مبادلات العملة: تقوم على عدة عقود منها الصحيحة ومنها الفاسدة:

أ- العنصر الأول: وهو عقد قرض بزيادة مشروطة ومحددة سلفاً وزماناً ومقداراً⁽¹⁾؛

ب- العنصر الثاني: بيع عملة بعملة أخرى بيعاً حالاً وهذا لا إشكال فيه بحد ذاته إذا حصل التقابض في مجلس العقد لأنه صرف توفرت فيه شروط الحلول والتقابض⁽²⁾، أما إذا كان غير ذلك فإنه يخرج من نطاق الجواز، ومن جهة أخرى فإن الآلية قد تمت بتبادل مشروط للقروض أو "القروض المتبادلة بالشرط" وهي "إذا أقرض إنسان شخصاً آخر قرضاً وشرط عليه أن يقرضه في مقابل ذلك" وهو غير جائز، لأن ذلك قرض جر نفعاً وهو محرم بإجماع أهل العلم⁽³⁾؛

2- عقود أسعار الفائدة: عقد مبادلة أسعار الفائدة هو "عقد مبادلة فائدة ثابتة على مبلغ محدد بفائدة متغيرة على ذات المبلغ"، والحقيقة أن المبادلة ليست بين فوائد القروض كما يبدو، وإنما هي بين مقدار معلوم من النقود يقدر بمعدل الفائدة على مبلغ محدد بمقدار آخر غير معلوم وقت التعاقد، وإنما يتم تحديده بالنظر إلى أسعار الفائدة السائدة في السوق المحددة لإجراء المبادلة⁽⁴⁾.

أ- الأمر في حقيقته الشرعية بيع نقود بنقود مع التفاضل والتأجيل، فأدخل بذلك عنصر الربا بنوعيه ربا الفضل و ربا النسيئة إذا كانت النقود من عملة واحدة، وتكون ربا نسيئة فقط إذا كانت النقود من عملتين مختلفتين، وهو ظاهر في تحريم هذا النوع من عقود المبادلات، والواجب في بيع النقود بالنقود (الصرف) التماثل والحلول والتقابض في المجلس إذا كانت النقود من جنس واحد والحلول والتقابض فقط إذا كانت من جنسين مختلفين؛

ب- اشتغال هذه العقود على القمار، وذلك لدخول الطرفين في العقد على أن يدفع أحدهما للآخر الفرق بين المبلغين في الأجل المحدد بحسب ما تكون عليه أسعار الفائدة في ذلك الأجل، فكان كل واحد من المتعاقدين إما غانماً وإما غارماً وهذه هي حقيقة القمار؛

3- مبادلة السلع: هذا النوع من أنواع المبادلات غير جائز لقيامه على المخالفات الشرعية التالية⁽⁵⁾:

أ. يظهر في عقد مبادلة السلع قصد التحايل على الربا، وأن المراد فيه أخذ النقود بنقود أكثر منها بدليل أن السلعة ليست مقصودة بالعقد ولهذا لا يجري لها قبض فعلي؛

ب. وكذا ما فيه من قمار لانعدام تبادل المبيع ولكن بدفع الفارق بين السلعتين؛

ج. وما فيه من غرر لعدم تبيان سعر البيع أو سعر الشراء الذي يترك يومياً لسعر السوق؛

خامساً: (المنتجات الائتمانية): ظهر هذا النوع لأول مرة بالولايات المتحدة الأمريكية في بداية سنوات التسعينيات من القرن الماضي، ويتعلق الأمر بفتحة جديدة من المنتجات المشتقة والتي ظهرت لمعالجة عدم كفاية الأدوات والطرق التقليدية المستعملة من قبل المؤسسات المصرفية في إطار إدارة مخاطر القروض.

(1)- سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص: 553.

(2)- مبارك بن سليمان، مرجع سابق، ص: 1110/2.

(3)- المرجع السابق، ص: 112/2.

(4)- المرجع السابق، ص: 1104/2-1105.

(5)- المرجع السابق، ص: 1131/2.

- 1- تعريفها: تعرف المشتقات الائتمانية على أنها "عقود مبادلات مالية أو خيارات تسمح بالحماية أو بالمجازفة ضد خطر إعسار مقترض سيادي أو بنكي أو صناعي أو ضد تغير كبير في نوعية الإمضاء"⁽¹⁾؛
- 2- أنواعها: من أهمها:

أ. عقود المبادلة على التعثر (CDS)^(*): تعد بمثابة عقود تأمين ضد مخاطرة تعثر الطرف المقابل، حيث تعرف على أنها "عقد يوفر تأمين ضد التعثر المحتمل عن التسديد لمؤسسة معطاة وتسمى هذه الأخيرة كيانا مرجعيا وظهور التعثر(عجز عن التسديد أو تغير التصنيف أو إفلاس أو تسوية قضائية... الخ"⁽²⁾؛

ب. العقود الآجلة للمردودية الإجمالية: وهو عقد مبادلة للمردودية الإجمالية (TR)⁽³⁾ لسند أو لأي ورقة مالية مرجعية مقابل معدل فائدة مضافا إليه هامشا معيناً، وتتضمن المردودية الإجمالية القسيمات والأرباح أو الخسائر من رأس المال على الأصل طيلة مدة حياة عقد المبادلة⁽⁴⁾؛

ج. الأوراق المالية المرتبطة بمخاطر القروض (CLN)⁽⁵⁾: ما هي إلا معالجة عقود المبادلة على التعثر على شكل قيم منقولة أين يقوم المستثمرون بشرائها، بحيث يكون العائد مرتبطاً بأداء المنتجات المشتقة، وانطلاقاً من رغبة المصرف في التغطية ضد مخاطرة على طرف مقابل يقوم بإصدار سندات بمبلغ مماثل للدين وبعرض مكافأة.

يقوم المصرف عند أجل الاستحقاق بتسديد إجمالي الأصل للمستثمرين في حالة عدم تحقق التعثر عن التسديد للطرف المقابل، في حين يتم تسديد جزء فقط في الحالة العكسية؛

د. سيتم التطرق من خلال الفصل الرابع من هذه الأطروحة لبعض البدائل المقترحة من الناحية الشرعية لهذا النوع من المشتقات.

الفرع الرابع: البرائل الشرعية للمشتقات المالية التقليدية

شهدت السنوات الأخيرة جهوداً كبيرة من أجل تطوير منتجات ومشتقات مالية لإدارة المخاطر والتحوط منها، كما لجأت بعض المؤسسات المالية الإسلامية إلى استخدام أنواع من المشتقات المالية التقليدية كالعقود الآجلة والمستقبليات للتحوط ضد التقلب في أسعار العملات وهو ما أوقعها في محاذير شرعية؛ وهو ما تطلب البحث عن تطوير مشتقات شرعية^(**)، ويلاحظ أن انقسام الفقهاء جعل عدد أدوات التحوط في المصارف الإسلامية أقل منه في المصارف التقليدية، ويرى البعض منهم أن أدوات التحوط الشائعة كعقود التأمين المتقابل على أسعار صرف العملات أو أسعار الفائدة هي أدوات للمضاربة والقمار⁽⁶⁾.

أسباب تحريم التعامل بالمشتقات المالية التقليدية واضحة كما سبق، ولكن هذا لا يمنع من إمكانية تطوير عقود في ضوء الشريعة الإسلامية حتى تكون بديلاً للمشتقات التقليدية، وهذا بهدف الاستفادة من المزايا التي تتمتع بها وتجنب أسباب تحريمها.

(1)- Mondher Bellalah, *Gestion des risques et produits dérivés classiques et exotiques*, Edition Dunod, Paris, 2003, p : 371.

(*) - Credit Default Swaps

(2)- John Hull et autres, *Options, Futures et autres actifs dérivés*, 5^{ème} édition, Edition Pearson, Paris, 2005, p : 721.

(3)- Total Return Swap

(4)- John Hull et autres, op. cit., p: 730.

(5)- Credit Linked Note

(**) -تعد مخاطر الاستثمار في المشتقات كبيرة جداً، وينشأ ارتفاع هذه المخاطر من حالة عدم التأكد المحيطة بأسعارها كونها لا تتعامل مع الحاضر وإنما مع المستقبل، للمزيد راجع: حاكم الربيعي، ميثاق الفتاوي وآخرون، مرجع سابق، ص:339-340. مؤيد عبد الرحمن الدوري، سعيد جمعة عقل، مرجع سابق، ص: [37 - 40].

(6)- سامي السويلم، غياب المشتقات الشرعية يعطل نمو المؤسسات المالية الإسلامية، مجلة المصرفية الإسلامية، 2009/12/1، العدد 8، ص:9.

أولاً: البدائل الشرعية للعقود الآجلة والعقود المستقبلية: يعد موضوع البدائل الشرعية للمشتقات المالية أحد أبرز المواضيع التي تحتاج إلى تطوير واجتهاد، ونظراً لأهمية العقود الآجلة وعقود المستقبلية في الأسواق المالية وحب إيجاد بديل شرعي عن هذه العقود.

1- **البدائل الشرعية للعقود الآجلة:** من بين البدائل المقترحة للعقود الآجلة ما يعرف "بالعقود الآجلة الإسلامية": وهي "تعهد من المشتري بالشراء ومن البائع بالبيع لسلعة مثلية بكمية محددة في تاريخ محدد في المستقبل بثمن متفق عليه، وعند الاستحقاق يجب على المشتري أن يدفع الثمن المتفق عليه مسبقاً، ويجب على البائع أن يسلم الأصل (السلعة) في المكان المحدد، وهو في جوهره شراء مؤجل لسلع موصوفة بثمن متفق عليه وفي الزمان والمكان المتفق عليهما للتسليم"⁽¹⁾.
ظهرت العقود الآجلة الإسلامية لتحل محل العقود الآجلة المحرمة شرعاً، ولكن بالرغم من هذا إلا أن هذا العقد تكتفه مشكلات عديدة من بينها⁽²⁾:

أ- مخاطر النكول: قد يتسبب تغير الأسعار في تاريخ التسوية في مشكلة تتمثل في تراجع أحد الطرفين عن إتمام العقد؛
ب- مشكلة التوافق: إن إيجاد الطرف المقابل المناسب الذي تناسبه نفس الشروط واحتياجات الطرف الأول أمر صعب يجعل من التوافق عيباً من عيوب هذه العقود؛

2- **البدائل الشرعية للعقود المستقبلية:** نظراً للعيوب التي تضمنها العقد السابق، تم استحداث عقد آخر يراعي النقائص السابقة واعتبر بديلاً شرعياً للعقود المستقبلية؛

أ- المستقبلية الموافقة للشريعة "عقد التحوط الموافق للشريعة": يقوم هذا العقد على نفس الآلية التي يعمل بها العقد السابق، إلا أنه يتضمن بعض الاختلافات عنه، فالعقود الآجلة الإسلامية عقود شخصية غير مُنمّطة وطبيعتها هذه سببت مشكلة التوافق بين الأطراف، أما المستقبلية الموافقة للشريعة فهي عقود مُنمّطة أي موحدة يتم فيها تحديد كمية ونوعية السلعة التي ستسلم، إضافة إلى أنه يتم وضع حد أدنى لتقلب السعر وكذا تحديد حد للسعر اليومي، أما في تاريخ التسليم يوم التسوية فلا يسري هذا الحد لأن العرض والطلب سيحكمانه⁽³⁾.
بالإضافة إلى ما سبق، يمكن إضافة بعض البدائل للعقود المستقبلية وهي⁽⁴⁾:

ب- البيع بالأجل: ويتم من خلال تعجيل المبيع وتأجيل الثمن، ويحقق غرض المشتري بالحصول على السلعة والتزامه بثمنها في ذمته، مستفيداً من ذلك التأجيل مع حق البائع في زيادة الثمن عن البيع الحال، يسمح هذا البيع بإعطاء فرصة لاستخدام الأموال في المتاجرة أو شراء سلع أخرى على اعتبار أن الثمن مؤجل؛

ج- السلم: وهو بيع يتم فيه تأجيل المبيع وتعجيل الثمن، وهو يحقق تملك البائع للثمن وانتفاعه به وحصول المشتري لاحقاً على السلعة بثمن أرخص من السوق؛

د- الإستصناع: يشبه عقد السلم ولكنه يخص السلع المصنعة صنعا، وفي هذه الحالة يجوز تأجيل كل أو جزء من الثمن، لأنه بوجود عنصر العمل للتصنيع تأخذ شبيها من الإجارة، وهي منفعة مُوجّلة مرتبطة بالزمن المستقبل ويجوز

(1)- عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، مستقبلية مقترحة متوافقة مع الشريعة، بحث في مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، 15م، 2003، ص:63.

(2)- المرجع السابق، ص:65.

(3)- المرجع السابق، ص: [40-43].

(4)- عبد الستار أبو غدة، ضوابط تطوير المشتقات المالية في العمل المالي: العربون- السلم- تداول الديون، مرجع سابق، ص: [4-6].

الفصل الأول: من مخرجه للهندسة المالية من المنظور المصرفي والتقليدي والإسلامي

تأجيل أجزائها وهذا التأجيل للمبيع يقتضيه عنصر التصنيع وهو غرض مقصود للمشتري، فليس تأجيل تسلمه للمبيع - وهو معين - بل بسبب أنه موصوف في الذمة؛

3- بدائل أخرى مقترحة لكل من العقود الأهم والعقود المستقبلية: من بين صكوك المضاربة وشهادات الودائع الاستثمارية.

- أ. صكوك المضاربة: مالك هذا النوع من الصكوك ليس له الحق في أية فوائد، ولكن له الحق في الحصول على نسبة محددة من الأرباح الصافية للمشروع في نهاية كل سنة مالية؛
- ب. شهادات الودائع الاستثمارية أو شهادات الودائع المركزية: يقوم المصرف المركزي بإيداع ودائع لدى المصارف الإسلامية تعمل على استثمارها في القطاع الإنتاجي بصيغة المضاربة؛
- ج. صكوك الإجارة.

ثانياً: البدائل الشرعية لعقود الخيارات:

1- البيع مع خيار الشرط: يعطي خيار الشرط للمتعاقدين أو لأحدهما حق الاختيار بين الإمضاء والفسخ،⁽¹⁾ ويمكن استخدام خيار الشرط في عمليات البيع كبديل عن عقود خيار الشراء وخيار البيع رغم الاختلاف القائم بينها، فخيار الشرط لا مقابل له، في حين أن خيار الشراء أو خيار البيع فبمقابل علاوة، إضافة إلى ذلك يقوم خيار الشرط على أساس أصل حقيقي مملوك وهذا ما لا يتوافر إلا نادراً في عقود الخيارات.

إضافة إلى ما سبق، هناك بدائل أخرى لعقود الخيارات من بينها⁽²⁾:

أ- إجراء العقود بخيار الشرط (مع تحقق الشروط المطلوبة من وجود العقود عليه ونحوه) ولا مانع من تحديد مدة خيار الشرط حسب العرف؛

ب- عقد الجعالة؛

ج- عقد الإستصناع يحل مشكلة وجود العقود عليه وجهالة العمل فيمكن أن ترتب عقود وشهادات خاصة بالإستصناع في المستقبل؛

د- يحل كل من عقد السلم وبيع الأجل بالتقسيط مشكلة عدم وجود المسلم فيه في العقد الأول وتأجيله المشروط وعدم وجود الثمن وتأجيله في العقد الثاني؛

2- بيع العربوك: بيع العربون من التكييفات المقدمة لخيار الشراء، وحتى يكون بديلاً شرعياً عن عقود الخيارات يجب توفر بعض الشروط فيه والمتمثلة فيما يلي⁽³⁾:

أ. أن يكون محل العقد الأصل ذاته: أي أن يقع العقد بين الطرفين على شراء الأصل ذاته لا على الحق في شراء الأصل، ويدفع المشتري (حامل الاختيار) للبائع (محرر الاختيار) عربوناً من الثمن المسمى في العقد، ويكون للمشتري

(1) - راجع: محمد سليمان الأشقر، محمد عثمان شبير، ماجد محمد أبو رخية، عمر سليمان الأشقر، بحوث فقهية في قضايا اقتصادية معاصرة، الأردن، دار النفائس للنشر والتوزيع، م2، 1998، ص: 547.

(2) - عبد الحميد محمود البلي، المشتقات المالية في الممارسة العملية وفي الرؤية الشرعية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، 1999، ص: 42.

(3) - محمد يونس البيرقدار، نحو تطوير عقود اختيارات في ضوء مقررات الشريعة الإسلامية، مداخلة في: المؤتمر الثامن للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، 18-19 ماي 2009، ص: [18-25].

الخيار في إمضاء البيع أو فسخه خلال مدة محددة تنتهي في تاريخ الاستحقاق، فإن أمضى البيع فالعربون جزء من الثمن، وإن فسخه فالعربون حق للبائع؛

ب. أن يكون الأصل مما يقبل في بيعه الخيار: وعليه لا تجوز عقود الاختيارات في الذهب أو الفضة أو العملات، لأن عقد البيع فيها لا يكون إلا باتا وبشرط التقابض، فلا يدخله الخيار ولا يجري فيه العربون باتفاق أهل العلم؛
ج. أن يكون محل العقد قابلا لحكم العقد شرعا: أي أن يكون الأصل متقوما شرعا وجائز التداول، ولهذا لا تصح عقود الاختيارات على السلع المحرمة ولا عقود الاختيارات على الأوراق المالية المحرمة كالسندات أو الأسهم غير المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية؛

د. أن تكون مدة الخيار متصلة بالعقد: من المتعارف عليه أن مدة الخيار يجب أن تكون متصلة بالعقد، أي أن يكون الحق في الفسخ أو الإمضاء حالا بمجرد إبرام العقد ويستمر طوال مدة الخيار، وهذا يعني أن نوع الخيارات الممكن العمل به هو الخيارات الأمريكية دون الخيارات الأوروبية، ذلك أن هذه الأخيرة لا يمكن تنفيذ العقد فيها إلا بانتهاء مدة الخيار؛

ثالثا: البراءة الشرعية لعقود المبادلات: لم يتم وضع تكييفات فقهية لعقود المبادلات وذلك لاحتوائها للمخالفات الشرعية كالربا

والغرر الفاحش، لذا لم يتم تصنيفها تحت أي عقد من عقود الشريعة الإسلامية، إلا أن هناك بعض الأساليب التي يمكن أن تحقق أغراض المبادلات دون أن تتضمن نفس المخالفات الشرعية التي تكتنفها، ومن بين هذه البدائل ما يعرف بالمقايضة المؤقتة.

1- تعرف المقايضة المؤقتة على أنها "اتفاق بين متعاقدين أو أكثر على مبادلة مجموعة من الأصول أو التدفقات النقدية لفترة زمنية قادمة، تتم هذه العقود في الأسواق غير المنظمة ولا يتم تداولها في الأسواق المنظمة، ويقوم السماسرة بمهمة البحث ومطابقة طلبات المقايضة، وفي حال عدم تطابق طلبات المشترين والبائعين يقوم السماسر بدور البائع للمشتري وبدور المشتري للبائع؛"
2- أنواعها: هناك نوعان من المقايضات المؤقتة وهي (1):

أ- مقايضة العملات الأجنبية: تبرم هذه العقود في حالة ما إذا كان أحد أطراف العقد جهة أجنبية تتعامل بعملة مغايرة، فتتم مقايضة العملات لفترة محددة، فهذه العقود تحقق حاجة الطرفين الحقيقية إلى مبالغ بعملات أجنبية وتحمي من مخاطرة تقلب أسعار العملات؛ أما فيما يخص مشروعيتها فقد تم مناقشة هذا الموضوع، والنتيجة المتوصل إليها كانت "جواز تبادل العملات الأجنبية في وقت محدد في المستقبل وبسعر صرف ثابت متفق عليه، لكن مع الأخذ بعدم إلزامية الوعد؛"

ب- مقايضة العوائد: يتم هذا الاتفاق بين طرف لديه أصول ذات عوائد ثابتة وبين طرف لديه أصول ذات عوائد متغيرة، ويقضي الاتفاق بمبادلة العوائد لفترة محددة (2).

رابعا: المنقار المالية الإسلامية وإدارة المخاطر: يجب أن يتم تقييم وقياس وتسعير المخاطر في مختلف صيغ وأدوات

التمويل ذات المخاطر المرتفعة، كالمضاربة والأدوات المبنية على هذه الصيغة كسندات القراض وشهادات المضاربة، وصيغة المشاركة والأدوات المبنية عليها كالمشاركة والمشاركة المنتهية بالتمليك والمشاركة المتناقصة، والإجارة والأدوات المبنية عليها كشهادات الإجارة التشغيلية والإجارة المنتهية بالتمليك، وصيغة السلم وصيغة الاستصناع.

(1) - عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، مشتقات إسلامية لإدارة المخاطر التجارية، بحث في مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، 11م، 1999، ص: 84-86.

(2) - المرجع السابق، ص: 86.

- 1- لقد أصبح من الضروري تطوير مشتقات ومنتجات مالية متفقة مع الضوابط الشرعية يمكن استخدامها للتحوط، وذلك عبر خطوات تبدأ بدراسة العقود التقليدية المستخدمة في التحوط كالعقود الآجلة والمستقبليات والخيارات والمقايضات، ثم وضع بدائل إسلامية لها مبنية على العقود المسماة كعقد السلم وخيارات الرضا أو استحداث عقود جديدة لتحقيق غرض التحوط وإدارة المخاطر؛
- 2- تأتي بعد ذلك خطوة مهمة وهي وضع التنظيمات والترتيبات اللازمة لتحقيق الضوابط الإسلامية في المعاملات، بالإضافة إلى نماذج رياضية ديناميكية لتقييم وتسعير تلك المنتجات، وأخيراً الاستعانة بمختصين في المشتقات المالية ومؤسسات مالية متخصصة كوكالات التصنيف الائتماني في وضع أسس تقييم وتسعير هذه المنتجات⁽¹⁾؛
- 3- لا تزال صيغ التمويل المضمون منخفض المخاطر كالمراجحة والتأجير التمويلي تهيمن على 90% من غالبية أصول المؤسسات الإسلامية، في حين بقي استخدام سندات القراض أو صكوك المشاركة أو شهادات التأجير أو الأدوات الأخرى المبنية على المشاركة في المخاطر محدوداً وهامشياً؛
- 4- أدى عدم وجود مشتقات مالية إسلامية إلى انسحاب المؤسسات المالية الإسلامية من المعاملات المالية ذات المخاطر العالية، مما قلل من دورها وغياها عن منافسة المؤسسات المالية التقليدية، ونتيجة لهذا قررت بعض المؤسسات المالية الإسلامية اللجوء لاستخدام بعض المشتقات التقليدية للتحوط؛
- 5- للإشارة فقد أدخلت السوق المالية الماليزية العديد من أدوات التحوط المالية الإسلامية كعقود المبادلات الإسلامية لمعدل الربح (Islamic profit rate swap)، عقود المبادلات الإسلامية عبر العملات (Islamic cross-currency swap)، الاتفاقيات الإسلامية للمعدلات الآجلة (Islamic forward rate agreement)، بالإضافة إلى برنامج مارجحة السلع (CMP)^(*) ومع الاستخدام الواسع له سوف يؤدي إلى اتساع وعمق السوق النقدية الإسلامية⁽²⁾؛
- 6- تعد عقود التحوط عقوداً فاسدة في استخداماتها إذا أراد البعض التحوط بها لما لا يجوز التحوط منه، بينما أرادها الأكثرية أدوات للمضاربة والمقامرة ليس غير؛ كما أن المستثمر له أن يتحوط بتنوع أصوله والمواءمة بين تدفقات حقوقه المالية والتزاماته، لأن الاستثمار الإسلامي يتميز ببعده عن المدائبات باللجوء للمشاركة وتوسع قاعدة المخاطرة وهو ما يقلل من حدة المخاطر التي تصيب المؤسسات المالية؛
- 7- لا بد أن تخرج الهندسة المالية الإسلامية من مدار الهندسة المالية التقليدية، لأن النظام الإسلامي يتميز بتوسيع قاعدة المخاطرة بإشراك الممول مع المستثمر في المغامر والمغرم، كما أنه نظام قائم على المشاركة في المخاطر. نجحت الهندسة المالية الإسلامية الصحيحة في إنتاج كم كبير من الأدوات والحلول المشروعة، ومن بين أدوات تصلح للتحوط ومواجهة المخاطر كقبول مبدأ تسهيم رأس المال وتحويل جهة الالتزام ومكان إبرائه بواسطة حوالات أو كمبيالات، لأن الدين علاقة مالية وليست

(1)- سامي السويلم، غياب المشتقات الشرعية يعطل نمو المؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص:8

(*)- Commodity Murabaha Programme.

(2)-Mohd. Akbar Ali Khan, Gulam Muntaqua and Mohad. Abdul Samad, **Shariah's Drive Against Derivatives**, Islamic Capital Markets Products Regulation & Development, Islamic Research Training Institute, IDB, Saudi Arabia, 2008, p:210.

شخصية، وعرفت الهندسة المالية المعاصرة صناديق الاستثمار والصكوك الاستثمارية، ومشروعيتها تقيد بالأبعاد العقدية التي تحكم أطرافها أولاً وبطبيعة نشاطها ثانياً وبمآلات التعامل بها ثالثاً، ويُمكن وجودها المستثمر من خفض المخاطر بتبني محفظة أصوله⁽¹⁾؛

نظامها: تؤدي هياكل الوعد دوراً مهماً في تطور صناعة الخدمات المالية الإسلامية، وقد انتقدتها كثير من المراقبين في الصناعة لأنها أدخلت معها عدداً من الحلول المالية الغربية (غير المرغوبة) إلى صناعة المصرفية الإسلامية والتمويل الإسلامي. مع ذلك فقد أثبتت أنها أداة فاعلة في هيكل المنتجات المالية الإسلامية المبتكرة.

1- تعريف الوعد:

أ- **الوعد لغة:** يستعمل الوعد في لفظي الخير والشر، قال الفراء وَعَدْتُهُ خيراً وَوَعَدْتُهُ شراً... فإذا اسقطوا في الخير "الوعد والعدة"، وفي الشر "الإبعاد والوعيد". جاء في لسان العرب الوعد من وَعَدَ يَعِدُ من باب ضَرَبَ يَضْرِبُ، عدة ووعداً وموعداً يقال واعدت فلان إذا وعدك ووعدت زيدا إذا كان الوعد منك خاصة⁽²⁾؛

ب- **الوعد اصطلاحاً:** ما يطلبه الطالب فيعده صاحبه بإنفاذ ما يطلب، ويعرف الوعد أيضاً: "إخبار الشخص عن إنشاء المخبر معروفاً في المستقبل"، أو هو "ما يفرضه الشخص على نفسه لغيره بالإضافة إلى المستقبل لا على سبيل الالتزام بالمال"؛

2- دور الوعد في هيكل المشتقات المالية الإسلامية: هيكل الوعد كما هو معروف في الشريعة الإسلامية هو "تعهد من طرف واحد (الواعد) للقيام بأمر ما (مثل شراء أو بيع أحد الموجودات) لصالح شخص آخر (الموعد) مقابل رسم معلوم خلال (أو عند) فترة معينة من الزمن".

أ- تعتبر الوعود في الشريعة الإسلامية هياكل شبيهة بالعقود، وتكون ملزمة لطرف واحد فقط في الترتيب التعاقدية، وهو الواعد، هذه السمة المثيرة للاهتمام في الوعود تجعلها اتفاقية ممتازة يمكن أن تقوم عليها هيكل الخيارات الإسلامية والأنواع الأخرى من عقود المشتقات.

والواقع أن هذه السمة بالذات في الوعود هي التي استخدمتها عدد من المصارف الاستثمارية الغربية التي طرحت نطاقاً جديداً من المنتجات المُهيكلّة الإسلامية. هذا الجانب من الوعود يمكن استخدامه كذلك لهيكل العقود الآجلة الإسلامي⁽³⁾.

ب- للإشارة، فإن الوعود الأحادية (من جانب واحد) لها أهمية كبيرة في هيكل المنتجات المذكورة آنفاً، أما الوعود الثنائية التي يتبادلها طرفان اثنان تعد ملزمة لهما، وبالتالي فإنها بمثابة عقد لا يعطي خيارات سواء للموعد أو الواعد، لكن حين يتم إدخال تغييرات طفيفة في عوامل الاتفاقية، فإن ذلك يساعد على إنشاء وعود أحادية يمكن استخدامها في الهياكل المنسجمة مع الحوافز في منتجات الخيارات والعقود الآجلة والمشتقات.

على الرغم من أن الوعود الثنائية جائزة شرعاً، إلا أنها لا تعد ملزمة في معظم التعاملات المشتتة إما على تأخير دفع السعر وإما تأجيل تسليم البند الذي هو موضوع البيع⁽⁴⁾؛

(1) - سامي السويلم، غياب المشتقات الشرعية يعطل نمو المؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص: 8.
(2) - حمد بن عبد الرحمن الجنيد، إيهاب حسين أبو دية، الاستثمار والتمويل في الاقتصاد الإسلامي، دار جرير للنشر والتوزيع، الأردن، الجزء الأول، 2009، ص: 110.
(3) - همامون دار، الوعود أداة فاعلة في هيكل المنتجات المالية الإسلامية، مجلة المصرفية الإسلامية، 2010/03/1، العدد 11، ص: 56.
(4) - المرجع نفسه.

ج- يمكن الاستفادة من وعدين أحاديين والوعود الملزمة باتجاه واحد في هيكلية بعض المنتجات المالية الإسلامية المتطورة، حيث طورت بعض المصارف عددا من الهياكل المتفككة مع الأحكام الشرعية كعقود التأمين المتبادل والخيارات ومنتجات مشابهة على أساس الوعود الأحادية.

يمكن أن تؤدي دورا أكبر من ذلك في تطوير عدد من المنتجات المالية كالمشتقات المرتبطة بالصناديق، كما أن لها قيمة اقتصادية في حالة واحدة فقط وهي حين تكون ملزمة، وهنا فإن الطرف المتراجع عن الوعد سيكون مطالبا بأن يدفع غرامة تعادل الخسارة النقدية الفعلية التي يتحملها الموعود؛

د- لا يمكن بيع الوعود "العائمة" مقابل مبلغ من المال كما هي الحال في الخيارات التقليدية، التي بموجبها يدفع مشتري الخيار (الموعود) مبلغا معينا مقابل حق الشراء أو البيع في المستقبل، وعلى الرغم من أن بعض الفقهاء المعاصرين يرون أن الوعود العائمة يمكن بيعها مقابل سعر معين؛

هـ- هناك العديد من الخيارات في حالة هيكلية عقود آجلة إسلامية، وعد أحادي مع تبادل فوري ووعد مزدوج (وعدان) مع تبادل فوري ووعد ثنائي ولكن مع تغير الوعد، وقروض متوازنة ثنائية مع آلية لتسوية الدين، بالإضافة إلى استخدام الوعد في هيكلية "عقود مبادلة إسلامية" لمعدل الربح والتي تعرف في المالية التقليدية "بعقود مبادلة معدلات الفائدة"، الخيار الأول هو عقود مبادلة إسلامية لمعدل الربح تضم سلعة مارجحة وكالة ووعد، أما الخيار الثاني فهو عقود مبادلة إسلامية لمعدل الربح مع سلعة مارجحة واحدة، أما في هيكلية خيارات إسلامية، فهناك وعد يُضم مع سلعة مارجحة والخيار الثاني هو بيع العربون⁽¹⁾؛

و- الفرق بين الوعد والمواعدة: تكون المواعدة من الطرفين، وعليه فلا يكون هناك خيار لأي واحد من الطرفين وبذلك تكون هذه المواعدة عقدا لا وعدا، حيث تجاوزت مرحلة الوعد - الذي يكون فيه خيار لأحد الطرفين - إلى كونها عقدا مستقبليا ملزما للطرفين بلا خيار على الإطلاق؛ بخلاف الوعد الذي يكون مقدما من طرف واحد ويبقى الطرف الثاني بالخيار⁽²⁾.

يوضح الجدول الموالي، مقارنة بين خيارات البيع التقليدية والإسلامية.

(1)- عبد الستار أبو غدة، ضوابط تطوير المشتقات المالية في العمل المالي: العربون- السلم- تداول الديون، مرجع سابق، ص: 6.
(2)- بشر محمد موفق لطف، الوعد الملزم كآلية لإدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، بحوث وأوراق عمل الندوة الدولية حول الخدمات المالية وإدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، المنعقدة خلال الفترة 18- 20 أبريل 2010، جامعة فرحات عباس - سطيف- كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، ص: 418.

المجدول رقم (2-1): مقارنة بين خيار البيع التقليدي والإسلامي

الفائز/الخاسر		ملكية الأسهم		الرسم الإضافي	
إذا لم تتم ممارسة الخيار	إذا تمت ممارسة الخيار	إذا لم تتم ممارسة الخيار	إذا تمت ممارسة الخيار		
يكتسب حامل خيار البيع الفرق بين سعر الممارسة (الموعدود) وبين سعر المراجعة، بائع البيع يتلقى فقط سعر المراجعة	يكتسب حامل خيار البيع الفرق بين سعر الممارسة (الموعدود) وبين سعر المراجعة، بائع خيار البيع يخسر مبلغا مكافئا	ينتهي المطاف بالسهم لدى حامل خيار البيع	يعود السهم إلى بائع المراجعة (بائع خيار البيع الإسلامي)	لا يوجد رسم إضافي مستقل، وإنما يكون جزءاً من سعر المراجعة يدفع في النهاية	خيار البيع الإسلامي
حامل خيار البيع يخسر المبلغ الإضافي، يكتسب البائع المبلغ المكافئ	يكتسب حامل خيار البيع الفرق بين سعر السوق وبين سعر الممارسة ناقصا الرسم الإضافي، بائع خيار البيع يخسر مبلغا مكافئا	يظل السهم مع بائع خيار البيع، الذي يتلقى رسما إضافيا مقدما	ينتهي المطاف بالسهم لدى حامل خيار البيع	رسم إضافي مستقل، يدفع مقدما.	خيار البيع التقليدي

المصدر: همايون دار، الوعود أداة فاعلة في هيكلية المنتجات المالية الإسلامية، مجلة المصرفية الإسلامية، 2010/03/1، العدد 11، ص: 58.

الفرع الخامس: دور السوق المالية الإسلامية في تطوير المشتقات المالية الإسلامية

حرصا على سلامة عقود المشتقات من المخالفات الشرعية، لا بد من قيام مؤسسة مالية إسلامية خاصة بهذه العقود وتقوم بالأدوار التالية⁽¹⁾:

أولاً تقوم هذه المؤسسة بدور تأمين وضممان للمتعاملين، بالنسبة لمالك الأسهم الذي يشتري خيار البيع ويدفع العمولة فإنه يُؤمن أسهمه من انخفاض أسعارها، أما طالب خيار شراء للأسهم فإنه أشبه ببائع العربون وهذه أغراض مشروعة يمكن لهذه السوق أن تقوم بها وتؤمن للطرفين، ولكن ضمن ضوابط محددة؛

(1) - صافية أحمد أبو بكر، الصكوك الإسلامية، ورقة مقدمة في إطار مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دبي، يونيو 2009، ص: 34-35. - بتصرف.

ثانياً: ضمان سلامة تنفيذ العقود المستقبلية من خلال قيامها بدور الوسيط بين الباعين والمشتريين لعقود السلم والإستصناع التي هي أقرب ما تكون للعقود المستقبلية، وهي بذلك تخدم فئة التجار والمستثمرين الذين يطلبون شراء السلع المؤجلة بالاسترخاص من خلال عقد السلم أو يطلبون سلعا مصنعة من خلال عقد الإستصناع، كما تخدم فئة المزارعين والتجار أو الصناع وذلك بضمان تأمين محاصيلهم أو مصنوعاتهم أو بضائعهم بأسعار معقولة؛

ثالثاً: تقوم هذه السوق بإصدار عقود الخيارات وتنظيمها على شكل عقود مُنمّطة؛

رابعاً: تقوم بدور غرفة المقاصة في أسواق الأوراق المالية للعقود المعاصرة؛

خامساً: تقوم بإصدار عقود مستقبلية منمّطة تمثل عددا من السلع الهامة والأساسية؛

سادساً: تتلقى طلبات الشراء وتقوم ببيع عقود الخيارات والعقود المستقبلية، كما تقوم بمقابلة هذه الطلبات مع بعضها أو تقوم بنفسها بتنفيذ الشراء أو البيع؛

سابعاً: تقوم بتقديم استشارات فنية للمستثمرين؛

ثامناً: تمثل ملتقى للبائعين والمشتريين للخيارات والعقود المستقبلية، بحيث يسهل الاتصال والتفاوض بما يؤدي إلى تحديد عادل للأسعار؛

تاسعاً: تعتبر هذه السوق بمثابة شركة تأمين إسلامية للأوراق المالية والخيارات والعقود المستقبلية، وذلك في إطار الضوابط الشرعية التي تحكم عقود السلم والإستصناع.

خلاصة الفصل

- ❖ تعد الهندسة المالية عملية تطويرية انطلاقاً من الدور الذي تؤديه في تنشيط الأسواق المالية العالمية، فضلاً عن الأثر الذي أحدثته في التفكير الإستراتيجي للمؤسسات المالية والمصرفية وظهور الأسواق المالية الناشئة والمراكز المالية العالمية؛
- ❖ هناك العديد من العوامل التي ساعدت على ظهور وتطور مفهوم الهندسة المالية، كازدياد حدة المنافسة بين مختلف المؤسسات المالية والتغيرات التنظيمية والتقدم التكنولوجي وغيرها؛
- ❖ تكتسي الهندسة المالية أهمية كبيرة بالنسبة للمصارف الإسلامية بالنظر لضعف التوازن بين مواردها واستخداماتها في كثير من الحالات ولأنها تتعامل بالعديد من العقود الدقيقة في إجراءاتها، كما تعمل أيضاً في ظل نظام مصرفي غير ملائم لطبيعتها وهو مل يجعلها أشد حاجة للهندسة المالية التي تمكنها من إدارة سيولتها بصورة مُربحة؛
- ❖ يعد الدافع الأساسي وراء التوسع السريع في الصناعة المالية الإسلامية هو تنامي الطلب على الخدمات والمنتجات المالية الملتزمة بمبادئ الشريعة الإسلامية، حيث أفرز أدوات مالية إسلامية أكثر تطوراً وتعقيداً وتنطوي في الوقت ذاته على مخاطر من شأنها طرح المزيد من التحديات؛
- ❖ إن العمل المستمر على استحداث منتجات جديدة، بدءاً من صناديق التحوط المتوافقة مع الشريعة الإسلامية والمعتمدة على هيكلتي العربون وبيع السلم وانتهاءً بالصناديق الاستثمارية المتداولة وصناديق الوقف الاستثماري العقاري؛ يضاف إلى ذلك وجود اهتمام متزايد بتقديم الخدمات المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة على مستوى التمويل المصرفي عن طريق استحداث عقود إسلامية جديدة؛
- ❖ ضرورة تطوير المنتجات والخدمات وذلك عن طريق الالتزام بالإطار الرقابي والمعايير المصرفية الدولية؛
- ❖ العمل على استخدام أدوات إسلامية مناسبة للتحوط خاصة تلك القائمة على المعاوضة، ومن ثم يمكن لهذه الأدوات أن تحقق مصلحة تبادل المخاطر وتفادي السلبات الموجودة في المشتقات التقليدية.

الفصل الثاني

عمليات التوريق من المنظور
المصرفي التقليدي

شهد نمط التمويل الدولي عدة تحولات منذ بداية عقد السبعينيات من القرن الماضي، فحتى أواخر الستينيات منه كان النمط السائد للتمويل هو المساعدات الإنمائية الرسمية والاستثمارات المباشرة، وخلال الفترة الممتدة ما بين بداية السبعينيات وتفجر أزمة المديونية الخارجية العالمية بسنة 1982؛ تحول نمط التمويل ليرتكز بصفة رئيسية على القروض المُجمعة للمصارف التجارية. ثم جاءت الفترة التي تفجرت فيها أزمة المديونية والتي استمرت حتى أواخر الثمانينيات من القرن الماضي، حيث حصل انكماش ملحوظا في الإقراض وحتى في المساعدات الخارجية، فيما برزت إلى الساحة أهمية الاستثمارات المباشرة. أما خلال فترة التسعينيات ومع ما حملته من تطورات في أسواق رأس المال الدولية وفي النمط التمويلي، حيث تعاضم دور الأوراق المالية كمصدر رئيسي للتمويل الدولي وشاع استخدام الأوراق المُستندة للموجودات، وبدأت المصارف تحول قروضها إلى أوراق مالية وبدأت بذلك صناعة التوريق بالتطور بشكل مُتسارع حتى باتت اليوم إحدى الركائز الأساسية التي تقوم عليها الصناعة المصرفية الحديثة. يعد التوريق أحد أدوات الهندسة المالية، وتتطلب عملياته تحديد وتجميع القروض المُراد توريقها وتقييم المخاطر التي تتضمنها وتوظيف الأوراق المالية الناتجة عنها والموجهة للمستثمرين، كما يعد أيضا أحد مكونات التحول المالي منذ أكثر من ثلاثين سنة بالدول المتقدمة وحديثا بباقي الدول وهذا على غرار بقية المكونات (اللانظامية واللاوساطة المالية... الخ). سيتم التطرق من خلال هذا الفصل للمباحث التالية:

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول عمليات التوريق التقليدي

المبحث الثاني: المندخلون في عمليات التوريق التقليدي وهياكل الإصدار

المبحث الثالث: العوامل المؤثرة في عمليات التوريق التقليدي

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول عمليات التوريق التقليدي

شهدت الأسواق المالية موجة من الإبداعات المالية تعتبر ثورة حقيقية في الصناعة المالية، وأصبح من الصعب وصف أي أداة بأنها الأحدث، فكل مرة تظهر أداة جديدة في مجال الهندسة المالية وبدت القروض المصرفية وكأنها قروضا معبرية مؤقتة، لكي تتحول من صيغة القرض المصرفي إلى صيغة الأوراق المالية.

المطلب الأول: تعريف التوريق وتطوره التاريخي

وردت عدة تعاريف لعمليات التوريق، وارتبط ظهورها وتطورها بقروض الرهن العقاري بالولايات المتحدة الأمريكية منذ سنة 1970 والتي تعد كمرجعية في هذا المجال، وقد عرف هذا النوع من العمليات نجاحا كبيرا حيث تطبق هذه الآلية اليوم في العديد من دول العالم^(*).

الفرع الأول: تعريف التوريق وأركانه

اتخذ التوجه المصرفي لتوريق العمليات المالية وبالذات القروض المصرفية شكل الظاهرة، نظرا لتزايد أعداد وأنواع المؤسسات المالية والمصرفية الناشطة في مجال صيرفة الاستثمار والصيرفة الشاملة؛ وبالموازاة مع ذلك فقد تطورت سوق عالمية جديدة لإصدارات الأسهم بسرعة كبيرة منذ حقبة التسعينيات من القرن الماضي مما أدى إلى ظهور ما يسمى الأسواق المالية الناشئة.

أولاً: تعريف التوريق:

1- لغويا:

- أ- التوريق من الناحية اللغوية الأجنبية مشتق من الكلمة الفرنسية (titrisation) والمشتقة بدورها من الكلمة الإنجليزية (Securitization) المتأتية من (Securities) والتي تعني قيماً منقولةً (titres)^(**)؛
- ب- أما التوريق في أصل اللغة العربية معناه الحصول على الورق إما بظهوره وإما بأخذه من محله، وبالتالي فهو مشتق من الورق الذي يكتب عليه، فالتوريق مصدر ورَقَ تَوْرِقاً وشجرة ورَقَة وورقة كثيرة الأوراق، ومنه الورق وهو شيء من جلد رقيق يكتب عليه ومنه أيضا المستندات الورقية، وأورقَ الرجل إذا صار ذا ورَق وذلك كناية عن كثرة النقود في يده، ومن المعلوم أن الدائن يصير بالتوريق ذا نقود سائلة⁽¹⁾؛
- 2- اصطلاحاً: يعرف بأنه:

(*)- بدأ هذا النشاط في البروز والتزايد مع بداية سنوات الثمانينيات من القرن الماضي وبصفة خاصة مع نهاية عام 1982 بعد تفجر أزمة المديونية العالمية في الدول النامية وطبقاً لخطة "برادي" في ذلك الحين والتي اقترح فيها تحويل مديونية الدول إلى سندات بدءاً بالمكسيك التي قامت بسداد الجزء الأكبر من ديونها عبر سندات ضمنيتها الخزانة الأمريكية.

(**) - هناك عدة تسميات للتوريق كالتسنييد والتصكيك والتسهيم.

(1) - فتحية إسماعيل محمد مشعل، التوريق وعلاقته بالآزمة المالية العالمية الراهنة - رؤية فقهية معالجة، ورقة بحثية مقدمة في إطار المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر لكلية الحقوق - جامعة المنصورة - الجوانب القانونية والاقتصادية للآزمة المالية العالمية، 1-2 أبريل 2009، ص:4.

أ. "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⁾؛
ب. " مجموعة جزئية من التمويل المُهيكل^(*)، وهو ببساطة عبارة عن خلق وإصدار أوراق مالية مضمونة عن طريق محفظة قروض أو سندات أو تدفقات مستقبلية"⁽²⁾؛
ج. "تحويل القروض وأدوات الديون غير السائلة إلى أوراق مالية سائلة قابلة للتداول في الأسواق المالية، 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⁾؛
د. "أداة مالية مستحدثة تفيد قيام مؤسسة مالية بتعبئة مجموعة من الديون المتجانسة والمضمونة كأصول، ووضعها في صورة دين واحد معزز ائتمانيا ثم عرضه على الجمهور من خلال منشأة متخصصة للاكتتاب في شكل أوراق مالية تقليلا للمخاطر وضمانا للتدفق المستمر للسيولة النقدية للمصرف"⁽⁴⁾؛

يستنتج من خلال التعاريف السابقة، أن التوريق عبارة عن "تحويل الديون المصرفية إلى أوراق مالية قابلة للتداول على مستوى السوق المالية، وهي إحدى تقنيات الهندسة المالية التي تكتسي أهمية كبيرة، فهو عملية مالية موجهة إما لأغراض التمويل أو لتحويل المخاطر، كما أنه تقنية مالية والتي عن طريقها تتنازل مؤسسة إقراض والتي تدعى متنازل أو منشئ عن ديون أو حقوق في الغالب غير سائلة والناجحة عن القروض الممنوحة لهيئة توظيف جماعي في الديون والتي تم إنشاؤها لهذا الغرض وتصدر في المقابل أوراقا مالية قابلة للتداول"⁽⁵⁾؛

3- هناك تشابها بين مفهوم التوريق مع ما يسمى في القانون "حوالة الحق"⁽⁶⁾، التوريق أداة مالية لها صفة قانونية وتمويلية تقوم على أساس تجميع مجموعة متجانسة من الديون من حيث الاستحقاق والضمان كأصول وتحويلها إلى دين جديد بصيغة أوراق مالية مُعززة ائتمانيا بغرض تقليل المخاطر وضمان التدفق المستمر للسيولة المصرفية⁽⁷⁾؛
4- يمكن أن يتزامن هذا التحويل للأصول غير السائلة إلى أوراق مالية قابلة للتداول مع إعادة هيكلة تمنح للأوراق المالية المعروضة في السوق خصائص مخالفة لتلك للأصول المستندة إليها فيما يتعلق بالتسديدات والقسيمة والمدة

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

(*)- **التمويل المُهيكل (التمويل المنظم)**: هو نوع من التمويل الذي يفترض أن تعتمد جودة ائتمان الدين فيه على ضمان مباشر من جهة ذات أهلية ائتمانية أو على جودة ائتمان الأصول الخاصة بالمدين، سواء بتعزيز ائتماني أو بدونه، وليس بالاعتماد على المقدره المالية للمدين نفسه. راجع: التمويل المنظم، مسرد مصطلحات عمليات التوريق، منشورات وكالة ستاندر أند بورز لخدمات التصنيف، بدون سنة نشر، ص:33.

(2)- Janet Tavakoli, **Collateralized Debt Obligations & Structured Finance, New developments in cash & synthetic securitization**, Wiley Finance, New York, 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.
(4)- محمد أكرم لال الدين، **النظام القانوني لإصدار الأوراق المالية -دراسة مقارنة بين الفقه الإسلامي وقانون التوريق المالي**، مجلة إسرا للمالية الإسلامية، العدد الثاني، يونيو 2011، ص:9.

(5)- Joseph Antoine, Marie-Claire CAPIAU-HUART, **dictionnaire des marchés financiers**, 2^{ème} édition, de Boeck, Bruxelles, 2008, p : 552.

(6)- ثمة تشابه بين مفهوم التوريق مع ما هو موجود في هيكل القانون الأردني بما يسمى "حوالة الحق" والتي تعرف بأنها: "نقل الدين من شخص إلى آخر في ظل توفر الضمانات".

(7)- محمود عابنة، مداخلة مقدمة في إطار ندوة متخصصة حول: **التوريق في إطار السعي لتطبيق تجربة التوريق إلى الأردن**، المصرف العقاري وجمعية البنوك، الأردن، 2008، ص:4.

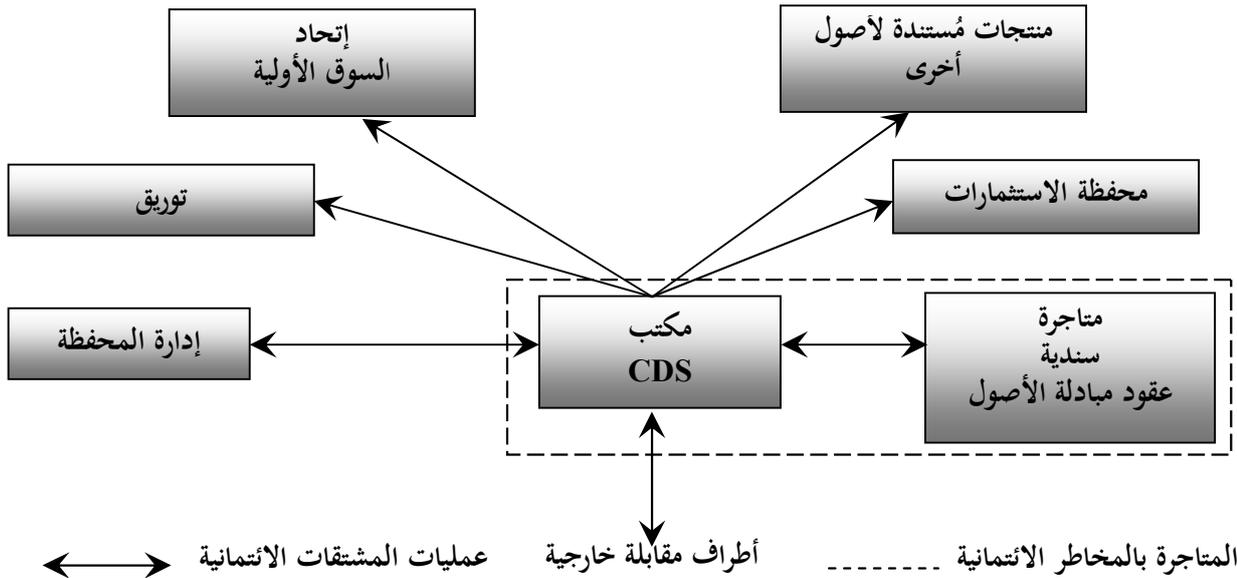
والحساسية لتقلبات معدلات الفائدة؛ كما يدخل التوريق في إطار النزعة نحو ما يعرف بالتوجه نحو الأسواق المالية (la marchéisation) وهي نزعة تتضمن عرض منتجات لا تتوفر على أسواق أولية أو ثانوية ولكنها قابلة للتداول على مستوى السوق المالية، وبالتالي يتم تحقيق تحويل كلي أو جزئي للمخاطر من مؤسسات مالية إلى أخرى⁽¹⁾؛

5- إن الأهمية المتنامية لمتابعة المخاطر وتقييم الأداء على أساس المردودية المعدلة للمخاطر لها آثار كبيرة على الأنشطة الأكثر استهلاكاً للأموال الخاصة كالنشاط الإقراضي، ولمواجهة هذه الرهانات ظهرت في إطار المصارف "فرق إدارة المحفظة" مهمتها تحليل وضبط المخاطر على مستوى إجمالي ميزانية المصارف، وهذا في ظل ظرف أخذت فيه إدارة رأس المال والمخاطر بعداً إستراتيجياً من أجل ربحية المؤسسات المصرفية.

لذلك ووعياً منها بمزايا عمليات التوريق والمشتقات الائتمانية اتجهت أغلب المصارف نحو إعادة تنظيم الإدارة الشاملة لمخاطر قروضها، حيث تتطلب قدرة التدخل على مستوى هذه الأسواق وضع تنظيم جديد على مستوى المصارف⁽²⁾، وهو ما يوضحه الشكل الموالي:

الشكل رقم (1-2): نموذج أعمال جبريد للمساهمة بالفروض المصرفية

مركزية (CDS) والمقاربة مع مكتب المتاجرة بالسندات



Source : Naji Freiha, Rami Feghali, **Le développement des dérivés de crédit se confirme**, Banque Magazine, N°648, Juin 2003, p : 59.

6- يمنح التوريق للمصارف أدوات تسمح لها بإدارة ميزانيتها وتكييف هيكلتها المالية مع أهدافها، لأنه يتم من خلال قيام المقرضين الأصليين في القروض المشتركة ذات المبالغ الكبيرة بتحويلها إلى أصول مالية سائلة، عن طريق بيعهم لخصصهم في القرض المعني في السوق الثانوية دون الرجوع إلى المقرض⁽³⁾، وفي هذا كله تحقيق عملي لمعنى التوريق أساساً

(1) - صلاح جودة، **توريق الديون علمياً وعملياً**، منشورات اتحاد المصارف العربية، 1995، ص: 42. -بتصرف-
 (2) -Naji Freiha, Rami Feghali, **Le développement des dérivés de crédit se confirme**, Banque Magazine, N°648, Juin 2003, p : 59.

(3) - حسين فتحي عثمان، **التوريق المصرفي للديون - الممارسة والإطار القانوني**، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، الإمارات العربية المتحدة، 6-8 مارس، 2006، ص: 6.

أساساً وهو تحويل الديون من المقرض الأساسي إلى مقرضين آخرين والذي يتم عادة عن طريق شركات ذات غرض خاص؛

7- يستوجب توريق الديون قيام المصرف المعني بطرح أوراق مالية مقابل مجموعة من الديون والمدرة للدخل كالديون بضمائم رهونات على اختلاف أنواعها (عقارات وسيارات وآلات ومصانع... الخ). وعند قيام المقرضين بسدادها مع فوائد، فإن حاملها هذه الأوراق يتمتعون بالتدفقات النقدية الناتجة عن السداد؛ وهكذا يتم تحويل القروض المصرفية إلى أوراق مالية قابلة للتداول، ويقوم المصرف المعني من جانبه باسترداد الأموال الناتجة عن بيع هذه الأوراق بالأسواق المالية، بحيث يتم عادة استخدامها بمنح قروض جديدة وتوظيفات أخرى مشابهة، وهكذا يعمل التوريق على تحويل القروض من أصول غير سائلة إلى أصول سائلة⁽¹⁾؛

8- تعتمد فكرة نشاط التوريق على خلق أداة من أدوات السوق المالية في صورة ورقة مالية يسهل تسويقها، ومن ثم تعتبر الأوراق المالية المضمونة بأصول أداة اقتراض (سندات) وإحدى أنواع المشتقات المالية في آن واحد، أداة اقتراض لأنها توزع عائداً - قد يكون ثابتاً أو متغيراً - بصفة دورية، ونوعاً من المشتقات المالية لأنها مشتقة من أداة مالية مباشرة ألا وهي "مجموعة الأصول" التي تضمن الإصدار⁽²⁾؛

9- يُعد مفهوم "التحويل" محورياً في عمليات التوريق، كون أن الأصول المؤرقة تم تحويلها من قبل بادئ العملية إلى الهيئة ذات الغرض الخاص والذي يتوقع أن ينتج عنه آثاراً قانونية، حيث يتم عزل أصول الدرجة العالية عن الأصول ذات الدرجة المتدنية وذلك من خلال عمليات التحويل والمعرف بها من الناحية القانونية⁽³⁾.

ثانياً: (أركان) عملية التوريق: للتوريق خمسة أركان أساسية وهي⁽⁴⁾:

1- (الركن الأول): يتمثل في وجود علاقة مديونية قائمة بين مصرف مقرض ومدين مُقرض سواء أكان شخصاً معنوياً أو طبيعياً؛

2- (الركن الثاني): ويخص رغبة المصرف الدائن في التخلص من عبء سندات الدين الموجودة في جانب الأصول في ميزانيته وتحويلها إلى جهات أخرى خارجية.

وقد يجد المصرف صعوبة في تحصيل دينه لسبب أو لآخر مما يضطره لتكوين مخصص للقروض المشكوك في تحصيلها وهو ما يزيد من عبء تمويلها في ميزانيته ويقلل من سيولته ويخفض من أرباحه، وقد يكون المصرف في نفس الوقت بحاجة إلى سيولة تمكنه من التوسع في نشاطه التمويلي أو ببساطة تسديد بعض التزاماته المالية لذا يلجأ لتحويل بعض قروضه إلى أوراق مالية أي توريقها؛

3- (الركن الثالث): يتمثل في إصدار الطرف المُحال إليه الدين سندات جديدة قابلة للتداول في أسواق الأوراق المالية، والجهة المُحال إليها الدين عبارة عن مؤسسة متخصصة أو ذات غرض خاص (SPV)^(*) في شراء القروض المصرفية من

(1) - عدنان الهندي وآخرون، التوريق كأداة مالية حديثة، اتحاد المصارف العربية، 1995، ص: 39.

(2) - السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر ناشرون وموزعون، الأردن، 2010، ص: 153.

(3) - Steven L. Schwarcz, Bruce A. Markell and Lissa Lamkin Broome, Securitization, Structured Finance and Capital Markets, Lexis Nexis, San Francisco, 2004, p:19.

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

(*)-Special Purpose Vehicles / Special Purpose Entities (SPEs).

المصارف المنشئة لها لتحل محلها في الدائنية تجاه المدين الأصلي، وإذا لم تكن مثل هذه المؤسسة المتخصصة متاحة فإن المصرف ينشؤها خصيصاً لتوريق قروضه وتكون تابعة له ولكن ذات ميزانية مستقلة؛

4- **الركن الرابع:** تستند الأوراق المالية الجديدة لضمانات عينية أو مالية ذات تدفقات نقدية متوقعة، فمن غير المقبول قيام المؤسسة المتخصصة بإعادة إصدار الدين في صورة سندات وطرحها في السوق المالية دون تواجد غطاء يدعم هذه السندات والمتمثل في ضمانات كافية⁽¹⁾؛

5- **الركن الخامس:** ضرورة توفر الرغبة لدى المستثمر في شراء السندات التي تصدرها المؤسسة المتخصصة، بحيث يقوم بتحصيل العائد الذي تدره هذه السندات في مواعيد استحقاق هذه العوائد.
من البديهي، متى اختار المصرف طريق بيع ديونه المتعثرة أو ذات المخاطر العالية فإنه يقبل بيع قروضه بأسعار أقل تاركاً الفرصة أمام المؤسسة المتخصصة في الحلول محله مقابل هامش ربح معقول، والذي يتمثل في الفرق بين قيمة الدين الأصلي وقيمة شرائه من الدائن⁽²⁾.

ثالثاً: تركز عملية التوريق على ثلاثة عناصر رئيسية، وهي:

- 1- تجزئة رأس المال إلى حصص وأجزاء متماثلة لا تقبل القسمة تمثل الحد الأدنى للمشاركة؛
- 2- توثيق عائدة هذه القيم عن طريق إصدار وثائق نمطية (أسهم أو صكوك أو سندات) تثبت ملكية حائزها لما تمثله من حصص؛
- 3- توفير آلية لتداول هذه الوثائق من خلال أسواق الأوراق المالية.

الفرع الثاني: التطور التاريخي للتوريق

مفهوم التوريق ليس جديداً، إذ مارسه البعض من خلال تسديد الذمم المدينة والقروض وخصمها لدى القطاع المصرفي، كما أنه من المعروف في الماضي قيام البائع الذي سبق أن باع الموجودات على أساس اتفاقيات الإيجار والشراء اللاحق بخصم هذه الاتفاقيات بالجملة لدى مؤسسة مالية، وبهذا يتم تجميع الذمم المدينة وتحويلها للشركات المالية ذات الأغراض الخاصة مع ما يصاحب ذلك من حقوق على موجودات غير قابلة للتداول، وإنما مضمونة بالذمم المدينة.
تتمتع الجهة التي قامت بالتحويل بالقدرة على تحقيق الفارق الموجب والمتمثل بزيادة سعر الفائدة المدفوع على أوراق القروض عن مثيله المكتسب من المقترضين الأساسيين⁽³⁾.

أولاً: كانت أولى عمليات التوريق بالولايات المتحدة الأمريكية في بداية سنوات السبعينيات من القرن الماضي عندما قامت الوكالات الفدرالية الأمريكية (Freddie.Mac & Fannie.Mae & Ginnie.Mae) بتوريق محافظ ديون رهن عقاري مضمونة من قبل الحكومة الأمريكية والتي تم شراؤها من قبل هيئات الادخار الأمريكية.

(1) - مدحت صادق، مرجع سابق، ص: 244.

(2) - عبيد علي أحمد الحجازي، مرجع سابق، ص: 12.

(3) - خالد أمين عبد الله، الخلفية العلمية والعملية للتوريق، منشورات اتحاد المصارف العربية، لبنان، 1995، ص: 40.

الفصل الثاني:.....عمليات التوريق من المنظور المصرفي التقليدي

منذ منتصف سنوات السبعينيات من القرن الماضي اقتصر الأمر على توريق ديون الرهن العقاري والذي كان مُسهلاً عن طريق منح ضمانات الدولة على هذه المحافظ والتي سمحت بتوظيف هذه الأوراق المالية بالقرب من المستثمرين، حيث مثلت الديون العقارية حوالي 600 مليار دولار في منتصف سنوات الثمانينيات من القرن الماضي⁽¹⁾ وأصبحت عمليات التوريق ظاهرة لدرجة أنها وصفت بـ "جنون الثمانينيات"⁽²⁾؛

ثانياً: عرفت سوق الرهن العقاري في الولايات المتحدة تغيرات كبيرة سواء من خلال الأزمات التي شهدتها أو من خلال المؤسسات التي تم إنشاؤها من أجل تحقيق الاستقرار وتنظيم هذه السوق، لذا فهناك حلقة ربطت بين قروض الرهن العقاري ضعيفة السيولة وبين توريقها ودور المؤسسات الحكومية في دعم سوقها الثانوية؛

ثالثاً: كان تمويل السكن قبل أزمة الكساد العظيم بالولايات المتحدة الأمريكية مضموناً من قبل هيئات الادخار المختلفة، وظهرت هذه الأزمة بسبب السحب المكثف من قبل المودعين، كما ازدادت وتيرة التعثر عن التسديد على القروض العقارية بفعل ارتفاع معدلات الفائدة المطبقة عليها واستخدام الودائع القصيرة الأجل في تمويل قروض طويلة الأجل، وقد دفعت هذه الوضعية بالاحتياطي الفدرالي الأمريكي إلى الحد من أنشطة الإقراض التي لم تعد قادرة على جلب الودائع بسبب وضع سقف لمعدلات الفائدة أقل من المعدل السوقي⁽³⁾، كما تم إنشاء الهيئات التالية:

1- مصرف قرض السكن الفدرالي (FHLB)⁽⁴⁾ 1932: مهمته تحديد التنظيم المطبق على صناديق الادخار وهو يهدف إلى خلق سوق ثانوية للرهن العقاري؛

2- إدارة الإسكان الفدرالي (FHA)⁽⁵⁾ 1934: أنيط بها مسؤولية حماية المستثمرين في قروض الرهن العقاري وذلك بتقديم خدمة تأمينية ضد توقف المقترض عن السداد⁽⁶⁾، أما القروض ذاتها فتقدمها الشركات العقارية والمصارف المملوكة لمودعيها، أما المستثمرون في تلك القروض فكانت شركات التأمين التي تقوم بشرائها؛ وبهذا تم خلق سوق ثانوية جيدة لقروض الرهن العقاري بفضل الدور الحكومي في ضمانها والتأمين ضد توقف المقترض عن التسديد مما شجع المستثمرين المحتملين في تلك القروض، وهو ما جعلها مشاهجة للسندات وأصبح لها بذلك سوقاً ثانوية نشطة⁽⁷⁾؛

3- مؤسسة الرهن القومية الفدرالية (FNMA)⁽⁸⁾ 1938: ويطلق عليها (Fannie.Mae) وهي وكالة حكومية بإمكانها بإمكانها شراء قروض الرهن العقاري والاحتفاظ بها؛

(1)- Sylvie Matherat, Philippe Troussard, "**La titrisation et le système financier**", Revue d'économie financière, N° 59, Septembre, 2000, p : 4.

(2)- محمد ندا ندا ليدة، **الاستثمار العقاري ودوره في حدوث الأزمة المالية العالمية دراسة فقهيّة اقتصادية مقارنة**، مكتبة الوفاء القانونية، الإسكندرية، 2013، ص: 192.

(3)- Thierry Grannier, Corynne Jaffaux, **La Titrisation, Aspects juridique et financière**, Economica, Paris, 1997, p : 12.

(4)- Federal Home Loan Bank

(5)- Federal Housing Administration

(6)- منير إبراهيم هندي، **الفكر الحديث في إدارة المخاطر**، الجزء الأول، الإسكندرية، منشأة المعارف، 2003، ص: 410.

(7)- المرجع السابق، ص: 411.

(8)- Federal National Mortgage Association.

4- مرحلة الإصلاحات وميلاد التوريق 1968-1970: لغاية بداية سنوات السبعينيات كان هناك احتكار قلة لقروض الرهن العقاري، لذا أوكلت مهمة الحفاظ على استقرار سوق الرهن العقاري لوكالة (FNMA) التي كُلفت بشراء هاته القروض من مؤسسات الإقراض، وكانت تتم عملية تمويل هذا الشراء من خلال إصدار سندات.

كان هذا النظام قائما على التكلفة المنخفضة لمصادر التمويل والتي سمحت بمنح قروض للسكن بمعدل أقل من ذلك المطبق في السوق النقدية، ولكن فيما بعد ظهرت بعض القيود كارتفاع حجم قروض الرهن العقاري وارتفاع معدلات الفائدة والمنافسة القوية على مستوى سوق السكن⁽¹⁾؛

5- حاولت السلطات العمومية تسهيل إعادة تمويل قروض الرهن العقاري، حيث قامت بإصلاح 1968 وتم إنشاء مؤسسة الرهن القومية الحكومية (GNMA)⁽²⁾ والمسماة أيضا (Ginnie.Mae) التي التزمت بضمان تسديد الفوائد والأصل في تاريخ الاستحقاق حتى لو تعرض المقترض لمخاطر التعثر عن التسديد، كما أنها تمنح ضمان الدولة للشهادات الممثلة لديون الرهن العقاري المصدرة من قبل مؤسسات الإقراض.

وفي محاولة لزيادة تنشيط السوق الثانوية تم إنشاء الشركة الفدرالية لقروض الإسكان العقارية (FHLMC)^(*) والمسماة كذلك (Freddie.Mac) التي أسندت إليها مهمة إعادة شراء قروض الإسكان الممنوحة من قبل المصارف المملوكة لمودعيها والتي لم تكن مضمونة من أي هيئة حكومية⁽³⁾؛

6- 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⁽⁴⁾، وتمهيد الطريق أمام المهندسين الماليين لوضع الأساس لإمكانية تحويل قروض الرهن العقاري إلى أوراق مالية تتسم بدرجة عالية من السيولة وهذا بتوافر محيط مالي وقانوني ملائم 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 هيكلية مالية مثلى لمؤسسات الإقراض عن طريق منتجات جديدة مكيّفة في آن واحد مع احتياجات كل من المصدرين والمستثمرين، وتم إنشاء هيئة لهذا الغرض والتي يطلق عليها الوحدات الاستثمارية (Trust) والتي تتولى عمليات الإصدار. يوضح الشكل الموالي مراحل تطور عمليات التوريق:

(1)- Thierry Granier, Corynne Jaffaux, op.cit., p : 13.

(2)- Gouvernement National Mortgage Association.

(*) - Federal Home Loan Mortgage Corporation.

(3) - منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص:418.

(4)- Thierry Granier, Corynne Jaffaux, op.cit., p : 14.

النكّل رقم (2-2): دورة حياة تطور التوريق



Source: Vinod Kothari, Securitization The Financial Instrument of the Future, John Wiley & Sons (Asia), Singapore, 2006, p: 111.

المطلب الثاني: سوق الرهن العقاري وآلية عملها

تعد سوق رهونات إحدى أكبر أسواق الدين في العديد من الدول، وتاريخياً أدى الاقتراض بهونات أدواراً متعددة فلقد كان دائماً الشكل السائد للاقتراض في الاقتصاديات الزراعية.

الفرع الأول: تعريف سوق الرهن العقاري

سيتم التطرق لمفهوم سوق الرهن العقاري، والفرق بين التمويل العقاري والرهن العقاري

أولاً: تعريف فرض الرهن العقاري " هو دين متجانس مع ضمان حقيقي "الرهن" أين الهدف منه هو حماية الدائن ضد ضعف الملاءة المالية لمدينه وضد منافسة دائنين آخرين محتملين"⁽¹⁾.

ويعرف الرهن (l'hypothèque) على أنه "الحق الذي يمتلكه دائن (مصرف) على أصل عقاري لمدينه والذي إذا لم يسدد دينه عند أجل الاستحقاق يُسمح للمصرف ببيع الأصل المذكور ويتم التسديد له أولاً عن باقي دائني المدين، والرهن هو الضمان الطبيعي للقروض العقارية والذي يسمح لعدد كبير من الأفراد بالاقتراض للحصول على سكن"⁽²⁾؛

ثانياً: **تعريف سوق الرهن العقاري**: الهدف من خلق سوق للرهن العقاري هو محاولة إيجاد حل لمشاكل تمويل البناء، وكذا توجيه الادخار الخاص للأجل المتوسط والطويل نحو التوظيفات طويلة الأجل للقطاع العقاري.

ويمكن تعريف سوق الرهن العقاري على أنها:

1- "امتداد للسوق المالية والتي تتكفل بكل العمليات المتعلقة بتمويل العمليات على العقار، وهي بمثابة سند للسوق العقارية لأنها تسمح بتقليص مدة القرض العقاري وتخفيض تكلفته بالنسبة للأفراد وإعطاء المؤسسات المانحة له إمكانية التفاوض حول ديونها للرهن العقاري"⁽³⁾؛

2- "النظام الذي يسهل الحصول على قرض للرهن العقاري للأجل المتوسط والطويل"⁽⁴⁾؛

3- من جهة ثانية، خلق مثل هذه السوق سيسمح للمالكين الهيكليين للسيولة بتنفيذ توظيفات في ظل الشروط المناسبة من حيث معدل الفائدة والمدة والمخاطر المحتملة، كما أن تطويرها سيساعد ويشجع بشكل كبير نمو القطاع الحر في تمويل السكن^(*)؛

4- تكمن آلية تنظيم سوق الرهن العقاري في "إمكانية المؤسسات المانحة لبعض أنواع القروض المؤهلة بإصدار ورقة تعبئة والتي ستتنازل عنها سواءً على مستوى سوق فيما بين المصارف أين يمكن تداولها أو لصالح صندوق إعادة التمويل للرهن العقاري"؛

5- **ثالثاً: الفرق بين مفهوم التمويل العقاري والرهن العقاري**: على الرغم من الاستخدام الشائع لمصطلحي التمويل

العقاري والرهن العقاري بالمعنى نفسه، إلا أن هناك فرقا هاما بينهما⁽⁵⁾:

(1)- Thierry Garnier, Corynne Jaffeux, **La Titrisation, Aspects juridique et financière**, Economica, Paris, 2^{ème} édition, 2004, p : 22.

(2)- Dominique Legeais, **Surétés et garanties du crédit**, 2^{ème} édition, librairie générale de droit et de jurisprudence, Paris, 1999, p : 295.

(3)-Thierry Granier, Corynne Jaffeux, 2^{ème} édition, op. cit., p : 23.

(4)- SRH bulletin, N° 5, 2006, **Le marché hypothécaire en quoi est-il important ?**, p : 3.

(*)- يوجد الآن في العالم العديد من أنظمة التمويل العقاري وأهمها: نظام التمويل العقاري بسعر فائدة قابل للتعديل ونظام التمويل العقاري المرن ونظام التمويل العقاري العكسي وتمويل قيمة العقار بالكامل.

(5)- السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص: 328.

- 1- مفهوم التمويل العقاري: يتعلق بمسألة سد حاجة المستهلك لتملك العقار عن طريق بقاء ملكية العقار للمُمول إلى حين سداد مستحقات التمويل، وهذا لا يسري على تعريف الرهن العقاري؛
- 2- مفهوم الرهن العقاري: يقوم على مبدأ رهن ما يمتلكه المستهلك للحصول على خيارات متعلقة بالتمويل كالقروض الاستهلاكية أو قروض توسع النشاط التجاري؛
- 3- يتعلق الفرق بين المفهومين بتحديد مالك العقار قبل البدء في أي إجراء أو خطوات قائمة على اتفاقية معينة.

الفرع الثاني: آلية عمل سوق الرهن العقاري

تعد سوق الرهن العقاري مكان التقاء طالبي وعارضي رؤوس الأموال مباشرة أو عن طريق وساطة السماسرة وبيوت إعادة الخضم وتحت رقابة السلطات الوصية، وعموما فإن آلية عملها تتم من خلال أربعة أنواع من العمليات وهي نوعية المتدخلين ونوع المعاملات الملتزم بها ومعدل الفائدة المطبق والأصول المتبادلة على مستوى هذه السوق. من الواضح أن تمويل قروض الرهونات طويلة الأجل ذات السعر الثابت عن طريق الإيداعات قصيرة الأجل ليست فكرة جيدة، والمناهج البديلة هو إما تغيير أداة الرهونات أو أن تغير طريقة تمويل الإقراض برهونات باللجوء لقروض برهونات ذات السعر القابل للتعديل (ARM)^(*) أو تمويلها عن طريق المؤسسات المالية طويلة الأجل⁽¹⁾.

أولاً: (المُدخلون) على مستوى سوق الرهن العقاري: المتدخلون على مستوى سوق الرهن العقاري هم عموماً المصارف والمستثمرون المؤسساتيون كشركات التأمين وهيئات الادخار.

وتدخل المصارف على مستوى السوق الأولية للرهن العقاري كمقرضة للعائلات وكمقرضة على مستوى السوق الثانوية، وذلك بهدف إعادة تمويل جزء من قروضها الممنوحة بسبب عدم كفاية الموارد الطويلة الأجل من جهة ولطبيعة آجال استحقاق التسديد والتي قد تمتد لغاية 25 سنة من جهة أخرى.

يتدخل المستثمرون المؤسساتيون على مستوى هذه السوق كمقدمي أو عارضي رؤوس الأموال لامتلاكهم فوائضا مالية بالإمكان توظيفها للأجل الطويل؛

ثانياً: **تُكْيَل مَحْفَظَةُ الرهن العقاري:** يمكن أن يتم تشكيل محفظة للرهن العقاري من قبل مصرف أو مؤسسة مالية على أساس عدد معين من ديون الرهن العقاري المتجانسة من حيث المدة والضمانات⁽²⁾، وتفسر مستويات معدلات الفائدة للرهن العقاري السائدة على مستوى السوق بعدد من العوامل كمستوى المخاطرة المرتبطة بالتعثر عن التسديد والمبلغ المراد إعادة تمويله، إضافة إلى أن الأصول المتفاوض عليها على مستوى هذه السوق تكون محل اختيار مُسبق.

يرتبط وجود سوق للرهن العقاري في غالب الأحيان بتقنية التوريق، حيث يكون تمويل القروض الممنوحة للعملاء مضمون عن طريق سوق رؤوس الأموال مباشرة أي عن طريق المستثمرين، وتجدر الإشارة إلى أن مستوى تطور القطاع

(*)- Adjustable- Rate Mortgage.

(1)- مانيير كوهين، ترجمة عبد الحكم أحمد الخزامي، الأسواق والمؤسسات المالية، الفرص والمخاطر، دار الفجر للنشر والتوزيع، القاهرة، 2007، ص: [153-150].

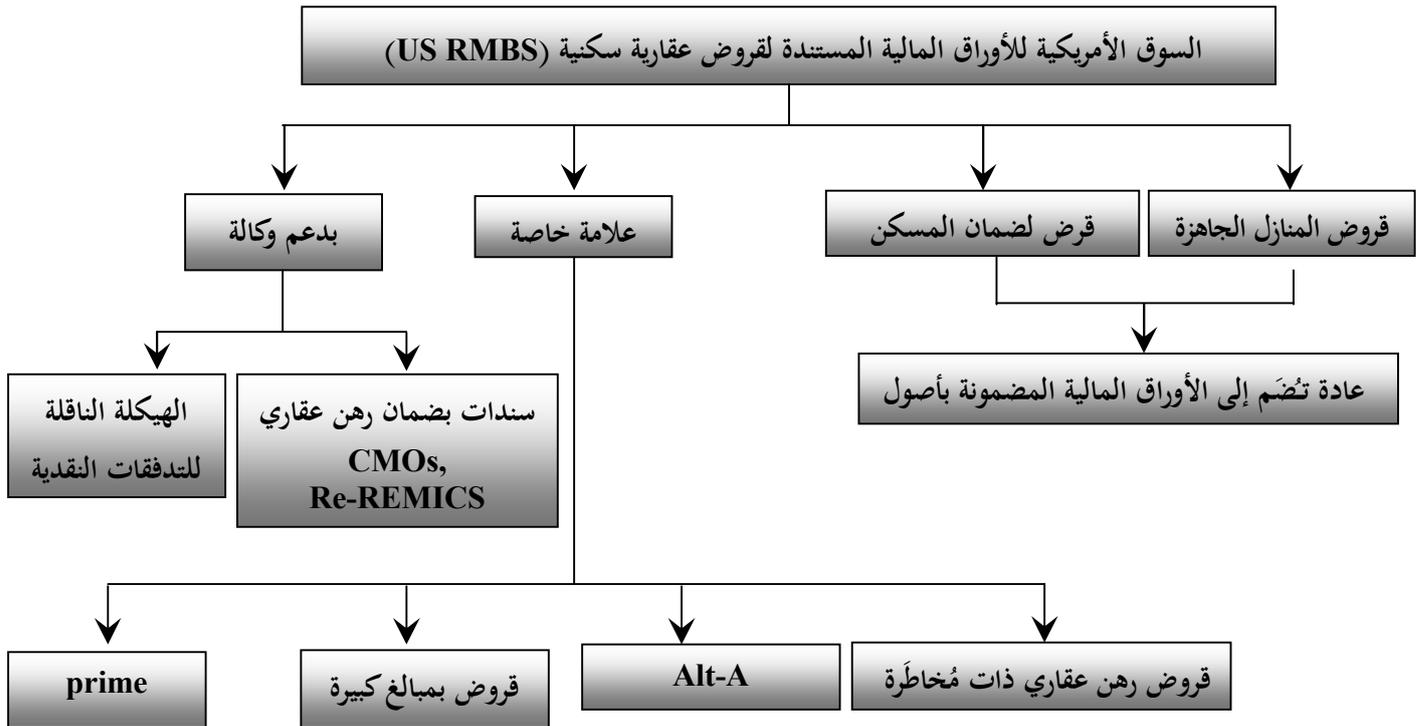
(2)- SRH, bulletin N° 5, op. cit., p: 5.

المالي وسلامة النظام المصرفي أهمية كبيرة في ظهور وتطور سوق الرهن العقاري وعمليات التوريق؛ هذه الأخيرة والتي بغياها يتحمل المقرض (المصرف) كل المخاطر المرتبطة بالقروض الممنوحة.

بالمقابل فإذا كان نظام التوريق متطورا بشكل كاف فإن أغلب هاته المخاطر سيتم تحويلها للسوق المالية، كما سيتم التكفل بإعادة تمويل قروض الرهن العقاري من قبل هيئات متخصصة تعمل على مستوى سوق الرهن العقاري الثانية؛

نالتا: سوق الرهن العقاري (الأولية والثانوية): يوجد على مستوى سوق الرهن العقاري "سوقا أولية" والتي تضم مجموعة المؤسسات المالية التي تقوم بمنح القروض للعائلات وإدارة ديون الرهن العقاري، و"سوقا ثانوية" والتي تمنح آلية لإعادة التمويل عن طريق السندات والتي تسمح للمؤسسات المالية المُصدرة لقروض تمويل السكن من الحصول على السيولة بمقابل إصدار أوراق مالية مضمونة بمحفظه قروض للرهن العقاري (التوريق) والتي تضم وسطاء مختصون للسوق الثانوية⁽¹⁾.
يوضح الشكل الموالي مكونات سوق الرهن العقاري بالولايات المتحدة الأمريكية (سيتم شرح مختلف مكوناتها بالتفصيل في نقاط لاحقة من خلال هذا الفصل)

الشكل رقم (3-2): مكونات سوق الرهن العقاري الأمريكية



Source: Vinod Kothari, Securitization The Financial Instrument of the Future, John Wiley & Sons (Asia), Singapore, 2006, p: 155.

ملحوظة: (Alt-A) هي اختصار لتصنيف قرض الرهن العقاري أين جانب المخاطرة يقع بين (prime) السعر المرجعي و (subprime) السعر ذو المخاطرة، حيث أن الرهن الثانوي (subprime mortgage) هو نوع من الرهن العقاري منخفضة الملاءة الائتمانية بمعدل فائدة أعلى من الرهن العقاري التقليدي (prime) لتحمل مخاطره المرتفعة،

(1)- Ibid, p : 7.

الفصل الثاني:.....عمليات التوريث من المنظور المصرفي والتقليدي

وغالبا ما يستفيد منه الأفراد الذين يعانون من انخفاض ملاءتهم المالية أو لعدم وجود ضمانات تؤهلهم للحصول على القروض العقارية الرئيسية (prime).

تقع القروض من النوع البديل "أ" (Alt-A loans) من حيث المخاطر بين الرهن الرئيسي (prime) والثانوي (subprime) وهي مفضلة لدى المقرضين، كون أن معدلات الفائدة عليها أعلى من تلك لقروض الرهن الرئيسية والثانوية.

الفرع الثالث: السوق الثانوية وإدارة مخفضة الرهن العقاري

تشكل السوق الثانوية للرهن العقاري مكان الالتقاء بين المؤسسات المانحة لقروض الرهن العقاري والمستثمرين، كما تعد همزة وصل بين طالبي وعارضي رؤوس الأموال طويلة الأجل، فمن وجهة نظر طالبي رؤوس الأموال أي مصارف الرهن العقاري، فإن السوق الثانوية تمثل أداة لإعادة التمويل وتمنح لهم السيولة الضرورية، أما من وجهة نظر عارضي رؤوس الأموال فهي تمنح لهم فرصا جديدة للتوظيف المربح لفوائضهم المالية⁽¹⁾.

وسع التوريث من وسائل إعادة التمويل بإعطائه إمكانيات جديدة في إطار المنافسة وبالتالي تشجيع انخفاض التكاليف، وأصبح بذلك عنصرا هاما للوصول إلى سوق نشطة ومتطورة للرهن العقاري، ويسمح وجود مثل هذه السوق بإنشاء وخدمة قروض الرهن العقاري بفصلها عن تمويلها، وتعتبر السوق الثانوية لهذا النوع من القروض إلى حد كبير من ابتكار الحكومة الفيدرالية الأمريكية⁽²⁾.

أولاً: أهمية تطور سوق ثانوية للرهن العقاري

ظهرت فكرة إنشاء سوق ثانوية للرهن العقاري في أوروبا عندما بدأت المؤسسات المالية المانحة لقروض الرهن العقاري بإصدار سندات أو أوراق مالية مضمونة برهن أو تأمين عقاري، لكن تبقى سوق الرهن العقاري الأمريكية لحد اليوم النموذج الأكثر تأسيسا فيما يخص التنظيم المعلوماتي والتصميم المالي، فقد عرفت أعلى مستوى من التطور بعد الكارثة المالية التي هزت صناديق الادخار للسكن والتي وجدت نفسها عاجزة عن دفع معدلات فائدة أعلى على الودائع قصيرة الأجل؛ في حين أنها كانت موظفة للأجل الطويل وبمعدل فائدة ثابت⁽³⁾.

لذا، فإن تطور السوق الثانوية للرهن العقاري نشط من عمل الدورة التي تربط السوق الأولية بالسوق الثانوية وجعلها أكثر فعالية، ويعتمد هذا التطور بشكل كبير على دعم السلطات العمومية من خلال توسيع حقل تدخلها على مستوى سوق الرهن العقاري، بالإضافة إلى خلق أوراق مالية مضمونة لهذا النوع من القروض وضمن سيولة دائمة للمؤسسات المالية المقرضة.

تعزز تطور السوق الثانوية للرهن العقاري أكثر من خلال تقنية التوريث والتي سمحت للمؤسسات المالية الأمريكية بالحد من المخاطر عن طريق تجزئتها، إلا أن هناك جملة من المشاكل لا بد من التكفل بها من أجل النجاح في وضع حيز التطبيق السوق الثانوية وآلية توريث قروض الرهن العقاري في أغلب دول الاقتصاديات الناشئة؛ ومنها نقص الملفات المتعلقة بتاريخ القروض

(1)- Bernard de Polignac, Jean-Pierre Monceau, **Expertise immobilière, guide pratique**, 3^{ème} édition, Edition Eyrolles, Paris, 2005, p : 38.

(2)- مانيير كوهين، مرجع سابق، ص: 156.

(3)- Abdelkader Beltas, **Le développement du marché des capitaux et la structure des taux d'intérêt**, Edition El-Borhane, Alger, 2002, p : 41.

وغياب تماثل الوثائق وعدم استقرار الأوضاع على مستوى الاقتصاد الكلي وغياب الأدوات المالية التي بإمكانها توليد موارد طويلة الأجل لتمويل السكن⁽¹⁾.

ثانياً: إدارة محفظة قروض الرهن العقاري

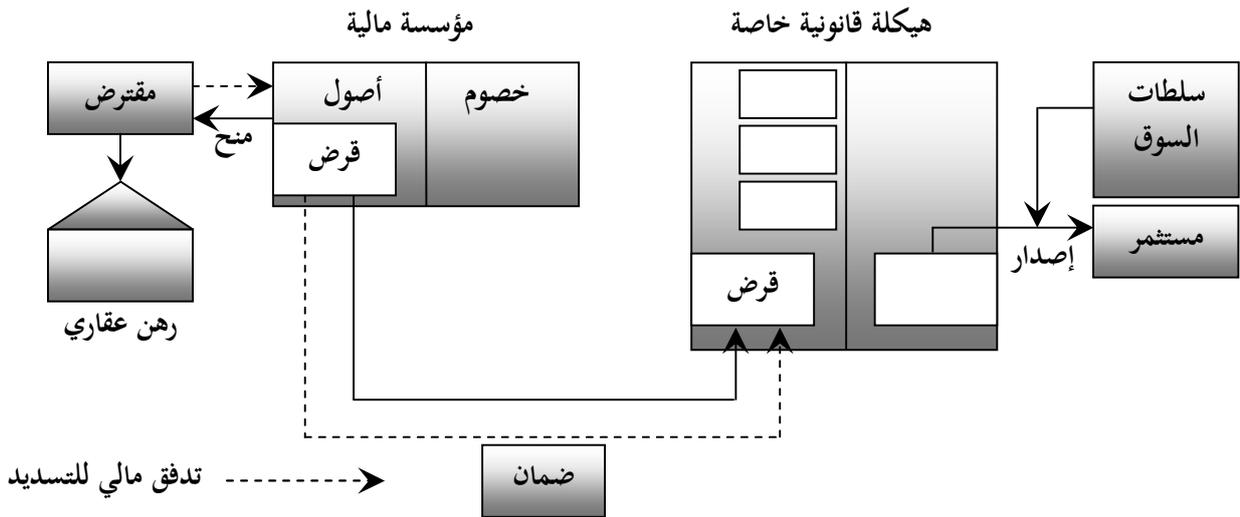
وجدت المؤسسات المالية المانحة لقروض الرهن العقاري في السوق الثانوية أداة لإعادة التمويل ومصدراً للعديد من المزايا، وتوجد أمام هذه المؤسسات على مستوى السوق الثانوية للرهن العقاري ثلاثة إجراءات أو خيارات ممكنة، يتمثل الخيار الأول في التنازل للمستثمرين وبشكل كلي عن القروض الممنوحة سابقاً للعائلات، أما الثاني فيقوم على مساهمة طرف ثالث في عملية التنازل أما الخيار الأخير فيتمثل في التنازل عن القروض المضمونة بهونات عقارية من الدرجة الأولى وهو ما يعرف بالأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري (MBS)⁽²⁾.

عموماً تلتزم المؤسسة المتنازلة بإدارة محفظة الرهن العقاري المتنازل عنها على مستوى السوق الثانوية من خلال قيامها بمختلف المهام كجمع وتحويل التسديدات الشهرية لمالك المحفظة والتأمين وغيرها، لذا من بين الأهداف الأساسية لإدارة محفظة الرهن العقاري تعظيم المداحيل وذلك بالسهر على تسديد الأقساط الشهرية في الأوقات المحددة مسبقاً واستغلالها قبل تحويلها للمالك، بالإضافة إلى تخفيض المخاطر عن طريق تحليل وتقييم بطريقة منفصلة وضعية المقترض والأصل العقاري المرهون.

يتنوع الاستثمار العقاري إلى ثلاثة أنواع أساسية وهي شراء الممتلكات سواء كانت أراضي أو عقارات أو شراء أسهم في شركات الاستثمار العقاري والاستثمار في صناديق الاستثمار المشتركة التي تركز على قطاع العقارات⁽³⁾.

يوضح الشكل الموالي الإرتباط الموجود بين سوق الرهن العقاري وعمليات التوريق

الشكل رقم (4-2): سوق الرهن العقاري والتوريق



Source : Charlotte Ferté, Philippe Cassette, De la " securitization" à la titrisation, Editions ESKA, Paris, 1992, p : 24.

(1)- SRH bulletin, N°7, Le marché hypothécaire secondaire, Mars 2006, p : 9.

(2)- Abdelkader Beltas, Ektissad El-Mali & El-Masrafi, O.P.U, Alger, 2001, p: 120.

(3)- محمد ندا لبد، مرجع سابق، ص: 99.

المطلب الثالث: مزايا عمليات التمويل ومبرراتها وأفاقها

لعمليات التمويل العديد من المزايا والمنافع لمختلف الأطراف المتدخلة فيها.

الفرع الأول: مزايا عمليات التمويل

للتوريد عدة مزايا ومنها ما يلي⁽¹⁾:

أولاً: خفض مخاطرة التمويل: يتم من خلال التوريد عزل هذه المخاطرة عن غيرها، حيث يستطيع الممولون شراء مجموعة من الذمم المدينة الناشئة في قطاع معين للبيع بالتجزئة؛

ثانياً: خفض تكلفة الاقتراض: يوفر التوريد تمويلاً أقل تكلفة وبالتالي مردوداً أعلى قياساً بطرق التمويل التقليدية؛

ثالثاً: تفكك الوساطة المالية التقليدية وتقلص دورها بالنسبة للمقرضين كمصدر للتمويل، إذ انتقلت من المؤسسات المالية الكبيرة إلى تلك التي تستثمر الأموال مباشرة لصالح الجمهور كصناديق الاستثمار المشترك، علاوة على قيام المقترضين بالتوجه بإصداراتهم مباشرة إلى السوق المالية دون اللجوء إلى الوساطة المالية التقليدية من خلال المؤسسات المالية ومصارف الأعمال وغيرها؛

رابعاً: تمكين المؤسسات المالية التي تحتاج إلى رؤوس أموال عاملة أو مقابلة شروط كفاية رأس المال التي تفرضها المصارف المركزية من تحقيق ذلك بتوريد ديونها ونقل درجة مخاطرتها إلى مستويات أقل مع توفير السيولة؛

خامساً: مقابلة حاجة المؤسسات المالية والشركات لتحسين ميزانيتها العمومية وربحيتها، كون أن عمليات بيع الديون والتوسع في العمليات خارج الميزانية تحقق لها ربحية أعلى من الأنشطة العادية، علاوة على أنها لا تحتاج من الناحية العملية إلى زيادة في مصادر التمويل.

يتيح التوريد للمصارف والمؤسسات المالية المختلفة إمكانية منح القروض ثم تحريكها واستبعادها من ميزانيتها العمومية خلال فترة قصيرة، وبالتالي يخلصها من الحاجة إلى تكوين مخصصات للديون المشكوك في تحصيلها؛

سادساً: مسايرة التغير الجذري الحاصل منذ الثمانينيات من القرن الماضي في أسلوب التمويل في الأسواق المالية العالمية، فقد تم التحول من صيغة القرض المصرفي إلى صيغة الأوراق المالية لاسيما السندات، وهكذا أصبحت القروض المصرفية مجرد تمويلات معبرية مؤقتة إلى حين تسمح ظروف السوق للمقترض من تأمين احتياجاته التمويلية عبر السندات الدولية.

ومن بين العوامل التي ساهمت بشكل رئيسي في هذا التحول في أسلوب التمويل الدولي، تفجر أزمة المديونية الخارجية العالمية سنة 1982 في معظم دول العالم الثالث، وكانت من بين الحلول الملائمة لهذه مشكلة ما جاءت به خطة "برادي" التي اقترحت تحويل الديون الخارجية إلى سندات^(*)، وقامت المكسيك بمبادلة القسم الأكبر من ديونها بسندات لمدة 30 سنة ضمنيتها الخزينة الأمريكية عن طريق إصدار سندات بدون فوائد لصالح المكسيك، وتم تمويل

(1)- خالد أمين عبد الله، مرجع سابق، ص: [43-40].

(*)- Debt Securitization.

هذه العملية من قبل كل من صندوق النقد والبنك الدوليين، وذلك مقابل قيام المكسيك بتنفيذ برنامج إصلاح اقتصادي متفق عليه؛

سابعاً: مقابلة توجه العديد من الدول إلى خصوصية أجزاء واسعة من قطاعها العام، وفي هذا الإطار ومن أجل توفير مصادر جديدة لتمويل هذه المشروعات، سمحت حكومات تلك الدول لمؤسساتها التي تعاني من عجز مالي مزمن وتعاني من عبء القروض بتحويلها إلى سندات دين يكتتب فيها الأفراد والمؤسسات، الأمر الذي أدى في ضوء تسارع عمليات الخصخصة إلى توسيع أسلوب التوريق كمصدر هام لتمويل المؤسسات والشركات؛

ثامناً: إتاحة الفرصة أمام المؤسسات المالية متوسطة الحجم باستخدام التوريق بديلاً عن الحساب الجاري المدين أو الحساب المكشوف أو خط الائتمان، وبالتالي تخفيف الضغوط التي قد تنشأ عن تضيق الائتمان في إطار السياسات النقدية للمصارف المركزية.

الفرع الثاني: مبررات التوريق

استطاع تحويل الموجودات غير السائلة عملياً والقروض الفردية ذات مخاطرة إلى أوراق مالية عالية السيولة وذات مخاطرة أقل من جذب مجموعة متنوعة من المستثمرين المتطلعين إلى استغلال الفرص والباحثين عن العوائد المرتفعة وعن الأوراق المالية ذات النوعية العالية المستندة للموجودات التي تحظى بالتقييم الائتماني الجيد؛ وهو ما وفره التوريق بتقديمه إصدارات مبنية على أنها ضمن الشرائح الائتمانية الممتازة⁽¹⁾.

تفضل المصارف والمؤسسات المالية وشركات التأمين وغيرها عمليات التوريق، لأنه يسمح لها بتقديم القروض وتحريكها بسرعة من ميزانيتها العمومية، كما يستفيد المقترضون من التوريق لأنه يوفر لهم مصادراً أسرع للحصول على الأموال، بالإضافة إلى الاستفادة الواسعة في أسواق الأوراق المالية من العمولات والرسوم مقابل قيامهم بعمليات الوساطة في عمليات التوريق.

الفرع الثالث: أفاق التوريق ومخبراته

في الوقت الذي يتزايد فيه اللجوء لعمليات التوريق، فإن تطوير سوق أوسع للعديد من القروض سيكون مهمة صعبة لأن معظم الموجودات المطروحة لدعم الأوراق لا تتمتع بخاصية التشابه ويصعب التنبؤ بتوقعات تدفقاتها النقدية، وهو ما يفسر الإقبال على الأوراق التي قامت بتصميمها على سبيل المثال لا الحصر مؤسسة (Ginie Mae) والمنصبة على قروض العقارات التجارية، وهو جعلها تتمتع بالجاذبية لأن المقرضين يعملون بموجب إرشادات دقيقة من بينها نسب القروض إلى الموجودات؛ بينما نجد النقيض في توريق قروض المساكن والتي تطورت ببطء شديد بالنظر لتفاوت معاييرها بشكل كبير بين المقرضين.

كما يتخوف بعض المتعاملين في سوق التوريق من المخاطر غير المتوقعة لأنواع معينة من الموجودات، إذ قد تصبح بعض الأوراق المالية أقل سيولة من القروض التي قُدمت لتمويل الموجودات ذاتها، ومن المخاوف الأخرى أيضاً الخشية من إقبال المصارف على تقديم سوى القروض ذات الصفات المرغوبة التي يرون أنها لا تواجه صعوبات في حال توريقها مستقبلاً.

(1)- خالد أمين عبد الله، مرجع سابق، ص: 42

الفصل الثاني:.....عمليات التوريق من المنظور المصري (التقليدي)

قد يؤدي هذا الاتجاه إلى حرمان العديد من المقترضين ممن يستطيعون الوفاء بالشروط الائتمانية من الحصول على القروض، وهو اتجاه غير سليم لا يساعد على مقابلة احتياجات المجتمع أو الاقتصاد الوطني إلى رؤوس الأموال، كما قد ينجم عن هذه التحديات انكماش في عمليات التوريق في بعض الحالات غير أن التطور المتسارع سوف يتواصل، كما يجب أن تشكل هذه التحديات حافزا للمؤسسات المعنية للتعلم في دراسة المتغيرات والتحديات والعمل على تفادي المشكلات والصعوبات. يتطلب ضمان استمرار صناعة التوريق بكفاءة إيجاد كيفية تجميع وهيكله الموجودات التي لا تتمتع بالتشابه في الطبيعة، وتلك التي لا تتيح إمكانات التنبؤ بأوضاعها أو لا تشير إلى سجل مقبول من الخسائر؛ ولا بد من إيجاد التوازن من خلال المقارنة والمقابلة بين تكاليف تجميع وهيكله الموجودات ذات البيانات المحدودة حول احتمالات خسائرها من جهة وبين الحماية الإضافية اللازمة عندما لا تتمتع الموجودات بالمستوى المقبول من الجودة من جهة أخرى، لذا قد تكون هناك حاجة لإيجاد هيكل جديدة للموجودات القابلة للتوريق^(*).

الفرع الرابع: الآثار الاقتصادية للتوريق

من بين الآثار الاقتصادية لعمليات التوريق ما يلي⁽¹⁾:

أولاً: تسهيل إيجاد أسواق للمطالبة المالية: كانت أسواق المطالبات في غياب التوريق مجرد صفقات ثنائية، في حين أن أسواق التوريق تجعل الأسواق المالية أكثر فعالية بتخفيض تكاليف الصفقات؛

ثانياً: انتشار امتلاك الأصول المالية: الغرض الأساسي من التوريق هو توزيع الأصول المالية بين أكبر عدد ممكن من المدخرين، وبالنظر إلى هذه الغاية يتم تصميم الأوراق المالية في أصغر شكل قابل للتسويق وهو ما يؤدي إلى زيادة توزيع الأصول المالية؛ ولا يجب التقليل من أهمية هذا العامل مجرد كون أن معظم عمليات التوريق التي تمت في الآونة الأخيرة كانت لمستثمرين مؤسساتيين؛

ثالثاً: تشجيع الادخار.

المطلب الرابع: البعد التشريعي للتوريق

يتمحور البعد التشريعي للتوريق في بيان الطبيعة القانونية للتحويل، وهنا لا بد من التذكير بأنه يمكن تحويل الموجودات بإحدى الطرق الثلاث التالية⁽²⁾:

(*) ظهر مؤخراً مفهوماً حديثاً يتعلق بالفرض الإيجاري المُهَيَّكَل، حيث يضم عقد تأجير تمويلي متعلق بأنواع مختلفة من الأصول الأساسية أو "محل العقد"، ولا يبدو من الوهلة الأولى أن التأجير المُهَيَّكَل عقد أصلي أو نوع مميز من المعاملات المالية؛ ولكن عوضاً عن نوع من التأجير التمويلي والذي يعود إلى فئة محددة من الأصول، فإن هيكل هذا النوع من الصفقات يتطلب تسديد دفعات متتالية على طول فترة العملية وتسديد وحيد نهائي يكون على شكل خيار الشراء على الأصول محل العقد.

كما في كل عقود التأجير يمكن أن يعتمد هيكل الدفعات على سعر فائدة ثابت أو متغير وأكبر دفعة هي الدفعة الأولى والتي تتبع مؤشر عملات أجنبية محددة، ويشير وجود خيار الشراء النهائي إلى أن المستخدم يمكنه ربط صفقة التأجير بصفقة تمويلية لاحقة لتغطية النقد المطلوب في وقت الشراء النهائي.

(1) - خالد أمين عبد الله، مرجع سابق، ص: 43-44.

(2) - محمد عبد المطلب بدوي، التوريق كأداة من أدوات تطوير البورصة المصرية، بحث مقدم في إطار مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، الإمارات العربية المتحدة، 6-8 مارس 2006، ص: 19. -بتصرف-

الفرع الأول: استبدال الدين

يتم بموجبها التحويل الحقيقي أو الاستبدال الفعلي لكل من الحقوق والالتزامات الأصلية بأخرى جديدة، وتكمن الصعوبة الرئيسية في هذا الأسلوب في أنه يتطلب الموافقة المسبقة لكل الأطراف على القرض الأصلي وهي مسألة معقدة خاصة إذا كانت القروض مُجمعة.

كذلك لقوانين حماية المستهلك الأثر على قدرة بائع الدين (المقرض الأصلي) والمشتري (المقرض اللاحق) تنفيذ العقد ضد المقرض (المستهلك)، ومن أجل تفادي الصعوبات العملية في الحصول على الموافقة المسبقة فإنه يتم صياغة القروض بشكل يساعد على هذا التحويل، حيث توافق الأطراف المعنية بموجب هذا الترتيب على إمكانية التحويل الكلي أو الجزئي وذلك لتمكين المشتريين من الاستفادة اللاحقة من خاصية التحويل. يستعمل هذا الأسلوب أيضا في بيع الذمم المدينة الناشئة عن بطاقات الائتمان مثلا.

الفرع الثاني: التنازل

تستخدم هذه الطريقة في توريق الذمم المدينة الناشئة عن بيع السيارات وما شابهها، ويتم بموجبها التنازل عن الموجودات للدائنين، بينما يواصل المؤجر في إطار عقد الإيجار والشراء دفع الأقساط إلى المُمول الأصلي الذي يقوم بدوره إما بتحويلها إلى مشتري الذمم المدينة أو تسديدها ضمن سلسلة من الحوالات متفق عليها عند التعاقد على التوريق ومقابل ذلك يقوم باسترداد المبالغ من المؤجرين.

يكون التنازل على نوعين، إما ضمن إشعار يوجه إلى المقرض (المدين) أو عدم وجود إشعار ضمن عملية التنازل عن المديونية إلى الغير، وفي حال عدم وجود إشعار بالتنازل فإن هناك مخاطر إضافية لمشتري الدين أهمها استمرار وجود حساب لبائع الدين في الدفاتر واستمرار التسديد له، ليقوم بدوره بالتسديد لمشتري الدين وهي حالة موجودة حتى لو تم إصدار إشعار لأن بائع الدين يبقى مسؤولا أمام مشتري الدين فيما لو عجز المدين الأصلي عن التسديد.

الفرع الثالث: المشاركة الجزئية

يتم بيع الذمم المدينة من قبل الدائن الأصلي إلى مصرف، أو إلى مصرف متخصص في شرائها وتمويلها، وهنا لا يتحمل بائع الدين أي مسؤولية فيما لو عجز المدين عن التسديد⁽¹⁾، ويتم عادة إشعار المقرض (المدين) بأن حسابه قد تم بيعه إلى المصرف وعليه التسديد له مباشرة.

ونظرا لانعدام حق الرجوع فإن على مشتري الدين التأكد من الجدارة الائتمانية للمدين، وغالبا ما يعطى هذا الحق قبل إتمام عملية البيع على الحساب، ولا بد أيضا من تخصيص احتياطي لمواجهة حالات عدم الدفع إذ أن مبلغ الديون المباعة يقل عن قيمتها الدفترية بنسبة مئوية يتفق عليها عند التعاقد، وهناك طرقا أخرى لحماية مشتري الديون ومنها على سبيل المثال حصوله على ضمانات عقارية أو حقوق إدارة الديون كوصي.

(1)- المرجع السابق، ص 20.

المبحث الثاني: المرخموه في عملية التوريق وهياكل الإصدار

شهدت مختلف الاقتصاديات تطورات كبيرة في مجال الإبداع المالي، حيث يرى بعض الاقتصاديين أن الإبداع المالي يتجلى سواء في ظهور هيئات مالية جديدة أو في ابتكار أدوات أو أسواق مالية جديدة مع أن أغلب الإبداعات المالية تتمثل في التوفيق بطريقة مبتكرة بين تقنيات تمويل موجودة مسبقا؛ وبذلك يمكن التمييز بين نوعين من الإبداعات، إبداع منتجات وإبداع سيوروات.

يعد التوريق دون شك أحد الإبداعات المالية كونه يمثل الحالة المثالية للإبداع المالي المؤهل للمنتج والسيورة في آن واحد، حيث يمثل في المقام الأول إبداع منتجات كونه أعطى الفرصة لميلاد سلسلة من المنتجات الجديدة، فيعد تطبيقه على قروض الرهن العقاري امتد بسرعة لأنواع أخرى من الأصول مما استوجب تركيبا ماليا ذا تقنية عالية، كما يمثل التوريق أيضا إبداع سيوروات كونه ينطوي على إعادة تنظيم كلي للنظام المصرفي التقليدي ويدخل في إطار ما بات يعرف باللاوساطة للقنوات المالية؛ كما أدى إلى ظهور نموذج جديد يطلق عليه القرض المهيكل والمؤرق وهو ما نتج عنه تجزئة وظائف المصرف على كيانات عديدة متخصصة للقيام بوظيفة محددة، لذا فقد ساهم توريق القروض في إدارة شفافة لمختلف مخاطرها.

من خلال ما تم ذكره سابقا، فإن هناك العديد من الأطراف المتدخلة في عملية التوريق والتي تتولى مهام محددة كلا وفقا للدور المنوط به من جهة وللهدف المراد تحقيقه من هذه العملية من جهة ثانية.

المطلب الأول: الأطراف المرخمة في عملية التوريق

يؤدي التوريق إلى الفصل بين عملية منح القرض الأولي وإدارة ومتابعة هذا الأخير، وبين تمويل وإدارة المخاطر المرتبطة به على المدى الطويل، ويمكن أن يولد هذا التخصص المتزايد فوائد وأرباحا تعود على مجمل المتدخلين سواء المقترض الأولي أو المقرض الأولي أو حائز الأوراق المالية، وتتطلب عملية التوريق تدخل عدة أطراف.

الفرع الأول: المنظم

يمثله فريق من المختصين في الهندسة المالية، وهو في أغلب الحالات عبارة عن مصرف استثمار والذي يتكفل بجذب متنازلين محتملين ووضع تصور لهيكل عملية التوريق بأكملها⁽¹⁾، وذلك حتى يتم تحقيق أهداف المصرف المتنازل ومشتري الحصص (أي المستثمر في الأوراق المالية الصادرة عن الشركة ذات الغرض الخاص) وأيضا حتى يحقق منتج التوريق طلبا فعالا⁽²⁾. كما يتولى المنظم في غالب الأحيان إبرام عقد مشاركة مع مصارف أخرى تتعهد بالمساهمة في ضمان إصدار الحصص وبيعها أو توظيفها الخاص، فهو بمثابة مفوض أو مؤكل من قبل المصرف المتنازل للاستجابة وبطريقة تنافسية لاحتياجاته، هذه المهمة

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

(2)- Guy Caudamine, Jean Montier, **Banque et Marchés financiers**, Economica, Paris, 1998, p : 267.

تضعه في قلب الاهتمامات المتشعبة والمتباعدة لمختلف الأطراف المتدخلة في إطار عملية التوريق⁽¹⁾؛ لذا فمن واجب المنظم تقديم النصيحة للمصرف ومساعدته في تحديد الأولويات حسب الغرض المتوخى من إجرائه لهاته العملية بما يخدم مصالحه. يمتلك المنظم العديد من التقنيات لتعظيم الشروط والتوفيق بين متطلبات المستثمرين والقيود المفروضة حسب طبيعة الأصول المؤرقة⁽²⁾، كما يقوم أيضا بتحديد مدة العملية وهيكله الحصص المُصدرة وذلك بالتوفيق بين هذه الأخيرة وخصائص الأصول مع طلبات المستثمرين، إضافة إلى تحديد أجل استحقاقها ووضع الآليات الكفيلة بتوزيع المخاطر المرتبطة بعملية التوريق في سبيل الحد منها.

الفرع الثاني: الشركة المسيرة وهئة الإيداع

من بين المتدخلين الآخرين، هناك كل من الشركة المسيرة والمؤمن واللذين يسهران على السير الحسن لعمل الشركة ذات الغرض الخاص.

أولاً: الشركة المسيرة: وهي عبارة عن شركة تجارية تتكفل بإدارة الشركة ذات الغرض الخاص وتمثلها اتجاه الدائنين، كما ترعى مصالح حاملي الحصص⁽³⁾، وتسهر أيضا على تنفيذ عملية التنازل عن القروض وإدارة أموال خزيتها ومتابعة الإجراءات للحصول على التصنيف المناسب؛ كما تمنح الشركة المسيرة المعلومات المطلوبة من قبل سلطات الرقابة وبصفة عامة تتولى ممارسة الوظائف الإدارية وتحديد مبلغ التسديدات أو المدفوعات المنفذة لصالح حاملي الحصص⁽⁴⁾؛

ثانياً: المؤمن (أو جهة الإيداع): تتمثل في مؤسسة الإقراض التي تراقب عمليات الشركة المسيرة، كما تعد المسؤولة عن الاحتفاظ بأصول الشركة ذات الغرض الخاص وهو في أغلب الحالات المتنازل عن القروض أو الحقوق.

في فرنسا مثلاً، يعد كلا من المؤمن على القروض والشركة المسيرة المؤسساتان المشتركان للشركة ذات الغرض الخاص والتي كان يطلق عليها اسم الصندوق المشترك للديون (Fonds Commun de Créances) (FCC)، ومع عصرنة الإطار القانوني عن طريق الأمر الصادر في 2008/6/13 تم تعويضه بالصناديق المشتركة للتوريق (FCT)^(*).

تسهر الشركة المسيرة على حسن سير عمل الشركة ذات الغرض الخاص واحترام نظامها الداخلي، كما أنها تمنح حاملي حصص الصندوق المعلومات حول تطور القروض ومخطط الإهلاك، كما يجب عليها الحصول على الاعتماد من قبل لجنة مراقبة عمليات سوق الأوراق المالية.

(1)- James Rosenthal, Juan Ocampo, **Securitization of credit: insider the new technology of finance**, John Wiley & Sons, New York, 1988, pp:5-6.

(2)- Jean-Pierre De Cormis, Isabelle Roseau, **L'Arrangeur conseiller du cédant**, Revue d'économie financière, N°61, Septembre 2000, pp : 1-2.

(3)- Thierry Granier, Corynne Jaffaux, 2^{ème} édition, op. cit., p : 27.

(4)- Michel Dubernet, **Gestion Actif-Passif et tarification des services bancaires**, Economica, Paris, 1997, p : 235.

(*)- Fonds Commun de Titrisation.

الفرع الثالث: وكالات التصنيف

تعتبر وكالات التصنيف مصدرا مهما للمعلومات، حيث لها أهميتها عند اتخاذ كل قرار على مستوى السوق وذلك من خلال قيامها بدورين أساسيين وهما معالجة المعلومات وتصديقها، وللتصنيفات المقدمة دورا أساسيا في تحديد مستوى الالتزام عند كل معاملة، كما تعد عاملا لتطور التوريق.

أولاً: تعريف التصنيف: يعرف على أنه "تحليل المخاطرة الائتمانية على محفظة الأصول المتواجدة لدى الشركة ذات الغرض الخاص، حيث يُستعمل كمؤشر لها والتي يمكن أن يتعرض له مستثمر في ورقة مالية مُصدرة من قبل هذه الشركة وبالتالي توقع الخسارة المحتملة عليها"⁽¹⁾، وتختلف المنهجية المتبعة من قبل وكالات التصنيف من حيث المبدأ والمحتوى، حيث تمنح (Moody's) مثلا ترتيبا وفقا للخسارة المتوقعة، حيث يجمع التصنيف طويل الأجل مفهوم الخسارة بين احتمال التعثر وشدة الخسارة في آن واحد، في حين يأخذ التصنيف قصير الأجل بعين الاعتبار احتمال التعثر عن التسديد فقط⁽²⁾؛

ثانياً: تكمن أولى القيم المضافة للتصنيف في إطار عملية التوريق في كونه أداة بسيطة لتحديد ما إذا كانت الورقة المالية المقترحة توافق سياسة الاقتراض الخاصة بالمستثمر أم لا، كما أنها تسمح له بتحديد مخاطرة الاستثمار تبعا للتوليفة (عائد/مخاطرة)؛

ثالثاً: يتم تدخل وكالة التصنيف بطلب من المُنظم لصالح المصرف المتنازل، ويمكن إيقاف سيرورة التصنيف من قبل المصدر في أية لحظة، كما يستند تصنيف "التمويل المستند لأصول" أو التمويل المهيكل على تدفقات الخزينة كونها ناتجة عن أصول معزولة على فترة محددة وضمن إطار قانوني محدد؛ حيث يمنح هذين العنصرين مرونة أكبر مما يسمح بالوصول إلى التصنيف المرجو⁽³⁾؛

رابعاً: يعرف التمويل "المستند لأصول" على أنه "تجميع أصول وبيعها فيما بعد لمستثمرين، والتي تكون مُهيكلّة في أقسام وتقوم على تدفقات المداخيل المتولدة من الأصول المستند إليها وهو أداة لتمويل المخاطرة الائتمانية"⁽⁴⁾.

يتميز التمويل "المستند لأصول" بثلاث مميزات أساسية وهي: تجميع أصول وعدم الجمع بين المخاطرة الائتمانية لسلة الأصول ولبادئ العملية وذلك عن طريق تحويل الأصول التابعة (sous-jacents) إلى شركة ذات غرض خاص مستقلة ولمدة محددة، وأخيرا تدرّج أو تسلسل الاستحقاقات المضمونة عن طريق سلة الأصول⁽⁵⁾.

يوضح الشكل الموالي قرار الاستثمار في منتج مالي مُهيكل:

(1)- Jean-Yves Caminade, Paul Mazataud et autres, **La valeur ajoutée de la notation dans les opérations de titrisation**, Revue d'économie financière, N°60, Septembre 2000, p : 5.

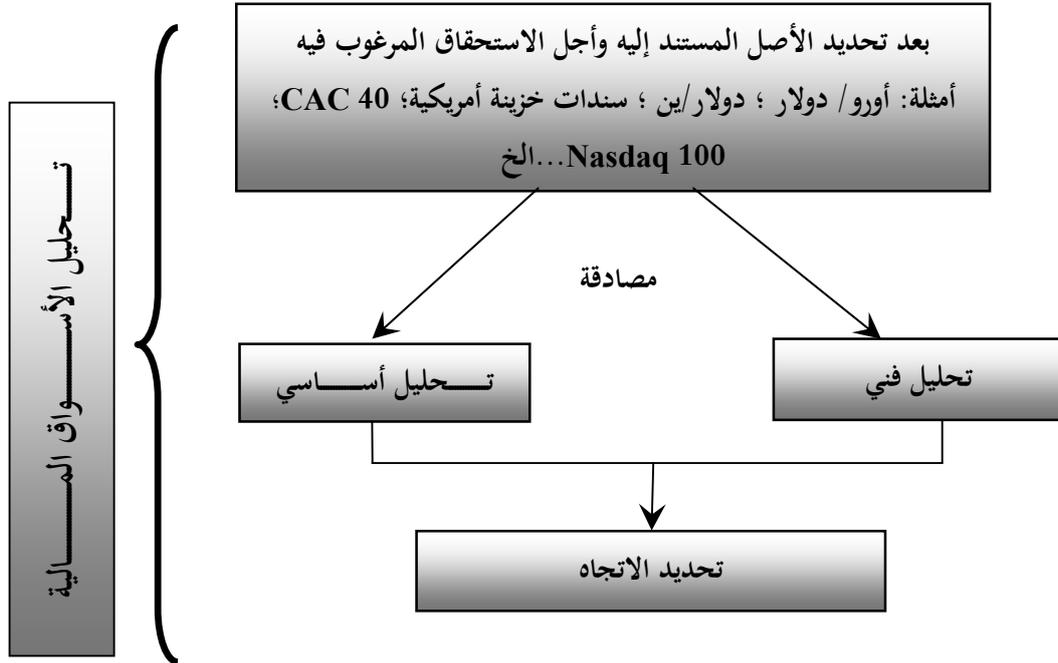
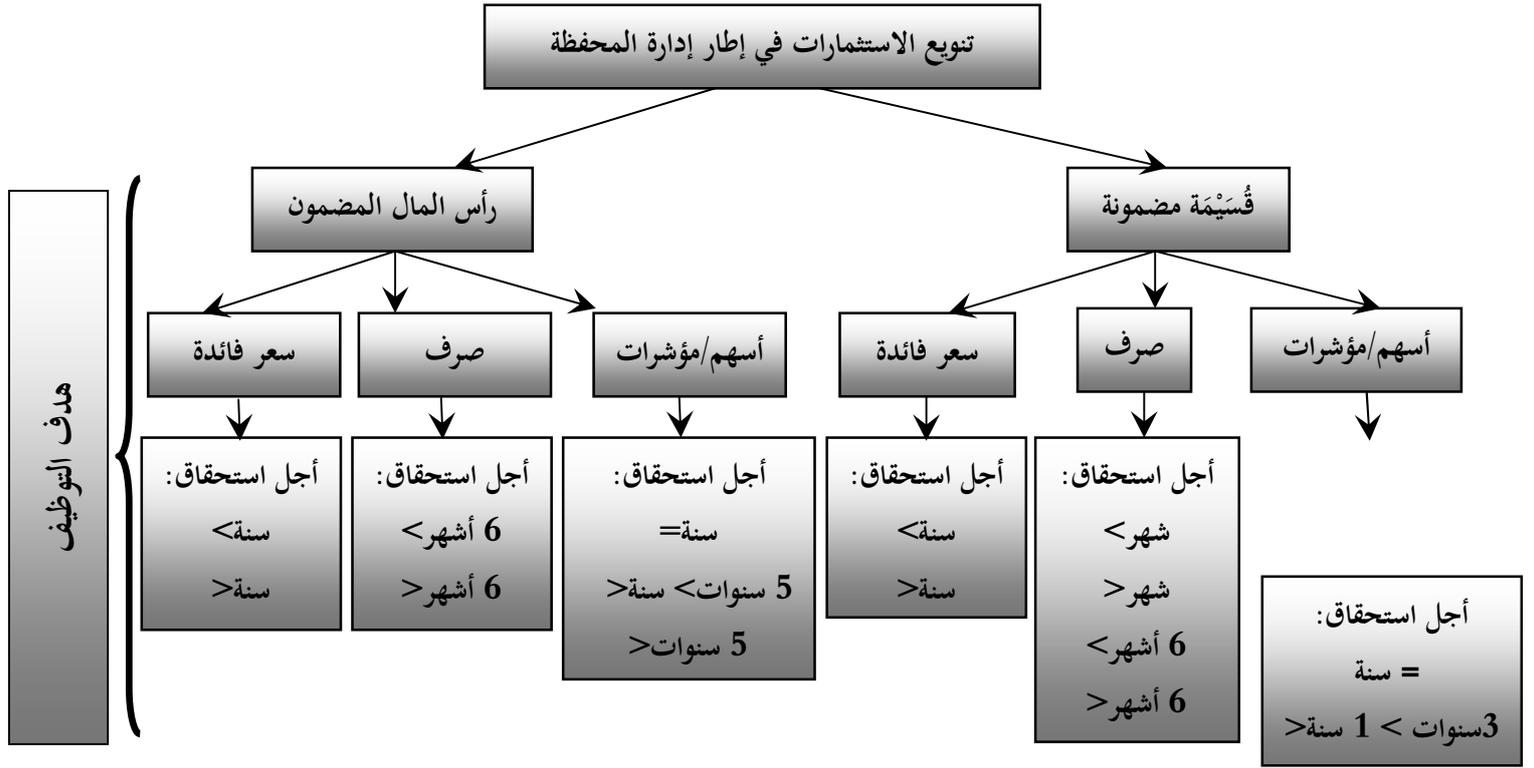
(2)- Hamza Lounici, market news, publication mensuelle de l'activité commercialisation de Sonatrach, Alger, 2004, N° 8, « **Les agences de notation financière, un pouvoir considérable** », p : 2.

(3)- 6476-1.pdf de www.amf-france.org, **La notation en matière de titrisation**, le 31/1/2006, autorité des marchés financiers, p :10 .

(4)- Info Finder, Janet Mitchell, Rapport trimestriel BRI, Juin 2005, www.bis.org/pdf, p : 67.

(5)- **Ibid**, p : 69.

المكمل رقم (5-2): قرار الاستثمار في منتج مالي مهيكّل



اقتراح منتجات مهيكلة تبعا لمستوى سعر الفائدة وقيمة الخيارات الموافقة لمجال الاستثمار المطلوب

الفرع الرابع: المتنازل والتركه فلاح الغرض الخاص

تتم عملية التنازل عن الديون في إطار عملية التوريق من قبل المتنازل لصالح الشركة ذات الغرض الخاص.

أولاً: المتنازل: هو عبارة بصفة عامة عن مؤسسة إقراض، ولكن يوجد هناك فئات كثيرة للمتنازلين أو مشتري الحماية، بالإضافة إلى المؤسسات المالية هناك الكيانات العمومية كالدولة والمؤسسات العمومية وشركات التأمين... الخ. يقوم المتنازل بعزل محفظة متجانسة من الديون أو الحقوق والتي تحتوي على نوع واحد فقط، حيث يقوم بتحليل المخاطر قبل التنازل عنها لصالح الشركة ذات الغرض الخاص⁽¹⁾؛

ثانياً: الشركة فلاح الغرض الخاص (organisme ad hoc): هي عبارة عن شركة أو صندوق أو أي شكل قانوني آخر يُنشأ من أجل هدف محدد، حيث تكون أنشطتها محددة تبعا لموضوعها، والهدف على سبيل المثال هو عزل الشركة عن المخاطرة الائتمانية للمؤسسة المتنازلة⁽²⁾.

عندما يقوم المصرف المتنازل (الدائن الأصلي) ببيع محفظة قروضه إلى الشركة ذات الغرض الخاص، فإن هذه الأخيرة تقوم بسداد القيمة نقدا ويكون سعر البيع عادة أقل من القيمة الاسمية لهاته القروض حتى تكون هناك فرصة لتحقيق هامش ربح للشركة، وتقوم هذه الأخيرة في غالب الأحيان بالحصول على قرض معبري^(*) من أي مصرف آخر بهدف سداد قيمة القرض لتقوم بعد ذلك بإصدار سندات جديدة تسمى الأوراق المالية المستندة لأصول وأوراق مالية أخرى.

يجب أن يدعم كل وعاء ضمان إضافي معين، وبعدها تطرح الشركة ذات الغرض الخاص سندات جديدة للبيع لمستثمرين جدد وتنتقل هذه الورقة من خلال دفع الفائدة والأصل في التوقيت المحدد لهؤلاء المستثمرين⁽³⁾، كما يجب أن تكون قيمة السندات الجديدة موافقة لقيم سندات الدين الأصلية وأن تواريخ استحقاق المتحصلات النقدية من المدينين الأصليين متوافقة مع تواريخ استحقاق المستثمرين الجدد لفوائد ديونهم.

هناك عدة أشكال تنظيمية للشركة ذات الغرض الخاص:

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

(1)- لقد وضعت "الجنة بازل للرقابة المصرفية" شروطا معينة من أجل حساب متطلبات الأموال الخاصة في إطار عمليات التوريق، منها ما تعلق بالشرط التي يجب أن تتوفر في المصرف حتى يمكن اعتباره كمؤسسة متنازلة، ومنها أن يكون المصرف بصفة مباشرة أو غير مباشرة مصدرا للتعرضات المستند إليها في العملية (Expositions de titrisation) والتي يمكن أن تتضمن أوراقا مستندة لأصول أو قروض للرهن العقاري أو مشتقات ائتمانية... الخ.
(2)- **Convergence internationale de la mesure et des normes de fonds propres**, comité de Bâle sur le contrôle bancaire, juin 2004, p : 101.

(*)- crédit relais: وهو قرض يسبق إعداد عملية مالية أو عملية إقراض، له خاصية التحقق الأكيد. ورد هذا التعريف في: Ammour Benhalima, **Lexique de Banque**, Editions Dahlab, Alger, 2000, p : 19.

(3)- عبيد علي أحمد الحجازي، مرجع سابق، ص: 21. - بتصرف -.

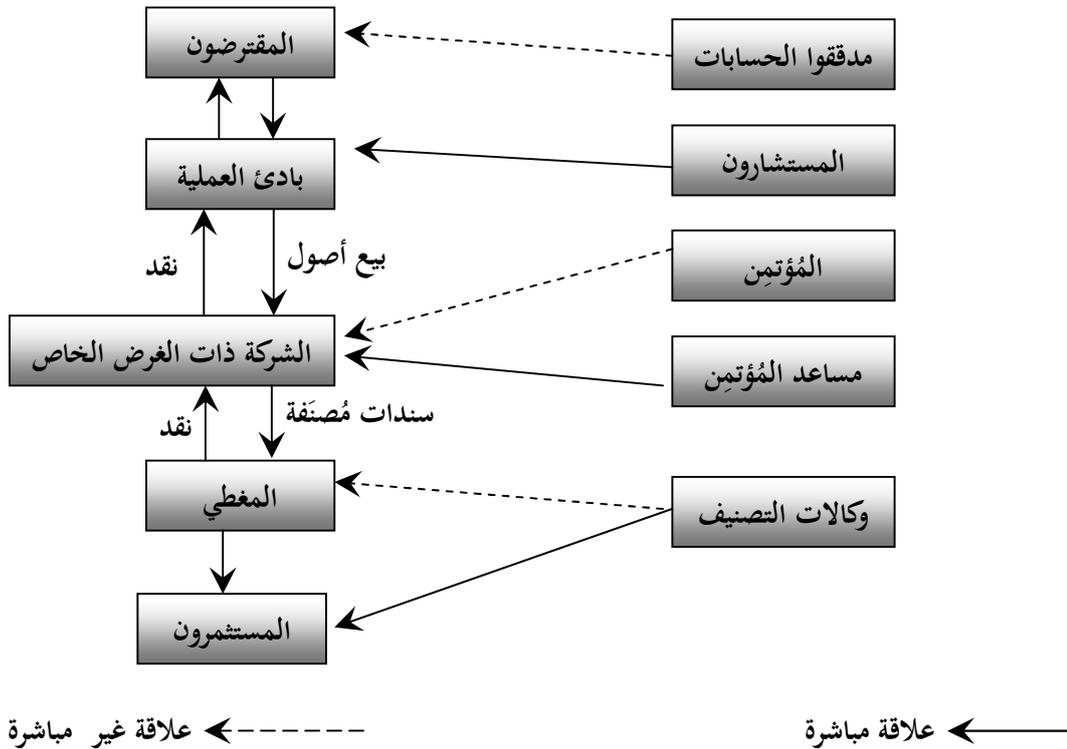
تصدر الشركة ذات الغرض الخاص أوراقا مالية تكون غالبا سندات بعلاوة إصدار وبقيمة تعادل قيمة الديون محل التوريق (LBO) "Leveraged Buyout" وذلك للحصول على سيولة نقدية تمكنها من شراء سندات المديونية، ولذلك يطلق على هذه الهيئة أحيانا وصف المُصدِر.

عرف القانون الجزائري المتعلق بتوريق القروض الرهنية مؤسسة التوريق على أنها "هيئة لها صفة مالية تقوم بعملية التوريق في سوق الأوراق المالية"⁽¹⁾.

ملاحظة: يمكن للشركة ذات الغرض الخاص الحصول على ديون أخرى ولعدة مرات بعد إصدار الحصص الأولى، وتسمى هذه العملية بعمليات إعادة التعبئة (opérations de rechargement) ويطلق على الهيكلة في هذه الحالة (structure revolving)^(*) وهي من أهم الهياكل التي يطلق عليها الوحدات الائتمانية للأصول المضمونة (asset-backed trust) والتي تم تطويرها في سنة 1990.

إلى جانب الأطراف المتدخلة السالفة الذكر، هناك أيضا كلا من المستثمرين وسلطات الرقابة ومراقبي الحسابات وغيرهم، وتتعدد هذه الأطراف وفقا لما ينص عليه القانون المنظم لعمليات التوريق بالبلد المعني. يوضح الشكل الموالي أهم المتدخلين في عمليات التوريق:

الشكل رقم (6-2): أهم الأطراف المتدخلة في عملية التوريق



المصدر: من إعداد الطالبة

(1) - الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، المؤرخة في 12 صفر 1427هـ، الموافق لـ 12 مارس 2006، العدد 15، المادة 2، ص: 14.
(*) - بمعنى إعادة تعبئة متتابعة للقروض وإعادة إصدار دوري، كما يطلق على الشركة ذات الغرض الخاص في هذه الحالة تسمية (Master Trust).

المطلب الثاني: هياكل الإصدار وأساليب منحها التمويل

عرف التمويل تطوراً سريعاً خاصة تحت تأثير التحولات التنظيمية والمالية، فمنذ تطبيقه لأول مرة على مستوى سوق الرهن العقاري شهد العديد من المراحل في إطار سيورته تطوره، بالإضافة إلى ظهور منتجات جديدة. سيتم التطرق من خلال هذا المطلب لمنتجات التمويل الأصلية (produits originaires) والمنتجات الأخرى، بالإضافة إلى هياكل الإصدارات المتبعة في إطار عملياته.

الفرع الأول: أنواع التمويل

ينقسم التمويل إلى عدة أنواع وذلك تبعاً لمجموعة من المعايير ومنها⁽¹⁾:

أولاً: أنواع التمويل بحسب نوع الأصول محل التمويل، وهي:

1. تمويل القروض أو الديون: تتمثل في القروض التي تمنحها المؤسسات التمويلية للعملاء لتمويل شراء وحيازة العقارات بالدرجة الأولى فيما يعرف بالرهن العقاري، وكذا ديون بطاقات الائتمان وتمويل شراء السيارات والأصول الرأسمالية؛
2. تمويل تدفقات الفوائد المستقبلية: التي تستحق للمُؤرِق فقط دون أصل القرض أو الدين، ويكون باستعمال الفوائد المقررة على القروض ويحق لحملة الأوراق المالية قبض هذه الفوائد تبعاً عند استحقاقها حتى نهاية أجل استحقاق القرض؛
3. تمويل مستحقات مُتوقَّعة: مثال تاجر مرتبط بعقود تصدير بمبالغ كبيرة وسوف يستمر تنفيذ العقد سنوات على أن يتسلم مستحقاته تبعاً خلالها، فيتفق مع شركة تمويل على نقل (بيع) هذه المستحقات المُتوقَّعة وإصدار أوراق مالية بها؛
4. تمويل المجموعات العينية، كالأصول المؤجَّرة بالاتفاق مع شركة تمويل على إصدار أوراق مالية بقيمتها وطرحها للاكتتاب العام ليشتريها المستثمرون، فيكونون بذلك ملاكاً على الشئوع في الأصل ويحصلون على أقساط الإيجار إضافة إلى إطفاء قيمة الأصل المُؤرِق تبعاً، ويمكنهم تداول هذه الصكوك في السوق الثانوية؛
5. تمويل أدوات التمويل، من مشاركات ومضاربات مُمثَّلة في حصة المؤسسة البادئة للتمويل في رأس مال هذه الأدوات عن طريق الاتفاق مع شركة التمويل التي تقوم بطرح قيمة التمويل في صورة أوراق مالية ليشتريها المستثمرون والذين يكون من حقهم الحصول على حصة من العائد المحقق إضافة إلى أصل رأس المال، ويمكنهم تداولها بالبيع في السوق الثانوية؛

ثانياً: أنواع التمويل بحسب أسلوب أو طريقة التمويل، وهي⁽²⁾:

- 1- الطريقة الأولى: البيع الفعلي الحقيقي للأعيان والمنافع؛

(1) - علاء الدين زعتري، الصكوك تعريفها، أنواعها، أهميتها، دورها في التنمية، حجم إصداراتها، تحديات الإصدار، بحث مقدّم لورشة العمل التي أقامتها شركة BDO بعنوان (الصكوك الإسلامية؛ تحديات، تنمية، ممارسات دولية) عمان، المملكة الأردنية الهاشمية، 18 - 2010/7/19 ص: 21-22.

(2) - المرجع السابق، ص: 23.

2- الطريقة الثانية: حوالة الحق؛

3- الطريقة الثالثة: التجديد أو الاستبدال أو التنازل؛

4- الطريقة الرابعة: المشاركة الجزئية؛

ثالثاً: أنواع التمويل بحسب الضمان، وتنقسم إلى:

1- التمويل بضمان أصول ثابتة: كالتحويل العقاري الذي يكون العقار فيه رهوناً للمقرض؛

2- التمويل بضمان متحصلات آجلة: وذلك في حالة الديون التي لا يُقدّم المدين فيها ضمانات عينية، كديون بطاقات الائتمان والسلع الاستهلاكية؛

3- التمويل بضمان حكومي، وذلك في حالة كون المدين جهة حكومية، حيث تضمن الحكومة المركزية السداد من الموازنة العامة للدولة؛

رابعاً: أنواع التمويل بحسب الجهات الملزمة بالأصول محل التمويل: وتنقسم إلى:

1- أفراد: ويظهر ذلك في حالة التمويل العقاري وبطاقات الائتمان، وكذا عند تأجير العين للأفراد أو المشاركات والمضاربات فيما بينهم؛

2- مؤسسات: كالديون التي على المؤسسات المالية أو التمويل الإسلامي لبعض المؤسسات؛

3- جهات حكومية: كالديون التي على بعض الحكومات ضمن الدين العام، وكذا ما يحدث في التمويل الإسلامي لبعض الحكومات؛

خامساً: التمويل الهجين (hybrid securitization): الصفقات الهجينة "عبارة عن أصول نقدية وأصول مُركبة، وهي أساساً صفقات للتحكيم والتي تشهد تزايداً مستمراً"⁽¹⁾.

يتجسد مفهوم التمويل الهجين في السعي لتحقيق أرباح تحكيمية من خلال أسعار الأصول النقدية والتعرض في الأصول المركبة، حيث أن الهياكل النموذجية الهجينة هي "مجموعة أصول نموذجية مركبة أين يزداد التمويل عن طريق إصدار الأوراق المالية المرتبطة بمخاطرة الائتمان (CLNs) والمستثمرة في أوراق مالية من نوع (ABS) بدلا من الاستثمار في نفس النوع".

غالبا ما يكون للأوراق المالية المضمونة بأصول نقدية في المتوسط تصنيف من نوع (BBB)، أي أن الصفقة تمتلك هوامشا من الأصول المركبة وعوائدا نقدية من الأصول النقدية، حيث تنفذ التسديدات عن طريق سندات الدين المضمونة على حساب خسائر الأصول المركبة، وتستمد في المقابل المبالغ من عقود المبادلة العليا الممتازة غير الممولة (super senior unfunded swap) والتي تستخدم تحويل مخاطرة مُهيكل من الطبقات العليا (senior) إلى طبقات أخرى آمنة تسمى (super senior).

(1)- Vinod Kothari, Securitization The Financial Instrument of the Future, John Wiley & Sons (Asia), Singapore, 2006, p :559 .

هذه المبالغ هي نوع من التسبيق على تحقيقات النقدية الحالية من الأوراق المالية المضمونة بأصول النقدية، يسدد أولا المبلغ الناتج من عقود المبادلة العليا الممتازة غير الممولة قبل المبلغ الأصلي على الأوراق المالية المرتبطة بمخاطرة الائتمان.

الفرع الثاني: أنواع منهج التوريق

منتجات عمليات التوريق عبارة عن قيم منقولة يتم توظيفها لدى الجمهور تحت رقابة خاصة، ففي الولايات المتحدة الأمريكية مثلاً يتم توظيفها تحت رقابة لجنة عمليات البورصة (SEC)^(*) والمكلفة بحماية المستثمرين، حيث أدت أشكال التوريق المتعددة من الرفع وبشكل ملحوظ من تشكيلة الأوراق المالية المصدرة على مستوى هذه السوق.

بعد النجاح الذي عرفته أولى عمليات إعادة تمويل قروض الرهن العقاري السكنية، توسعت عمليات التوريق لتمس أصولاً أخرى مسجلة في ميزانيات مؤسسات الإقراض، وبالتالي فإن كل فئة من هاته الديون أسفرت عن ميلاد ورقة مالية خاصة؛ لذا يجب التمييز بين الأوراق المالية الناتجة عن إعادة تمويل قروض الرهن العقاري وتلك الناتجة عن أصول أخرى. تختلف أنواع التوريق باختلاف أصولها، حيث بينت التجربة بأن هناك عدداً كبيراً من الأصول القابلة للتوريق، ويوجد تصنيفين كبيرين الأول وهو مؤسس على أصل المُصدِر للأصل، ويتعلق الأمر بالتفرقة بين الأصول المصرفية وغير المصرفية أما الثاني فهو قائم على الأوراق المالية، إذ يجب التمييز بين الأوراق المالية المستندة لأصول أو لمحفظة قروض (titres adossés) وبين الأوراق المالية المضمونة (titres garantis)⁽¹⁾ ومن أمثلتها:

أولاً: الأوراق المالية الممسرة لقروض الرهن العقاري (MBS)⁽²⁾: في أغلب الدول التي تمارس فيها عمليات التوريق، فإن إعادة التمويل للوكالات المتخصصة في تمويل القطاع السكني أو مؤسسات الإقراض الأخرى قد أعطى دفعا قويا لتطور هذه السوق، إلى جانب تشجيع السلطات العمومية.

1- تمثل هذه الأوراق أولى منتجات عمليات التوريق، حيث كانت قروض الرهن العقاري لهيئات الادخار أولى الأنواع التي تم توريقها⁽³⁾ وذلك في سبيل إيجاد حل لأزمة نظام تمويل السكن بالولايات المتحدة الأمريكية، تعبر الأوراق المالية لقروض الرهن العقاري عن امتلاك فائدة في قرض عقاري مقدم من هيئات مالية وذلك لتمويل شراء مقترض لمنزل أو أي عقار آخر، حيث تنشأ هذه الأوراق عندما يقوم مُصدِر بجمعها لبيعها لمستثمرين⁽⁴⁾؛

2- من بين أولى أشكال (MBS) هي السندات المضمونة بقروض الرهن العقاري (MBB)^(**) وتحمل هذه السندات قسيمة ثابتة ولها تاريخ استحقاق محدد⁽⁵⁾؛

(*)- Securities and Exchange Commission.

(1)- Pierre Genesse, Patrick Topsacalian, **Ingénierie financière**, 2^{ème} Edition, Economica, Paris, 2001, p : 315.

(2)- Mortgage Backed Securities

(3)- Michèle Ceresoli, Michel Guillaud, op. cit., p: 69.

(4)- **An Investor's Guide to pass-throughs and collateralized mortgage securities**, the bond market association, 2002, New York, p: 1.

(**)- Mortgage Backed Bonds: obligations adossés à des hypothèques

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

3- لا تعتبر سندات (MBB) بمثابة بيع حقيقي لأصول الرهن العقاري، لأن رهونات تبقى في ميزانية المؤسسات المصدرة لها، ويصبح المصدر هو مالك الرهونات المستند إليها، كما تقتضي هذه السندات فائض قيمة كون أن قيمة الرهونات لا بد وأن تتجاوز قيمتها على مستوى السوق⁽¹⁾؛

4- تنقسم 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؛

5- استطاع المهندسون الماليون سنة 1983 ابتكار أوراق مالية جديدة وهي 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، ومن بينها (Pac's)⁽⁴⁾ و (Tac's)⁽⁵⁾ وهي أوراق مالية بإمكانها تحمل مخاطرة التسديد المسبق للقروض إلى غاية نسبة معينة⁽⁶⁾؛

ثانياً: (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 ومن أمثلتها توريق القروض الاستهلاكية أو قروض السيارات وغيرها، وقد تم إصدار أولى هذه الأوراق المالية سنة 1985 حيث بلغ حجم الإصدارات آنذاك 1,2 مليار دولار⁽⁷⁾، ورغم حداثة النسبية إلا أنها تعرف نمواً سريعاً.

وقد توسعت تشكيلة منتجات عمليات التوريق خاصة مع دخول منتجات سندات الدين المضمونة أو التزامات الدين المضمونة (CDO) (Collateralized Debt Obligation) والتي تنتمي لفئة (ABS) وهي تضم نوعين من العمليات:

1- (CBO) (Collateralized Bond Obligation): هي عبارة عن سندات مديونية مضمونة عن طريق تشكيل محفظة سندات⁽⁸⁾ أو هي عبارة عن سند ممتازة بضمان مجموعة من السندات ذات الفائدة المرتفعة والعالية؛

2- (CLO) (Collateralized Loan Obligation): هو عبارة عن قرض سندي مُصدر عن طريق الشركة ذات الغرض الخاص ومضمون عن طريق تشكيل محفظة قروض أو هي قروض بضمان أوراق مالية أو رهن لأصول ثابتة أو سائلة؛

4- (CSO) (Collateralized Synthetic Obligation): عندما يتكون الأصل المرجعي من المشتقات الائتمانية؛

5- (SFCDO) (Structured Finance CDO): عندما يكون الأصل المرجعي مؤلفاً من منتجات مُهيكلّة من نوع (ABS)

(1)-Abdelkader Beltas, **la titrisation (instrument efficace pour la gestion du risque du crédit bancaire)**, maison d'Édition Legende, Alger, 2007, p :51.

(2)- Jean-Michel Cicile, **Terminologie bancaire, économique et financière**, 3^{ème} édition, Revue Banque édition, Paris, 2002, p : 190.

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

(4)- Planned Amortization Class.

(5)- Target Amortization Class.

(6)- في هذا الإطار يمكن الحديث عن "التوريق المزدوج" والذي هو عبارة عن "ورقة مالية سبق توريقها من أصل مالي آخر".

(7) - **An Investor's Guide to Asset-Backed securities**, the bond market association, 2004, New York, p: 3.

(8)-Nadia Antonin, comité française d'organisation et de normalisation bancaires, **Terminologie bancaire et financière multilingue**, Paris, revue banque éditions, 2005, p: 79.

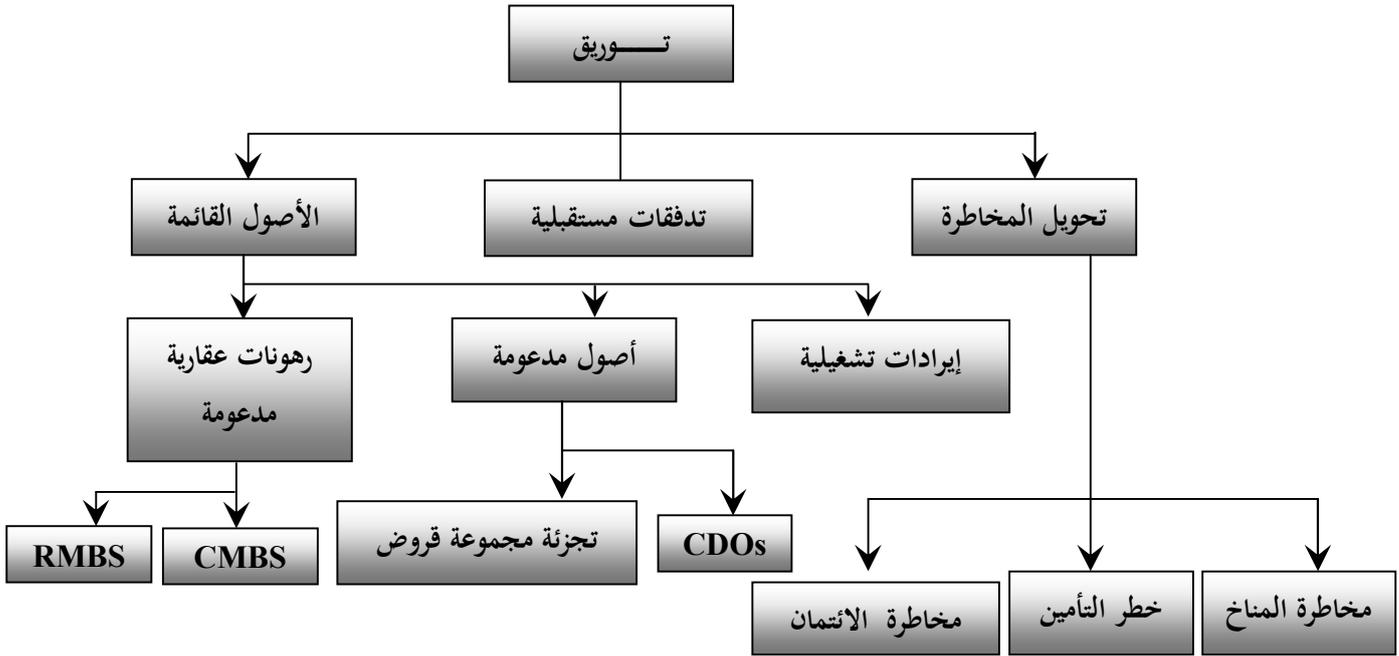
الفصل الثاني:.....عمليات التوريث من المنظور المصرفي التقليدي

وتعتبر (CDO) قريبة من (ABS) من حيث المبدأ العام (الاستناد لمحفظة أصول) لكنهما يختلفان من حيث طبيعة محفظة الأصول التي تستند إليها عملية التوريث، تستند عمليات (ABS) لمحفظة أصول متجانسة (actifs homogènes) بينما تعتمد عمليات (CDO) على التنوع وذلك عن طريق محفظة أصول غير متجانسة (actifs hétérogènes)⁽¹⁾؛

6- هناك عدة أنواع من (CDO) والتي تختلف تبعا للمعيار المستند إليه، وهي⁽²⁾:

- وفقا لطريقة امتلاك الأصول: CDO نقدية، CDO المركبة (متعددة الشرائح أو ذات شريحة واحدة)، CDO المهجينة؛
 - وفقا لما هو ممتلك: ذات العائد المرتفع ودرجة استثمار والأسواق الناشئة والمالية المهيكلة والسوق الأولية؛
 - وفقا للهدف: داخل الميزانية وعمليات ترجيح؛
 - وفقا لهيكل الرافعة: هيكل التدفق النقدي وهيكل القيمة السوقية؛
 - وفقا لفترة التحكيم أو فترة تشكيل المحفظة، هناك سندات الدين المضمونة المخططة والتي لم تبدأ بعد، وتلك التي بدأت بشكل جزئي أو بشكل كلي.
- يوضح الشكل الموالي الأنواع المختلفة للأوراق المالية المضمونة بأصول.

الشكل رقم (7-2): أنواع الأوراق المالية المضمونة بأصول



Source: Vinod Kothari, Securitization The Financial Instrument of the Future, John Wiley & Sons (Asia), Singapore, 2006, p: 350.

نالتا: (أوراق مالية أخرى): تختلف بشكل كبير عن المنتجات السابقة، حيث توجد هناك أنواعا أخرى من عمليات التوريث:

(1)-La notation en matière de titrisation, op. cit., p:3.

(2) - Vinod Khotari, op.cit., p: 450.

- 1- كتلك المتعلقة بتوريث المخزونات (titrisation des stocks) عندما يتعلق الأمر بمنتجات تامة الصنع، حيث يتم تحويلها إلى الشركة ذات الغرض الخاص التي تتكفل بإعادة تمويلها في انتظار بيع هذه المنتجات في السوق (قرض موزق مضمون عن طريق رهن المخزونات المعنية رغم عدم امتلاك هذه الأخيرة)؛
- 2- كما يمكن أيضا توريث الأصول المادية كالملكية العقارية لمجموعة شركات، حيث يتم عزل هذه العقارات في شركة مُعتمدة لهذا الغرض من قبل وكالة التصنيف، ليتم بعد ذلك تمويلها بقرض مصرفي والذي يكون محل عملية توريث من قبل الشركة ذات الغرض الخاص، ويجذب هذا النوع من التوريث مجموع الشركات الراغبة في "تمويل مُستند" إلى قيمة ذمتها العقارية؛
- 3- توريث الديون المستقبلية أو توريث المشروعات (WBS)^(*) الناتجة عن عمليات شركة ما والمبرمة في إطار عقد، ويخضع هذا النوع من العمليات للخصوصيات القانونية لبلد المُصدر لأنها تحدث انقلابا حقيقيا في مفهوم مراقبة المؤسسات⁽¹⁾؛
- 4- توريث القروض المتجددة والتوريث الخارجي (titrisation offshore) والذي يتضمن توريث أصول ضمن قوانين أخرى من أجل الاستفادة من مزايا ضريبية وقانونية خاصة.

رابعاً: الأوراق المالية المرتبطة بالتأمين: Insurance Linked Securities (ILS)

الأوراق المالية المرتبطة بالتأمين هي طريقة بديلة لتحويل الخطر وإعادة تأمين تجاوز الخسائر على الكوارث، حيث أن منتجات سوق رأس المال كسندات الكوارث تقوم بدور الاستثمارات المالية بالنسبة للمستثمر وتقوم بدور إعادة التأمين بالنسبة لشركات التأمين، فيتم تحويل خطر التأمين وإعادة التأمين إلى أوراق مالية؛ بمعنى أخذ خطر إعادة التأمين من شركة التأمين وتحويله في صورة أوراق مالية يمكن شراؤها بواسطة المستثمر بعيدا عن السوق التقليدية لإعادة التأمين، فيستطيع بذلك أن يستثمر أمواله في خطر التأمين وإعادة التأمين بدون أن يكون هذا المستثمر نفسه شركة تأمين وإعادة التأمين⁽²⁾.

يتم تصنيف هذه الأوراق المالية من قبل عدة وكالات أهمها وكالة (A.M Best) كنوع للتصنيفات الائتمانية في قطاع التأمين تحت اسم تصنيف الأوراق المالية المرتبطة بالتأمين بإعطاء رأي حول قدرة المؤمن على مواجهة تعهداته.

1- **سداد الكوارث**: كانت أخطار الكوارث الطبيعية المحرك الأساسي لتوريث أخطار التأمين، وقد شهد هذا السوق تطورا كبيرا في عدد المتدخلين منذ سنوات التسعينيات من القرن الماضي، حيث يقوم صندوق التوريث بإصدار ما يعرف بـ (Cat Bonds)^(**) عن طريق إبرام عقد تغطية مع المُتنازل وتوظف أموال المستثمرين من قبل الصندوق المشترك للحقوق في أصول دون خطر، وهذه السندات عبارة سند يتم تسديد الفوائد والأصل فيه بعد حدوث إحدى أو عدة كوارث طبيعية، وقد أصبحت تقنية التوريث أداة جديدة لإدارة المخاطر ومكملا حقيقيا لإعادة التأمين التقليدي⁽³⁾.

الشكل الرئيسي لتحويل خطر التأمين وإعادة التأمين إلى أوراق مالية هو سندات الكوارث، هذه الأخيرة تتراوح مدة استحقاقها بين سنة وعشر سنوات حسب نوعها، ويقوم بشرائها أي مستثمر ليس بالضرورة أن يكون شركة تأمين أو

(*) - Whole Business Securitization

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

(2) - نبيل محمد مختار، إعادة التأمين، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2011، ص: 353.

(**) - Catastrophe bond

(3) - Alexandre Scherer, **La titrisation des risques d'assurance : le marché des "Insurance Linked Securities" (ILS)**, revue d'économie financière, 29/10/ 2000, p:2.

الفصل الثاني:.....عمليات التوريق من منظور المصير في التقليدي

شركة إعادة تأمين، بل أيضا المصارف والمؤسسات المالية الأخرى والأفراد وبذلك يستطيع المستثمرون أن يستثمروا أموالهم في التأمين دون أن يكونوا شركات تأمين أو إعادة تأمين.

يتم إصدار هذه السندات بواسطة شركات التأمين لتحمي مركزها المالي في حالة حدوث خسائر كبرى سببها كوارث طبيعية كالزلازل والفيضانات، كما أنه من الممكن إصدارها بواسطة أي مؤسسة أو هيئة تحتاج إلى تأمين أو حماية ضد خطر واحد ضخم.

يتضح مما سبق، أن سندات الكوارث هي أوراق مالية مرتبطة بالخطر بمعنى أنها تحول الخطر إلى المستثمرين بدلا من تحويله إلى شركات التأمين وإعادة التأمين المصدرة لها، لأن هذا المستثمر سوف يفقد رأس مال السندات لو حدثت أحداث معينة، حيث يستخدم رأس مال السندات بواسطة الشركات المصدرة في سداد التعويضات، ولهذا فإن سندات الكوارث هي بديل للتأمين وبدليل لإعادة التأمين التقليدي بالرغم من أنها لا تعتبر تأميناً أو إعادة تأمين من الناحية القانونية. تختلف أنواع سندات الكوارث طبقاً لطريقة إصابتها بالخسائر كما يلي⁽¹⁾:

أ. **سند الكوارث المرتبطة بالتعويض:** تصاب هذه السندات بالخسائر بناءً على الخسائر الحقيقية لمصدرها تماماً كما لو كان المؤمن قد اشترى إعادة تأمين كوارث تقليدي؛

ب. **سند الكوارث المرتبطة بمؤشر خسائر صناعة التأمين:** يكون المؤشر هنا عبارة عن خسارة سوق التأمين كله، فالسند يكون قد أصيب بالخسارة عندما تصل خسارة سوق التأمين مستوى معين نتيجة حدوث كارثة طبيعية، ويجب أن يحدد السند ما المقصود بالسوق كله وما هي الجهة التي تقوم بحساب هذه الخسارة؛

ج. **السند المرتبط بالمؤشر الصناعي:** يختلف هذا النوع من سندات الكوارث في طريقة تشغيله عن تشغيل إعادة التأمين التقليدي، على سبيل المثال يكون السند مرتبطاً بمؤشر شدة الزلزال مقاساً بمقياس ريختر أو بمؤشر سرعة الرياح ولذلك فإن هذا السند لا يرتبط بمبلغ الخسارة الحقيقية الناتجة من الزلزال والتي تحملها المصدر، وإنما يكون مرتبطاً بمؤشرات الكوارث الطبيعية، وتكلفة هذه السندات (الفوائد+تكلفة الصفقة) على شركة التأمين ربما تكون أعلى من تكلفة إعادة التأمين التقليدي، ولكن إذا كان سوق إعادة التأمين صعب في تسعيره وشروطه فيكون من الأفضل اللجوء لسوق الأوراق المالية المرتبطة بالتأمين؛

2- **العقود المستقبلية لتأمين الكوارث:** لقد صمّم مجلس تجارة شيكاغو العقود المستقبلية لتأمين الكوارث ليقدّم وسيلة إلى شركات التأمين لتحتاط ضد خسائرها المحتملة، فشركة التأمين التي تتوقع تدهور نتائجها بسبب خسارة الكوارث تستطيع أن تحتاط بشراء العقود المستقبلية لتأمين الكوارث، بائعو هذه العقود هم هيئات استثمارية ليس لها علاقة مباشرة بالتأمين وذلك كنتيجة لتقارب أو التقاء السوق المالية بسوق التأمين.

وعليه، تتنوع الأصول القابلة للتوريق وبالنتيجة الأوراق المالية الصادرة عنها، فكل أصل مولد لتدفقات نقدية قابل لأن يكون محل عملية توريق.

(1)- نبيل محمد مختار، مرجع سابق، ص:355.

الفرع الثالث: هيكل الإصدار

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

أوراق الهيكل الناقل للسرفاس (النفرة) (pass-through): تم إنشاء هذا النظام من قبل الوكالة الفدرالية (GNMA)، حيث يقوم المقرض بتجميع قروض الرهن العقاري في محفظة ومن ثمّ التنازل عنها لصالح أمين استثمار، والذي يقوم بعدها بإصدار أوراق مالية تمثل حق ملكية مباشر في مجموعة القروض المملوكة من قبله.

1- يعتبر أمين الاستثمار كوسيط بين المصدر والمستثمرين، حيث يقوم المصدر لهذه الأوراق بتحويل ملكية مجموعة القروض التي تشكل الأصل المستند إليه في الإصدار لصالح الأمين مقابل وصولات ممثلة للأوراق المصدرة والتي تقوم ببيعها للمستثمرين⁽¹⁾ والذين هم في العادة عبارة عن المستثمرين المؤسساتيين، وتوجه كل تدفقات تسديدات المقترضين مباشرة لتسديد أصل وفوائد الأوراق المالية المصدرة التي انتقلت للمستثمرين عن طريق الأمين^(*) وذلك بقدر الحصص التي يمتلكونها في هذه الأخيرة؛

2- في إطار هذا النوع من العمليات تكون الأوراق المالية ملكا لمستثمري أمناء الاستثمار، وبالتالي فإن المصدر يحقق بيع الأصول ويصبح بإمكانه إخراج القرض الأصلي من ميزانيته⁽²⁾، وتتم هذه العملية تحت وصاية الوكالات الفدرالية التي تُنشط السوق وتضمن التدفقات النقدية، كما يوفر الأمين حماية حقيقية للمستثمرين ضد أي مخاطر قد تنشأ كمخاطر التسديد المسبق للمقترضين والتي سيتم التطرق إليها لاحقا.

للإشارة فإن كل الأوراق المصدرة لها نفس آجال الاستحقاق ومعدل الفائدة والنوعية، كما تسمى هذه الهيكل أيضا بصيغة التجاوز المعبري؛

3- تعد مجموعة الحقوق (أو الديون) المستخدمة لتشكيل أوراق مالية من نوع (MBS) ضرورية من أجل التنازل عن حصص في مجموعة الحقوق لصالح المستثمرين من أجل خلق أوراق مالية من نوع (pass-through)، تمثل هذه الأخيرة بيعا حقيقيا للحقوق بالنسبة للمصدر وبالتالي تتم محاسبتها خارج الميزانية بالنسبة للمتنازل، كما يتم تحويل التدفقات النقدية المتولدة من مجموعة الحقوق مباشرة إلى المستثمرين بعد طرح أو خصم هامش التسيير أو الإدارة⁽³⁾؛

قسمة الهيكل الناقل للتدفقات النقدية = دخل الفائدة على الكوبون - هامش الإدارة

مع العلم أن:

هامش الإدارة = مصاريف الإدارة + قسط التأمين

(1)- Michèle Ceresoli, Michel Guillaud, op. cit., p:71.

(*)- وذلك بعد خصم مصاريف التحصيل والتأمين والتسيير، لمزيد من الإطلاع الرجوع إلى: p: 34 Charlotte Ferté, Philippe Cassette, op. cit.,

(2)- Michèle Ceresoli, Michel Guillaud, op. cit., p: 72.

(3)- Abdelkader Beltas, **la titrisation (instrument efficace pour la gestion du risque du crédit bancaire)**, op. cit., p :53.

الفصل الثاني:.....عمليات التوريق من المنظور المصرفي (التقليدي)

4- للبيع الحقيقي عدة تعريف تبعاً لميدان القانون المعمول به، وهناك ثلاثة مجالات للتطبيق وهي المحاسبة والضرائب والإفلاس،⁽¹⁾ بالإضافة لجملة من المعايير التي يمكن التمييز من خلالها بين البيع الحقيقي وما يسمى بالقرض المضمون، ويقصد به القرض الذي تأخذه الشركة ذات الغرض الخاص من المصرف المنشئ لإتمام عملية التوريق، ومن هذه المعايير⁽²⁾:

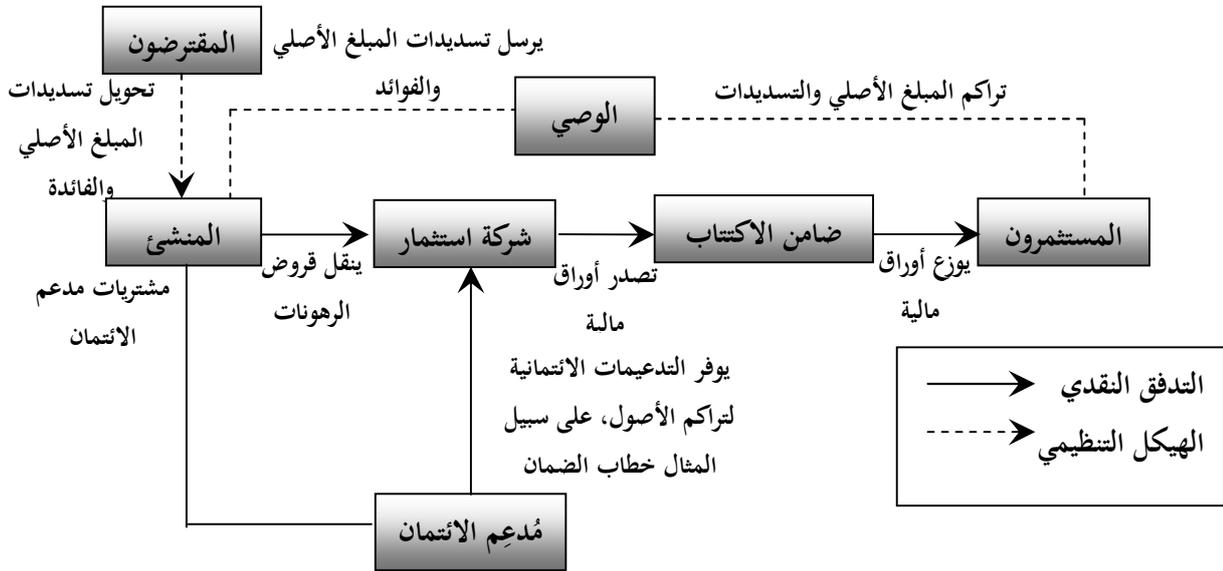
أ. مستوى حق الرجوع للمصدر على المصرف المنشئ لاستيفاء حقوقه، فكلما زاد هذا الحق ابتعدت الصفقة عن جوهر البيع الحقيقي؛
ب. حق المصرف المنشئ في الاسترداد: إذا نص الاتفاق المبرم بين المصرف المنشئ والشركة ذات الغرض الخاص على أن يقدم الأول رهناً رسمياً على بعض ممتلكاته العقارية بضمان الأصول، ونص في اتفاق التوريق على حق المصرف في استرداد جزء من السندات المضمونة أو إعادة شرائه للسندات المتأخر سدادها فإن ذلك يجعل الاتفاق أقرب لكونه قرضاً مضموناً والعكس صحيح؛

ج. الحق في الفوائد: إذا كان للمصرف المنشئ الحق في المتحصلات الفائضة غير تلك المتفق عليها من عوائد السندات، فإن ذلك لا يعد بيعاً حقيقياً وإنما قرضاً مضموناً؛

د. هدف أطراف عملية التوريق: إذا كان أطراف الصفقة يستهدفون البيع الحقيقي فلا بد من إظهار ذلك في نصوص الاتفاق؛
هـ. اختلاط المتحصلات بأموال المصرف المنشئ: إذا كان المصرف المنشئ هو المسؤول عن إدارة محفظة الأصول، وبالتالي تحصيل عوائدها، وحتى تتضمن الصفقة بيعاً حقيقياً للأصول فلا بد من عزل هذه الأموال كوديعة حين إعدادها للشركة ذات الغرض الخاص كي لا تختلط بأموال المصرف.

يوضح الشكل الموالي طريقة عمل نظام الهيكل الناقل للتدفقات النقدية:

الشكل رقم (8-2): الهيكل الناقل للرفقار النقدي



المصدر: ماثيير كوهين، ترجمة عبد الحكم أحمد الخزامي، الأسواق والمؤسسات المالية، الفرص والمخاطر، دار الفجر للنشر والتوزيع، القاهرة، 2007، ص:161.

(1)- Steven L. Schwarcz, Sruce A. Markell and Lissa Lamkin Broome, op. cit., p:69.

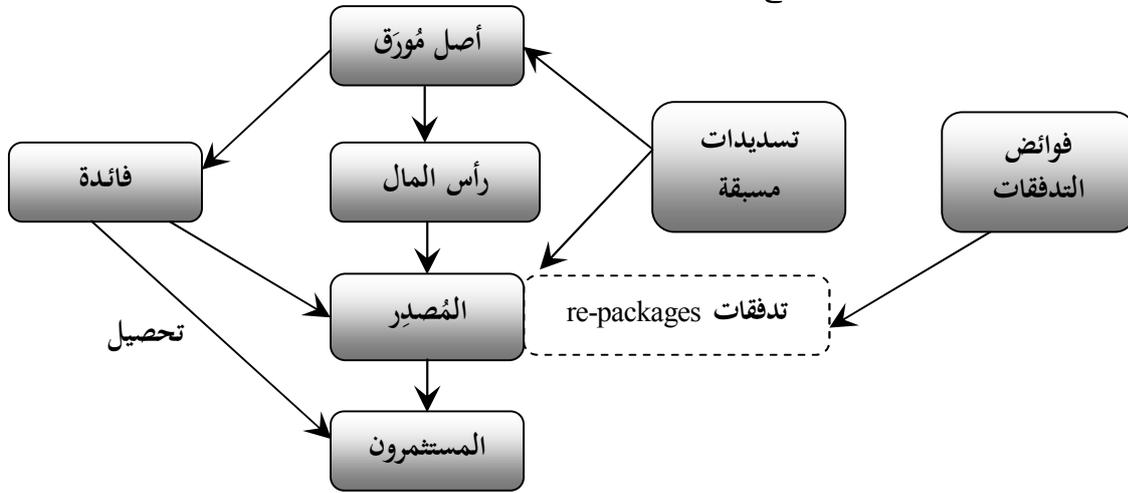
(2)- Ibid, p:70.

ثانياً: الهيكل المرفوع من خلالها السرفقاس النقرية (pay-through): ظهر هذا النوع من الأوراق المالية سنة 1975 وله خصائص سند مُصدّر مباشرة من قبل أمين الاستثمار⁽¹⁾، كما يسمح هذا النظام بتنوع كبير في الهياكل، حيث تحول التدفقات المحصلة من قبل الصندوق المشترك للحقوق أو أمين الاستثمار إلى إيداعات من أجل الاستجابة لخصائص يرغب بها المستثمرون؛ كفتات ذات آجال استحقاق مختلفة وأوراق مالية ذات اهتلاك محدد مسبقاً وغيرها⁽²⁾.

تكون المداخيل متأتية من تسديدات القروض ومبالغ ودورية تسديد السندات منفصلة عن تلك للقروض، لذا يطلق في هذه الحالة على التدفقات بأنها (re-packages) أي أن فترة التسديد ومبالغ التسديدات المقدمة للمستثمرين غير مرتبطة بتسديدات القروض من طرف المقترضين.

يوضح الشكل الموالي مراحل عمل نظام الهيكل المدفوع من خلالها التدفقات النقدية

الشكل رقم (9-2): الهيكل المرفوع من خلالها السرفقاس النقرية



Source: Michèle Ceresoli, Michel Guillaud, Titrisation, Gestion financière de la banque, Paris, éditions ESKA, 1992, p : 74.

ثالثاً: تركيب "طبقة واحدة ناقلة للسرفقاس النقرية" و"تركيب" معرو (الطبقات الناقلة) والمرفوع من خلالها السرفقاس النقرية^(*):

1- تركيب "طبقة واحدة ناقلة للسرفقاس النقرية": يتألف الإصدار من فئة وحيدة من الأوراق المالية والتي تمثل كما تم ذكره سابقاً حق ملكية على محفظة القروض المملوكة من قبل أمين الاستثمار، ويستعمل هذا التركيب خاصة في توريق قروض الرهن العقاري السكنية الخاصة والتي تستفيد من ضمان الوكالات الفدرالية أو من تأمين خاص⁽³⁾؛

2- تركيب "متعدد الطبقات الناقلة والمدفوعة من خلالها التدفقات النقدية": يتضمن على الأقل إصدار فئتين مختلفتين، أين يمتلك المستثمرون على كل واحدة منها حقوقاً مختلفة على محفظة القروض، لأن التسديدات ليست مرتبطة مباشرة مع تلك الناجمة عن المحفظة، لذا تجمع الأوراق المصدرة تحت صيغة سندات بضمان رهن عقاري (CMO) والمؤلفة

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

الفصل الثاني:.....عمليات التوريق من المنظور المصرفي التقليدي

عموماً من أوراق مالية ناقلة للتدفقات النقدية بمعدل ثابت للوكالات الفدرالية، حيث أنه ليس بإمكان المصرف المتنازل أن يلغي الضمان من ميزانيته محاسبياً⁽¹⁾؛

رابعاً: (التركيب العلوي) (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 (Tranche Subordonnée/ Equity ou First-loss)^(*).

يقال عن الفئات بأنها تابعة لأن التسديدات لحاملي هذه الحصص تتبع تلك للحصص العليا (parts senior)، والهدف من ذلك هو حماية الحصص العليا أو الحصص ذات النوعية الجيدة والتي يمكن توظيفها لدى الجمهور، في حين أن الفئات التابعة يمكن توظيفها لدى الجمهور، كما يمكن للمصرف المتنازل الاحتفاظ بها في ميزانيته⁽²⁾؛

خامساً: قنوات الاستثمار للرهن العقاري (REMIC) وسند الرهن العقاري (SMBS)

1- قنوات الاستثمار للرهن العقاري (REMIC's)⁽³⁾: وهي نوع جديد من الإصدارات المقسمة إلى فئات عديدة من نوع (pay-through)، حيث يتم في إطارها التخلي الكلي عن محفظة القروض وإخراجها من ميزانية المصرف المتنازل، وحتى يكون هذا الأخير مؤهلاً لهذا النوع من الإصدار يجب أن يكون رهن الحياة (الضمان) مؤلفاً من قروض مضمونة من خلال عقار كقروض الرهن العقاري السكنية أو التجارية، وتأخذ هذه القنوات بالتقسيم التقليدي لفئات السندات بضمان رهن عقاري أو بالتقسيم لإصدارات الحصص (العادية/التابعة) والتي يمكن في إطارها توظيف الحصص التابعة لدى الجمهور⁽⁴⁾.
تعطي هذه القنوات الحق في الحصول على نسب مختلفة من رأس المال والفوائد على إجمالي التسديدات المحصلة من قبل أمين الاستثمار والناجحة عن قروض الرهن العقاري أو عن أوراق مالية أخرى تظهر في جانب الأصول لميزانيته.
من أهم مميزات هذه القنوات استفادتها من مزايا ضريبية ومحاسبية، كما أنها تُقسّم الأوراق المالية المصدرة حسب آجال استحقاقها ومستوى المخاطرة المرتبطة بها؛

2- سندات (SMBS)⁽⁵⁾: تتضمن في غالب الأحيان فئتين، كما تعطي الحق في الحصول على نسب مختلفة من رأس المال والفائدة من التدفق الإجمالي المحصل من قبل أمين الاستثمار والناجحة عن قروض الرهن العقاري أو أوراق مالية تظهر في جانب الأصول لميزانيته، ويكون الإصدار مضموناً عن طريق رهن الحياة الذي يتكون غالباً من أوراق مالية من نوع (MBS) من أجل الاستفادة من نوعية الأوراق المالية الناقلة للتدفقات النقدية؛ فهي أوراق مالية يباع أصلها وفوائدها كلا على حدة⁽⁶⁾.

(1)- Ibid, p: 35.

(*)- أو يطلق عليها (Tranches junior).
(2)- يتضمن التوريق توزيع التدفقات النقدية الناتجة عن الضمانات بأسلوب الأولويات، وهناك ثلاثة أنواع من التوريق، التوريق الرئيسي/الفئة الأولى (Senior Class (junior)، والتوريق التابع/الفئة الثانية Senior Subordinated والتوريق الرأسمالي/الفئة الثالثة Equity (الفئة الدنيا)؛ وتتحمل مخاطرة عدم التسديد في المقام الأول الشرائح التابعة تبعاً لتقنية تسديد أو دفع تشبه السداد (paiement en cascade)، في حين الفئة الأولى يحتفظ بها في غالب الأحيان من قبل المؤسسة المالية المتنازلة أو البادئة.

(3)- Real Estate Mortgage Investment Conduit.

(4)-Charlotte Ferté, Philippe Cassette, op. cit., p : 39.

(5)- Stripped Mortgage Backed Securities.

(6)- تحسين التاجي الفاروقي، قاموس الأسواق والأوراق المالية - إنجليزي-عربي، مراجعة تيسير عبد الجابر، مكتبة لبنان ناشرون، لبنان، 2004، ص: 298.

عموما، لا تتضمن الإصدارات سوى فئتين متكاملتين، فإذا ما تحصلت واحدة منهما على 30% من رأس المال تتحصل الأخرى على 70% المتبقية، ولا ينطبق هذا التقسيم بالضرورة على الفوائد فمن الممكن أن تتحصل الفئة الأولى على 60% من هذه الأخيرة⁽¹⁾، يشمل تقسيم التدفقات تجزئة الرهن لشريحة واحدة للمبلغ الأصلي (بما في ذلك إعادة الشراء) (Principal Only) (PO) وشريحة واحدة للفوائد (Interest Only) (IO)⁽²⁾. والجدول الموالي يوضح أهم منتجات التوريق بالولايات المتحدة؛

3- ينص قانون ضريبة الدخل الفدرالي بوجود كيانات خاصين وهما (REMIC's) و FASTI's (*) بدأ العمل بهذا الأخير في سبتمبر 1997، وتم تطوير كل هيكل ضريبة من أجل تسهيل توريق نوع معين من الأصول. وحدات الاستثمار لتوريق الأصول المالية (FASTI's) هي أداة توريق تستخدم لجميع أنواع مختلفة من سندات الديون التعاقدية ولتحويل المخاطر للمستثمرين، وهي تشبه قنوات الاستثمار للرهن العقاري (REMIC)، وتمت الموافقة على قواعد بعض هذه الوحدات من قبل الكونغرس الأمريكي سنة 1996 ولكن ألغيت في عام 2004 بسبب فضيحة إنرون؛ ومع ذلك فإن القواعد لا تزال سارية التطبيق على الوحدات التي كانت موجودة قبل 22 أكتوبر 2004⁽³⁾.

المجدول رقم (1-2) : منبهات التوريق بالولايات المتحدة الأمريكية

النوع العام	الضمان المعتاد	الضمان	الطبيعة القانونية	طبيعة التدفقات	الخروج من الميزانية	درجة تعقيدها
MBS	قروض للسكن	العقار	حصة ملكية مشتركة	Pass-through أو Pay-through	نعم	عموما ضعيفة
ABS	قروض للاستهلاك خاصة قروض للسيارات CAR'S والبطاقات المصرفية CARD'S	ضمان إضافي	أوراق مديونية	Pass-through أو Pay-through	نعم	ضعيفة متوسطة
CMO	MBS	MBS	سندات	Pay-through	لا	مرتفع (Tac's, Pac's)
REMIC	قروض رهن عقاري خاصة أو تجارية	العقار	دين أو سهم	Pay-through أو CMO	نعم	متوسطة متوسطة
FASTI's	سندات الديون التعاقدية	ضمان إضافي	دين أو سهم	Pay-through أو CMO	نعم	متوسطة

Source : Michèle Ceresoli, Michel Guillaud, Titrisation, gestion financière de la banque, Editions ESKA, Paris, 1992, p : 71.

يوضح الشكل الموالي الهياكل المختلفة لعملية التوريق (هيكل البيع الحقيقي ليست من الشرائح الموجودة في الهيكل المركبة).

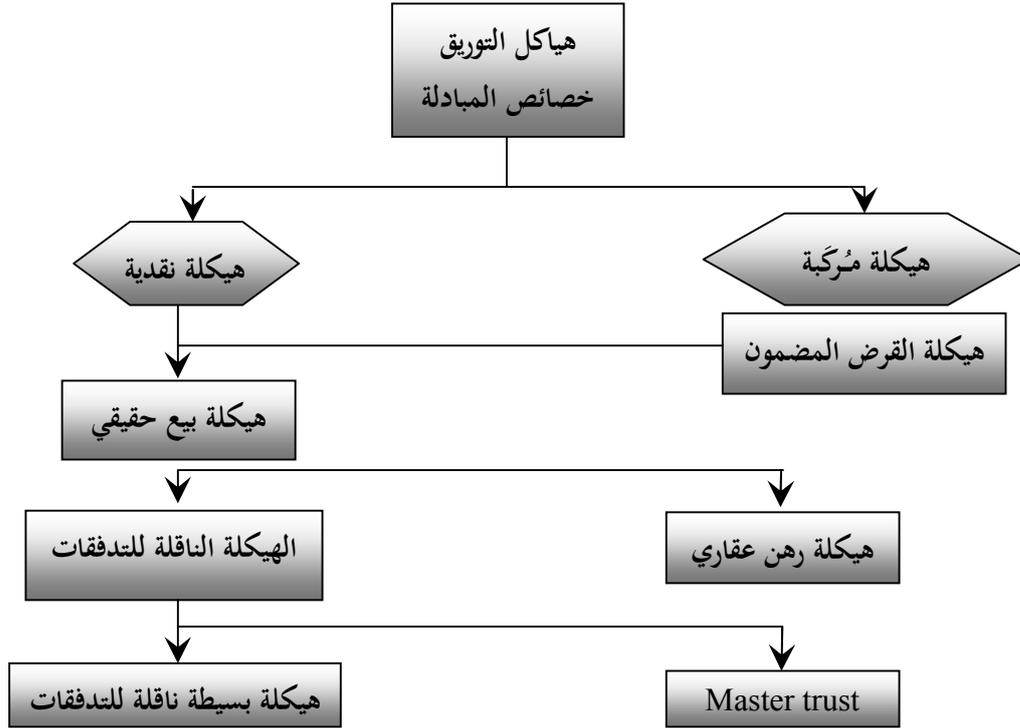
(1)- Charlotte Ferté, Philippe Cassette, *op. cit.*, p : 39.

(2)- An Investor's Guide to Asset-Backed securities, *op. cit.*, p: 12.

(**)- Financial Assets Securitization Trust.

(3)- www.investorwords.com/18160/financial_asset_securitization_investment_trust_FASIT.html

النمط رقم (10-2): هياكل التوريق



Source: Vinod Kothari, Securitization The Financial Instrument of the Future, John Wiley & Sons (Asia), Singapore, 2006, p: 75.

المطلب الثالث: تكنولوجيا التوريق

تقوم تكنولوجيا التوريق أساساً على الإبداعات المستمرة في هيكلية الموجودات وتبويب الشركات بما يساعد على التقييم من جهة والتمويل اللاحق من جهة أخرى، يعتمد تبويب الموجودات على أساس تصنيف الموجودات إلى منخفض المخاطرة وعالي المخاطرة، وهو مقياس مستمر يقع في أحد طرفيه الموجودات ذات المخاطر العالية وفي طرف الآخر الموجودات ذات المخاطر المتدنية مما يشكل طيفاً من المخاطر يحتاج إلى أساليب جديدة من التبويب الموضوعي، كلما زاد تنوع الموجودات زادت الحاجة إلى تبويب المخاطر في شرائح بما يساعد على الوصول إلى نسب أفضل من القروض إلى الموجودات الأساسية التي تدعمها، وكلما انخفضت هذه النسب يمكن عندها توريق أي نوع من الموجودات.

بالرغم من كون الشركات عموماً مبنية من قبل الشركات الائتمانية وتلك المتخصصة بالمعلومات المالية، إلا أن المطلوب هو تبويب موجوداتها من الداخل ضمن مجموعات تفي بمتطلبات سوق التوريق، فهناك شركات ذات مركز مالي جيد ولكنها تمتلك بعض الموجودات الضعيفة ضمن محافظتها، كما أن هناك شركات صغيرة وضعيفة ولكنها تمتلك موجودات ذات أسواق رائجة؛ يتطلب التوريق الذهاب إلى أبعد من الأشكال القانونية للشركات، والدخول إلى تبويب موحد لموجوداتها سواء كانت شركات مالية أم عاملة في القطاعات غير المالية، ومن بين التبويب المقبول عالمياً ما يلي⁽¹⁾:

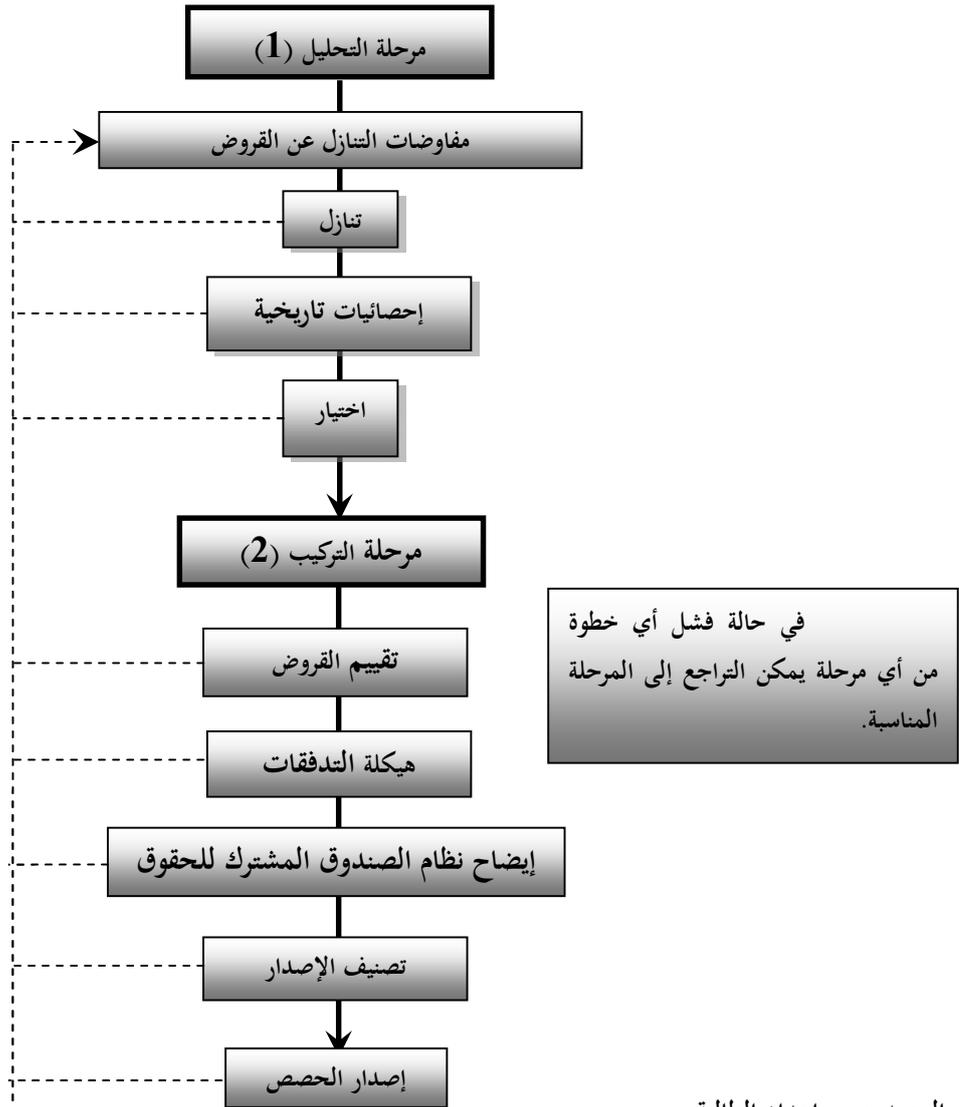
✓ بالنسبة للشركات غير المالية يكون تبويب الموجودات في أربع مجموعات رئيسية لأغراض التوريق، وهي المخزون والاستثمارات النقدية والذمم المدينة والمباني والمعدات؛

(1) -خالد أمين عبد الله، إدارة الموجودات والمطلوبات وعلاقتها بالتوريق، من كتاب التوريق كأداة مالية حديثة، اتحاد المصارف العربية، 1995، ص: 90

✓ بالنسبة للشركات المالية يأتي التويب على النحو التالي، القروض الممنوحة للشركات والأفراد^(*) والاستثمارات، والمباني والمعدات والذمم المدينة الأخرى؛

✓ بالنسبة للمصرف المتنازل هناك أيضا مرحلتين أساسيتين وهما مرحلة التحليل والتي تتم في إطارها مفاوضات التنازل عن القروض واختيار المحفظة القابلة للتوريق ودراسة أثر التنازل من وجهة النظر التنظيمية والضريبية والمالية والمحاسبية، ومرحلة التركيب والتي يتم في إطارها تقييم القروض وهيكل التدفقات وتصنيف وإصدار منتجات التوريق⁽¹⁾.
يوضح الشكل الموالي المراحل والخطوات المتبعة في عملية التوريق من خلال مرحلتي "التحليل والتركيب".

(الشكل رقم (11-2): منهجية عملية التوريق)



المصدر: من إعداد الطالبة

(*)- يعد المكون الأساسي لبرنامج التوريق هي الديون المؤلدة أو المُدرّة للدخل والذي يتيح للمستثمر الحصول على عائد مناسب لاستثماره، وهكذا فإن الديون التي يراد توريقها يجب أن تتمتع بدرجة من الجاذبية بالنسبة للمستثمرين، ويعتمد هذا على ضرورة توافق الدخل المتولد من الديون مع المدفوعات التي تسدد للمستثمر، ومن أهم المميزات اللازم توافرها في الديون المؤهلة للتوريق: 1- التمتع بسجل تاريخي جيد يشهد بالانتظام في السداد مما يتطلب تحليل محفظة الديون للدائن الأصلي وتحديد المدينين الذين يقومون بالوفاء بالتزاماتهم لدى الدائن الأصلي بانتظام، مما يثبت أنه ليس من المتوقع أن يعانون من تعثر في السداد خلال فترة برنامج التوريق، 2- تحقق دخل مستمر ومنظم للديون طوال فترة البرنامج، ولذا يجب تحليل حركة الديون منذ نشأتها ومعدل السداد المعجل وكذلك التأخر في السداد إن وجد لكل منها.

(1)-Antoine Frachot, Christian Gouriéroux, **Titrisation et remboursements anticipés**, Economica, Paris, 1995, p : 36.

المبحث الثالث: أليات عمليات التوريق

بوجود عمليات توريق القروض المصرفية، أصبحت مؤسسات الإقراض تمتلك أداة جديدة لإدارة أصولها وهو ما سمح لها بتعظيم هيكلتها المالية وتنمية تنافسيتها، وبهذا أصبح التوريق يشكل عنصرا إستراتيجيا لتسيير المؤسسة المصرفية، وسيتم التطرق من خلال هذا المبحث للآلية المتبعة في تنفيذ عمليات التوريق والتي تشمل مجموعة من المراحل المتكاملة وكل ذلك من أجل الوصول إلى الهدف المرجو منها وخاصة ما تعلق بإدارة المخاطر المرتبطة بالقروض الممنوحة من قبل المصارف المتنازلة.

المطلب الأول: منهجية التوريق

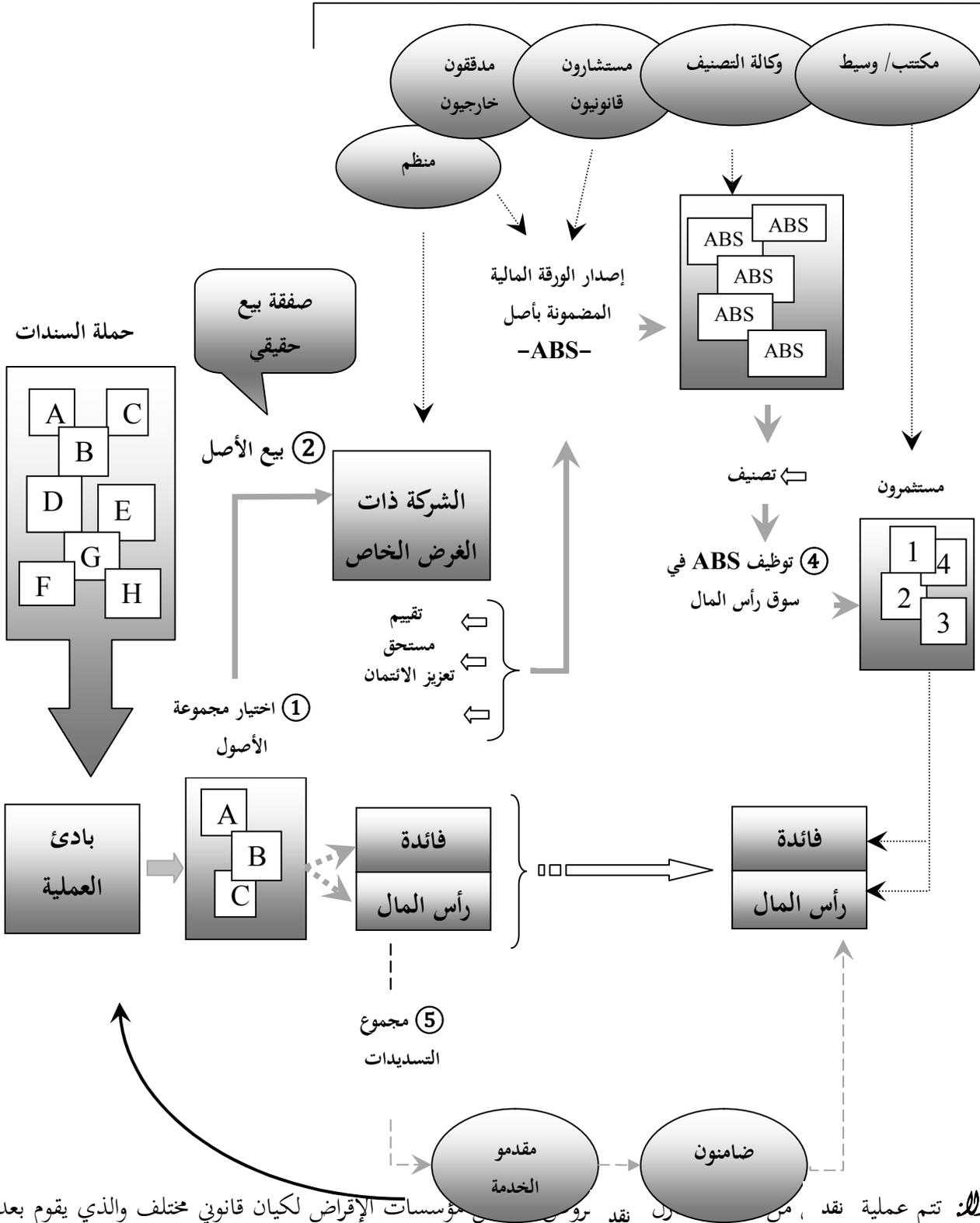
في إطار وضع حيز التنفيذ عملية التوريق، يتم التمييز بصفة عامة بين مرحلتين أساسيتين، تتضمن الأولى تشكيل مجموعة أصول (lot d'actifs) لها نفس الطبيعة كقروض الرهن العقاري أو ديون على بطاقات الائتمان أو قروض الاستهلاك وغيرها، إذ يمكن للمصرف استعمال محفظة قروضه أو شراء أصول من دائنين آخرين أو القيام بتعبئة ديون غير مصرفية ذات طبيعة تجارية وهو ما يطلق عليه "التوريق القصير الأجل".

يعد هذا التجانس ضروريا من أجل القيام بتحليل أقل تكلفة للمخاطر الائتمانية والحصول على تدفق مشترك للتسديدات المنفذة من قبل المقترضين، ويتم في المرحلة الثانية بيع هذه المحفظة لهيئة لهذا الغرض والتي تمول هذا الشراء عن طريق إصدار أوراق مالية.

الفرع الأول: وصف إجمالي لعملية التوريق

يتطلب تركيب عملية التوريق تدخل العديد من الأطراف كلا حسب الهدف الذي يسعى لتحقيقه من خلالها، يوضح الشكل الموالي مخططا إجماليا لسير عملية التوريق.

المحركون المقترضون لدعم المبادلة



Source :Stefano Caselli, Stefano Gatti, **Structured Finance : Techniques, Products and Market**, Springer, Germany, 2010, p: 13.

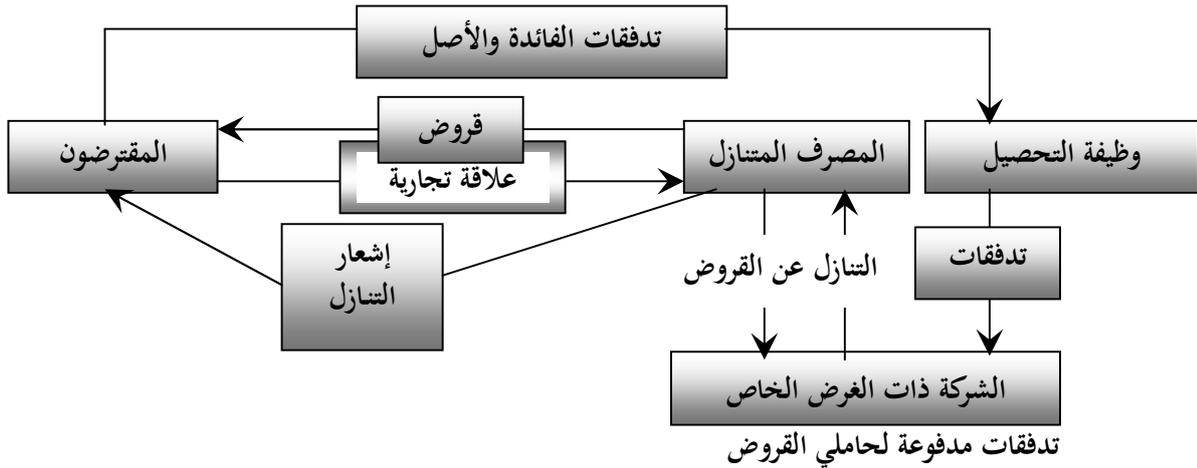
(1)-Antoine Frachot, Christian Gouriéroux, op.cit. ; p:37.

الفصل الثاني: عمليات التوريق من المنظور المصرفي (التقليدي)

أن مساهمة المستثمر في العملية من خلال شرائه للأوراق المالية المصدرة لم تكن على أساس قدرة التسديد للمؤسسة المتنازلة وإنما على أساس التدفقات المالية المستقبلية للأصول الضامنة للتسديدات اللازمة للأوراق المالية المصدرة؛

نانياً: يتم كل شيء من خلال الشركة ذات الغرض الخاص التي تضمن استقلالية العملية بالنسبة للمصرف المتنازل وبالنسبة للأصول وحتى في حالة إفلاس المصرف المتنازل تواصل الشركة عملها، حيث لن يكون لهذا الإفلاس أثراً لا على العملية ولا على المستثمر وهذا لعدم وجود علاقة بين المستثمر والمصرف المتنازل⁽¹⁾. ويوضح الشكل الموالي دور المصرف المتنازل في عملية التوريق:

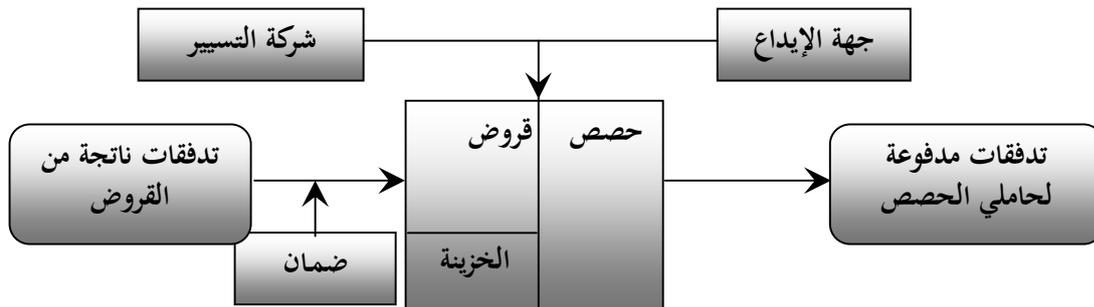
الشكل رقم (13-2): دور المصرف المتنازل



Source : Charlotte Ferté, Philippe Cassette, De la securitization à la titrisation, Editions ESKA, Paris, 1992, p : 47.

ثالثاً: لضمان استمرارية عمل الشركة ذات الغرض الخاص في حالة إفلاس المصرف المتنازل يتم إشراك عدد من المتدخلين الآخرين والمختصين بالشركات المتخصصة في تسيير شركات من نوع الغرض الخاص، ويبين الشكل الموالي دور كل من جهة الإيداع والشركة المسيرة في عملية التوريق:

الشكل رقم (14-2): دور جهة الإيداع وشركة التسيير



Source : Charlotte Ferté, Philippe Cassette, De la securitization à la titrisation, Editions ESKA, Paris, 1992, p : 49.

الفرع الثاني: التنازل عن القروض

(1)- James Rosenthal, Juan Ocompo, op. cit., p:33.

تعدد الأصول القابلة للتوريث، ولكن هل كل القروض قابلة لأن تكون محل عملية توريث؟ فحتى يكون القرض قابلاً للتوريث يجب أن تتوفر فيه جملة من الخصائص والتي سيتم التطرق إليها لاحقاً.

أولاً: مفاوضات التنازل عن القروض: تعود للمنظم مهمة تحديد سعر التنازل عن محفظة القروض وذلك بالنظر للمزايا والتكاليف الناجمة عن العملية بالنسبة للمتنازل، وتستند مفاوضات التنازل على التحديد المسبق لسعر نظري عند تاريخ التنازل، وذلك بالأخذ بعين الاعتبار إجمالي المعلومات التي يمتلكها المتنازل عن المقترضين والقروض محل التنازل، حيث يتم بناء نموذج لتقييم سعر التنازل خلال مرحلة تشكيل المحفظة والذي يأخذ بعين الاعتبار المخاطرة الائتمانية المرتبطة بالتدفقات واحتمال التسديدات المسبقة للقروض، إضافة إلى طبيعتها وصلابة الضمانات المرتبطة بها.

من بين نماذج التقييم من يعتمد على التحليل الإحصائي للسلوكات والقائم على تصميم سلوك المقترضين من أجل التحكم في مخاطر التسديد المسبق والتأخر عن التسديد، وذلك عن طريق التحليل الإحصائي لبيانات سابقة من خلال عزل مجموعة المتغيرات المفردة للسلوكات الملاحظة؛ ومهما تكن الطريقة المستعملة فإن دراسة السلوك تنتهي بتقدير تكلفة مختلف المخاطر وبتأسيس دالة التسديد المسبق وذلك بعزل هاته المخاطر عن طريق آليات التأمين، كما توجد هناك نماذج أخرى للتقييم⁽¹⁾.

سعر التنازل عن القروض هو عبارة عن قيمة التدفقات المستقبلية المخصومة مع الأخذ بعين الاعتبار فرضيات معدلات التسديدات المسبقة ومعدلات التعثر عن التسديد، وتحدد التدفقات المستقبلية وفقاً لآجال استحقاق التسديدات التي تم تأسيسها، إلا أن هذه الطريقة تتطلب تصوراً قائماً على أساس منحني معدل الفائدة الذي يتبع تطورات معدل الفائدة السوقي ومعدلات التسديدات المسبقة ومعدلات التعثر عن التسديد⁽²⁾.

وعليه فإن سعر التنازل عن المحفظة والذي يرمز له بـ (P) يمكن الحصول عليه بالعلاقة التالية⁽³⁾:

$$P = \sum_{i=t}^T F_i \times (1+r)^{-i}$$

حيث:

F_i : التدفقات المحسوبة في تاريخ التنازل والمشكلة من الفوائد والأصل؛

t : تاريخ التنازل؛

T : تاريخ استحقاق القرض؛

r : معدل الخصم المطبق (بالإمكان أن يأخذ بعين الاعتبار معدل التعثر عن التسديد ومعدل التسديدات المسبقة).

ويمكن استعمال الصيغة التالية لحساب قيمة التنازل كنسبة مقارنةً بالقيمة الاسمية لمبلغ القروض، وتأخذ هذه الصيغة بالحسبان الفترة الزمنية للمحفظة.

$$V = 100\% + D(R - C_{tit})$$

حيث:

(1)- voir: Charlotte Ferté, Philippe Cassette, op. cit., pp :66-67.

(2)- Michèle Ceresoli, Michel Guillaud, op. cit., p : 85.

(3)- Ibid, p : 91.

V: قيمة التنازل كنسبة من القيمة الاسمية؛

D: الفترة الزمنية (الأمد) للمحفظة؛

R: معدل العائد المقدم للمستثمرين؛

Ctit: تكلفة إعادة التمويل عن طريق التوريق (سيتم التطرق إليها لاحقا في هذا الفصل).

ثانيا: خصائص الأصل القابل للتوريق: لأخذ فكرة عن القروض القابلة للتوريق يجب أن يتم فحص طبيعتها وأصلها.

1- أصل القروض القابلة للتنازل: وفقا للقانون الجزائري للتوريق فإن القروض القابلة للتنازل هي تلك المملوكة من قبل المؤسسات المصرفية والمالية⁽¹⁾، بينما في القانون الفرنسي فالأمر يتعلق بالقروض المملوكة من قبل مؤسسات الإقراض وصندوق الودائع والضمانات وشركات التأمين؛

2- طبيعة القروض المؤرقة: في هذا الإطار سيتم التركيز على مدة ونوعية القروض المؤرقة، فبالنسبة للمدة، فالتوريق كان موجها بصفة خاصة للقروض التي آجال استحقاقها تتجاوز السنتين خاصة قروض السكن⁽²⁾، ولكن توسعت فيما بعد عملياته لتشمل قروضا قصيرة الأجل؛ أما فيما يتعلق بنوعية القروض فغالبا ما تُستثنى من عملية التوريق القروض غير القابلة للتعبئة (crédits immobilisés) وهي القروض التي لم تسدد بسبب وجود صعوبات مؤقتة في خزينة المقترض، بالإضافة إلى القروض المشكوك في تحصيلها والقروض المتنازع فيها وهي التي يتطلب تحصيلها اللجوء إلى المحاكم⁽³⁾؛

3- كذلك من بين أهم الخصائص الواجب توفرها في القروض المؤرقة هو استقرار تدفقات الخزينة المتولدة عنها والتي توجه لتسديد الأصل والفوائد المستحقة لحاملي الأوراق المالية المصدرة وهذا ما يتطلب درجة من التأكد فيما يتعلق بتحصيلها؛
ثالثا: طرق التنازل عن القروض: هناك ثلاثة نماذج وهي⁽⁴⁾:

1- التنازل التام: وهو يعكس الخروج النهائي للقروض محل التوريق من ميزانية المؤسسة المصرفية المتنازلة، حيث يتم التنازل دون ضمان ولا رجوع لصالح الصندوق المشترك للحقوق، وبالتالي لا يحتفظ المتنازل بأي مخاطرة على المقترضين الأوليين فهو يقوم فقط بالتسجيل على مستوى ميزانيته ناتج عملية التنازل عن القروض (الربح أو الخسارة)؛

2- التنازل مع ضمان ضد مخاطر الائحة: يستند هذا النموذج على مبدأ عدم خروج القروض المتنازل عنها من ميزانية المصرف المتنازل، حيث توجد هناك ثلاثة أنواع من الضمانات المرتبطة بهذا النوع من التنازل:

أ- النوع الأول: هو التزام خارج الميزانية حيث بإمكان المتنازل تشكيل مؤونة؛

ب- النوع الثاني: هو عبارة عن فارق القيمة (surdimensionnement) أي أن مبلغ القروض المتنازل عنها لصالح (FCC) يتجاوز مبلغ الحصص المصدرة من قبله؛

(1)- الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، مرجع سابق، ص: 14.

(2)- Thierry Granier, Corynne Jaffaux, **La titrisation, aspects juridique et financier**, 2^{ème} édition, Economica, Paris, 2004, p : 87.

(3)- **Ibid**, pp : 89-90.

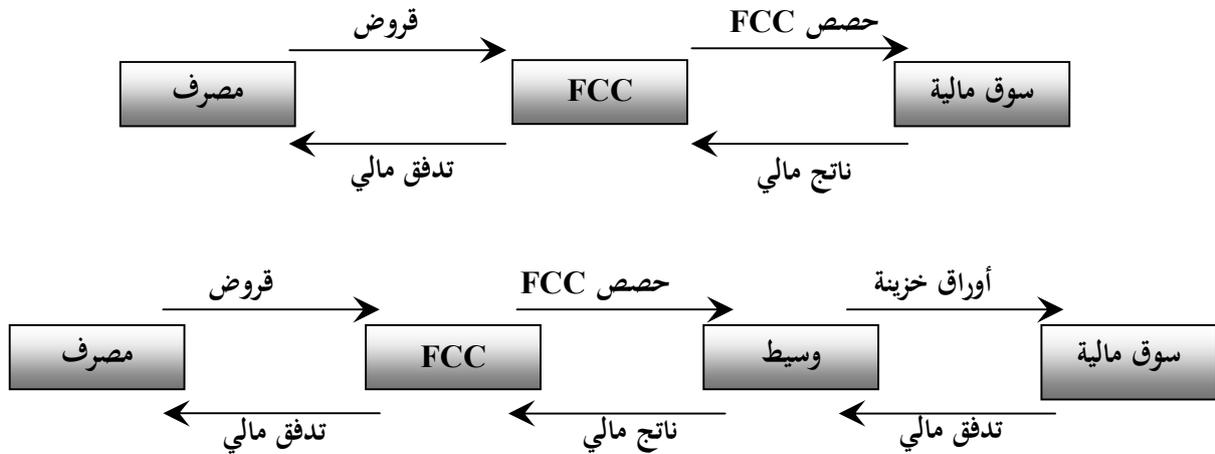
(4)-Thierry Granier, Corynne Jaffaux, op. cit., pp : 66-67.

ج- النوع الثالث: يأخذ شكل حصص خاصة، حيث بإمكان الشركة ذات الغرض الخاص إصدار حصص عادية وأخرى خاصة وتحمل هذه الأخيرة مخاطر التعثر عن التسديد للمقترضين؛

4- التنازل مع شرط إجماعه (الاشتراكي): يتم إخراج القروض من ميزانية المصرف المتنازل ويسجل مؤقتا خارج الميزانية مبلغا مساويا لمبلغ هذه القروض في حالة ما إذا تم إلغاء اختيار الشراء؛

رابعاً: يتم التمييز في إطار عملية التنازل عن القروض بين تركيبين لعملية التوريق وهما تركيب تقليدي (monocédant) و تركيب عن طريق وسيط (multicédant)، كما يوضحه الشكل الموالي:

(الشكل رقم (15-2): تركيب تقليدي و تركيب عن طريق وسيط)



Source : Thierry Granier, Corynne Jaffaux, **La titrisation, aspects juridique et financier**, 2^{ème} édition, Economica, Paris, 2004, pp : 33-34.

ملاحظة: يتم التنازل عن القروض إما عن طريق اتفاقية تنازل (convention de cession) والتي تتضمن تحديد محفظة القروض والضمانات الممنوحة... الخ، وإما عن طريق لائحة (bordereau) أي التنازل عن القروض في وثيقة واحدة، كما يمكن تحويل عملية تحصيل تسديدات القروض لمصرف آخر غير المصرف المتنازل وفي هذه الحالة لا بد من إعلام المقترض كتابياً^(*).

الفروع الثالث: هيكله عمليات التوريق

تتطلب هيكله عمليات التوريق والتي هي من بين العناصر التي يصعب التحكم فيها نظاما للمعلومات يساعد في اتخاذ القرار، وتتم هذه الهيكله وفقا لآفاق السوق المحتمل للمنتجات المؤرقة، كما يتبع اختيار هيكله الإصدار دوافع المتنازل واحتياجات المستثمرين وضرورة تأمين توازن الشركة ذات الغرض الخاص في ظل فرضيات تطور المخاطر⁽¹⁾.

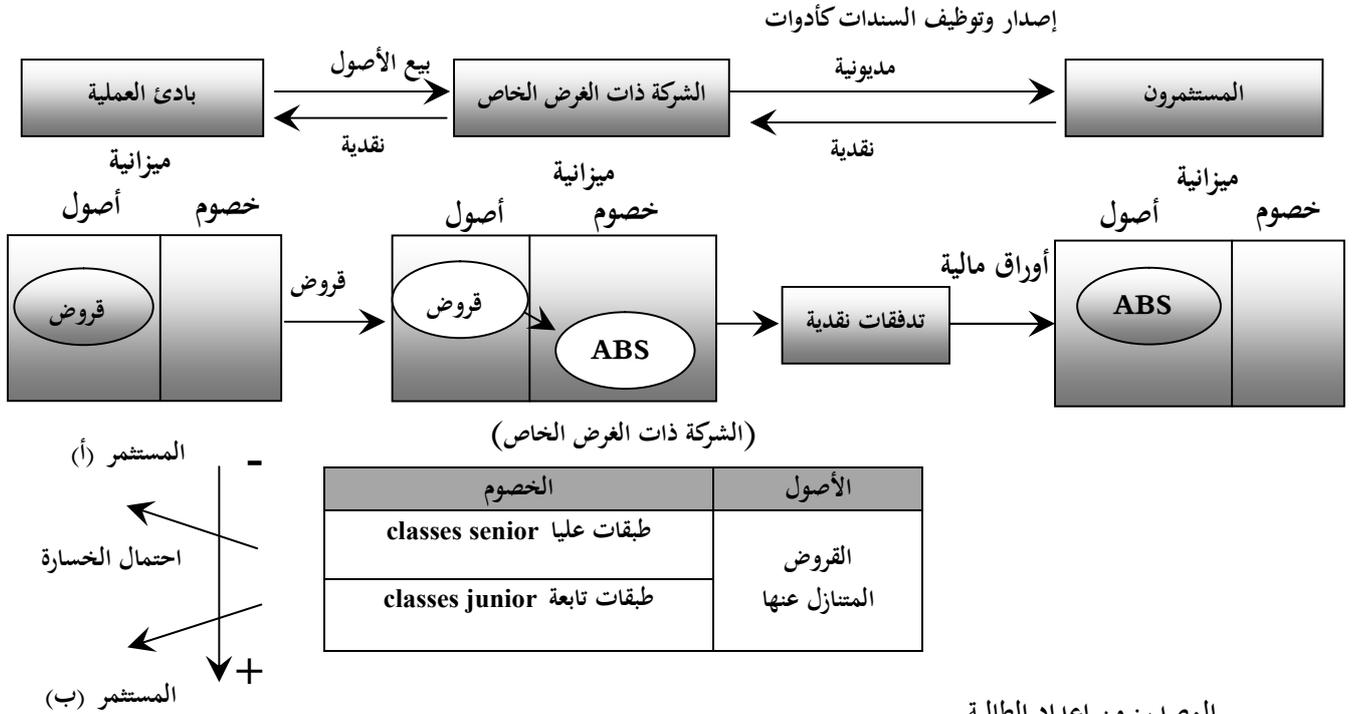
أولاً: السبعية (subordination): وهي آلية ضرورية، بحيث يتم إصدار حصص مختلفة وتتم عملية التمويل عن طريق هيكله خاصة وذلك بإصدار حصص عليا وحصص تابعة، وبالتالي فإن الهدف من إصدار هذه الحصص التابعة هو تخفيض

(*)- تفاديا لحدوث اضطرابات في تحصيل التدفقات النقدية المنفذة من قبل المقترضين و تلك المسددة للمستثمرين في الحصص المصدره.
(1)- Antoine Frachot, Christian Gouriéroux, op. cit., p : 38.

الفصل الثاني: عمليات التوريق من منظور المصرف التقليدي

احتمال الخسارة على الحصص العليا، وبالتالي فإن سعر الفائدة المطبق على الحصص التابعة سيكون أعلى وهذا بالنظر لمستوى المخاطرة المرتفع نسبيًا الذي تتحمله⁽¹⁾، ويتم هذا الإصدار اعتمادًا على التحليل الذي تقوم به وكالات التصنيف⁽²⁾، وهذا ما يمكن ملاحظته من خلال ميزانية الشركة ذات الغرض الخاص، كما هو موضح في الشكل الموالي:

الشكل رقم (16-2): شكل مبسط لميزانية الشركة ذات الغرض الخاص والمباوالت والتدفقات



ثانيًا: (المستثمرون): يتم فحص نوعية محفظة القروض من خلال نوع العميل المقترض والمداخيل والموقع الجغرافي وقيمة الضمان وغيرها من المعايير، وتمنح لكل قرض فرصة خسارة (chance de perte)، كما أن تصنيف الحصص المصدرة من قبل الشركة ذات الغرض الخاص هو عبارة عن تقييم للمخاطر الائتمانية التي يمكن أن يتعرض لها المستثمرون في هذه الحصص⁽³⁾.

يوضح الشكل الموالي المنهجية المتبعة من قبل وكالة التصنيف "Moody's" في التمويل المهيكّل.

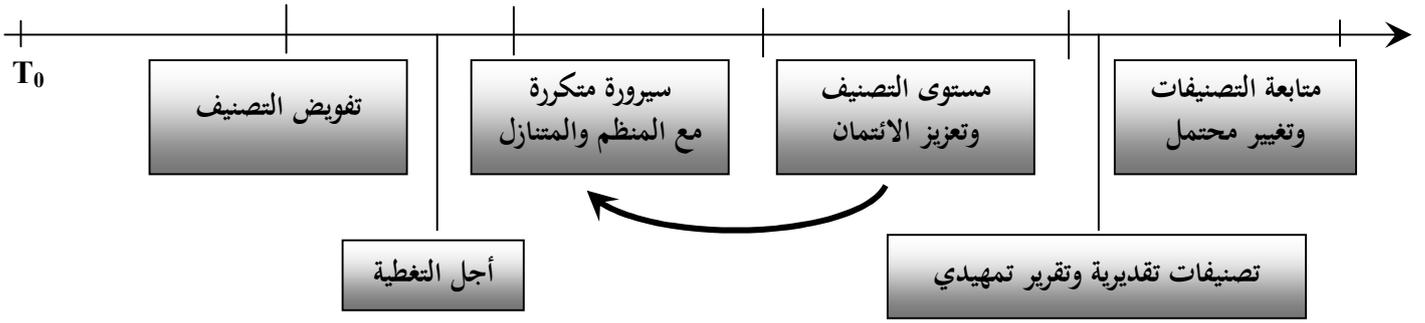
الشكل رقم (17-2): منهجية (Moody's) في التمويل المهيكّل (Financement adossé)



(1)- www.europeansecuritisation.com/esfcurrentISS.shtml#legReg

(2)- Thierry Granier, Corynne Jaffeux, op. cit., p : 49.

(3)- Thierry Granier, Corynne Jaffeux, 2^{ème} édition, op. cit., p : 146.



Source : Mehdi Ababou, « **Les financements structurés : l'approche Moody's** », séminaire sur « Titrisation: une Stratégie de distribution », organisé par la Banque Internationale Arabe de Tunisie (BIAT), Tunis le 7/2/2006, p : 10.

من أجل تحسين نوعية التصنيف فإنه يتم في إطار الشركة ذات الغرض الخاص تشكيل احتياطي ويطلق على هذه العملية "تعزيز الائتمان" (renforcement de crédit) أو (rehaussement de crédit).

نالتا: **تعزيز الائتمان** **نماذج وروائح السيولة**: يقصد به: "إعادة تقييم تصنيف اقتراض عن طريق ضمان مؤمن"⁽¹⁾، وكقاعدة عامة تستفيد الأوراق المالية المستندة لأصول من هذه التقنية والممنوحة من قبل مصرف أو شركة تأمين وفي بعض الأحيان من قبل المصرف المتنازل في حد ذاته، كما تستعمل لتجنيب المستثمر مخاطر الخسارة المرتبطة بإعسار المقترضين.

يتمثل تعزيز الائتمان في "تحسين نوعية الديون أو الحقوق، وتختلف هذه التعزيزات باختلاف صفقات التوريق وأنواع الأصول المستندة إليها"، وفي إطار عمليات التوريق فإنه يهدف بصفة عامة للحصول على تصنيف عالٍ من قبل وكالات التصنيف وتعظيم قابلية التداول للأوراق المالية المستندة لأصول⁽²⁾.

ويمكن للصندوق المشترك للحقوق استخدام عدة تقنيات لرفع نوعية حصص معينة ومن بينها⁽³⁾:

1- منح قرض: حيث بإمكان الصندوق الحصول من خلال هذه التقنية على ضمان ضد إعسار المقترضين وذلك عن طريق قرض ممنوح من قبل المصرف المتنازل أو شركة تأمين؛

2- ودائع الضمان: يتم تشكيلها من قبل الصندوق وهي تعد كضمان ضد الخسائر المتتالية لإعسار المقترضين ولا يتم دفعها إلا بعد تسديد الحصص العليا؛

3- تسبيقات الخزينة: يمكن للصندوق الاقتراض لمواجهة احتياجاته المؤقتة للخزينة والتي ترجع لوجود فارق بين تحصيل القروض وتسديد القسيمة والحصص، ويتم تأمينها غالبا من قبل المصرف المتنازل؛

ولتحديد المستوى المناسب لتعزيز الائتمان يتم تقييم المخاطرة المرتبطة بالقروض تبعا للخسائر على نفس النوع منها وبالتالي تحديد التغطية المناسبة لكل معدل من معدلات التعثر عن التسديد⁽⁴⁾؛

4- فائض الهامش: متوسط معدل الفائدة للديون المرجعية يكون أعلى من معدلات الفائدة للأوراق المالية المصدرّة من قبل الشركة ذات الغرض الخاص؛

(1)- Jean-Michel Cicile, op. cit., p : 69.

(2)- Joseph Antoine, Marie-Claire CAPIAU-HUART, op. cit., p : 465.

(3)- Antoine Sardi, **Audit et Contrôle interne Bancaires**, Edition Afges, Paris, 2002, pp : 838-839.

(4)- **Ibid**, p:840.

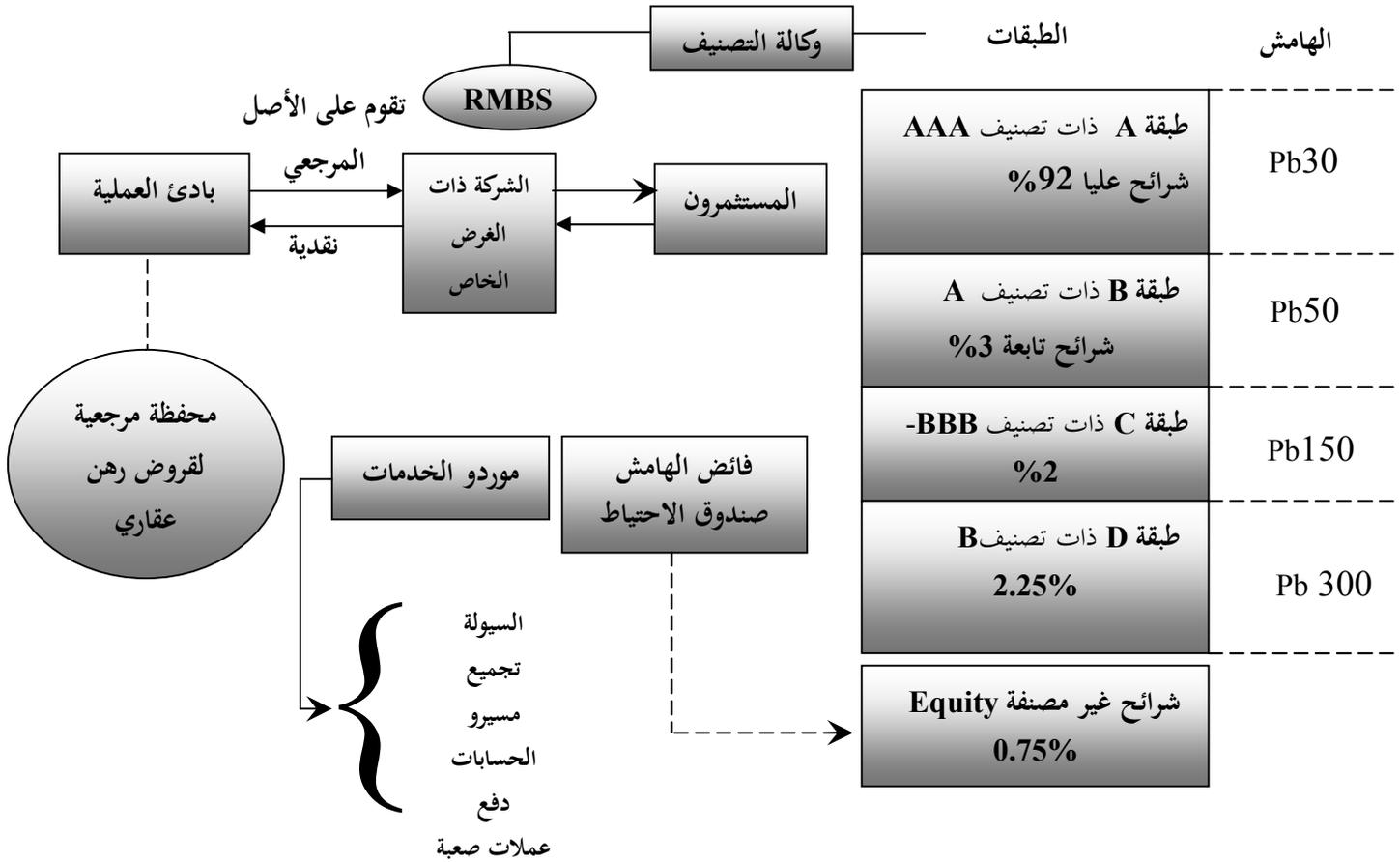
الفصل الثاني: عمليات التوريق من المنظور المصرفي (التقليدي)

5- ضمان من مؤمن (garantie monoline): يمنح هذا الضمان من مؤمن والذي يقوم بتحليل مالي للأصول المرجعية، ووفقا لمخاطرة هذه الأخيرة يحدد مستوى الضمان المالي الذي يمكن تقديمه.

وهناك أشكالاً أخرى لتعزيز الائتمان كاستخدام المشتقات الائتمانية والضمانات الحكومية وخطابات الاعتماد وخطوط السيولة وحق المستثمرين في الرجوع على المصرف⁽¹⁾.

رابعاً: هيكلية السرفاس (فرار التجزئة): تتم هذه التجزئة عن طريق الأخذ بعين الاعتبار تحليل وكالات التصنيف لتحديد نوعية الائتمان لكل حصة مُصدرة، وذلك بالاعتماد على الاحتياطي المشكل لكل حصة أو للحصص التابعة لها، ويمكن تجزئة العملية وفقاً لعدة احتمالات حيث يعتمد اختيار إحداها بشكل أساسي على وضعية السوق المالية واختلاف معدلات الفائدة الممنوحة لمختلف الحصص، وهو ما يمكن توضيحه من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم (18-2): مثال تمويل هيكلية السرفاس (التفريغ) (مثال تمويل مير مباولة من نوع RMBS)



(P b) Point de base نقطة أساس وتساوي 0,01 نقطة مئوية.

Source : Mohamed Damak, le rôle de Standard & Poor's dans le cadre de la finance islamique, II^{ème} forum français de la finance islamique, paris, 26/11/2008, p : 17.

المطلب الثاني: خصائص الاستثمار في المحصن المصرفية من قبل هيئة التوريق

(1)- Janet Tavakoli, op.cit., p: 26.

يتميز الاستثمار في الأوراق المالية المُصدرة في إطار عملية التوريق بمجموعة من الخصائص التي لا بد من توضيحها وتبسيط الضوء عليها، حتى يكون المستثمر على علم بكل ما يحيط بالعملية من أجل إنجاح عملية الاكتتاب فيها.

الفرع الأول: طبيعة الحصص المُصدرة

لا يوجد هناك اختلاف بين مختلف القوانين المنظمة لعمليات التوريق في مختلف الدول على أن الحصص المُصدرة من قبل الشركة ذات الغرض الخاص أو الصندوق المشترك للحقوق هي عبارة عن قيم منقولة ولكن لا بد من تحديد طبيعتها، تمثل هذه الحصص قروضا مملوكة من قبل الصندوق والتي يكون لحامليها حق ملكية جماعية على هذه الأخيرة⁽¹⁾؛ لذا يمكن ملاحظة مميزات الحصص المُصدرة على صعيدين، فهي تشبه الأسهم من جهة كون أن حاملها يتحمل كسريك نتائج نشاط الصندوق، ومن جهة أخرى فإن تسديد المبالغ والفوائد لحاملي الحصص يجعل هذه الأخيرة شبيهة بالسندات.

(أولاً: التقنيات المستخدمة في إصدار الحصص): توجد هناك العديد من التقنيات في هذا المجال، ومن أهمها⁽²⁾:

- 1- مبدأ التحويل: يتم نقل تدفقات الفوائد ورأس المال الناتجة عن القروض دون تعديلات لحاملي الحصص وذلك بعد اقتطاع مصاريف التسيير ومصاريف أخرى؛
 - 2- تقنية تغيير الدورية: تؤدي إلى تعديل وتيرة توزيع الفوائد وعند الاقتضاء وتيرة اهتلاك رأس المال، كما تسمح كذلك بالتكيف مع رغبات المستثمرين فيما يتعلق بدورية المدفوعات؛
 - 3- تقنية التبادل: من خلال هذه التقنية يتم توزيع الفوائد لحاملي الحصص بمعدل مختلف عن المعدل المطبق على القروض الأولية، وكما هو موضح في الجدول أدناه يمكن للهيئة ذات الغرض الخاص اللجوء لإبرام عقد مبادلة لمعدل الفائدة والذي يفضلهُ توزع لحاملي الحصص فوائد محسوبة على أساس معدل متغير؛
 - 5- التجزئة: وتتمثل في إصدار حصص بمعدلات فائدة مختلفة.
- يعطي الجدول الموالي مثالا عن التقنيات المذكورة أعلاه:

الجدول رقم (2-2): التقنيات المستخدمة في إصدار الحصص

الحصص المُصدرة	القروض المملوكة
تحويل: حصص لسنة، فائدة كل ثلاثة أشهر بمعدل ثابت: 25 مليون \$.	قروض بأجل استحقاق سنة
تغيير الدورية: حصص لسنة، فائدة سنوية بمعدل ثابت: 103.75 مليون \$.	المبلغ: 1 مليار \$
مبادلة: حصص لسنة، فائدة كل ثلاثة أشهر بمعدل متغير 0.5% + 3 mois PIBOR.	فوائد كل 3 أشهر 25 مليون \$
تجزئة: فئة أولى 0.9 مليار \$ من الحصص لسنة، فائدة كل 3 أشهر بمعدل ثابت: 20.125 مليون \$ كل 3 أشهر. فئة ثانية 0.1 مليار \$ من الحصص لسنة، فائدة كل 3 أشهر بمعدل ثابت: 4.875 مليون \$ كل 3 أشهر.	

Source : Robert Ferrandier, Vincent Kôen, Marché de capitaux et techniques financières, 4^{ème} édition, Economica, Paris, 1997, p : 176.

(1)- Thierry Granier, Corynne Jaffeux, 2^{ème} édition, op. cit., p : 106.

(2)- Robert Ferrandier, Vincent Kôen, op. cit., p: 175.

ثانياً: إجراءات إصدار الحصص: تختلف إجراءات إصدار الحصص في إطار عملية التوريق في حالة ما إذا كان توظيف حصص خاصاً أو عاماً⁽¹⁾.

1- في الحالة الأولى: يمتلك المستثمرون المستهدفون الخبرة والوسائل الضرورية لتحديد المخاطر المرتبطة بالعمليات على الأدوات المالية وهم على فئتين، فئة المستثمرون المؤسساتيون وفئة الشركات التجارية والمؤسسات العمومية ذات الطبيعة الصناعية والتجارية، حيث يتم إبرام عقد اكتتاب في هذه الحصص بين الشركة المسيرة والمكتبتين؛

2- أما في الحالة الثانية، فبمجرد بدء عرض الحصص للاكتتاب العام يتم تحرير مدونة إخطار من قبل المؤسسين وتكون خاضعة لتأشيرة السلطات النقدية والمالية، وتنقسم هذه المدونة فيما يتعلق بالهيئة ذات الخاص إلى وثيقتين:

أ- "مدونة مرجعية": يتم إعدادها من قبل الشركة المسيرة للصندوق وجهة الإيداع، تتضمن بصفة أساسية قواعد إصدار الحصص وآليات تغطية المخاطر المحتملة؛

ب- "مدونة العملية": تتضمن المعلومات المتعلقة بالحصص بما فيها تصميم الإصدار إضافة إلى البرنامج الزمني والشروط المالية التقديرية للعملية، وبالتالي فهي تقدم وصفا للعلاقات المؤسسة بين مختلف الأطراف وطرق تسويق الحصص المصدرة، ويتم نشر مدونة الإخطار تحت رقابة سلطات سوق الأوراق المالية، لذا فالحصص تُسعر على مستوى هذه السوق وهي قابلة للتداول؛

ثالثاً: أنواع الحصص المصدرة: تُقسم الحصص المصدرة إلى ثلاث فئات وفقاً لأهداف التوظيف وأهداف المؤسسات المتنازلة وهي⁽²⁾:

1- حصص شبيهة بالسندات التقليدية: يتم إصدارها للأجل المتوسط والطويل، وتسدّد عند أجل الاستحقاق مع قسيمة سنوية أو كل ثلاثة أشهر، كما أنها تستفيد بأفضل الضمانات؛

2- حصص شبيهة بمنتجات الادخار: وهي حصص للأجل المتوسط وتمثل أشكالاً متنوعة ذات آجال استحقاق مختلفة وهي تعرف تحت اسم توريق فيما بين المصارف (titrisation interbancaire)؛

3- حصص ذات آجال استحقاق متغيرة: تمثل حصصاً للأجل المتوسط أو الطويل ذات معدل فائدة ثابت في غالب الأحيان، وهي موجهة لهيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة وللمستثمرين المؤسساتيين، حيث يتحمل هؤلاء مخاطر المعدل المرتبط بالتسديدات المسبقة للقروض المؤرقة.

الفرع الثاني: احتياك محفظة القروض

يعد أهم مصدر للتدفقات المالية في إطار عمليات التوريق هي التدفقات الناتجة عن محفظة القروض، لذلك أصبح لعمليات التوريق بعض الخصائص المهمة بالنسبة للمستثمرين في الحصص المصدرة.

(1)- Thierry Granier, Corynne Jaffeux, 2^{ème} édition, op. cit., pp : 102-106.

(2)- Ibid, pp : 45-46.

وعموما فإن اهتلاك الحصص يتبع اهتلاك محفظة القروض، وتسمح الحصص المتتابعة بخلق آجال استحقاق مختلفة والتي يمكن تكييفها حسب متطلبات السوق المالية، تتحمل الحصة ذات الأجل القصير لوحدها اهتلاك محفظة القروض لغاية تسديدها بالكامل ثم يأتي دور الحصة ذات الأجل الأطول وهكذا.

يتم تحديد آجال استحقاق الحصص وفقا لحجم مبالغها، فكلما كانت الحصة ذات مبلغ معتبر كلما كان أجل الاستحقاق أطول⁽¹⁾، كما أن لتواريخ استحقاق القروض المكونة للمحفظة تأثيرا على مدى استقرار التدفقات النقدية الناتجة عن الحصص المصدرة، وتكون سرعة اهتلاك المحفظة مرتبطة بعاملين أساسيين وهما "معدلات التعثر عن التسديد" و"معدلات التسديدات المسبقة".

الفروع الثالث: معدل الفائدة للأصل المالي محل التوريق

إذا كان معدل الفائدة على القروض المكونة للمحفظة متماثلا، فإن سعر الفائدة على الأصل المالي الذي يتم توريقه يكون عادة أقل من سعر الفائدة على القروض بنسبة معينة وتسمى "برسم الخدمة"، وقد تصل نسبته إلى 5%، وعادة ما تقسم رسوم الخدمة بين الجهة المنوط بها خدمة الأوراق المالية التي يتم توريقها والتي تحصل على ما يسمى "برسم خدمة القروض" وبين الجهة الضامنة للفوائد وأصل الدين والتي تحصل على ما يسمى "برسم الضامن"⁽²⁾.

أما إذا كانت المحفظة التي تم توريقها تحتوي على قروض تتباين من حيث معدل الفائدة فعندئذ يكون معدل الكوبون على الأصل محل التوريق أقل من أصغر معدل كوبون على القروض المكونة للمحفظة التي يتم توريقها، وفي حالات أخرى قد يحسب معدل الكوبون للأصل محل التوريق على أساس ما يسمى "بالمتوسط المرجح بالأوزان لمعدل الكوبون" على القروض المكونة للمحفظة، وفي هذه الحالة يكون رسم الخدمة ممثلا في الفرق بين المتوسط المرجح وسعر الفائدة المقرر على الأصل الذي تم توريقه⁽³⁾.

يتم في بعض الدول الأوروبية مثلا حساب كوبون السندات المؤرقة على أساس معدل مرجعي كسعر الفائدة لعمليات الإقراض بين المصارف في لندن مضافا إليه هامشا معيناً، ويرتفع هذا الأخير كلما ازدادت المخاطرة المحتملة وهذا راجع لكون وتيرة تسديد المبلغ الأصلي للسندات غير مؤكدة.

المطلب الثالث: المخاطر المحتملة في عمليات التوريق وكيفية تغطيتها

التوريق كمصدر للتمويل يجب أن يحمل بعض الضمانات للمستثمرين سواء عند الإصدار أو على مستوى السوق المالية، لذا وجب تحديد طبيعة المخاطر التي يمكن أن تنجم عن هذه العملية والتقنيات المناسبة للتغطية، ويوجد هناك نوعين من المخاطر، مخاطر مرتبطة بالمتدخلين في عملية التوريق ومخاطر متعلقة بمحفظة القروض.

(1)- Jean-Pierre De Cormis, Isabelle Roseau, op. cit., p : 2.

(2)- منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص: 448.

(3)- المرجع السابق، ص ص: 449-448.

الفرع الأول: المخاطر المرتبطة بالمرخمين

يعد إعسار أحد المتدخلين مخاطرة حقيقية في عملية التوريق، كما يمكن أن يشكل تراكم الوظائف مخاطرة إضافية لا بد من أخذها بعين الاعتبار، وقد يؤدي هذان العاملان في بعض الأحيان إلى اضطراب في التدفقات النقدية.

أولاً: مخاطرة إعسار المرخمين: يعد إعسار متدخل ضامن في عملية التوريق أمراً محتملاً وهو ما يمثل مخاطرة حقيقية بالنسبة للقروض المتنازل عنها، ففي الحالات العادية يتم تغطية هذه الأخيرة عن طريق تشكيل ضمانات متنوعة، ويتعلق المشكل المطروح بكيفية استخدامها عند حدوث أي ضرر ناتج عن إعسار مقترض أساسي وخاصة إذا كان هذا الأخير بصدد إجراء تصفية قضائية، فمن الممكن أن يستغل الضامن هذا الظرف ولا يقوم بالدفع، كما يمكن أن يتم إدخال ضمن هذه الدعوى المبالغ المحصلة من قبل الهيئة ذات الغرض الخاص خلال الفترة الزمنية المشكوك فيها (وهي الفترة ما بين التوقف عن الدفع وصدور الحكم).

وبنفس الطريقة تكون مخاطرة إعسار المصرف المتنازل متوقعة، حيث يحتفظ في إطار عملية التحصيل بالتدفقات المالية لفترة معينة قبل تحويلها لحساب الهيئة ذات الغرض الخاص المفتوح لدى جهة الإيداع⁽¹⁾؛

ثانياً: (الصعوبات المرتبطة بمرخمين وظائف المرخمين): بالرغم من أن المصرف المتنازل لم يعد المالك للقروض المتنازل عنها والتي أصبحت ملكاً لهيئة التوريق، إلا أنه يبق مسؤولاً عنها حتى بعد توريقها، كما أنه بإمكانه ليس فقط الجمع بين وظائف المسير ومقرض السيولة، بل وحتى الضامن للعمليات المنفذة من قبل المقترضين؛

ثالثاً: خطر اضطراب وتيرة التدفقات النقدية: يوجد نوعين من التسديدات، تتعلق الأولى بتوزيع التدفقات النقدية المجمعة في آن واحد لحاملي الحصص، وأما الثانية فيتتم من خلالها الاحتفاظ بهذه التدفقات أو توزيعها تبعاً لآجال استحقاق الحصص والمحددة عند الإصدار.

لا يوافق البرنامج الزمني لإهلاك القروض المتنازل عنها (تسديدات القروض) عملياً آجال استحقاق الحصص المصدرة، لذا يجب أن تسمح تدفقات القروض بضمان التسديدات لحاملي الحصص⁽²⁾، وفي هذا الإطار يمكن التمييز بين فئتين من الحصص، حيث تستند حصص الفئة الأولى لعمليات التوريق التي يكون فيها إهلاك القروض غير مؤكد بسبب التسديدات المسبقة التي تميزها، وهي تتعلق بعمليات توريق القروض الممنوحة للأفراد^(*) والتي توجد من أجلها خيارات التسديد المسبق مما يؤدي إلى انخفاض مخاطرة عدم التحويل للأموال؛ أما حصص الفئة الثانية فلها آجال استحقاق محددة مسبقاً، فإذا كان المصرف المتنازل هو نفسه المُحصِّل للأموال فمن الممكن أن يتحمل المستثمرين مخاطر تأخر التدفقات المالية العائدة إليهم في حساب المصرف الذي يوظفها لصالحه، حيث بإمكانه أن يجمد مؤقتاً التدفقات الناتجة عن تسديدات المقترضين قبل تحويلها للمستثمرين⁽³⁾.

كما أن لمكافحة تدخلات الشركة المسيرة والضامن وجهة الإيداع أثراً على وتيرة التدفقات الناتجة عن المقترضين.

(1)- Thierry Garnier, Corynne Jaffaux, op. cit., pp : 116-117.

(2)- Sylvie Matherat, Philippe Troussard, op. cit., p :4.

(*)- قروض عقارية وقروض للاستهلاك وقروض سيارات وغيرها من القروض الممنوحة للأفراد.

(3)-Sylvie Matherat, Philippe Troussard, op. cit., p :14.

الفرع الثاني: المخاطر الخاصة بمحفظة القروض

هناك ثلاثة أنواع من المخاطر والمرتبطة بالقروض ويتعلق الأمر ب⁽¹⁾:

أولاً: مخاطرة إعمار المقرضين: ينجم تلقائياً عن تعثر المقترض عن التسديد إجراء بيع الأصل المُمول كما هو عليه الحال في القروض العقارية أو في كل القروض الأخرى، وتعد هذه المخاطرة الأكثر أهمية حيث لا يتم تقييمها فقط تبعاً لنوعية المصدر، ولكن كذلك تبعاً لنوعية القروض المستند إليها والضمانات المرتبطة بها؛

ثانياً: مخاطرة التسديد المسبب: يكتسي تحليل التسديد المسبق أهمية كبيرة تبعاً لطبيعة القروض المدروسة، خاصة بالنسبة للقروض الطويلة الأجل وذات المبالغ الكبيرة، ومع ذلك تبقى هذه المخاطرة أقل خطورة من تلك للتعثر عن التسديد، ومن بين الأسباب المؤدية إلى التسديد المسبق⁽²⁾:

1- التحكيم: يقصد به إعادة تمويل القرض بمعدل ملائم بسبب المنافسة المالية، كما يتعلق أيضاً باستبدال القرض الأولي بقرض آخر بمعدل أو بمبلغ أو بأجل استحقاق مختلف، ويكون هذا الاختيار مشروطاً أساساً عن طريق العلاقة بين رأس المال غير المهتمك للقرض وقيمة التنازل عن الأصل المُمول، وأيضاً عن طريق الفارق بين المعدل الاسمي للقرض والمعدل الحالي المقترح للمقترض لإعادة تمويل قرضه؛

2- التحرك: يتعلق الأمر بتغيير الشروط الأولية للقرض أو بتغيير في محيط المقترض؛

3- الإعسار المغطى: يقصد به تسديد كل القرض أو جزء منه عن طريق تدخل آلية التأمين، وفي الواقع تتضمن بعض القروض إلزامية التأمين عند منحها.

يؤدي التسديد المسبق للقروض المكونة للمحفظة المؤرقة إلى انخفاض العائد لحاملي الحصص، وذلك لأن العائد الحقيقي يمكن أن يكون أقل من ذلك المتوقع خاصة إذا تم التسديد المسبق للقروض ذات معدلات الفائدة الأعلى مما يؤدي إلى انخفاض المعدل المتوسط المرجح لعائد المحفظة.

لذا، فالمتغير المسبب للتسديد المسبق هو معدل الفائدة، حيث يتوقع الدائون حدوث مثل هذه التسديدات في فترة انخفاض معدلاتها⁽³⁾.

الفرع الثالث: تغطية المخاطر

تشكل آلية الضمانات من وجهة النظر المالية العنصر المركزي للتصنيف المقدم من قبل وكالات التصنيف، ويرجع للمصرف المتنازل التحكيم بين مختلف أشكال الضمانات المطلوبة من قبل المنظم.

تستجيب تقنيات التغطية لهدفين، حيث يشكل الضمان بالنسبة للمستثمر عامل تغطية وأمان في حالة إعسار المصرف المتنازل، أما من وجهة نظر هذا الأخير فإن إصدار حصص الهيئة ذات الغرض الخاص والمتجانسة مع الضمانات يسهل الحصول على التصنيف المناسب.

(1)-Thierry Granier, Corynne Jaffeux, 2^{ème} édition, op. cit., pp : 114-118.

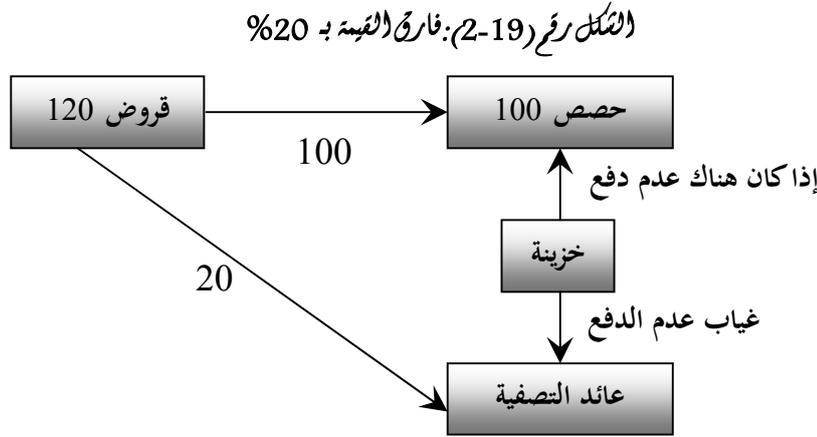
(2) - Charlotte Ferté, Philippe cassette, op. cit., p : 62.

(3) - منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص: 444.

يمكن التمييز بين نوعين من الضمانات⁽¹⁾:

أولاً: الضمانات الدراخمية: ومن أهمها نجد:

1- فارق القيمة (surdimensionnement)^(*): تتمثل هذه التقنية في التعهد للمستثمرين في الحصص المصدرة بمنحهم جزءاً فقط من التدفقات المتولدة عن القروض الأصلية، ففي حالة عدم تسديد القروض فإن التدفقات المتولدة عن المحفظة الأصلية ستتنخفض، لكن التدفقات الموعود بها للمستثمرين لن تتأثر طالما أن هذه التعثرات عن التسديد تبقى أقل من احتياطي الأمان المشكل⁽²⁾، أي أن المحفظة المؤرقة تحتوي على قروض تفوق قيمتها قيمة الحصص المصدرة، مثلما هو موضح في الشكل الموالي:



Source : Charlotte Ferté, Philippe Cassette, De la Securitization à la Titrisation, Editions ESKA, Paris, 1992, p : 74.

يمثل مستوى 20% درجة الحماية لحاملي الحصص، ويحدد هذا الأخير انطلاقاً من توقعات هيئة التوريق ووكالات التصنيف لمعدلات التعثر عن التسديد⁽³⁾؛

2- ضمان مؤسسة الإقراض المتنازلة: يأخذ شكلين رئيسيين وهما الضمان النقدي والضمان على أصول هذه الأخيرة⁽⁴⁾؛

ثانياً: الضمانات الخارجية: هناك آليتان للضمان الخارجي، وهما التأمين والضمان المصرفي واللذان يستعملان لتغطية مخاطر التعثر عن التسديد للمقترضين.

1- التأمين: يكمن دور شركات التأمين في ضمان إصدار الأوراق المالية من قبل هيئة التوريق، حيث تقوم هذه الشركات بتحليل محفظة القروض (نوعية المقترضين والسياسة الإقراضية للمصرف ووتيرة التعثر عن التسديد... الخ) وهي بعض العناصر التي تسمح للمؤمن بإعطاء قبوله أو رفضه للضمان، يكون الإصدار في هذه الحالة مضموناً من قبل

(1)- Charlotte Ferté, Philippe Cassette, op. cit., pp : 75-76.

(*)- Suralimentation

(2)-Joël Bessis, Gestion des risques et Gestion actif-passif des banques, Dalloz, Paris, 1995, p: 277.

(3)- يوجد هناك أيضاً فارق القيمة بالمعدلات والهوامش "surdimensionnement en taux et marges"، فإذا كانت لدينا محفظة قروض عقارية ذات معدل 15% ومكافأة الحصص المصدرة 10% ومصاريف تسبير وتغطية المخاطر 1%، فإن الهامش المتولد بسبب اختلاف المعدلات هو 4% أي (15%-10%-1%) .

(4)-Thierry Granier, Corynne Jaffeux, 2^{ème} édition, op. cit., p : 121.

شركات التأمين خاصة وأنها تتحمل مخاطرة التعثر عن التسديد للمقترضين وكل هذا لصالح حاملي الحصص، وللإشارة فإن شركات التأمين لا تتدخل إلا في حدود مستوى التغطية المحدد من قبل وكالة التصنيف؛

2- الضمان المصرفي: وهو الحصول على ضمان من مؤسسات إقراض تحت شكل كفالة أو خطاب اعتماد، فالمصارف وبالأخص المؤسسات المتنازلة هي أفضل طرف بإمكانه تقدير أو تقييم مخاطرة التعثر عن التسديد لمقترضهم، كما يمكن للمصرف المتنازل أن يتكفل بالضمان ويلتزم بإعادة شراء جزء من القروض في حالة التعثر عن التسديد، وهذه الصيغة أهلت من قبل الأمريكيين على أنها توريق مع حق الرجوع (titrisation avec recours)⁽¹⁾.

ملحوظة: في الجزائر تتوفر شركة إعادة التمويل للرهن العقاري على طريقتين أساسيتين لإعادة تمويل محافظ القروض الرهنية وهما⁽²⁾:

✓ إعادة التمويل "مع حق الرجوع": بإمكان الوسيط المعتمد الحصول على المبالغ المطلوبة لإعادة تمويل القروض التي قدمها في إطار تمويل السكن في حدود 80% من الضمانات المقدمة لذلك وتبقى القروض ضمن موجودات الوسيط المعتمد، وبذلك فإن هذا الأخير يتحمل كل المخاطر المتعلقة بالقروض الممنوحة في إطار تمويل السكن، وللإشارة فإن جميع الرهونات العقارية والتأمينات تبقى مسجلة باسم الوسيط المعتمد؛

✓ إعادة التمويل "بدون حق الرجوع": في إطار هذه الطريقة بإمكان الوسيط المعتمد الحصول أيضا على المبالغ المطلوبة في إطار إعادة التمويل للمحافظ العقارية التي تم تمويلها في إطار القروض السكنية، وذلك بعد إتمام تحويل جميع الرهونات والضمانات الأخرى باسم شركة إعادة التمويل الرهني، حيث تتحمل هذه الأخيرة جميع المخاطر المتعلقة بالقروض التي تمت إعادة تمويلها بشرط أن⁽³⁾:

- ❖ يتعهد الوسيط المعتمد بالاستمرار في إدارة القروض المتنازل عنها لفائدة الشركة مقابل عمولة يتم الاتفاق عليها بين الطرفين؛
- ❖ أن يوقع الوسيط المعتمد مع الشركة عقدا يتضمن إدارة واسترداد المبالغ المستحقة من العملاء؛
- ❖ أن يوقع الوسيط المعتمد مع الشركة عقدا يتضمن عملية التنازل على المحافظ العقارية، وفي كل الظروف يخضع هذان العقدان للتفاوض ما بين الشركة والوسيط المعتمد؛

المطلب الرابع: طرق تقييم محفظة القروض والمورقة والأوراق المالية المصدرة

تختلف طرق تقييم القروض المراد توريقها من هيئة توريق إلى أخرى، حيث تخضع هذه القروض لاختيار دقيق وتتخذ العديد من العوامل بعين الاعتبار كمعدل الفائدة^(*) ووضعية المقترضين والمدة المتبقية لتسديد القروض، إضافة إلى خيار التسديد المسبق والذي يعود للمصدر قرار دجه في شروط إطلاق العملية، وهناك عوامل أخرى كتاريخ ووتيرة التسديد^(**). سيتم من خلال هذا المطلب إعطاء أمثلة عن طرق تقييم محفظة القروض والأوراق المالية المصدرة في إطار عملية التوريق.

(1)- Michèle Ceresoli, Michel Guillaud, op. cit., p : 66.

(2)- Guide pratique pour Le refinancement des crédits au logement, SRH, 2004, pp : 8-9.

(3)- Ibid, p : 9.

(*)- حتى تتم عملية توريق قرض، يجب أن يكون معدل الفائدة الاسمي أعلى من المعدل السوقي والذي ستنتم على أساسه عملية المفاوضات، والفارق في المعدل سيوجه لمكافأة المستثمرين في الحصص المصدرة ومختلف المتدخلين في العملية.
(**)- دورية التسديد (شهرية أو فصلية أو سداسية أو سنوية).

الفرع الأول: مؤشرات محفظة القروض

تكتسي العوامل المذكورة سابقا أهمية كبيرة في تشكيل محفظة قروض متجانسة، حيث أن معالجة قروض متنوعة في إطار نفس المحفظة لا يعني معالجة كل قرض على حدة، ولكن الصيغة المطبقة في هذا الإطار هو جمع كل القروض في قرض تركيبى (prêt synthétique) يسمح بإعطاء أهم الخصائص المتعلقة بسلوك المحفظة⁽¹⁾.

أولاً: رأس المال المتبقي المستحق (CRD) (Capital Restant Dû): يمثل المبلغ المتبقي للتسديد من القرض الممنوح للمقترض، ويتم حسابه انطلاقاً من الصيغة التالية:⁽²⁾

$$CRD_j(t) = C - P_t$$

حيث:

$CRD_j(t)$: رأس المال المتبقي المستحق للقرض (j) بعد (t) من التسديدات؛

C: القيمة الاسمية للقرض الأولي؛

P_t : رأس المال المسدد بعد (t) من التسديدات؛

وعليه يكون رأس المال المتبقي المستحق للمحفظة كما يلي:

$$CRD_{pool}(t) = \sum_{j=1}^K CRD_j(t) \times A_j$$

حيث:

$CRD_{pool}(t)$: رأس المال المتبقي المستحق للمحفظة في الفترة (t)؛

$CRD_j(t)$: رأس المال المتبقي المستحق للقرض (j) في الفترة (t)؛

K: عدد القروض؛

A_j : الترجيح المتعلق بمبلغ القرض (j) من مجمل المحفظة.

والصيغة التي تسمح بحساب رأس المال المسدد في الفترة (t) هي:

$$P_t = P_1 \times \frac{(1 + i_m)^t - 1}{i_m}$$

حيث:

P_1 : أول أصل يتم تسديده؛

i_m : المعدل الشهري الثابت للقرض (مساوٍ لـ $I/12$ من أجل معدل سنوي I)؛

(1)- Michèle Ceresoli, Michel Guillaud, op. cit., p : 86.

(2)- Ibid, pp : 91-92.

t: عدد التسديدات.

ثانياً: (المعدل المتوسط المرجح) (TMP) (Taux Moyen Pondéré): ويمثل معدل الفائدة المركب والمحصل عليه عن طريق متوسط المعدلات لمختلف القروض المرجحة عن طريق مبالغها بالنسبة للمحفظة المشكلة من (N) قرض⁽¹⁾:

$$TMP = \sum_{i=1}^N T_i \times \frac{CRD_i}{CRD}$$

مهم:

T_i : معدل الفائدة للقرض (i)؛

CRD_i : رأس المال المستحق المتبقي للقرض (i)؛

CRD : رأس المال المستحق المتبقي لكل المحفظة والنتاج عن مجموع (CRD) لكل قرض؛
ويتنوع هذا المعدل تبعاً للتسديدات المسبقة المنفذة من قبل المقترضين.

ثالثاً: (أجل الاستحقاق المتوسط المرجح) (EMP) (Echéance Moyenne Pondéré): و يمثل قياس اهتلاك القرض المركب، وهو يشير إلى فترة الحياة المتبقية للمحفظة وذلك منذ إصدار القروض عن طريق ترجيح كل قرض برأس المال المتبقي المستحق الخاص به.

$$EMP(t) = \frac{\sum_{i=1}^N (E_i - t) \times CRD_i(t)}{CRD(t)}$$

مهم:

$EMP(t)$: أجل الاستحقاق المتوسط المرجح للمحفظة خلال الفترة (t)؛

E_i : أجل استحقاق القرض (i)؛

$CRD(t)$: رأس المال المتبقي المستحق للمحفظة لفترة (t).

الفرع الثاني: مميزات الأوراق المالية المصدرة

سيوسع إصدار الأوراق المالية في إطار عمليات التوريث من تشكيلة وسائل إعادة التمويل المقدمة للمؤسسات المانحة للقروض، كما سيساهم في خفض تكلفة مواردها، وهناك خصائص أخرى تميز الأوراق المالية المصدرة وهي⁽²⁾:

(أولاً: متوسط الأجل) (Durée de Vie Moyenne): وهي فترة الحياة المحتملة للورقة المالية مع الأخذ بعين الاعتبار أجل استحقاق القرض، وتعطى صيغة حساب متوسط الأجل بالعلاقة التالية:

(1)- Antoine Frachot, Christian Gouriéroux, op. cit., p : 185.

(2)- Ibid, p : 186.

$$DVM = \frac{\sum_{t=1}^N t \times F_t}{\sum_{t=1}^N F_t}$$

حيث:

F_t : تدفق رأس المال في الفترة (t)؛

t: الفترة الزمنية المعنية؛

N: أجل إستحقاق القرض.

نانياً: الأمد (Duration): يقيس المدة المتوسطة المرجحة التي يجب أن تمضي حتى يتم تسديد قيمة الورقة المالية (فوائد + رأس المال) عن طريق التدفقات الناتجة عن محفظة القروض خلال الفترة (t)، ويتم حسابه بالعلاقة التالية:

$$D = \frac{\sum_{t=1}^N t \times F_t \times (1+i)^{-t}}{\sum_{t=1}^N F_t \times (1+i)^{-t}}$$

حيث:

D: الأمد؛

F_t : التدفق النقدي خلال الفترة (t)؛

t: الفترة المعنية؛

i: معدل الفائدة السوقي؛

ثالثاً: الحساسية (Sensibilité): وهي تعبر عن العلاقة السلبية بين تغيرات معدلات الفائدة وتغيرات أسعار الأوراق المالية وتعطى بالعلاقة: (1)

$$S = \frac{\Delta P / P}{\Delta i}$$

حيث:

S: الحساسية؛

$\Delta P / P$: التغير في أسعار الأوراق المالية؛

(1)-Philippe Desbrières, Evelyne Poincelot, **Gestion de trésorerie**, Edition Management, Paris, 1998, p : 116.

P: سعر الورقة المالية؛

Δi : التغير في معدل الفائدة.

يوضح الجدول الموالي بعض خصائص الحصص المصدرة من قبل هيئة التوريق.

الجدول رقم (2-3): أهم مميزات الحصص المصدرة من قبل هيئة التوريق

نوع الحصة	عدد الحصة	التصنيف	القيمة	معدل الفائدة	تاريخ الاستحقاق	متوسط الأجل	الأمد
الفئة 1	-	AAA	-	LIBOR	-	-	-
الفئة 2	-	AAA	-	LIBOR + 0.1%	-	-	-
الفئة 3	-	A	-	LIBOR + 0.5%	-	-	-
المجموع	-	-	-	-	-	-	-

المصدر: من إعداد الطالبة.

الفرع الثالث: طرق تقييم الأوراق المالية المصدرة

من الصعب معالجة كل المعلومات المتعلقة بكل قرض من القروض المكونة للمحفظة، لذا يتم تجميعها في قرض تركيبي بأجل استحقاق واحد وبمعدل فائدة يُتوصل إليه عن طريق متوسط المعدلات لمختلف القروض المرجحة عن طريق مبالغها في إطار المحفظة^(*)، وتظهر مميزات الأوراق المالية الناتجة عن القروض المؤرقة قريبة من تلك للسندات (متوسط الأجل والأمد والحساسية... الخ)⁽¹⁾، وتوجد هناك عدة طرق لتقييم الأوراق المالية في إطار عملية التوريق ومنها:

أولاً: الطرق الإيسولارية: سيتم التطرق لكيفية استخدام هذه الطريقة في تقييم محفظة الأوراق المالية من نوع الهيكل الناقل، وذلك بوضع الفرضيات التالية⁽²⁾:

- 1H: قروض المحفظة المؤرقة ذات معدل فائدة ثابت والتسديد يتم عن طريق أقساط شهرية ثابتة؛
- 2H: تمت هيكل الأوراق المالية المصدرة تحت شكل هيكل ناقل، أي أن التسديدات المحصلة من قبل المقترضين تمر مباشرة للمستثمرين⁽³⁾؛
- 3H: يمكن تحديد التسديدات المسبقة خلال فترة معينة.

1- تحليل التدفقات النقدية في حالة غياب التسديدات المسبقة: سيتم التطرق لكيفية تقدير التدفقات النقدية المسددة من قبل المقترضين وتلك المحصل عليها من قبل المستثمرين في الأوراق المالية الناقل للتدفقات النقدية. ليكن (K) المبلغ الاسمي لمحفظة القروض والمعطى بالصيغة التالية:

(*) - قد تختلف مكونات محفظة القروض محل التوريق من حيث: سعر الفائدة وتاريخ استحقاقها وعدد القروض المكونة لها وتوزيعها الجغرافي واحتمال التسديد المسبق والظروف الشخصية للمقترضين، وكل هذه المتغيرات لها تأثير على نمط التدفقات النقدية للأصول المالية التي يتم توريقها.

(1)- Antoine Frachot, Christian Gouriéroux, op. cit., p : 175.

(2)- Ibid, p : 176.

(3)- يتم تقييم الحصص المصدرة ذات معدل متغير بنفس الطريقة، حيث تمثل هذه الحصص حقا سواء على محفظة قروض ذات معدل ثابت أو متغير، إلا أن فرضيات التسديد المسبق تختلف في الحالتين، لمزيد من المعلومات الرجوع إلى: Charlotte Ferté, Philippe Cassette, op. cit., pp. 93-100.

$$K = \sum_{j=1}^M \frac{A_j}{(1+t)^j}$$

حيث:

A_j : التسديدات الشهرية من رأس المال والفوائد والمحصلة من المقترضين؛

M : المدة المتبقية لمحفظه القروض والمعبر عنها بالأشهر؛

t : المعدل الشهري المدفوع من قبل المقترضين.

وتجمع التدفقات النقدية المحصلة من قبل المستثمرين (CF_i) خلال مدة حياة الورقة المالية تسديدات الفوائد ورأس المال، ويمكن صياغتها كما يلي:

$$CF_i = A - s \times CRD_{i-1}$$

حيث:

A : التسديدات الشهرية للمقترضين، وتكون الفوائد الصافية المدفوعة في الشهر (i) للمستثمرين (I_i) مساوية ل:

$$I_i = (t - s) \times CRD_{i-1}$$

حيث:

t : المعدل الشهري المدفوع من قبل المقترضين؛

s : المعدل الشهري المدفوع مقابل خدمة القرض؛

CRD_{i-1} : رأس المال المتبقي في نهاية الشهر ($i-1$).

ومن جهة أخرى تحسب التسديدات الصافية لرأس المال المسدد في الشهر (i) كما يلي:

$$P_i = CF_i - I_i$$

أما التدفقات النقدية الناتجة عن محفظة القروض والمستحقة لكل شهر (i) فيمكن حسابها بالعلاقة التالية:⁽¹⁾

$$A_i = A = K \times \frac{t}{[1 - (1+t)^{-m}]}$$

ويحسب رأس المال المستحق المتبقي لكل شهر على النحو التالي:

$$CRD_i = K \times \frac{[(1+t)^m - (1+t)^i]}{(1+t)^m - 1}$$

(1)- Michèle Ceresoli, Michel Guillaud, op. cit., p : 91

وعليه، يمثل رأس المال المتبقي المستحق جزءاً متناقصاً من مدة حياة محفظة القروض المورقة؛

2- تحليل التدفقات النقدية في حالة التسديدات المسبقة: يمكن ممارسة خيار التسديد المسبق المرتبط بالقرض من قبل المقترضين في أية لحظة، ويميز هذا الخيار بين ورقة مالية ناتجة عن قرض مُورق وسند تقليدي، وسيتم التطرق لأبسط طريقة من حيث المبدأ وهي طريقة التسديد المسبق بمعدل ثابت، وذلك بفرض أنه وفي كل شهر يهتك جزء (Q) من محفظة القروض بطريقة مسبقة ويتم تقدير هذا الأخير وفقاً لتوقعات تطور معدل الفائدة⁽¹⁾.

سيتم تحليل التدفقات النقدية على النحو المذكور سابقاً مع فرق وحيد والذي يتمثل في دمج التسديدات المسبقة في حساب التسديدات الشهرية ورأس المال المتبقي المستحق:

$$CRD_i^* = (1 - Q)^i \times CRD_i$$

$$A_i^* = (1 - Q)^i \times (A_i + Q \times CRD_i)$$

مبشر:

CRD_i^* : رأس المال المتبقي المستحق للشهر (i) مع الأخذ بعين الاعتبار التسديدات المسبقة؛
 A_i^* : التسديدات الشهرية المدفوعة من قبل المقترضين في الشهر (i) مع الأخذ بالحسبان التسديدات المسبقة؛
 Q: الجزء المهتك من القروض بطريقة مسبقة؛

ثانياً: الطرق الإحصائية: هناك عدة نماذج والخاصة بقروض الرهن العقاري، ومنها:

1- نموذج الإدارة الفدرالية للسكن (FHA):^(*) كان هذا النموذج ولمدة طويلة المعيار الأكثر استعمالاً في مجال التنبؤ بالتسديدات المسبقة بفضل الدراسات الإحصائية لقروض الرهن العقاري ذات آجال استحقاق تتراوح ما بين 15 و 30 سنة، حيث تقدم الإدارة الفدرالية جداول تعميم والتي تعطي احتمال الحياة لقرض لغاية السنة N، وهذا النموذج هو اليوم أقل استعمالاً لأنه مؤسس على معيار واحد وهو عمر القرض، كما أنه لم يدمج تغيير سلوك العائلات في عمليات التنبؤ بالتسديدات المسبقة؛

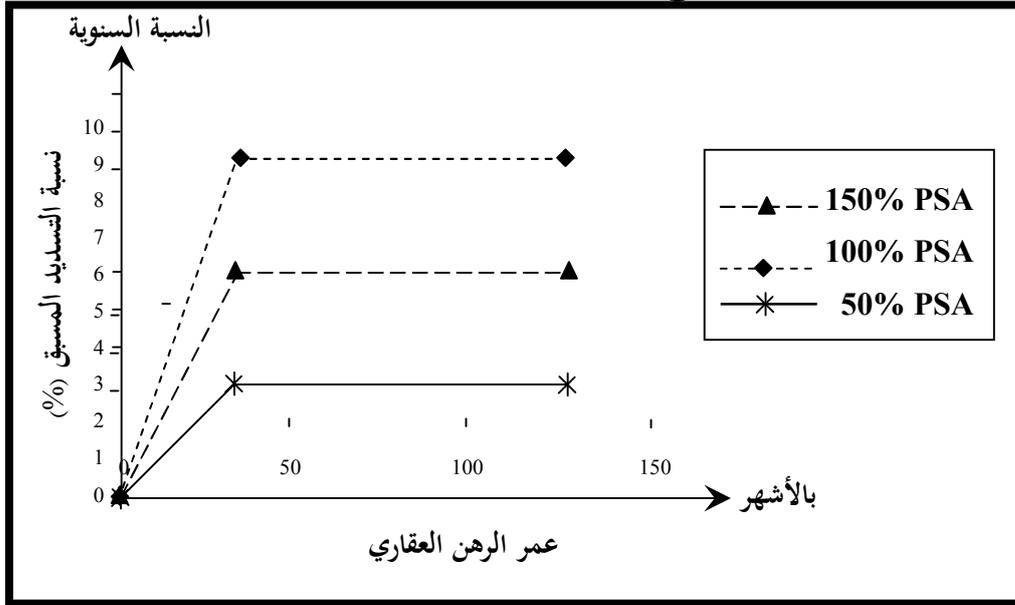
2- نموذج التسديد المسبق بمعدل ثابت (modèle de remboursement anticipé à taux constant) (TC): ينطلق هذا النموذج من مبدأ أن هناك نسبة (P) من المحفظة ستهتك بطريقة مسبقة تبعاً لتطورات معدلات الفائدة، وتعد هذه الطريقة بسيطة، ولكن يكمن المشكل الوحيد المطروح في مدى الحصول على تقدير جيد للنسبة (P) علماً أنها غير مستقرة ويزداد تطايرها على المدى الطويل، وقد بينت بعض البحوث أنه خلال السنوات الأولى لوجود القرض تكون معدلات التسديدات المسبقة جد ضعيفة ثم تبدأ بعد ذلك بالارتفاع إلى أن تصل إلى مستوى معين؛

(1)- Ibid, p: 93.

(*) - Federal Housing Administration.

3- النموذج المعياري (PSA)⁽¹⁾: يشبه لحد كبير النموذج السابق، ولكن بفرض أن الاحتمال (P) للتسديد المسبق يزداد سنويا بشكل خطي بـ 0.2% انطلاقا من الشهر الأول لغاية الشهر 30 من وجود القرض وبعد 30 شهرا يستقر المعدل عند 6%. كان هذا النموذج جد منتشر بالولايات المتحدة حتى أنه أصبح يؤخذ كمعيار في إطار التنبؤ بمعدل التسديد المسبق تبعا لمختلف الاحتمالات الممكنة في إطار معدل الفائدة، كما يتم استعمال النسب الخاصة بهذا النموذج من قبل هيئات التوريق⁽²⁾. وكما هو موضح في الشكل الموالي يمثل المنحنى الأول 50% من النموذج المعياري بمعنى أنه يوافق نسبة قصوى للتسديد المسبق تقدر بـ 3%:

الشكل رقم (20-2): النموذج المعياري للتسديد المسبق



Source : Pierre Gensse, Patrick Topsacalian, **Ingénierie financière**, 2^{ème} édition, Paris, Economica, 2001, p.327.

4- الطرق الاحتمالية لتقييم الأوراق المالية: أثبتت التجارب أن تسديدات القروض تتأثر بتغيرات المحيط المالي كتغير معدلات الفائدة، ففي حالة انخفاض هذه الأخيرة يحاول المقترضون إعادة تمويل قروضهم وتسديد إقتراضاتهم الأولية وهو ما يتسبب في ارتفاع معدلات التسديدات المسبقة التي تؤثر بدورها على حاملي الأوراق المالية، حيث أنها تخفض من ربحية استثماراتهم وهو ما يتطلب استعمال الموازنة طرق إحصائية ومدخل احتمالي موجه نحو البحث عن تصميم سلوك هاته المنتجات مع الأخذ بعين الاعتبار هيكل منحني معدلات الفائدة⁽³⁾، من بين هذه النماذج:

أ- نموذج " Eduardo Schwartz " و " Walter Torous " : باحثان أمريكيان قاما بتطوير نموذج لتقييم الأوراق المالية المضمونة برهن عقاري وذلك بدمج كثافة التسديدات انطلاقا من المعطيات الصادرة من (Ginnie.Mea)، حيث يسمح نموذجهما بإيجاد الاحتمال الشرطي لتسديد القرض تبعا لعمره، ولكن من بين سلبيات هذا النموذج هو افتراضه وجود خيار وحيد مرتبط بالأصل المالي وأن هذا الخيار ممارس بطريقة رشيدة، وهذا الافتراض غير واقعي في حالة التمويل العقاري ولا يمكن تطبيقه؛

(1)- Public Securities Association.

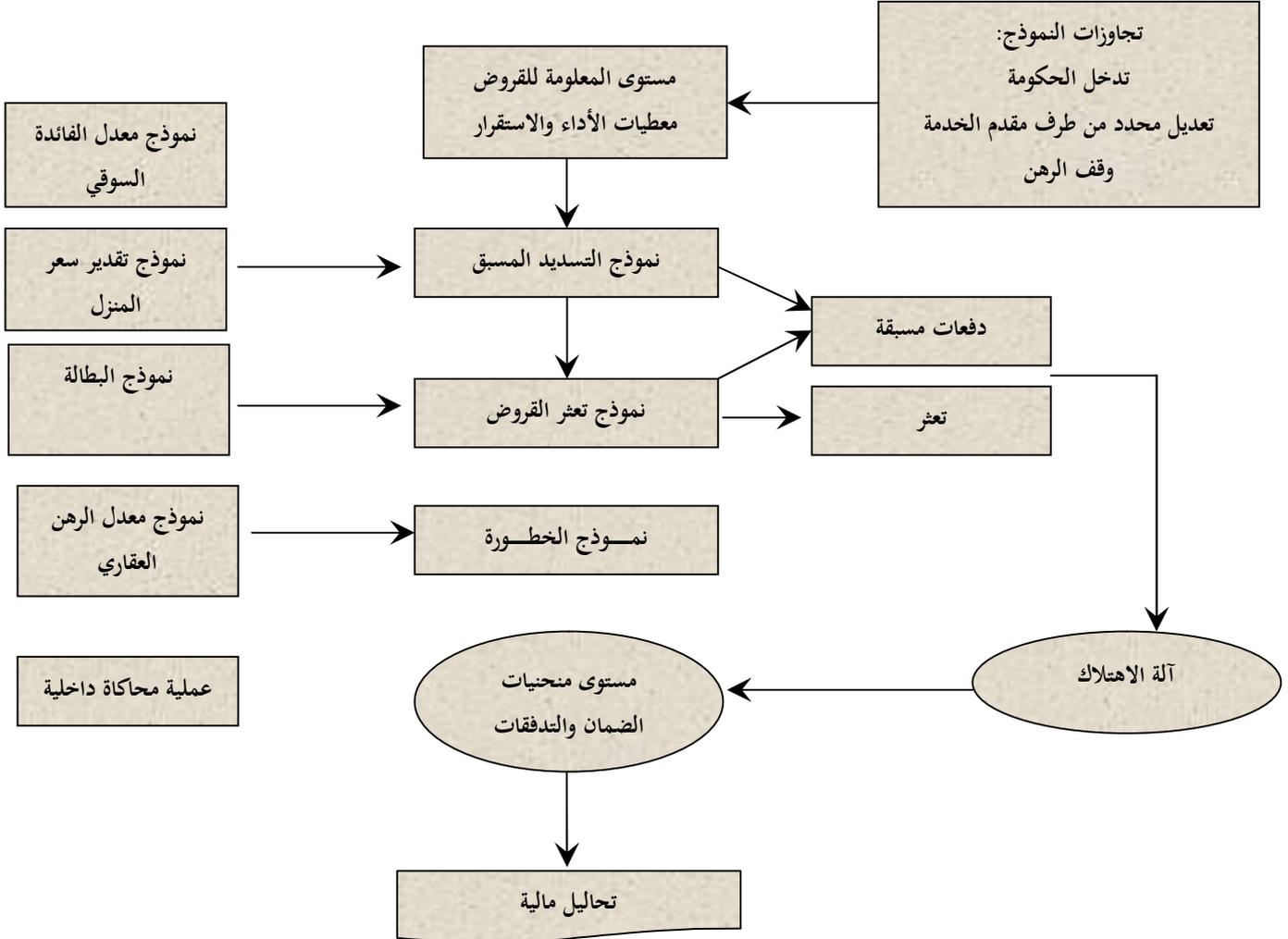
(2)- Pierre Gensse, Patrick Topsacalian, op. cit., p : 327.

(3)- Ibid, p.328.

ب- نموذج "Kenneth Dunn" و"John Mc Connell": باحثان أمريكيان طوروا نموذجا يسمح بتقييم الأوراق المالية من نوع الهيكل الناقل والمصدرة من قبل (Ginnie.Mea) حيث درسا أثر التسديدات المسبقة على العائد المحتمل منها.

قالا: **نموذج شركة Range Mark Financial Services**: وهو ما يوضحه الشكل الموالي:

الشكل رقم (21-1): نموذج شركة Range Mark Financial Services لتقييم الأوراق المالية المصدرة في إطار عمليات التوريق



Source: Range Mark Financial Services, measuring risk of securitized products, 2010, p: 5.

ملاحظة: يتم في إطار عمليات التوريق ترتيب أولويات التسديد كما هو موضح في الشكل الموالي:

الشكل رقم (22-2): أولويات التسديد في إطار عمليات التوريق



(*) - أو صندوق الاحتياط والذي يتم تكوينه في إطار عمليات التوريق كضمان للتسديدات المنفذة لحاملي الحصص المصدرة.

Source: Hicham karzazi, **La titrisation, Séminaire sur « La titrisation : Une Stratégie de distribution »**, organisé par la Banque Internationale Arabe de Tunisie (BIAT), Tunis le 7/2/2006, p : 7.

المطلب الخامس: مساهمة التوريق في إدارة المخاطر المصرفية

يمثل التوريق تقنية لتحويل المخاطر المرتبطة بالأصول المؤرقة وخاصة تلك للقروض، حيث هناك ثلاثة أنواع من المخاطر والتي يمكن أن ترتبط بأي قرض ممنوح من قبل أي مؤسسة مالية وهي مخاطرة التعثر عن التسديد ومخاطرة التحويل والتي تشمل كلا من مخاطر المعدل والسيولة، وأخيرا مخاطر التسديد المسبق خاصة في حالة انخفاض معدلات الفائدة⁽¹⁾.

يؤدي التوريق إلى التمويل عن طريق جانب الأصول للميزانية وذلك بتحويل أصول غير سائلة إلى أوراق مالية قابلة للتداول على مستوى السوق المالية، ويشبه هذا التحويل عقد مبادلة للقروض مقابل أوراق مالية والذي يتضمن وجود تدفقين نقديين، تدفق مرتبط بشراء محفظة الأصول وبالموارد الناتجة عن إصدار القيم المنقولة، وتدفع آخر موجه لمكافأة حاملي الحصص.

وهناك عدة أسباب دفعت بالمؤسسات المصرفية للجوء إلى التوريق، وهو ما أدى إلى ظهور عدة أشكال من هذا الأخير وإلى ارتفاع إصداراته في كثير من دول العالم.

الفرع الأول: أشكال التوريق

هناك عدة أسباب تدفع بالمصرف لإجراء تنازل عن جزء من أصوله واللجوء لعمليات التوريق، ومن بينها الحاجة لإعادة التمويل أو من أجل إدارة فعالة لمخاطر القروض أو أي انشغال آخر بهدف تعديل هيكل الميزانيات المصرفية، ومن هذا المنطلق يمكن التمييز بين عدة أشكال من التوريق.

أولاً: التوريق الرفاعي والتوريق الجمهوري: سيتم التطرق في هذا الإطار إلى نوعين من التوريق، وذلك تبعاً للأهداف والنتائج المرجوة من قبل المصرف المتنازل⁽²⁾:

(1)- Robert Ferrandier, Vincent Kôen, op. cit., p :170.

(2)- Thierry Azarchs, **Titrisation quel impact sur la solvabilité des banques ?**, Banque Magazine, N° 638 juillet/août 2002, p : 22.

1- التوريق الدفاعي (Titrison defensive): يستخدم هذا النوع خاصة من قبل مؤسسات الإقراض من أجل التصدي لأي تطور غير ملائم في محيطها، ويمكن ذكر ثلاثة أسباب رئيسية للجوء لهذا النوع من التوريق وهي:

أ. انخفاض التصنيف على مستوى أسواق رؤوس الأموال؛

ب. إعادة هيكلة محفظة القروض؛

ج. تحسين منتظم لنسبة الملاءة المالية للمصارف؛

2- التوريق الهجومي (Titrison offensive): يهدف إلى تحسين جانب المخاطرة للمؤسسة المتنازلة ورفع ربحية أموالها الخاصة، والوصول لهذا الهدف له أهمية كبرى لذا فهناك تمييزا آخر من منظور تحويل المخاطر:⁽¹⁾

أ. توريق الميزانية (Titrison de bilan): يتمثل في إسناد المصرف لقروض والتي تبقى في جانب الأصول لميزانيته من أجل إصدار أوراق مالية قابلة للتداول في جانب الخصوم، وهذا النوع من الإسناد المحتفظ به بإمكانه أن يسمح بتغطية مخاطرة معدل الفائدة أو الاحتفاظ به في مستوى أقصى محدد مسبقا؛

ب. توريق خارج الميزانية (Titrison hors bilan): يترجم عن طريق تحويل القروض المؤرقة نحو هيئة تم إنشاؤها لهذا الغرض والتي تضمن مخاطرة الإمضاء وتستفيد من تدفقات التسديدات المتولدة عن طريق هاته القروض، والتي تحصل على التمويل عن طريق إصدار أوراق مالية، وهذا النوع من التوريق هو السائد في الدول الأنجلوساكسونية؛

ج. التوريق المنحس خيار الحماية (التسوية): يسمح هذا الخيار عموما بإعادة شراء القروض المؤرقة من قبل المصرف المصدر عندما يصل الرصيد المتبقي للأموال تحت حد أدنى معين، وفي حالة توريق تركيبي فإن هذا الخيار يمكن أن يأخذ شكل انقضاء حماية القرض؛

ثانيا: التوريق التركيبي: ظهرت المشتقات الائتمانية بالولايات المتحدة الأمريكية في بداية سنوات التسعينيات من القرن الماضي، وقد تم استعمالها بصفة كبيرة من قبل المصارف في إطار عمليات التوريق كأداة لتسيير الميزانية، ويسمح هذا الجمع بإدارة أفضل لمخاطر القروض ذات الحجم المعتبر واستغلال آثار التنوع، وسيتم التطرق لاستخدام هذه المشتقات في إطار عمليات التوريق من أجل إدارة أفضل لمخاطر القروض المصرفية.

1- ظهر مصطلح مشتقات القرض لأول مرة سنة 1992 خلال ملتقى للرابطة الدولية لعقود المبادلة والمشتقات⁽²⁾ (ISDA)*، وتهدف هذه مشتقات إلى تحويل مخاطرة القروض بصفة كلية أو جزئية لطرف آخر ولكن مع الاحتفاظ بملكية القروض، لأن الاشتقاق (la dérivation) يقوم على فصل المخاطر عن دعامتها ومعاملتها على حدة⁽³⁾؛

(1)- Christian De Boissieu, **La titrison une mise en perspective**, revue d'économie financière, N° 62, Septembre 2000, p : 2.

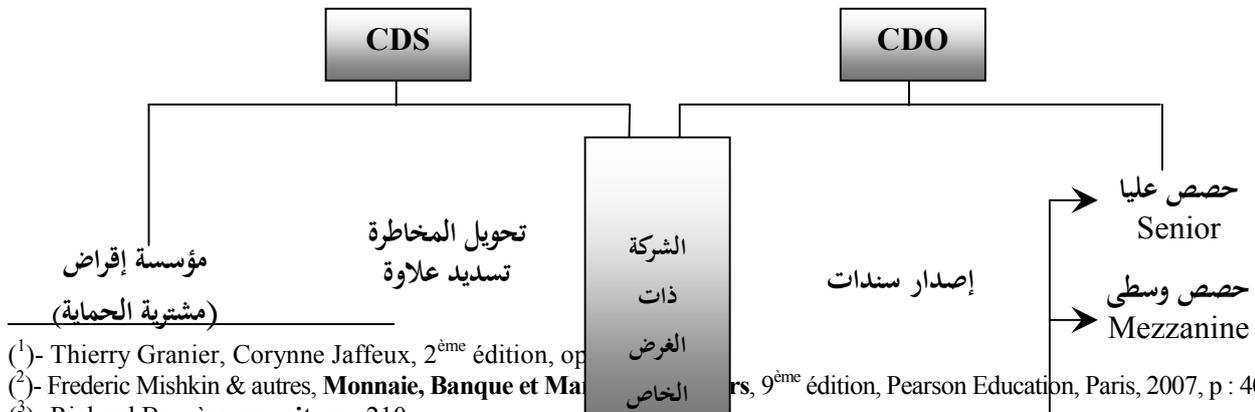
(2)- Richard Bruyère, **Les produits dérivés de crédit**, Economica, Paris, 1998, p : 3.

(*) -International Swaps and Derivatives Association.

(3)-Jean-Louis Besson, **marchés, banques et politique monétaire en Europe**, Presses Universitaire de Grenoble, Paris, 2003, p : 20.

- 2- تستخدم المصارف هذه المشتقات في إطار ما يسمى بالتوريق التركيبي (titrisation synthétique)، حيث يتنازل المصرف في إطار عملية توريق تقليدية عن قروضه للشركة ذات الغرض الخاص التي تمول امتلاكها لهذه الأخيرة عن طريق إصدار أوراق مالية، أما في إطار عملية توريق تركيبي لا يوجد تنازل عن القروض ولكن يوجد هناك تحويل للمخاطر المرتبطة بها عن طريق المشتقات الائتمانية⁽¹⁾؛
- 3- يقوم المصرف ببيع مخاطرة القروض مباشرة لطرف آخر والذي يمكن أن يكون مصرفا آخر أو هيئة لهذا الغرض، وفي الحالتين يدفع علاوة نظير تحمل هذا الطرف مخاطر التعثر عن تسديد القروض، وللإشارة فإن المشتقات الائتمانية في هذه الحالة على عكس المشتقات المعتادة، تستند الحماية على محفظة أوراق مالية وليس على قرض معزول؛
- 4- يقوم المصرف بإبرام مشتق قرض من درجة عليا (rang senior) مع طرف مقابل لتغطية حوالي 90% من محفظة القروض، وبالموازاة يتم إبرام مشتق قرض آخر ذا درجة أقل (rang junior) مع الشركة ذات الغرض الخاص يغطي المحفظة بحوالي 10%⁽²⁾، وتقوم الشركة بعد ذلك بإصدار عدة فئات من الأوراق المالية الممثلة للمخاطر المتحملة، حيث تكون كل واحدة منها محل عملية تصنيف؛
- 5- لتأمين هذه العملية تقوم الشركة ذات الغرض الخاص باستثمار ناتج الإصدار في أوراق مالية دون مخاطرة كالسندات الحكومية والتي توظف في حساب أوراق مالية (compte de titres) المفتوح باسمها طيلة مدة العملية، كما يتم رهن هذه الأوراق المالية لصالح مشتري الحماية (المصرف)⁽³⁾، والهيكلة التي تم وضعها هي من نوع سندات دين برهن (CDO)^(*) وهي في غالب الأحيان عبارة عن سندات ذات عائد مرتفع والتي تعد كضمان لفائدة المشتقات الائتمانية من نوع عقود المبادلة على التعثر (CDS)، ولقد عرف سوق سندات الدين برهن تغيرات كبيرة منذ 1990، حيث سمحت تكنولوجيا التوريق بإخراج القروض خارج ميزانية المصارف وهو ما سمح لها بتخفيض المخاطر وذلك باستخدام هذه المشتقات⁽⁴⁾.
- يوضح الشكل الموالي أهم مراحل عملية التوريق التركيبي.

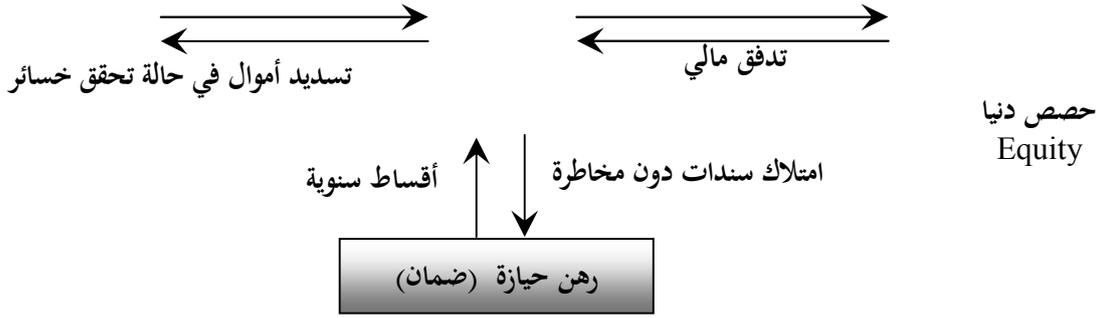
الشكل رقم (23-2): (التوريق التركيبي)



(1)- Thierry Granier, Corynne Jaffaux, 2^{ème} édition, op. cit., p : 210.
 (2)- Frederic Mishkin & autres, **Monnaie, Banque et Marchés**, 9^{ème} édition, Pearson Education, Paris, 2007, p : 406.
 (3)- Richard Bruyère, **op. cit.**, p : 210.

(*)- هناك (CDO) تقليدية (titrisation conventionnelle) حيث يتم تنفيذ بيع حقيقي لمحفظة القروض ويطلق عليها عمليات "مركبة مع إعادة التمويل"، و(CDO) تركيبية أين يتم تحويل التدفقات (الأصل + الفوائد + مخاطرة التعثر عن التسديد) للمستثمر عن طريق المشتقات الائتمانية ويطلق عليها عمليات "مركبة دون إعادة التمويل". ولمزيد من المعلومات الرجوع إلى: Janet Tavakoli, op. cit., pp:29-34.

(4)- Janet Tavakoli, op. cit., p: 13.



Source: Thierry Granier, Corynne Jaffaux, **la titrisation, Aspects juridique et financier**, Economica, 2^{ème} édition, Paris, 2004, p : 192.

6- في حالة عدم ظهور خسارة على محفظة القروض "المحمية"، سيتم بيع السندات الحكومية المرهونة في إطار هذه العملية وستستعمل التدفقات الناتجة عن البيع لتسديد حملة سندات عقود المبادلة على التعثر، أما في حالة ظهور خسارة على محفظة القروض فسيتم بيع جزء فقط من السندات الحكومية المرهونة وستستعمل التدفقات الناتجة لتسديد المبلغ المستحق لمشتري الحماية.

وقد تم من خلال هذه الآلية تحويل المخاطر المرتبطة بمحفظة القروض إلى حملة السندات دون أن يكون هناك تنازلاً فعلياً عن القروض، ويلجأ المصرف المتنازل لهذا النوع من التوريق ليس بدافع التمويل ولكن من أجل إدارة أفضل للمخاطر، بالإضافة إلى بساطة هيكلية التوريق التركيبي؛ حيث يمكن أن يكون حلاً لبعض المشاكل المطروحة في عمليات التوريق بالبيع الحقيقي للقروض والذي قد يصبح مستحيلاً خاصة في الحالات التي يتضمن فيها العقد المبرم بين المصرف والمقترض شروطاً تمنع التنازل⁽¹⁾؛

7- يمكن للمصارف البادئة أن تستخدم الهيئة ذات الغرض الخاص لتعزيز توزيع شرائح سندات الدين برهن والتي لم يتم الاستثمار فيها عن طريق إصدار سندات مضمونة الأصل (PPNs)^(*) حيث تستخدم الشركة من أجل إعادة تجميع الشرائح الدنيا أو غير المصنفة لكل من القروض بضمان أوراق المالية (CLO) ومجموعة السندات ذات الفائدة المرتفعة (CBO).

يوضح الجدول الموالي أهم نقاط الاختلاف الموجودة بين الهيكلية النقدية للتوريق والتوريق التركيبي.

المجهر رقم (4-2): مقارنة بين الهيكلية النقدية والهيكلية المركبة للتوريق

التوريق التركيبي	الهيكلية النقدية للتوريق	من حيث
تحويل مخاطر المحافظ وإدارة رأس المال الاقتصادي والنظامي وتخفيض التركيز	الرفع من السيولة وتحويل محفظة القروض	الهدف
لا يوجد تحويل قانوني للقروض، يتم فقط تحويل المخاطر باستخدام عقود المشتقات الائتمانية	تحويل القروض من ميزانية المنشئ	تحويل الأصول
لا تؤدي إلى خروج القروض من الميزانية	تؤدي إلى خروج القروض من الميزانية وفقاً	معالجة خارج الميزانية

(1)- Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, op. cit., p : 101.

(*)- Principal Protected Notes

الفصل الثاني: عمليات التوريق من المنظور المصرفي التقليدي

	للمبادئ المحاسبية المقبولة قبولاً عاماً.	
التأثير في رأس المال النظامي	زيادة الأصول المحولة ولتحقيق إعفاء تنظيمي	زيادة الأصول المدعومة ضمن الضمانات النقدية أو القريبة من الضمان النقدي، يبلغ الإعفاء التنظيمي لتوسيع الموجودات
المعالجة المحاسبية	IAS39/FAS140 والتي تطبق على بيع الأصول	FAS 133/IAS39 تطبق عن طريق تقسيم المشتقات والمحاسبة إلى تغيرات القيمة العادلة في المنتج المالي المشتق
الامتثال التنظيمي	مُعقدة ومُكلفة	حيث أنه لا يوجد بيع حقيقي، فإنه يوجد هناك عدد قليل جداً من المسائل القانونية والتنظيمية
مخاطر المستثمرين	يتحمل المستثمرون المخاطر في مجموعة الضمان	يتحمل المستثمرون مخاطر الضمان، لكن يمكن أن تتضمن المخاطرة أحداثاً ائتمانية التي يمكن تحديدها لأنها تكون مدروسة بشكل أكبر على أن تكون خسارة حقيقية.

Source: Vinod Kothari, Securitization The Financial Instrument of the Future, John Wiley & Sons (Asia), Singapore, 2006, p: 571.

الفرع الثاني: نتائج عملية التوريق

يمكن أن يحقق لجوء المؤسسة المصرفية إلى توريق قروضها العديد من المزايا، وهذا يُترجم خاصة عن طريق انخفاض تكلفة التمويل وتحويل مخاطرها المصرفية للمستثمرين، وعليه يمكن ملاحظة مزايا التوريق للمصرف على مستويين، أولاً على مستوى تسيير الميزانية والمخاطر وثانياً على مستوى الربحية.

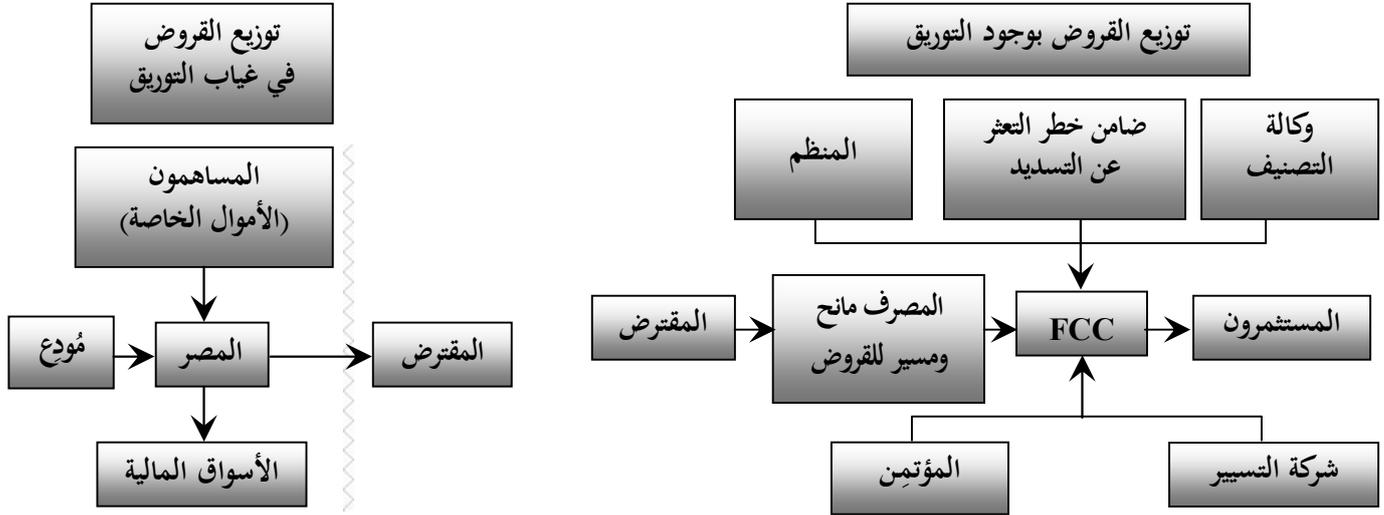
أولاً: مزايا التوريق للمصرف (المنازل)

استطاعت مؤسسات الإقراض من خلال لجوئها إلى التوريق الحصول العديد من المزايا ومن بينها:

1. تجزئة دورة القروض: إضافة إلى كون التوريق يزود الاقتصاد بحجم مهم من الموارد، فإنه يشكل في الواقع مفهوماً جديداً للقرض وطريقة جديدة لعمل الآلة المصرفية القائمة على تجزئة الأنشطة التقليدية للإقراض وظهور فضاء جديد للوساطة والممثل في هيئة التوريق وذلك بتحويل محفظة القروض إلى أوراق مالية قابلة للتداول؛ حيث يقوم المصرف بمفرده في إطار عملية إقراض دون وجود عملية توريق بمحمل المراحل السابقة، بينما تكون هذه الأخيرة مضمونة من قبل عدة متدخلين في إطار عملية التوريق، ومن بين إيجابيات هذه العملية⁽¹⁾:
 - أ. يحدد المصرف شروط الإقراض ويواصل تحصيل تسديدات القروض ويضمن إدارة مخاطرة عدم التسديد، ويتم بالمقابل تحليل الملاءة المالية للمقترض وتقييمها من قبل متدخلين آخرين كوكالات التصنيف؛
 - ب. يتم توزيع المخاطر بين مختلف المتدخلين من مستثمرين في الأوراق المالية المصدرة وهيئات خارجية كشركات التأمين... الخ؛
 - ج. لا تسمح هذه التجزئة فقط بتنمية السيولة وإصدار أوراق مالية جديدة تحت شكل مُنمط، ولكنها تسمح أيضاً بخلق قيمة أكبر من تلك المتولدة عن أنشطة الإقراض التقليدية، وتمنح أفضل إدارة للتوليفة عائد/مخاطرة لمحافظ القروض مما يؤدي إلى خفض تكلفة إدارة المخاطر المرتبطة بها؛

(1)- Harold Rose, L'Art de la finance, **La titrisation : Un concept porteur de valeur**, Village Mondiale Editions, Paris, 1998, p : 213.

د. ساهمت عمليات متابعة مخاطر القروض وتعزيز الائتمان في تحديد نوعية القروض. يوضح الشكل الموالي عملية توزيع القروض المصرفية في ظل وجود وغياب عمليات التوزيع (الشكل رقم (2-24): توزيع القروض المصرفية بموجب غياب التوزيع



Source : Michèle Ceresoli, Michel Guillaud, **Titrisation, Gestion financière de la banque**, Editions ESKA, Paris, 1992, pp : 39- 40.

2- (المساهرة علمي خفض تكلفة التمويل): يعتبر التوزيع كأداة لتنويع مصادر إعادة التمويل، وتعرف آلية إعادة التمويل على أنها "التكلفة المرجحة لمصادر التمويل وفقا لهيكلية الترحيحات المطبقة على مختلف الموارد"⁽¹⁾. كما تعرف كذلك على أنها "القرار الذي يضمن من خلاله مصرف مركزي تمويل (مع فائدة) عملية المؤسسة مالية وذلك بعد أن قامت هذه الأخيرة مسبقا بمنح قرض أو شراء ورقة مالية"⁽²⁾.

تتعلق عملية إعادة التمويل خاصة بالسوق فيما بين المصارف وسوق السندات، ففي إطار عملية إقراض تقليدية يلتزم المصرف المقرض بحماية المودعين ضد مخاطر التعثر عن التسديد للمقترضين وذلك بتحميد حجم معين من الأموال الخاصة بالنظر للمبالغ المقرضة، ويزول هذا الالتزام في إطار عمليات التوزيع حيث يتم تحويل مخاطرة التعثر عن التسديد للمستثمرين، كما يستفيد المصرف من أثر الرافعة نتيجة للمبالغ الناتجة عن عملية التنازل عن القروض⁽³⁾، حيث يتم التمويل تحت إمضاء هيئة التوزيع وذلك بإصدار أوراق مالية ذات نوعية جيدة؛ وبذلك يتم الحصول على هيئة ذات إمضاء جيد مقارنة بالمصرف المتنازل، وهو ما يمكنها من تعبئة موارد بشروط أقل تكلفة.

يوضح الجدول الموالي نقاط التشابه والاختلاف بين التمويل فيما بين المصارف والتمويل عن طريق التوزيع:

الجدول رقم (2-5): التمويل فيما بين المصارف وعن طريق التوزيع

تمويل عن طريق سوق فيما بين المصارف أو سوق السندات	تمويل عن طريق التوزيع
<ul style="list-style-type: none"> ◀ تصنيف من قبل وكالات التصنيف ◀ عمولة التوظيف ◀ علاوة المخاطرة على إمضاء مؤسسة الإقراض 	<ul style="list-style-type: none"> ◀ تصنيف من قبل وكالات التصنيف ◀ عمولة التوظيف ◀ عمولة التنظيم

(1)- Joël Bessis, op.cit., p:284.

(2)- Marie Delaplace, **Monnaie et Financement de l'économie**, Dunod, Paris, 2003, p : 127.

(3)- Thierry Granier, Corynne Jaffaux, 2^{ème} édition, op. cit., p : 176.

علاوة المخاطرة على التصنيف الممنوح لهيئة التوريق	
--	--

Source : Thierry Garnier, Corynne Jaffeux, **La titrisation, Aspects juridique et financier**, Economica, Paris, p : 46.

للتأكد من انخفاض تكلفة إعادة التمويل لابد من مقارنة أرباح العملية والتكاليف المتولدة عنها وذلك من خلال التكلفة المتوسطة للتمويل التقليدي عن طريق إصدار أوراق مالية على مستوى السوق المالية وهامش الحصص المصدرة وتكاليف عملية التوريق في حد ذاتها⁽¹⁾.

أ. التكلفة المتوسطة للتمويل التقليدي عن طريق إصدار أوراق مالية على مستوى السوق المالية: ترتبط تكلفة إصدار الأوراق المالية من قبل مؤسسة مالية بشروط السوق في لحظة الإصدار وبالمخاطر المرتبطة بالمصدر، بينما التوريق فهو مورد لا تتبع فيه التكلفة تصنيف المقترض، لأن تصنيف الحصص المصدرة يكون تبعا للأصول المستند إليها والتدفقات الناتجة عنها؛ ب. هامش الحصص المصدرة: من بين الفوائد التي يحققها المصرف من خلال التوريق هو التصنيف الجيد للحصص المصدرة، والذي يكون أفضل من تصنيف المصرف المتنازل وذلك لوجود آلية الضمان، حيث يسمح التوريق لهذا الأخير بتحويل قروضه دون اللجوء للاستدانة وكل هذا من أجل تعظيم إدارة المخاطر.

من جهة أخرى، فإن التوريق هو خيار التمويل الأقل تكلفة من القرض السندي أو فيما بين المصارف لأن الحصص المصدرة ذات نوعية جيدة وهو ما نجم عنه علاوة مخاطرة أقل⁽²⁾، كما يجب أن تكون شروط الإصدار من خلال المعدل الممنوح للمستثمرين ملائمة لمؤسسات الإقراض التي تتحمل تكلفة إقراض أقل من تلك لنظام التمويل التقليدي⁽³⁾؛

ج. تكاليف عملية التوريق: يمكن تقسيم تكاليف عملية التوريق إلى مصاريف مرتبطة بالتركيب وأخرى مرتبطة بإدارة هيئة التوريق، بالإضافة إلى مكافأة المستثمرين المكتسبين في الحصص⁽⁴⁾، وتنقسم التكاليف الناتجة عن تركيب عملية التوريق إلى⁽⁵⁾:

- مصاريف إنشاء هيئة التوريق وتمثل من 0.1% إلى 0.25% من المبالغ الإجمالية للقروض المتنازل عنها؛
- عمولة المنظم وتمثل ما بين 0.15% و 0.35% من المبالغ الإجمالية للقروض المتنازل عنها؛
- عمولة الضمان والتوظيف للأوراق المالية والتي تمثل من 0.25% إلى 0.5% من المبلغ الاسمي للحصص المصدرة؛
- مصاريف الإدارة المرتبطة بعمل هيئة التوريق والمقدرة ما بين 0.15% و 0.30% من المبلغ الإجمالي للقروض المتنازل عنها؛
- مكافأة وكالات التصنيف؛

3- **تحويل مخاطرة المعدل**: تنتج مخاطرة المعدل عن وجود إسناد غير تام بين الاستخدامات والموارد في ميزانيات المصارف، ويسمح عدم التوطيد للقروض المتنازل عنها لمؤسسات الإقراض بالتحويل لهيئة التوريق المخاطر المرتبطة بها، والتي كانت سابقا متحملة عن طريق الأموال الخاصة، وفي نفس الوقت يمكن أن يعف المصرف من إدارة مخاطرة المعدل الذي لا توجد من أجله التغطية المعتادة عن طريق عقود مبادلة خارج الميزانية، ولا بد من الإشارة أن تحويل القروض يتم بملكية كاملة.

(1)- **Idem.**

(2)- www.maghrebtitrisation.ma/jsp/produits/titrisation.jsp

(3)- James Rosenthal, Juan Ocompo, op. cit., p: 1.

(4)- Michel Dubernet, op. cit., p : 243.

(5)- Thierry Granier, Corynne Jaffeux, 2^{ème} édition, op. cit., p : 178.

يسمح نظام "قرض مُورَق" بتخفيض المخاطر المحتملة في الميزانية، حيث يتعلق الأمر بتخفيض مخاطر السيولة من جهة وذلك لأن القروض لن يعاد تمويلها من قبل المُقرض، ومن جهة أخرى بتخفيض مخاطرة معدل الفائدة الناجم عن إعادة التفاوض، هذا إضافة إلى مخاطر التعثر عن التسديد كون أن كل المخاطر قد تم تحويلها للمستثمرين أو لشركات التأمين⁽¹⁾،

4- (المساعرة على (سمر) معايير نسبة (الملاءة المالية) الروبلية: قد يرغب المصرف في مباشرة بعض الأنشطة المُربحة خارج الميزانية والتي لا تستخدم رأس مال المصرف كالتوريق، فلو كان لدى المصرف قرضا مشكوكا في تحصيله أو على وشك أن يكون معدوماً يكون المصرف عندئذ مضطرا لتكوين مخصص له في الميزانية، ومن الأفضل له في هذه الحالة اللجوء لتوريقه، وعليه فإن شطب الدين المعدوم من الميزانية يرفع من كفاءة المصرف وجدارته بسبب ارتفاع معدل رأس المال إلى الأصول⁽²⁾، وهو ما يسمح بالتخفيف من الثقل المرتبط باحترام القيود الاحترازية.

تنجم عن كل عملية توريق نتيجة فورية هي تحسين النسب النظامية خصوصا نسب الأموال الخاصة⁽³⁾، فالدافع من ورائها هو تقليص حجم الميزانية من أجل تحسين نسبة الملاءة المالية للمصرف وتخفيض احتياجات إعادة التمويل من جهة ثانية. أ- تحسين نسبة الملاءة المالية في غياب التوريق: من أجل احترام نسبة الملاءة المالية لم يكن أمام المصارف سابقا سوى حلين: - التأثير على جانب الخصوم للميزانية بتعزيز الأموال الخاصة عن طريق رفع رأس المال أو تفضيل التمويل الذاتي؛ - التأثير على جانب الأصول وذلك بالتمييز بين مختلف القروض الممنوحة، عن طريق ترشيد السياسة الإقراضية والدراسة الدقيقة لملفات القروض والرقابة الصارمة⁽⁴⁾.

لذا، ومن أجل احترام هذه النسبة كان لزاما على المصارف أن تقوي أموالها الخاصة، إما عن طريق الرفع من حصة الأرباح الموضوعة كاحتياطات، مع العلم أن تكوينها يصبح غير مؤكد عندما تنخفض الهوامش التجارية للمصارف، أو عن طريق عملية الرفع من رأس المال والتي يصبح من الصعب تحقيقها نظرا لكلفتها حيث لا يمكن اللجوء إليها باستمرار، لذلك أصبح من الأفضل للمصارف تخفيض التزاماتها (حجم أصولها) ويعد التوريق الآلية المناسبة لإيجاد الحل الملائم؛ ب- تحسين نسبة الملاءة المالية عن طريق التوريق: يرجع تأثير التوريق على مردودية الأموال الخاصة للميزانية لانخفاض تكلفة إعادة التمويل للقروض المُورقة ولفائض قيمة التنازل عنها.

تتم إعادة التمويل للخصم المتنازل عنها دون اللجوء للأموال الخاصة، باستثناء الحصص التابعة وذلك إذا تم الاحتفاظ بها في ميزانية المصرف المتنازل، كما يساعده التوريق على تخفيف عبء ميزانيته بتحسين السيولة. تبعا للجنة بازل، فإنه من بين المتطلبات لمعرفة تحويل مخاطر القروض في إطار عمليات التوريق ما يلي⁽⁵⁾:
✓ بإمكان المصرف المتنازل استبعاد المبالغ التي تم توريقها إذا تم تحويل المخاطر المرتبطة بالقروض لطرف ثالث ولا يحتفظ المصرف بأية مراقبة فعلية أو غير مباشرة على المبالغ المُحوّلة؛

(1)- Charlotte Ferté, Philippe Cassette, op.cit., p : 75.

(2)- عبيد أحمد الحجازي، مرجع سابق، ص:16.

(3)- مندحت صادق، مرجع سابق، ص:243.

(4)- Janet Tavakoli, op.cit., p: 6.

(5)- Antoine Sardi, **Bâle II**, Afges Editions, Paris, 2004, p : 227.425

الفصل الثاني:.....عمليات التوريق من المنظور المصرفي التقليدي

- ✓ يحق للمصرف المتنازل إعادة شراء القروض المتنازل عنها (clean-up call) بشرط أن لا تكون ممارسة هذا الخيار ملزمة في شكلها ومحتواها، كما لا يجب أن تتجاوز المبالغ 10% من المبلغ الإجمالي الأولي⁽¹⁾.
- ✓ تم تحديد أعباء رأس المال للمراكز المغطاة بالمقاربة المعيارية لتحديد مخاطر التسديد في الجدول أدناه، يجب أن تطبق هذه الأعباء من قبل المصارف باستخدام المقاربة المعيارية لمخاطر الائتمان، بالنسبة للمراكز الطويلة والمصنفة B+ أو أقل والمراكز القصيرة غير A-3/ P-3 ، A-2/ P-2 ، A-1/ P-1 فمن الضروري احتساب الحسم من رأس المال، كما أن الحسم مطلوب أيضا بالنسبة للمراكز غير المصنفة باستثناء بعض الحالات.

الجدول رقم (2-6): أعباء رأس المال للمخاطرة المحرومة بحسب المقاربة المعيارية المستندة إلى تصنيفات الائتمانية الخارجية

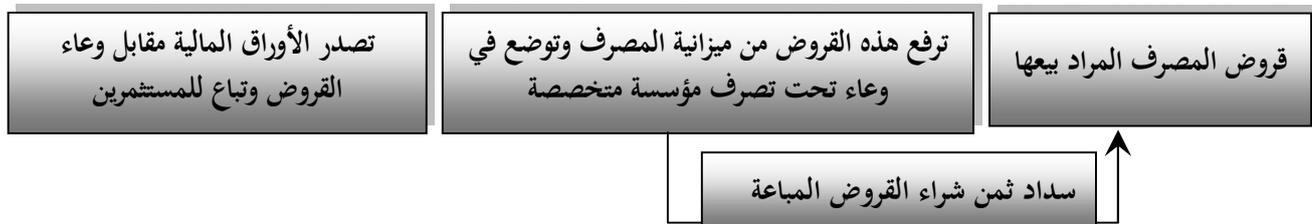
تقييم الائتمان الخارجي	AAA to AA-A-1/P-1	A+ to A-A-2/P-2	BBB+ to BBB-A-3/P-3	BB+ to BB-	أقل من BB- وأقل من A-3/P-3 أو غير مصنفة
مخاطر التسديد	1,6%	4%	8%	28%	حسم
مخاطر إعادة التسديد	3,2%	8%	18%	52%	حسم

المصدر: موسوعة بازل 2، الجزء السادس، دليلك إلى التعديلات على بازل 2 لمواجهة الأزمة المالية العالمية، اتحاد المصارف العربية، 2010، ص: 159.

وعليه، يؤثر التوريق على نسبة الملاءة المالية وذلك بإخراج بعض الأصول من الميزانية، حيث يتم إلغاء مبالغها عند حساب المتطلبات من الأموال الخاصة مما يؤدي إلى تحسين هذه النسبة*.

ج- لقد كان التوريق مع "بازل I" أداة للتحكيم الاحترازي والذي يمكن تعظيمه عن طريق توريق القروض الأقل مخاطرة، لكن مع "بازل II" أصبح التوريق أداة لإدارة مخاطر القروض للميزانية وذلك عن طريق ضرورة إعادة حساب الاحتياجات من الأموال الخاصة قبل التوريق والاختيار بين الاحتفاظ بالقروض في الميزانية أو التنازل عنها (تنازلا كلياً أو جزئياً)، ويبقى التوريق مع ذلك أداة لإعادة التمويل، مع بازل III تم تخصيص جزء من رأس المال لتغطية المخاطر الناجمة عن عمليات التوريق والتوريق المُعقّد بعدما أهملتها "بازل II"، وهو ما تطلب من المصارف اهتماماً أكبر بإجراء تحليلات أكثر صرامة على القروض. يوضح الشكل الموالي مساهمة التوريق في تكوين أموال جديدة بالنسبة للمصارف.

الشكل رقم (2-25): توريق القروض المصرفية يؤدي إلى تكوين أموال جديدة



المصدر: مدحت صادق، أدوات وتقنيات مصرفية، القاهرة، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع، 2001، ص: 242.

(²)- Ibid, p :225.650

(*) - يتم تخفيض المبلغ المورق من الأموال الخاصة النظامية بنسبة 100% ويمكن أن تكون التخفيضات صافية من كل مؤونة خاصة مشكلة لمبالغ القروض المورقة.

5- طرق قياس المخاطر المصرفية وفقا لمعيار كفاية رأس المال⁽¹⁾:

أ- طرق قياس المخاطر الائتمانية: يوجد طريقتين:

✓ الطريقة المعيارية: تستخدمها المصارف غير القادرة على استخدام أساليب التصنيف الداخلية، وتقضي هذه الطريقة بتحديد أوزان المخاطر لأي نوع من الأصول عن طريق تصنيف المقترضين باستخدام التصنيف الائتماني الخارجي، والذي يتم الحصول عليه عن طريق وكالات التصنيف الائتماني؛

✓ طريقة التصنيف الداخلي: يتم استخدامها بمعرفة المصرف، بشرط إقرار الأسلوب المتبع من قبل السلطة الرقابية، وتنقسم إلى طريقتين:

✓ الطريقة الأساسية: يقوم المصرف بتقدير احتمالات التخلف عن السداد لكل عميل، ويقوم المراقبون بتقدير المدخلات الأخرى؛

✓ الطريقة المتقدمة: يسمح للمصرف الذي يتوافر له نظام داخلي متطور لتقييم المخاطر عند حساب رأس مال المصرف ومدى كفايته بتقدير المدخلات الأخرى الضرورية (الخسائر الناشئة عن الإعسار وتقدير حجم المخاطر الائتمانية وتاريخ الاستحقاق)؛

ب- طرق قياس المخاطر السوقية: توجد طريقتين:

✓ الطريقة المعيارية: الهدف منها هو احتساب حجم الخسائر الناتجة عن تحركات أسعار السوق خارج سيطرة المصرف والتي يمكن أن يترتب عليها أثر سلبي على المصرف ذاته، وتستخدم هذه الطريقة وفقا لنوع المخاطر، مخاطر مراكز الاستثمارات في رؤوس الأموال ومخاطر أسعار صرف العملات الأجنبية؛

✓ طريقة النماذج الداخلية: وهي نماذج إحصائية متقدمة يمكن أن تستخدمها المصارف، ومن أهمها أسلوب القيمة المعرضة للمخاطر لقياس الخسائر خلال فترة معينة بدرجة ثقة معينة (99% في ظل الظروف الطبيعية للسوق)، ويتطلب توافر بيانات بشأن قيمة المحفظة والانحراف المعياري وفترة الثقة والفترة الزمنية، بالإضافة إلى توافر افتراضات حول شكل التوزيع؛

ج- طرق قياس المخاطر التشغيلية: هناك طريقتين:

✓ طريقة المؤشر الأساسي: يتم تجنيب نسبة مئوية ثابتة لمقابلة المخاطر التشغيلية مقدارها 15%، حيث المتطلب الرأسمالي لمقابلة مخاطر التشغيل = متوسط مجمل الدخل السنوي خلال 3 سنوات سابقة X 15%؛

✓ الطريقة المعيارية (النمطية): المتطلب الرأسمالي لمخاطر التشغيل = مجموع متوسط مجمل الدخل السنوي وفقا لقطاع الأعمال (تمويل المنشآت وعمليات المتاجرة والمدفوعات والتسويات وخدمات الوكالة) خلال آخر 3 سنوات سابقة مضروبة في نسبة مئوية تمثل معامل بيتا (يتراوح ما بين 12%، 18% وفقا لقطاع الأعمال).

(1)- سيد عبد الفتاح صالح حسن، منهج محاسبي مقترح لإدارة المخاطر المصرفية في ضوء حوكمة تكنولوجيا المعلومات - دراسة حالة - المنظمة العربية للتنمية الإدارية، جامعة الدول العربية، مصر، 2011، ص: [18-14].

تانياً: **الأثر الجزئي للتمويل**: ظهرت مع عمليات التمويل رؤية جديدة لإدارة المؤسسة المصرفية التي وجدت أسسها في النماذج النظرية المطورة منذ عدة سنوات بالولايات المتحدة الأمريكية، والتي أدمجت بعض الانشغالات المرتبطة بإدارة مخاطر المعدل وبصفة عامة بإدارة أصول/خصوم للمصارف، وأصبح من الممكن تبني قواعد إستراتيجية جديدة للإدارة وهي قاعدة (3R) (إعادة التمويل Refinancement ونسب Ratios ومخاطر Risques)⁽¹⁾؛ حيث أدى التمويل كتقنية جديدة لتسيير الميزانية إلى تخفيض مخاطر القروض مما نتج عنه تحسين في النسب الاحترازية للمصارف ومن ثم الاقتصاد في التكاليف.

يوضح الشكل الموالي مدى تأثير التمويل على مختلف النسب الاحترازية المطبقة بالمصارف.

الشكل رقم (2-26): تأثير التمويل على مختلف النسب الاحترازية



المصدر: من إعداد الطالبة

- 1- كان الجيل الأول للنماذج التي تُظهر سلوك المؤسسة المصرفية موجهة لإدارة جانب الأصول من الميزانية المصرفية والتي حاولت تحديد المستوى الأمثل للاحتياطات ولمكونات محفظة الأوراق المالية، واهتم الجيل الثاني من النماذج بجانب الخصوم من الميزانية ولمشاكل الودائع والأموال الخاصة للمصرف⁽²⁾؛
- 2- منذ بداية سنوات الثمانينيات من القرن الماضي تطورت هاته النماذج نحو إدارة أصول/خصوم، وفي هذا الإطار الجديد للدراسات نشأت المداخل النظرية الحديثة للمؤسسة المصرفية والتي تركز على إدارة النسب الاحترازية وتقدير المخاطر المصرفية؛
- 3- أدى دخول التمويل كأداة جديدة لتسيير الميزانية على مستوى إدارة أصول/خصوم إلى تحول في الوظائف التقليدية للمؤسسة المصرفية، حيث خفض من نشاط التحويل (موارد قصيرة الأجل لتمويل طويل الأجل) لصالح نشاط مركز على السمسرة، كما أدى إلى تقييم وإدارة أفضل للمخاطر المصرفية؛
- 4- يمكن إيجاد علاقة سببية بين أهمية نشاط التحويل ومستوى المخاطرة المرتبط بمعدل الفائدة المتحمل من قبل المصرف، حيث أن التطاير المتزايد لهاته المعدلات والمتزامن خاصة مع معدل تضخم مرتفع له انعكاسات سلبية على الميزانيات المصرفية، لذا فإن عدم التوازن في إطار عملية الإسناد (أصول/خصوم) على مستوى الميزانيات المصرفية يمكن تحليله عن طريق الأخذ بعين الاعتبار وظيفتين أساسيتين هما تحويل الأصول والسمسرة⁽³⁾؛

(1)- Michèle Cersoli, Michel Guillaud, op. cit., p : 165.

(2)- Ibid, p:154.

(3)- Ibid, p : 155.

ثالثاً: مفهوم الإفصاح المحاسبي في القوائم المالية للمصارف وفقاً للمعيار المحاسبي الدولي رقم (30)

1- مفهوم الإفصاح: تختلف وجهات النظر حول مفهوم حدود الإفصاح عن المعلومات الواجب توافرها في البيانات المالية المنشورة، ويكمن السبب أساساً في اختلاف مصالح الأطراف ذات العلاقة والنتائج أيضاً عن اختلاف أهدافهم من استخدام هذه البيانات.

وبذلك يصعب الوصول إلى مفهوم عام وموحد للإفصاح يضمن توفير مستوى أمثل منه والذي يحقق لكل طرف رغباته واحتياجاته الكاملة في هذا المجال، وأصبح لا بد من وضع إطار عام يضمن التوفيق بين وجهات نظرهم وبشكل يوفر حد أدنى من الإفصاح المرغوب فيه وبكيفية تحقق المصالح الرئيسية لتلك الأطراف.

أ. يعد الإفصاح وليد الانفصال بين الملكية والإدارة، وهو إظهار القوائم المالية لجميع المعلومات الأساسية التي تهم الفئات الخارجية عن المشروع بحيث يعينها على اتخاذ القرارات الرشيدة⁽¹⁾؛

ب. وعرف أيضاً بأنه: "إظهار كل المعلومات التي قد تؤثر في موقف متخذ القرار المتعلق بالوحدة المحاسبية أي أن تظهر المعلومات في القوائم والتقارير المحاسبية بلغة مفهومة للقارئ دون لبس أو تضليل".

ج. أو هو "شمول التقارير المالية على جميع المعلومات اللازمة لإعطاء مستخدميها صورة واضحة وصحيحة عن الوحدة المحاسبية"⁽²⁾؛

2- هناك مستويين للإفصاح⁽³⁾:

أ- المستوى المثالي للإفصاح: لا يمكن من الناحية الواقعية توفير المستوى المثالي بالنظر لعدم الإلمام الكامل بطبيعة النماذج المختلفة والمتعددة للقرارات التي تعتبر البيانات المحاسبية مدخلات لها، وكذلك لعدم الإلمام الكافي بمدى حساسية هذه القرارات للبدائل المختلفة من المعلومات المحاسبية، إضافة للتفاوت الكبير الذي يحدث في استجابة متخذي تلك القرارات لأنماط المعلومات التي توفر لهم بموجب بدائل مختلفة من نظم القياس المحاسبي؛

ب- المستوى المتاح أو الواقعي؛

3- الإفصاح وفق المعيار المحاسبي الدولي رقم 30: يساهم تطبيق معايير المحاسبة الدولية في تحسين نوعية المعلومات المحاسبية المقدمة لمختلف فئات المستخدمين، وذلك من خلال تقديم معلومات ملائمة وقابلة للفهم وذات موثوقية عالية، كما أنها تساهم في جعل المعلومات المحاسبية قابلة للمقارنة مع المعلومات للمنظمات الأخرى وبين القوائم المالية للمنظمة نفسها لفترات زمنية متعددة.

نظراً للطبيعة الخاصة للعمليات التي تجريها المصارف والمؤسسات المالية وبالتبعية العوائد والمخاطر التي تتعرض لها، مما دفع لجنة معايير المحاسبة الدولية إلى وضع معيار مستقل للإفصاح في القوائم المالية للمصارف والمؤسسات المالية المشابهة

(1)- خالد أمين عبد الله، الإفصاح ودوره في تنشيط التداول في أسواق رأس المال العربي، مجلة المحاسب القانوني، عمان، العدد 92، 1995، ص: 38.
(2)- لطيف زيود، عقبة الرضا، رولا لانيقة، الإفصاح المحاسبي في القوائم المالية للمصارف وفقاً للمعيار المحاسبي الدولي رقم 30، حالة تطبيقية في المصرف التجاري السوري، مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية المجلد (28) العدد (2) 2006، ص: 201-202.
(3)- سالم محمد عبود، الأزمة المالية العالمية بين مبدأ الإفصاح والشفافية، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الثالث، الفترة 28-29 أبريل، 2009، الأردن، ص: 13.

رقم (30)، وبالتالي فإن تطبيقه بالمصارف يعد مدخلا ضروريا للوصول إلى معلومات تساعد متخذي القرار على تقويم المركز المالي والأعمال والإنجازات التي تقوم بها وفهم المميزات الخاصة لطبيعة أعمال المصارف. انتشرت ظاهرة التزام المصارف بمعايير المحاسبة الدولية بشكل عام للأسباب التالية⁽¹⁾:

أ. إصدار الدول لمجموعة من التشريعات لضمان حقوق المودعين، حيث لم يعد لهاته المصارف مبررات للتهرب من الإفصاح بحجة حماية مصالح المودعين؛

ب. التزام المصارف بالخضوع إلى اللوائح التي تصدرها سوق الأوراق المالية بشأن الإفصاح عن المعلومات في القوائم المالية المنشورة؛

ج. قيام لجنة معايير المحاسبة الدولية بإصدار المعيار المحاسبي الدولي رقم (30) المتعلق بالإفصاح في القوائم المالية في المصارف والمؤسسات المالية المشابهة؛

رابعاً: بمعنى سلبيا عملية التوريق للمصرف المتنازل

هناك بعض السلبيات المرتبطة بعملية التوريق والتي تتعلق أساسا بالصعوبات والتعقيدات الناجمة عن وضعها حيز التنفيذ من جهة، ومن جهة أخرى بالهدف المراد تحقيقه من قبل المصرف المتنازل، بالنسبة لهذا الأخير فإن إجراءات تركيب مثل هذه العمليات معقدة وتتطلب تدخل العديد من الأطراف، إضافة إلى الحجم الكبير من المعلومات القانونية والمحاسبية والجبائية اللازمة لشفافية العملية، حيث يبذل جهدا كبيرا في سبيل الحصول على تصنيف جيد للأوراق المالية المصدرة.

كما يواجه المصرف المتنازل مخاطر مرتبطة بالأصول المتبقية في ميزانيته (حجم القروض المؤرقة بالنسبة لمجموع الميزانية) لذا يجب عليه السهر على نوعية وتوازن ميزانيته، إلى جانب حرص سلطات الرقابة على ألا تؤدي عمليات التوريق إلى انخفاض نوعية الأصول المدارة من قبل النظام المصرفي⁽²⁾.

كما أن هناك مخاطرة أخرى تتعلق بنتائج إفلاس المصرف المتنازل، حيث ينظر لهذا الأمر من زوايا مختلفة وفقا لمختلف الأنظمة القانونية للدول خاصة في حالة دمج المدفوعات المتعلقة بالأصول المؤرقة مع تلك الناتجة عن أنشطة أخرى للمصرف المتنازل، وتسمى هذه المخاطرة من قبل وكالات التصنيف بمخاطرة دمج الأموال (risque de mixage)⁽³⁾، لذا لا بد من البحث عن طريقة يتم من خلالها فصل التدفق المالي للأصول المؤرقة عن مجال إفلاس المصرف المتنازل.

الفرع الثالث: الفائدة العائدة للمستثمر والمؤسسا

يمكن أن تؤدي نتائج عمليات التوريق إلى تعديل السلوك الإقتراضي للمؤسسات، كما يمكن أن تكون لها انعكاسات إيجابية في تخفيض المخاطرة المالية الإجمالية لها والرفع من قدرتها على الاستدانة، ويمكن للمستثمر أيضا أن يحقق العديد من المزايا من خلال توظيفاته في الحصص المصدرة.

(1) -لطيف زيود، عقبة الرضا، رولا لابقة، مرجع سابق، ص:204.

(2) - Sylvie Matherat, Philippe Troussard, op. cit., p : 10.

(3) - commingling risk.

أولاً: الفائدة العائدة للمستثمر: يمنح التوريق للمستثمر منتجات متنوعة من حيث آجال الاستحقاق ومن حيث التوليفة (عائد / مخاطرة) للحصص المُصدرة، ويعد البحث عن عائد مغرٍ حافظاً للتدخل على مستوى هذه السوق، حيث أن أغلب الحصص المقدمة للجمهور من قبل هيئات التوريق تحمل تصنيفاً جيداً (AAA)⁽¹⁾ وذلك لاستفادتها من آليات الضمان. على سبيل المثال تتميز الأوراق المالية المُصدرة من قبل الوكالات الفدرالية بسيولة مماثلة لتلك لسندات الخزينة، كما أنها تحمل معدل كوبون أكبر منها⁽²⁾، لذا فإن استقرار التصنيف وحجم وسيولة هذه السوق جذب إليها عدداً كبيراً من المستثمرين. من الضروري أن يكون المستثمر على علم بدرجة الأمان التي يتمتع بها التوظيف الذي يريد تحقيقه والقائم على ضرورة الإطلاع على النشرات الدورية لإحصائيات التعثر عن التسديد تبعاً للتصنيفات الممنوحة من قبل وكالات التصنيف، فقد يجد المستثمر صعوبة في فهم وتفسير المعطيات المنشورة، وهذا راجع لتعدد المنتج المُصدر من قبل هيئات التوريق، كما أن غياب معطيات ملموسة حول فرص تسديد رأس المال والفوائد ما هي إلا مجرد تقديرات مبنية على فرضيات التسديد المسبق^(*)، لأن تحقق هذا الأخير يمكن أن يؤدي إلى خسائر مهمة خاصة إذا لم يتم تقديره بشكل دقيق؛

ثانياً: أهمية التوريق بالنسبة للمؤسسات: يسمح التوريق للمؤسسات بالاستفادة من مصدر تمويل دائم وبأقل تكلفة من تلك للاقتراض المصرفي، فالمؤسسات الراغبة في توريق ديونها التجارية لا بد أن تمتلك تجهيزات معلوماتية قادرة على ضمان متابعتها بالإضافة إلى الجانب المحاسبي.

- 1- يعد التوريق أداة فعالة لإعادة تشكيل جانب الأصول في الميزانية وهو ما يسمح بأحسن تخصيص للأموال الخاصة، كما أنه يعد طريقة لإدارة مخاطرة العميل والتي يمكن تحويلها للمستثمرين؛
- 2- تشبه مبادئ توريق الديون التجارية والتي تتم من قبل المؤسسات بتلك الخاصة بتوريق القروض المصرفية، ولكن ما يميزها هو ضرورة وجود وسيط (مؤسسة مصرفية) لتنظيم مجمل العملية، كما يعتبر التوريق وسيلة تمويل إضافية نظراً لاحتياجات التمويل في رأس المال العامل والناجحة عن وجود فارق زمني بين التدفقات المادية والتدفقات المالية⁽³⁾؛
- 3- تمت أول عملية توريق للقروض الممنوحة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من قبل المصرف الألماني (Deutsche Bank) في سنة 1999⁽⁴⁾.

ثالثاً: ملامح مخاطر حمول عمليات التوريق:

1. يخضع حاملي الحصص للضريبة وتختلف طرق جباية المستثمرين وفقاً للقانون المطبق في الدولة، فقد يخضع حاملي هذه الحصص إلى اقتطاع من المصدر من قبل الشركة ذات الغرض الخاص لصالح الخزينة العمومية، ولعل أهم العقبات التي واجهت عمليات التوريق كانت قانونية وأخرى ضريبية؛

(1)- Charlotte Ferté, Philippe Cassette, op. cit., p: 80.

(2)- Pass-Through and collateralized mortgage securities, op. cit., p: 5.

(*) - يؤثر التسديد المسبق للقروض عكسياً على نسبة تغطية السندات التي تم توريقها منها بفعل انخفاض رصيد القروض المشككة للمحافظة المورقة.

(3)- Thierry Granier, Corynne Jaffieux, 2^{ème} édition, op. cit., p : 210.

(4)- Fouad Bendi, Titrisation "Un catalyseur pour les PME-PMI", 5/12/2005, p : 104,

/www.baghrebtitrisation.ma_documentations.jsp.html.

2. الجانب المحاسبي: لقد أحدث دخول المعايير المحاسبية الدولية الجديدة تغييرا حقيقيا على مستوى المؤسسات المصرفية والمالية والتي عدلت بشكل كبير قواعد المرجعية المحاسبية المستعملة لتأسيس نسب التسيير، والاستجابة للأهداف الخاصة بالتنظيم الاحترازي خاصة ما يتعلق بالتنوع المطلوبة للأموال الخاصة، لذا وجب رصد الآثار الممكنة للمعايير المحاسبية الدولية الجديدة على النسب الاحترازية المؤسسة على أساس مُوطّد.

أدى تطبيق المعايير الدولية للتقارير المالية (IFRS) إلى إعادة توطيد (re-consolidation) لجزء مهم من عمليات التنازل عن الأصول أو المخاطر في إطار عمليات التوريق⁽¹⁾، حيث تكون في بعض الحالات إعادة التوطيد لعملية ما ضرورية من الناحية المحاسبية، في حين تتنازل المؤسسة المعنية على جزء مهم من المخاطر المرتبطة بالأصول المُورقة؛

3. للإشارة فإن المعالجة المحاسبية لعمليات التوريق يمكن أن تختلف بشكل كبير وفقا للمرجع المحاسبي المطبق والتي يميز فيها بين معايير المحاسبة الأمريكية (USGAAP)^(*) ومعايير المحاسبة الدولية (IAS)^(**).

أ- منحت المعايير الأمريكية (USGAAP) المؤسسات حرية قرار توطيد أو عدم توطيد (déconsolidation) القروض انطلاقا من معيار تحويل مراقبة القروض من قبل المصرف المتنازل، ويكون هذا التحويل حقيقيا "عدم توطيد" في حالة بيع حقيقي وهو ما يقابله تنازل مع تحويل الملكية في القانون الفرنسي⁽²⁾؛

ب- تشير معايير المحاسبة الدولية إلى أن "عدم التوطيد" يكمن في عدم خضوع القروض لمراقبة المصرف المتنازل، يكمن الفرق مقارنة بالمعايير السابقة في الهيئة التي ستستقبل القروض، فإذا كان الأمر يتعلق بصندوق متعدد المتنازلين (multicédant) فهناك فقدان حقيقي للمراقبة على الصندوق الذي يستقبل عدة أنواع من القروض والعائدة لعدة متنازلين مختلفين؛ أما إذا تعلق الأمر بالتنازل عن القروض لصندوق ذو متنازل واحد (monocédant) فهناك رقابة دائمة عليه، وبالتالي تكون عملية "عدم التوطيد" غير ممكنة؛

4- تتم عمليات التوريق تحت رقابة سلطات السوق المالية لكل من هيئة التوريق والشركة المسيرة لها، حيث تزداد بشكل كبير إذا كانت الحصص معروضة للاكتتاب لعموم الجمهور؛

5- للتوريق أهمية كبيرة في مجال القروض الرسمية (القروض الخارجية)، حيث كان توريق الديون الخارجية من بين الوسائل الدولية لمعالجة أزمة المديونية⁽³⁾ وذلك رغبة في التخلص من المخاطر التي تحيط بها كالتوقف عن التسديد وهو ما ورد في اتفاقية الأمم المتحدة حول التنازل عن الديون في التجارة الدولية لسنة 2004؛

6- هناك تقنية أخرى شبيهة بالتوريق وهي تقنية "تنقية الميزانية" من القروض المتعثرة (la défaillance)^(*) والتي ظهرت بالولايات المتحدة الأمريكية سنة 1982 من قبل مجلس المعايير المحاسبية (FASB)^(**).

(1)- Ian P.N.Hugue, Numéro spécial IAS/IFRS, Revue Française de comptabilité, IASB 2005, p : 62.

(*)- Generally Accepted Accounting Principles.

(**)- International Accounting Standard.

(2)- Thierry Granier, Corynne Jaffeux, 2^{ème} édition, op. cit., p : 66.

(3)- عبيد علي أحمد الحجازي، مرجع سابق، ص: 43.

(*)- Defeasance = Défaillance = تنقية الميزانية من القروض المتعثرة

(**)- Financial Accounting Standards Board.

أ- تسمح هذه الآلية بالتحويل لهيئة ذات غرض خاص عنصرين من الميزانية، عنصر من الخصوم "اقتراض سندي" وعنصر من الأصول والذي هو عموماً عبارة عن محفظة قروض والتي لها خصائص مماثلة للاقتراض السندي من حيث المبلغ الاسمي وتدفقات التسديدات، حيث تستخدم تدفقات رأس المال والفوائد الناتجة عن القروض في تسديد الدين المُحوّل لجانب الخصوم في ميزانية الشركة ذات الغرض الخاص⁽¹⁾، وتدخل هذه التقنية ضمن الإستراتيجية المُصنّفة (stratégie liquidative) والتي تشير إلى التخلص من القروض المتعثرة في ميزانيات المصارف؛
ب- كما تسمح أيضاً لمؤسسات الإقراض بالإخراج من أصولها قروضا ذات مخاطرة مرتفعة⁽²⁾، ويتم تمويل هذا التنازل من قبل المصرف المتنازل في حد ذاته تحت شكل دين طويل الأجل مضمون من قبل الدولة⁽³⁾، وعلى عكس التوريق تُنشأ الشركة ذات الغرض الخاص وتمول عن طريق المصرف المتنازل.

الفرع الرابع: إدارة الأصول/خصوم وعلاقتها بالتوريق

تميزت البيئة المصرفية بالتغيرات العديدة في كل من تكنولوجيا المعلومات وتخفيف القوانين الرقابية وأسعار الفائدة والتنافس وكفاية رأس المال، ولكن أكثر هذه العوامل تأثيراً على إدارة الأصول والخصوم في المصارف كان التغيير في أسعار الفائدة والذي يشير إلى درجة عالية من المخاطرة، وتصبح أمام إدارة المصرف مهمة صعبة ومستمرة في تعديل فترة المحفظة لتتناسب مع سعر الفائدة الجديد حتى يمكن الحفاظ على الدرجة المطلوبة من السيولة والربحية.
ولأن إدارة الأصول والخصوم دائماً مرتبطة بالنظرة المستقبلية قصيرة المدى، فإنها تعتبر أول خطوة في نظام التخطيط الإستراتيجي للمصرف، كما أن دراسة وتحليل البدائل لفترات مستقبلية تصل إلى عامين أو أكثر تقع تحت ما يسمى بالتخطيط الإستراتيجي، أما دراسة وتحليل بدائل مستويات السيولة وأسعار الفائدة لفترة لا تتعدى عام واحد تقع ضمن إدارة الأصول والخصوم وكنظام تخطيطي⁽⁴⁾.

أولاً: هناك ثلاث مراحل تُكوّن معاً نظاماً متكاملًا لإدارة الأصول والخصوم، تتطلب المرحلة الأولى وهي ذات طبيعة عامة تنسيق بعض الوظائف العديدة المحددة في مرحلة لاحقة (المرحلة الثانية)، والتي بدورها تقود إلى تحقيق أهداف المصرف وسياساته (المرحلة الثالثة).

تشمل الأدوات التي تدار من خلالها الأصول والخصوم نظم المعلومات ونظم التخطيط ونظم المحاكاة والمراجعات الشهرية والتقارير الخاصة، كما وأنه بالإضافة إلى الناحية التخطيطية التي تمثل توجيه ورقابة مستويات وتغيرات وتركيبية الأصول والخصوم ورأس المال فهي أجزاء مكونة لنظام إدارة قائمة المركز المالي؛

ثانياً: يكمن الهدف الأساسي للإدارة المالية في تعظيم قيمة الشركة، ويتبلور هذا الهدف في توجيهين الأول هو تعظيم العائد، أما الثاني فيتمثل في خفض المخاطرة التي تنعكس في تقلبات العائد أو الربحية، أما بالنسبة للمصارف كشركات

(1)- Pierre Genesse, Patrick Topasacalian, op. cit., pp: 298-299.

(2)- Sylvie de Goussergues, op. cit., p : 171.

(3)- www.maghrebtitrisation.ma, "La défaillance comment ça marche en pratique ?" par Hicham Karzazi, Directeur général de maghreb titrisation, 24/4/2004.

(4)- خالد أمين عبد الله، إدارة الموجودات والمطلوبات وعلاقتها بالتوريق، مرجع سابق، ص: 98.

الفصل الثاني:.....عمليات التوريق من المنظور المصرفي التقليدي

ربحية فإن هذين التوجهين مترجمهما لجنة إدارة الأصول والخصوم في شكلين، الأول هو تعظيم صافي هامش سعر الفائدة والثاني هو خفض التغيير فيه؛ كما لا ينبغي لإدارة المصرف أن تتجاهل العائد على حق الملكية والعائد على الأصول ومضاعف العائد على حق الملكية؛

قالتا: يجب ربط عناصر أخرى بنظام إدارة الأصول والخصوم كرأس المال والإيرادات والمصاريف من دون سعر الفائدة والضرائب، والخيارات الإستراتيجية فيما يختص بالخدمات والأسواق وهيكل المصرف، وفضلا عن هذا فإن هدف إدارة الأصول والخصوم الأشمل يجب أن يكون تعظيم حق الملكية وخفض التذبذب فيه؛
يوضح الشكل الطريقة ذات المراحل الثلاث لإدارة الأصول والخصوم

الشكل رقم (2-27): الطريقة الثلاث المراحل لإدارة الأصول والخصوم

المرحلة (1): (عامة)

إدارة الخصوم
إدارة رأس المال

إدارة الأصول

المرحلة (2): (محددة)

إدارة موقف الاحتياطيات كخصوم
إدارة موقف خصوم القروض
إدارة المديونية طويلة المدى

إدارة موقف الاحتياطيات
إدارة السيولة
إدارة الاستثمار
إدارة القروض
إدارة الأصول الثابتة

إدارة رأس المال

المرحلة (3): قائمة المركز المالي تخلق قائمة الدخل والمصروفات

الأرباح = الدخل - كلفة العوائد - المصروفات - الضرائب

السياسات لتحقيق الأهداف:

- 1- إدارة صافي العائد من سعر الفائدة؛
- 2- التحكم في صافي العائد من غير سعر الفائدة؛
- 3- إدارة السيولة؛
- 4- إدارة رأس المال؛
- 5- إدارة البنود خارج الميزانية

المصدر: خالد أمين عبد الله، إدارة الموجودات والمطلوبات وعلاقتها بالتوريق، من كتاب التوريق كأداة مالية حديثة، اتحاد المصارف العربية، 1995، ص: 91.

أولاً: سلفية تاريخية للإدارة الأصول والخصوم

يتوجب لفهم أهمية نظام إدارة الأصول والخصوم في المصارف التطرق لتطورها التاريخي

- 1- خلال سنوات الأربعينيات والخمسينيات من القرن الماضي كان لدى المصارف أرصدة كبيرة من الأموال ذات التكاليف المتدنية في شكل ودائع لدى الطلب وودائع توفير، وعليه كانت المشكلة الإدارية التي تواجهها هي كيفية استغلال هذه الأرصدة الصغيرة من الأموال؛ ولهذا السبب انحصر التركيز على إدارة الأصول دون انشغال بجانب الخصوم؛
- 2- خلال عقد الستينيات بدأت الأرصدة ذات الكلفة المتدنية في التناقص نتيجة لتحسن الذي ظهر عند الشركات التجارية في إدارة سيولتها، وفي نفس الوقت ازداد الطلب على القروض نتيجة التحسن الاقتصادي، وتمويل هذا الطلب على القروض لجأت المصارف إلى إدارة خصومها، وعليه أصبح التركيز خلال الستينيات وبداية السبعينيات من القرن الماضي على إدارة الخصوم كمنهج لإدارة قائمة المركز المالي؛
- 3- تشير إدارة الخصوم إلى ممارسة المصرف لشراء الأموال (شهادات الإيداع وفوائض الحكومات والأوراق المالية التجارية) وإقراضها لتحقيق الأرباح، فقد ادخل استخدام مصطلح إدارة الهامش في نظام إدارة الأصول والخصوم؛
- 4- خلال السبعينيات من القرن الماضي كانت الظواهر الاقتصادية المسيطرة هي التضخم وتذبذب أسعار الفائدة والكساد الحاد خلال منتصف العقد، مما أجبر المصارف على التركيز على إدارة الأصول والخصوم مجتمعة، وأصبح النظام الإداري الذي يحقق ذلك يطلق عليه إدارة الأصول والخصوم؛
- 5- أما خلال عقد الثمانينيات أصبحت إدارة الأصول والخصوم أكثر صعوبة، وانتقل التركيز من خلال فكرة مقابلة آجال الأصول والخصوم إلى فكرة مقابلة أمدها وفكرة التسعيرة المتغيرة واستخدام المستقبلات والخيارات وعقود

الفصل الثاني:.....عمليات التوريق من المنظور المصرفي التقليدي

المبادلات، وعلى الرغم من هذه الابتكارات لا تزال المصارف المختلفة تستخدم طرقها الخاصة بها لمعالجة مختلف المشاكل المالية، كما أن أوجه الاختلاف الكبيرة بينها من حيث الحجم واختلاف الأسواق جعل إدارة الأصول والخصوم تختلف لحد ما من مصرف لآخر⁽¹⁾؛

6- هدف أي مصرف من إدارة أصول/خصوم هو تحقيق أعلى عائد ممكن ضمن مستويات مقبولة من المخاطر، ويتطلب تحقيق هذه الغاية أخذ أربعة عوامل رئيسية بعين الاعتبار وهي إدارة السيولة النقدية وإدارة الموجودات وإدارة المطلوبات وإدارة كفاية رأس المال؛

7- إذا كان التوريق يحول القروض إلى وعاء من الأوراق المالية المحاطة بعدة ضمانات، فلا بد وأن تكون لعملية التوريق قيمة مضافة تتمثل في تلك الخصائص الاستثمارية للأوراق المالية المُصدرة والتي يمكن إجمالها في الجدول الموالي:

الجدول رقم (7-2): (النسبة المضافة من خلال عملية التوريق)

الأوراق المالية بعد التوريق	القروض قبل التوريق
- سائلة وقابلة للتداول؛	غير سائلة؛
- تحدد السوق القيم يوميا من خلال أسواق التداول؛	تقييم الضمانات الإضافية دوري وغير موضوعي؛
- تقوم أطراف أخرى بذلك كوكالات التصنيف؛	يقوم المنشئ بتقدير المخاطر؛
- تكاليف المنشئين المتغيرة منخفضة؛	تكاليف المنشئين المتغيرة مرتفعة؛
- سوق المستثمر محلي ودولي؛	سوق المستثمر محلي؛
- الشروط والمعدلات المُقدمة للمقترض متعددة.	الشروط والمعدلات المُقدمة للمقترض محدودة.

المصدر: عبيد علي أحمد الحجازي، التوريق ومدى أهميته في ظل قانون الرهن العقاري، الطبعة الثانية، القاهرة، دار النهضة العربية، 2001، ص: 34.

الفرع الخامس: عمليات التوريق ومقررات لجنة بازل

أدخلت التوصيات الأخيرة الصادرة عن لجنة بازل والتي باتت تعرف بتوصيات "بازل 3"، تعديلات هامة على تعريف رأس المال ومكوناته بهدف جعل نسبة الملاءة أكثر حماية للمصارف والمودعين، وحماية القطاع المصرفي من الأزمات غير المتوقعة، كما أجرت تعديلات جذرية على طريقة حساب نسبة السيولة.

أولاً: حددت فترة التقيد الكامل بمعايير "بازل 3" ما بين 2013 و 2019، ففي حين فشلت "بازل 2" في حماية المصارف من الضغوط الائتمانية التي تعرضت لها سنة 2009 بدت متطلبات "بازل 3" كرد مباشر على مدى مخاطر الإفراط في التمويل وتضخم مديونية المصارف والتي أدت بالعديد منها إلى الإفلاس؛

1- بينت الأزمة المالية العالمية الأخيرة، أن نشاط الأسواق المالية وظاهرة توريق الديون لم يكن يوازيه كفاية في رأس المال، حيث برزت أهمية مضاعفة رأس المال في مصارف الاستثمار التي تنشط في هذه الأدوات لمواصلة

(1) -خالد أمين عبد الله، إدارة الموجودات والمطلوبات وعلاقتها بالتوريق، مرجع سابق، ص: 94.

نشاطها أو أن تقلل من حجم أعمالها في هذا المجال⁽¹⁾، وقرر الاتحاد الأوروبي في سنة 2009 خلق المجلس الأوروبي للمخاطر النظامية والذي أسندت إليه مهمة حماية الاستقرار المالي⁽²⁾؛

2- بالغت المصارف في منح القروض لعملائها، لأنها كانت مقتنعة بأنه بإمكانها التخلص من مخاطر الائتمان عبر توريق الديون من دون أن تكثر بشكل كاف لقدرة زبائنها على سداد القروض، من هنا جاءت ضرورة اعتماد معايير جديدة لزيادة حجم الاحتياطيات المصرفية، حيث كشفت هذه الأزمة أن العديد من المصارف غير جاهزة لامتصاص الخسائر التي حلت بها من جهة وتضخم ديونها من جهة أخرى؛

ثانياً: أهم التعديلات على بازل 2 ومتطلبات رأس المال

بعد فترة مشاورات، تم نشر التوصيات النهائية في جويلية 2009 بشأن الدعامة الأولى وتحديد دفاتر التجارة وبعض أنواع التسهيلات لبعض إرشادات الدعامة الثانية ولتغطية التسهيلات في الدعامة الثالثة.

شملت التعديلات على "بازل 2" ومتطلبات رأس المال ما يلي:

- 1- تعديلات على احتساب الحد الأدنى لرأس المال (الدعامة الأولى) خاصة التغييرات على إطار التسهيلات أو التوريق وأعباء رأس المال أعلى للتسهيلات وعملية متابعة يقظة للمصارف التي تستثمر في التسهيلات وارتفاع معامل تحويل الائتمان (CCF*) لتسهيلات السيولة قصيرة المدى لقنوات خارج الميزانية والاحتياطيات الأخرى للأوراق التجارية المضمونة بأصول وقاعدة احتفاظ 5% (فقط رأس المال المتبقي المستحق)⁽³⁾؛
- 2- أعباء رأسمالية إضافية لدفاتر التجارة، وبشكل خاص القيمة المقدرة للمخاطر وأعباء مخاطر تصاعديّة لالتقاط مخاطر الإفلاس أو انخفاض التصنيف لمنتجات الائتمان المتبادلة؛
- 3- إدارة مخاطر أكثر تشدداً ومتطلبات حوكمة المخاطر ضمن الدعامة الثانية؛
- 4- متطلبات إفصاح أقصى للتسهيلات وإعادة التسهيلات ضمن الدعامة الثالثة؛
- 5- مددت لجنة بازل اعتماد درجات رأسمالية انتقالية^(*) بعد انتهاء سنة 2009 دون وضع جدول للانتهاء من العمل بها، كما أن احتياطي رأس مال أعلى من شأنه أن يضع المصارف في موقع أفضل لمقاومة الصدمات الاقتصادية في المستقبل؛

ثانياً: التعديلات على الرهامة الأولى والثانية والثالثة:

- 1- الدعامة الأولى: التغييرات على إطار التسهيلات: أحد أكثر أنواع الأصول تأثراً خلال الأزمة كانت التسهيلات المعقدة، حيث قامت العديد من المصارف بالكثير من الحسومات على المنتجات المركبة، وفي هذا المجال أجريت زيادة أوزان المخاطر لإعادة التسهيلات بشكل كبير مقارنة مع تلك المحددة في النص الأصلي "بازل 2".

(1) - عبد المطلب عبد الحميد، الإصلاح المصرفي ومقررات بازل 3، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2013، ص: 319.

(2) - موسوعة بازل 2- الجزء السادس- دليلك إلى التعديلات على بازل 2 لمواجهة الأزمة المالية العالمية، إدارة البحوث ومركز البيانات والمعلومات، اتحاد المصارف العربية، الاتحاد الدولي للمصرفيين العرب، 2010، ص: 32.

(*)- Credit Conversion Factor

(3) - تبعاً لمقررات "بازل 3"، فقد تم استخدام عوامل تحويل ائتمان موحدة تساوي 10% للالتزامات بنود خارج الميزانية القابلة للإلغاء دون شرط. بالنسبة لجميع المشتقات بما فيها المشتقات الائتمانية تطبق تسوية بازل 2 زائد قياس بسيط للتعرضات المستقبلية المحتملة المستندة إلى العوامل المعيارية لأسلوب التعرض الحالي.

* Transitional capital floors

تم تعريف إعادة التسييد بأنه "تعرضات تسييد تكون المخاطرة المرتبطة بجمع من التعرضات مقسم إلى شرائح وعلى الأقل واحدة منها هي تعرض تسييد، مثلا (CDOs of ABS)"⁽¹⁾، بالنسبة للمصارف التي لديها عمليات كبيرة من إعادة التسييد، فستكون هناك زيادة مادية في الأصول المرجحة بالمخاطر وأعباء رأس المال وانخفاض متناسب في نسب رأس المال، إلا إذا قامت هذه المصارف بزيادة رأس المال، وسيكون الأثر أكبر إذا كانت إعادة التسييد محتفظ بها في دفاتر التجارة⁽²⁾؛ أما التغييرات على مستوى إطار مخاطر السوق، تم تلخيصها في الجدول الموالي:

المجدول رقم (8-2): التغييرات على إطار مخاطر السوق

المقاربة المعيارية	نموذج المقاربة الداخلية IRB	مخاطرة سوق عامة
stressed-VaR	مُكوّن إضافي مستند على	
	- يتم التعامل مع غالبية التسييدات كما في دفاتر الأوراق المالية بهدف الاستثمار (باستثناء المنتجات المرتبطة القابلة للمتاجرة)؛ - أعباء مخاطرة تصاعدية (بما في ذلك للمنتجات المرتبطة القابلة للمتاجرة).	مخاطر محددة

المصدر: موسوعة بازل 2- الجزء السادس- دليلك إلى التعديلات على بازل 2 لمواجهة الأزمة المالية العالمية، إدارة البحوث ومركز البيانات والمعلومات، اتحاد المصارف العربية، الاتحاد الدولي للمصرفيين العرب، 2010، ص.40.

2- **الدعامة الثانية:** تمثل متطلبات الدعامة الأولى الحد الأدنى من المتطلبات، ومن المتوقع أن تقوم المصارف ضمن إطار الدعامة الثانية بمراجعة دقيقة لجميع المخاطر التي لم يتم التقاطها بدقة في الدعامة الأولى، وتشمل التعديلات الواسعة التي أجريت على الدعامة الثانية النظر إلى المخاطر في جميع أنحاء الشركة وممارسات التعويض ومواضيع محددة تتعلق بقياس وإدارة المخاطر، وأخيرا مخاطر السمعة؛

3- **الدعامة الثالثة:** أضافت لجنة بازل بندا على نص "بازل 2"، وإذا ما تم تطبيقه من قبل المصارف بشكل صحيح سوف يحسن بشكل كبير فعالية إفصاحات المصارف والتي هي مسؤولة عن إبلاغ المشاركين في السوق حول المستوى الفعلي لمخاطرتها، وتطلب اللجنة بإلحاح من المصارف أن تصرح عن المعلومات التي تخدم هذا الهدف خاصة تأمين النماذج التي من شأنها أن تجعل عملية الإفصاح لها معنى⁽³⁾.

المطلب (الساكن): المحاسبة عن عمليات التوريق وفق المعايير الدولية

(1) قامت "الجنة بازل" بتقوية خاصة التشريع المطبق على إعادة التوريق (retitrisation) تبعا للظروف التي مست المشهد المصرفي منذ بداية الأزمة المالية الأخيرة في 2007 خاصة على مستوى إرشاد المخاطر المتعلقة بالتوريق وقيادة مخاطر السيولة وقياس مخاطر انخفاض جودة القيمة السوقية للأصول المرتبطة لارتفاع مخاطر الطرف المقابل؛ واقترح "الجنة بازل" إلى خلق فئة جديدة "توريق التوريق" يهدف إلى إتحال التوجيهات المتعلقة بالمنتجات التي تم انتقادها خلال الأزمة خاصة (CDO) أين التعرض للمخاطرة كان مقيما بشكل أقل خاصة بسبب التعقيد الذي يميز عملية التركيب.

(2) - موسوعة بازل 2- الجزء السادس- دليلك إلى التعديلات على بازل 2 لمواجهة الأزمة المالية العالمية، مرجع سابق، ص:38، تتوافق التعديلات على كفاية رأس المال مع ما تمت الموافقة عليه من قبل البرلمان الأوروبي، حيث فرضت قاعدة احتفاظ 5% التي تهدف إلى ملاءمة أكبر في مصالح المنشئ والمستثمرين، ولهذا يمكن لمصارف الاتحاد الأوروبي أن تستثمر فقط في التسييد، حيث يحتفظ المنشئ على الأقل بـ 5% مصلحة اقتصادية في التسييد على أساس مستمر.

(3) - عبد المطلب عبد الحميد، الإصلاح المصرفي ومقررات بازل 3، مرجع سابق، ص: 321.

تعد منتجات التوريق من بين الأدوات المالية التي تمثل التزاما ماليا بالنسبة للجهة المُصدرة وأصلا ماليا بالنسبة للمستثمر، وقد أصدر مجلس معايير المحاسبة الدولية المعيار الدولي رقم 39 "الأدوات المالية الاعتراف والقياس" والمعيار الدولي رقم 32 "الأدوات المالية العرض والإفصاح".

الفرع الأول: الاعتراف والقياس المحاسبي لعمليات التوريق

تم إصدار معيار المحاسبة الدولي "رقم 39" الخاص بالأدوات المالية "الاعتراف والقياس" سنة 1999، وبدأ العمل به اعتبارا من سنة 2001، وضع هذا المعيار المبادئ والأسس التي تحدد طرق الاعتراف والقياس المتعلقة بالموجودات والمطلوبات المالية، والمبادئ والأسس والمعالجات الجديدة التي جاء بها لها تأثير كبير على تقارير الأداء وحتى على استراتيجيات التحوط المستخدمة.

ومن الأمور التي أسهمت في تعقيد معيار المحاسبة الدولي "رقم 39"، أنه وضع أسس المعالجات المحاسبية لعدد كبير من الأدوات المالية، فقد شمل أيضا المشتقات المالية والاستثمارات في أدوات الدين وأدوات الملكية والموجودات والمطلوبات المالية المحتفظ بها لأغراض المتاجرة والموجودات المالية المتوفرة للبيع والقروض.

أولاً: ركز معيار المحاسبة الدولي "رقم 39" على زيادة الاعتماد على مبدأ القيمة العادلة لدى المحاسبة عن قيمة الأدوات المالية داخل وخارج عناصر المركز المالي، حيث يقضي بتسجيل الأصول بقيمتها السوقية لتفادي تضخم قيمها، مما يعني أيضا قابلية تأثر حسابات النتائج بتغيرات أسعار الأصول والأوراق المالية؛ يوضح الشكل الموالي الأصول المالية الخاضعة لمفهوم القيمة العادلة.

الشكل رقم (28-2): (الأصول المالية الخاضعة لمفهوم القيمة العادلة)



المصدر: صالح جمعة عبد الله، مدى التزام الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية بتطبيق معيار المحاسبة الدولي رقم 39: الأدوات المالية الاعتراف والقياس، أطروحة ماجستير في المحاسبة والتمويل، غير منشورة، جامعة عمان العربية للدراسات العليا، 2007، ص: 22.

ثانياً: يحتوي المعيار الدولي "IAS39" على المتطلبات التالية⁽¹⁾:

- 1- متى يجب الاعتراف بأصل مالي أو التزام مالي في الميزانية لأول مرة؛
- 2- متى يجب إلغاء الاعتراف بأصل مالي أو التزام مالي (أي حذفه من الميزانية)؛
- 3- كيف ينبغي تصنيف أصل أو التزام مالي ما ضمن إحدى فئات الأصول أو الالتزامات المالية؛
- 4- كيف ينبغي قياس أصل أو التزام مالي بما في ذلك:
 - أ. متى ينبغي قياس أصل أو التزام مالي ما بالتكلفة، أو التكلفة المستهلكة أو القيمة العادلة في الميزانية؛
 - ب. متى يجب الاعتراف بتدهور قيمة أصل مالي أو مجموعة من الأصول المالية وكيف ينبغي قياسه؛
 - ج. قواعد محاسبة خاصة لعلاقات التحوط التي تتضمن أصلاً مالياً أو التزاماً مالياً؛
 - د. كيف ينبغي الاعتراف بمكسب أو خسارة على أصل أو التزام مالي سواء في الربح أو الخسارة كمكون منفصل في حقوق الملكية؛

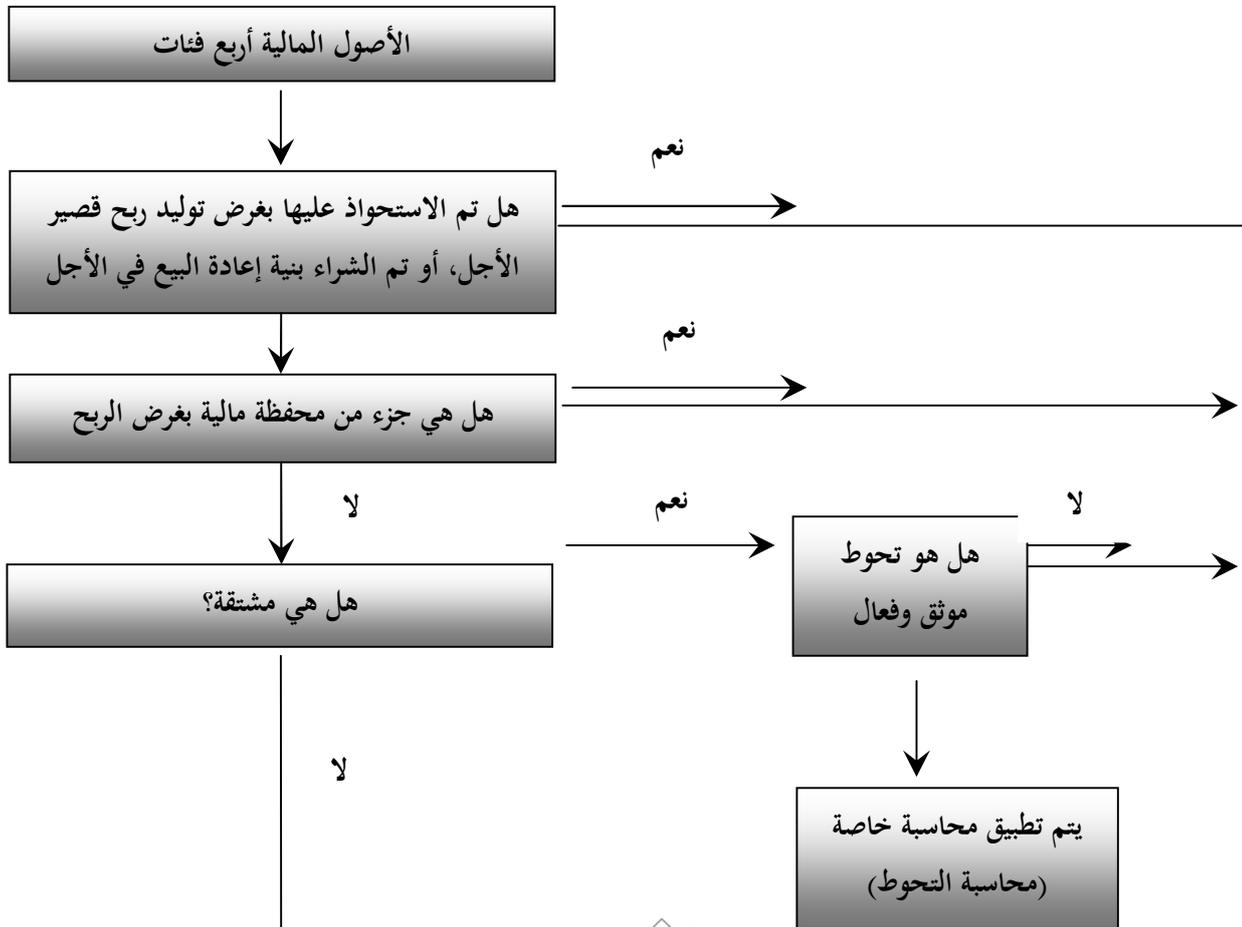
ثالثاً: (التصنيف الرئيسية للأصول المالية): من أجل تحديد أسلوب المحاسبة المناسب لأصل أو التزام مالي ما، يجب أولاً تصنيف الأصل أو الالتزام إلى إحدى الفئات المحددة في "IAS39"، حيث تصنف الأصول المالية إلى واحدة من الفئات الأربع التالية⁽²⁾:

- 1- الأصول المالية التي يتم الاعتراف بالتغيرات في قيمتها العادلة من خلال الربح أو الخسارة، وهي الاستثمارات المالية المقتناة للمتاجرة، وتشمل هذه الفئة الأصول المالية بالقيمة العادلة خلال الربح أو الخسارة الأصول المالية التي إما:
 - أ- يحتفظ بها الكيان لأغراض المتاجرة أو اختيار أن يصنفها ضمن هذه الفئة، ويعتبر الأصل المالية محتفظاً به للمتاجرة إذا كان الكيان قد اشتراه بغرض البيع أو إعادة الشراء في المستقبل القريب أو كان جزء من محفظة أصول مالية خاضعة للمتاجرة، بالإضافة إلى ذلك دائماً ما تعامل الأصول المشتقة على أنها محتفظ بها للمتاجرة ما لم تكن مصنفة كأدوات تحوط؛
 - ب- الأصول المالية من غير تلك المحتفظ بها للمتاجرة، يجوز أيضاً تصنيفها انتقائياً عند الاعتراف المبدئي كأصول مالية بلقيمة العادلة خلال الربح أو الخسارة، هذه القدرة على تصنيف الأدوات المالية انتقائياً كبنود مقاصة بالقيمة العادلة مع التغيرات في القيمة المعترف بها في الربح أو الخسارة يشار لها باسم خيار القيمة العادلة؛

(1)- طارق عبد العال حماد، دليل المحاسب إلى تطبيق معايير التقارير المالية الدولية الحديثة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006، ص: 151.
(2)- المرجع السابق، ص: [156-159].

- 2- القروض والحسابات المدينة الناشئة من خلال المنشأة: هي أصول مالية غير مشتقة ذات المدفوعات الثابتة أو القابلة للتحديد التي لا تكون سعرا معلنا في سوق نشطة، بالإضافة إلى ذلك فإن الأصول المالية التي قد لا يسترجع حاملها كل المبلغ المستثمر فيها (بخلاف سبب التدهور الائتماني) لا يمكن تصنيفها كقروض ودمم مدينة؛
- 3- الاستثمارات المقتناة لحين الاستحقاق: تعرف بأنها أصول مالية غير مشتقة ذات مدفوعات قابلة للتحديد أو ثابتة وموعد استحقاق ثابت التي يكون لدى الكيان النية والقدرة على الاحتفاظ بها إلى موعد الاستحقاق، ويقصد بهذه الفئة الاستثمارات في السندات ذات الفائدة الثابتة ومحدد تاريخ استحقاقها، وأدوات الدين الأخرى التي لن يتم بيعها قبل تاريخ استحقاقها بغض النظر عن التغيرات في أسعار السوق أو مركز أو أداء الكيان المالي؛
- 4- الأصول المالية المتاحة للبيع: تعرف بأنها تلك الأصول المالية غير المشتقة التي لا تكون مصنفة على أنها بغرض المتاجرة أو منشأة أو محتفظ بها حتى موعد الاستحقاق؛
- يوضح الشكل الموالي شجرة تصنيف الأصول المالية وفقا للمعيار المحاسبي الدولي (IAS39)

الشكل رقم (29-2): شجرة تصنيف الأصول المالية



المصدر: طارق عبد العال حماد، دليل المحاسب إلى تطبيق معايير التقارير المالية الدولية الحديثة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006، ص: 985.

رابعاً: عرف المعيار التوريق بأنه "عملية تحويل الأصول المالية إلى أوراق مالية"، وبموجب هذا المعيار يجب الاعتراف بكل ما ينشأ عن عمليات التوريق من أصول أو التزامات مالية في الميزانية العمومية فقط عندما تصبح طرفاً في الأحكام التعاقدية للأداة، ويجب مبدئياً قياسها بمقدار التكلفة التي هي القيمة العادلة للعرض المعطى أو المستلم لامتلاك الأصل المالي أو الالتزام (بالإضافة إلى مكاسب وخسائر معينة)⁽¹⁾؛

خامساً: تحدد اتفاقية السوق مدة ثابتة بين تاريخ التعامل والتسوية، إذ يمكن استخدام تاريخ التعامل أو تاريخ التسوية كأداة للاعتراف مع أن المعيار يسمح باستخدام أي من التاريخين.

- 1- يفضل المحاسبون استخدام تاريخ التعامل في معظم الحالات؛
- 2- يتم استبعاد الأصول المالية التي تم توريقها بموجب المعيار من ميزانية المصدر الأصلي، عندما تفقد المنشأة السيطرة على الحقوق التعاقدية التي تشمل الأصل المالي (أو جزء منه)؛
- 3- يفقد المصدر الأصلي بشكل عام السيطرة على الأصول المالية المؤرقة إذا كان لدى المحوّل له (المستثمر) القدرة على الحصول على منافع الأصول المؤرقة، وتظهر المقدرة على سبيل المثال في الحالات التالية⁽²⁾:
أ- إذا كان المحوّل له حراً في بيع أو رهن القيمة العادلة بكاملها تقريباً للأصول المؤرقة؛

(1) - علي مال الله عبدا الله، إسراء يوسف ذنون، المحاسبة عن عمليات التوريق (التسديد) وفق المعايير المحاسبية الإسلامية والدولية ودورها في نشوء الأزمة المالية الأخيرة، المؤتمر العلمي الثالث، "الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على اقتصاديات الدول -التحديات والأفاق المستقبلية- كلية العلوم الإدارية والمالية، جامعة الإسراء الخاصة وبالإشتراك مع كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة - 29-28/4/2009 ص: 8.

(2) - المرجع نفسه.

ب- إذا كان المَحْوَل له هيئة ذات غرض خاص وأنشطتها المسموح بها محدودة وتوفر لها القدرة على الحصول على كافة المنافع للأصول المُوَرَّقة.

4- لا يتم استبعاد الأصول المالية التي تم توريقها من ميزانية المصدر الأصلي بموجب المعيار في الحالات التالية:

أ. إذا كان للمُصدر الأصلي الحق في إعادة امتلاك الأصل المُوَرَّق، إلا إذا:

- كان من الممكن الحصول على الأصل في الحال في السوق؛

- سعر إعادة الامتلاك هو القيمة العادلة في وقت إعادة الامتلاك؛

ب. إذا كان المصدر الأصلي يحق له ومجبرا على إعادة شراء أو استرداد قيمة الأصل المُوَرَّق بموجب شروط توفر للمُصدر بشكل فعال عائدا للمقرض على الموجودات المستلمة مقابل الأصل المورق، وعائد المقرض هو العائد الذي لا يختلف ماديا عن العائد الذي يمكن الحصول عليه على قرض للمصدر مضمونا ضمانا كاملا من قبل الأصل المُوَرَّق؛

ج. إذا لم يكن من الممكن الحصول على الأصل المُوَرَّق في الحال في السوق، واحتفظ المصدر بشكل جوهري بكافة مخاطر وعوائد الملكية من خلال تبادل عائدات إجمالية مع المحول له، أو احتفظ بشكل جوهري بكافة مخاطر الملكية من خيار بيع غير مشروط للأصل المُوَرَّق الذي تحتفظ به هيئة التوريق (يوفر تبادل العائد الإجمالي عوائد السوق ومخاطر الائتمان إلى أحد الأطراف مقابل مؤشر فائدة للطرف الآخر كدفعة حساب سعر الفائدة السائد فيما بين المصارف في لندن)؛

د. إذا كان للمصدر الحق في إعادة شراء الأصل بسعر ثابت والذي ليس هو بالضرورة القيمة العادلة في وقت إعادة الامتلاك؛

خامسا: تضمن المعيار إجراءات محاسبية تتعلق بضمانات القروض التي تم توريقها وذلك كما يلي⁽¹⁾:

5- إذا قام مدين بتسليم ضمان للدائن وسمح للدائنين ببيع أو إعادة رهن الضمان بدون عوائق، عندئذ يجب على المدين الإفصاح عن الضمان بشكل منفصل عن الموجودات الأخرى التي هي غير مستخدمة كضمان، كما يجب على الدائن الاعتراف بالضمان في ميزانيته العمومية على أنه أصل مقاس مبدئيا بمقدار قيمته العادلة، والاعتراف كذلك بالتزامه بإعادة الضمان على أنه مطلوب؛

6- إذا مُنِع الدائن من بيع أو إعادة رهن الضمان، لأن المدين له الحق والقدرة على استرداد الضمان خلال فترة قصيرة على سبيل المثال باستبدال ضمان آخر أو إنهاء العقد، عندئذ لا يعترف الدائن بالضمان في ميزانيته العمومية؛

7- إذا تم الاعتراف بالضمان على أنه مطلوب بموجب هذا المعيار فإنه يظل مقاسا بقيمته العادلة أو بمقدار مبلغه المسجل الأصلي أو أي مخصص مطلوب بموجب معيار المحاسبة الدولي رقم 37، أيهما أعلى إذا لم يكن بالإمكان قياس القيمة العادلة بشكل دقيق إلى أن تنتهي مدته، أما إذا كان الضمان يشمل مجموعة كبيرة من البنود فإنه يجب قياس الضمان بوزن كافة النتائج المحتملة حسب إمكانيات وقوعها؛

(1) - المرجع السابق، ص:9.

ملحوظة: تتضمن عملية التوريق إما نقل الملكية القانونية للأصول التي تم توريقها إلى هيئة ذات غرض خاص، أو نقل حق الانتفاع فقط، ورغم أن انتقال الملكية يمثل ضمانا خصوصا عندما تكون هناك شكوكا بإمكانية تعرض المصدر الأصلي للإفلاس، إلا أن الممارسات المصرفية لأسواق التوريق تشير إلى تزايد توجه نحو الاكتفاء بمنح هذه الهيئة حق الانتفاع فقط.

الفرع الثاني: القياس المحاسبي لعمليات التوريق وفق المعايير الدولية

بعد الاعتراف المبدئي يجب على المنشأة قياس سندات التوريق بمقدار قيمها العادلة بدون أي خصم لتكاليف العملية التي قد تتحملها عند البيع أو أي تصرف آخر ما عدا سندات التوريق المحتفظ بها حتى تاريخ الاستحقاق فيتم قياسها بمقدار التكلفة المطفأة باستخدام أسلوب سعر الفائدة الساري المفعول إذا كان لها استحقاقا ثابتا، أما إذا لم يكن لها استحقاقا ثابتا فيتم قياسها بمقدار التكلفة.

أولاً: إذا تم تسجيل أحد أنواع سندات التوريق بمقدار التكلفة المطفأة بدلا من القيمة العادلة بسبب تغير في نية المنشأة تجاه الاحتفاظ بها أو في الحالات النادرة التي لم يعد يتوفر فيها مقياس موثوق به للقيمة العادلة، يصبح المبلغ المسجل للقيمة العادلة للأصل المالي في ذلك التاريخ تكلفته المطفأة الجديدة، ويجب محاسبة أي ربح أو خسارة سابقة من ذلك الأصل التي تم الاعتراف بها مباشرة في حقوق الملكية كما يلي:

- 1- السندات التي لها استحقاقا ثابتا، فإن الربح أو الخسارة التي تم الاعتراف بها مباشرة في حقوق الملكية يجب إطفائها على مدى العمر المتبقي للاستثمار المحتفظ به حتى الاستحقاق، وأي فرق بين التكلفة المطفأة الجديدة ومبلغ الاستحقاق يجب إطفائه على مدى العمر المتبقي للسندات على أنه تعديل للمردود كإطفاء العلاوة والخصم؛
- 2- السندات التي ليس لها استحقاقا ثابتا، فإن الربح أو الخسارة السابقة التي تم الاعتراف بها مباشرة في حقوق الملكية تبقى ضمنها حتى يتم بيع السندات أو خلافا لذلك التصرف فيه، وحينها يجب أن تدخل ضمن تحديد صافي الربح أو الخسارة؛

ثانياً: يستند مفهوم القيمة العادلة على افتراض أن المنشأة ناجحة بدون حاجة لتصفية أو تقليص نطاق عملياتها بشكل مادي أو القيام بعملية بشروط غير مناسبة، لذلك فالقيمة العادلة ليست المبلغ الذي ستحصل عليه المنشأة أو تدفعه في عملية إجبارية أو تصفية غير طوعية أو بيع إجباري، حيث لا بد من الأخذ بعين الاعتبار ظروفها الحالية عند تحديد القيم العادلة لموجوداتها ومطلوباتها المالية؛

- 1- يعد وجود عروض أسعار مُعلنة في سوق نشطة أفضل دليل على القيمة العادلة، وسعر السوق المعروض المناسب لأصل محتفظ به أو مطلوب والذي سيتم الاحتفاظ به هو العرض الحالي أو سعر الطلب، أما إذا كانت أسعار العرض الحالية متوفرة، فقد يوفر سعر أحدث عملية دليلا على القيمة العادلة شريطة ألا يكون هناك تغيرا كبيرا في الظروف الاقتصادية بين تاريخ العملية وتاريخ تقديم التقرير، ويمكن عندما يكون للمنشأة وضعين متماثلين لأصل ما استخدام سعر وسطي في السوق كأساس لتحديد القيم العادلة؛

2- إذا كانت سوق التوريق سوقا غير نشطة، فيجب تعديل عروض الأسعار المعلنة للتوصل إلى مقياس موثوق به للقيمة العادلة، أما إذا كانت ضعيفة النشاط، فقد تكون أسعار السوق المدرجة لا تعكس القيمة العادلة للأداة، وفي بعض الحالات عندما تكون الكمية المتداولة صغيرة نسبيا، فقد يتوفر عرض للسعر لكمية أكبر من صانع السوق لتلك الأداة؛

3- عندما لا يتوفر سعر سوق مدرج، فقد يتم استخدام أساليب تقدير لتحديد القيمة العادلة بموثوقية كافية لتلبية متطلبات هذا المعيار، وتشمل الأساليب السائدة في الأسواق المالية الرجوع إلى القيمة الحالية في السوق لأداة أخرى مماثلة بشكل جوهري وتحليل التدفق النقدي المخصوم ونماذج تسعير الخيارات، وعند تطبيق تحليل التدفق النقدي المخصوم تستخدم المنشأة سعر (أسعار) خصم مساوٍ (مساوية) لمعدل العائد السائد للأدوات التي لها نفس الشروط والخصائص بشكل جوهري، بما في ذلك القيمة الائتمانية للمدين والفترة المتبقية التي تُحدد على مداها سعر الفائدة التعاقدية والفترة المتبقية لتسديد المبلغ الأصلي والعملة التي ستتم الدفعات بها.

نالتا: المكاسب والخسائر من إعادة قياس القيمة العادلة: حدد المعيار الإجراءات التالية للاعتراف بالمكاسب والخسائر الناتجة عن إعادة قياس القيمة العادلة للأدوات المالية ومنها سندات التوريق⁽¹⁾:

- 1- إذا قامت المنشأة بالاعتراف بمشتريات الموجودات المالية باستخدام محاسبة تاريخ التسويات، فإنه لا يتم الاعتراف بأي تغيير في القيمة العادلة للأصل التي سيتم استلامها خلال الفترة بين تاريخ المتاجرة وتاريخ التسوية وذلك بالنسبة للموجودات المسجلة بمقدار التكلفة أو التكلفة المطفأة (عدا عن خسائر انخفاض القيمة)، على أنه بالنسبة للموجودات التي أعيد قياسها بمقدار القيمة العادلة، فإنه يجب الاعتراف بالتغير في هذه القيمة في صافي الربح أو الخسارة أو في حقوق الملكية؛
- 2- لا تقوم المنشأة بإعادة تصنيف موجوداتها المالية التي يتم إعادة قياسها بمقدار القيمة العادلة على أنها خارج فئة المتاجرة أثناء الاحتفاظ بها، ويجب على المنشأة إعادة تصنيف الأصل المالي على أنه ضمن فئة المتاجرة فقط، إذا كانت هناك دلالة على وجود نمط فعلي حديث لاستلام ربح قصير الأجل يبرر إعادة التصنيف؛
- 3- يتم الاعتراف بالمكسب أو الخسارة بالنسبة للموجودات والمطلوبات المالية المسجلة بمقدار التكلفة المطفأة في صافي الربح أو الخسارة عندما يلغى الاعتراف بالأصل أو المطلوب المالي أو عند انخفاض قيمته وكذلك من خلال عملية الإطفاء؛
- 4- إذا كان من المحتمل أن تكون المنشأة غير قادرة على تحصيل كافة المبالغ المستحقة (المبلغ الأصلي والفائدة) حسب الشروط التعاقدية والذمم المدينة أو الاستثمارات المحتفظ بها حتى الاستحقاق المسجلة بمقدار التكلفة المطفأة، فإن خسارة انخفاض القيمة أو خسارة في دين مشكوك فيه تكون قد وقعت، ومبلغ الخسارة هو الفرق بين المبلغ المسجل للأصل والقيمة الحالية للتدفقات المستقبلية المتوقعة المخصومة بسعر الفائدة الأصلي الساري المفعول للأداة المالية (المبلغ القابل للاسترداد)، ولا يتم بشكل عام خصم التدفقات النقدية المتعلقة بالذمم المدينة قصيرة الأجل، كما يجب تخفيض المبلغ المسجل للأصل إلى مبلغه المقدّر القابل للاسترداد إما مباشرة أو من خلال استخدام حساب احتياطي، ويجب إدخال مبلغ الخسارة ضمن صافي ربح أو خسارة الفترة؛

(1)- المرجع السابق، ص: 11.

5- إذا تم الاعتراف بأصل مالي مسجل بمقدار القيمة العادلة (المبلغ القابل للاسترداد أقل من تكلفة الامتلاك الأصلية) مباشرة في حقوق الملكية وكانت هناك أدلة موضوعية على انخفاض قيمته، فإن صافي الخسارة المتراكمة التي تم الاعتراف بها يجب استبعادها من حقوق الملكية والاعتراف بها في قائمة الدخل حتى ولو لم يتم إلغاء الاعتراف بالأصل المالي؛

6- مبلغ الخسارة الذي يجب استبعاده من حقوق الملكية والإبلاغ عنه في قائمة الدخل هو الفرق بين تكلفة امتلاكه (مخصوصا منه أي تسديد للمبلغ الأصلي والإطفاء) والقيمة العادلة الحالية (لأدوات حقوق الملكية)، أو المبلغ القابل للاسترداد (لأدوات الدين) ناقصا أي خسارة في انخفاض قيمة ذلك الأصل المعترف به سابقا في صافي الربح أو الخسارة، والمبلغ القابل للاسترداد لأداة دين أعيد قياسها بمقدار القيمة العادلة هو القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة مخصومة بسعر الفائدة الحالي في السوق لأصل مالي مماثل؛

7- إذا زادت القيمة العادلة أو المبلغ القابل للاسترداد لأصل مالي مسجل بمقدار القيمة العادلة في فترة لاحقة، من الممكن إسناد الزيادة بشكل موضوعي بعد الاعتراف بالخسارة في قائمة الدخل، كما يجب عكس الخسارة مع إدخال المبلغ المعكوس في قائمة الدخل للفترة؛

8- يوجب معيار "IFRS 7" على الكيان الإفصاح فيما يتعلق بكل فئة من الأصول والالتزامات المالية عن قيمها العادلة، ويتم إجراء الإفصاح بطريقة تسمح بمقارنة المعلومات بالمبلغ المرّحل المناظر في الميزانية، كما توفر معلومات القيمة العادلة تقييما مبنيا على السوق لقيمة الأدوات المالية، ولا يعتمد على تكلفتها عندما تم الاعتراف بها مبدئيا بواسطة الكيان أو الفئة التي تم تصنيفها فيها بواسطة الكيان.

الفرع الثالث: الإفصاح عن عمليات التوريق

حدد المعيار الدولي رقم 32 "الأدوات المالية العرض والإفصاح" إجراءات الإفصاح عن عمليات التوريق باعتبارها أحد الأدوات المالية كما يلي⁽¹⁾:

أولاً: المعلومات المتعلقة بمدى وطبيعة الأدوات المالية الناشئة عن عمليات التوريق، ويشمل ذلك الآجال والشروط التي قد تؤثر على مقدار التدفقات النقدية المستقبلية وتوقيت الحصول عليها وكذلك درجة التأكد المرتبطة بها؛

ثانياً: السياسات والطرق المحاسبية المتبعة، ويشمل ذلك معايير الإثبات وأسس القياس المستخدمة بالإضافة إلى تاريخ الاستحقاق أو الانقضاء أو التنفيذ؛

ثالثاً: أي خيارات مُبكرة للتسوية بمعرفة أحد أطراف الأداة المالية، ويشمل ذلك الفترة أو التاريخ الذي قد يتم فيه ممارسة الخيار وكذلك السعر (أو مدى الأسعار) الذي قد يستخدم في ممارسة الخيار؛

رابعاً: أي خيارات لأحد أطراف الأداة المالية تسمح بتحويل الأداة أو مبادلتها بأداة مالية أخرى أو موجودات أو مطلوبات أخرى، بما في ذلك الفترة أو التاريخ الذي يتوقع أن تحدث فيه عملية ممارسة الخيار وكذلك معدل (معدلات) التحويل أو المبادلة، مقدار

(1)- المرجع السابق: ص: [12-17].

وتوقيت المقبوضات أو المدفوعات النقدية المجدولة للقيمة الأساسية للأداة؛ بما في ذلك أقساط إعادة الدفع وأية متطلبات لإنشاء صندوق لإعادة السداد؛

خامساً: المعدل الاسمي للفائدة أو مبلغها، وكذا التوزيعات أو أي عائد دوري آخر على القيمة الأساسية وتوقيت الدفع، بالإضافة إلى الضمانات المحتفظ بها في حالة الموجودات المالية والمرهونات المقدمة في حالة المطلوبات المالية؛

سادساً: في حالة الأدوات المالية التي يتم تحديد تدفقاتها النقدية باستخدام عملة تختلف عن العملة التي يستخدمها المشروع في إعداد تقاريره المالية، فإنه يجب الإفصاح عن نوع تلك العملة؛

سابعاً: مخاطر أسعار الفائدة المتعلقة بعمليات التوريق التي تتعرض لها المنشأة، وتشمل تاريخ إعادة التسعير التعاقدية أو تاريخ الاستحقاق أيهما أقرب، وشروط الاتفاق التي تسببت في بقاء المنشأة معرضة لمخاطر أسعار الفائدة؛

ثامناً: مخاطر الائتمان لسندات التوريق ولكل فئة من الموجودات المالية التي تم توريقها سواء تم استبعادها من الميزانية أم لا، وتشمل المبلغ الذي يمثل أقصى تعرض لمخاطرة الائتمان في تاريخ الميزانية العمومية دون الأخذ في الحسبان القيمة العادلة لأي ضمان في حالة إخفاق الأطراف الأخرى في أداء التزاماتهم وفقاً للأدوات المالية والتركيزات الهامة للمخاطرة الائتمانية.

لا تختلف إجراءات المحاسبة عن عمليات التوريق وفق معايير المحاسبة الأمريكية عنها وفق المعايير الدولية، إلا أن الواقع العملي يشير إلى اختلاف التطبيق بين المؤسسات المالية التي تعتمد معايير المحاسبة الدولية عن تلك التي تعتمد معايير المحاسبة الأمريكية، ويمكن تحديد نقاط الاختلاف في الجدول الموالي:

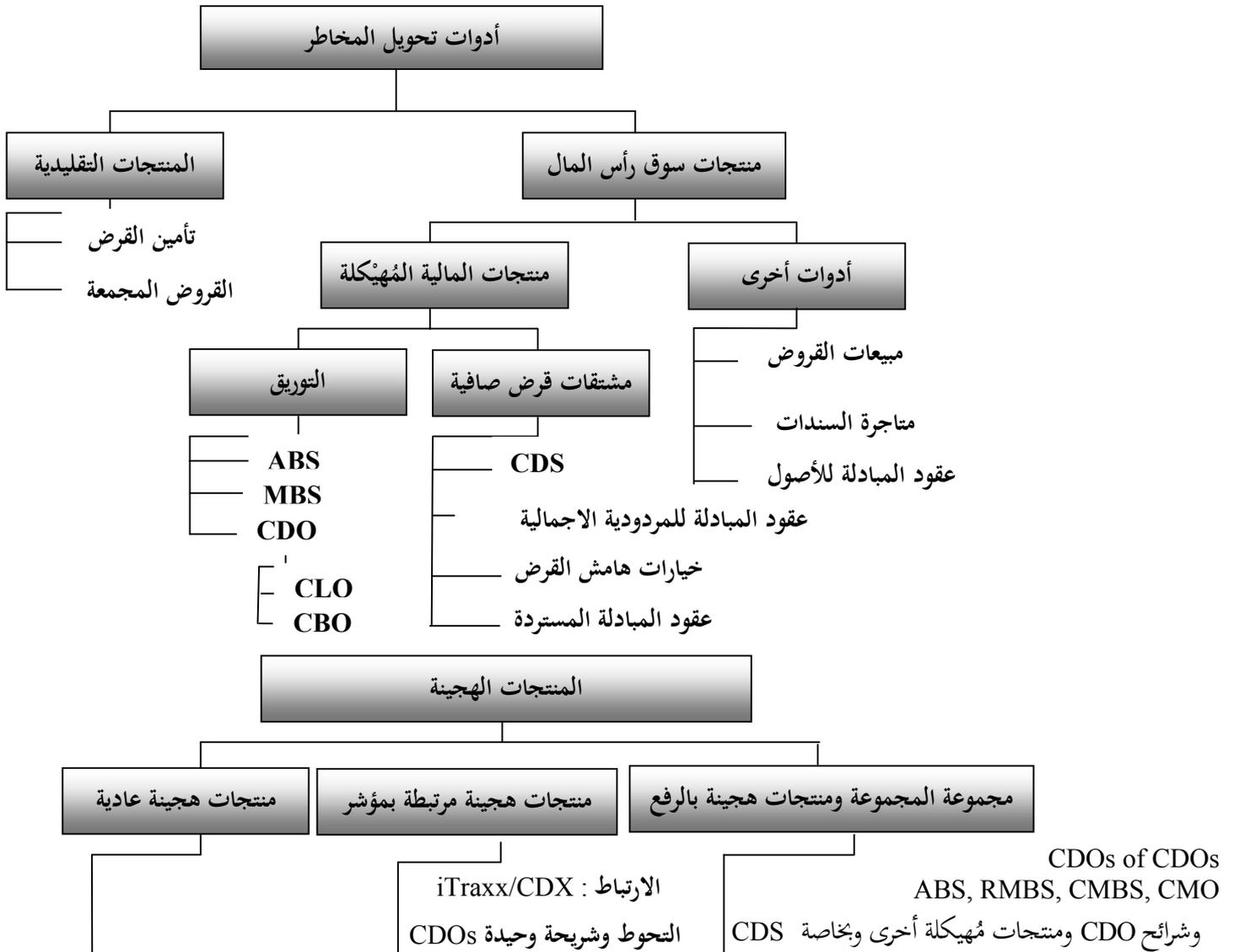
الجدول رقم (9-2): نقاط الاختلاف بين معايير المحاسبة الدولية ومعايير المحاسبة الأمريكية.

مؤسسات تطبق معايير المحاسبة الأمريكية	مؤسسات تطبق معايير المحاسبة الدولية	
التكلفة العادلة	التكلفة التاريخية والتكلفة العادلة المستردة	القياس
مكاسب أو خسائر مسجلة في قائمة الدخل	مكاسب أو خسائر غير مسجلة	إعادة التقييم
داخل الميزانية ضمن الأدوات المالية المملوكة والمباعة/ المطلوبات الأخرى	أسفل الميزانية (لا تؤثر على توازن الميزانية)	الإفصاح

المصدر: علي مال الله عبدا الله، إسراء يوسف ذنون، المحاسبة عن عمليات التوريق (التسنيدي) وفق المعايير المحاسبية الإسلامية والدولية ودورها في نشوء الأزمة المالية الأخيرة، المؤتمر العلمي الثالث، "الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على اقتصاديات الدول - التحديات والأفاق المستقبلية- كلية العلوم الإدارية والمالية، جامعة الإسراء الخاصة وبالشراكة مع كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة - 29-28/4/2009، ص: 21.

يوضح الشكل الموالي، مختلف أدوات تحويل المخاطر والمتاحة للمصارف في إطار عمليات التوريق.

الشكل رقم (2-30): أدوات تحويل المخاطر



— CLN

— CDO مُركبة

(iTraxx): هو اسم علامة تجارية لعائلة منتجات عقود المبادلة على التعثر، الذي يغطي مناطق أوروبا، استراليا، اليابان وبلدان آسيا الأخرى، وتشكل هذه المنتجات قطاع واسع من إجمالي سوق مشتقات القروض. تبني هذه المؤشرات على قواعد معينة والمعيار الأساسي هو سيولة عقد المبادلة على التعثر المستند إليه، يتبع (iTraxx) المؤشرات المملوكة والمسيرة والجمعة والمعروضة من طرف صانعي السوق، والأوسع تداولاً هو (iTraxx) الأوروبي والذي يعرف على نحو بسيط بالأساسي: " the Main " Source: Andreas A.Jobst, what is structured finance ?, the securitization conduit, Vol 8, (2005/6), p:4.

خلاصة الفصل

أحدثت تكنولوجيا التوريق أثرا عميقا على القطاع المصرفي من جراء الأرباح الضخمة وزيادة النشاط الاستثماري والذي أدى إلى إعادة النظر في خطط المصارف التمويلية ومحافظها الاستثمارية واستراتيجياتها التجارية لتتلاءم مع تزايد وتنامي أسواق الأوراق المالية.

- ❖ لقد برزت أدوات جديدة لإدارة المخاطر (Credit Risk Transfert CRT) والتي كان لها أثرا على تحويل مخاطر القروض المصرفية نحو الأسواق المالية، حيث سمحت بالتنازل عن المخاطر وذلك بإخراجها من الميزانية المصرفية وتخفيض الاحتياجات من الأموال الخاصة وتخفيض تكاليف التمويل عن طريق التوريق والذي تنتج عنه سيولة بإمكانها تحسين تصنيف المصرف؛
- ❖ يعد التوريق واحدا من أهم الإبداعات الجديدة في التعاملات المصرفية، حيث يعد أداة لإدارة الموارد المالية، كما يعد عملية فصل منح وإنشاء خدمة الديون عن مصادر تمويل الديون في صورة تحويل القروض غير السائلة وغيرها من الأصول إلى أوراق مالية قابلة للتداول في أسواق الأوراق المالية؛
- ❖ توجد آليتان للتوريق وتتضمن كل واحدة منهما طرقا مختلفة وهما: التوريق التقليدي (التنازل عن الأصول) والتوريق التركيبي (التنازل عن المخاطر)؛
- ❖ هناك عدة متدخلين في سيرورة التوريق (المصرف المتنازل والشركة ذات الغرض الخاص والمنظم وشركة التسيير، والمؤتمن...الخ)؛
- ❖ يعد التصنيف الائتماني إلزاميا في عمليات التوريق والذي يركز على تقييم المخاطر المرتبطة بالأوراق المالية المصدرة من قبل الشركة ذات الغرض الخاص؛
- ❖ يشكل التوريق أداة لإعادة التمويل حيث يضمن التغطية بمعدلات الفائدة وبالسيولة للقروض المتنازل عنها، وهو يسمح للمصرف بتنوع موارده والوصول إلى السوق المالية، لذا فإن التوريق أداة إستراتيجية لإدارة ميزانية المصارف كونه يسمح لها بتحسين ملاءتها المالية ومردودية أموالها الخاصة؛
- ❖ هناك عدة هياكل على مستوى عمليات التوريق والمكيفة مع متطلبات السوق المالية من حيث المدة ودورية التسديدات وجانب الإهلاك وتعزيز الائتمان...الخ،
- ❖ يتم التوريق بأحد الأساليب الثلاثة الآتية: استبدال الدين والتنازل والمشاركة الجزئية؛
- ❖ يعد التوريق عملية متعددة الجوانب، حيث هناك عدة تحديات تظهر على أكثر من صعيد (محاسبي وضريبي وقانوني...الخ) والتي يجب تكييفها مع الظروف الخاصة بكل دولة؛
- ❖ وهناك عدة طرق لتقييم الأوراق المالية المصدرة في إطار عملية التوريق منها الطرق الإكتوارية والطرق الإحصائية والطرق الاحتمالية؛
- ❖ يشهد سوق التوريق على المستوى الدولي نموا كبيرا على غرار المنتجات المالية الأخرى خاصة في ظل التحالف القائم بين عمليات التوريق والمشتقات الائتمانية.

الفصل الثالث

عمليات التوريق من المنظور
المصري في الإسلام
- عمليات التصكيك -

مَهَيِّدٌ

تستند الصكوك الإسلامية وهيكل إصدارها إلى مبادئ الشريعة الإسلامية، وعلى الرغم من وجود تشابه كبير بين هندسة التوريق من ناحية وهيكل إصدار الصكوك الإسلامية من ناحية أخرى، إلا أنه توجد هناك فروقا جوهرية بين هذين المفهومين. يوفر تنوع وتعدد هيكل إصدار الصكوك الإسلامية حلولاً متنوعة للمؤسسات المالية الراغبة في الاستفادة من عمليات التصكيك الإسلامي.

يشكل تطوير الأدوات المالية في النظام المصرفي في الدول العربية والإسلامية حجر الزاوية لما لذلك من أثر في رفع كفاءة تعبئة المدخرات وتخصيص الموارد على الاستثمارات والاحتياجات التمويلية المختلفة خاصة مع معدلات النمو المرتفعة للمدخرات في المصارف الإسلامية، وبالتالي فإن عملية إصدار تشكيلة متنوعة من الصكوك وتداولها في السوق المالية يمثل تغيراً جوهرياً في هيكلها التمويلي، ويعد بمثابة أداة مناسبة للتكامل بين النشاط المصرفي الإسلامي والأسواق المالية والاندماج مع الأسواق العالمية.

سيتم التطرق من خلال هذا الفصل للمباحث التالية:

المبحث الأول: مدخل عام حول التوريق الإسلامي

المبحث الثاني: المعالجة المحاسبية لعمليات التصكيك وأنواع الصكوك الإسلامية وأهميتها

المبحث الثالث: الوصف الترحيبي لطرق التوريق والمخاطر المرتبطة بالصكوك

المبحث الأول: أهم مباحث حول عمليات التوريق الإسلامي

يتميز العمل المصرفي الإسلامي عن العمل المصرفي التقليدي بأسس وخصائص عديدة، حيث تركز المصارف الإسلامية في معاملاتها المصرفية على المبادئ الأساسية للاقتصاد الإسلامي، ويكمن التحدي الأساسي لها في كيفية إجراء مختلف عمليات الوساطة المالية دون اللجوء لآلية سعر الفائدة، وبدأت حركة واسعة من الاجتهاد المالي لاستنباط أدوات مالية إسلامية تخدم أغراض إدارة السيولة والربحية لهذه المؤسسات.

المطلب الأول: مفاهيم عامة حول عمليات الصكوك

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 الإسلامية المستندة على عمليات أسواق رأس المال كالصكوك بمختلف أنواعها.

الفرع الأول: تعريف الصكوك

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

أولاً: الصكوك لغة:

- 1- الصك "الضرب الشديد بالشيء العريض"، وقيل هو الضرب عامة بأي شيء كان⁽¹⁾، ويُقال "صكَّه صكًا إذا ضربه في قفاه ووجهه بيده مبسوطاً"، وفي القرآن الكريم "فَصَكَّتْ وَجْهَهَا" أي لطمته تعجبا، وصكَّت الباب أي "أغلقتة"⁽²⁾؛
- 2- الصك معناه الكتاب، وجمعه أصكُّ وصكوك وصكك فارسي معرب أصله "جك" أو "هك" (تُنطق شك)، وذهبت معظم المعاجم والقواميس الاقتصادية والقانونية إلى أن المراد بالصك هو الكتاب الذي تكتب فيه المعاملات والإقرارات ووقائع الدعوى، وجمعه صكوك وأصك وصكك، وكانت الأرزاق تسمى صككا لأنها كانت تخرج مكتوبة⁽³⁾ وكانت عبارة عن وثائق تعبر عن أصول (أرزاق) تثبت ملكية حاملها لما تعبر عنه هذه الوثائق⁽⁴⁾؛
- 3- أما التصكيك فهي كلمة مؤلدة تفيد جعل الأصول المختلفة صككا أو صكوكا قابلة للتداول^(*).

(1) - جمال الدين أبو الفضل ابن منظور، لسان العرب، مجلد 10، مرجع سابق، ص: 456.
(2) - أختار زيتي 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) - ابن منظور، مرجع سابق، ص: 457.
(4) - يطلق عليها في بعض الأحيان باللغة الأجنبية تسمية " Sukukization ", "Sukuk"

(*) - سبق الفقه الإسلامي الاقتصاد التقليدي إلى الصكوك كوثيقة لإثبات حق، حيث ورد عن الإمام النووي ما نصه: "الصكك جمع صك وهو الورقة المكتوبة" بدين ويُجمع أيضا على صكوك، 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 لمروان "أحللت بيع الصكك" وقد نهى رسول الله عن بيع الطعام حتى يُستوفى، فخطب مروان الناس فنهى عن بيعها؛ ومن أجازها تناول قضية أبي هريرة على أن المشتري ممن خرج له الصك باعه لثالث قبل أن يقبضه المشتري، فكان النهي 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.

يظهر من خلال المعاني اللغوية المذكورة أن الصك والوثيقة بمعنى واحد، فالصك أو الوثيقة كتاب يدون فيه معاملات الناس وعقودهم وأقاربهم ويشمل ما اتفق عليه وما شرط بينهم، كما يتضمن التوقيع والإشهاد⁽¹⁾؛

ثانياً: التصكيك اصطلاحاً

- 1- اصطلح الفقهاء تسمية عمليات التوريق في الإطار الإسلامي "بعمليات التصكيك"، وذلك لسببين⁽²⁾:
أ. كلمة تصكيك مشتقة من كلمة صكوك وهي تمثل البديل الإسلامي لكلمة سندات وهي تعني ضمناً التعامل بأداة مالية قائمة على المدائنة والفائدة المحرمة؛
ب. كلمة التوريق في الفكر المالي التقليدي قائمة بصفة أساسية على مكون الدين وهو ما تنهى عنه الشريعة الإسلامية في التبادل تفاضلاً؛
- 2- أطلقت المعايير الشرعية لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية على الصكوك الإسلامية اسم "صكوك الاستثمار" تمييزاً لها عن الأسهم وسندات القرض⁽³⁾؛
- 3- مما سبق يمكن تعريف التصكيك على أنه:

أ. "عبارة عن تحويل الأصول المقبولة شرعاً إلى صكوك مالية مفصولة الذمة المالية على الجهة المنشئة لها وقابلة للتداول في سوق مالية شريطة أن يكون محلها غالبه أعياناً وذات آجال محددة بعائد غير محدد أو محدد، ولكن ليس خالياً من المخاطر"⁽⁴⁾؛
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 تقسيم 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 ومُصدرِها، 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 شرعاً على أساس المضاربة المشتركة وتقوم المؤسسة بإطفاء السندات، أي رد المال لرب المال تدريجياً على أساس المشاركة المتناقصة"⁽⁴⁾؛
ج. كما عرفت الصكوك الاستثمارية الإسلامية بأنها: "وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمتها وقفل باب

(1)- 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.

(2)- فتح الرحمان علي محمد صالح، دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية، ورقة مقدمة لمنتدى الصيرفة الإسلامية، بيروت، لبنان، اتحاد المصارف العربية، يوليو، 2008، ص: 5-6.

(3)- قرارات وتوصيات ندوة البركة الثانية والعشرون للاقتصاد الإسلامي، 17-20 جوان 2002، مملكة البحرين، تمت مناقشة الأبحاث المقدمة إلى الندوة من خلال خمسة محاور ومن بينها محور متعلق بالتوريق وأدوات السيولة للسوق الإسلامية، وبعد استعراض البحوث المقدمة ومناقشتها، انتهت الندوة إلى اختيار تسمية "التصكيك" بدلاً عن مصطلح التوريق، وأن استخدام التوريق في إطار المصارف الإسلامية ينبغي أن يقرن بما يدل على اختلافه عن المفهوم التقليدي.

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

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

الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أُصدرت من أجله⁽¹⁾، وهي أداة تتميز عن سائر الأوراق المالية التقليدية الأسهم والسندات، فالصكوك هي سندات تدعمها أصول مُصممة؛

يتميز تعريف هيئة المحاسبة والمراجعة السابق ببيان أمور ثلاثة في غاية الأهمية لا يتم اعتبار الصك الصادر بدونها، وهي⁽²⁾:

✓ تحصيل قيمة الصك: لأن المقصود بالتصكيك أن يكون أداة لتحصيل المال اللازم لنشاط معين ولا يتم ذلك إلا بعد تحصيل القيمة، وبدونها فهو ورقة فارغة من مضمونها؛

✓ قفل باب الاكتتاب: لأنه ما لم يقفل باب الاكتتاب فإن الصك لا يترتب عليه المقصود منه، إذ القيمة المحددة للمشروع أو النشاط موزعة بالتساوي على عدد الصكوك ولا بد من تحصيل المبلغ المطلوب ببيع جميع الصكوك، فإن لم يحصل ذلك لم يحصل المطلوب وقد يؤدي الحال إلى تأثير قيمة الصكوك وربما إلى إلغاء الاكتتاب في حالة عدم التمكن من بيعها، إضافة إلى أنها وقت الاكتتاب لا تتمتع بخاصية التداول ولا يمكن الإفادة من حصيلتها فيما أعدت له؛

✓ بدء استخدامها فيما أُصدرت من أجله: وهذا ما يدل على أن حصيلة الصكوك قد تحولت إلى استثمار حقيقي يؤهلها للتداول، إذ بدونه لا يجوز تداولها إلا بمثلها، وتطبق عليها شروط عقد الصرف لأنها مازالت نقودا، فإذا ما تحولت إلى استثمار حقيقي أصبحت تمثل حصصا شائعة في ملكية ما أعدت له، فيجوز تداولها حينئذ؛

د. الصكوك شهادات أو وثائق (أوراق مالية) اسمية أو لحاملها متساوية القيمة، تمثل حقوق ملكية شائعة في أصول أو أعيان أو منافع أو خدمات أو حقوق مالية أو خليط من بعضها أو كلها حسب شروط معينة عند إصدارها أو بعد استخدام حصيلتها بالاكتتاب فيها، ويشترك حملتها في صافي أرباح وخسائر الموجودات التي تمثلها. وهي قابلة للتداول ما لم تمثل نقدا أو دينا محضا ولا تمثل الصكوك دينا لحاملها في ذمة مصدرها، ويعتمد إصدارها على عقد من العقود الشرعية⁽³⁾؛

هـ. يلاحظ من خلال المفهوم الاصطلاحي، أن كلمة التصكيك والتوريق والتسنييد والسنددة تستعمل كمفردات لمسمى واحد أي تشير لنفس المعنى، إلا أن مصطلح الصكوك قد أصبح عرفا لدى الجمهور على خصوص الاستثمار الإسلامي الذي ينسجم مع أصول وأحكام الشريعة الإسلامية، وأما التوريق أو التسنييد فلا يشتهر استعمالهما عند الباحثين في الاقتصاد الإسلامي لارتباطهما بالاستثمار التقليدي⁽⁴⁾؛

و. تنصب استخدامات مصطلح الصكوك في قالب واحد من حيث أن الصك وثيقة تثبت حقا ماليا، والصكوك الاستثمارية الإسلامية ما هي في حقيقتها إلا وثيقة تثبت حقا ماليا، والفارق بين المفهومين هو أن الصكوك الحديثة تصدر وتداول لأغراض الاستثمار بخلاف الصكوك المعروفة في كتب الفقه التي تصدر لإثبات حق وحسب، وقد يطرأ عليها بيع

(1) - المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، 2003، المنامة، البحرين، ص: 311.

(2) - حمزة بن حسين الفهر الشريف، ضمانات الصكوك الإسلامية، ندوة الصكوك الإسلامية، عرض وتقويم، المنعقدة في رحاب جامعة الملك عبد العزيز بجدة خلال الفترة 24-25 ماي 2010، بالتعاون مع مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي ومجمع الفقه الإسلامي الدولي والمعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، ص: 2.

(3) - عبد العظيم أبو زيد ومعيد الجارحي، الصكوك: قضايا فقهية واقتصادية، ورقة مقدمة إلى الدورة 19 لمجمع الفقه العالمي، الشارقة، من 26-30 أبريل 2009، ص: 5.

(4) - فؤاد محمد محيسن، الصكوك الإسلامية ومجالات التطبيق، ورشة عمل الصكوك الإسلامية، تحديات وممارسات دولية، عمان، المملكة الأردنية الهاشمية، 18-19/7/2010 الأردن، ص: 6.

وشراء؛ إلا أن عملية التصكيك لأغراض الاستثمار لم تكن معروفة في الفقه وإنما تطورت في الاقتصاد التقليدي حتى باتت عملية متكاملة تتم وفق أطر محددة ووفق قوانين منظمة ومنذ ذلك التاريخ بدأت عملية التصكيك تشهد تطوراً متزايداً⁽¹⁾؛ ز. كل التعريفات السابقة متقاربة وإن اختلفت ألفاظها، وهي قريبة من الوحدة الاستثمارية في الصناديق الاستثمارية فكلاهما وثيقة لإثبات تملك حاملها جزءاً مشاعاً من موجودات صندوق الاستثمار أو موجودات وعاء الصكوك، ومع هذا التشابه إلا أنهما يفتقران فيما يأتي⁽²⁾:

✓ الصكوك مهياة لتداولها بيعاً وشراءً في أسواق الأوراق المالية العالمية، إذ هي البديل الشرعي عن السندات التقليدية المبنية على الاقتراض الربوي، أما الوحدة الاستثمارية فتداولها في الغالب محصور بين مالك الوحدة ومدير الصندوق، إلا أن بعض الأنظمة تتيح تداول وحدات الصندوق في السوق الثانوية؛

✓ تنشأ الصكوك عادة لتمويل المصدر واستثمار المكتتب، بينما إنشاء الصناديق في الأصل إنما يكون لاستثمار المشتركين في الصندوق، ولا يلزم أن يكون لتمويل منشئ الصندوق أو غيره، فالغالب أن غرض الصندوق استثماري بحت، بينما الصكوك لا تنشأ إلا للتمويل من جهة وللاستثمار من جهة أخرى في الوقت نفسه؛

ثالثاً: التصكيك في التاريخ الإسلامي

يختلف التصكيك الإسلامي عن التقليدي في ضرورة وجود الأصول التي تم تصكيكها والتي لا يجوز أن تكون ديوناً كما يجب أن تكون الصكوك الإسلامية مطابقة للمواصفات والمعايير والضوابط الإسلامية. يرجع الكثير من الباحثين عملية التصكيك في التاريخ الإسلامي إلى تجربة "صكوك الطعام"، وليست هي الوحيدة، فقد ازدهرت الصكوك في العصر العباسي بشكل كبير من خلال ما أطلق عليه "السفتجة" في ذلك الوقت، وكانت السفتجات تقوم بدور الحوالات أو الشيكات في وقتنا الحاضر، وقد انتشرت هذه السفتجات بشكل كبير في العصر العباسي، ولجأ الولاة في البداية إلى هذا الأسلوب في إرسال ما زاد من دخول ولاياتهم، كما استخدمت السفتجة من قبل التجار لتصفية حساباتهم بين الأقطار المختلفة بكتابتها إلى وكلائهم⁽³⁾.

الفرع الثاني: نشأة عمليات التصكيك

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 يمكن الاعتماد عليها للحصول على تمويل طويل الأجل لمشاريعه الكبرى، وقد تم تعريفها في مشروع قانون المصرف الإسلامي الأردني المؤقت رقم (3) لسنة 1978.

أولاً: كان فضل المتابعة لهذه الفكرة وتطويرها للأستاذ الدكتور عبد السلام العبادي من خلال دراستها في اللجان

(1)- أحمد إسحاق الأمين حامد، الصكوك الاستثمارية وعلاج مخاطرها، مذكرة ماجستير في الاقتصاد والمصارف الإسلامية، منشورة، جامعة اليرموك، إربد، الأردن، منشورة، 2005، ص: 22.

(2)- عبد الله بن محمد المطلق، الصكوك، ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقويم، المنعقدة في رحاب جامعة الملك عبد العزيز بجدة، خلال الفترة 24-25 ماي 2010، بالتعاون مع مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي ومجمع الفقه الإسلامي الدولي والمعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، ص: 3-4.

(3)- كمال توفيق خطاب، الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بديبي، 31 ماي- 3 جوان 2009، ص: 9.

الفصل الثالث: عمليات التوريق من منظور المصرف الإسلامي - عمليات الصكوك -

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؛

ثانياً: بعد صدور قرار مجمع الفقه الإسلامي رقم (5) ورقم 88/08/4 الخاص بسندات المقارضة أصدر المصرف الإسلامي للتنمية شهادات استثمار تمثل ملكية المستثمرين⁽¹⁾؛

ثالثاً: تمكن المصرف المركزي السوداني سنة 1999 من إصدار شهادات مشاركة المصرف المركزي "شم" وشهادات المشاركة الحكومية "شهامة" كأدوات مالية إسلامية تؤدي وظيفة السوق المفتوحة على أسس شرعية، وتتميز بدرجة من المرونة تساعد المصرف المركزي على إدارة السيولة عموماً وفي الجهاز المصرفي خصوصاً بهدف الحد من التضخم؛

رابعاً: أصدر مجمع الفقه الإسلامي الدولي سنة 1988 الصيغة المقبولة شرعاً لصكوك المقارضة، وأصدر فتوى سنة 1990 مفادها تحريم السندات الربوية واقتراح البديل لها وهي الصكوك القائمة على أساس المضاربة، وبمتابعة إصدارات الصكوك يتبين أن أول إصدار للصكوك كان من قبل "Shell MDS Malaysia" سنة 1990، ولم يتبعه أي إصدار آخر إلى غاية 2001 وفي هذه السنة تم إصدار صكوك من قبل جملة من المؤسسات كحكومة البحرين وتلتها أول شركة عالمية تقوم بإصدار الصكوك وهي شركة "Guthrie Malaysia"، وقد سجلت بداية هذه الحقبة بروز سوق فعالة للصكوك؛

خامساً: أصدرت رابطة العالم الإسلامي فتوى ثانية بتحريم التعامل بالسندات الربوية وذلك سنة 2002، وعدم جواز تصكيك الديون بحيث تكون قابلة للتداول في سوق ثانوية؛

سادساً: قامت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بتحديد أنواع الصكوك وخصائصها والأحكام والضوابط الشرعية التي تحكمها وكان ذلك سنة 2003، كما قام مجمع الفقه الإسلامي الدولي سنة 2004 بتوضيح الأحكام والضوابط الشرعية التي تحكم صكوك الإجارة، كما أوصى بدراسة إصدار صكوك بملكية الأعيان المؤجّرة إجارة منتهية بالتملك، ودراسة حكم إصدار الصكوك وتداولها في إجارة الموصوف في الذمة، كما أوصى بإعداد لائحة بشأن سندات المقارضة إذا كانت الصكوك تمثل موجودات مختلطة ما بين أعيان ومنافع ونقود وديون وذلك سنة 2006؛

سابعاً: أكد صندوق النقد الدولي على الطفرة في معاملات التوريق الإسلامي وعلى العدد المتنامي من البلدان الراغبة في دخول سوق الصكوك، كما بين الصندوق التحدي الأكبر للصكوك والمتمثل في تبديل السمات الهيكلية المعتادة في الأوراق المالية التقليدية وكان ذلك سنة 2007؛ بعد ذلك جاء تأكيداً مرة أخرى على أهمية الصكوك الإسلامية السيادية، كما أصدر المجلس الأوروبي للإفتاء عقد الإجارة الواردة على منافع الأعيان والتي تعتبر من أكثر أنواع الصكوك؛

(1) - علاء الدين زعترى، **الصكوك، تعريفها، أنواعها، أهميتها، دورها في التنمية، حجم إصداراتها، تحديات الإصدار**، بحث مقدم لورشة العمل التي أقامتها شركة BDO بعنوان (الصكوك الإسلامية؛ تحديات، تنمية، ممارسات دولية)، عمان، المملكة الأردنية الهاشمية، 18-19/7/2010، ص: [12-15].
BDO الأردن تمثل خامس شركة تدقيق واستشارات حول العالم بفروع تزيد عن 100 وقد أسست قسم الاستشارات المالية الإسلامية في بداية عام 2010.

تامنا: أصدرت الهيئة الشرعية العالمية للزكاة سنة 2008 فتوى مفادها أن أموال صكوك المقارضة المستوفية لضوابطها الشرعية تزكي زكاة عروض التجارة مع توافر شروط الزكاة فيها؛

ثامنا: قام مجلس الخدمات المالية الإسلامية سنة 2009 بوصف هياكل الصكوك والتعريف بها وتوضيح المخاطر المختلفة التي تتعرض لها مؤسسات الخدمات المالية بالنسبة للصكوك والمتطلبات التشغيلية المتعلقة بالتصكيك والصكوك، كما قام بمعالجة التعرض لمخاطر الصكوك والتصكيك لأغراض رأس المال النظامي ومعالجة تخفيف مخاطر الائتمان التي تتعرض لها العملية، بالإضافة إلى معالجة التعزيز الائتماني المقدم من المصدر أو المنشئ ومعالجة التعزيز الائتماني حسب هيكلته⁽¹⁾؛

ثامنا: أجاز مجمع الفقه الإسلامي الدولي في سنة 2009 وقف الصكوك لأنها أموال معتبرة شرعا، مبينا الأحكام والضوابط الشرعية لوقف الصكوك، كما استعرض المجمع خصائص الصكوك وأحكامها مؤكدا على إيجاد الإطار القانوني لها.

الفرع الثالث: 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⁾:

أولاً: الأصول المنقولة والثابتة العقارية المدرة لدخل سواء كانت مؤجرة أو مشغلة في مشروع معين؛

ثانياً: الاستثمارات القائمة على صيغة المشاركة؛

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

رابعاً: المجمعات التجارية والسكنية وكل العمليات القائمة على صيغة الإجارة؛

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

سادساً: يستبعد بصفة قاطعة الأصول القائمة على أساس المدائنة الربوية وتلك التي تحمل فوائد محددة، فضلا عن الموجودات المحرمة شرعا.

الفرع الرابع: الخصائص العامة للصكوك الإسلامية

يمكن توضيح الخصائص العامة للصكوك الإسلامية على النحو الآتي^(*):

أولاً: الصكوك عبارة عن وثائق تصدر باسم مالكيها بفئات متساوية القيمة لإثبات حق مالكيها في الموجودات الصادرة بموجبها لأنها تمثل حصصا متساوية في ملكية المشروع تيسيرا لشرائها وتداولها؛

(1) - راجع: مجلس الخدمات المالية الإسلامية، متطلبات كفاية رأس المال للصكوك، والتصكيك، والاستثمارات العقارية، يناير 2009.

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

(*) - يندرج التعامل في الصكوك في صيغة المشاركة، وهي صيغة يتم فيها الاستثمار عن طريق خلط الأموال بقصد تحقيق الربح وما يميزها عن غيرها أن حاملها يعتبر مالكا لحصص شائعة في ملكية مال قد يكون عينا أو منفعة عين.

ثانياً: استحقاق الربح وتحمل الخسارة: أي أن حامل الصك يجب عليه أن يتحمل أعباء ملكيته للموجودات المتمثلة في الصك، سواء أكانت الأعباء مصاريف استثمارية أو هبوط في القيم⁽¹⁾؛

ثالثاً: تمثل الصكوك ملكية حاملها حصصاً شائعة في موجودات ذات عائدات ولا تمثل ديناً في ذمة مصدرها، وهذه الموجودات قد تكون أعياناً أو منافع أعيان أو خدمات، وقد تكون نقوداً أو ديوناً في ذمة الغير في بعض مراحل استثمار المال، كما قد تكون مشروعاً استثمارياً يشمل خليطاً من ذلك كله، وبذلك فإن العائد على الصك صار مشروعاً لما يمثله من أعيان ومنافع وعلى أساس تحمل حامله كافة المخاطر التي قد تلحق بهذه الأصول⁽²⁾؛

رابعاً: قابلية الصكوك للتداول: الصكوك الإسلامية قابلة للتداول، كتداول الأوراق المالية التقليدية، سواء أكان التداول بيعاً أم هبة أم رهناً، ويمكن تداولها بكل الوسائل المشروعة سواء أكانت بالمناولة أو بالوسائل الإلكترونية؛

خامساً: ضبط الإصدار والتداول بضوابط شرعية: يجب الالتزام بشروط الإصدار والتداول بحسب طبيعة الموجودات، كما يجب تحديد العلاقة بين المصدرين من جهة والمصدرين والمشتريين من جهة أخرى؛

سادساً: صدور الصكوك على أساس صيغ التمويل الإسلامية، وهذه الخاصية تميزها عن سائر الأوراق المالية التقليدية، حيث يمكن أن تصدر الصكوك بكافة صيغ التمويل الإسلامية، وعندئذ يسمى الصك بالصيغة التي يصدر بها وتحكمه ضوابط وأحكام تلك الصيغة.

المطلب الثاني: الضوابط الشرعية والاقتصادية للصكوك الإسلامية

يتطلب الحديث عن حكم التصكيك في الفقه الإسلامي، التطرق لعمليات تصكيك المديونية وتصكيك الملكية، حيث يترتب على كل منها أحكاماً مختلفة، كما أن هناك ضوابط اقتصادية وشرعية تحكم عملية إصدار الصكوك.

الفرع الأول: الضوابط الشرعية للصكوك الإسلامية

تمر عملية إصدار وتداول الصكوك عادة بخمسة مراحل، يمكن أن يكون لكل مرحلة من هذه المراحل حكماً شرعياً خاصاً بها، وهذه المراحل هي مرحلة التأسيس والاكتمال ومرحلة تجميع النقود قبل أن تتحول إلى أعيان أو منافع ومرحلة تحول النقود كلها أو معظمها إلى أعيان أو منافع أو حقوق معنوية ومرحلة تحول السلع والأعيان والمنافع إلى أثمان عاجلة نقود وأجلة ديون من خلال المراجعات والبيع الآجل وبالتقسيم، وأخيراً مرحلة التصفية عند توقف نشاط الشركة أو الصندوق⁽³⁾.

(1) - 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.

(2) - هناك أوجه تشابه وأوجه اختلاف بين الصكوك الإسلامية والأسهم ومن بينها: يمثل كل من الصك والسهم أداة ملكية حصة شائعة في صافي أصول الشركة، وهذه الأصول تشمل غالباً الأعيان والمنافع وما تؤول إليه من نقود أو ديون أو مجتمعة، يستحق مالك الصك والسهم حصة من صافي ربح الشركة تتناسب مع مقدار مساهمة قيمة كلا من الصك والسهم في رأس مال الشركة، يشارك مالك السهم في إدارة الشركة عن طريق انتخاب مجلس الإدارة من بينهم، بينما مالك الصك لا يشارك في إدارة الشركة، ليس لهم مجلس إدارة، لكن يمكن أن يكون لهم هيئة عامة مراقبة لترعى مصالحهم وحقوقهم، يعتبر السهم أداة مشاركة دائمة في الشركة، بمعنى ليس له تاريخ استحقاق، في حين الصك ليس بالضرورة أداة مشاركة دائمة في الشركة أي له تاريخ استحقاق، فقد يكون مشاركة متناقصة أو إجارة منتهية بالتمليك. (راجع: زياد الدماغ، **دور الصكوك الإسلامية في دعم الموازنة العامة من منظور تمويل إسلامي**، International Conference On Islamic Banking & Finance : Cross Border Practices & Litigations (15-16 June 2010)، ص: 5.

(3) - علي قره داغي، **أثر ديون ونقود الشركة أو المحفظة على حكم تداول الأسهم والصكوك والوحدات الاستثمارية**، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 2003، ص: [14-11].

أولاً: يجب أن تمثل الصكوك القابلة للتداول ملكية حملة الصكوك بجميع حقوقها والتزاماتها في موجودات حقيقية من شأنها أن تُتملك وتباع شرعا وقانونا، سواء أكانت أعيانا أم منافع أم خدمات وفقا لما جاء في المعيار الشرعي رقم 17 بشأن صكوك الاستثمار، كما يجب على مدير الصكوك إثبات نقل ملكية الموجودات في سجلاته وألا يقيها ضمن موجوداته؛

ثانياً: سلك العلماء المعاصرون مناهج متعددة في محاولة التوصل إلى الحكم الشرعي في كل مرحلة من المراحل السابقة الذكر، وذلك من خلال منهج الغلبة أو الكثرة وذلك بالنظر في غلبة الديون أو النقود أو المنافع أو الأعيان وكذلك من خلال قاعدة الأصالة أو التبعية، وقد اعتمد هذا الرأي من قبل ندوات فقهية عديدة استنادا إلى عدد من القواعد الفقهية مثل قاعدة الحكم للغالب أو للأكثر حكم الكل وقاعدة القليل يتبع الكثرة في العقود⁽¹⁾، حيث رجحت هذه الندوات أن التداول يكون جائزا ما دامت المنافع والأعيان والحقوق هي المقصودة أصلا، ولا ينظر حينئذ إلى مقدار الديون أو النقود ولا نسبتها قلة أو كثرة.

والأصل المتبوع هو نشاط الشركة وعملها وأغراضها المصرح بها في النظام الأساسي، فإذا كان هذا الغرض هو العمل في تجارة الأعيان والمنافع والحقوق عن طريق العقود الشرعية كالمراجحة والإجارة والإستصناع ونحوها، فإن الديون أو النقود الناتجة مهما كثرت لا تؤثر في تداول أسهمها إلا في حالات البداية قبل العمل أو النهاية بعد التصفية، وذلك لأن العمل التجاري هو الأصل المتبوع المقصود وأن الديون أو النقود نتجت تبعا لذلك العمل؛

ثالثاً: إذا كان غرض الشركة هو التجارة في العملات أو الصرافة أو بيع الديون وشراؤها فقط، فإن تداول أسهمها يحتاج إلى تطبيق قواعد الصرف أو أحكام بيع الديون، وقد تبنى هذا الرأي ندوة منبثقة عن مجمع الفقه الإسلامي بالتعاون مع المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب بجدة سنة 2007؛

رابعاً: يجوز تداول الأسهم والصكوك أو الوحدات الاستثمارية مهما كانت نسبة الديون أو النقود وفقا للشروط المتقدمة والتي من أهمها أن تحدد أغراض الشركة بأعمال الاستثمار في التجارة أو الصناعة أو الزراعة من خلال العقود الشرعية، وأن تكون أعمال البيع والشراء هي المقصودة أصالة والنقود والديون قد أتت تابعة⁽²⁾؛

خامساً: اتفق الفقهاء على عدم جواز تصكيك الدين الثابت في الذمة المؤجل السداد نقودا وامتناع تداوله في سوق ثانوية سواء بيع بنقد مُعجل من جنسه، أو بيع بنقد مُعجل من غير جنسه وذلك لسريان أحكام الصرف عليه شرعا ولا فرق في ذلك الحكم بين إذا ما كان سبب وجوب الدين النقدي في الذمة قرضا أو بيعا أو إجارة أو غير ذلك؛

ثالثاً: أما أبرز الضوابط الشرعية لعملية التداول فيمكن حصرها فيما يلي⁽³⁾:

أ. يجوز تداول الصكوك واستردادها إذا كانت تمثل حصة شائعة في ملكية موجودات من أعيان أو منافع أو خدمات بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط؛

(1) - كمال توفيق حطاب، الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة، مرجع سابق، ص: 19.

(2) - علي قره داغي، مرجع سابق، ص: [100-102].

(3) - فؤاد محمد محيسن، مرجع سابق، ص: 20.

- ب. يجوز تداول الصكوك بأي طريقة متعارف عليها فيما لا يخالف أحكام الشريعة، كالقيود في السجلات أو عن طريق الوسائل الإلكترونية أو المناولة إذا كانت لحاملها؛
- ج. يجوز تداول صكوك ملكية الموجودات المؤجّرة أو المؤعّود باستئجارها منذ لحظة إصدارها بعد تملك حملة الصكوك للموجودات وحتى نهاية أجلها، ولا يجوز تداول صكوك ملكية الخدمات التي تستوفى من طرف معين قبل إعادة إجازة تلك الخدمات، فإذا أعيدت الإجازة كان الصك ممثلاً للأجرة؛
- د. لا يجوز تداول صكوك ملكية الخدمات التي تستوفى من طرف موصوف في الذمة قبل تعيين الطرف الذي تستوفى منه الخدمة إلا بمراجعة ضوابط التصرف في الديون، فإذا تعين الطرف جاز تداول الصكوك؛
- هـ. يجوز تداول صكوك المشاركة وصكوك المضاربة وصكوك الوكالة بالاستثمار بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط في الأعيان والمنافع، كما يجوز تداول صكوك المزارعة والمساقاة بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط إذا كان حملة الصكوك مالكي الأرض؛ ولا يجوز تداول صكوك السلم لأن الصك يمثل حصة في دين السلم فيخضع لأحكام التداول؛
- و. اعتبار نشرة الإصدار إيجاباً والاكتتاب قبولاً، لأن العقود الشرعية تتعقد بكل ما يدل على الرضا من غير اشتراط صيغة معينة؛
- ز. لا يجوز تصكيك دين المراجعة المصرفية المؤجل وتداوله من قبل المصارف الإسلامية أو الأفراد في سوق ثانوية أو عن طريق البيع المباشر بنقد مُعجل أقل منه، حيث أن ذلك من الربا باتفاق أهل العلم^(*)، كما لا يجوز تداول صكوك المراجعة بعد بيع البضاعة وتسليمها لمشتريها، لأن الصكوك تمثل ديناً نقدياً في ذمة المشتري ولا يجوز تداولها إلا بقيود تداول الديون، أما بعد شراء البضاعة وقبل بيعها فقد جاز تداول الصكوك لأنها تمثل حينئذ موجودات.

الفرع الثاني: الضوابط الاقتصادية

تنبثق الضوابط الاقتصادية من الأصول المصرفية الإسلامية وهي الكفيلة بحماية الصكوك الإسلامية وكذلك الأسواق المالية الإسلامية وأيضاً الأسواق المالية العالمية في الوقت الحاضر⁽¹⁾، ومن أبرز هذه الضوابط ما يلي⁽²⁾:

- أولاً:** التأكيد على توافر كافة ظروف ومستلزمات الإفصاح في السوق وتجنب كافة العمليات المبنية على الربا أو الغرر والجهالة والخداع؛
- ثانياً:** أن يكون التعامل مع مالكي الصكوك الحقيقيين، وذلك تقليلاً من الوسطاء والمضاربين الذين قد يتلاعبون بأسعار الصكوك ارتفاعاً وانخفاضاً وفقاً لمصالحهم؛
- ثالثاً:** فرض قيود على المؤسسات المالية الكبيرة كصناديق التقاعد وشركات التأمين وصناديق الاستثمار، بحيث توجه أموالها للاستثمار وليس للمقامرة؛
- رابعاً:** المراقبة المستمرة لعمليات السوق بحيث تكون عمليات حقيقية وليست صورية؛

(*)- هناك من يرى أن عدم جواز تصكيك المديونية النقدية باعتباره لونا من حسم الأوراق التجارية لا يعني إغلاق باب المشروعية كلية أمام فكرة توريق الدين النقدي.

(1)- محمد علي القرني، نحو سوق مالية إسلامية، مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 1993، ص: 21.

(2)- كمال توفيق حطاب، الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة، مرجع سابق، ص: 25-26.

خامسا: التأكيد على ضرورة منع عمليات البيع بالهامش أو بزيادة المدائيات على حساب الأصول؛

سادسا: فرض قيود للحد من تقلبات الأسعار؛

سابعا: عدم السماح بالبيع والشراء أكثر من مرة في اليوم الواحد؛

ثامنا: التحكم بأوقات التداول بزيادتها في الأحوال الطبيعية وخفضها في الظروف الاستثنائية.

فإذا كان المقصود الأساسي من الموجودات أو من نشاط الشركة أو الصندوق الاستثماري هو الأعيان والمنافع فإن تداول أسهم الشركة أو وحدات الصندوق أو صكوك الاستثمار جائز شرعا.

الفروع الثالث: الأنظمة المستعمرة في إصدار الصكوك الإسلامية

هناك ثلاثة أنظمة يمكن استخدامها في عملية إصدار الصكوك الإسلامية، ويتعلق الأمر ب⁽¹⁾:

أولاً: من خلال نظام الترس: يعتبر هذا النظام من أكثر الأنظمة استخداما في إصدار الصكوك الإسلامية، حيث يستلزم ازدواجية الملكية كنتيجة لازدواجية مصادر القانون البريطاني (القانون العام وقواعد العدالة)، حيث يمنح الأول الملكية القانونية للمؤمن، في حين يمنح الثاني ملكية المنفعة للمستفيد، فلا يوجد تحويل للملكية بل حقين على مال واحد، المؤمن حق ملكية وفق القانون العام والمستفيد حق انتفاع وفق قانون الإنصاف.

الترست هو تخصيص أموال يتحول بعضها إلى أصول غير منقولة أو حافظة قيم (منقولة أو غير منقولة) تدر عائدا أو سيولة معدة للاستثمار مع تحديد المستفيد أو المستفيدين أو جهات غير هادفة للربح للصرف عليها من إيرادات الترس، وهو بهذا يماثل الإصدار (نوع من الوقف عند غير الحنفية والشافعية) في الفقه الإسلامي؛

ثانياً: من خلال نظام العقود القائمة على الثقة: هو عبارة عن إجراء قانوني يسمح لشخص أن ينقل إلى شخص آخر ممتلكات يجب على هذا الأخير أن يديرها لمدة متفق عليها وفق شروط محددة لمصلحة شخص ثالث، وينشأ هذا النظام بموجب القانون أو العقد ويمكن أن يكون المؤمن هو المستفيد أو أحد المستفيدين من العقد، كما يمكن للمنشئ في أي وقت أن يعين شخصا مكلفا بضمان مصالحه في تنفيذ العقد ما لم يوجد شرط مخالف، ضرورة تحديد أشخاص ومحل العقد بدقة خاصة بصلاحيات المنشئ وسلطاته الإدارية وضوابطها.

لا تتأثر الذمة المالية للمؤمن في حالة إجراء تسويات قضائية أو إبراءات أو إعادة جدولة خاصة بالعقد ما لم يرتكب أخطاء أثناء تأدية مهامه، وفي هذه الحالة يمكن للمنشئ تقديم طلب للقضاء لعزله وتعيين مؤتمن آخر، كما يمكن للمنشئ الرجوع عن العقد في حالة رفض المستفيد قبول العقد، وفي حالة قبوله لا يستفيد المنشئ من حق الرجوع إلا بموجب حكم قضائي.

(1) - برحابلية بدر الدين، إدراج الصكوك الإسلامية في القانون الجزائري، مداخلة مقدمة في إطار الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية - آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، الملتقى الثاني للصناعة المالية الإسلامية (آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية)، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، يومي 9/8 ديسمبر 2013، ص: [5-6].

الفصل الثالث: عمليات التوريق من المنظور المصرفي الإسلامي - عمليات الصكوك -

في حالة عدم وجود مستفيد عند نهاية العقد تؤول حقوقه بقوة القانون للمنشئ، وفي حالة انقضاء المنشئ (باعتباره شخص معنوي وجوباً) لا تؤول الحقوق المذكورة سابقاً إلى الذمة المالية للمؤمنن إلا بانتهاء مدة العقد، وفي هذه الحالة لا يمكن أن تنتقل مجاناً؛

ثالثاً: من خلال صناديق الاستثمار بالمشاركة: تعتبر هذه الصناديق إحدى أدوات الاستثمار غير المباشر باعتبارها وسيطاً بين أصحاب رؤوس الأموال والشركات المصدرة للأوراق المالية، وتعتمد صناديق الاستثمار في القانون الفرنسي والبلجيكي على فكرة الملكية الشائعة لأموال الصندوق.

أما عقد الاستثمار المشترك فهو الذي يربط بين أطراف الصندوق وهم مؤسسو الصندوق والشركاء ومدير - أمين - الصندوق، والملاحظ أن صناديق الاستثمار في المنظومة الإنجليزية لا تقوم على الملكية الشائعة على عكس المنظومة اللاتينية على الرغم من أنها تشترك في أن قيام هذه الصناديق على الصيغة التعاقدية وليس النظامية كالشركات.

الفرع الرابع: مراحل تقييم إصدار الصكوك الإسلامية

تعتبر مرحلة التقييم مرحلة مهمة وحاسمة من مراحل إصدار الصكوك، لأنه يتم خلالها تحديد جدوى إصدار الصكوك بالنسبة للمؤسسة المصدرة، كما يتم فيها تحديد العائد الذي ستحصل عليه الشركة ذات الغرض الخاص التي ستقوم بتنفيذ العملية وإدارتها، وفيما يلي عرض لأهم عناصر ومتطلبات مرحلة التقييم⁽¹⁾:

أولاً: تحديد المردود من عملية الصكوك: في هذه الحالة لا بد للمؤسسة المصدرة من أن توازن بين مزايا التمويل عن طريق إصدار صكوك أو عن طريق التمويل المباشر من المصارف ومؤسسات التمويل عن طريق المراجحات أو المضاربات، مع الأخذ في الاعتبار العوامل التالية:

1- **حجم التمويل المطلوب:** حيث كلما زاد حجم التمويل المطلوب زادت إمكانية لجوء المؤسسة المصدرة إلى عملية التصكيك كمصدر للتمويل للاستفادة من مزايا اقتصاديات الحجم وما يترتب عليه من انخفاض متوسط تكلفة التمويل مقارنة بمصادر التمويل الأخرى؛

2- **تكلفة الإصدار:** ضرورة المقارنة بين تكلفة التمويل المباشر من المصارف والمؤسسات التمويلية الأخرى وبين تكلفة إصدار الصكوك، بما في ذلك تكاليف الاستشارات القانونية والفنية والإدارية وتكاليف الاستشارات الشرعية اللازمة قبل تنفيذ العملية وأثناءها... الخ⁽²⁾؛

(1) - مقال منشور في جريدة القبس الكويتية، رساميل ترسم خريطة طريق لعمليات التوريق، 5 عناصر لمرحلة تقييم إصدار الصكوك، 2008/06/7، العدد 12580، ص: 38.

(2) - هناك تكاليف أخرى، كتكاليف استخراج الموافقات من الجهات الرقابية ذات الصلة وأتعاب وكالات التصنيف العالمية، بالإضافة إلى الخدمات المساندة التي يمكن الحصول عليها من تلك الوكالات لتأهيل المؤسسة البادئة للتصكيك للحصول على تصنيف ائتماني مرتفع مما سينعكس إيجابياً على قيمة الصكوك المصدرة، وكذلك أتعاب وكيل الإصدار في حال إدارة العملية على أساس الوكالة بأجر وكذلك أتعاب أمين الاستثمار وغيرها من التكاليف اللازمة لإتمام صفقة التصكيك.

3- الضمانات المطلوبة: غالباً ما يرتبط قرار منح التمويل مع حجم ونوع الضمانات التي يمكن أن تقدمها المؤسسة البادئة، فكلما زاد حجم التمويل المطلوب زاد حجم الضمانات التي تطلبها المصارف والمؤسسات التمويلية المانحة، مما يدفع المؤسسات التي تعجز عن تقديم تلك الضمانات إلى التفكير في تصكيك بعض أصولها؛

تانياً: تحديد نوع الأصول ومجموعها: يجب على المؤسسة البادئة أن تحدد نوع وحجم الأصول القابلة للتصكيك والتي توفر لها السيولة المطلوبة وبتكلفة أقل، وقد تكون هذه الأصول عينية كالعقارات أو سيارات أو آليات أو ذمماً ناتجة عن بيع مشروع كالمساومة والمراحة والاستصناع أو خدمات أو منافع وغيرها؛

ثالثاً: إجراء دراسة جدوى أولية: تشمل جميع الجوانب المتعلقة بأداء الأصول والتدفقات النقدية المتوقعة الناتجة عنها، وبشكل عام يجب أن تتضمن دراسة الجدوى الأولية للأصول القابلة للتصكيك العناصر التالية⁽¹⁾:

- 1- الدراسة الشرعية: يتم إجراؤها من قبل هيئة أو مجلس شرعي يكون من فقهاء متخصصين في المعاملات المالية الإسلامية، وتهدف إلى التأكد من مشروعية عملية التصكيك وخلوها من المخالفات الشرعية وغيرها؛
- 2- الدراسة القانونية: يتم إعدادها بمعرفة خبير قانوني، وتهدف إلى التأكد من توافق عملية التصكيك مع القوانين والأنظمة السائدة في الدولة ومعرفة الحقوق والامتيازات الممنوحة لكل الأطراف المشاركة في العملية... الخ؛
- 3- الدراسة التسويقية: تهدف إلى تحديد مدى قدرة المؤسسة البادئة وكذلك الشركة ذات الغرض الخاص على تسويق الأوراق المالية المصدرة، وهو ما يرتبط بعوامل كثيرة؛
- 4- الدراسة الفنية: تقوم بتحديد الهيكل الإداري والفني لعملية التصكيك وتحديد احتياجات العملية من الخبرات الفنية والإدارية والاستشارات الشرعية والقانونية والمالية وتقدير جميع الاحتياجات المالية المطلوبة لإنجاز العمليات... الخ؛
- 5- الدراسة المالية: تقوم بإجراء التقييم المالي لعملية التصكيك واستخراج مؤشرات الربحية التي يمكن بها الحكم على ربحية العملية لجميع الأطراف المشاركة فيها؛

رابعاً: دور وكالات التصنيف العالمية: تقوم بدور مهم في هذه المرحلة، حيث تقوم بتصنيف الأوراق المالية المطلوب إصدارها من قبل المؤسسة البادئة والذي يتضمن تحديد السعر العادل لتلك الأوراق وفرص نجاح تسويقها في أسواق رأس المال المحلية والعالمية، كما تقوم بإجراء التصنيف الائتماني للمؤسسة بهدف قياس جدارتها الائتمانية وقدرتها على أداء التزاماتها تجاه الغير ودرجة المخاطر المالية التي تواجهها^(*)؛

(1) - رساميل ترسم خريطة طريق لعمليات التمويل، 5 عناصر لمرحلة تقييم إصدار الصكوك، مرجع سابق، ص: 38.
(*) - لا بد من الإشارة إلى الدور الأساسي الذي تقوم به وكالات التصنيف العالمية في قياس ملاءة المصارف والمؤسسات المالية، وينص معيار بازل لكفاية رأس المال على ضرورة تحديد أوزان المخاطر الائتمانية للمطالبات على المصارف بناءً على درجات التصنيف الائتماني التي حصلت عليها من مؤسسات التصنيف العالمية، ولا بد من التأكد من استيفاء هذه الوكالات لمعايير التأهيل الستة وهي: الموضوعية والاستقلالية والمشاركة الدولية التي تضمن تحقيق الشفافية والإفصاح وتوافر الموارد اللازمة والمصادقية وهو ما يعني تعاظم دور ونفوذ هذه الوكالات وتأثيرها على مستقبل المصارف والمؤسسات المالية على الصعيد المحلي والإقليمي والدولي.

نظاماً: تقييم ومعالجة مخاطر الأوراق المالية: يجب أن يتم تقييم المخاطر التي تواجه الأوراق المالية المتوقع إصدارها والتي يمكن أن تؤثر على درجة إقبال المستثمرين على الصكوك المصدرة، واقترح سبل معالجتها مع الأخذ في الاعتبار قدرة الأصول على الوفاء وذلك على النحو التالي⁽¹⁾:

- 1- تصكيك الذمم المقبولة شرعاً: فيما يتعلق بصكوك الذمم المدينة المقبولة شرعاً، يواجه المستثمرون في هذا النوع مخاطرتين أساسيتين هما مخاطرة التأخر في الوفاء ومخاطرة العجز عن الوفاء؛
- 2- تصكيك الموجودات العينية: بالنسبة لهذه الصكوك، تكون المخاطرة في حال توقع المستثمرين عدم قدرة هذه الأصول على تحقيق تدفقات نقدية كافية لتوزيع العوائد المتوقعة على حملة الصكوك والتي تم تحديدها في نشرة الإصدار مما يؤثر سلباً على ثقة المستثمرين فيها.

المطلب الثالث: أطراف عملية التوريق الإسلامي

تتضمن عمليات التوريق الإسلامي أطرافاً عدة كما في عمليات التوريق التقليدي، وهي⁽²⁾:

❖ **المنشئ**: وهي الجهة مالكة المشروع المراد إقامته أو توسيعه، وقد يكون المنشئ شركة أو فرداً أو حكومة أو مؤسسة مالية وينوب عنه في تنظيم عملية الإصدار مؤسسة مالية وسيطة مقابل أجر أو عمولة تحددها نشرة الإصدار، ويقوم المنشئ باستخدام حصيلة الاكتتاب في مشروع معين، وقد يقوم بإدارة المشروع بنفسه أو أن يوكل مدير استثمار للقيام بذلك⁽³⁾؛

❖ **وكيل الإصدار (المُصدر)**: وهو عادة مؤسسة مالية متخصصة تقوم بتنظيم عملية الإصدار وإدارته وتقديم الصكوك للمستثمرين، وتكون العلاقة بين المنشئ ووكيل الإصدار على أساس عقد الوكالة بأجر "IGS) Islamic Global Sukuk Company"؛

❖ **مدير الاستثمار**: يمثل الجهة التي تتولى إدارة الاستثمار وتوجيهه وفقاً للشروط المبينة في نشرة الإصدار، كما تتولى هذه الجهة إعداد الدراسات الاقتصادية اللازمة واختيار الصيغة والطريقة التي سوف تدار بهما أموال المستثمرين، وتحدد العلاقة بين مدير الاستثمار والمستثمرين (حملة الصكوك) على أساس المضاربة أو الوكالة⁽⁴⁾؛

❖ **الأمين**: وهو الطرف الذي يناط به مهمة حماية مصالح حملة الصكوك والرقابة على أعمال شركة الإدارة ومدى التزامها بالشروط المنظمة لهذه العملية الاستثمارية المبينة في نشرة الإصدار، والأمين بوصفه وكيلاً عن حملة الصكوك فإنه تتم إنهاء مهامه بإرادتهم بصفتهم الموكّلين له⁽⁵⁾؛

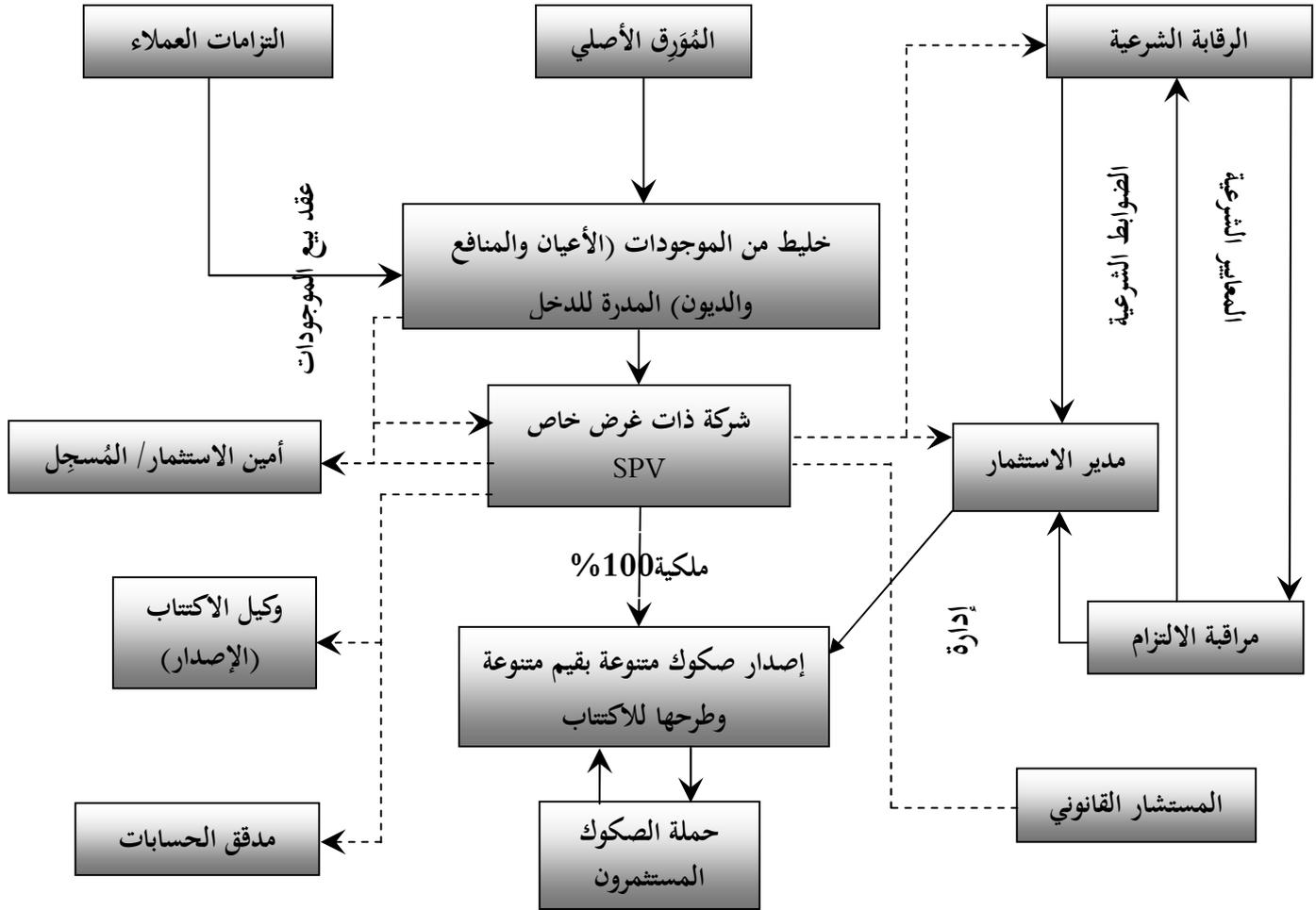
❖ **مدير الإصدار**: هو المؤسسة الوسيطة التي تنوب عن المكتتبين حملة صكوك الاستثمار في تنفيذ عقد الإصدار مقابل أجر؛

(1) - رساميل ترسم خريطة طريق لعمليات التوريق، 5 عناصر لمرحلة تقييم إصدار الصكوك، مرجع سابق، ص: 38.
(2) - المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص: 325-326. لا يشترط أن تتضمن عملية التصكيك جميع هذه الأطراف، إذ قد تقتصر على بعض منها وقد تتوسع لتشمل أطرافاً أخرى بمهام مستقلة لكل واحد منها.
(3) - حسين محمد سمحان وآخرون، إدارة الاستثمار في المصارف الإسلامية، منشورات المنظمة العربية للتنمية الإدارية، القاهرة، 2012، ص: 217.
(4) - عبد الستار أبو غدة، صناديق الاستثمار الإسلامية، دراسة فقهية تأصيلية موسعة، بحوث المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر: المؤسسات المالية الإسلامية معالم الواقع وآفاق المستقبل، جامعة الإمارات العربية المتحدة، مجلد 2، 2005، ص: 614.
(5) - المرجع السابق، ص: 591.

الفصل الثالث: عمليات التوريق من منظور المصرف الإسلامي - عمليات الصكوك

- ❖ **منعهم الرفوع:** هو المؤسسة الوسيطة التي تتعهد بدفع حقوق حملة الصكوك بعد تحصيلها.
 - ❖ قد تتدخل أطراف أخرى في إطار عملية التصكيك، كوكالات التصنيف ومقدم التعزيز الائتماني (التأمين التكافلي) والمستشار القانوني والضريبي⁽¹⁾.
- يوضح الشكل الموالي صورة عامة عن النموذج الإسلامي للتوريق ومختلف الأطراف المتدخلة فيه.

الشكل رقم (3-1): التوريق الإسلامي للتوريق (الصورة العامة)



المصدر: فؤاد محمد أحمد محيسن، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، الدورة التاسعة عشرة، إمارة الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، 2009، منظمة المؤتمر الإسلامي، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، ص: 45.

المطلب الرابع: أليات الصكوك

سيتم من خلال هذا المطلب التطرق لأساليب إصدار الصكوك.

(1)- Muhammad Ayub, Understanding Islamic Finance, John Wiley & Sons, USA, 2007, p:393.

الفرع الأول: هيكلية الصكوك

تم عمليات التصكيك كما في عمليات التوريق التقليدي وفقا لهياكل مختلفة والتي سيتم التطرق إليها لاحقاً، ولكن من الضروري أولاً تعريف هيكلية الصكوك.

أولاً: الهيكلية لغة: أصلها هيكل وهو "الضخم من كل شيء"، وقيل "البناء المشرف"⁽¹⁾؛

ثانياً: اصطلاحاً: هيكلية الصكوك الإسلامية في الاصطلاح هي:

1- "عملية مبنية على هندسة لأداة مالية إسلامية، وهي الصكوك الإسلامية عبر عقد أو عقود مشروعة يتم من خلالها تحويل الأصول أو المنافع المدرة للدخل أو كل منهما إلى صكوك إسلامية قابلة للبيع والشراء ومتساوية القيمة وتحمل كافة الخصائص القانونية الناتجة عن الملكية الشائعة"؛

2- "التصميم وبناء الأساس الذي تقوم عليه عملية التصكيك وإعداد التصور والهيكل التنظيمي الذي يمثل آلية الاستثمار بواسطة الصكوك وتضمن ذلك كله في نشرة الاكتتاب، وقبل دراسة الهيكلية المناسبة للإصدار يتم اختيار الطريقة المناسبة للإصدار وفي هذا خياران على حسب الحاجة، الخيار الأول طرح صكوك والخيار الثاني تصكيك موجودات (أصول)"⁽²⁾.

الفرع الثاني: تصكيك الموجودات الحاضرة وتصكيك موجودات الزممة

يتعلق الأسلوب الأول لإصدار الصكوك بإعداد الموجودات الموظفة في الاستثمار أولاً ومن ثم إصدار صكوك بقيمتها، وتتضمن آليات التصكيك في هذه الحالة الخطوات التالية⁽³⁾:

أولاً: تصكيك الموجودات الحاضرة: تبدأ عملية إصدار الصكوك بتشكيل الموجودات القابلة للتصكيك، ويتطلب ذلك إما شراؤها أو بناؤها أو صناعتها إذا كانت أعياناً، كما يتطلب أيضاً شراء منافع الموجودات عن طريق استئجار الموجودات المتعلقة بها أو امتلاكها إذا كان التصكيك سوف يجري على المنافع؛ وفي حالة تصكيك الخدمات لا بد من شراؤها بمواصفات معينة ولفترة محددة تمهيداً لتصكيكها؛

1- يتطلب جميع الموجودات في حزمة واحدة بغرض التصكيك عناية خاصة، ذلك لأن الهدف من ورائه هو تقديم مجموعة موجودات تكون ذات جاذبية للمستثمر من حيث المخاطر مع عدم الإخلال بالعائد، وفي هذا الصدد فإنه من الأخطاء الشائعة في التصكيك أن تُجمَع موجودات من نوع واحد في صك واحد.

لذلك فمن الأفضل الحرص على الاستفادة ما أمكن من خاصية تنوع الموجودات بما يجعل حزمة الموجودات المُصَكَّكة أقل مخاطرة من أي من الموجودات على حدة^(*)؛

(1)-جمال الدين أبو الفضل ابن منظور، لسان العرب، المجلد الخامس، مرجع سابق، ص:700.
(2)- أحمد محمد النجار، الصكوك الإسلامية - مدخل ومفاهيم أولية، مجلة الجمعية المصرية للتمويل الإسلامي، العدد الأول، 2011، ص:37.
(3)-عبد العظيم أبو زيد ومعد الجارحي، الصكوك: قضايا فقهية واقتصادية، مرجع سابق، ص:12.

- 2- يقوم مالك الموجودات باستثمارها، ويكون ذلك عن طريق تأجيرها أو المشاركة عليها في إطار مشروع مُربح، على أن هذه الخطوة ليست ضرورية في هذه المرحلة، إذ من الممكن القيام بها جزئياً أو كلياً في المرحلة التالية؛
- 3- يتم إنشاء هيئة ذات غرض خاص مهمتها:
 - أ. حماية حقوق حملة الصكوك؛
 - ب. إدارة الموجودات واستثمار ما ليس مستثمراً منها؛
 - ج. تحصيل الدخل من أرباح وإيجارات وغيرها؛
 - د. الحرص على أن تكون تكاليفها في أضيق الحدود؛
 - هـ. توزيع صافي دخلها على حملة الصكوك تبعاً؛
 - و. تصفية الموجودات في نهاية مدة الصكوك وتوزيع ناتج التصفية على حملة الصكوك؛
- 4- العلاقة بين حملة الصكوك والهيئة الخاصة:
 - أ. غالباً ما تبنى العلاقة بين حملة الصكوك والهيئة الخاصة على أساس عقد المضاربة، بمعنى أن حملة الصكوك هم أرباب الأموال والهيئة الخاصة هي المضارب، وفي هذه الحالة لا يتدخل حملة الصكوك في أعمال الهيئة؛
 - ب. يعتمد عقد المضاربة وهو من عقود الأمانة على أمانة المضارب ولا يحمله المسؤولية إلا في حالة إثبات الخطأ الجسيم أو مخالفة بنود العقد، وهذا يصعب إثباته من قبل حملة الصكوك لقلّة ما لديهم من معلومات؛
 - ج. يخضع عقد المضاربة لعدم تماثل المعلومات بين حملة الصكوك والمضارب حول استخدام ممتلكات حملة الصكوك وهو ما يمكن أن تنجم عنه مخاطر النزوع السيئ والتي تنطوي على استخدام الموجودات المُصكَّكة في غير ما خُصِّصت له؛
 - د. من الأفضل أن تبنى العلاقة بين حملة الصكوك والهيئة الخاصة على أساس المشاركة، حيث تنتفي ظاهرة عدم تماثل المعلومات وبالتالي تزول مخاطر النزوع السيئ؛
- 5- من الضروري التأكد من توافق الموجودات مع الشريعة من حيث النوع وعقود الاستخدام، فإنه لا بد من وجود هيئة شرعية تشرف على ضمان هذا التوافق؛
- 6- تقوم الهيئة الخاصة باستثمار ما ليس مستثمراً من الموجودات التي حُولت إليها بغرض التصكّيك من خلال عقد من عقود الاستثمار والتمويل الإسلامي؛
- 7- بعد اكتمال ربط الموجودات بالمستثمرين، يتم ترتيب هيكل الصكوك وعقودها وتقييم الجدارة الائتمانية للصكوك بغرض تصنيفها؛
- 8- تقوم الهيئة الخاصة بترتيب ضمان الإصدار من خلال أحد مصارف الاستثمار (أو أحد المصارف الإسلامية) وإعداد نشرة الإصدار التي تضم كافة العناصر والشروط المتعلقة بشراء الصكوك وتوزيع أرباحها وتصفيتها في نهاية الفترة، كما تضم قائمة بالموجودات المشمولة في ملكية حملة الصكوك؛

(*)- الضمان في الفقه الإسلامي نوعان، "ضمان ذمة" وقد يسمى الكفالة و"ضمان مال" وهو أن يضمن شخص المخاطر المتعلقة بسلعة أو أصل، كالتلف أو الهلاك أو التعيب ونحو ذلك، ولا خلاف بين الفقهاء في أن كلا نوعي الضمان لا تجوز المعاوضة عليه. للمزيد راجع: سامي بن إبراهيم السويلم، أدوات مبتكرة لمعالجة المخاطر، شركة الراجحي المصرفية للاستثمار، ورقة مقدمة إلى ندوة مخاطر المصارف الإسلامية، المعهد المصرفي، الرياض، يناير 2004، ص: [12-5].

9- تقوم الهيئة الخاصة بعد إصدار الصكوك بما يلي⁽¹⁾:

- أ. إدارة موجودات الصكوك؛
- ب. متابعة استخدام الموجودات وصيانتها والتأمين عليها؛
- ج. تلقي العوائد من المستثمرين (مدفوعات الإيجار والأرباح وغيرها)؛
- د. إصدار نشرة دورية لإعلام حملة الصكوك بكافة التطورات التي تطرأ على ممتلكاتهم؛
- هـ. صرف الأرباح في مواعيدها لحملة الصكوك؛
- و. التصفية في نهاية أجل الصكوك؛

ثانياً: صكوك مجموعة أصول في الزمة: يستخدم هذا الأسلوب عندما يكون هناك طلب لتمويل اقتناء موجودات معينة أو منافعها ولا يكون لدى مؤسسات التمويل السيولة الكافية لتقديم التمويل اللازم، كما يساعد على جمع حجم أكبر من الموارد من الجمهور واستخدامها في شراء الأصول وتقديمها للمستخدم الذي يطلبها⁽²⁾.

الفرع الثالث: الصكوك البسيط والصكوك المهيكّل

هناك نوعان من التصكيك، التصكيك البسيط والتصكيك المهيكّل.

أولاً: الصكوك الإسلامي البسيط: لا يختلف التصكيك الإسلامي عن التقليدي في كونه وسيلة للحصول على التمويل من الأسواق المالية بدلاً من مؤسسات التمويل الإسلامي، وتنتج عنه صكوكا تمثل حصصاً متساوية في ملكية المال الممول، ويمكن التمييز بين الأدوات المالية التالية للحصول على التمويل المطلوب⁽³⁾:

1- أدوات الدين: وهي التي يترتب عليها حقوقاً مالية ثابتة ومضمونة، حيث يوافق المصدر لها على دفع أرباح دورية خلال الأجل المتفق عليه للمستثمر ثم يتم دفع أصل التمويل وجزء من قيمة التمويل على دفعات دورية خلال الأجل المتفق عليه، وقد صُممت هذه الأدوات حتى لا تتعرض للمخاطر التشغيلية إذ لا تشارك في أرباح أو خسائر المشروع الممول، ولكنها تتعرض لمخاطر عدم السداد مثل أي أدوات دين.

من أهم هذه الأدوات الصكوك الصادرة على أساس عقد المرابحة وعقد السلم وعقد الاستصناع وعقد الإجارة التمويلية، والملاحظ أن جميع أدوات الدين السابقة لا يمكن تداولها في أسواق الأوراق المالية كونها تمثل ديوناً في الذمة وتعتبر من بيع الكالئ بالكالئ وهو من البيوع المحرمة؛

2- حقوق الملكية: تمثل حصصاً متساوية وتشارك في أرباح المشروع في حالة تحققها بالنسب المتفق عليها وتحمل الخسائر بنسبة مساهمتها في رأس مال المشروع، وتتعرض هذه الأدوات للمخاطر التشغيلية، ومن أهمها الصكوك الصادرة على أساس عقود المشاركات والمضاربة والمزارعة والمساقاة والمغارسة؛

(1) - عبد العظيم أبو زيد ومحمد الجارحي، الصكوك: قضايا فقهية واقتصادية، مرجع سابق، ص: 12.

(2) - المرجع نفسه.

(3) - عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، الوظائف الاقتصادية للصكوك - نظرة مقاصدية، عرض وتقويم، المنعقدة في رحاب جامعة الملك عبد العزيز بجدة خلال الفترة 24-26 ماي 2010، بالتعاون مع مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي ومجمع الفقه الإسلامي الدولي والمعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، ص: 8.

ثانياً: **صكوك الائتماء الإسلامي (المسكوك)**: كل ما قدمته المصرفية الإسلامية هو منتجات تحاكي المنتجات التقليدية جراء إعادة هيكلة العلاقات التعاقدية بين أطرافها بمسميات العقود الشرعية حتى تكون من الناحية الشكلية موافقة للمقتضى الشرعي وتحقق في نفس الوقت أهداف المنتجات التقليدية، كما تحرص على استخدام المسميات الشرعية للعقود على الرغم من أنها لا تحقق أهدافها، وذلك حتى تخلق لها سوقاً منفصلة تتعد فيها عن منافسة المنتجات التقليدية؛ وقد نجحت في ذلك بشكل كبير في الصكوك إذ خلقت لها سوقاً عالمية متنامية⁽¹⁾.

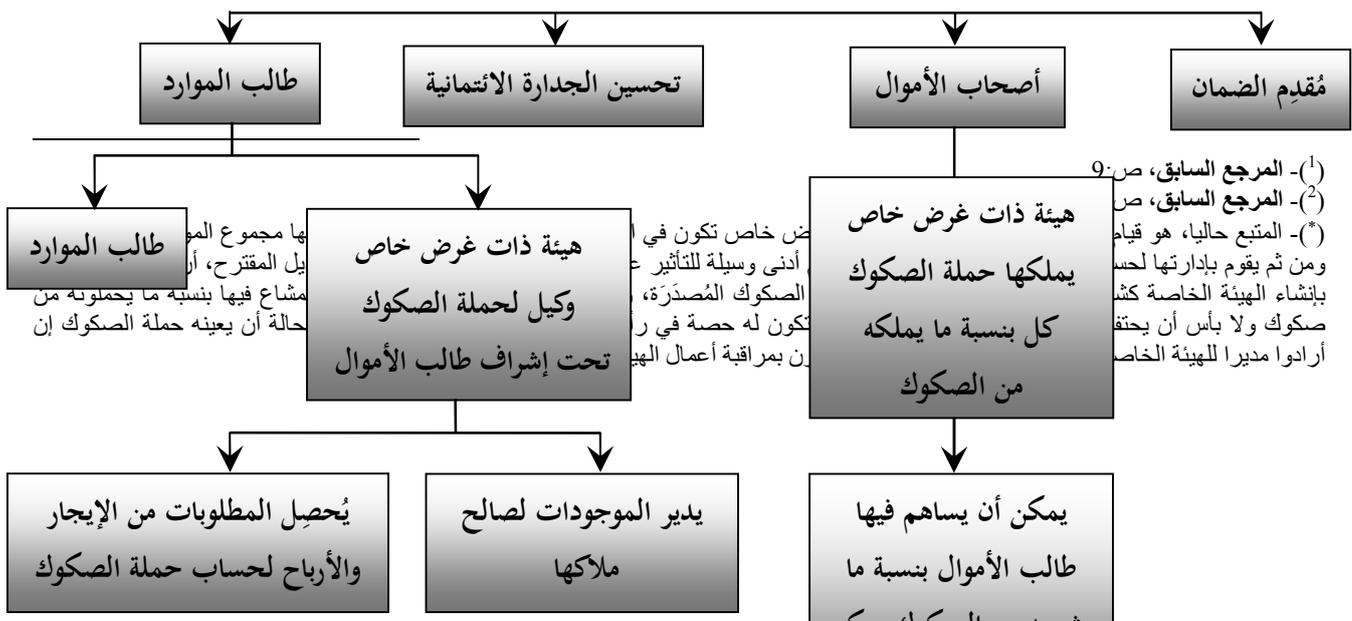
لا تختلف الصكوك الإسلامية المركبة للائتمان الإسلامي في أهدافها عن الصكوك أو السندات التقليدية المركبة، فهي تهدف إلى خلق أدوات دين لا يتحمل مالكيها (المستثمر) أية مخاطر سوى المخاطر الائتمانية، ويتم تحسين الجدارة الائتمانية للسند بضمانه بأصول وعزل ملكيتها عن مصدر تلك الصكوك.

تعد هيكلة الصكوك الإسلامية أكثر تعقيداً من نظيرتها التقليدية، وذلك لاعتمادها على تركيب عدة عقود شرعية وهو ما اقتضى تجميع جهود كبيرة من المهندسين الماليين والمهندسين الفقهيين، واستحضر عدد كبير من قواعد الهندسة المالية والفقهية. يقصد بالهندسة المالية الفقهية "تصميم وتطوير أدوات وآليات مالية مبتكرة أو تركيب أو تفكيك عقود شرعية لصياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل، ويشترط لصحتها عدم تعارضها مع نص شرعي أو قاعدة فقهية أو المقاصد الشرعية أو إجماع فقهي، وأن تكون الوسائل المستخدمة والأهداف المنشودة معاً لا تتعارض مع الشريعة الإسلامية"⁽²⁾.

الفرع الرابع: حوكمة هيكل الإصدار

يتضح مما سبق، أن الآليات المستخدمة حالياً لإصدار الصكوك يعيها تضارب المصالح بين طالب الأموال الذي يقوم بإصدار الصكوك من ناحية وينشئ هيئة ذات غرض خاص يملكها، ولكن من المفروض أن تراعى مصالح حملة الصكوك^(*)، لذلك يتم عرض بديل آخر لحوكمة عملية الإصدار، كما هو مبين في الشكل الموالي:

الشكل رقم (2-3): نموذج الإصدار للصكوك الإسلامية



المصدر: معبد علي الجارحي، عبد العظيم جلال أبو زيد، أسواق الصكوك الإسلامية وكيفية الارتقاء بها، ورقة بحثية مقدمة في إطار ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقييم، المنعقدة في جامعة الملك عبد العزيز في جدة، خلال الفترة: 24-26 ماي 2010، ص:19.

المطلب الخامس: أسس وقواعد إصدار وتداول الصكوك الإسلامية

يحدث تملك الصكوك في حالتين، الحالة الأولى عند شرائها من مُصدرها في مرحلة الإصدار (تملك الأصول) والثانية عندما تُشترى من حاملها الذي كان قد اشتراها من مُصدرها أو من شخص آخر (تداول الصكوك)، عند إصدار الصكوك تكون هناك علاقتان تعاقديتان الأولى بين المشتري والمُصدر وهي علاقة مضاربة، والثانية تحكم أسلوب استخدام حصيلة الصكوك في الاستثمار والتي لا بد من أن تتم من خلال عقود شرعية صحيحة.

الفرع الأول: الأسس والقواعد الشرعية

تنطلق الأسس والقواعد التي تنظم إصدار وتداول الصكوك من مقاصد وقواعد وأحكام الشريعة الإسلامية.

أولاً: تداول الأموال مقصر شرعياً: تعد عمليات التصكيك والتداول في السوق الثانوية للأدوات المالية الإسلامية من مقاصد الشريعة الإسلامية، لذا فإن السرعة والكفاءة في توجيه الأموال إلى القنوات المقبولة إسلامياً يحقق مقاصد الشريعة في التداول وتنمية المال⁽¹⁾؛

ثانياً: العقود الشرعية صالحة للإنتاج أو لأرباح مالية: تعد المبادئ والعقود الشرعية في المعاملات ركائز أساسية لإنتاج تشكيلة واسعة من الأدوات المالية الأكثر تطوراً، وهو ما يوحي بوجود إمكانية كبيرة للتجديد والتوسع المالي في الأسواق المالية الإسلامية. لذا، ينبغي أن تعتبر عقود التمويل الإسلامي أصلاً يقاس عليه من ناحية، ومن ناحية أخرى يجب أن يتم استحداث عقود جديدة انطلاقاً من عدم التعارض مع القواعد والأحكام الشرعية، ويلاحظ أن الهيكل التمويلي الإسلامي يحتوي على أدوات تمويل كبيرة من حيث العدد، ولكل منها أهميتها ومكانتها، أما من حيث التنوع والتمايز، فيلاحظ أنه يحتوي على أدوات تمويلية متشابهة، لكن لكل أداة خصوصيتها سواء من حيث ما تقدمه لكل طرف من حقوق وما تحمله له من أعباء والتزامات، أو من حيث ما هو متاح لها من مجالات العمل والاستخدام؛

ثالثاً: تحريم الربا والغرر والمقامر ومنع الاحتكار والمضاربات: تحرم الشريعة الضرر بالغير سواء كان هذا الضرر في ماله أو في نفسه، ومن وسائل الإضرار الاحتكار، وقد برزت هذه التصرفات في الأسواق المالية المعاصرة فأحدثت فوضى واضطراب وضياح للثروات؛

رابعاً: الإفصاح عن قوائم توزيع العائد: هناك أنواع من الصكوك الإسلامية والتي يتم الاكتتاب فيها بغرض الحصول على عائد، كتلك القائمة على قاعدة المشاركة أي على مبدأ اقتسام الربح والخسارة الناتجة عن النشاط الممول، أو صكوكاً قائمة على الاتجار كالمراجحة والبيع الآجل والتي ينتج عنها ربح عبارة عن الفرق بين تكلفة الشراء وسعر البيع، أو صكوكاً قائمة على التأجير للمعدات والأصول وهي تولد عائداً محددًا كمبلغ مقطوع كل فترة؛ ويعتبر الإفصاح عن قواعد توزيع الربح أو العائد على حملة الصكوك من شروط صحة التعامل بها.

الفرع الثاني: تداول الصكوك

يشير تداول الصكوك إلى انتقال ملكيتها من شخص إلى آخر وهو من التصرفات الحائزة شرعاً، فالصك ما هو إلا وثيقة بما يمثله من أعيان ومنافع وديون، ويراعى في التعامل والتصرفات المتعلقة بالصكوك الأحكام الفقهية، فالتصرف فيها تصرف في العروض، ومن المتعارف عليه أن أحكام الشريعة لا تضع قيوداً على التصرفات في العروض إلا إذا كانت أعيانها محرمة أو شاب التعاقد ظلم أو غش وغيرها، وإنما تضع أحكامها بعض القيود على التصرفات المتعلقة بالديون والنقود السائلة. لذلك، إذا كان الصك ممثلاً لخليط من الديون والأعيان والمنافع والغالب فيه للأعيان فيجوز التصرف فيه بالبيع بمثل ثمنه أو أزيد أو أقل، أما إذا كانت الديون هي الغالبة فيما يمثله الصك، فيخضع تبادل الصك لأحكام بيع الدين في الفقه الإسلامي، وهو لا يجوز بيعه إلا بمثل ثمنه دون زيادة أو نقصان التزاماً بأحكام الربا⁽²⁾.

(1) - عبد الملك منصور، العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جديدة، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدمبي، 31 ماي-3 جوان 2009، ص: 20.

(2) - المرجع السابق، ص: 21.

الفصل الثالث:.....عمليات التوريق من منظور المصرف الإسلامي - عمليات الصكوك -

يرى بعض الفقهاء المحدثين أن الصك إذا كان ممثلاً لخليط من الديون والأعيان والمنافع فيجوز التعامل فيه بالبيع والشراء، لأن الديون هنا لا تباع منفردة وإنما تباع متداخلة مع غيرها من الأعيان والمنافع استناداً إلى القاعدة الفقهية القاضية بأنه "يجوز تبعا ما لا يجوز قصدا"؛ وهناك ثلاثة أحوال تحكم عملية تداول الصكوك^(*):

أولاً: مال الصكوك المكتتب فيه لا يزال نقوداً ولم يتحول بعد إلى أصول فإن تداوله يأخذ حكم بيع النقد بالنقد؛

ثانياً: مال الصكوك تحول إلى موجودات مختلطة من الأعيان والمنافع والنقود والديون، فإن تداوله يأخذ حكم تداول عروض التجارة؛

ثالثاً: إذا صار مال الصكوك ديوناً فقط، يأخذ حكم التعامل بالديون.

الفرع الثالث: متطلبات تفعيل السوق الثانوية للصكوك الإسلامية

من بين المتطلبات الرئيسية لتفعيل ونجاح تداول الصكوك في السوق الثانوية ما يلي⁽¹⁾:

أولاً: مرونة التشريع: المسألة ليست مرتبطة بوجود تشريع يسمح بتداول الصكوك الإسلامية في السوق الثانوية فحسب، بقدر ما هي مرتبطة بعوامل تضمن سلامة ونجاح إدراج وتداول الإصدار بالإضافة إلى تشجيع مزيد من الإصدارات ومرونة التشريع بحيث يستوعب التعديلات المستقبلية التي من الممكن أن تطرأ وفقاً للمعطيات والتطورات الاقتصادية والتنموية؛

ثانياً: إعفاء تداول الصكوك الإسلامية من الضرائب والطوابع بأنواعها سواء في حال البيع أو الشراء وذلك لتشجيع المستثمر على الإقبال على هذه الأداة، ونشر الوعي الاستثماري وبيان خصائص الصكوك الإسلامية وقلة مخاطرها مقارنة مع غيرها من الأدوات المالية الشبيهة، إضافة إلى نشر الوعي بخصائص التمويل الإسلامي؛

ثالثاً: تعزيز الشفافية والحوكمة والرقابة الشرعية، بالإضافة للرقابة المالية والإدارية من الإصدار مروراً بالتداول وصولاً إلى الإقبال، وذلك تحفيزاً للمستثمرين على الإقبال عليها وتحفيز الشركات الكبرى وتشجيع الإصدارات الأولية الضخمة لتكون نقطة بداية لقيام سوق ثانوية فاعلة خاصة في بداية طرح هذه المنتجات عبر الأسواق الثانوية⁽²⁾؛

رابعاً: تشجيع الصناديق الاستثمارية الإسلامية وتنويع محافظها بحيث تشمل الصكوك الإسلامية؛

خامساً: طرح الحكومات إصدارات عبر مؤسساتها وشركاتها وإيجاد معايير دقيقة للمحاسبة، وبالتالي وجود رقابة منظمة من قبل المصارف المركزية على أساس الضوابط الشرعية الخاصة بهذه الصكوك وليس على أساس لوائح وسندات الدين⁽¹⁾؛

(*)- يجوز تداول الصك بعد إصداره بثمنه الأول لجهة الإصدار إذا كان هذا منصوصاً عليه في شروط الإصدار، ويحدث هذا في الأحوال التي لا يتداول فيها الصك في سوق الأوراق المالية وإنما تتعهد بتسييله جهة إصداره، أما إذا تمتع الصك بخاصية التداول فإنه يجوز بيعه بالثمن الذي يتحدد في السوق بناءً على تقييم الموجودات التي يمثلها أو غير ذلك من مؤشرات التسعير بالصكوك فكل ذلك جائز لا خلاف فيه؛ كما يجوز شراء الصك من قبل جهة الإصدار أو من قبل الأفراد أو المؤسسات الأخرى وفقاً للقواعد المنظمة في نشرة الإصدار.

(1)- www.aawsat.com/details.asp?section=58&issueno=11382&article=554386

(2)- أعلن مركز إدارة السيولة المالية عن تدشين أول موقع على شبكة الانترنت يُعنى بتسجيل ورصد حركة العرض والطلب على الصكوك، وتأتي هذه المبادرة من قبل المركز من أجل المساهمة في تأسيس سوق ثانوية نشطة خاصة بالصكوك لدفع عجلة تطوير قطاع الصيرفة الإسلامية، تتوافر خدمة تسجيل العرض والطلب للصكوك من خلال قسم خاص لذلك ضمن الموقع الإلكتروني الرسمي <http://www.lmc Bahrain.com>

للإشارة، يعد مركز إدارة السيولة المالية أحد المساهمين بفاعلية في سوق الإصدارات الأولية للصكوك وذلك من خلال ترتيب هذه الإصدارات أو العمل كمستشار، كما يعمل أيضاً على تأسيس السوق الثانوية لتداول الأدوات الاستثمارية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية للأجل القصيرة لأسواق دول مجلس التعاون الخليجي؛ كما يمتلك المركز القدرة المهنية لترتيب أدوات استثمارية متوافقة والشريعة الإسلامية ولفترات زمنية مختلفة.

الفصل الثالث: عمليات التوريق من منظور المصرف الإسلامي - عمليات الصكوك -

يوضح الجدول الموالي العقود المستخدمة في استثمار حصيلة الصكوك وما يترتب عليها من أحكام في مجال تملك الصكوك.

الجدول رقم (1-3): (أحكام تملك وتداول الصكوك الإسلامية)

عقد الاستثمار	حكم التملك	حكم التداول
المشاركة	جائز	جائز مع بدء النشاط ومراعاة أحكام تمثيل الصكوك لموجودات قابلة للتداول
المشاركة المتناقصة	جائز	جائز مع بدء النشاط ومراعاة أحكام تمثيل الصكوك لموجودات قابلة للتداول
المضاربة المطلقة	جائز	جائز مع بدء النشاط ومراعاة أحكام تمثيل الصكوك لموجودات قابلة للتداول
المضاربة المقيدة	جائز	جائز مع بدء النشاط ومراعاة أحكام تمثيل الصكوك لموجودات قابلة للتداول
الوكالة المطلقة	جائز	جائز مع بدء النشاط ومراعاة أحكام تمثيل الصكوك لموجودات قابلة للتداول
الوكالة المقيدة	جائز	جائز مع بدء النشاط ومراعاة أحكام تمثيل الصكوك لموجودات قابلة للتداول
المرابحة	جائز	غير جائز إلا من وقت شراء السلع إلى حين بيعها
البيع بثمن أجل	جائز	غير جائز إلا من وقت شراء السلع إلى حين بيعها
الإجارة التشغيلية	جائز	يجوز قبل إعادة إجارة الأعيان المستأجرة في صكوك ملكية منافع الأعيان المعينة، ولا يجوز في غير المعينة.
الإجارة المنتهية بالتمليك	جائز	جائز مع بدء النشاط ومراعاة أحكام تمثيل الصكوك لموجودات قابلة للتداول
الإستصناع	جائز	جائز مع تحول النقود إلى أعيان، ولا يجوز إن دفعت حصيلة الصكوك ثمنا في استصناع مواز.
السلم	جائز	غير جائز

المصدر: معبد علي الجارحي، عبد العظيم جلال أبو زيد، أسواق الصكوك الإسلامية وكيفية الارتقاء بها، ورقة بحثية مقدمة في إطار ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقويم، المنعقدة في جامعة الملك عبد العزيز في جدة، خلال الفترة: 24-26 ماي 2010، ص: 20.

الفرع الرابع: التصنيف الائتماني والتشريحي للصكوك الإسلامية

توفر عملية التصنيف المعلومات والتقويم المستقل لكل من الملاءة الائتمانية وحسن الأداء الفني للأعمال المصرفية والانضباط الشرعي للمؤسسات المالية الإسلامية، سواء المصارف أو الصناديق والمحافظ الاستثمارية أو شركات التأمين التكافلي أو المنتجات المالية الإسلامية التي تتداول في الأسواق كالصكوك ونحوها؛ وبالتالي إعطاء المؤسسة أو المنتج مستواه الصحيح من الجودة النوعية طبقاً للمقاييس المعتمدة في تحديد المخاطر⁽²⁾.

(1) -خولة فريز النوباني، الصكوك تجارب عالمية، بحث مقدم لورشة العمل التي أقامتها شركة BDO بعنوان (الصكوك الإسلامية؛ تحديات، تنمية، ممارسات دولية)، عمان، المملكة الأردنية الهاشمية، 18-19/7/2010، ص: 7.

(2) - عبد الستار أبو غدة، تصنيف المصارف الإسلامية ومعايير الجودة الشاملة، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المؤتمر الرابع للهيئات الشرعية، البحرين، 3-4/10/2004، ص: 3.

أولاً: شركة التصنيف الإسلامي: هي "الشركة التي تصدر تصنيفاً شرعياً يُعنى بمدى مطابقتها عمل أو أعمال أو خدمات العميل للراجح من أحكام الشريعة الإسلامية بطلب من العميل، شركة كان أو هيئة أو فرداً، أو بقصد بيان إبراء ذمته أمام عملاءه من الوقوع في المعاملات المحرمة أو المشبوهة شرعاً أو لبيان الحكم الشرعي لفئة من الناس المحتاجين لذلك"⁽¹⁾؛

ثانياً: 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 ملاءمتها 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"⁽²⁾؛

ثالثاً: تعد عملية تصنيف الصكوك عملية صعبة إذ تعتمد على عدة عناصر، من أهمها صيغة العقد القائم بين مُصدرها وحملتها، لأن ذلك يحدد نوع المخاطر التي يواجهها حملة الصكوك.

يتأثر تصنيف صكوك الإجارة بالوضع الائتماني للمُصدر نظراً لأنه مدين لحملة الصكوك بالأجرة التي تمثل العائد الدوري، كما أنه ملتزم بوعدهم بالشراء في نهاية العقد والوفاء بهذا الالتزام مرتبط أيضاً بالوضع الائتماني للمستأجر، وهذا وجه شبه بالسندات من ناحية التصنيف، ولكن يبقى خارج التصنيف الائتماني المخاطر السوقية ذلك أن حملة الصكوك هم ملاك الأصل المولد للعائد وهذا عرضة لتقلبات الأسعار أي المخاطر السوقية وهو عنصر اختلاف عن السندات، أما تصنيف صكوك المضاربة والمشاركة فالأمر فيها أكثر تعقيداً حتى يكاد لا يوجد لها تصنيف في الوقت الحاضر⁽²⁾.

يوضح الجدول الموالي منهجية التصنيف المعتمدة في الصكوك تبعا لخصائصها التحليلية (صكوك مضمونة بشكل كلي وصكوك غير مضمونة):

الجدول رقم (2-3): منهجية التصنيف المعتمدة في الصكوك تبعا لخصائصها التحليلية

صنف الصك	الخصائص التحليلية	منهجية التصنيف
صكوك مضمونة بشكل كلي	رأس مال الإصدار مضمون بصفة عامة من	معادلة تصنيف الإصدار مع تصنيف بائ

(1) - بلعزوز بن علي ومداني أحمد، التصنيف الائتماني بين مسبب للأزمة المالية العالمية والبحث عن مخرج لها، دراسة وضعية وشرعية، مداخله مقدمة للمؤتمر الدولي الرابع بالكويت حول الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي، كلية العلوم الإدارية بالكويت، 15-16 ديسمبر 2010، ص: 10.
(2) - محمد علي القرني، كيف تتوافق الصكوك مع أحكام الشريعة الإسلامية، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر السابع للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 27-28 ماي 2008، ص: 3.

الفصل الثالث: عمليات التوريق من المنظور المصرفي الإسلامي - عمليات الصكوك -

<p>العملية. تمثل الصكوك التزاما بالتساوي مع درجة الضمان (أساسي أو ثانوي تابع)</p>	<p>قبل بادئ العملية بواسطة تعهد إعادة الشراء بأجل؛ القسيمة (توزيعات دورية) محمية عن طريق بند سيولة موضوع تحت التصرف من قبل بادئ العملية - الضامن -</p>	<p>(الأصول المستندة) Asset-Based</p>
<p>منهجية متماثلة مع تلك المطبقة على هيكل التوريق التقليدي. نوعية التدفقات النقدية هي جزء من الأصل المستند إليه، وتحدد طبيعة الهيكل بشكل كبير تصنيف الصكوك.</p>	<p>رأس المال والقسيمة ليست محل لأي شرط دعم داخلي أو خارجي. بصفة عامة هذه الإصدارات لها كأصول مستندة إليها قروض الرهن العقاري، وهي محل تقسيم إلى شرائح، أين تكون هناك آليات تعزيز الشرائح العليا.</p>	<p>صكوك غير مضمونة (أصول مدعومة) Asset-Backed</p>

Source : Anouar Hassoune, **la finance islamique dans le système financier international et dans la mondialisation**, Edition Secure Finance, Paris, 2008, p :95 .

رابعاً: الحاجة إلى التصنيف الشرعي: واکب تزايد عدد المؤسسات المالية الإسلامية وتلك التي تقدم الخدمات المصرفية الإسلامية تنوعاً وتزايداً في المنتجات المالية الإسلامية، والتي أصبحت أكثر تعقيداً وتتضمن تفاصيل كثيرة ومبتكرات يصعب الإحاطة بجميع تفاصيلها من قبل المتعاملين مع هذه المؤسسات.

مما لا شك فيه، أن الجانب الشرعي هو الأهم في تحقيق الهوية الإسلامية للمؤسسات والمنتجات المالية الإسلامية مع عدم إغفال الجانب الائتماني الذي هو محل اتفاق في الصناعة المصرفية عموماً، لذلك لا بد أن يكون هذا العنصر قابلاً للقياس؛

خامساً: منهجية التصنيف الشرعي: يكمن الدور المنوط بالجبهة المعنية بالتصنيف الشرعي في التأكد من التزام المؤسسات وحسن تطبيقها الإجراءات المعتمدة من هيئتها الشرعية ووجود رقابة شرعية فيها، والتأكد من توافر الهيئة الشرعية على الفرص الكافية للنظر والحكم على المعلومات والإمكانات لذلك.

تعتمد المنهجية المذكورة على جمع العناصر المهمة التي تُكوّن في مجملها فكرة واضحة عن الانضباط الشرعي في عمل المؤسسة المالية أو النوعية الشرعية للصكوك والمنتجات المالية، ويتطلب التصنيف الشرعي تكوين مجلس شرعي يتخصص بالعمل المصرفي الإسلامي ليقوم من خلال اللجان التي يتم تشكيلها من أعضائه بعملية التصنيف على الوجه المطابق للمنهجية المعتمدة من قبله؛

سادساً: تقوم الوكالة الإسلامية العالمية للتصنيف بتصنيف المؤسسات المالية الإسلامية من اتجاهات متعددة تهدف في نهاية الأمر إلى إصدار رأي مستقل حول "الجودة الشرعية" لدى المؤسسات المالية أو الأوراق المالية والمنتجات المالية كالصكوك على سبيل المثال، وذلك من خلال عناصر مستقلة وموضوعية وفي ذلك تعزيز لمصداقيتها ليس من ناحية الملاءة المالية

الفصل الثالث:..... عمليات التمويل من منظور المصرف الإسلامي - عمليات الصكوك -

وقدرتها على الالتزام بسداد التزاماتها طويلة وقصيرة الأجل فحسب، ولكن التحدي الحقيقي لهذه الوكالة (*) يتوقف على دعم المؤسسات المالية الإسلامية لها وكذلك شفافتها وقدرتها على الإطلاع على المعلومات بدقة ووضوح لإصدار وزن عادل للتفاصيل التي يتم اعتمادها وصولاً إلى درجة التصنيف⁽¹⁾؛

سابعاً: يعتبر تصنيف الجودة الشرعية "عملية تهدف إلى توفير المعلومات والتقييم المستقل بشأن مدى تقييد والالتزام المؤسسات المالية الإسلامية أو المؤسسات التي تقدم الخدمات المصرفية والمالية الإسلامية وكذلك المنتجات المالية الإسلامية كالصكوك بمبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية⁽²⁾.

1- ينطبق تصنيف الجودة الشرعية بالنسبة للمؤسسات المالية الإسلامية أيضاً على الأدوات المالية الإسلامية وعلى النوافذ الإسلامية، وبذلك لا بد أن يتعامل هذا التصنيف مع الاختلافات الشرعية هنا وهناك بحسب المناطق⁽³⁾؛

2- جودة التصنيف الشرعي نظام تقييم شفاف يعتمد بشكل رئيسي على عناصر الموضوعية والاستقلالية وعدم الانحياز، وقد تم تطويره من قبل مجموعة من كبار العلماء في الفقه الإسلامي، وتشمل معايير اختيارهم التنوع الجغرافي والخبرة في مجال التمويل المصرفي الإسلامي (**).

الفرع الخامس: أحكام ضمان الصكوك وضمان عوائدها

تعد الصكوك الإسلامية من أهم الأدوات التمويلية الإسلامية، وذلك لصلاحيتها للتطبيق في أنشطة كثيرة تسد بها الحاجة إلى التمويل الأساسي أو الإضافي، ولكنها مع ذلك تتعرض لكثير من المشكلات التي تحتاج إلى مزيد من البحث والتمحيص⁽⁴⁾، ومن بينها أحكام ضمان الصكوك وضمان عوائدها، ومن بين هاته الضمانات⁽⁵⁾:

أولاً ضمان الطرف الثالث: المقصود به "وجود طرف غير طرفي العقد يضمن ما يحصل من نقصان أو خسران في مشروع معين تم تمويله بواسطة الصكوك، وقد جاء في قرار مجمع الفقه الإسلامي رقم 3(4/3) بشأن سندات المقارضة وسندات

(*)- لا يتجاوز عدد مؤسسات التصنيف الإسلامية القائمة ثلاث مؤسسات، ويتعلق الأمر بوكالة التصنيف الماليزية الخاصة بتصنيف الشركات الإسلامية الماليزية والوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف والهيئة الشرعية للرقابة والتصنيف، ورغم التشابه بين المؤسستين الأخيرتين إلا أن هناك فرقا جوهريا بينهما، تعنى الوكالة بتصنيف الجودة الشرعية، وهذا التصنيف ينظر إلى المتطلبات الإدارية في مجمله ومعاييرها خلافاً للتصنيف الشرعي للهيئة الشرعية للرقابة والتصنيف الذي يقوم على تصنيف مدى الالتزام الشرعي من خلال الفحص التفصيلي لجميع الأسس النظرية الشرعية والتطبيقية التي يقوم عليها المنتج.

(1)- خولة فريز النوباني، **تصنيف الجودة الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية**، المصرفية الإسلامية، العدد 09 يناير 2010، الرياض، ص: 29.

(2)- **منهجية تصنيف الجودة الشرعية**، الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف، البحرين، ماي 2006، ص: 2. متوفر على الرابط الإلكتروني للوكالة:

www.iirating.com/methodologies/sharia_method_arb.pdf

(3)- خولة فريز النوباني، **تصنيف الجودة الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية**، مرجع سابق، ص: 29.

(**) - تتكون لجنة التصنيف الشرعي من خبراء تصنيف داخليين وخبراء خارجيين ذوي خبرة في مجال المصارف والصيرفة والشريعة الإسلامية، يتم اختيار الأعضاء الخارجيين بشرط أن يكونوا مستقلين تماما وليست لديهم علاقة بأية جهة أو مؤسسة يتم تصنيفها، وهم أيضا ملتزمون بلانحة الانضباط والحفاظ على السرية.

(4)- ترى مجموعة من الخبراء أن بعض المجالس الشرعية تعاضت عن شرط إعادة الشراء في الصكوك للسماح بتطور القطاع، إلا أن الوقت حان لمراجعة المعايير، كما أكد فقهاء في هيئة المحاسبة والمراجعة في وقت سابق أن نحو 85% من الصكوك الإسلامية في الخليج لا تتفق حقيقة مع الشريعة الإسلامية، وتأتي أبرز المخالفات في تطبيقاتها في تعهد المصدر الملزم بشراء أصول الصكوك بقيمتها الاسمية في نهاية مدة المضاربة أو المشاركة أو الوكالة، وكذلك تعهد المصدر الملزم بضمان رأس المال في وثيقة مستقلة عن عقد المضاربة والوكالة أو عقد إصدار الصكوك، أو تعهد المضارب الملزم بإقراض محفظة الصكوك بغرض ضمان توزيعات أرباح بمستوى معين؛ كما أكدت التوصيات الصادرة عن المجمع الفقهي والمجلس الشرعي في هيئة المحاسبة والمراجعة من منع التزام المصدر للصكوك بضمان رأس مال حملة الصكوك أو التعهد بشراء أصول الصكوك بالقيمة الاسمية أو الالتزام بإقراض حاملها، سواء كان تعهدا مباشرا أم بصور أخرى تؤدي إلى الضمان، ويسري المنع من ذلك على الشركة ذات الغرض الخاص التي تنشأ بضمانه.

(5)- حمزة بن حسين الفهر الشريف، **ضمانات الصكوك الإسلامية**، ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقييم، المنعقدة في رحاب جامعة الملك عبد العزيز بجدة، خلال الفترة 24-25 ماي 2010، بالتعاون مع مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي ومجمع الفقه الإسلامي الدولي والمعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، ص: [5-7].

الفصل الثالث: عمليات التوريق من منظور المصرف الإسلامي - عمليات الصكوك -

الاستثمار في البند (9) منه: "ليس هناك ما يمنع شرعا في نشرة الإصدار أو صكوك المقارضة من الحصول على وعد طرف ثالث منفصل في شخصيته وذمته المالية عن طرفي العقد بالتبرع بدون مقابل بمبلغ مخصص لجبران الخسران في مشروع معين، على أن يكون التزاما مستقلا عن عقد المضاربة"؛ بمعنى أن التزامه ليس شرطا في نفاذ العقد وترتب آثاره عليه، ويستند هذا القرار إلى أن مبدأ التبرع جائز شرعا ومُرْعَب فيه⁽¹⁾؛

ثانياً: ضمان القيمة الاسمية للصك: المقصود بالقيمة الاسمية "تلك التي تحدد للصك عند إصداره"، ومجموع قيم هذه الصكوك هو رأس مال الصندوق، وإذا وُجد تعهد من مُصدره أو مُديره فهو غير جائز أيضاً لأنه غرر ممنوع شرعا، وهو إلى ذلك يُفقد الصكوك أهم خصائصها التي تميزت بها من حيث كونها أدوات مالية استثمارية مشروعة ويدخلها في دائرة السندات وهي محرمة بالأدلة الشرعية الصريحة، وحامل الصك مالك له، له عُنتُه وعليه عُرمُه، فهلاكه كلياً أو جزئياً أو نقصان قيمته عليه وحده وهذا هو الذي يحقق معنى الملك الحقيقي في الصكوك الإسلامية؛

ثالثاً: ضمان العائد: يتعهد مُصدر الصكوك أو مُديرها بضمان عائد معين أو منسوب إلى رأس المال الذي اشترى به الصك، لأن مشتري الصك لا يعلم هل سيتحقق له ربح أو لا يتحقق، وهل سيسلم له رأس ماله أو ينقص، فضمانهم له غرر كبير لا يجوز شرعا، إضافة إلى أنه يسوي بين الصكوك الإسلامية والسندات الربوية المحرمة التي تتمتع بضمان العائد عليها من مُصدرها، فتكون بذلك قرضا ربويا محرما؛

رابعاً: الضمان بعوض: المقصود به "أن يدفع حامل الصك مبلغا إلى مُصدر الصك أو إلى أي جهة أخرى لضمان نقصان القيمة الاسمية للصك أو لضمان العائد"، وهذا في حقيقته غرر ومقامرة لأن حامل الصك الذي يدفع هذا المبلغ قد يأخذ أكثر مما دفع وقد يأخذ أقل منه وقد لا يأخذ شيئا وهو من الربا أيضا، وهي وإن كانت غير جائزة بالصورة المتقدمة لأنها نوع من التأمين التجاري الممنوع؛ إلا أنه جائز إذا قُدم هذا الضمان من شركة تكافلية إسلامية؛

خامساً: هناك أنواع أخرى من الضمانات، كضمان الدولة الصادر بشأن الحسابات المصرفية أو مؤسسات ضمان الاستثمار أو توفير مُتعهد بالاسترداد غير الجهة المديرة أو التزام المستفيد من الموجودات التي يمثلها الصك بشرائها، أو تكوين احتياطي مخاطر الاستثمار أو الاستثمار بصكوك التأجير وتعهد المستأجر بالشراء بالقيمة الاسمية⁽²⁾.

المبحث الثاني: المعالجة المحاسبية لعمليات الصكوك وأنواع الصكوك الإسلامية

سيتم التطرق في هذا المبحث للمعالجة المحاسبية لعمليات التصكيك ولأنواع الصكوك، وأخيرا لدورها وأهميتها في الاقتصاد.

(1)- الإشكال المطروح، إذا كان الضامن (الطرف الثالث) ذا علاقة بأحد طرفي العقد، بأن يكون شريكا له أو فرعا منه أو نحو ذلك، فإن هذا يؤدي إلى ضمان قيمة الصك أو ضمان عائده وكلاهما ممنوع شرعا، أما الأول فلأن ملكية ما تضمنه الصك قد انتقلت إلى مالك الصك ولم يعد لمنشئه أو مصدره علاقة به، فضمان طرف ثالث له علاقة به يؤدي إلى الوقوع في الغرر الفاحش المنهي عنه شرعا؛ إذ ربما انخفضت قيمة الصك انخفاضاً كبيراً لو حملناه الطرف الضامن لأضر به وأجحف بماله بدون حق، فهو غير جائز إلا إذا كان تبرعا بالشروط المذكور في قرار المجمع.

(2)- عبد الستار أبو غدة، **المخاطر في الصكوك وموقف الشريعة من ضمانها**، ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقويم، المنعقدة في رحاب جامعة الملك عبد العزيز بجدة، خلال الفترة 24-25 ماي 2010، بالتعاون مع مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي ومجمع الفقه الإسلامي الدولي والمعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، ص: [4-6].

المطلب الأول: الجانب المحاسبي لتوريق المجموعات

من الأهداف التي حققتها عمليات التوريق التقليدية إظهار بعض الموجودات خارج الميزانية كأحد الأساليب للاستجابة لمتطلبات كفاية رأس المال التي وضعتها لجنة بازل للرقابة المصرفية، وقد عاجلت المعايير المحاسبية الدولية هذه العملية من خلال المعايير "IAS32/IAS39"، أما عمليات التوريق وفق المنظور الإسلامي فقد تم معالجتها بالاعتماد على التنضيق الحكمي.

الفرع الأول: التوريق أو التنضيق الحكمي

نظرا للطبيعة الخاصة للاستثمارات التي تصدر الصكوك بالاستناد إليها والتي يستمر النشاط فيها عادة لفترات ودورات زمنية متعددة (متوسطة وطويلة الأجل)، تقوم جهات الإصدار في كثير من الأحيان بتوزيع أرباح دورية وتتخذ هذه التوزيعات إحدى الطريقتين، يتم من خلال الطريقة الأولى توزيع دفعات على الحساب إلى أن تتم التصفية النهائية للأصل الذي تم إصدار الصكوك بالاستناد إليه، فتعدل التوزيعات حينئذ وفقا للنتائج الفعلية المتحققة وهذه الطريقة تعني قسمة الربح قبل المفاصلة أي مع استمرار المضاربة؛ ويتم في الطريقة الثانية توزيع الربح بشكل نهائي في فترات دورية محددة بحيث تعتبر نتائج كل دورة من دورات الأرباح مستقلة عن نتائج الدورات اللاحقة فيكون لكل دورة حساباتها وأوضاعها المالية الخاصة، وتوزع نتائجها في كل مرة دون اللجوء إلى التصفية الفعلية والنهائية للصندوق نفسه.

أولاً: الوصف والتعريف الفقهي

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 (تقديرًا)، ولا توجد مشاكل في حالة التنضيق الفعلي، ولكن تظهر العديد من المسائل التي يثار حولها الجدل في حالة التنضيق الحكمي.

تباينت آراء الفقهاء في هذا الشأن، وظهرت الحاجة في الآونة الأخيرة إلى وجود إطار فقهي ومحاسبي لتطبيقه في المعاملات المالية الإسلامية المعاصرة⁽¹⁾.

استخدمت هيئة المحاسبة والمراجعة للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية مصطلح التنضيق الحكمي بمعنى "التقوم"⁽²⁾.

(*) معنى **التنضيق لغة**، نَضَّ الثمن، "حَصَلَ وَتَعَجَّلَ"، وَيَسْتَنْضِجُ فُلَانٌ حَقَّهُ مِنْ فُلَانٍ أَيْ "يَسْتَنْجِزُهُ وَيَأْخُذُ مِنْهُ الشَّيْءَ بَعْدَ الشَّيْءِ"، وَيَطْلُقُ أَهْلُ الْحِجَازِ عَلَى الدَّرَاهِمِ وَالذَّنَانِيرِ، نَضًا وَنَاضًا كَمَا وَرَدَ فِي لِسَانِ الْعَرَبِ تَحْتَ الْبِنْدِ النَّضِّ: "الدَّرَاهِمُ الصَّامِتُ"، وَالنَّاضُ مِنَ الْمَتَاعِ مَا تَحُولُ وَرَقًا أَوْ عَيْنًا، يَسْتَنْبِطُ مِنْ كَلَامِ عُلَمَاءِ اللُّغَةِ الْعَرَبِيَّةِ: أَنَّ التَّنْضِيقَ مَعْنَاهُ "تَسْيِيلُ الْعُرُوضِ إِلَى نَقْدٍ"، أَمَا مَعْنَى **التنضيق اصطلاحًا**: يَقْصِدُ بِهِ فِي فِقْهِ الْمَعَامَلَاتِ "تَحْوِيلُ الْمَتَاعِ إِلَى دَرَاهِمٍ أَوْ ذَنَانِيرٍ أَوْ مَا فِي حُكْمِ ذَلِكَ مِنَ النَّقْدِ؛ يَقُولُ ابْنُ قَدَامَةَ فِي كِتَابِ الشَّرْكَةِ: إِذَا انْفَسَخَتِ الْمَضَارِبَةُ قَبْلَ التَّصْرِفِ وَالْمَالُ نَاضٌ وَلَا رِبْحَ فِيهِ أَخَذَهُ رَبُّهُ، وَيَقْصِدُ بِالْمَالِ النَّاضِ: الْمَالُ الَّذِي لَمْ يَتَحَوَّلْ إِلَى عَرْضٍ بَعْدَ، وَقَالَ فِي مَوْضِعٍ آخَرَ.. وَالدِّيُونُ لَا تَجْرِي مَجْرَى النَّاضِ وَيَجِبُ عَلَى رَبِّ الْعَمَلِ أَنْ يُنْضِيقَهَا، أَيْ يَحْصِلَ الدِّيُونُ الَّتِي عَلَى الْعُمَّالِ، كَمَا يُشِيرُ مِصْطَلِحُ التَّنْضِيقِ إِلَى تَحْوِيلِ الْعُرُوضِ إِلَى نَقْدٍ (سِبْوَلَةٌ) وَهِيَ مَأْخُودَةٌ مِنَ النَّضِّ وَهِيَ "الذَّهَبُ وَالْفِضَّةُ".

(1) - حسين حسين شحاتة، **الأحكام الفقهية والأسس المحاسبية للتنضيق الحكمي في المعاملات المالية المعاصرة**، الدورة السادسة عشرة لمجمع الفقه الإسلامي، مكة المكرمة، أبريل 2002، ص: 21.

(2) - محمود المرسي لاشين، **التنضيق الحكمي**، مكة المكرمة، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة أم القرى، 1421/8/23 هـ، ص: 77-78.

ثانياً: طرق توزيع الأرباح الدورية

1- بالنسبة للطريقة الأولى التي يتم فيها توزيع دفعات على الحساب إلى أن تتم التصفية النهائية للاستثمارات، فقد أجازها الشافعية والحنابلة طالما أن الربح لا يستقر بالقسمة، بحيث تُحجّر أي خسارة لاحقة بالربح الأول الموزع، لأن الربح كما ذكروا يجب أن يكون وقاية لرأس المال⁽¹⁾.

أ. عرضت في إحدى ندوات البركة مسألة التزام المضارب بدفع نسبة ثابتة من رأس المال للمصرف بصفته رب المال على حساب الأرباح، على أن تتم التسوية والسداد لاحقاً وصدرت الفتوى التالية، "لا مانع شرعاً من التزام المضارب أن يدفع للمصرف نسبة ثابتة من رأس مال المضاربة على حساب الأرباح على أن تتم التسوية لاحقاً مع التزام المصرف بتحمل الخسارة إذا وقعت"⁽²⁾؛

ب. في نفس السياق، طُرحت مسألة توزيع الدخل التشغيلي بنسبة تحت الحساب إلى حين التضيض وأصدرت الفتوى التالية: "إذا كان موضوع المضاربة أصولاً تُدر دخلاً جاز الاتفاق على توزيع هذا الدخل بين المضارب ورب المال بنسبة معينة تحت الحساب، وعلى توزيع ما ينتج من ربح عند بيعها بنسبة أخرى وإذا بيع الأصل بأقل من ثمن شرائه فإن هذا النقصان يُحجّر من الدخل التشغيلي"؛

ج. تم إقرار هذا المبدأ في الفتوى الصادرة عن مجمع الفقه الإسلامي الدولي الذي بين المسألة بوضوح تام كالآتي: "يستحق الربح بالظهور ويُملك بالتضيض أو التقويم ولا يُلزم إلا بالقسمة، وبالنسبة للمشروع الذي يدر إيراداً أو غلة يجوز أن توزع غلته، وما يوزع على طرفي العقد قبل التضيض (التصفية) يعتبر مبلغ مدفوع تحت الحساب"⁽³⁾؛

2- أما الطريقة الثانية والتي يوزع فيها الربح بشكل نهائي في فترات دورية محددة، بحيث تكون كل دورة مستقلة عن الأخرى دون اللجوء إلى التصفية الفعلية للأصول والاستثمارات التي تم توزيعها، تطرح هنا بعض الإشكاليات الشرعية، حيث يشترط في الفقه الإسلامي توافر شرطين لكي يستقر ملك الطرفين في حصتهما من الربح، وهما شرط **تنضيف المال** (تصفية الاستثمار) و**شرط قبض رب المال لأصل ماله** (استعادة رأس المال).

أ. غالباً ما تكون مدة الاستثمارات في الموجودات المورقة متوسطة وطويلة الأجل ويتعذر القيام بالتصفية الكلية لها، كما يتعذر إعادة رأس المال للمستثمرين، تعالج هذه المسألة بالنسبة لشرط التنضيف الفعلي لكامل المشاريع والاستثمارات على اعتبار أن التنضيف الحكمي أو التقديري بديلاً عن التنضيف الفعلي أو الحقيقي، بحيث يؤدي هذا التقويم إلى معرفة الربح حقيقة كما لو تم تصفية الاستثمارات أو الموجودات، وقد صدر في هذا قرار من مجمع الفقه الإسلامي الذي نص على: "أن محل القسمة هو الربح بمعناه الشرعي، وهو الزائد عن رأس المال وليس الإيراد أو الغلة، ويعرف مقدار الربح إما بالتنضيف أو بالتقويم للمشروع بالنقد، وما زاد عن رأس المال عند التنضيف أو التقويم فهو الربح الذي يوزع بين حملة الصكوك وعامل المضاربة، وفقاً لشروط العقد"⁽⁴⁾؛

(1)- عبد الستار أبو غدة، صناديق الاستثمار الإسلامية دراسة فقهية تأصيلية موسعة، مرجع سابق، ص: 615.

(2)- ندوة البركة السادسة، الفتوى (9)، الجزائر، 1990.

(3)- مجمع الفقه الإسلامي الدولي، قرار رقم (5) 88/8/4 بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار، الدورة الرابعة - جدة - المملكة العربية السعودية.

(4)- الدورة الرابعة لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، القرار رقم (5).

ب. كانت الفتوى الصادرة عن الحلقة العلمية الثانية للبركة في غاية الدقة والوضوح بخصوص التنضيق الحكمي أو التقديري حيث نصت على أن: "للتنضيق الحكمي بطريق التقويم في الفترات الدورية خلال مدة عقد المضاربة حكم التنضيق الفعلي لمال المضاربة، شريطة أن يتم التقويم وفقاً للمعايير المحاسبية المتاحة، ويجوز شرعاً توزيع الأرباح التي يظهرها هذا التقويم، كما يجوز تحديد أسعار تداول الوحدات بناءً على هذا التقويم"⁽¹⁾؛

ج. لا يشترط إعادة كل رأس المال في نهاية كل دورة من دورات توزيع الأرباح، بل يجوز الاكتفاء بحاسبة دقيقة لجميع الاستثمارات والموجودات والتي تمكن من تحديد نصيب مختلف الأطراف من الأرباح، فيقوم هذه الحساب مقام القبض خاصة وأن أرباح المال يكون لهم الخيار بين سحب أموالهم من خلال بيع الصكوك في سوق الأوراق المالية أو الاحتفاظ بها للحصول على عوائد الاستثمار⁽²⁾.

الفرع الثاني: التنضيق الحكمي في المصارف الإسلامية

تقوم المصارف الإسلامية في نهاية كل فترة مالية بتقدير نتائج الأعمال لتوزيع الأرباح والخسائر بين المساهمين وفقاً لمعايير المحاسبة المتعارف عليها، كما يحكم العلاقة بين المصارف الإسلامية وأصحاب الحسابات الاستثمارية عقد المضاربة، كما تقوم أيضاً بتطبيق مختلف الصيغ الاستثمارية الإسلامية في توظيف الأموال والتي يحكم عقودها الأحكام والمبادئ الواردة في الفقه الإسلامي، ومن الناحية المحاسبية معايير المحاسبة الإسلامية الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية وغيرها من معايير المحاسبة السائدة التي لا تعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية.

أولاً: الخصائص المميزة للمصارف الإسلامية:

- 1- تداخل الفترات الزمنية لأصحاب الحسابات الاستثمارية والطابع الجماعي لتشغيل أموالهم؛
- 2- تداخل الفترات الزمنية لعقود توظيف الأموال؛
- 3- قيام بعض المصارف الإسلامية بتوزيع عوائد (الأرباح) على أصحاب الحسابات الاستثمارية على فترات دورية ثلاثة شهور ومضاعفاتها؛
- 4- مشاركة المصرف الإسلامي الغير بحصة عينية أو منافع؛
- 5- صعوبة التنضيق الفعلي للاستثمارات والمشروعات المستمرة وتحويلها إلى نقدية.

ثانياً: هناك ضرورة لتطبيق مبدأ التنضيق الحكمي في المصارف الإسلامية، وذلك لتحقيق ما يلي⁽³⁾:

- 1- تقدير قيمة حصة المصرف في المضاربات والمشاركات بأعيان أو منافع؛
- 2- حساب نصيب أصحاب الحسابات الاستثمارية من عوائد الاستثمارات على فترات دورية قصيرة؛
- 3- حساب نصيب أصحاب الحسابات الاستثمارية المتخارجين؛
- 4- حساب نصيب المساهمين من أرباح وخسائر المصرف؛
- 5- حساب مقدار الزكاة الواجبة على المساهمين.

(1) - أحمد شعبان محمد علي، الصكوك والبنوك الإسلامية - أدوات لتحقيق التنمية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2013، ص: 36.

(2) - عبد الستار أبو غدة، الأجوبة الشرعية في التطبيقات المصرفية، جدة، مجموعة دلة البركة، 2002، ج2، ص: 220.

(3) - حسين حسين شحاتة، الأحكام الفقهية والأسس المحاسبية للتنضيق الحكمي في المعاملات المالية المعاصرة، مرجع سابق، ص: 40-41.

يطبق في هذه الحالات التنضيض الحكمي، حيث يعتبر الرجوع للقيمة مبدأً شرعياً في كثير من التطبيقات الفقهية.

الفرع الثالث: المعايير المحاسبية الإسلامية وعمليات الصكوك

أصدرت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية المعيار رقم (17) الاستثمارات والذي يقابل المعيار المحاسبي الدولي رقم 39، وفي هذا المعيار ومن خلال الفقرات (3-12) فقد عالج الاستثمارات في الصكوك وفرق 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، فقد نصت الفقرة رقم (4) على أن الصكوك المحتفظ بها لغرض المتاجرة تقيم بقيمتها العادلة؛ بينما تقيم الصكوك المحتفظ بها لتاريخ الاستحقاق بتكلفتها التاريخية، وفيما يلي نصوص الفقرات (3-12) والتي عالجت الاستثمارات في الصكوك والأسهم.

تعامل الاستثمارات في الصكوك والأسهم كل على حدة بصفتهما محفظة في المعالجات المحاسبية التالية⁽¹⁾:

أولاً: يتم إثبات جميع أنواع الاستثمارات في تاريخ اقتنائها وتقاس بالتكلفة والتي تشمل قيمة الحصول على هذه الاستثمارات أو القيمة العادلة للمقابل العيني، وأي مصروفات مباشرة متعلقة بالاقتناء (الفقرة رقم 3)؛

ثانياً: يتم في نهاية الفترة المالية تقويم الاستثمارات في الصكوك والأسهم المحتفظ بها لغرض المتاجرة أو المتاحة للبيع بقيمتها العادلة، ويقاس مبلغ التغير الناتج عن تقويم تلك الاستثمارات - إن وجد - على أساس الفرق بين القيمة الدفترية (أو القيمة المدرجة) مقارنة بالقيمة العادلة ويعالج الفرق وفقاً لما جاء في البنود 3/3 و 4/3 (الفقرة رقم 4)؛

ثالثاً: يتم في نهاية الفترة المالية إثبات المكاسب أو الخسائر غير المحققة الناتجة عن تقويم الاستثمارات في الصكوك والأسهم المحتفظ بها لغرض المتاجرة في قائمة الدخل في بند مكاسب أو خسائر غير مُحَقَّقة من تقويم الاستثمارات، مع مراعاة الفصل بين ما يخص أصحاب حقوق الملكية وما يخص أصحاب حسابات الاستثمار المطلق (الفقرة رقم 5)؛

رابعاً: يتم في نهاية الفترة المالية إثبات المكاسب أو الخسائر غير المحققة الناتجة عن تقويم الاستثمارات في الصكوك والأسهم المتاحة للبيع في بند احتياطي القيمة العادلة للاستثمارات، مع مراعاة الفصل بين ما يخص أصحاب حقوق الملكية وما يخص أصحاب حسابات الاستثمار المطلقة (الفقرة رقم 6)؛

خامساً: يتم إثبات الخسائر غير المُحَقَّقة الناتجة عن تقويم الاستثمارات في الصكوك والأسهم المتاحة للبيع في بند احتياطي القيمة العادلة للاستثمارات في قائمة المركز المالي وذلك إلى الحد الذي يسمح به رصيده، وفي حالة تجاوز الخسائر لرصيد الاحتياطي، يجب إثبات الخسائر غير المحققة في قائمة الدخل في بند مكاسب أو خسائر غير محققة من تقويم الاستثمارات.

أما في حالة وجود خسائر غير محققة تم إثباتها في قائمة الدخل في فترة مالية سابقة، يتم إثبات المكاسب غير المحققة للفترة المالية الحالية في قائمة الدخل إلى الحد الذي يقابل تلك الخسائر السابقة، وأي فائض في هذه المكاسب يتم إضافته إلى احتياطي القيمة العادلة للاستثمارات في قائمة المركز المالي (الفقرة رقم 7)؛

(1) - المرجع السابق، ص: 45.

ساوسا: يتم في نهاية الفترة المالية قياس الصكوك المحتفظ بها حتى تاريخ الاستحقاق بتكلفتها التاريخية، وفي حالة وجود تراجع غير مؤقت في قيمة هذه الاستثمارات يتم في نهاية الفترة المالية قياسها بالقيمة العادلة، ويثبت فرق الخسارة في قائمة الدخل مع مراعاة الفصل بين ما يخص أصحاب حقوق الملكية وما يخص أصحاب حسابات الاستثمار المطلقة، ويفصح عن القيمة العادلة لهذه الاستثمارات في الإيضاحات حول القوائم المالية (الفقرة رقم 8)؛

سابعا: في حالة وجود مبالغ تم تجنيبها من الأرباح المعلقة بفترة مالية سابقة لمقابلة المخاطر المستقبلية المتعلقة بالاستثمارات ولم يكن قد تم الفصل فيها بين ما يخص أصحاب حقوق الملكية وما يخص أصحاب حسابات الاستثمار المطلقة، ونتج عن تقويم الاستثمارات في الفترة المالية الحالية خسائر غير محققة، فإن هذه الأخيرة تُحْمَل على رصيد تلك المبالغ المجنب، وإذا زادت هذه الخسائر عن الرصيد المتاح في هذه المبالغ فإنها تحمل على احتياطي القيمة العادلة للاستثمارات المرعى في تكوينه الفصل بين ما يخص أصحاب حقوق الملكية وما يخص أصحاب حسابات الاستثمار المطلقة (الفقرة رقم 9)؛

ثامنا: تقاس الأرباح أو الخسائر المحققة من عملية بيع أي استثمار لكل صنف من أصناف الاستثمارات على حدة، على أساس الفرق بين القيمة الدفترية (أو القيمة المدرجة) وصافي المبلغ النقدي المتحصل من عملية البيع، ويتم إثبات الناتج -بالإضافة إلى الرصيد السابق في احتياطي القيمة العادلة للاستثمارات- في قائمة الدخل للفترة المالية الحالية مع مراعاة الفصل بين ما يخص أصحاب حقوق الملكية وما يخص أصحاب حسابات الاستثمار المطلقة (الفقرة رقم 10).

الفروع الربوية: إطفاء الصكوك الإسلامية

يشير إطفاء الصكوك إلى انتهاء صفتها الاستثمارية السابقة بتسليمها وتحويلها إلى نقود يتسلمها حامل الصك الأخير، حيث أن إطفاءها قد يكون كلياً مرة واحدة في نهاية مدة الإصدار أو جزئياً بالتدريج خلال سنوات الإصدار. يعد إطفاء الصك باعتباره حصة امتلاك في موجودات معينة لا تكون إلا بالشراء أو باسترداد رأس المال، إما بالشراء يتساوى فيه شراء واحد مع الآخرين في السوق، وإما بالاسترداد فلا يكون إلا وفقاً لترتيب محدد يعاد فيه جزء من الإيراد السنوي على صورة المادة لرأس المال بحسب ما يكون معلناً في نشرة الإصدار، وكلما كان عائد المشروع أكبر كلما كانت مدة الرد أسرع، فالأرباح التي يحصل عليها المشروع تقسم إلى قسمين، يوزع قسم على حملة الصكوك والقسم الآخر يعود إليهم مقابل الإطفاء الجزئي لقيمة الصك، وبعد المدة المحددة للإطفاء يكون مالك الصك قد استرد قيمتها الاسمية وأكثر⁽¹⁾. من صور الإطفاء إذا كان للإصدار مدة محددة فإنه بانتهاؤها تتم تصفية الموجودات التي تمثلها الصكوك إما حقيقة يبيعها لطرف خارجي أو حكماً بالتقويم (التنضيق الحكومي) وأيلولتها إلى الجهة المصدرة بالبيع أيضاً، وقد يتم التملك لتلك الموجودات بالهبة أو بضمن رمزي أو بالقيمة المتبقية في صورة صكوك الإجارة المنتهية بالتمليك⁽²⁾.

(1) - قتيبة عبد الرحمن العاني، صكوك المضاربة الإسلامية، التخرير الفقهي والتصوير الفني، ورقة مقدمة في إطار مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، الإمارات العربية المتحدة، 6-8 مارس، 2006، ص: 37.
(2) - وليد خالد يوسف الشايجي، عبد الله يوسف الحجي، مرجع سابق، ص: 29.

المطلب الثاني: أنواع الصكوك الإسلامية

يمكن تقسيم أنواع الصكوك تبعاً لعدة اعتبارات، كون أن مستند تقسيمها قد يكون العقود الجزئية المؤطرة لهيكلتها، وقد يكون مستنده طبيعة ونوع الأصول محل عملية التصكيك أو الإطار القانوني والأمر التقنية والطبيعة التجارية لهذه الصكوك. ينظر الاعتبار الأول إلى العقود المؤطرة للمعاملة كعقد البيع بالثمن الآجل والمراخحة والسلم والاستصناع والإجارة والمشاركة والمضاربة والوكالة، وفي هذا الإطار أحصت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية أربعة عشر نوعاً من الصكوك⁽¹⁾. يتناول الاعتبار الثاني طبيعة العلاقة بين المصدر وحملة الصكوك من حيث الأصول مصدر التصكيك، حيث قسم مجلس الخدمات المالية الإسلامية في وثيقته الإرشادية رقم (2) الصادرة عام 2005 نوعين رئيسيين من الصكوك وهي الصكوك القائمة على الأصول/الموجودات (Asset-Based Sukuk) والصكوك المبنية على الاستثمار في رؤوس الأموال (Equity-Based Sukuk)⁽²⁾.

أقرت هذه الوثيقة الإرشادية بأن الصكوك تمثل ملكية للأصول محل العقد ويتمتع حملتها بجميع الحقوق والواجبات المتعلقة بهذه الأصول^(*)، غير أنه تبين من واقع الصكوك الموجودة في السوق أن الشروط المسطرة في وثيقة مجلس الخدمات المالية الإسلامية غير متحققة في جميع الصكوك؛ بل إن أغلبية هياكلها الموجودة لا تعكس ملكية حقيقية لحملتها على هذه الأصول، وهو ما دفع بمجلس الخدمات المالية الإسلامية أن يصدر معياراً إضافياً سنة 2009 وهو المعيار السابع حول متطلبات كفاية رأس المال بالنسبة للصكوك والتصكيك والاستثمارات العقارية، ومما تناوله هذا المعيار كفاية رأس المال بالنسبة لهيكل الصكوك غير المدعومة بالأصول "Non-Asset Backed Sukuk" وتقديم إرشادات واضحة بالنسبة للأصول غير المستحقة للاندراج ضمن الصكوك المدعومة بالأصول، ولقد فرق معيار مجلس الخدمات المالية الإسلامية بين ثلاثة أنواع من هياكل الصكوك (سيتم التطرق لها بالتفصيل في الفصل الرابع). كما يتطلب وجود عنصر التصكيك البيع الحقيقي وإقصاء خطر الإفلاس عن المصدر وكذا إنقاذ الضمانات المرتبطة بعملية الإصدار⁽³⁾.

الفرع الأول: صكوك الإجارة

صكوك الإجارة من الأمور المستحدثة والحديثة على المستويين الاقتصادي والشرعي، فهي عبارة عن مصطلح مُركب من كلمتي صكوك وإجارة (lease-based securitization)^(*)، وتعد من أهم هياكل الإصدار في المالية الإسلامية⁽¹⁾.

(1) - انظر: هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار رقم 17.

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

(3) - هناك تقسيمات أخرى للصكوك ومنها وفقاً لتقسيم أول: الصكوك القائمة على المديونات والصكوك القائمة على الأصول/الموجودات والصكوك القائمة على المشاريع والصكوك المدعومة بالأصول والأصول المستندة على الأصول، Asset-Based Sukuk ; Project-Based Sukuk ; Debt-Based Sukuk ; Asset-Based Sukuk ; Sukuk ; Asset-Backed Sukuk، وتقسيم ثان: الصكوك القائمة على الأصول والصكوك المدعومة بأصول والصكوك الهجينة: Asset-Based Sukuk ; Asset-Backed Sukuk ; Hybrid Sukuk

(3) - سعيد محمد بوهراوة، أشرف وجدي دسوقي، تقويم نقدي للقضايا الشرعية المتعلقة بملكية الصكوك القائمة على الأصول، مداخلة مقدمة في إطار ندوة الصكوك الإسلامية - عرض وتقويم - المنعقدة في جامعة الملك عبد العزيز بجدة، خلال الفترة 24-26 ماي 2010، ص: 8.

أولاً: تعريفها:

- 1- " أدوات مالية للاستثمار عن طريق تملك أعيان وتأجيرها، ثم تمثيلها في أوراق مالية ونقل ملكية الأعيان المؤجرة إلى المستثمرين بحصولهم على الصكوك واستحقاقهم الأجرة بحسب حصص الملكية"⁽²⁾؛
 - 2- "مجموعة من الأوراق المالية ذات الخصائص التي تجعلها متميزة عن الأسهم وسندات القرض وغيرها من الأوراق المالية"؛
 - 3- هي " وثائق (شهادات) قابلة للتداول بيعا وشراءً، تمثل ملكية منافع أعيان مؤجرة أو ملكية منافع أعيان موصوفة في الذمة أو ملكية منافع أعمال معينة أو ملكية منافع أعمال موصوفة في الذمة"⁽³⁾؛
 - 4- "عبارة عن أوراق مالية ذات قيمة متساوية قابلة للتداول تمثل ملكية أعيان مؤجرة أو منافع أو خدمات وتتخذ من أحكام الفقه الإسلامي مرجعا رئيسيا لها"⁽⁴⁾.
- وعليه، تمثل صكوك الإجارة حصة مشاعة في ملكية أصول متاحة للاستثمار، سواء كانت أصول حقيقية أو منافع أو خدمات أو مزيج من ذلك كله وهي من أشهر أنواع الصكوك؛

ثانياً: أنواعها⁽⁵⁾:

- 1- **صكوك ملكية الأصول:** وهي أكثر أنواع الصكوك الإسلامية انتشاراً، وهي مالك موعود باستئجار أصول ما يعرض بيعها واستيفاء ثمنها من حصيلة الاكتتاب فيها وتصبح مملوكة لحملة الصكوك؛
- 2- **صكوك ملكية المنافع:** وهي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين موجودة بنفسه أو عن طريق وسيط مالي بغرض إجارة منافعها واستيفاء أجرتها من حصيلة الاكتتاب فيها وتصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك، ويمكن أن تسمى صكوك إجارة المنافع؛
- 3- **صكوك ملكية منافع الأعيان الموجودة أو (الموصوفة في الذمة):** وهي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك منفعة موجودة (مستأجر) يعرض إعادة إيجارها واستيفاء أجرتها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة مملوكة لحملة الصكوك؛
- 4- **صكوك ملكية الخدمات من طرف معين أو (من طرف موصوف في الذمة):** هي وثائق متساوية القيمة تصدر بغرض تقديم الخدمة من طرف معين واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح تلك الخدمة مملوكة لحملة الصكوك؛

ثالثاً: خصائصها: تتميز بعدة خصائص تجعل منها أداة رئيسية في السوق التمويلية الإسلامية، وتقوم هذه الخصائص على طبيعة عقد الإجارة بصورته الشرعية إلى جانب طبيعة الصك وهي⁽⁶⁾:

(*)- المصطلح يتكون في شقه الأول من كلمة صكوك وقد تم التطرق لمفهومها، أما الشق الثاني فهو كلمة الإجارة أو الإيجار أو المكاراة والتي لها عدة تعاريف، فقد وضعت المذاهب الفقهية الإسلامية تعريفا للإجارة اختلف من مذهب لآخر، إلا أنه رغم اختلافها في الصياغة ظلت متقاربة من حيث المعنى، فالإيجار في المذهب المالكي عبارة عن تملك منافع شيء مباحة مدة معلومة بعوض، وفي المذهب الشافعي الإيجار هو عقد على منفعة مقصودة معلومة مباحة قابلة للبدل والإباحة بعوض معلوم، أما المذهب الحنفي فالإيجار يعني بيع المنفعة المعلومة في مقابل عوض معلوم.

(1)- Mahmoud A.EL-Gamal, **Islamic Finance, Law, Economics, and Practice**, Cambridge University Press, UK, 2006, p:102.

(2)- محمد مختار السلامي، **الإيجار المنتهى بالتمليك وصكوك التاجير**، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد الثاني عشر، المجلد الأول، 2002، ص:338.

(3)- قطب مصطفى سانو، **صكوك الإجارة**، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، الدورة الخامسة عشرة، العدد الخامس عشر، الجزء الثاني، 2004، ص:69.

(4)- محمد بن مبارك البصمان، **صكوك الإجارة الإسلامية، دراسة قانونية مقارنة بالشرعية الإسلامية**، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2011، ص:22.

(5)- محمد مختار السلامي، مرجع سابق، ص:340.

(6)- صفية أحمد أبو بكر، **الصكوك الإسلامية**، مرجع سابق، ص:10.

- 1- العائد على صكوك الإجارة قد يكون ثابتا أو متغيرا حسب تغير مؤشر الليبور؛
- 2- مالك العقار قد يكون المَتمول نفسه أو جهة مرتبطة به؛
- 3- صكوك الإجارة قابلة للتداول لأنها تمثل ملكية في أصل حقيقي (العقار)؛
- 4- صكوك الإجارة ذات مخاطر منخفضة نسبيا، لأن عائدها (الإيجار) معروف مقدما؛
- 5- المرونة والسعة سواء على مستوى الإصدار أو على مستوى التداول: فمن حيث الإصدار يمكن للمؤجر إصدارها كما يمكن للمستأجر نفسه إصدارها، بل وحتى يمكن لطرف ثالث إصدارها بإذن من المؤجر أو من المستأجر⁽¹⁾، ويمكن للقطاع الحكومي أو الخاص إصدارها لتمويل المشروعات المختلفة⁽²⁾؛ أما مرونتها على مستوى التداول بيعا وشراء وإجارة فإن صكوك الإجارة تسعها وتمتد مرونة صكوك الإجارة إلى مستوى الأسعار، إذ أيضا تقبل الزيادة فيها كما تقبل التخفيض منها أي خضوعها لعوامل السوق؛
- 6- صلاحيتها للوسائط المالية لتمويل العديد من المشروعات ذات نفع عام أو خاص، أي صلاحيتها لتلبية حاجات تمويلية متعددة؛
- 7- إمكانية توفر بدائل وصور متعددة من صكوك الإجارة، فضلا عن ذلك خضوعها لأحكام عقد الإجارة في الشريعة الإسلامية؛
- 8- تكمن أهمية صكوك الإجارة بالنسبة للمصارف الإسلامية في إمكانية الاستعانة بها في تعبئة الموارد المالية التي تحتاج إليها، فبإمكانها أن تصدر صكوك إجارة لأعيان مقابل التمويل بالتأجير الذي تقوم به وذلك من استرداد ما قدمته من تمويل ليستستخدم في تمويل مشروعات تمويلية أخرى.

الفرع الثاني: صكوك السلم

بيع السلم هو أحد أنواع البيوع التي تطبقها المصارف الإسلامية، كما أنه واحد من أنواع العقود المستقبلية.

أولاً: تعريف السلم⁽³⁾:

- 1- لغة: "إعطاء الشيء وتسليمه"، ويستخدم السلم أيضا بمعنى "تسليف الشيء".
- 2- اصطلاحا: هو "بيع آجل بعاجل"، وهو "بيع شيء غير موجود بالذات بثمن مقبوض في الحال، على أن يوجد ويسلم للمشتري في أجل معلوم"؛

تأفيا: صكوك السلم: المصدر لصكوك السلم هو البائع لبضاعة السلم أو المؤسسة المالية التي تنوب عنه لقبض ثمن السلم عند التعاقد من حصيلتها، ويكتتب فيها المشترون لبضاعة السلم بقصد بيعها بعد قبضها بثمن أعلى وتوزيع الثمن بينهم، أو بيع البضاعة بسلم مواز^(*) من جنس بضاعة السلم ونفس مواصفاتها قبل قبض بضاعة السلم بثمن أعلى

(1) - محمد مختار السلامي، مرجع سابق، ص: 95.
 (2) - منذر قحف، سندات الإجارة والأعيان المؤجرة، المملكة العربية السعودية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، المصرف الإسلامي للتنمية، الطبعة الثانية، 2000، ص: 75.
 (3) - بن إبراهيم الغالي، أبعاد القرار التمويلي والاستثماري في البنوك الإسلامية، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2012، ص: 88.
 (*) - السلم الموازي: هو أن يعقد المسلم إليه سلما مستقلا مع طرف ثالث للحصول على سلعة مواصفاتها مطابقة للسلعة المتعاقد على تسليمها في السلم الأول ليتمكن من الوفاء بالتزامه فيه. ويكون البائع في هذه الحالة في السلم الأول مشتريا في السلم الثاني وهو جائز.

الفصل الثالث:.....عمليات التوزيع من منظور المصرف الإسلامي - عمليات الصكوك -

وقبض الثمن من المشتري عند التعاقد وتوزيعه على مالكي صكوك السلم؛ ثم تسليمه بضاعة السلم بعد قبضها أو تحصيل بضاعة أخرى من السوق وتسليمها له؛ تمثل صكوك السلم - بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك فيما أصدرت له - ملكية حصة شائعة في بضاعة السلم⁽¹⁾.

الفرع الثالث: صكوك الإستصناع

قبل التطرق لمفهوم صكوك الاستصناع، لا بد من تقديم مفهوم عام للاستصناع.

أولاً: تعريف الإستصناع:

- 1- لغة: "طلب الصنعة"، والصنعة عمل الصانع؛
- 2- اصطلاحاً: عرف الفقهاء الإستصناع بتعريفات متعددة ومنها⁽²⁾:
 - أ. الإستصناع: "عقد على مبيع في الذمة"؛
 - ب. الإستصناع: "عقد على مبيع في الذمة شرط فيه العمل"؛
 - ج. هو "اتفاق يتعهد فيه أحد الأطراف بصناعة عين غير موجودة أصلاً، وفقاً للمواصفات التي يتم تحديدها ويلتزم بها الصانع بموجب هذا الاتفاق مقابل دفع مبلغ معلوم ثمناً للعين المصنوعة"؛

ثانياً: تعريف صكوك الإستصناع:

1- "هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة، ويصبح المصنوع مملوكاً لحملة الصكوك⁽³⁾، فمصدر هذه الصكوك هو المشتري لعين يلتزم البائع بتصنيعها بمواد من عنده أو المؤسسة المالية التي تنوب عنه لاستخدام حصيلتها في تصنيع هذه العين؛ وذلك بقصد الاستفادة من الفرق بين تكلفة العين وثنم بيعها باعتباره ربحاً لمالكي الصكوك"؛

2- "هي شهادات أو وثائق أو عقود يتم إصدارها باسم المكتتب مقابل المبلغ الذي اكتتب فيه في شركة معينة وفقاً لقواعد وشروط معينة، وهي تمثل بذلك حصصاً شائعة في شركات متخصصة لممارسة نشاط الصناعة، حيث تقوم الجهات المصدرة لصكوك الاستصناع بتكوين شركات ذات قدرة وخبرة في تصنيع السلع بمختلف أنواعها من الصناعات الخفيفة والثقيلة والبرية والبحرية والجوية، كالمباني السكنية ووسائل النقل كالسيارات والطائرات والسفن والقطارات وغيرها"⁽⁴⁾.

(1) - حسين محمد سمحان وآخرون، إدارة الاستثمار في المصارف الإسلامية، مرجع سابق، ص: 204.
(2) - وائل محمد عربيات، المصارف الإسلامية والمؤسسات الاقتصادية - أساليب الاستثمار - الإستصناع - المشاركة المتناقصة (المنتهية بالتمليك) (النظرية والتطبيق)، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص: [130-132].
(3) - المعايير الشرعية، مرجع سابق، ص: 308.
(4) - موسى بلا محمود، صكوك الإستصناع من البدائل الشرعية لسندات القروض الربوية، & International Conference On Islamic Banking & Finance : Cross Border Practices & Litigations (15-16 June 2010)، ماليزيا، ص: 4.

تستخدم حصيلة الصكوك في دفع ثمن تصنيع العين في استصناع مواز بتكلفة أقل والاستفادة من فرق بين الثمنين باعتباره ربحا للمالكي الصكوك، ويوزع ثمن العين المصنعة على حملة صكوك الإستصناع بعد قبضه، وقد توزع أقساط الثمن عند قبضها⁽¹⁾.

يمكن تسليم حصيلة الصكوك إلى الصانع دفعة واحدة أو أقساطا بحسب مراحل تصنيع السلعة وفق بيانات يوفرها خبير بالصناعة بحسب مراحل سير الصناعة؛

الفرع الرابع: صكوك المراجعة

المراجعة هي إحدى صور بيع الأمانة المعروفة في الشريعة الإسلامية، وهي واحدة من أكثر أساليب التمويل شيوعا بين المصارف الإسلامية.

أولاً: تعريفها: يقصد بها "اتفاق يبيع بموجبه المصرف الإسلامي للعميل أصلا من نوع معين في حوزته بسعر التكلفة (سعر الشراء مضافا إليه التكاليف المباشرة الأخرى) إضافة إلى هامش ربح"⁽²⁾؛

ثانياً: تعريف صكوك المراجعة: "وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المراجعة، وتصبح سلعة المراجعة مملوكة لحملة الصكوك"⁽³⁾.

المصدر لهذه الصكوك هو المؤسسة الوسيطة التي تقوم باستخدام حصيلة الاكتتاب فيها لشراء سلعة مراجعة، ثم يبيعها في الأسواق والعائد على الصكوك يتمثل في الفارق بين سعر شراء السلعة وبيعها في الأسواق، فقد يربح حملة الصكوك إذا كان الفارق موجبا، ويخسرون إذا كان العائد سالبا؛ ويملك حملة الصكوك سلعة المراجعة ويستحقون ثمن بيعها ويمتلكونها بعُمرها وعُثمها^(*).

الفرع الخامس: صكوك المشاركة

تعد صيغة التمويل بالمشاركة من صيغ التمويل الطويلة الأجل، وهي من البدائل الإسلامية لفكرة التمويل الربوي.

أولاً: تعريف المشاركة: "عقد بمقتضاه يقوم المصرف الإسلامي بتقديم أموال تضاف إلى أموال العميل في صورة مشاركة في رأس المال، ويتحمل كل طرف أية خسارة كل بقدر نسبة مشاركته في رأس المال، والأرباح تتوزع على الطرفين بنسبة مشاركة كل منهما في رأس المال، بعد أن يتم دفع النسبة المتفق عليها من الربح إن وجدت لأي من الطرفين مقابل الخدمات الإدارية"⁽⁴⁾؛

(1) - Mohammed Obaidullah, **Islamic Financial Services**, scientific Publishing Centre, king Abdulaziz university, Jeddah, 2005, p : 166.

(2) - شهاب أحمد سعيد العززي، **إدارة المصارف الإسلامية**، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2012، ص: 29.

(3) - المعايير الشرعية، مرجع سابق، ص: 289.

(*) - سامي حمود: مدير عام مركز البركة للبحوث والاستشارات المالية الإسلامية (عمان، الأردن). وهو من طرح فكرة صكوك المراجعة لأول مرة، وذلك في ندوة البركة الثانية التي عقدت في تونس سنة 1984 وقال: "...وقد كان بيع المراجعة من أبرز الأمثلة المختارة لبيع الحصص الاستثمارية باعتبار أن بيع المراجعة بعد أن يتم يمكن فيه تماما معرفة الربح وموعد تحققه ونسبة ما يستحق من الزمن، وما يتبقى لما هو باق من الأيام، وإذا كانت الديون بحد ذاتها لا تباع إلا مثلا بمثل، فإن هذه الديون إذا كانت جزءاً من موجودات مختلطة مع النقود والأعيان، فإنها تصبح قابلة للبيع".

(4) - عبد القادر قائد سعيد المجيدي، **مسؤولية المصارف الإسلامية عن خدماتها المصرفية وأعمالها الاستثمارية**، دار الفكر والقانون، المنصورة، 2013، ص: 286.

ثانياً: تعريف صكوك المشاركة: "وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك مشروع قائم يرغب في تطويره بحصيلة هذه الصكوك أو يرغب في استثمارها في إقامة مشروع جديد على أساس عقد المشاركة الشرعية، أو تصدرها مؤسسة مالية وسيطة بالنيابة عنه، ويكتتب الراغبون في المشاركة في هذا المشروع في هذه الصكوك باعتبارهم مشاركين فيه".
تعد حصيلة الصكوك وحدها أو مع موجودات مالك المشروع القائم رأس مال المشروع، وتحدد نشرة إصدار صكوك المشاركة، وطريقة إدارة المشروع وأرباحه المتوقعة وطريقة توزيعها، أما الخسارة في المشاركة فهي على قدر حصص الشركاء⁽¹⁾.
تعد الإدارة في صكوك المشاركة حقاً لكل شريك، غير أنه يجوز أن تتضمن نشرة الإصدار تعيين أحد الشركاء لتولي الإدارة⁽²⁾، وتدار الصكوك على أساس الشركة أو على أساس المضاربة أو على أساس الوكالة بالاستثمار.

الفرع السادس: صكوك المضاربة

تعد المضاربة كما المشاركة من صيغ التمويل طويلة الأجل، ويعتمد أداء صكوك المضاربة على الأوضاع الاقتصادية وأداء الشركات التي تصدرها^(*).

أولاً: تعريف المضاربة لغة واصطلاحاً⁽³⁾:

1- لغة: المقارضة والقراض مصطلحان فقهيان لمسمى واحد وهو المضاربة، فالمضاربة لغة أهل العراق، فيما يسميها أهل الحجاز قراضاً، وأصل القراض لغة من القرض وهو "القطع"، يقال قرض الشيء أي "قطعه" وقرض المكان: أي "تركه"؛

2- تعريف المضاربة اصطلاحاً: "يقوم عقد المضاربة على اتفاق بين طرفين، يقدم الطرف الأول بموجبه مالا ويقدم الطرف الثاني ويسمى العامل العمل والشركة في الربح حسب الاتفاق".

المضاربة إجارة بالمعنى العام لوجود مال مقابل عمل وهناك شركة كذلك في المضاربة، شركة في الربح وشركة في تكوين رأس مال الشركة بالمعنى العام، فرأس المال هنا "مال وعمل"⁽⁴⁾؛

ثانياً: تعريف سند المقارضة أو صكوك المضاربة:

1- سندات المقارضة تسمية لمسمى تعددت تسمياته، فمنهم من سماها أسهم المضاربة أو سندات القراض، والمضمون العام واحد وإن اختلفت التفاصيل، يقوم الإطار العام لهذه الصيغة الاستثمارية على تجميع المدخرات والأموال اللازمة لتوظيفها في مشروع أو مشروعات معينة مستمدة أحكامها من عقد المضاربة في الفقه الإسلامي⁽¹⁾؛

(1) - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار الشرعي رقم 10، 2003، ص: 7.
(2) - في هذه الطريقة لا يخصص للمدير حصة من الربح منفصلة نظير عمله، بل إما أن يتولى الإدارة بصفته أحد الشركاء أو المخول بهذه المهمة عنهم، إما بنسبة ربح متناسبة مع حصته في رأس المال وإما بحصة زائدة بناءً على جواز تفاوت الربح عن حصة التمويل. للمزيد راجع: عبد الستار أبو غدة، **بحوث في المعاملات والأساليب المصرفية الإسلامية**، مجموعة دلة البركة، ج2، ص: 85.
(3) - فكرة صكوك المضاربة كانت اللبنة الأولى في مسيرة بناء الصكوك، وقد طرحت في وقت مبكر بالمقارنة مع الأنواع الأخرى من الصكوك الاستثمارية الإسلامية، فقد طرحت الفكرة لأول مرة في المملكة الأردنية الهاشمية وذلك في عام 1977 بتقديم سامي حمود دراسة في هذا الصدد إلى لجنة الفتوى الأردنية لدراساتها، وكان الهدف من طرح هذه الصكوك إعمار أراضي الأوقاف التابعة لوزارة الأوقاف والشؤون والمقدسات الإسلامية الأردنية.
(4) - عمر مصطفى جبر إسماعيل، **سندات المقارضة وأحكامها في الفقه الإسلامي دراسة مقارنة تطبيقية**، عملن، دار النفائس، 2006، ص ص: 57-58.
(4) - المرجع السابق، ص: 60.

الفصل الثالث: عمليات التمويل من منظور المصرف الإسلامي - عمليات الصكوك -

2- المقارضة مأخوذة من القراض وهو العقد المعروف بالمضاربة، والتي تقوم على أساس أن يكون المال من شخص والعمل من شخص آخر على أن يكون الربح بينهما بحسب الاتفاق أو الخسارة على صاحب رأس المال، وسميت بالقراض لأن صاحب المال يقتطع جزءاً من ماله ويجعل حق التصرف فيه للعامل؛ والعامل يقتطع جزءاً من الربح ويعطيه لصاحب المال⁽²⁾؛

3- هي "الوثائق الموحدة القيمة والصادرة بأسماء من يكتبون فيها، مقابل دفع القيمة المحررة فيها وذلك على أساس المشاركة في نتائج الأرباح أو الإيرادات المتحققة من المشروع المستثمر فيه، بحسب النسب المعلنة على الشئوع مع مراعاة التصفية التدريجية المنتظمة لرأس المال المكتتب به؛ عن طريق تخصيص الحصة المتبقية من الأرباح الصافية لإطفاء قيمة السندات جزئياً حتى السداد التام"⁽³⁾؛

ثالثاً: نوع صكوك المضاربة على العناصر التالية⁽⁴⁾:

1- تمثل حصصاً شائعة في رأس مال المضاربة متساوية القيمة، فحامل الصك يعتبر مالكا لحصة شائعة في المشروع وله جميع الحقوق والتصرفات المقررة شرعاً للمالك في ملكه من بيع وهبة ورهن وإرث وغير ذلك، ويسجل الصك باسمه ويشترك في الأرباح؛

2- يقوم عقد المضاربة على أساس من الإيجاب والقبول والشروط التي تحددها نشرة الإصدار، يعبر عن الإيجاب بالاككتاب في هذه الصكوك، والقبول تعبر عنه موافقة الجهة المصدرة، ولا بد أن تشمل نشرة الإصدار على جميع المعلومات المطلوبة شرعاً من معلومية رأس المال وتوزيع الأرباح بحيث تتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية؛

3- قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية؛

4- تخصص نسبة من الأرباح للإطفاء التدريجي لأصل قيمة الصك الأصلية، وبهذا يسترد صاحبه مقدار ما دفعه أولاً بأول وينال من خلال هذه الفترة ربحاً معقولاً، وبنهاية المدة المقررة للإطفاء ينتهي صاحب المشروع إلى امتلاكه ودخله بصفة كاملة؛

5- يقوم طرف ثالث كالدولة بضمان رأس المال للمكتتبين بحيث لا يتعرضون للخسارة، وتعاد لهم أموالهم كاملة غير منقوصة بصرف النظر عن ربح المشروع أو خسارته، وذلك تشجيعاً للاكتتاب في هذا النوع من الصكوك؛

خامساً: **الأوراق التمويلية القائمة على المضاربة:** من بين الأدوات التمويلية المطبقة القائمة على المضاربة ما يلي^(*):

(1)- Angelo M. Venardos, **Islamic Banking & Finance In South-East Asia, Its Development & Future**, World Scientific Publishing, USA, 2005, p:85.

(2)- محمد عثمان شبير، **المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي**، دار النفائس، عمان، الطبعة السادسة، 2007، ص:227.

(3)-Angelo M. Venardos, op.cit., p : 85.

(4)- محمد عثمان شبير، مرجع سابق، ص:228-229.

(*) - هناك فرق بين الأدوات المالية والأدوات التمويلية، فالأولى تمثل ديوناً من بداية التعامل كسندات القرض وغيرها من الأوراق المالية والتجارية، في حين أن الأخيرة تمثل حصة مشاركة بالمفهوم الإسلامي وبالتالي فلا توصف لذاتها، بل بحسب ما تمثله.

1- شهادات ودائع استثمارية: وهي على نوعين، شهادات ودائع استثمارية مطلقة أي أنها غير مخصصة لمشروع بعينه وشهادات الودائع الاستثمارية المقيدة (المخصصة لمشروع معين)، ومدة الاستثمار هنا غير محددة وللمستثمر (المشتري) حق التصرف بالشهادة خلالها كما يريد، بيعاً أو شراءً أو هبةً... الخ؛

2- شهادات الاستثمار: وهي عبارة عن المستندات التي تمثل نصيباً في ملكية المحفظة - التي هي مجموع الاكتتابات - التي يصدرها المصرف الإسلامي للتنمية، وتسجل في سجل الشهادات بأسماء مالكيها، وهذه الشهادات نوعان: أ. شهادات الإصدار الأساسي: وهي مجموع الشهادات الصادرة عند تأسيس المحفظة، وتنحصر ملكيتها في المصرف المصدر والمصارف والمؤسسات الإسلامية الأخرى الراغبة؛

ب. شهادات الإصدار اللاحقة: وهي مجموع الشهادات الصادرة بعد تأسيس المحفظة، وتطرح للاكتتاب العام في أسواق الأوراق المالية لدى الدول التي تسمح أنظمتها بذلك⁽¹⁾.

يجوز تداول هذه الشهادات بنقل الملكية وتقييد الاسم الجديد في سجلات المصرف، وتوقيع البائع والمشتري على ذلك، وتتمتع هذه الشهادات بخاصية التسجيل الذي يتم بأحد الشكلين، الأول تعهد المصرف الإسلامي للتنمية شراء ما تعرضه المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية للبيع - عند كل إعلان للأسعار-، والثاني بيع الشهادات إلى مؤسسة مصرفية إسلامية تعد بتشغيل المحفظة فعلياً، ويتحدد سعر بيع الشهادات وشرائها بعد تشغيل المحفظة على ضوء مركزها المالي وفقاً لظروف العرض والطلب الجارية في السوق، أما قبل تشغيل المحفظة فإن سعري البيع والشراء هو نفسه القيمة الاسمية للشهادات؛

3- صكوك المضاربة والقروض الإسلامية: وهي وثائق قابلة للتداول تصدر عن الشركة الإسلامية للاستثمار الخليجي لتطبيق عقد المضاربة.

الفرع السابع: صكوك المزارعة والمغارة والمساقاة

سيتم التطرق لتعريف كل من صكوك المزارعة والمغارة والمساقاة.

أولاً تعريف صكوك المزارعة: "هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تمويل مشروع على أساس المزارعة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في المحصول وفق ما حدده العقد"⁽²⁾.

المصدر لصكوك المزارعة هو مالك أرض يرغب في تمويل زراعتها على أساس عقد المزارعة، واقتسام المحصول بين مالك الأرض ومن يقوم بزراعتها بأمواله حسب الاتفاق، ويعد المكتتبون في هذه الصكوك مزارعين لهذه الأرض بأموالهم ومن ذلك الشركات المتخصصة في زراعة الأراضي.

تحدد نشرة إصدار صكوك المزارعة نوع ومواصفات ومساحة الأرض ونوع المحاصيل المطلوب زراعتها، وتكلفة الزراعة من آلات ومعدات وبذور وأجور المهندسين والعمال والمحصول المتوقع لهذه الأرض وطريقة تقسيمه بين مالك الأرض والمزارع ومدة الزراعة.

(1)- فؤاد الفسفوس، المصارف الإسلامية، دار كنوز المعرفة العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص:174.

(2)- المعايير الشرعية، مرجع سابق، ص:354.

الفصل الثالث: عمليات التوريق من المنظور المصرفي الإسلامي - عمليات الصكوك -

تمثل هذه الصكوك بعد قفل باب الاكتتاب وبداية الاستثمار والصرف على المحاصيل، حصصاً شائعة في موجودات المزارعة والمحاصيل منذ خروجها وحتى صلاحها وجنيها وقسمتها أو بيعها وقسمة ثمنها بين مالك الأرض وحملة صكوك المزارعة⁽¹⁾؛

ثانياً: تعريف صكوك المساقاة: "هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في سقي أشجار مثمرة والإنفاق عليها ورعايتها على أساس عقد المساقاة، ويصبح لحملة الصكوك حصة من المحصول وفق ما حدده العقد"⁽²⁾. مصدر هذه الصكوك هم مالكو المزارع المزروعة بأشجار كالنخل والزيتون والعنب، لاستخدام حصيلتها في الصرف على الزراعة ورعايتها وتعهدها بالري وتهيئة شبكات المياه والصرف والتسميد والتقليم ومعالجة الآفات الزراعية، ثم جني المحصول وبيعه أو تخزينه وتسويقه.

يقوم المكتتبون في هذه الصكوك بدور المُسَاقِي، حيث تمول حصيلة الصكوك هذه الأنشطة ويستحق حاملوها الحصة المتفق عليها من المحصول، وتمثل صكوك المساقاة بعد قفل باب الاكتتاب وبدء الاستثمار واستخدام حصيلتها حصة شائعة في موجودات المساقاة من الآلات والمعدات اللازمة لرعاية المزرعة والمدخلات الزراعية كالأسمدة والمبيدات، وكذلك ما تنتجه المزرعة من محاصيل منذ ظهورها حتى جنيها⁽³⁾؛

ثالثاً: تعريف صكوك المغارسة: "هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في غرس أشجار وفيما يتطلبه هذا الغرس من أعمال ونفقات على أساس عقد المغارسة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الأرض والغرس"⁽⁴⁾.

مصدر هذه الصكوك هو مالك الأرض، سواء أكان حكومة أو شركة أو فرداً، لاستخدام حصيلتها في تسوية الأرض وإعدادها لزراعة الأشجار وشراء الشتلات، ثم غرس هذه الأرض بأشجار تدر ثماراً على أساس عقد المغارسة الشرعية واقتسام المساحات المغروسة بينه وبين المكتتبين في صكوك المغارسة حسب الاتفاق.

يعد المكتتبون في هذه الصكوك مغارسين ويستحقون حصة في الأرض المغروسة بالشجر بعد إثماره حسب الاتفاق، وتحدد نشرة إصدار الصكوك مساحة الأرض وأوصافها ونوعية التربة والأشجار المطلوب غرسها ومدة المغارسة والعوائد المتوقعة منها وطريقة تقسيم المساحات المزروعة أو حصيلة المزرعة من ثمار.

يمثل صك المغارسة بعد قفل باب الاكتتاب وبدء عملية الاستثمار في إعداد الأرض وغرس الأشجار حصة شائعة في موجودات المغارسة، وهي أعيان تتمثل في معدات التسوية وآلات الحفر وشبكات الري والصرف والشتلات نفسها، فالصك يمثل حصة في ملكية المشروع بكل عناصره⁽⁵⁾.

الفصل الثامن: صكوك الوكالة بالاستثمار

أولاً: تعريف الوكالة بالاستثمار: الوكالة بالاستثمار هي "إنابة الشخص غيره لتنمية ماله بأجرة أو بغير أجرة، الوكالة بالاستثمار مباحة بالضوابط الشرعية"⁽¹⁾؛

(1) - حسان حامد حسين، مرجع سابق، ص: 8.

(2) - المعايير الشرعية، مرجع سابق، ص: 290.

(3) - حسان حامد حسين، مرجع سابق، ص: 49.

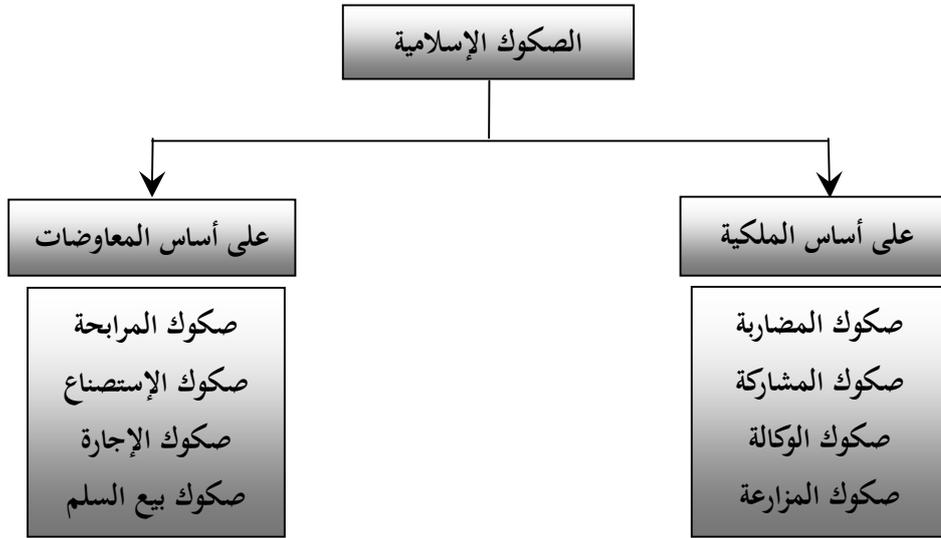
(4) - المعايير الشرعية، مرجع سابق، ص: 290.

(5) - حسان حامد حسين، مرجع سابق، ص: 49.

ثانياً: **أركانها ومروطها**: الصيغة والمحل والطرفان (المؤكل والوكيل)، كما يجوز تعليق الوكالة وإضافتها للمستقبل واقتراها بالشروط المقبولة شرعاً، كما يجوز أن تكون الوكالة بالاستثمار مقيدة بنوع من الاستثمار أو بمكان معين أو بقيود أخرى ويجوز أن تكون مطلقة وتتقيد بالعرف وبما فيه المصلحة للمؤكل؛ كما لا يجوز في الوكالة المقيدة أن ينفرد أحد طرفيها بتعديل قيود الوكالة⁽²⁾؛

ثالثاً: **تعريف صكوك الوكالات بالاستثمار**: هي "وثائق يصدرها فرد أو شركة بقصد استثمار حصيلتها في مشروع معين أو نشاط خاص بصفته وكيلاً بأجر مقطوع أو بنسبة من رأس المال المستثمر، ويكتتب المؤكلون في هذه الصكوك بقصد الاستثمار فيها والحصول على الربح، وتحدد نشرة إصدار هذه الصكوك طبيعة النشاط ونوع المشروع الذي تستثمر فيه حصيلة الصكوك ومدة الاستثمار وحدود سلطات الوكيل والأجرة التي يستحقها⁽³⁾.
يوضح الشكل الموالي تقسيمات الصكوك وفقاً لمعاري الملكية والمعاوضات^(*).

الشكل رقم (3-3): تقسيم الصكوك الإسلامية



المصدر: صافية أحمد أبو بكر، **الصكوك الإسلامية**، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، 31 ماي-3 جوان 2009، ص:13.

المطلب الثالث: ملامح تطور الصكوك الإسلامية ومخبراتها

شهدت السنوات الأخيرة تطورات سريعة ومتلاحقة في مجال تقديم الخدمات والأنشطة المصرفية والمالية الإسلامية، وتزايدت أهمية الصكوك الإسلامية بالنظر لمعدلات النمو المتسارعة التي حققتها ومساهمتها في تطوير الأسواق المالية المحلية

(1) - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، **المعيار الشرعي رقم 46**، الصادر في 29 ماي 2011، ص:56.

(2) - المرجع السابق، ص:57.

(3) - المعايير الشرعية، مرجع سابق، ص:290.

(*) - هناك تقسيمات أخرى للصكوك وفقاً لمعايير أخرى: يمكن أن تقسم من حيث **مدتها** إلى: صكوك استثمار مؤقتة بفترة زمنية محددة ومنها صكوك الاستثمار المستردة بالتدريج وصكوك الاستثمار المستردة خلال زمن محدود وصكوك المشاركة المتناقصة أو المنتهية بالتمليك والتي لها عدة صور وصكوك المشاركة في العائد وصكوك الإجارة المنتهية بالتمليك؛ أما من حيث **استثمار حصيلتها**: صكوك استثمار مخصصة لتمويل مشروع معين وصكوك استثمار مخصصة لتمويل نشاط خاص وصكوك استثمار غير مخصصة بمشروع معين ولا نشاط خاص.

الفصل الثالث:.....عمليات التمويل من منظور المصرف الإسلامي - عمليات الصكوك -

والعالمية من خلال إيجاد أوراق مالية إسلامية⁽¹⁾، ومع اتساع تداولها وتجاوبها مع احتياجات السوق (المدخرين والمستثمرين والدولة) يقل الاعتماد على آلية الديون بفوائد⁽²⁾.

من المهم من الناحية الشرعية أن يتم تحديد المقاصد الشرعية من وراء إصدار الأدوات المالية بصفة عامة والصكوك بصفة خاصة، كأن تساعد الأداة المالية على جمع الأموال من أصحابها واستثمارها من قبل المتخصصين بأقل التكاليف الممكنة وبأسهل الطرق المتاحة وأن تهيئ لأصحاب الأموال فرصا لتوظيف أموالهم تحقق ارتفاع درجة الأمان إلى أقصى حد ممكن وانخفاض المخاطر إلى أدنى حد ممكن وارتفاع العائد من التوظيف وإمكانية تسهيل المال واسترداده دون تأخير وهذا ما يوصف بالسيولة؛ وأن توازن بين مصالح أصحاب الأموال ومصالح المستثمرين⁽³⁾.

لقد كانت الفكرة الأساسية من وراء إصدار الصكوك الإسلامية، أن يشارك حملة الصكوك في ربح المشاريع الكبيرة أو الدخل الناتج منها ولو أصدرت الصكوك على هذا الأساس لأدت دورا كبيرا في تنمية العمل المصرفي الإسلامي، وساهمت مساهمة كبيرة في الوصول إلى المقاصد النبيلة التي تهدف إليها الشريعة الإسلامية⁽⁴⁾.

الفرع الأول: متطلبات تطوير الصكوك

لا يمكن تطوير وتحديث وابتكار الأدوات المالية الإسلامية بدون توفر المكونات الأخرى الضرورية وتمثل في⁽⁵⁾:

أولاً: التوثيق والإفصاح للمعلومات والرقابة: وذلك لضمان الالتزام بالضوابط الشرعية في المعاملات التي تؤسس على علاقات صحيحة ومعلومة وحماية للمدخر وترشيدا للاستثمار؛

ثانياً: توفر سوق الأوراق المالية الكفوء: تتميز بالعمق والاتساع حتى تجد الصكوك مجالا للتسييل، ودور سوق الأوراق المالية حيوي في توسيع قاعدة المتعاملين في الأدوات المالية، وبدون توفر هذه السوق وتمتع الصكوك بالتداول، فإن الاستفادة منها ستظل محدودة ولا يقتصر الأمر عليها فقط، بل إن عدم توفر هذه السوق يؤثر سلبا على أداء المصارف الإسلامية في مجموعها؛

ثالثاً: مراكز معلومات: يعد توفر معلومات عن الفرص الاستثمارية وربحياتها والمستثمرين وأوضاع الشركات والسوق والأسعار والمنافسة وتحليلها وتصنيفها وتقديمها إلى متخذي القرار أمرا ضروريا، حيث تصدر القرارات المالية على أساس معلومات صحيحة وهي عملية ضرورية لترشيد القرار ورفع الكفاءة، وتبدو الحاجة إلى المعلومات أكثر ضرورة في نشاط المصارف الإسلامية لأنها تقدم تمويلا وتقوم باستثمارات في القطاع الحقيقي؛

رابعاً: توفر خبرات فنية في الاستثمار: يتوجه التمويل الإسلامي إلى فرص استثمارية يتوقع لها توليد قيمة مضافة أعلى وتتيح تحقيق عوائد للتوزيع، وتحتاج المصارف الإسلامية إلى توفير خبرات وإطارات فنية متخصصة على مستوى عالٍ من المهارة والكفاءة في دراسة الجدوى وتقييم المشروعات وتحديد فرص الاستثمار... الخ؛

(1)- عبد القوي ردمان محمد عثمان، الصكوك الإسلامية وإدارة السيولة، ورقة بحث مقدمة في إطار المؤتمر الرابع للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، دمشق، جوان 2009، ص ص: 7-8.

(2)- عبد الملك منصور، مرجع سابق، ص: 29.

(3)- معبد علي الجارحي، عبد العظيم جلال أبو زيد، أسواق الصكوك الإسلامية وكيفية الارتقاء بها، مرجع سابق، ص: 10.

(4)- محمد تقي العثماني، الصكوك كأداة لإدارة السيولة، ورقة مقدمة في إطار الدورة العشرية للمجمع الفقهي الإسلامي المنعقدة في مكة المكرمة في الفترة من 25-29 ديسمبر 2010، ص: 6.

(5)- المرجع السابق، ص: [31-34]

خامساً: **تصنيف الشركات**: توجه الموارد المالية التي يتم حشدها باستخدام الصكوك إلى توفير الاحتياجات التمويلية للشركات، ولذلك من المهم أن يكون هناك تصنيفاً لهذه الشركات يوفر جدارة تقدم التمويل لها، والذي ينبغي أن يكون قائماً على معايير تنطلق من قواعد النظام المالي الإسلامي؛ أي لا يكون الحاكم فيها هو الملاءة الائتمانية بل الجدارة الاقتصادية بالإضافة إلى الجدارة الأخلاقية.

الفرع الثاني: محركات تطور الصكوك الإسلامية

رغم التطور الذي تشهده الصناعة المالية الإسلامية وتزايد الطلب محلياً ودولياً على تداول الصكوك الإسلامية، إلا أنه هناك مجموعة من التحديات التي تواجه تطويرها ومنها⁽¹⁾:

أولاً الاختلافات الشرعية: مما أدى إلى تراجع الإقبال عليها وتحقيق خسائر أو انخفاض في الأرباح؛

ثانياً: غياب الإطار التشريعي والتنظيمي: ينظم عمل هذه الإصدارات ويوحدها وخاصة بالنسبة للاختلافات الشرعية التي تظهر من فترة إلى أخرى حول شرعية بعض الصكوك الإسلامية؛

ثالثاً: التصنيف الائتماني ورقابة المؤسسات المالية الدولية: لا بد قبل إصدار الصكوك الإسلامية من تصنيفها ائتمانياً من قبل وكالات تصنيف دولية، وكذلك مشورة صندوق النقد الدولي وغيره من المؤسسات المالية الدولية وفي ذلك تكلفة كبيرة على حملة الصكوك والتي قد تخفض من العوائد المتوقعة؛

رابعاً: نقص الشفافية في بعض الإصدارات: وهو ما استدعى ضرورة الحصول على تصنيف ائتماني من وكالات تصنيف عالمية، وذلك تقليلاً لمخاطر ومخاوف الاكتتاب في بعض الإصدارات؛

خامساً: نقص الموارد البشرية المؤهلة والمدربة في مجال التعامل بالأدوات المالية الإسلامية، ومما لا شك فيه إن ضعف العاملين سيفرض تهديداً من حيث المخاطر التشغيلية.

المطلب الرابع: دور الصكوك على مستوى المصارف الإسلامية والسوق المالية والاقتصاد القومي

يمكن إبراز دور الصكوك الإسلامية من خلال تعبئة المدخرات وسهولة تدفق الأموال للاستثمارات وتطوير تشكيلة الأدوات المالية الإسلامية بالإضافة إلى توسيع قاعدة سوق الأوراق المالية، ويمكن توضيح درها على مستوى كلا من المصارف الإسلامية والسوق المالية والاقتصاد القومي.

(1) - نوال بن عمارة، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية، تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية - البحرين، مجلة الباحث، عدد 2011/09، ص: 258.

الفرع الأول: دور التصكيك في دعم تطور الصناعة المصرفية الإسلامية

تعتبر عملية التصكيك أداة محورية في دعم نشاط المصارف الإسلامية، حيث يمكن من خلالها تطوير هيكل مواردها واستخداماتها وكذا تفعيل دورها الاستثماري والتمويلي وتخفيف حدة المخاطر، إلى جانب الحد من مشكلة السيولة.

أولاً: دور التصكيك في حل مشكلة السيولة بالمصارف الإسلامية: لقد كان التحدي الأساسي لهاته المصارف، هو كيفية إجراء مختلف عمليات الوساطة المالية دون اللجوء لآلية سعر الفائدة، لذلك بدأت حركة واسعة من الاجتهاد المالي لاستنباط أدوات مالية إسلامية تخدم أغراض إدارة السيولة لهذه المؤسسات بجانب الاستجابة لاحتياجات العملاء المتزايدة من المنتجات والخدمات المصرفية والمالية الملائمة⁽¹⁾.

واستجابة لذلك تم تطوير الأدوات الإسلامية المستندة على عمليات أسواق رأس المال، فكانت الصكوك مختلفة الآجال وذلك على خلفية انتشار فكرة الأسواق المالية في مختلف الأقطار الإسلامية⁽²⁾، وتزامنا مع هذه الظروف ظهرت عمليات التصكيك كإحدى أهم الابتكارات التي جاءت بها الصناعة المصرفية الإسلامية، إذ مكنت المصارف والمؤسسات المالية من تسهيل الأصول غير السائلة في ميزانياتها وتحويلها إلى أصول قابلة للتداول في الأسواق المالية، واستخدام السيولة المتوفرة في إعادة الاستثمار وزيادة حجم عملياتها وأنشطتها دون الحاجة إلى زيادة رأس المال أو زيادة حجم الودائع.

أعطت عملية التصكيك للمصارف الإسلامية المجال لإدارة سيولتها بكفاءة عالية وذلك نتيجة لما يلي:

- 1- تنوع الأدوات الاستثمارية المتاحة للاستثمار؛
- 2- التنوع بالآجال والأدوات المتاحة للاستثمار؛
- 3- تجنب عدم التوافق بين استحقاق الموجودات والمطلوبات؛
- 4- يساعد على استغلال السيولة الفائضة وبالتالي المنافسة في الأسواق المالية المحلية والدولية؛
- 5- يساعد وجود أدوات التصكيك وتنوعها وتعدد آجالها في تعميق وتطوير السوق الثانوية اللازمة لتداول الأدوات المالية في الدول الإسلامية.

يتطلب نجاح إدارة السيولة في المصارف الإسلامية توفير أدوات مالية ذات فعالية عالية تجمع بين الربحية والتنوع والاستجابة لمختلف آجال الاستحقاق، وإدراكا بأهمية هندسة أدوات مالية إسلامية لإدارة السيولة لا سيما بين المصارف الإسلامية⁽³⁾، سعت الكثير من الدول من خلال مؤسساتها المالية لتأسيس أسواق مالية وابتكار أدوات لإدارة هذه السيولة*.

ثانياً: دور التصكيك في إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية: يتم ذلك عن طريق:

(1) - عبد القادر زيتوني، التصكيك الإسلامي ركب المصرفية الإسلامية في ظل الأزمة العالمية، ورقة مقدمة في إطار المؤتمر العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، عمان، أيام 1-2 ديسمبر 2010، ص:5.

(2) - المرجع نفسه.

(3) - أكرم لال الدين، سعيد بوهراوة، إدارة السيولة في المصارف الإسلامية - دراسة تحليلية نقدية، الدورة العشرون للمجمع الفقهي الإسلامي، المنعقدة في مكة المكرمة في الفترة 25-29 ديسمبر 2010، ص:12.

(*) - كانت خطوة ماليزيا على سبيل المثال لإيجاد سوق لإدارة السيولة فيما المصارف الإسلامية، حيث أنشأت هذه السوق عام 1994، كذلك بادرت مملكة البحرين سنة 2002 إلى تأسيس مركز إدارة السيولة من خلال تمويل قصير ومتوسط الأجل، واتسمت التجربة الماليزية بالتنوع حيث حاولت أسلمة الأدوات التقليدية لإدارة السيولة من خلال استبدال مبنى العقد المتمثل في الفائدة الربوية بموجودات ومنافع مشروعة يبني عليها العقد، أو من خلال إصدار الصكوك التي تعد أبرز أدوات إدارة هذه السيولة ولم تخل الأدوات المالية النقدية الإسلامية من نقد لا سيما الأدوات التي بنيت على العينة أو بيع الدين.

1- **إدارة مخاطر الائتماء:** تمكن الإدارة الجيدة لعمليات التصكيك المصارف من حسن إدارة مخاطر الائتمان من خلال تخفيض مستوى التركيز الائتماني عن طريق تجميع حجم كبير من الموارد المالية لإعادة استثمارها في عمليات جديدة وتنويع عملياتها، ووجود جهات تعزز الضمان للائتمان للأوراق المالية المصدرة⁽¹⁾.

يمكن للمصارف الإسلامية وفقا للصكوك توفير فرصة الاختيار السليم للأغراض والمجالات والمشروعات التي تخصص لها حصيلة مواردها، فالموازنة بين الأصول والخصوم مطلوبة في المصارف الإسلامية بدرجة أعلى من المصارف التقليدية، لأن جزءاً كبيراً من استثماراتها في أصول غير قابلة للتسييل في الأجل القصير كمديونيات المراجحات والمساهمات المباشرة والمضاربات والمشاركات⁽²⁾؛

2- **إدارة مخاطر أسعار الصرف:** يساعد توفر الأدوات الاستثمارية وتنوعها من حيث العملات والأصول الاستثمارية المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية في إدارة مخاطر أسعار الصرف وغيرها؛ يعطي تعامل المصارف الإسلامية بالصكوك إصداراً وتداولاً، مرونة في تعديل هيكل الموارد وتركيبه المحفظة الاستثمارية أي استخدامها في إدارة الأصول والخصوم من خلال تحقيق عوائد وتوظيف فوائض السيولة أو الحصول عليها في بعض الفترات أو تخفيض المخاطر عبر إعادة ترتيب هيكل الموارد والاستخدامات... الخ؛

3- **تحسين نسبة كفاية رأس المال:** يؤدي إخراج بعض أصول المصرف ذات المخاطر العالية من الميزانية إلى انخفاض الأصول المرجحة بالمخاطر، ومن ثم ارتفاع نسبة كفاية رأس المال؛

4- **تقليل التكلفة على التمويل:** تمكن عملية التصكيك المصارف من الحصول على التمويل بتكاليف منخفضة، ويعود ذلك إلى ارتفاع مستوى التصنيف الائتماني للإصدارات، الأمر الذي يؤدي إلى تحسين العائد على الإصدارات من الصكوك؛

5- **تقليل التكلفة الوكيل:** لا توجد في آليات التصكيك مشكلة الوكيل نظراً لعزل أصول المحفظة عن أصول المصرف، ويقتصر دور الإدارة على متابعة المحفظة فقط؛

6- **الإفصاح ونشر المعلومات:** تتيح آلية التصكيك مزيداً من المعلومات وتماثلاً كبيراً في الأدوات المُصنَّكة، كما أنها تتيح توفير المعلومات حول التدفقات النقدية وهو ما يساعد على الرفع من مستواها الائتماني بما يحسن مستوى الإيراد للصكوك؛

7- **التوزيع في مصادر الدخل والتطور التقني.**

ثالثاً: دور التصكيك في تفعيل الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية

يعد النشاط الاستثماري في المصارف الإسلامية بمثابة البديل الشرعي للتعامل الربوي في مجال التمويل في المصارف التقليدية ويجد هذا النشاط اهتماماً كبيراً من قبل الإدارة تخطيطاً وتنفيذاً ومتابعة، بحيث يتماشى مع مقتضيات ومبادئ

(1)- للتوسع أكثر في موضوع معالجة التعزيز الائتماني في عملية التصكيك انظر: مجلس الخدمات المالية الإسلامية، مسودة مشروع متطلبات كفاية رأس المال التصكيك الصكوك والاستثمارات العقارية، 2007، ص: 20.

(2)- خالد محمد بودي، إدارة الأصول والخصوم في المصارف الإسلامية، المؤتمر المصرفي الإسلامي الأول، شركة الفجر للاستثمارات، الكويت، 2003، ص: 15.

الفصل الثالث:.....عمليات التوريق من منظور المصرف الإسلامي - عمليات التصكيك -

الشريعة الإسلامية ويجاري احتياجات العملاء ومتطلباتهم، إلا أن الاستثمار قصير الأجل يمثل السمة الغالبة لاستثمارات هذه المصارف على حساب الاستثمار طويل الأجل الذي لم يحظ باهتمام كبير.

كانت مصادر المصارف الإسلامية قصيرة الأجل بينما أهدافها الاستثمارية كانت طويلة الأجل، فتحولت من الأسلوب الاستثماري طويل الأجل إلى الأسلوب التجاري قصير الأجل بحثا عن السيولة والربحية، وكان من نتيجة ذلك أن أصبحت المراجعة بديلا للائتمان في جانب المخرجات، وفي المقابل أصبحت الودائع الجارية في جانب المدخلات. تحولت المصارف الإسلامية إلى صورة شبيهة بالمصارف التقليدية، كما أن الوضع التطبيقي لهذه المصارف جاء متناقضا تماما مع التصورات النظرية المسبقة والتي كان من أهمها قدرتها على الاعتماد بصورة أساسية على التمويل بالمشاركة والقيام باستثمارات طويلة الأجل بصورة كبيرة⁽¹⁾.

لمعالجة هذا الخلل وإعادة التوازن إلى نشاطات المصارف الإسلامية كان لا بد من إحداث تغيير في أساليب التمويل ومن أبرزها عمليات التصكيك والتي يمكن أن تقدم تمويلا طويل ومتوسط الأجل، ومن ثم إعادة التوازن لاستثمارات هذه المصارف من خلال توظيف الأموال المودعة لديها في شكل صكوك استثمارية طويلة الأجل⁽²⁾.

رابعاً: دور التصكيك في توفير إطار ملائم للتعامل بين المصرف المركزي والمصارف الإسلامية: تعاني معظم المصارف الإسلامية من خضوعها لنفس أدوات السياسة النقدية التي تطبق على المصارف التقليدية، والبعض منها قائم على الربا كسعر إعادة الخصم والنسب الائتمانية التي لا تتناسب مع طبيعة العمل المصرفي الإسلامي، الأمر الذي يزيد من تعقيد طبيعة العلاقة بين المصرف المركزي والمصارف الإسلامية.

في هذا الصدد سيتم التطرق لسياستين من سياسات المصرف المركزي ودور عملية التصكيك في تقديم البدائل:

1- سياسة الملجأ الأخير للسيولة: لا يمكن للمصارف الإسلامية الاستفادة من التسهيلات التي يقدمها المصرف المركزي كونها تقدم على أساس سعر الفائدة، وللتغلب على هذه المشكلة كان لا بد من إيجاد بدائل، لذا اقترح مجلس الفكر الإسلامي بباكستان آلية لتقاسم الأرباح بحيث يمكن حساب الأرباح على أساس الناتج اليومي⁽³⁾، وهناك اقتراح آخر بإنشاء صندوق مال مشترك من طرف المصارف الإسلامية تحت إشراف المصارف المركزية لتوفير العون المالي من بعضها البعض عند حدوث مشكلات في السيولة وذلك على أساس تعاوني، إلا أن هذا الأسلوب سيؤدي بتلك المصارف إلى الاحتفاظ بهذه الأموال بصورة موارد مجمدة لدى المصرف المركزي.

في هذا الصدد يمكن أن تشكل الصكوك الاستثمارية القابلة للتداول البديل الملائم، حيث تستطيع المصارف الإسلامية بيع الصكوك التي يجوزها للمصرف المركزي عند حاجتها للسيولة بدلا من عرضها مباشرة في الأسواق الثانوية وذلك لئلا تحدث انخفاضاً في أسعار هذه الأوراق نتيجة زيادة المعروض منها فيشتريها المصرف المركزي ومن ثم يمكن إعادة بيعها في الأسواق المالية مباشرة أو فيما بعد⁽⁴⁾؛

(1)- عبد القادر زيتوني، مرجع سابق، ص:7.

(2)- نادية أمين محمد علي، **صكوك الاستثمار الشرعية، خصائصها وأنواعها**، المؤتمر الرابع عشر عن المؤسسات المالية الإسلامية، معالم الواقع وآفاق المستقبل، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 2005، ص:986.

(3)- إقبال منور وآخرون، **التحديات التي تواجه العمل المصرفي الإسلامي**، المملكة العربية السعودية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، دت، ص:40.

(4)- زاهرة علي محمد بني عامر، **التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية**، مذكرة مقدمة في إطار نيل شهادة الماجستير في الاقتصاد والمصارف الإسلامية، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، منشورة، الأردن، 2008، ص:172.

2- **عمليات السوق المفتوحة**: قام عدد من المؤسسات المصرفية في السنوات القليلة الماضية باستحداث عدد من الصكوك كان من ضمن أغراضها الاستخدام كبداية للسندات الحكومية الربوية المتعامل بها في الأسواق النقدية كأدوات للتحكم في حجم المعروض النقدي⁽¹⁾، ومن أمثلتها صكوك المضاربة وأسهم المشاركة في شركات استثمارية وصكوك للمشاركة في عمليات إجارة على أصول عينية متنوعة⁽²⁾.

الفرع الثاني: دور الصكوك في تطور السوق المالية الإسلامية

بدأت المصارف الإسلامية تولي أهمية للسوق المالية كونها تعد وسيلة لتقديم الحلول للمشكلات التي تواجهها في تعبئة المدخرات وتوظيف الاستثمارات في المشاريع المنتجة وتوزيع رأس المال على الأنشطة الاستثمارية في قطاعات السوق المختلفة وفي الآجال المختلفة⁽³⁾.

أولاً: تعريف السوق المالية الإسلامية: السوق المالية مصطلح مركب من كلمتين، هما السوق والمال، ويمكن تعريفها باعتبارها مصطلحاً له دلالة الخاصة^(*).

1- **السوق المالية هي**: "كل مكان أو حيز أو حتى إطار تنظيمي تلتقي فيه رؤوس الأموال من فئة وحدات الفئات إلى وحدات العجز عن طريق إصدار أدوات مالية معينة لهذا الغرض، وتداول هذه الأدوات"⁽⁴⁾؛
2- **السوق المالية الإسلامية هي**:

أ- "السوق التي يتم التعامل فيها وفق الأحكام الشرعية ويعقود مشروعاً مثل المراجعة والمشاركة والمضاربة والسلم والاستصناع ويتم تداولها وفق ضوابط بمراجعة عدم الغش والتغريب، لذلك لا يوجد مشتقات ولا مستقبلات بالصورة المطبقة في البورصات المالية التقليدية، كما لا يوجد شراء بالهامش أو البيع على المكشوف"⁽⁵⁾؛
ب- تتميز السوق المالية الإسلامية "بتوفر السلع وتنوعها بقصد المتاجرة، إضافة لضوابط تحكم التعامل بالأسهم والسندات بما يمنع المضاربات المضرة باقتصاد الدولة، ووجود أصول حقيقية مرتبطة بالسهم والسند دون فوائد ربوية، إضافة لضوابط تحكم التعاملات بصرف العملات، فلا يوجد مجال للتعاملات الوهمية أو التعاملات بمنتجات مفترضة لم توجد بعد"⁽⁶⁾.

ثانياً: يمكن تحديد الخصائص المميزة للتصور الإسلامي للأسواق المالية فيما يلي:⁽⁷⁾

(1) - إذا أراد المصرف المركزي أن يزيد في العرض النقدي فإنه سيتجه إلى شراء الأسهم والصكوك المملوكة للمصارف والمؤسسات المالية والأفراد، وذلك بالقيمة السوقية لهذه الصكوك أو بأعلى منها ويدفع قيمة هذه الصكوك نقداً، ويقوم مستلمو هذه المبالغ بإيداعها في المصارف، وتتم عملية توليد الائتمان عندما تتسلم المصارف التجارية هذه الودائع، فإذا ما قابل ذلك العرض طلب على الائتمان فإن ذلك سيعمل على إجراء توسع في كمية النقود وتتحقق النتيجة ذاتها إذا قام المصرف المركزي بشراء هذه الصكوك من الحكومة مباشرة، لأن هذه الأخيرة ستستخدم هذه المبالغ في الإنفاق العام فيرتب عليه زيادة الدخل في شكل أجور ومرتببات أو إيجارات تودع مرة أخرى في المصارف؛ بينما يحدث العكس إذا أراد المصرف المركزي تقليص حجم المعروض النقدي.
(2) - كامل فهمي حسين، **أدوات السياسة النقدية التي تستخدمها المصارف المركزية في اقتصاد إسلامي**، المملكة العربية السعودية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، 1427هـ، ص: 43، -بتصرف.

(3) - عبد الله إبراهيم نزال، محمود حسين الوادي، مرجع سابق، ص: 102.

(*) - يختلف مفهوم السوق من الناحيتين اللغوية وفي الاصطلاح، **لغة**: السوق موضع البياعات وهي التي يتعامل فيها وتذكر وتؤنث والجمع أسواق، وتُسوق القوم إذا باعوا واشتروا، وجاءت سؤيق أي تجارة وهي تصغير السوق، وسميت بها التجارة لأنها تجلب إليها أو تساق المبيعات نحوها. وقال اللغويون: **السوق** هم الرعية وهو دون السلطان، وجمع هذا اللفظ بهذا المعنى على سوق، والسوق بفتح السين تعني المهر، لأن العرب كانوا يسوقون الإبل والغنم مهراً. للمزيد راجع: يسري محمد أبو العلا، **المعاملات الاقتصادية للأسواق في النظام الإسلامي**، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008، ص: [12-15].

(4) - محمد وجيه حنيني، **تحويلات بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية**، دار الفانس للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص: 28-29.

(5) - المرجع السابق، ص: 30.

(6) - عبد الله إبراهيم نزال، محمود حسين الوادي، مرجع سابق، ص: 105-106.

(7) - أحمد سفر، **المصارف والأسواق المالية التقليدية والإسلامية في البلدان العربية**، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2006، ص: 151-152.

الفصل الثالث:عمليات التوريق من المنظور المصرفي الإسلامي - عمليات الصكوك -

- 1- سوق تقل فيها المضاربة على أسعار الأوراق المالية بدرجة كبيرة جراء حظر الشريعة الإسلامية لكثير من المعاملات التي تعتبر محلاً لعمليات المضاربة، وبسبب السياسة المالية المعتمدة على الزكاة والتي تفرض عبئاً مرتفعاً على المتاجرة بالأدوات المالية والعملات، بينما تفرض عبئاً بسيطاً على الامتلاك الطويل الأجل للأدوات المالية بدافع الاستثمار؛
- 2- سوق تُعنى بالسوقين الأولية والثانوية بشكل متكافئ، على أساس أن معيار كفاءة الأسواق المالية هو مدة تمويلها للمشروعات المنتجة الجديدة ولا تركز على حجم تداول الأدوات المالية باعتباره مؤشراً هاماً لتقدير مدى كفاءة السوق المالية؛
- 3- سوق لا تشكل أدوات الدين السمة الغالبة في تعاملاتها وإنما تشجع على تداول أدوات الملكية بشكل واسع، وتستحدث من الصيغ الاستثمارية كل ما يخدم عمليات التبادل الحقيقي للسلع والخدمات؛
- 4- سوق لا تتحكم بها الاحتكارات والمعلومات المضللة والهامشية في تحديد أسعار الأوراق المالية فيها؛

ثالثاً: **بنية السوق المالية الإسلامية:** تحكم بنية السوق المالية الإسلامية الاعتبارات التالية⁽¹⁾:

تعد الركائز الشرعية لقيام سوق مالية إسلامية هي نفسها الضوابط الإسلامية للاستثمار بصفة عامة، وبهذا يمكن وضع تصور لهذه السوق والتي لها أركان شرعية وضوابط إسلامية تخلو منها كل أساليب الاستثمار الوهمية⁽²⁾.

1- مبرراتها:

- أ. إقامة سوق مالية إسلامية محكمة بمعايير شرعية (تستوعب الأموال القابلة للاستثمار)؛
- ب. تزايد أحجام الاستثمارات والأموال الإسلامية في الأسواق المالية العالمية عن أحجام مديونيات بلدانها تجاه الدول المقرضة (تتطلع البلاد الإسلامية إلى التمويلات من السوق بدل المنح والمساعدات)؛
- ج. يستتبع إقامة أي نظام مصرفي إسلامي بالضرورة إنشاء سوق مالية إسلامية تتألف من:
 - ❖ عناصر العرض: رساميل باحثة عن الاستثمار (المكونات الرئيسة للسوق المالية)؛
 - ❖ عناصر الطلب: ميادين محتاجة للتوظيف والاستثمار (تكامل الموارد مع الاحتياجات)
- د. يستلزم تعزيز سوق مالية إسلامية قائمة وتوسعة نطاقها⁽³⁾:
 - ❖ بنية تحتية مالية تدعم عمليات رأس المال المخاطر؛
 - ❖ تسجيل المصارف والمؤسسات المالية في سوق الأوراق المالية؛
 - ❖ قوانين وأنظمة تسهل إنشاء صناديق رأس المال المخاطر؛
 - ❖ حماية حقوق أصحاب الأسهم؛
 - ❖ تداول الأسهم والتسوية السريعة لأي منازعات بشأنها؛
 - ❖ زيادة الإصدارات في السوق الأولية وتنشيط التداول في السوق الثانوية؛
- و. يتعين أن تكون حركة الرساميل (رسمية وخاصة) بين الدول (عربية وإسلامية) وقطاعاتها الاستثمارية في اتجاهين بدلاً من واحد (تشريعات وتنظيمات فتحت الباب أمام استثمارات خارجية بمنحها إعفاءات و ضمانات محددة)؛

(1)- المرجع السابق، ص: [158-162].

(2) - على خلاف العمل في سوق الأوراق المالية الوضعية والذي يعتمد على أسس شرعية خاطئة من أهمها: الربا والاحتكار واتفاقيات التلاعب في الأسعار والمقامرات القائمة على الغرر والتدليس والكذب والغش والتوقعات غير المدروسة والبيع المحرمة (هناك بيوع منهي عنها في الشريعة ومنها بيع السلعة قبل قبضها وبيع المسلم على المسلم وبيع المناجشة والبيع السوري وبيع الغرر وبيع الدين بالدين وبيع العينة وبيع النجس والمنتجس وبيع الملامسة وبيع المنابذة والبيعان في بيعة... الخ).

(3)- أحمد سفر، المصارف والأسواق المالية التقليدية والإسلامية في البلدان العربية، مرجع سابق، ص: 163.

2- عناصرها:

- أ. يحتاج إيجاد أدوات مالية إسلامية (جاذبة للمتعاملين) وبديلة من السندات الحكومية الربوية إلى هندسة مالية إسلامية ومهارات شرعية وفنية تلي حاجات المستثمرين الماليين (نقل الرساميل إلى قطاعات منتجة + خفض مديونية القطاع الخاص وتحسين ربحيته واستثماراته وسيولته)؛
- ب. يهيئ توافر أدوات استثمارية إسلامية في ظل نظام مصرفي منفتح قيام سوق مالية إسلامية منظمة ومتطورة شرط توافر جهود أكثر من دولة معنية (تقسيم الأدوار والمهام فيما بينها) في إقامة بنية مؤسسية لها (اتحاد أسواق أوراق مالية + تحرير قيود) تجعل المستثمر العادي أكثر إلماما بمزايا التعامل وفق صيغ التمويل الإسلامي وأدواته^(*)؛

3- أركانها:

- أ. قلة الأدوات الاستثمارية وصعوبة تسهيلها بسرعة عند الحاجة يستلزمان إيجاد أدوات استثمارية شرعية لاستثمار فوائض الأموال ولسد الفجوات في السوق المالية الإسلامية مثل:
- ❖ سندات المقارضة والأسهم المشاركة في التصويت؛
 - ❖ سندات وأذونات الخزينة المخصصة بالاستثمار الإسلامي (بدل سندات الدين العام المستندة إلى سعر الفائدة)؛
 - ❖ بالنسبة إلى الأسهم (تشابه في تداول الأسهم بين السوق العادية وبين السوق الإسلامية شرط ألا تعود الأسهم لشركات تتعامل فيما ما هو محرم شرعا... الخ)؛
 - ❖ يمكن استبدال السندات ذات الفائدة (تتحمل الشركة والمستهلك أعباء متعددة) بسندات القراض (لا تتحمل الشركة أي أعباء مضافة على رأس المال) التي تعطي المالكين حق المشاركة في الربح؛
 - ❖ تشكل سندات القراض المختلفة (محلية وعامة ودولية) أدوات في سوق مالية إسلامية يمكن أن تشهد تدفقا ماليا على جانبيها (العرض والطلب)؛
- ب. أدى غياب أسواق ثانوية للأدوات الادخارية والاستثمارية الشرعية (سندات المقارضة مثلا) تسهيلات لإعادة تسهيلها إلى إعاقه التوسع في استخدام هذه الأدوات الضرورية في الصيرفة الإسلامية وقلص أدوارها التنموية؛
- ج. تحويل موارد المصارف إلى أوراق مالية ومحافظ أو سندات (التوريق) بغية استخدامها في تمويلات طويلة الأجل في بلدانها وخارجها؛
- د. التزام معايير المحاسبة الشرعية الإسلامية (تشجيع التعامل بهذه الأوراق وجعلها قابلة للقياس والتصنيف)؛
- هـ. يعد تطوير أدوات مالية لا تتعارض في شروطها وصيغتها مع الشريعة الإسلامية الخطوة الأولى نحو إنشاء سوق مالية إسلامية، أما الخطوة الثانية فتتمثل في ضرورة إخضاع عمليات التداول بهذه الأوراق المالية لكل من القانون

(*)- للصيرفة الإسلامية دورا كبيرا في تفعيل الأسواق المالية نظرا لما تستوعبه المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية من أموال نتيجة أنشطتها الاستثمارية والتمويلية، وهو ما يشكل إضافة وتنوعا في محتويات وأشكال الأوعية الادخارية والقنوات الاستثمارية التي تعد خروجا واضحا عن النمط المصرفي التقليدي السائد، بحيث يمكن الإشارة بهذا الشأن إلى ثلاثة مجالات رئيسية تتعلق بأسواق رأس المال وهي: 1- اعتماد المصارف الشاملة وصناديق الاستثمار المشترك (كإدارة المحافظ الاستثمارية لمصلحة العملاء وإيجاد الآلية الشرعية لما يسمى بالمستثمرين المؤسساتيين، 2- دعم عمليات الخصخصة، 3- تنشيط الطلب والعرض في الأسواق المالية (إيجاد منافذ استثمارية تستوعب سيولتها الفائضة... الخ).

الإسلامي وقواعد التعامل الأخلاقي في الإسلام؛ وتمثل الخطوة الثالثة في ضرورة إنشاء مؤسسات مالية إسلامية تقوم بتنفيذ هذه السوق المالية⁽¹⁾؛

4- **مخرجات الأوراق المالية الإسلامية:** هناك ظروف وعوامل وأوضاع يتوقع أن تؤدي دورا في تطوير هذه الأدوات، بل وابتكار أدوات مالية إسلامية جديدة تلي التحولات الراهنة والمتوقعة في الأسواق المالية الدولية ومنها:

أ. عجز المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية عن استثمار فائض السيولة بالسرعة المناسبة، حيث إن الأدوات قصيرة الأجل المتوافرة حاليا هي أدوات السوق النقدية من أدوات خزنة وشهادات إيداع وما في حكمها، وهي أدوات سهلة الاستخدام من الناحية الفنية إلا أنها غير مقبولة شرعا؛ إذا لا بد من ابتكار أدوات مالية إسلامية تستطيع المؤسسات المالية الإسلامية الاستعانة بها لمواجهة ظروف السيولة عند احتياجها أو عند وجود فائض منها؛

ب. وجوب إيجاد سوق ثانوية للأوراق المالية ذات إطار شرعي حيث يعتمد نشاط أي سوق ثانوية على نوع وحجم الأدوات المالية المعروضة، لذلك فالأسهم وحدها لا تصلح لإيجاد سوق نشطة، وبالتالي يمكن تطوير شهادات الإيجار وصكوك المضاربة والصناديق المفتوحة والمغلقة وصكوك المزارعة ونحوها حتى تشكل مؤشرا معقولا على نجاح السوق الثانوية المنشودة؛

ج- ضرورة وجود فهم أعمق لطبيعة وآلية الأدوات المالية المشتقة وخاصة التي تتعامل مع المواد الخام والمحاصيل والمعادن؛
رابعاً: صعوبات تفعيل السوق المالية الإسلامية؛ من بينها⁽²⁾:

1- أسلوب التنميط المتبع في أسواق الأوراق المالية العالمية من حيث أحجام التداول ومعدل التغيرات في الأسعار، قلل من إمكانية توسع المؤسسات المالية في طرح الحصص والوحدات الاستثمارية في الأسواق العالمية؛

2- موقف الهيئات الشرعية في المصارف الإسلامية تجاه المشتقات المالية والسندات والتوريق؛

3- دور رأس المال المخاطر في تطوير سوق رأس المال الإسلامي؛

4- لا يعتمد النجاح في إنشاء السوق المالية الإسلامية ثم بقاؤها ونموها على المدى الطويل على وجود تشريعات أو هيكل تنظيمي جيد لإدارة شؤونها بقدر ما يعتمد على اختصاصها بمزايا غير متوافرة في السوق المالية التقليدية، وعليه يعتمد قيام السوق المالية الإسلامية ونمو نشاطها على تقديمها لخدمات جديدة وهو الدور الذي يمكن أن تحققه آلية التصكيك، حيث أن استخدام الصكوك والتوسع في التعامل بها من قبل المدخرين والمستثمرين والمصارف والحكومة يؤدي إلى تدعيم دور السوق المالية، وذلك من خلال⁽³⁾:

أ. توسيع تشكيلة الأدوات المالية الإسلامية والتي تشمل صكوك الشركات وصكوك المصارف الإسلامية والصكوك الحكومية؛

ب. توسيع قاعدة المؤسسات المشتركة في السوق المالية والتي تتعامل في الصكوك الإسلامية إصدارا وتداولاً وتشمل

المصارف الإسلامية بل والتقليدية أيضا (كما هو الحال في ماليزيا) وشركات الاستثمار المؤسسي والحكومة وكذا

القطاع الخاص والمؤسسات المالية الوسيطة؛ وذلك إذا تمتعت الصكوك بالتداول في السوق المالية؛

(1)- حازم بدر الخطيب، دور وأهمية العائدات والأوراق المالية في أسواق المال الإسلامية، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد 11، ماي 2007، ص: 177.

(2)- أحمد سفر، المصارف والأسواق المالية التقليدية والإسلامية في البلدان العربية، مرجع سابق، ص: 166.

(3)- منصور عبد الملك، مرجع سابق، ص: 36-37.

الفصل الثالث: عمليات التمويل من منظور المصرف الإسلامي - عمليات الصكوك -

ج. ترتفع كفاءة السوق المالية الإسلامية بازدياد كمية وتنوعية الصكوك الإسلامية لما يترتب عليها من تعميق للسوق واتساعها؛
د. إضافة مؤسسات مالية جديدة، حيث تتم عملية التصكيك من خلال كل من المصدر الأصلي والمنشأة ذات الغرض الخاص ومتعهد تغطية الاكتتاب ومتعهد إعادة الشراء ووكيل الدفع وكذا الأمين.

الفرع الثالث: دور الصكوك على مستوى الاقتصاد القومي

يمكن للصكوك الإسلامية المساهمة في تنمية الاستثمارات الحقيقية عبر توفير موارد مالية ملائمة لها من حيث الآجال المطلوبة ودرجة المخاطر وتنوعية القطاعات وطريقة التمويل الملائمة... الخ، حيث يمكن تصميم طرق التمويل الملائمة من خلال عمليات التصكيك عن طريق الربط المباشر بين نشاطي الادخار والاستثمار على أساس قاعدة الربح والعائد الحقيقي الناتج عن إضافات فعلية محققة، وزيادة في تنمية الثروة والدخل الفعلي نتيجة لأنشطة إنتاجية حقيقية.

أولاً: دور الصكوك في جذب المدخرات: يحث النظام الاقتصادي في الإسلام على تعبئة المدخرات ويعتبره من الأهداف الأساسية له، لذلك لا بد من وجود مؤسسات مالية منظمة تنظيماً فعالاً تقوم بتعبئتها وتوجيهها إلى استخدامات إنتاجية⁽¹⁾، أما فيما يتعلق بقدرة الصكوك الإسلامية على جذب موارد مالية فهناك عدة احتمالات:

1- أن تكون الزيادة في الموارد التمويلية الإسلامية عن طريق مبيعات الأوراق المالية قد تحققت على حساب النقص في ودائع المصارف الإسلامية أو الحد من نموها، حيث أن إصدارها للأوراق المالية الإسلامية كان في عديد من الحالات بديلاً قريباً جداً من الوديعة الاستثمارية الآجلة لدى المصرف الإسلامي⁽²⁾؛

2- أن تكون إصدارات الأوراق المالية الإسلامية قد شجعت المزيد من أصحاب المدخرات والأرصدة النقدية العاطلة على الدخول في عملية التمويل بالأسلوب الإسلامي، وبالتالي المساهمة في عملية تعبئة الموارد التمويلية الإسلامية؛

3- أن تقوم الأوراق المالية الإسلامية بدور في تعبئة موارد كانت مكتنزة والتشجيع على رفع معدلات ادخارها واستثمارها⁽³⁾؛

ثانياً: دور الصكوك في تمويل المشاريع الاستثمارية: لا يكمن التحدي الرئيسي في مجال الصناعة المالية الإسلامية في قدرة المبتكرات المالية على تعبئة الموارد المالية فقط وإنما في طريقة استخدامها، التي لا بد من أن توجه نحو استثمارات فعلية يمكن أن تحدث أثراً تنموياً في البلدان الإسلامية؛ لذلك فإن كفاءة استخدام الموارد التمويلية التي تم جمعها عن طريق الصكوك الإسلامية توازي قدرتها على تعبئة هذه الموارد.

يكون الاستثمار بالأدوات المالية بشكل عام إما استثماراً حقيقياً أو استثماراً مالياً، وتتميز الصكوك بتنوعها الأمر الذي يجعلها تلائم قطاعات اقتصادية واسعة^(*) كما أنها تكتسب أهميتها من الأساس الذي تقوم عليه وكذا مراعاة مبدأ الأولويات في النظام الاقتصادي الإسلامي؛

(1) - عمر شابرا، نحو نظام نقدي عادل، ترجمة سبيد محمد سكر، عمان، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، دار البشير، ط2، 1990، ص: 64.

(2) - يسري عبد الرحمن، قضايا إسلامية معاصرة في النقود والمصارف والتمويل، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص: 387-388.

(3) - المرجع السابق، ص: 389.

(*) - صكوك المراجعة هي الأكثر ملاءمة للأعمال التجارية، كما يمكن من خلال صكوك السلم تمويل المشاريع الزراعية والصناعات الإستخراجية التي تحتاج إلى موارد تمويلية إلى أن يتم استخراج المسلم فيه ومن ثم بيعه وبالتالي تحصيل عوائد هذه الصكوك، وبشكل عام يمكن استخدام صكوك السلم في العقود الآجلة، أما في قطاع الإنشاءات فصكوك الاستصناع الأكثر ملاءمة لمثل هذه الأنشطة.

نالتا: دور الصكوك في تمويل مشاريع البنية التحتية: يمكن للتصكيك أن يقدم صيغا متعددة لتمويل مشاريع البنية التحتية⁽¹⁾ والتي تتطلب رؤوس أموال ضخمة، ومن بينها:

1- صكوك (B.O.T) الإسلامية: Build, Operate, Transfer Sukuk: هو مصطلح يعني البناء أو التشييد، ثم التشغيل ومن ثم نقل الملكية، أي أن تعهد الحكومة من خلال إحدى وحداتها إلى شركة وطنية أو أجنبية أو مشتركة بإنشاء مرفق عام بأموال الشركة لإشباع حاجات عامة كالطرق والمطارات والموانئ... الخ، ثم تتولى هذه الشركة إدارة هذا المرفق العام بتقديم الخدمة للجمهور لمدة محددة مقابل مبالغ معينة تحددها الجهة الحكومية وتحت إشرافها ورقبتها، ويوزع العائد بين الحكومة والشركة.

في نهاية المدة المحددة التي تتراوح عادة ما بين 20-25 سنة تنتقل ملكية المرفق للحكومة في حالة جيدة وقابلة لاستمرارية تشغيله⁽²⁾، أو إلى شخص خاص جديد يتم اختياره عن طريق الممارسة العامة⁽³⁾؛

2- صكوك (B.O.O.T) الإسلامية Build, Own, Operate, Transfer Sukuk:

تعرف في إطار ما يسمى بعقود البناء والتملك والتشغيل ونقل الملكية، وهي تعني "البناء أو الإنشاء وملكية الملتزم للمشروع أثناء مدة العقد وحقه في تشغيله طوال هذه المدة ثم نقل ملكيته إلى الدولة أو الجهة الإدارية المتعاقدة في نهاية المدة". وهو إحدى صور أسلوب (B.O.T)، ولكنه يختلف عنه في أنه خلال فترة إدارة الشركة للمرفق تظل مالكة له وتديره لحسابها، أي تحصل على جميع العوائد طول مدة الامتياز المحددة ثم تنتقل ملكية المرفق للدولة في نهاية هذه المدة؛

3- صكوك (B.R.O.T) الإسلامية Build, Rent, Operate, Transfer Sukuk:

هي صكوك نظام البناء والاستئجار والتشغيل والتحويل، و يجمع هذا النظام بين خصائص عقد إيجار المرفق ونظام البناء والتشغيل والتحويل (B.O.T) ومؤداه قيام المستثمر ببناء المشروع لحساب السلطة العامة وعلى نفقته، على أن يقوم باستئجار المرفق (المشروع) بعد ذلك من السلطة المتعاقدة وقيامه باستغلال المشروع لفترة معينة ويحصل خلال مدة الإيجار على مقابل تقديم الخدمة للجمهور أو للجهة المتعاقدة في نهاية مدة الاتفاق.

تكون ملكية (المشروع) خالصة للجهة الحكومية كما يظل الإشراف على المرفق لهذه الجهة، وإن كان تشغيله الفعلي وإدارته مؤكلا للمستثمر من القطاع الخاص^(*)؛

أما صكوك المشاركة فلها أهمية كبيرة في تمويل المشاريع الاستثمارية لما تتميز به من مرونة أحكامها، فهي تصلح لكل أنواع الاستثمارات الطويلة والمتوسطة وقصيرة الأجل، كما أنها تصلح لجميع أنواع الأنشطة الاقتصادية التجارية منها والصناعية والزراعية والخدمية، إلا أن صكوك المضاربة تمتاز عليها وذلك لما تنتجه هذه الصيغة من فصل الإدارة عن الملكية، فيستطيع صاحب المشروع الحصول على الأموال دون تدخل الممول في الإدارة.

(1) - لصيغ الصكوك الإسلامية المقترحة لتمويل المشاريع العامة عدة مزايا، سواء من وجهة نظر الجهات الحكومية من خلال توفير التمويلات اللازمة لهذه المشاريع عن طريق إشراك القطاع الخاص ومعالجة قصور التمويل الحكومي وتحقيق تنمية اقتصادية حقيقية وأخرى اجتماعية وتطوير السوق المالية... الخ، أو من وجهة نظر المستثمرين (حملة الصكوك)، كتحقيق أرباح متوقعة ونقل المخاطر وتوزيعها إلى أطراف متعددة... الخ.

(2) - أشرف محمد دوايه، دور الأسواق المالية في تدعيم الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية، مرجع سابق، ص: 217.

(3) - ناصر خليل جلال، عقد البوت بين القانون الخاص والقانون العام وأثره على استقطاب الاستثمارات - بحث مقارن - المؤتمر الثامن عشر عقود البناء والتشييد بين القواعد القانونية التقليدية والنظم القانونية المستحدثة، كلية القانون بجامعة الإمارات العربية المتحدة، 19-21 أبريل 2010، ص: 19.

(*) - قد تنشأ بعض المخاطر من استخدام هذه الأنواع من الصكوك في تمويل مشروعات البنية التحتية، ومنها مخاطر مرتبطة بمرحلة الإعداد للمشروع ومخاطر مرتبطة بتشبيد المشروع وبنائه: كمخاطر زيادة تكلفة المشروع، ومخاطر متعلقة بالتأخر في إنجاز المشاريع وعبوب التنفيذ... الخ ومخاطر التشغيل ومخاطر سياسية ومخاطر تجارية وغيرها من المخاطر.

الفصل الثالث: عمليات التوريق من منظور المصرف الإسلامي - عمليات التصكيك -

4- التكييف الفقهي للعلاقة بين الجهات المتعاقدة وحملة الصكوك: يمكن تكييف عقود البناء والتشغيل والتحويل في صكوك (B.O.T) و (B.O.O.T) و (B.R.O.T) الإسلامية على أساس أنها عقد استصناع⁽¹⁾، لأن الدولة أو الجهة الإدارية المتعاقدة تعهد إلى الشركة أو الجهة التي حصلت على الامتياز بإقامة المرفق وتشغيله.

وبذلك تكون الدولة مُستصنِعاً بحيث تحدد جنس المصنوع ونوعه وقدره وصفته وعلى الصانع (SPV) الالتزام بهذه المواصفات، ولكن قد لا تكون شركة المشروع قادرة على إنشائه بنفسها، فتعهد بذلك إلى صانع آخر ليقوم بتنفيذ المشروع كما هو متفق عليه وذلك من خلال عقد الاستصناع الموازي؛ فتكون شركة المشروع (SPV) صانعا في مواجهة الدولة أو الجهة المتعاقدة ومُستصنِعاً أمام الصانع الثاني-المقاول-

أما الثمن فلا يجب تعجيله⁽²⁾ ويصح أن يدفع كاملا أو بالتقسيم، كما يمكن أن يكون الثمن استيفاء منفعة المشروع المقام لمدة معلومة وهي منفعة معلومة، وهذا أيضا ليس فيه منافاة لشروط عقد الاستصناع، أما لتكييف العلاقة بين حملة الصكوك والمنشأة ذات الغرض الخاص فينظمها عقد المضاربة.

رابعاً: دور التصكيك على مستوى المالية العامة: تمثل الصكوك الإسلامية أداة ملائمة للاستجابة للاحتياجات الرسمية بمختلف أغراضها وأشكالها نظرا لتنوعها وتميز كل نوع منها بخصائص وسمات خاصة به تجعله فعالا في توفير احتياجات بعينها بطريقة عالية الكفاءة.

ومن ناحية أخرى، تمثل الصكوك الحكومية بالإجارة بديلا جيدا للسندات الحكومية في القطاع المصرفي الإسلامي، كما تمثل بالفعل بدائل للودائع المصرفية، وعندما يكون على المصارف أن تتنافس على المدخرات مع أسواق الصكوك الحكومية يقل هامش الوساطة معبرا عن ارتفاع الكفاءة في هذه المصارف⁽³⁾.

المبحث الثالث: الوصف الترجي لطرق التوريق التقليدي والمخاطر المرتبطة بعملية التصكيك

سيتم التطرق في هذا المبحث للأساليب المختلفة للتوريق التقليدي وتخرجها الفقهي، بالإضافة إلى مختلف المخاطر المرتبطة بعملية التصكيك وطرق إدارتها.

المطلب الأول: طرق التوريق التقليدي وأساليبها القانونية ووصفها الترجي

(1) - عبد الله مرشد الصليبي، تطبيقات عقود الاستصناع في مشروعات البناء والتشغيل والتحويل ودور المؤسسات المالية الإسلامية في تمويلها، الكويت حالة تطبيقية، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة الزيموك، الأردن، 2006، ص: 76.

(2) - مصطفى أحمد الزرقا، عقد الاستصناع ومدى أهميته في الاستثمارات الإسلامية المعاصرة، جدة، المعهد الإسلامي للبحوث و التدريب، المصرف الإسلامي للتنمية، 1422هـ، ص: 5.

(3) - محمد بن مبارك البصمان، مرجع سابق، ص: 44.

لعمليات التوريق التقليدي ثلاث طرق متنوعة، يوجد بينها اختلافات لا بد من التعرض إليها وذكر حكمها الشرعي والتكييف الفقهي والبديل المتاح لها.

الفرع الأول: الطريقة الأولى عن طريق حوالة الحق

اعترف الفقه الإسلامي بحوالة الدين بالاتفاق وبحوالة الحق عند بعض الفقهاء، وطريقة استخدام حوالة الحق في التوريق أن تحيل المؤسسة البادئة للتوريق (الدائن الأصلي) الدين بصفاته (القيمة ونوع العملة) وتوابعه (الفوائد والأقساط) و ضماناته إلى شركة التوريق بأقل من قيمة؛ لتتولى توريقه بطرح الأوراق المالية للاكتتاب العام. تنقضي علاقة الدائن الأصلي المُحِيل بمجرد انعقاد حوالة الحق، فلا يضمن سداد الدين ولا يُحصَله إلا إذا تم الاتفاق على قيامه بتحصيله بصفته نائبا عن شركة التوريق (المُحال إليه) وبمقابل لأتعابه⁽¹⁾.

أولاً: التكييف الفقهي والحكم الشرعي لها

ينطبق على هذا النوع من التوريق ما يأتي⁽²⁾:

1- سندات الدين المحرمة التي صدرت بشأنها قرار من مجمع الفقه الإسلامي الدولي (قرار رقم 60 (6/11))، حيث نص على... بعد الاطلاع على أن السند شهادة يلتزم المصدر بموجبها أن يدفع لحاملها القيمة الاسمية عند الاستحقاق مع دفع فائدة متفق عليها منسوبة إلى القيمة الاسمية للسند أو ترتيب نفع مشروط سواء أكان جوائز توزع بالقرعة أم مبلغاً مقطوعاً أم حسماً، قرر ما يلي:

أ. السندات التي تمثل التزاما بدفع مبلغها مع فائدة منسوبة إليه أو نفع مشروط محرمة شرعا من حيث الإصدار أو الشراء أو التداول، لأنها قروض ربوية سواء أكانت الجهة المصدرة لها خاصة أو عامة ترتبط بالدولة، ولا أثر لتسميتها شهادات أو صكوكا استثمارية أو ادخارية أو تسمية الفائدة الربوية الملتزم بها ربحاً أو ريعاً أو عمولة أو عائداً؛

ب. تحرم أيضا السندات ذات الكوبون الصفري باعتبارها قروضا يجري بيعها بأقل من قيمتها الاسمية، ويستفيد أصحابها من الفرق باعتبارها حسما لهذه السندات؛

ج. تحرم أيضا السندات ذات الجوائز باعتبارها قروضا اشترط فيها نفع أو زيادة بالنسبة لمجموع المقرضين أو لبعضهم لا على التعيين، فضلا عن شبهة القمار؛

د. من البدائل للسندات المحرمة - إصدارا أو شراءً أو تداولاً - السندات أو الصكوك القائمة على أساس المضاربة لمشروع أو نشاط استثماري معين، بحيث لا يكون للمالكها فائدة أو نفع مقطوع، وإنما تكون لهم نسبة من ربح هذا المشروع بقدر ما يملكون من هذه السندات أو الصكوك ولا ينالون هذا الربح إلا إذا تحقق فعلاً؛ ويمكن الاستفادة من الصيغة التي تم اعتمادها بالقرار رقم 30(4/5) لهذا المجمع بشأن سندات المقارضة.

(1) - شقيري نوري موسى، محمود إبراهيم نور وآخرون، إدارة المخاطر، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، 2012، ص: 258.
(2) - علي محي الدين القره داغي، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة، دراسة فقهية، اقتصادية تطبيقية، منظمة المؤتمر الإسلامي ومجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة التاسعة عشرة، إمارة الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص: 8-9.

ينطبق على هذه السندات القائمة على التوريق ما ذكره قرار المجمع، حيث أنها أوراق مالية متساوية القيمة يلتزم المصدر بموجبها أن يدفع لحاملها القيمة الاسمية عند الاستحقاق مع دفع فائدة متفق عليها منسوبة إلى القيمة الاسمية للسند، وبالتالي فلا شبهة ولا شك في دخولها فيما ذكره المجمع حول السندات؛

2- يتضمن التوريق بالمعنى الشائع لدى الاقتصاديين بيع الدين بأقل من قيمته، حيث تصدر السندات الخاصة بالتوريق بأقل من أصل الدين بنسبة الفوائد العالمية (الليبور)، بل تصدر بأقل منها بكثير حتى يكون ذلك دافعاً لتشجيع الناس على شرائها وتداولها وعندها تضاف إلى مشكلة بيع الدين مشكلة حسم الدين لأجل الزمن وهي محرمة بالاتفاق^(*)؛

ثانياً: مدى إمكانية البراءة الشرعية: إذا كانت ديون عملية التوريق مشروعة، فيمكن أن يكون لدى المؤسسات المالية الإسلامية بدائل من خلال طريقتين مشروعتين بضوابطهما، وهما⁽¹⁾:

1- عن طريق الحوالة على غير المدين عند من يجيزها: وذلك بأن تكون مؤسسة مالية ديون مشروعة على العملاء، وأرادت بالتوافق مع الدائنين تحويلها إلى مؤسسة أخرى أو حتى بدون موافقتهم عند بعض الفقهاء، وقد يثور التساؤل حول جدوى هذا البديل، حيث لا يستفيد المٌحال عليه شيئاً من الأرباح (أو الفوائد كما هو الحال في التوريق التقليدي).

لا تستفيد المؤسسة المالية المٌحال عليها شيئاً، لكنه بديل يمكن اللجوء إليه من باب التعاون المتبادل المطلوب بين المؤسسات المالية، لكن تكمن المشكلة في الفوائد الخاصة بهذه الديون وعملية ما يسمى بالبيع، لذلك فالحل الإسلامي الخاص بالديون التي ليست لها فائدة أو لأصل الديون هو الحوالة الفقهية مع توسع دائرتها لتشمل الحوالة على من ليس عليه دين.

أ. الحوالة وبعض أحكامها⁽²⁾:

❖ **الحوالة لغة:** بفتح الحاء ومعناها "الانتقال والتحول" وهي مشتقة من التحويل، لأنها تحول الحق عن ذمة إلى ذمة أخرى، والمقصود نقل الحق من ذمة المٌحيل إلى ذمة المٌحيل عليه. وحققتها عند الفقهاء: "نقل دين من ذمة إلى ذمة"⁽³⁾؛

❖ **اصطلاحاً:** اختلف في تعريفها الفقهاء، لكن يمكن تعريفها تعريفاً عاماً وهو "نقل دين من ذمة إلى ذمة أخرى بحيث تبرأ به الذمة الأولى، وهناك الحوالة المطلقة والحوالة المقيدة"⁽⁴⁾.

❖ تقتضي الحوالة وجود العناصر التالية:

و. المٌحيل الذي عليه دين ويُحوّل دينه إلى شخص آخر، فهو دائن ومدين؛

ز. المٌحال هو الشخص الذي له دين على المٌحيل الذي يحوله بدينه على شخص آخر (المحال عليه)؛

(*) - صدرت قرارات من المجامع الفقهية، ومنها قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي رقم 64 (7/2) الذي نص على أن "خصم الأوراق التجارية غير جائز شرعاً لأنه يؤول إلى ربا النسئة المحرم"، ولذلك تنبه إليه المجمع الفقهي لرابطة العالم الإسلامي في قراره الأول في دورته السادسة عشرة بمكة المكرمة حيث نص على أنه "لا يجوز توريق (تصكيك) الديون بحيث تكون قابلة للتداول في سوق ثانوية لأنه في معنى حسم الأوراق التجارية"، ونص كذلك على أنه "لا يجوز حسم الأوراق التجارية والشيكات والسندات الإذنية والكمبيالات لما فيه من بيع الدين لغير المدين على وجه يشمل على الربا" ومن جانب آخر فإن الفقهاء مجمعون على أن بيع الدين النسئ بالدين النسئ محرم شرعاً؛

(1) - علي محي الدين القره داغي، **الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة، دراسة فقهية، اقتصادية تطبيقية**، مرجع سابق، ص: 9.
(2) - شرعها الإسلام وأجازها للحاجة إليها، عن أبي هريرة رضي الله عنه، قال رسول الله - (ص): "مطل الغني ظلم، وإذا أتبع أحدكم على مليء (قادر) فليتبّع" متفق عليه. وفي رواية لأحمد: **ومن أحيل فليحتل، ومعنى الحديث محرم على الغني القادر أن يُمطل بالدين بعد استحقاقه بخلاف العاجز، وحكم الحوالة جائزة غير أنه يجب على المحال إذا أحيل على مليء أن يقبل.**

(3) - وفاء محمد عزت الشريف، **نظام الديون بين الفقه الإسلامي والقوانين الوضعية - أسباب الركود الاقتصادي ودور المصارف الإسلامية في تنشيط الاقتصاد**، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص: 311.

(4) - **معجم إسرا (الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية) للمصطلحات المالية الإسلامية**، عربي-انجليزي، 2010، ص: 48-49.

ح. المحال عليه وهو المدين الذي يُحوّل عليه الدين من قبل المحيل؛

ط. المحال به وهو الدين المحول من قبل المحيل؛

ي. الصيغة الدالة على الحوالة من إيجاب وقبول.

اختلف الفقهاء في مدى اشتراط رضا الأطراف الثلاثة في تحقيق العقد وصحته؛

ب. شروط صحتها: يشترط لصحتها⁽¹⁾:

- ❖ رضا المحيل والمحال دون المحال عليه، لأن المحيل له أن يقضي الدين الذي عليه من أي جهة أراد، لأن المحال حقه في ذمة المحيل فلا ينتقل إلا برضاه، ولا يشترط رضا المحال عليه لأن الدائن أقام المحال مقام نفسه في استيفاء حقه سواء أكان المحيل نفسه أو ممن قام مقامه؛
- ❖ تماثل الحقين في الجنس والقدر والحلول والتأجيل والجودة والرداءة؛
- ❖ كذلك إذا كان الدين حالا وأحاله ليقبضه مؤجلا أو العكس؛
- ❖ ضرورة استقرار الدين؛

2- بيع الديون بالأعيان أو الحقوق المالية أو المنافع: يمكن تقديم بديل آخر للمؤسسات المالية الإسلامية عن

طريق بيع الديون بالأعيان، والذي يمكن أن تتفرع منه عدة صور مشروعة، وهي⁽²⁾:

أ. أن تباع المؤسسة الدائنة ديونها بيعا عاديا نهائيا لمن عليه الديون أو لغيره بالأعيان كلها، أو نسبة منها سواء كانت عقارات أو مصانع أو نحوها أو بالحقوق المالية المعتبرة، أو التنازل عنها في مقابل منافع أو خدمات، وبذلك تستفيد المؤسسة البائعة من آثار ديونها؛ واستفادت المؤسسة المشترية من الأعيان أو المنافع والخدمات أو الحقوق التي حصلت عليها. وهذه الصورة جائزة فقها ولا حرج فيها؛

ب. بيع هذه الديون بالأعيان أو المنافع أو الحقوق المالية لمؤسسة مالية أخرى تقوم بتأجيرها على المؤسسة البائعة عن طريق الإجارة التشغيلية أو الإجارة المنتهية بالتملك؛

ج. قيام المؤسسة المشترية لهذه الديون بالأعيان أو الحقوق المالية بتصكيكها بصكوك وعرضها للاكتتاب فيها من قبل الجمهور، ويمكن حينئذ أن توجر الأعيان إجارة تشغيلية ثم تباع أو عن طريق الإجارة المنتهية بالتملك، ويمكن تداول الحقوق عن طريق البيع؛

د. إنشاء شركة ذات غرض خاص تقوم بشراء هذه الديون بالأعيان أو الحقوق المالية لصالح الدائنين، ثم توجر الأعيان إجارة تشغيلية ثم تصفى بالبيع أو عن طريق الإجارة المنتهية بالتملك.

3- لهذه البدائل علاقة بمسألة التصرف في الديون، ويمكن ذكر صورها الجائزة وغير الجائزة بإيجاز⁽³⁾:

أ. بيع الدين المؤجل لمن عليه الدين بثمن مؤجل، وهذا غير جائز عند جماهير الفقهاء وبالإجماع؛

ب. بيع الدين الحال للمدين بثمن مؤجل، وهذا حكمه حكم النوع الأول؛

(1) - وفاء محمد عزت الشريف، مرجع سابق، ص: 312-313.
(2) - علي محي الدين القره داغي، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة، -دراسة فقهية، اقتصادية تطبيقية، مرجع سابق، ص: 13.
(3) - المرجع السابق، ص: 14.

ج. بيع الدين الحال بضمن حال، وهذا جائز عند جمهور الفقهاء ما دام الدين مستقرا، أما الدين غير المستقر كالمسلم فيه (دين السلم) فهو غير جائز عند جمهور الفقهاء؛

د. بيع الدين المؤجل للمدين بضمن حال دون زيادة وهذا حكمه حكم الصورة السابقة، وقد صدر بجوازه قرار المجمع الفقهي لرابطة العالم الإسلامي في دورته السادسة عشرة لأن شرط التسليم متحقق، حيث إن ما في ذمته مقبوض حكما، فانتفى المانع من بيع الدين الذي هو عدم القدرة على التسليم.

على ضوء ما سبق، يعد إصدار سندات للتداول بين الدائن والمدين نفسه في الحالة الأولى والثانية غير جائز شرعا، في حين أن إصدار السندات في الحالتين الأخيرتين ممكن ولكن يقتصر دورها في التداول بين الدائن والمدين، وفي هذه الحالة تكاد جدوى هذه السندات معدومة، إذ الغرض الأساسي من إصدارها هو التداول المطلق وليس مجرد تداول بين الدائن والمدين^(*)؛

4- يمكن إصدار سندات للديون بالأعيان أي "بيع الدين بالعين"، حيث يمكن⁽¹⁾:

أ. إصدار سندات للديون ويتم تداولها بالأعيان والسلع وهذا وإن لم يحقق كل أغراض السندات، ولكن يحقق نسبة جيدة منها، حيث يمكن تداولها في أسواق السلع والمعادن والأعيان؛

ب. إصدار سندات في دين السلم في غير الطعام، ويمكن للمصارف الإسلامية أن تطور هذين النوعين من السندات فيما بينها؛

ج. إصدار صكوك المقارضة والإجارة ونحوهما من البدائل الإسلامية بضوابطها الشرعية.

الفرع الثاني: الطريقة الثانية نقل الأصول (الديون) عن طريق التصكيك

يتم من خلال هذه الطريقة خلق ديون أخرى جديدة من خلال إصدار سندات الدين بنفس الآجال والفوائد من خلال الاستعانة بجهة متخصصة للإصدار مقابل رسوم تأخذها من الدائن أو المدين أو من كليهما حسب الاتفاق، وتحتاج هذه الطريقة إلى موافقة جميع الأطراف ذات الصلة بالقرض.

أولاً: يختلف التجديد عن حوالة الحق والحلول الإتفاقي من حيث أنه لا يتم إلا بالاتفاق بين المدين والدائن القديم والدائن الجديد، وأما حوالة الحق فإنها تتم باتفاق بين الدائن القديم والدائن الجديد دون حاجة إلى رضا المدين، بل يكفي إعلامه بها لتنفيذ في حقه، لأن الحق الذي انتقل إلى الدائن الجديد في حوالة الحق هو نفس الحق الذي في ذمة المدين، وأما التجديد بتغيير الدائن فهو يقتضي انقضاء دين قديم، وأن يحل محله دين جديد شغل ذمة المدين فلا بد لانعقاد هذا الدين الجديد من موافقة الأطراف الثلاثة.

يكمن الفرق الأساسي بين التجديد والحلول وحوالة الحق، هو نشوء التزام جديد في التجديد، ومن جانب آخر فإن الحق في حوالة الحق والحلول لا ينقضي بل ينتقل بمقوماته وصفاته ودفعه وتأميناته من دائن قديم إلى دائن جديد، في

(*) - صدر قرار من المجمع الفقهي التابع لرابطة العالم الإسلامي هذا نصه: "...والخلاصة أن تصكيك الديون وتوريقها وسند ردها لأجل المداولة غير جائز شرعا، ومن هنا فلا يجوز تصكيك ديون المرابحة أو الاستصناع أو نحوهما، ولا يمكن الاستفادة في هذا المجال مما ذهب إليه بعض الفقهاء (مثل ابن تيمية وابن القيم) حيث أنهما يشترطان أيضا (مثل الجمهور) في أن التصرف في الديون إنما يجوز إذا لم يترتب عليه ربا الفضل أو ربا النسيئة، ولكن يمكن الاستفادة من مذهب مالك في جواز إصدار سندات بيع دين السلم (من غير الطعام)".

(1) - وفاة محمد عزت الشريف، مرجع سابق، ص: 320.

حين أن الحق الأصلي في التجديد لا ينتقل بل ينقضي بمقوماته وصفاته ودفعه وتأميناته، ويحل محله حق جديد بمقومات وصفاته ودفعه وتأمينات أخرى؛ لذلك فالتجديد لا يقابل لا بالحوالة ولا بالحلول وإنما يقابل بالوفاء بمقابل.

يعد ازدهار الممارسات المصرفية في استخدام التجديد باعتبارها آلية لنقل الحق في ملكية الأصول للمصدر حينما تكون سندات الديون مرتبطة بمسؤولية محتملة كمسؤولية المصرف البادئ للتوريق عن تبعات التسهيلات المشروطة لتمويل القروض أو التسهيلات الائتمانية المتجددة طويلة الأجل، عندئذ يكون الخيار الأفضل هو أن تتضمن عقود هذه التسهيلات صياغة تتيح نقل أصول ديون القروض من خلال تجديد هذه الديون؛

ثانياً: كان يعتمد نجاح التجديد على أن يكون الدين قرضاً مصرفياً مضموناً، ولكن أثبتت الممارسات العملية أن معظم صفقات التوريق تتضمن محافظ استثمارية ضخمة ومتنوعة للأصول المدينة غير القروض المصرفية، وأدى هذا التجاوز إلى توسع كبير في توريق الديون، ومن جانب آخر فإن التجديد وإن كان قد أثبت أنه الطريق الوحيد للتمويل الحقيقي لجميع الحقوق والالتزامات لاستبدالها بأخرى جديدة ونجاحه كآلية مستخدمة حتى الآن في بيع الذمم المدينة الناتجة عن البطاقات الائتمانية المخصصة لتجارة التجزئة؛ فإن لقوانين حماية المستهلك أثراً كبيراً على قدرة المقرض الأصلي (المصرف البادئ للتوريق) والدائن الجديد (SPV) على تنفيذ العقد ضد المقرض (المستهلك المدين) حيث إن بعض القوانين تتطلب الترخيص المسبق وتفرض نوعاً من الرقابة على التجارة في حالات بحيث إذا لم يتم الوفاء بمتطلبات الترخيص فلا يستطيع الدائن تنفيذ دينه وبالتالي فلا يبقى للتجديد قيمة تذكر في مثل هذه الحالات؛

ثالثاً: تدخل عملية التجديد في بيع الدين وقد تم التطرق للحكم الفقهي لبيع الدين، ولكن يتضمن التجديد أمرين، الأول أن الدين نفسه هو دين ربوي حرام لا يجوز شراؤه لا بالأعيان ولا بالديون، والثاني أن الطريقة التي يتم بها نقل الدين من خلال التجديد تتضمن فوائداً مستمرة وبالتالي فالطريقة نفسها أيضاً حرام فلا يجوز التعامل بها.

أما إذا كانت الديون مشروعة ليس فيها ربا كما هو الحال في المؤسسات المالية الإسلامية، فالحل الوحيد هو أن تبيع المؤسسة ديونها إلى مؤسسة أخرى بالأعيان أو الحقوق المالية أو المنافع عند من أجازها، على ضوء الخطوات الآتية⁽¹⁾:

1- موافقة الأطراف الثلاثة وهي المؤسسة الدائنة والعملاء المدينون والمؤسسة المشترية، سواء كانت شركة ذات غرض خاص أو غيرها؛

2- قيام المؤسسة المشترية بتصكيك هذه الأعيان التي هي ملك للمؤسسة المالية الدائنة؛

3- في هذه الحالة لا يكون المصرف الدائن ضامناً لديون العملاء المدينين ولكنهم يبقون ملتزمين بالدين مع فوائد، لأن الدائن قد نقل ديونهم إلى الشركة ذات الغرض الخاص بالبيع، وهنا تطرح تساؤل عن مدى بقاء الدائن (المصرف) ضامناً بعد الصفقة، وهل يجوز في حالة فرض صحة بيع الدين بالعين شرعاً أن يبق المصرف الدائن ضامناً لديون مدينة في حالة ما إذا تم بيع ديونهم إلى مؤسسة أخرى؟

بعد أن قام الدائن ببيع دينه لجهة أخرى بموافقة وموافقة المدينين لم يعد ضامناً له من حيث الأصل والمبدأ لأنه لم يعد أساساً دائناً، ولكن يمكن تضمينه من خلال ما يأتي⁽²⁾:

(1)- على محي الدين القره داغي، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة، دراسة فقهية، اقتصادية تطبيقية، مرجع سابق، ص: 13-14.
(2)- المرجع السابق، ص: 16.

أ. أن يضمن سداد المشتري للثمن بعقد جديد دون ربطه ببيع الدين لأن هذا الضمان خارج عن عملية دينه والضمان جائز، إلا ممن له عقد أمانة مع المضمون له كالوكالة بالاستثمار والمضاربة والمشاركة، حيث لا يجوز في هذه الحالة أن يضمن الوكيل أو المضارب أو الشريك أو نحوهم الأموال التي أمن عليها إلا لحالات التعدي أو التقصير، وبما أن الدائن هنا ليس من هؤلاء فيجوز أن يضمن المشتري سداد ثمن الدين؛

ب. أن يُرتب العقد على أساس الحوالة وأن تكييف على أساس البيع، كون أن الحوالة بالأعيان جائزة و لأنها أيضا تنقل الحق مقيدا بقدرة المحال عليه على الأداء، وبالتالي فإذا لم يستطع أداء الدين لأي سبب كان فإن المحال يرجع على المحيل بقيمة دينه وهذا رأي جماعة من الفقهاء.

الفرع الثالث: الطريقة الثالثة (المشاركة الفرعية)

يستخدم هذا الأسلوب بكثرة بالولايات المتحدة وبريطانيا لترتيب تمويلي يتم بين المصرف البادئ للتوريق ومصرف آخر يطلق عليه المصرف المشارك أو المصرف القائد، يتم بمقتضاه قيامه بالتوريق من خلال تقديم مبلغ من المال للمصرف الأول مقابل سندات مديونية على أن يسترده مع فوائده في زمن الاستحقاق أي تصفية السندات بالقيمة الاسمية والفوائد المتفق عليها. لا يسمح هذا الأسلوب للمصرف المشارك أن يرجع على المصرف الأول، حيث يكون المسؤول عن المبلغ المتفق عليه هو المدين (أو المدينون) وليس المصرف، وعلى الرغم من شهرة هذه الطريقة إلا أنها انتقدت بما يأتي⁽¹⁾:

أولاً: ينطلق هذا الأسلوب من فرضية عدم وجود علاقة تعاقدية بين المصرف المشارك والمدين على عكس الحال في حوالة الحق أو التجديد، مع أن المدين هو المسؤول عن سداد الدين للمصرف المشارك، ويرتب على ذلك ما يأتي:

- 1- لا يتمتع المصرف المشارك بحق انتفاع على الدين، فإذا كان الدين قرضا فلا يتمتع بأي حق من حقوق المصرف الأول بموجب اتفاق تسهيلات القروض؛
- 2- لا يستطيع المصرف المشارك رفع دعوى لمطالبة المدين بالوفاء بالمبلغ الذي دفعه للمصرف الأول وفوائده في حالة التأخير عن الوفاء، بل عليه أن يرجع إلى المصرف الأول والذي يقوم برفع دعوى والمطالبة حسب الاتفاق المبرم بينه وبين المدين؛
- 3- تعرض المصرف المشارك لمخاطرة ائتمانية مزدوجة في حالة إفلاس المصرف الأول أو تعرض المدين لإعسار أو إفلاس؛

ثانياً: عدم وجود قيود جوهرية في أمريكا وبريطانيا على هذه الطريقة مما دفع بعض الاقتصاديين الأمريكيين إلى المطالبة بضرورة التدخل للحد من سلبات هذا الأسلوب، وكانت سياسة معظم الدول الغربية (أمريكا وبريطانيا) تقوم على عدم تدخل المصارف المركزية بفرض قيود على أسواق بيع الديون مع التوجه نحو دعم المصارف المشتريّة (SPV) لضبط ميزانيتها وعدم تعريضها للمخاطر الائتمانية في حالة نقل الأصول بطريقة المشاركة الفرعية، لا سيما في حالة وجود التزامات أو مسؤوليات محتملة عليها؛

ثالثاً: الحكم الشرعي لهذه الطريقة واضح من حيث أنها لا تختلف عن الطرق السابقة، كون الديون ربوية وبقاء الفوائد في جميع مراحلها، ولذلك فهي تدخل ضمن السندات التي صدرت بشأنها قرارات الجامع الفقهيّة السابقة التي قضت بحرمته، إن عملية التوريق كما سبق محرمة في جميع حالاتها وبالتالي فلا يجوز التعامل معها لا بالسندات ولا بتصكيكها.

(1)- المرجع السابق، ص: 18.

يمكن البديل المماثل للمشاركة الفرعية في حالة كون الديون مشروعة في شركة الملك، وذلك بأن يبيع الدائن جزءاً من ديونها أو كلها لشخص طبيعي أو اعتباري (شركة ذات غرض خاص) بنسبة من عقار أو عقارات أو من شركة أو مصنع أو نحو ذلك، ثم يقوم الشخص الطبيعي أو الاعتباري بتصكيك هذه الأعيان بطريقة مشروعة تتوافر فيها الشروط والضوابط المطلوبة من قبل مجمع الفقه الإسلامي في قراره رقم 30(1/3) ومعيار صكوك الاستثمار رقم (17) الصادر من هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية.

المطلب الثاني: (وجه الاختلاف بين التوريق من الناحية التقليدية والتصكيك من الناحية الإسلامية)

يمكن توضيح أوجه الاختلاف بين التصكيك الإسلامي والتوريق التقليدي على النحو التالي، مع الأخذ بعين الاعتبار أنه توجد أوجه تشابه كثيرة بين هاتين العمليتين⁽¹⁾:

- نوعية الموجودات، حيث للتوريق من الناحية الإسلامية ضوابط محددة لنوعية الموجودات التي تمثلها، حيث تركز عمليات التوريق التقليدي غالباً على توريق الديون، أما في عمليات التصكيك فلا يتم تصكيك المديونية إلا على نطاق ضيق عند من يقول بجوازه، كما تتميز الأصول محل العملية بأنها متوافقة مع أحكام المعاملات الإسلامية الأساسية؛
- بيع الموجودات عبارة عن خصم ديون في التوريق التقليدي وعملية بيع أو حوالة أو صرف في عملية التصكيك؛
- الصيغة العامة للهيكل في التوريق التقليدي في الغالب وحيدة، بينما تتعدد في التصكيك الإسلامي بتعدد صيغ التمويل والبيع والاستثمار الإسلامية؛
- العلاقة بين المورق الأصلي والشركة ذات الغرض الخاص شكلية في الإطار التقليدي بينما هي علاقة حقيقية في النظام الإسلامي؛
- عدد الأوراق المالية المصدرة بموجب عملية التصكيك عادة متعددة بينما هي وحيدة في النظام الإسلامي؛
- العائد على الورقة المالية المصدرة قد يكون فائدة ثابتة في النظم التقليدية بينما يكون عائداً متغيراً أو مستقراً من الناحية الإسلامية؛
- وجود هيئة رقابة شرعية تراقب عملية وهيكلية إصدار الصكوك الإسلامية؛
- لا يسمح في النظام الإسلامي للمورق الأصلي أن تكون له حصة حاكمية في رأس مال الشركة ذات الغرض الخاص، بينما قد يسمح بذلك في إطار التجربة التقليدية؛
- يتم عادة استثمار فائض السيولة لدى الشركة ذات الغرض الخاص في سندات ذات فوائد في ظل التوريق التقليدي، بينما يتم الاستثمار بأدوات ومعاملات تتفق مع الشريعة في حالة التوريق الإسلامي؛
- يتم تمويل عجز السيولة لدى الشركة ذات الغرض الخاص في إطار التجربة التقليدية من خلال أدوات تقليدية بفوائد، بينما في إطار الهيكلية الإسلامية يتم من خلال أدوات إسلامية؛
- يتم الرد لأصل المبالغ المستثمرة من قبل المورق الأصلي وبالقائمة الأولى للشراء، بينما في حالة التوريق الإسلامي يعطي المورق أولوية (خيار) الشراء ويتم البيع له بسعر السوق/أو حسب الوعد وذلك ضمن هيكلية الإصدار؛

(1) - فتح الرحمان علي محمد صالح، مرجع سابق، ص ص: 18-19.

► يتم التداول بدون شروط في النظام التقليدي، بينما يتم بشروط محددة في حالة النموذج الإسلامي للتوريق والمقصود بالتداول عمليات بيع الصكوك أو بالأصح بيع ما تمثله هذه الأخيرة، وحيث أنها صكوك ملكية فللمالك الحق في البيع والهبة وكل التصرفات الشرعية التي تنشأ عن حق الملكية؛ لكن يشترط الانضباط بأحكام الصرف والدين والتجارة؛

► من حيث طرق التوريق، سبقت الإشارة في الفصل السابق عند التطرق لأنماط التوريق التقليدي بأنه يتم من خلال ثلاثة أساليب في الغالب وهي هيكلية الدين والتي هي عبارة عن اقتراض بفائدة المحرم شرعا الأمر الذي يجعله أسلوبا غير ملائم للتوريق الإسلامي، أما الأسلوب الثاني والذي يكون من خلال الشهادات المدفوع من خلالها فهو يتشابه مع الأسلوب الأول، فالخصص الناتجة عنه تمثل أدوات مديونية يجب على المصدر الوفاء بها ويضاف إلى ذلك أن حملتها يستحقون أيضا جزءاً من الأرباح التي تحققها الأصول محل التوريق مما يجعله غير مقبول إسلامياً أيضاً.

أما بالنسبة للتوريق من خلال الشهادات الناقلة فهو الأسلوب الأنسب للتوريق الإسلامي، ذلك أنه عبارة عن تقسيم ملكية الأصول محل التوريق وبيعها للمستثمرين، بحيث يصبح حامل الشهادة عبارة عن شريك في ملكية هذه الأصول وهو بذلك لا يترتب له عائداً محدداً مسبقاً وإنما يعتمد على ما تحققه هذه الأصول من ربح أو خسارة؛ وهذا لا يتنافى مع أحكام المعاملات الإسلامية من حيث الأصل مع مراعاة الشروط الأخرى⁽¹⁾؛

► تعتبر التعزيزات الائتمانية من أهم مكونات صفقات التوريق التقليدي، وهذا أمر تتطلبه طبيعة هذه العملية التي هي في الغالب عملية تحويل للديون من مصدرها إلى المستثمرين الجدد، ولا بد لهؤلاء من ضمانات كافية للقروض التي قدموها، أما في التصكيك فالوضع يختلف تماماً إذ العلاقة ليست علاقة دائنية وإنما هي مشاركة في الأصول واستحقاق للربح أو الخسارة وبالتالي ليس هناك حاجة لمثل تلك التعزيزات الائتمانية، ولكن قد يرغب حملة الصكوك والأطراف ذات العلاقة بالتأمين ضد مخاطر معينة؛ ويمكن ذلك من خلال اقتطاع جزء من الأرباح للتأمين ضد هذه المخاطر⁽²⁾.

يلخص الجدول الموالي أبرز الفروقات الجوهرية بين نموذجي التوريق التقليدي والإسلامي.

(1)- Tariq Ali Arsalan, **Managing Financial Risks of Sukuk Structures**, Dissertation of Master of science at Loughborough University, UK, 2004, p:[9-12] .

(2)- Jobst Anderas, **The Economics of Islamic Financial and Securitization**, 2007, p:17. IMF, working paper from the website: www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2007/w07117.pdf.

المجدول رقم (3-3): الفروقات الجوهرية بين نموذجي التوريق الإسلامي والتقليدي

أوجه الاختلاف	النموذج التقليدي	النموذج الإسلامي
نوعية الموجودات	تمثل الموجودات المؤرقة ديونا كقروض السيارات والبطاقات الائتمانية وذمم مدينة وقروض ربوية... الخ	الموجودات المؤرقة ذات طابع ومنشأ شرعي فهي أعيان ومنافع أو الديون في الذمم والصادرة وفق عقد شرعي
العلاقة بين المورق الأصلي و (SPV)	علاقة شكلية في معظم الأحيان	-
عدد الأوراق المُصدرة	في الغالب عدة أوراق مالية بفئات مختلفة	ورقة واحدة ذات قيم وحقوق متساوية
عائد ومخاطر الورقة المالية المُصدرة	العائد معلوم ومحدد مسبقاً بالاستناد إلى سعر الفائدة والمخاطر متنوعة	الصك المالي له نفس الحق من العُثم والعُرم.
وجود هيئة رقابة شرعية	لا يشترط وجود هيئة رقابة شرعية	ضرورة وجود هيئة رقابة شرعية
استثمار فائض السيولة لدى (SPV)	تستثمر الفوائض النقدية في سندات غير إسلامية	تستثمر الفوائض النقدية في الاستثمار السلي أو أي مجال متوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية
الشركة ذات الغرض الخاص (SPV)	تُكون شركة يمكن أن يساهم فيها المورق الأصلي	لا يسمح للمورق الأصلي أن يمتلك حصة حاكمة في الشركة لتعارض المصالح
تمويل عجز السيولة لدى (SPV)	اقتراض بفائدة لدفع قيمة الموجودات المراد توريقها حين إصدار السندات	تمويل بدون فائدة وفقاً لصيغ التمويل المختلفة
الصيغة العامة للهيكل	عادة صيغة وحيدة ويغلب عليها القرض	صيغ متعددة بحسب صيغ التمويل الإسلامية
رد أصل المبالغ المستثمرة بعد نهاية التوريق	يتم الرد من قبل المورق الأصلي وبالقيمة الأولى للشراء	يعطي المورق أولوية (خيار) الشراء ويتم البيع له بسعر السوق/أو حسب الوعد
تغطية الإصدار	يتم توفير المبالغ التي تقل عن الاكتتاب من خلال قروض ربوية	ترد المبالغ للمكتتبين إذا لم يتم تغطية الإصدار أو في حال عدم وجود متعهد تغطية
التداول	عملية خصم ديون	بيع حقيقي لحصة شائعة في ملكية موجودات
الموجودات المؤرقة	يمكن تقديم معلومات عن الموجودات، الهدف منها طمأنة الدائنين إلى وجود تدفقات نقدية	يجب تقديم معلومات كافية عن الموجودات المراد توريقها لأنها تمثل المبيع في عقد البيع
تكييف العلاقة	علاقة دائنية متوازنة بين حملة السندات	علاقة مشاركة بين حملة الصكوك

المصدر: فؤاد محمد أحمد محيسن، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، الدورة التاسعة عشرة، إمارة الشارقة، الإمارات

العربية المتحدة، 2009، منظمة المؤتمر الإسلامي، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، ص: 46.

المطلب الثالث: مقارنة بين الصكوك الإسلامية والأوراق المالية الأخرى

هناك العديد من أوجه الاختلاف والتشابه ما بين الصكوك وكل من الأسهم والسندات والمشتقات المالية، يمكن إبرازها فيما يلي:

الفرع الأول: مقارنة بين الصكوك والأسهم

هناك مجموعة من الفروقات ومن بينها⁽¹⁾:

أولاً: الصكوك بشكل عام ورقة مالية قليلة المخاطر، بينما الأسهم ورقة مالية ذات مخاطر عالية؛

ثانياً: الصكوك في أغلب هياكلها أداة تمويل خارج الميزانية، بينما الأسهم حصة مشاعة في رأس مال الشركة وعليه فحامل الصك مُمول للشركة المُصدرة، وأما مالك السهم فهو شريك ومالك لحصة مشاعة في رأس مال الشركة؛

ثالثاً: لما كانت الصكوك أداة مالية غرضها تمويل المصدر، فإنها في الأعم الأغلب تكون مؤقتة ولها تاريخ استحقاق (إطفاء)، بينما الأسهم ورقة مالية غير مؤقتة، كما أن تحويل الصكوك إلى أسهم جائز شرعاً ولكن ضمن ضوابط وشروط إصدار كل منهما، وتحويلها إلى أسهم يتحول مالك الصك من ممول للشركة من الخارج إلى مالك لحصة مشاعة في رأس مالها.

الفرع الثاني: العلاقة بين الصكوك و عقود التمويل الإسلامية المبنية

تعتبر كل من عقود التمويل الإسلامية المبنية^(*) والصكوك من الأدوات التمويلية الشرعية المهيكلّة، ويكمن الفرق الجوهرى بينهما في أن الصكوك ورقة مالية تتسم بجميع خصائص الأوراق المالية، ومنها أنها ذات قيمة متساوية عند إصدارها وعدم قابليتها للتجزئة في مواجهة المُصدر وأنها ذات مسؤولية محدودة وقابليتها للتداول؛ أما عقود التمويل المبنية فهي قروض أو تمويلات ذات حجم كبير تقدم من مجموعة من المصارف ويعين أحدها كمدير للتمويل. إلا أن أهم هذه الخصائص هو قابلية الصكوك للتداول، وعليه فإن كثيراً من العقود التمويلية الجائزة والتي تبنى عليها هيكله عقود التمويل المبنية كالمراجحة والإستصناع لا يمكن تحويلها إلى صكوك متداولة لأنها تمثل مديونية في ذمة المدين، بينما العقود الشرعية التي تهيكّل الصكوك عليها يجب ألا تمثل ديناً حتى تكون متداولة كالإجارة والمضاربة والمشاركة والوكالة بالاستثمار؛ ولذلك فإن عقود التمويل المبنية التي تهيكّل على التأجير أو شراء محافظ الأعيان المؤجرة يمكن تحويلها إلى صكوك متداولة حتى بعد بداية التمويل المُجمّع المبني على مثل هذه العقود الشرعية⁽²⁾.

الفرع الثالث: مقارنة بين الصكوك والسندات

(1) - قتيبة عبد الرحمن العاني، التمويل ووظائفه في المصارف الإسلامية والتجارية - دراسة مقارنة - دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2013، ص: 151.
(2) - حولة فريز النوباني، هيكله الصكوك بين الفقه والممارسة، أطروحة دكتوراه الفلسفة، قسم المصارف الإسلامية، كلية العلوم المالية والمصرفية، غير منشورة، الأردن، 2011، ص: 160.

الفصل الثالث:.....عمليات التوريق من المنظور المصرفي الإسلامي - عمليات الصكوك -

توجد هناك أوجه تشابه بين الصكوك والسندات، كون أن كلاهما أوراق مالية متداولة غرضهما الأساسي هو التمويل، حيث يمكن من خلال الصكوك أو السندات أداء وتنفيذ العديد من الوظائف الاقتصادية المهمة كالتحكم في حجم السيولة النقدية وتمويل الأغراض المختلفة، كما تصنفان بأهما أوراق مالية ذات استقرار كبير ومخاطر متدنية.

لكن هناك فروقا أساسية بين الصكوك والسندات، وهي موضحة في الجدول الموالي:

الجدول رقم (4-3): مقارنة بين الصكوك الإسلامية والسندات الربوية

عناصر المقارنة	الصكوك الشرعية	السندات التقليدية (الربوية)
الطبيعة والشكل القانوني	حصة شائعة للموجودات طبقا لمبدأ المشاركة بالربح والخسارة وتعتبر من الاستثمارات المتوسطة والطويلة الأجل	قرض ربوي، فوائد دورية (ثابتة) ويعتبر من الاستثمارات طويلة الأجل
آلية الإصدار	الاكتتاب العام مع مراعاة الضوابط الشرعية	الاكتتاب العام
التداول	قابليتها للتداول مع مراعاة حالة الموجودات، باستثناء صكوك السلم والاستصناع غير قابلة للتداول	قابليتها للتداول
الأرباح والعوائد	الربح غير مقطوع إنما قائم طبقا لمبدأ المشاركة بالربح والخسارة "المعتم بالمعزم"	الفوائد دورية ومحددة سلفا
القابلية للتحويل إلى أسهم	غير قابلة للتحويل، لأن الصكوك عبارة عن مشاريع قائمة	قابلة للتحويل إلى أسهم
التزامها بالضوابط الشرعية	من شروط التعاقد التزامها بأحكام الشريعة الإسلامية	لا يوجد التزام بأحكام الشريعة ويكون الالتزام بما يخدم المصالح الدنيوية
التمثيل القانوني للمالكين	تنشأ هيئة ذات شخصية مستقلة مملوكة لحاملي الصكوك لتمثيلهم مع الجهات الأخرى باعتبارهم أرباب مال	تنشأ هيئة ذات شخصية مستقلة مملوكة لحاملي السندات لتمثيلهم مع الجهة المصدرة للسندات باعتبارهم مقرضين
ضمان رأس المال	لا ضمان لرأس مال حاملي الصكوك ويمكن شرعا أن يتبرع طرف ثالث بالضمان شريطة أن يكون منفصلا في شخصيته مستقلا بذمته المالية عن طرفي العقد	تضمن الجهة المصدرة رأس المال والفوائد
الإطفاء	يمكن أن يكون كليا في نهاية مدة الإصدار أو جزئيا بالتدرج خلال سنوات الإصدار مع مراعاة جميع الضوابط الشرعية المتعلقة بإصدار الصكوك وتداولها ومبدأ العدل والمساواة بين حملة الصكوك	يمكن أن يكون كليا في نهاية مدة الإصدار أو جزئيا بالتدرج خلال سنوات الإصدار وفقا لما تنص عليه نشرة الإصدار

المصدر: وليد خالد يوسف الشايجي، عبد الله يوسف الحججي، صكوك الإستثمار الشرعية، مداخلة مقدمة إلى المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر، بعنوان المؤسسات المالية الإسلامية، معالم الواقع وآفاق المستقبل، كلية الشريعة والقانون، جامعة دبي، 15-17 ماي 2005، ص: 938، -بتصرف-

الفرع الرابع: مقارنة بين الصكوك الإسلامية والمتقاسم المالية

الفصل الثالث: عمليات التوريق من منظور المصرف الإسلامي - عمليات الصكوك -

تقوم الصكوك الإسلامية على ارتباط وثيق بوجودات أو منافع ذات جدوى اقتصادية، أما المشتقات المالية فهي مشتقة من عقود مالية أساسية، لذا فإنه ليس للمشتقات المالية حقوقاً مالية مباشرة على أصول حقيقية، أما في حالة الصكوك الإسلامية فمن شروط تداولها أن تكون مرتبطة بأصول حقيقية ولا يمكن اشتقاق أدوات مالية ثانوية من الصكوك الإسلامية كونها مرتبطة بالسلعة أو المنفعة ومحكومة بشروط شرعية معينة تسمح بالتداول أو عدمه⁽¹⁾.

كذلك، فإن توزيع المخاطر في كل من المشتقات المالية والصكوك الإسلامية أمر وارد صورياً في المشتقات المالية، والتي كان التوسع فيها سبباً من أسباب الأزمة المالية التي هزت الأسواق الأمريكية في نهاية 2008، فلمشتقات عبارة عن بيع لديون ولا تعتمد على بيع لأصول أو منافع حقيقية وما هي إلا توليد للنقد (للسيولة) من خلال البيوع المتولدة من بعضها البعض والمعتمدة في واقع الحال على ديون تشكل في النهاية رافعة مالية وهمية؛ في حين توفر الصكوك الإسلامية السيولة باعتمادها التام على أصول حقيقية ومنافع مقبولة شرعاً وتحكمها قواعد الاستثمار في الشريعة الإسلامية التي تحرم بيع الدين أو ما ليس عندك⁽²⁾.

يوضح الجدول الموالي أهم الفروق بين الصكوك والمشتقات المالية.

الجدول رقم (5-3): مقارنة بين الصكوك الإسلامية والمشتقات المالية

الصكوك	المشتقات المالية
- يستمر الصك بتحمل مخاطر الأصل بشكل مباشر حتى ولو تم تداوله؛	- قائمة على الحقوق والمطالبات؛
- لها قيمة حقيقية مرتبطة بملكية المالك أو المستفيد من الأصل؛	- ليس لها قيمة حقيقية؛
- يرتبط الصك بعقد واحد ويحفظ بصله مع الأصل في كل الأوقات.	- يتم إنشاء العقود من العقود الأساسية ذات الأولوية

Source: Mohd. Akbar Ali Khan, Gulam Muntaqua and Mohad. Abdul Samad, **Shariah's Drive Against Derivatives**, Islamic Capital Markets Products Regulation & Development, Islamic Research Training Institute, IDB, Saudi Arabia, 2008, p: 213.

المطلب الرابع: مخاطر الصكوك وموقف الشريعة من ضمانها

توجد علاقة وثيقة بين الاستثمار من منظور إسلامي وبين تحمل المخاطر (تبعاً الهلاك الكلي أو الجزئي أو انخفاض القيمة)، وهذا المبدأ قد أرساه الحديث الشريف الموجز الذي نصه "الخراج بالضمان"^(*)، أي ما يخرج ويتحصل من مكاسب منوط استحقاقه شرعاً بتحمل التبعة والمسؤولية عن الخسارة أو التلف في حال وقوعها.

تباين المخاطر التي تتعرض لها الصكوك وفقاً لهيكلها، حيث تختلف مخاطر صكوك المراجعة عن صكوك المشاركة والإستصناع والإجارة، كما تختلف الصكوك ذات العقود المركبة عن البسيطة القائمة على عقد واحد وتبعاً لذلك تكون مخاطر الصكوك الإسلامية على مستويين، مخاطر الاستثمار الإسلامي وهي المخاطر التي تتعرض لها صيغ التمويل

(1) - حسين محمد سمحان وآخرون، مرجع سابق، ص: 212.

(2) - المرجع السابق، ص: 213.

(*) - المراد بالضمان هنا تحمل التبعة سواء بالتلف أو بهبوط القيمة، لأنه تلف حكماً فلا سند لحصر معنى الضمان هنا بالتلف فلا يسلم للقول بفك الملازمة بين الخراج (العُثم) والضمان (العُزم).

الفصل الثالث: عمليات التوريق من المنظور المصرف الإسلامي - عمليات الصكوك -

الإسلامية؛ أما المستوى الثاني فهو مخاطر الاستثمار وهي المخاطر التي تتعرض لها الاستثمارات بمختلف أنواعها والتي تقسم إلى مخاطر منتظمة وأخرى غير المنتظمة⁽¹⁾.

الفرع الأول: مفهوم المخاطرة

تمثل الصكوك الإسلامية موجودات تحتوي على خليط من النقود والديون والأعيان والمنافع أو على بعض منها، ونظرا لآليات إصدارها القائمة على صيغ التمويل الإسلامية، فإنها تتعرض للمخاطر التي تتعرض لها المشروعات الاستثمارية الإسلامية^(*).

أولاً: تعريفها

1- **لغة:** الحَظَرُ بفتح الحاء هو الإشراف على الهلاك وخوف التلف، يُقال هذا أمر حَظَرٌ، أي متردد بين أن يوجد وأن لا يوجد، والحَظَرُ أيضا هو "ارتفاع القدر والمال والشرف والمنزلة" وجمعه أخطار، والخطير من كل شيء "النبيل"، كما يطلق الحَظَرُ على السبق الذي يُتراهن عليه والمخاطرة "المراهنة" وتخطروا على الأمر "تراهنوا عليه"⁽²⁾.

2- اصطلاحاً:

أ. "ينشأ الخطر عندما يكون هناك احتمال لأكثر من نتيجة والمحصلة النهائية غير معروفة"⁽³⁾؛
ب. "هي التقلبات المنتظمة وغير المنتظمة التي تحدث في قيم الأصول الاستثمارية وعائداتها المتوقعة في ظروف عدم التأكد السائدة في الأسواق المالية والنشاطات الاقتصادية على المستويين المحلي والدولي"⁽⁴⁾؛
ج. "ظاهرة عشوائية توافق وضعية أين تكون الأحداث غير متوقعة إلا باحتمالات، على عكس عدم التأكد الذي يوافق مستقبل غير متوقع بشكل تام (تملص من الحساب) وعكس التأكد الذي يسمح بالتنبؤ"⁽⁵⁾؛
د. تدعى المخاطرة أحيانا الخطر رغم الاختلاف الموجود بينهما، وعلى العموم فإن الخطر يمثل موضوع عمل شركات التأمين لا مؤسسات الإقراض، كما تختلف وضعية المخاطرة عن وضعية عدم التأكد، حيث يمكن الحديث عن المخاطرة عندما يتعرض عون اقتصادي إلى مصادفة ذات أثر سلبي بحيث تكون هذه المصادفة قابلة للتقدير بواسطة احتمالات رقمية محددة من طرف العون الاقتصادي بصفة موضوعية أو ذاتية، بينما في حالة عدم التأكد لا يدخل العون أي احتمال رقمي في تقديره؛ أي يتم وضع التقديرات على أساس الحكم الشخصي لمتخذ القرار على عكس المخاطرة أين يتم وضع هذه التقديرات على أساس البيانات التاريخية⁽⁶⁾؛

(1) - حسين محمد سمحان وآخرون، مرجع سابق، ص: 214.

(*) - يمكن تصنيف المخاطر المحيطة بالصكوك إلى **مخاطر عامة**، أي المخاطر التي تتعلق بالأسواق المالية لأسباب عامة بها و**مخاطر خاصة**، أي المخاطر التي تحيط بالصكوك لعوامل خاصة بها، ويمكن إجمال هذه الأخيرة في: 1- مخاطر مصدري الصكوك، 2- مخاطر تصكيك الذمم المقبولة شرعا (مخاطرة التأخر في الوفاء ومخاطرة العجز عن الوفاء)، 3- مخاطر تصكيك الأصول العينية، 4- المخاطر التشغيلية، 5- المخاطر القانونية، 6- مخاطر مخالفة أحكام الشريعة الإسلامية، 7- مخاطر صيغ التمويل الإسلامي.

(2) - فضل عبد الكريم محمد، **إدارة المخاطر بالمصارف الإسلامية**، مجموعة قنطجني البريدية، 2008/6/4، ص: 1.

(3) - طارق الله خان، حبيب أحمد، **إدارة المخاطر - تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية**، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، المصرف الإسلامي للتنمية، جدة، مكتبة الملك فهد الوطنية، 2003، ص: 25.

(4) - هوشيار معروف، **الاستثمارات والأسواق المالية**، عمان، دار صفاء، 2003، ص: 253.

(5) - Alain-Ch.Martinet, Ahmed Silem et autres, **Lexique de gestion**, 5^{ème} Edition, Dalloz, Paris, 2000, p : 375.

(6) - Bernard Barthélemy et autres, **Gestion des risques, Méthode d'optimisation globale**, 2^{ème} Edition, Editions d'organisation, Paris, 2002, p : 13.

هـ. بالرغم من اختلاف المعنى اللغوي بين الخطر الذي يعني سبب الخسارة والمخاطرة التي تعني الحالة التي تسبق الخطر، إلا أنه يتم اعتبارهما اصطلاحاً ذا معنى واحد والذي يشمل عنصري عدم التأكد والخسارة، وهذا ما يفسر بأن المخاطر بالمعنى الاصطلاحي يمكن أن يعبر عنها كتوزيع احتمالي مع انتشار النتائج المستقبلية حول مستوى التوقع⁽¹⁾؛

و. يخلط الكثير بين مفهوم المخاطرة والمضاربة والمقامرة، إلا أن إدارة الاستثمار تفرق بين هذه المفاهيم توخياً لدقة المقاصد وتمييزاً للمستثمر الحقيقي عن المتداول العرضي الذي لا يعتمد منهجية نظامية، فالمضاربة هي قبول مخاطر تجارية معتبرة لتحقيق عائد يتناسب معها، وبالتالي يمكن القول أن هذا العائد ما هو إلا الربح المتوقع الذي يتجاوز العائد الذي يحققه البديل الاستثماري الخالي من المخاطرة وهذا هو مفهوم علاوة المخاطرة؛ أما المخاطر المعتبرة فهي التي تكون بالقدر الذي يكفي للتأثير في القرار الاستثماري⁽²⁾، أما المقامرة فهي المراهنة على نتيجة غير مؤكدة أو مبهمة، وبالتالي تفتقد المقامرة لمفهوم العائد المناسب، ويمكن من الناحية الاقتصادية القول أنها قبول المخاطر دون هدف محدد إلا الإثارة المحققة من ذلك، في حين تجسد المخاطرة فرص تباين النتائج المتوقعة من الاستثمار أي اختلاف العائد الفعلي للاستثمار عن العائد المتوقع⁽³⁾؛

3- المخاطرة في المفهوم المالي:

أ. "هي ضرر مباشر متوقع للنشاط المرتبط بوحدة اقتصادية بسبب وقوع أحداث اقتصادية أو طبيعية أو سياسية أو بفعل بشري، وفي حالة حدوثها ينتج عنها خسائر مؤثرة قد تؤدي إلى عدم استمرارية الوحدة الاقتصادية في النشاط الممارس وخروجها من السوق"⁽⁴⁾؛

ب. "هي إمكانية حدوث انحراف في المستقبل، بحيث تختلف النواتج المرغوب في تحقيقها عما هو متوقع، أو عدم التأكد من الناتج المالي في المستقبل لقرار يتخذه الفرد الاقتصادي في الحاضر على أساس نتائج دراسة سلوك الظاهرة الطبيعية في الماضي أو هي توقع اختلافات في العائد بين المخطط والمطلوب والمتوقع حدوثه"⁽⁵⁾.

اكتسبت المخاطرة أهميتها في المفهوم المالي حينما أصبحت جزءاً من عملية اتخاذ القرارات المالية، لذلك فإن الإدارات المالية توليها اهتماماً خاصاً بالدراسة والتحليل حتى يمكن تجنبها؛

4- المخاطرة في الفقه الإسلامي: ورد لفظ الخطر أو المخاطرة في كتب الفقه الإسلامي على لسان عدد من الأئمة في

مناسبات مختلفة، وللإشارة فإن لفظ المخاطرة أو الخطر لم يرد ذكره في القرآن الكريم أو السنة النبوية الشريفة وإنما ورد معناه في لفظ مرادف له هو "الغرر"⁽⁶⁾.

ليس لمفهوم الخطر أو المخاطرة في الفقه الإسلامي تعريفاً محدداً اتفق أو اختلف عليه الفقهاء، ولكن تم تناوله في مناسبات عديدة عند تعرضهم للغرر الذي يكون في بعض العقود، وبالطبع لا يعني هذا القول أن مفهوم الخطر في الدراسات المالية كان غائباً عليهم فقد تحدثوا عن المضاربة والمشاركة وغيرها من العقود وهي تتضمن أنواعاً مختلفة من المخاطر، غير أن

(1)- حاكم محسن الربيعي، حمد عبد الحسين راضي، **حوكمة المصارف وأثرها في الأداء والمخاطرة**، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2011، ص: 161.

(2) - محمد مجد الدين باكير، **مخاطر الاستثمار، إدارتها واستراتيجياتها**، شعاع للنشر والعلوم، سوريا، 2008، ص: 94. - بتصرف.

(3) - المرجع نفسه.

(4) - فضل عبد الكريم محمد، مرجع سابق، ص: 3.

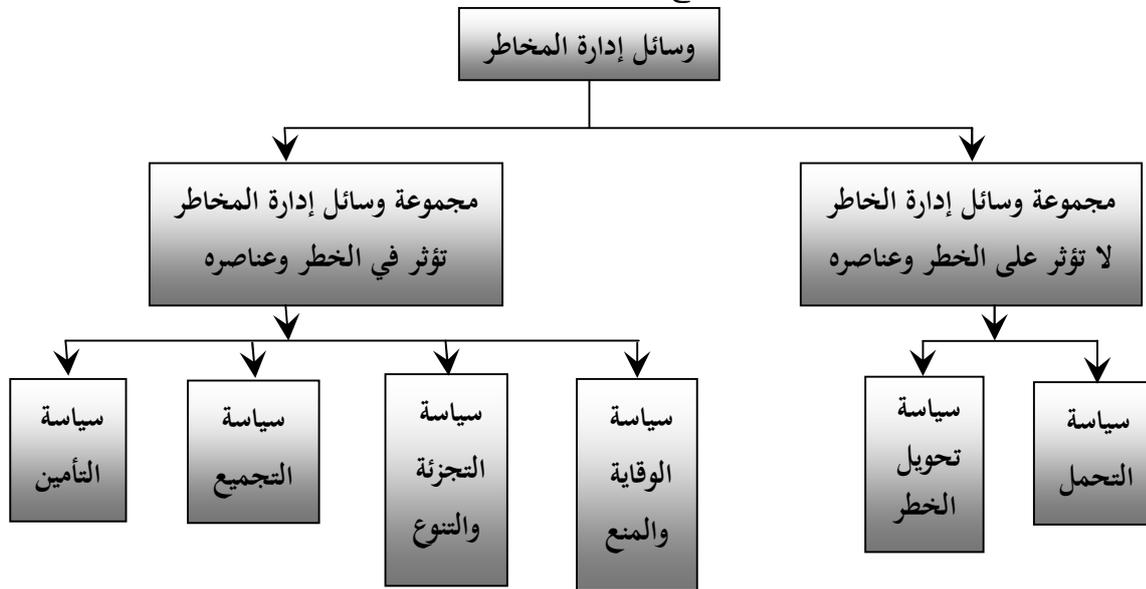
(5) - عبد الكريم أحمد قندوز، **إدارة المخاطر بالمؤسسات المالية الإسلامية من الحلول الجزئية إلى التاصيل**، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بديبي، 31 ماي- 3 جوان 2009، ص: 18.

(6) - في الحديث الذي رواه أبو هريرة رضي الله عنه أن النبي صلى الله عليه وسلم نهى عن "بيع الحصة وعن بيع الغرر"، والغرر في اللغة هو "الخطر".

جل حديثهم عن المخاطرة كان منصبا عن الغرر^(*)، كما يختلف مفهوم الخطر في الفقه الإسلامي عن مفهومه في الدراسات المالية المعاصرة، إذ تنحصر المخاطرة عند الفقهاء في صيغة العقد بصرف النظر عن الظروف الخارجية المحيطة بالمتعاقدين⁽¹⁾.
وكما قال ابن القيم "المخاطرة مخاطرتان، مخاطرة التجار وهو أن يشتري السلعة بقصد أن يبيعها ويربح ويتوكل على الله في ذلك، والخطر الثاني الميسر الذي يتضمن أكل المال بالباطل، فهذا الذي حرمه الله سبحانه وتعالى"⁽²⁾؛

ثانياً: وسائل إدارة المخاطر: يقصد بإدارة المخاطر "تنظيم متكامل يهدف لمواجهة المخاطر بأفضل الوسائل وأقل التكاليف وذلك عن طريق اكتشافه وتحليله وقياسه وتحديد وسائل مواجهته مع اختيار أنسبها لتحقيق الهدف المطلوب"⁽³⁾، ويمكن تقسيم وسائل إدارة المخاطر تبعاً لمدى تأثير كل وسيلة على المخاطر وعناصره المختلفة، كما هو موضح في الشكل الموالي:

الشكل رقم (3-4): وسائل إدارة المخاطر



المصدر: عادل محمد رزق، الاستثمارات في المصارف والمؤسسات المالية من منظور إداري ومحاسبي، دار طيبة للنشر والتوزيع والتجهيزات العلمية، مكان النشر، 2004، ص: 87.

الفرع الثاني: طبيعة مخاطر المصارف الإسلامية

تواجه المصارف الإسلامية نوعين من المخاطر، الأول منها تشترك فيه مع المصارف التقليدية ومن هذه المخاطر مخاطر الائتمان ومخاطر السوق ومخاطر السيولة ومخاطر التشغيل، والنوع الثاني تنفرد به المصارف الإسلامية بالنظر إلى المكونات

(*)- يقول الإمام مالك رضي الله عنه: "...الأمر عندنا، إن من المخاطرة والغرر شراء ما في بطون الإناث من النساء والدواب، لأنه لا يدري أيخرج أم لا يخرج؟ فإن خرج لم يدري أيكون حسناً أم قبيحاً أم تاماً أم ناقصاً أم ذكراً أم أنثى؟ وذلك كله يتفاضل إن كان على كذا فقيمه كذا، وإن كان على كذا فقيمه كذا".
يقول الإمام الشافعي رضي الله عنه: "إذا قال الرجل للرجل ما قضى لك به القاضي على فلان أو شهد لك به عليه شهوداً أو ما أشبه هذا فأنا له ضامن لم يكن ضامناً للشيء من قبل إنه يقضى له ولا يقضى له ولا يشهد له ولا يشهد له فلا يلزمه شيء، فلما كان هذا هكذا لم يكن هذا ضامناً وإنما يلزم الضمان بما عرفه من الضامن، فأما ما لم يعرفه فهو من المخاطرة".

(1)- فضل عبد الكريم محمد، مرجع سابق، ص: 5.
(2)- حسن محمد الرفاعي، سوق الأوراق المالية: من المخاطر إلى الأزمات قراءة في أبعادها المالية وأحكامها في الاقتصاد الإسلامي، بحث مقدم إلى المنتدى الدولي الثاني: "متطلبات التنمية في أعقاب إفرازات الأزمة المالية العالمية" جامعة بشار، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، 2010، ص: 3.
(3)- عادل محمد رزق، مرجع سابق، ص: 87.

المتميزة في أصولها وخصوصها⁽¹⁾، وتعد الصناعة المصرفية من أكثر الصناعات تعرضاً للمخاطر خاصة مع تغير طبيعتها وهذا على ضوء الأموال التي تحصل عليها من مصادرها المختلفة وأوجه استخدامها^(*).

يمكن تصنيف المخاطر الكلية إلى نوعين رئيسيين وهما المخاطر العامة (الكلية أو المنتظمة) وتشير إلى ذلك الجزء من المخاطر الكلية الذي يمثل مخاطر منتظمة لا يمكن تجنبها بالتنوع، حيث تصيب هذه المخاطر عوائد كافة الأوراق المالية بصرف النظر عن المنشأة المصدرة لتلك الأوراق وذلك بسبب عوامل اقتصادية أو عوامل سياسية أو عوامل بيئية، أما المخاطر الخاصة وهي التي لا تؤثر على السوق بشكل عام، وتشير إلى ذلك الجزء من المخاطر الكلية الذي يمثل مخاطر غير منتظمة يمكن تجنبها أو تخفيضها بالتنوع⁽²⁾، حيث ترجع هذه النوعية من المخاطر إلى ظروف المنشأة أو إلى ظروف الصناعة التي تنتمي إليها المنشأة⁽³⁾.

أولاً: مخاطر الائتمان: تنجم هذه المخاطر عن تخلف أو عجز الطرف الآخر عن الوفاء بالتزاماته التعاقدية كاملة وفي مواعيدها تجاه المصرف مما يؤدي إلى حدوث خسائر، وتكون مخاطر الائتمان في صورة مخاطر تسوية أو مدفوعات تنشأ عندما يكون على أحد أطراف الصفقة أن يدفع نقوداً (مثلاً في حالة عقد السلم أو الإستصناع) أو أن عليه أن يسلم أصولاً (مثلاً في بيع المراجحة) قبل أن يتسلم ما يقابلها من أصول أو نقود، مما يعرضه لخسارة محتملة.

في حالة صيغ المشاركة في الأرباح (مثل المضاربة والمشاركة) تأتي مخاطر الائتمان في صورة عدم قيام الشريك بسداد نصيب المصرف عند حلول أجله، وقد تنشأ هذه المشكلة نتيجة تباين المعلومات عندما لا يكون لدى المصارف المعلومات الكافية عن الأرباح الحقيقية لمنشآت الأعمال التي جاء تمويلها على أساس المشاركة/المضاربة. بما أن عقود المراجحة هي عقود متاجرة، تنشأ المخاطر الائتمانية في صورة مخاطر الطرف المقابل وهو المستفيد من التمويل والذي تعثر أدائه في تجارته ربما بسبب عوامل خارجية عامة وليست خاصة به⁽⁴⁾؛

ثانياً: مخاطر السيولة: تتعرض المصارف الإسلامية لمخاطر سيولة جدية للأسباب التالية⁽⁵⁾:

- 1- لا تستطيع المصارف الإسلامية أن تقترض بفائدة أموالاً لمقابلة متطلبات السيولة عند الحاجة؛
- 2- لا تسمح الشريعة الإسلامية ببيع الديون إلا بقيمتها الاسمية، لهذا فلا يتوفر للمصارف الإسلامية خيار جلب موارد مالية ببيع أصول تقوم على الدين؛
- 3- الهدف المحدد للتسهيلات التي تمنحها المصارف المركزية من خلال وظيفتها المسماة المقرض الأخير هو تقديم سيولة طارئة للمصارف عند الحاجة، وتكون هذه التسهيلات وفق نظام الفائدة المصرفية المقطوعة التي لا تتعامل بها المصارف الإسلامية؛

(1) - حربي محمد عريقات، سعيد جمعة عقل، **إدارة المصارف الإسلامية - مدخل حديث**، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص: 309.

(*) - يؤكد **مدخل النظم** على أهمية البيئة التي يعمل بها المصرف، فهذا الأخير كمنظمة يعتبر نظاماً مفتوحاً يتصف بالحركية أي أنه يتعامل ويتفاعل بصفة مستمرة مع البيئة التي يعمل بها، حيث يستمد منها موارده البشرية والمعلوماتية والمادية وغيرها في صورة مدخلات وفي المقابل يقدم لها خدماته المصرفية في صورة مخرجات؛ ويرجع الاهتمام المتزايد بالبيئة المصرفية لزيادة الفرص والمعوقات التي من الممكن أن يتعرض لها المصرف.

(2) - المومني غازي فلاح، **إدارة المحافظ الاستثمارية**، عمان، دار المناهج، 2002، ص: 80.

(3) - **مخاطر وتحديات ومسائل تنفرد بها المصارف الإسلامية**، منها مخاطر غياب الفهم الصحيح للمخاطر في العقود الإسلامية والمخاطر المؤسسية ومخاطر تتعلق بصيغ التمويل الإسلامية ومخاطر الدخل الحلال والدخل الحرام وعدم جواز استخدام المشتقات المالية التقليدية وتحديات انتقال المخاطر. للمزيد من الشرح، راجع: محمد سهيل الدروبي، **إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية**، ملخص محاضرات، مقرر لدبلوم عام المصارف الإسلامية، 2007، ص: [7-10].

(4) - حربي محمد عريقات، سعيد جمعة عقل، مرجع سابق، ص: 311.

(5) - المرجع السابق، ص: 313.

تالاب: المخاطر السوقية: تنشأ مخاطر السوق عن التقلبات في قيمة الموجودات القابلة للتداول أو التأجير وأسعار صرف العملات وأسعار الأسهم وأسعار السلع والموجودات المؤجّرة، وتشمل هذه المخاطر كل من مخاطر سعر الفائدة ومخاطر أسعار الأسهم والسلع ومخاطر سعر الصرف.

1- **مخاطر سعر الفائدة:** يعتقد البعض أن المصارف الإسلامية لا تتعرض لمخاطر السوق الناشئة عن التغيرات في سعر الفائدة طالما أنها لا تتعامل به، ولكن هذه التغيرات تحدث بعض المخاطر في إيرادات المؤسسات المالية الإسلامية والتي تستخدم سعرا مرجعيا لتحديد أسعار أدواتها المختلفة، يتحدد هامش الربح في عقد المراجعة مثلا بإضافة هامش المخاطرة إلى السعر المرجعي وهو في العادة "مؤشر الليبور"، وتقتضي طبيعة الأصول ذات الدخل الثابت أن يتحدد هامش الربح مرة واحدة طوال فترة العقد، وعليه إن تغيّر السعر المرجعي فلن يكون بالإمكان تغيير هامش الربح في هذه العقود ذات الدخل الثابت، وبإمكان المصارف الإسلامية أن تقلل من القوة الجاذبة نحو معدل الفائدة الذي يقوم عليه النظام المالي التقليدي إذا توفر مؤشر لتحديد هامش الربح⁽¹⁾.

لذلك، تواجه المصارف الإسلامية المخاطر الناشئة من تحركات سعر الفائدة في السوق المصرفية نتيجة لوجود فجوة في مبالغ الموجودات والمطلوبات حسب الآجال الزمنية المتعددة أو إعادة تسعير معدل العائد على المعاملات اللاحقة في فترة زمنية معينة؛

2- **مخاطر أسعار الأسهم والسلع:**

أ. **مخاطر أسعار السلع:** تنشأ مخاطرة سعر السلعة نتيجة احتفاظ المصرف بالسلع لبعض الأسباب، ومن أمثلتها أن يحتفظ بمخزون السلع بغرض البيع أو أن يكون لديه مخزونا سلعيا نتيجة دخوله في التمويل بالسلم... الخ، وتنشأ مخاطر السلع عن التقلبات في قيمة الموجودات القابلة للتداول أو التأجير وترتبط بالتقلبات الحالية والمستقبلية والقيم السوقية لموجودات محددة، حيث يتعرض المصرف إلى تقلب أسعار السلع المشتراة المدفوعة بالكامل بعد إبرام عقود السلم من خلال فترة الحياة وإلى التقلب في القيمة المتبقية للموجود المؤجر كما في نهاية مدة التأجير؛

ب. **مخاطر أسعار الأسهم:** تنتج مخاطر أسعار الأسهم عن التغير في القيمة العادلة للاستثمارات في الأسهم، ويعمل المصرف على إدارة هذه المخاطر عن طريق تنويع الاستثمارات في عدة مناطق جغرافية وقطاعات اقتصادية، حيث معظم استثمارات الأسهم التي يمتلكها مدرجة في السوق المالية؛

3- **مخاطر سعر الصرف:** تظهر عند إصدار الصكوك بعملة معينة واستثمار حصيلتها بعملة أخرى، أو إذا كانت المنشأة المصدرة للصكوك تحتفظ بمواقع مفتوحة تجاه بعض العملات الأجنبية أو التزامات الدفع خاصة في عمليات المراجعات والتجارة الدولية⁽²⁾؛

4- **مخاطر التضخم:** تنشأ نتيجة لانخفاض القوة الشرائية للنقود بارتفاع الأسعار، وهو ما يعني تعرض الأموال المستثمرة لانخفاض في قيمتها الحقيقية، وعلى اعتبار أن الصكوك الإسلامية ذات عائد متغير وذات مكونات من نقود وديون وأعيان ومنافع، يرتبط تأثرها بالتضخم طرديا بزيادة مكوناتها من النقود والديون⁽¹⁾.

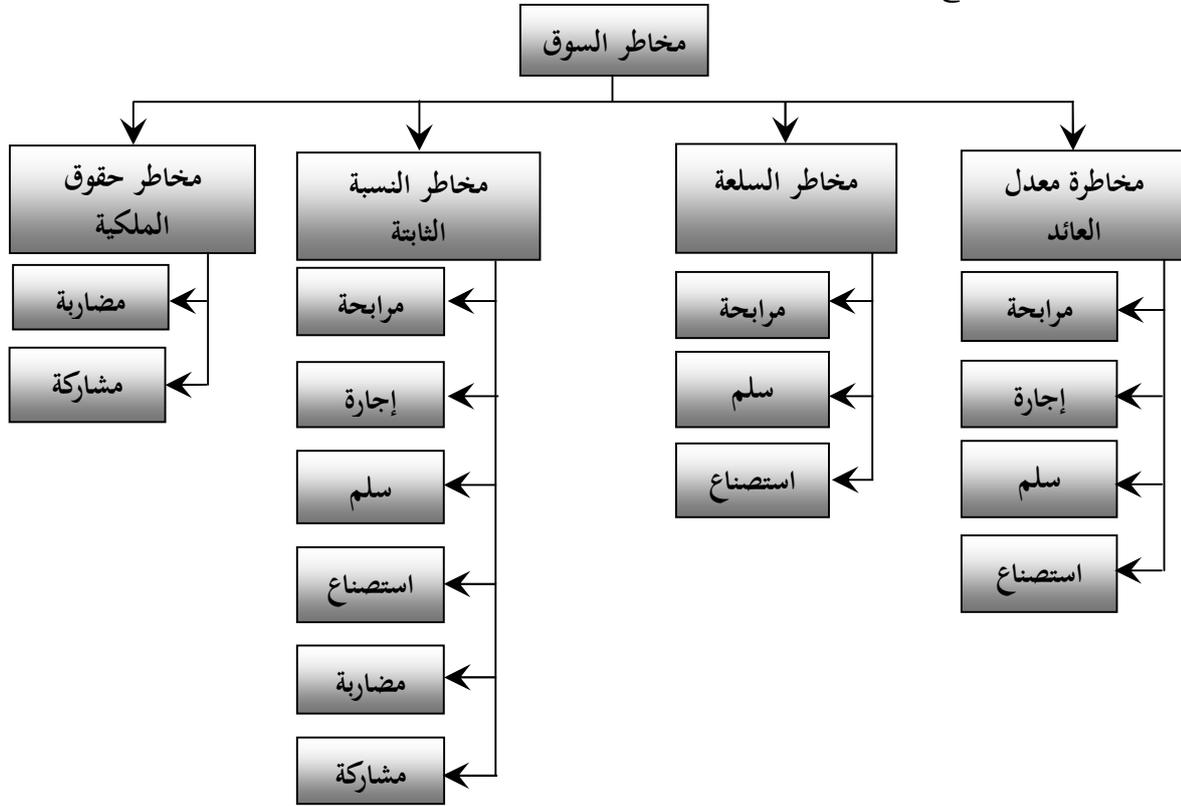
(1) - حبيب أحمد، محمد عمر شابر، الإدارة المؤسسية في المؤسسات المالية الإسلامية، المصرف الإسلامي للتنمية، فهرسة مكتبة الملك فهد الوطنية، 2006، ص: 71.

(2) - أشرف محمد دوابة، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص: 8.

تتأثر الصكوك الإسلامية إيجاباً بالتضخم لأنها تمثل أصولاً حقيقية في شكل أعيان وخدمات، وترتفع أسعارها مع ارتفاع المستوى العام للأسعار مما يؤدي إلى ارتفاع عائدات الصكوك الاستثمارية الإسلامية⁽²⁾.

يوضح الشكل الموالي، الأنواع الأربعة للمخاطر السوقية المتواجدة في مختلف المنتجات المالية الإسلامية.

الشكل رقم (5-3): الأنواع الأربعة للمخاطر السوقية المتواجدة في مختلف المنتجات المالية الإسلامية



Source: Ioannis Akkizidis, Sunil Kumar Khandelwal, **Financial Risk Management for Islamic Banking and Finance**, palgrave macmillan, Great Britain, 2008; p: 150.

رابعاً: المخاطر التشغيلية: هي مخاطر الخسارة الناتجة عن فشل أو عدم ملاءمة في واحد أو أكثر من كل من الإجراءات الداخلية والعنصر البشري والأنظمة أو الفشل أو عدم الملاءمة الذي مصدره الأحداث الخارجية، ويشمل هذا التعريف المخاطر القانونية ومخاطر عدم الالتزام بالمعايير الشرعية.

يمكن أن تكون هناك مخاطر تشغيلية حادة لدى المصارف الإسلامية بالنظر لحداثتها، كمخاطر العاملين والتي تنشأ عندما لا تتوفر للمصرف الموارد البشرية الكافية أو المدربة تدريباً كافياً للقيام بالعمليات المالية الإسلامية، ونظراً لوجود اختلاف في طبيعة العقود المالية الإسلامية، فإن هنالك مخاطر تواجه المصارف الإسلامية في توثيق هذه العقود وتنفيذها⁽³⁾.

نظراً لعدم توفر صور نمطية موحدة لعقود الأدوات المالية المتعددة، طورت المصارف الإسلامية هذه العقود وفق فهمها للتعاليم الشرعية والقوانين المحلية ووفق احتياجاتها الراهنة، إضافة إلى عدم توفر النظم القضائية التي تقرر في القضايا المرتبطة بتنفيذ العقود من جانب الطرف الآخر، فإن هذا كله يزيد من المخاطر القانونية ذات الصلة بالاتفاقيات التعاقدية

(1) - المرجع نفسه.

(2) - المومني غازي فلاح، مرجع سابق، ص: 80.

(3) - حربي محمد عريقات، سعيد جمعة عقل، مرجع سابق، ص: 315.

الفصل الثالث:.....عمليات التمويل من منظور المصرف الإسلامي - عمليات الصكوك -

الإسلامية، وتندرج هذه المخاطر تحت المخاطر العامة إذا كانت بفعل عوامل خارجية كالكوارث الطبيعية التي تؤدي إلى هلاك الزرع في استثمارات صكوك المزارعة أو هلاك الأصل المؤجر في استثمارات صكوك الإجارة ونحو ذلك⁽¹⁾؛

مهامها: مخاطر السمعة: هي المخاطر الناشئة عن وجود انطباع سلبي عن المصرف والذي قد يؤدي إلى حدوث خسائر في مصادر التمويل أو قد يؤدي إلى تحول العملاء إلى مصارف منافسة، كما قد يؤدي معدل عائد منخفض للمصرف الإسلامي مقارنة بمتوسط العائد في السوق المصرفية إلى مخاطر الثقة، حيث يظن المودعون والمستثمرون أن مرد العائد المنخفض التعدي أو التقصير من جانب المصرف الإسلامي أو نتيجة خرقه العقود التي يبينه وبين المتعاملين معه... الخ⁽²⁾.

الفرع الثالث: مخاطر صيغ التمويل الإسلامية المرتبطة بالصكوك

تفرد صيغ التمويل الإسلامي بمخاطر تتعلق بشروطها الشرعية وطبيعتها، وقد تكون الآراء المتباينة للفقهاء مصدرا لما يعرف بمخاطر الطرف الآخر، لذا سيتم التطرق لبعض المخاطر المرتبطة ببعض صيغ التمويل الإسلامية وبيان الحلول لإدارتها.

أولاً: تعريف مخاطر الاستثمار لمخاطر الاستثمار عدة تعريفات، ومنها⁽³⁾:

- 1- "عدم التأكد من انتظام العوائد والخوف من وقوع خسائر من الاستثمار"؛
- 2- "احتمال فشل المستثمر في تحقيق العائد المرجح أو المتوقع على الاستثمار"؛
- 3- "عدم التأكد من عوائد الاستثمار المستقبلية ولكن معرفة احتمال تحققها"؛
- 4- تدور مخاطر الاستثمار حول محور احتمالية الفشل وعدم تحقيق العائد المتوقع من المشروع الاستثماري، ومن جهة أخرى تلتقي التعريفات السابقة مع المفهوم الفقهي للمخاطر من جانب الاحتمالية والخوف من الخسارة، لذا فإن مفهوم مخاطر الاستثمار في المصارف الإسلامية هو عبارة عن "الأسباب والعوامل التي تؤدي إلى احتمالية فشل العميل المستثمر في تحقيق العوائد والنتائج المتوقعة من المشروع الاستثماري"؛
- 5- يستند مبدأ المخاطرة في الاستثمار إلى مبدأ عام وهو العدل، وذلك بإقامة التوازن بين أطراف التعاقد على ضوء القواعد الفقهية التي تجعل الخراج لمتحمل الضمان وتجعل العُرم على مستحق العُرم، لذلك يمكن القول بأن الحكمة التشريعية لمبدأ المخاطرة هي تحقيق المصلحة أو باستنادها إلى روح الشريعة ومقاصدها⁽⁴⁾.

ثانياً: المخاطر المرتبطة ببعض صيغ التمويل الإسلامي

- 1- **المراجحة:** من أهم الصيغ التي تقوم بها المصارف الإسلامية وأكثرها انتشارا البيع الآجل، فهو يعتبر بالنسبة لها وسيلة التمويل الإسلامي الأولى، وتنطوي صيغة المراجحة على المخاطر التالية:
أ. قد لا يشتري طالب الشراء السلعة بعد أن تشتريها المؤسسة، وللحماية من هذه المخاطر قد تلجأ إلى بيع المراجحة مع الوعد بالشراء وأخذ عربون من الأمر بالشراء، فإن اشترت السلعة ولم يلتزم بوعده تقوم المؤسسة ببيعها لغيره، فإن وقعت خسارة أخذت من العربون بقدرها وقد تم هذا في البيوع المحلية فقط وبقي بيع المراجحة في عمليات الاستيراد^(*)؛

(1)- المرجع السابق، ص: 316.

(2)- المرجع السابق، ص: 317.

(3)- حمزة عبد الكريم محمد حماد، مخاطر الاستثمار في المصارف الإسلامية، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص: 41.

(4)- المرجع السابق، ص: 43.

الفصل الثالث: عمليات التمويل من منظور المصرف الإسلامي - عمليات الصكوك -

ب. توجد مخاطر تتصل بالسلعة المستوردة، فقد تأتي مخالفة للمواصفات أو ناقصة أو تالفة وقد لا تصل، وهناك أشياء تشملها وثيقة التأمين كالحريق والغرق والسرقة وما شابهه، أما مخالفة شروط الاعتماد أو النقصان مثلا فيرجع المصرف على المورد فهو المسؤول عن ذلك، وإن لم يؤد ما هو ملتزم به يجب البحث عن الضوابط القانونية التي تجعله يُجبر على الأداء للتخفيف من المخاطر.

ارتأت بعض المصارف الإسلامية لتجنب هذه المخاطر أن تثمّلها لطالب الشراء نفسه، فاشتترت ضمانا للمورد حتى وصول السلعة ثم بعد ذلك تبيعها له وهذا غير جائز على الإطلاق، فدور المصرف حينئذ لا يختلف عن دور المصرف الربوي؛ حيث يقوم بالتمويل ولا شأن له بالسلعة والحيلة التي يلجأ إليها بأن يبيع للآمر سلعة هي أصلا في ضمانه وهي حيلة واضحة البطلان، أما بعض المصارف وتجنبها لهذه المخاطر تقوم ببيع السلعة قبل وصولها وقبل القبض الفعلي أو الحكمي وذلك عن طريق تظهير المستندات لصالح الأمر وكتابة عقد البيع؛

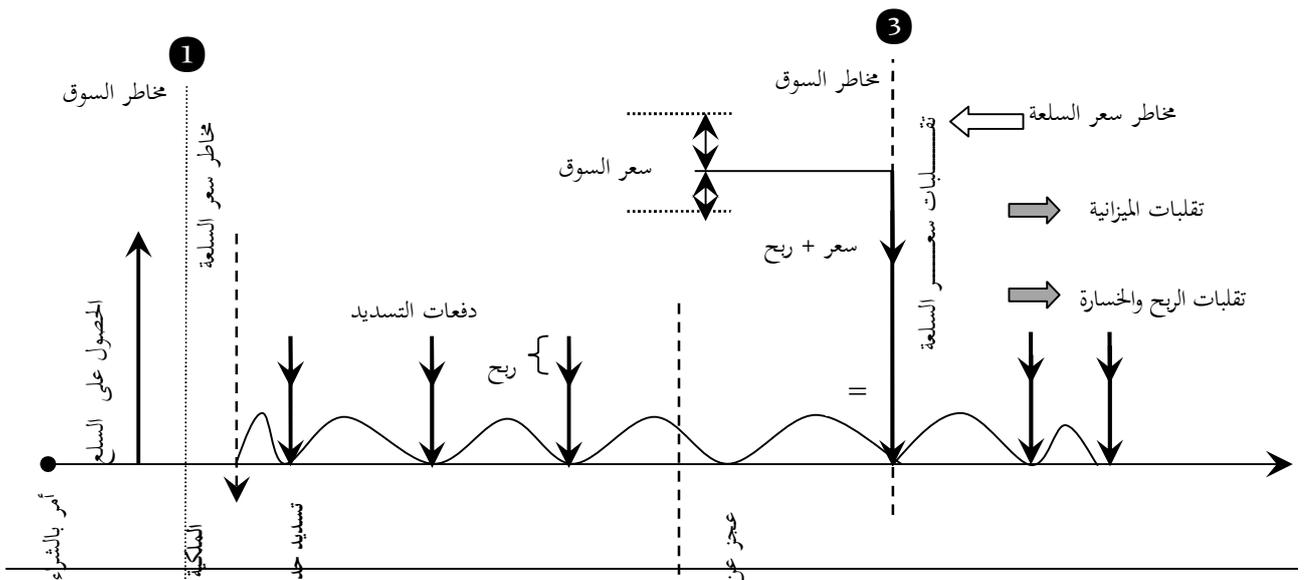
ج. تأخر الزبون في سداد ما عليه، حيث لا تأخذ المصارف الإسلامية في الأساس ما يزيد عن السعر المتفق عليه للسلعة المباعة، والتباطؤ في سداد الالتزامات يعني مواجهة مخاطر الخسارة؛

د. وفاة المدين، ولمواجهة ذلك قامت المصارف الإسلامية بتكافل إسلامي للتأمين على الحياة عند شركات التأمين الإسلامية، بحيث تحل محل المدين عند وفاته؛

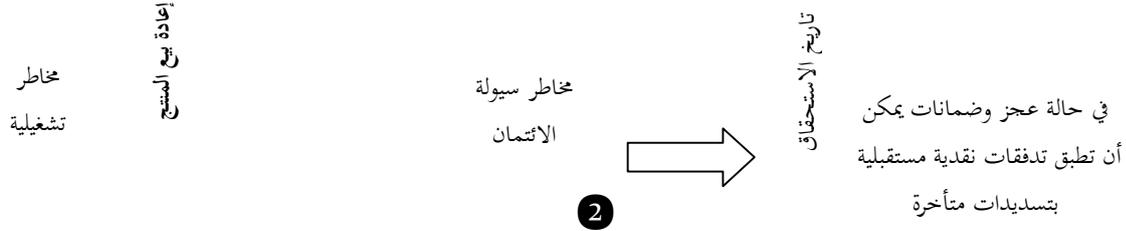
هـ. للتغلب على مخاطر الطرف الآخر في المراجعة و الناشئة عن الطبيعة غير الملزمة، فإن دفع مصروفات كبيرة مقدما عبارة عن هامش جدية قد أصبح صفة دائمة في العقد؛

يوضح الشكل الموالي من خلال النقاط 1 و2 و3 مختلف المخاطر الموجودة خلال فترة سريان عقود المراجعة خاصة المخاطر الائتمانية والسوقية ومخاطر السيولة والتي تم التطرق إليها سابقا.

الشكل رقم (3-6): المخاطر الائتمانية والسوقية والتشغيلية ومخاطر السيولة خلال فترة سريان عقود المراجعة



(*) - يقوم المصرف عند الاستيراد في بيوع المراجعة بفتح الاعتماد المستندي باسمه هو لا باسم الأمر بالشراء، ويرتقل إلى المصرف المرسل في بلد المُصدّر ليتصل به ويتفق معه على تصدير السلعة المطلوبة، وترسب المسندات باسم المصرف الإسلامي ويتحمل جميع التكاليف ويظل الاعتماد المستندي صالحا طوال مدة معلومة يتم خلالها التصدير. للمزيد راجع: حربي محمد عريقات، سعيد جمعة عقل، مرجع سابق، ص: 321.



2

Source : Ionnis Akkizidis and Sunil Kumar Khandelwal, **financial risk management for Islamic banking and finance**, Palgrave Macmillan, London, 2008, p: 56.

2- **المضاربة والمشاركة:** يعد توظيف المصارف الإسلامية لأموالها على أساس المشاركة والمضاربة أفضل من استخدامها وفق صيغ العائد الثابت كالمراجحة والإجارة والإستصناع، لكن يبقى استخدام صيغ المشاركة والمضاربة في الواقع في أدنى الحدود ويعود ذلك للمخاطر الائتمانية العالية المرتبطة بها.

أ- إدارة مخاطر المضاربة/المشاركة: من بين الوسائل الكفيلة بتقليل مخاطر المضاربة والمشاركة⁽¹⁾:

✓ إعطاء المال لاستثماره في مضاربة مطلقة دون قيد أو شرط، فالمضاربة تكون مقيدة وفي مشروعات مدروسة توضع لها الجدوى الاقتصادية التي تبين الأرباح المتوقعة والمخاطر المحتملة التي يقبلها المصرف؛

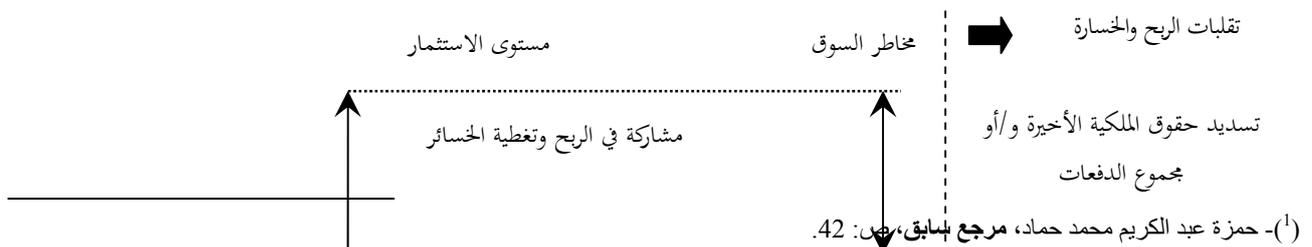
✓ إذا كانت المضاربة في التجارة عن طريق الشراء والبيع، لابد وأن تدرس حالة السوق لمعرفة ما يمكن أن يتحقق من أرباح، فإن رضي بها المصرف يقوم بفتح حساب لعملية المضاربة مع تقديم مستندات موثوق بها ويمكن أن يكون الشراء بمشاركة من يمثل المصرف أو عن طريقه، أما إذا كان الشراء عن طريق الاستيراد فالمصرف هو الذي يقوم بفتح الاعتماد المستندي للاستيراد؛

✓ يستورد المصرف الإسلامي السلع لحسابه وبعد وصولها يبيعها مرابحة أو مساومة بالتقسيط، والملاحظ أن بعض هذه السلع لم يكن المصرف يبيعها ولكن كان يدخل مع بعض عملائه في شركة مضاربة، فيتسلم العميل السلع ويقوم ببيعها وتوزيع الأرباح بين الاثنين بنسبة متفق عليها وتطبق شروط المضاربة كاملة؛

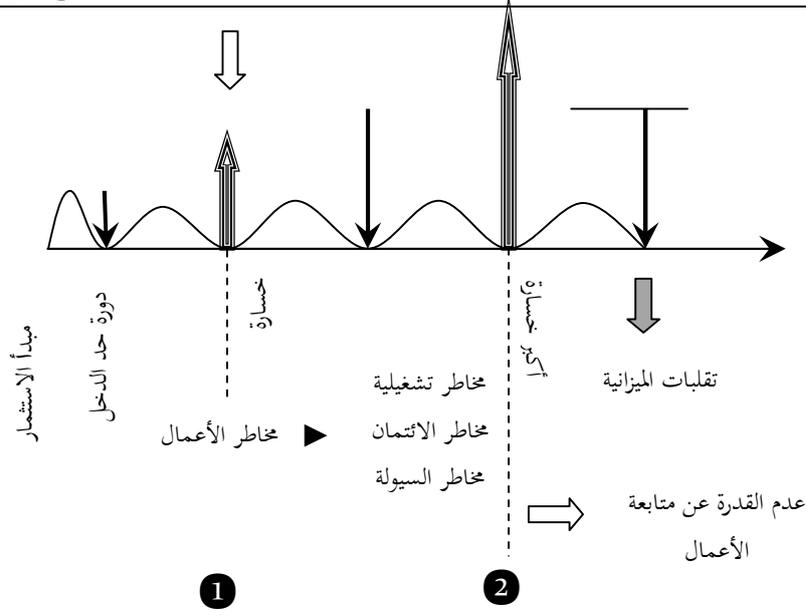
ب- من بين الطرق المستخدمة للتخلص من المخاطر المرتبطة بصيغ التمويل بالمشاركة في الأرباح أن تعمل المصارف الإسلامية كمصارف شاملة تحتفظ بأسهم ضمن مكونات محافظها الاستثمارية، وهو ما يعني التمويل باستخدام صيغة المشاركة، ويحتاج المصرف أن يقوم بدراسة جدوى محكمة قبل الدخول في تمويل المشروع بهذه الصيغة؛

يوضح الشكل الموالي مختلف المخاطر المرتبطة بعقود المضاربة خلال فترة ربحية وخسارة الأعمال، حيث تشير النقطة 1 و2 إلى تعرض المصرف للمخاطرة الائتمانية الناتجة عن سوء تقدير التدفقات المتوقعة من أرباح الأعمال.

(الشكل رقم (7-3): المخاطر الائتمانية لعقود المضاربة خلال فترة ربحية وخسارة الأعمال)



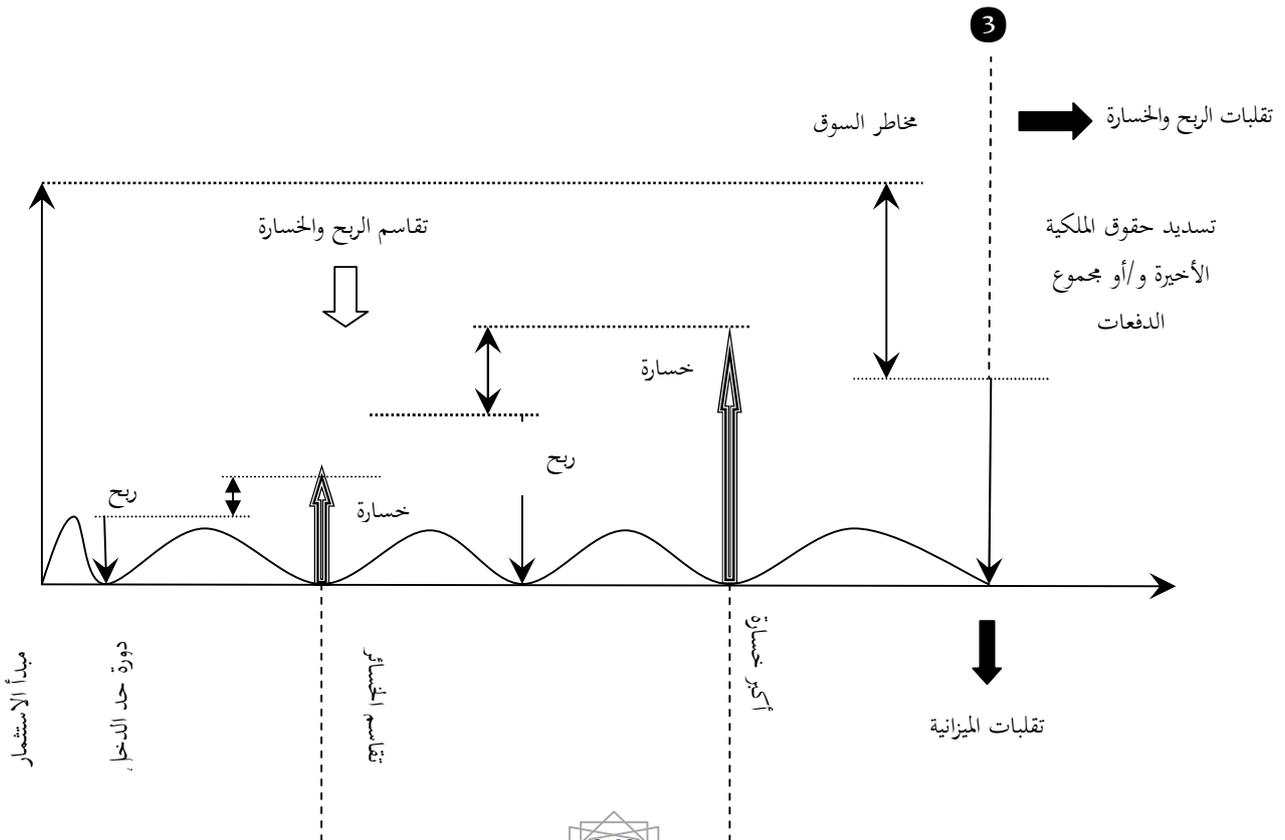
(1)- حمزة عبد الكريم محمد حماد، مرجع سابق، ص: 42.



Source : Ionnis Akkizidis and Sunil Kumar Khandelwal, **financial risk management for Islamic banking and finance**, Palgrave Macmillan, London, 2008, p: 52.

يوضح الشكل الموالي مختلف المخاطر المحتملة طيلة فترة سريان عقود المشاركة الدائمة.

الشكل رقم (8-3): المخاطر الائتمانية والسوقية والتشغيلية ومخاطر السيولة خلال فترة سريان عقود المشاركة الدائمة





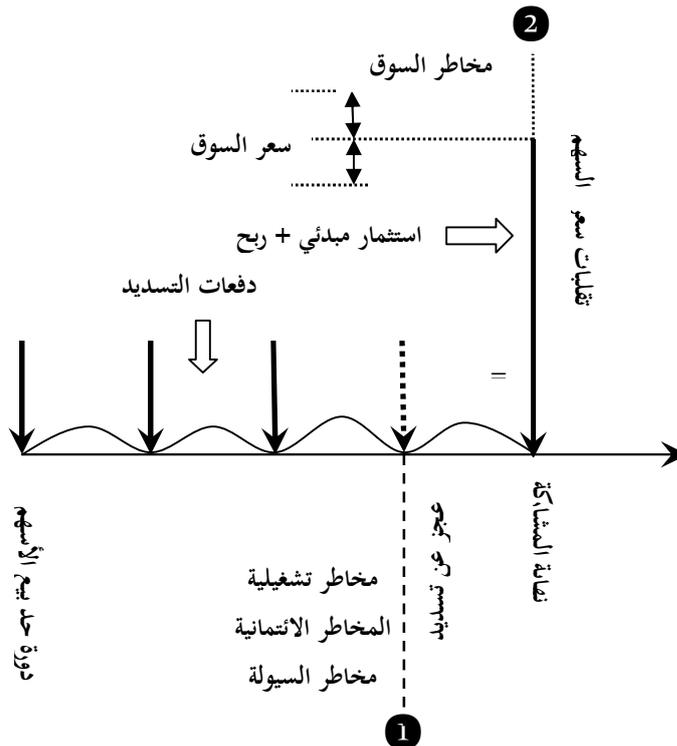
Source : Ionnis Akkizidis and Sunil Kumar Khandelwal, **financial risk management for Islamic banking and finance**, Palgrave Macmillan, London, 2008, p: 45.

من خلال الشكل السابق، يمكن للمشروع أن يعجز عن توفير التدفق المتوقع بسبب المخاطر والخسائر المشار إليها أعلاه، وفي بعض الحالات قد ينجم عنه التعرض للمخاطر الائتمانية كما هو موضح في النقطة 1 و2، كما يمكن أن تُعرض عدم المقدرة الائتمانية المتعلقة بعقود المشاركة الدائمة المصارف لمخاطر السيولة وبالتالي تكون غير قادرة على توفير تدفق كافٍ لاستثماراتها وأنشطتها الأخرى.

تبين النقطة 3 تعرض المصارف إلى المخاطر السوقية عند دفع أو تسديد المساهمة الأخيرة والتي من المحتمل أن يكون لها سعرا سوويا أقل من السعر الاسمي الأولي.

يوضح الشكل الموالي مختلف المخاطر المحتملة طيلة فترة سريان عقود المشاركة المتناقصة، حيث تشير النقطة 1 إلى عدم قدرة الشريك على شراء الحصص بالسعر المحدد مسبقا بسبب خسارة في الأعمال وهذا ما يعرض المصرف لمخاطر تشغيلية، وهو ما يؤدي بدوره إلى عجزه عن دفع تسديداته المتوقعة وبالتالي الوقوع في مخاطر ائتمانية.

(الشكل رقم (9-3): المخاطر الائتمانية والسوقية والتشغيلية ومخاطر السيولة خلال فترة سريان عقود المشاركة المتناقصة)



Source : Ionnis Akkizidis and Sunil Kumar Khandelwal, **financial risk management for Islamic banking and finance**, Palgrave Macmillan, London, 2008, p: 46.

3- **الاستصناع:** عندما يقدم المصرف التمويل وفق عقد الاستصناع فإنه يعرض رأس ماله لعدد من المخاطر الخاصة بالطرف الآخر، والاستصناع المصرفي هو صيغة مطورة من عقد الاستصناع، ويدخل المصرف في أغلب الأحيان منذ البداية في عقد استصناع موازٍ مع مُستصنِع آخر لتنفيذ ما طلبه الزبون وبذلك يكون عبارة عن وسيط بين طرفين دون أن تكون هناك علاقة تجمع بينهما، وتشمل هذه المخاطر⁽¹⁾:

أ. مخاطر الطرف الآخر والخاصة بتسليم السلع المباعة استصناعاً تشبه مخاطر عقد السلم، حيث يمكن أن يفشل الطرف الآخر في تسليم السلعة في موعدها أو أنها سلعة رديئة؛
ب. مخاطر العجز عن السداد من جانب المشتري ذا طبيعة عامة، بمعنى فشله في السداد بالكامل في الموعد المتفق عليه مع المصرف؛

❖ إذا اعتبر عقد الاستصناع عقداً جائزاً غير ملزم - وفق بعض الآراء الفقهية - فقد تكون هنالك مخاطر الطرف الآخر الذي قد يعتمد على عدم لزومية العقد فيتراجع عنه؛

❖ إذا تمت معاملة الزبون في عقد الاستصناع معاملة الزبون في عقد المراجعة وإن تمتع بخيار التراجع عن العقد ورفض تسليم السلعة في موعدها، فهناك مخاطر إضافية يواجهها المصرف الإسلامي عند التعامل بعقد الاستصناع؛
ج- إدارة مخاطر الاستصناع:

❖ يكون المصرف في عقد الاستصناع عادة هو الطرف الصانع والعميل هو المُستصنِع، والصناعة قد تكون لمعدات وآلات وأجهزة أو لمباني ومنشآت، وحيث أن المصارف الإسلامية عادة ليست مهياًة للقيام بهذا العمل فإنها تلجأ إلى الاستصناع الموازي، فتكون هي المستصنِع لا الصانع وتتعاقد مع الصانع لصناعة ما تعاقدت عليه مع المُستصنِع الآخر وهو عميلها وفي كلا العقدتين بعض المخاطر، فعندما يكون المصرف هو الصانع فإنه يقوم بالبيع بالتقسيط عند الانتهاء من العمل وتسليم ما تم صنعه، والمخاطر هنا هي مخاطر الثمن في البيع بالتقسيط^(*).

❖ تبقى المخاطرة عندما يكون المصرف هو المستصنِع ولمواجهتها ومنعها أو التقليل من آثارها، وضعت الشروط التالية⁽²⁾:
- يلتزم المقاول بتقديم كفالة مصرفية غير مشروطة لتنفيذ العمل المطلوب بموجب بنود الشروط العامة للعقد وتحدد مدة كافية لصلاحية الكفالة؛

- يقوم بالتأمين على الموقع والمشروع ضد جميع الأخطار؛

د- معالجة المخاطر التعاقدية في الاستصناع:

(1) - حمزة عبد الكريم محمد حماد، مرجع سابق، ص: 44.
(*) - توجد مخاطر لا يستطيع المصرف أن يتحملها، خاصة إذا كان الاستصناع في المباني فإن من يقوم بالبناء يكون ضامناً للمبنى مدة قد تزيد عن 10 سنوات، ولذلك لن يقبل المصرف الاستثمار في هذا المجال ما دام هذا الضمان موجوداً ولقد أمكن التغلب على هذه العقبة، حيث إن الاستصناع الموازي فيه هذا الضمان أيضاً، فأضيف في العقد أن شركة المقاولات - أي الصانع للمصرف - تضمن المبنى للمصرف أو لمن يحدده، وفي العقد الآخر يذكر أن عميل المصرف - أي المستصنِع - يقبل قبولا غير قابل للنقض أو الإلغاء ضمان المصرف للمشروع، أو أي طرف آخر يقبل هذا الضمان، وعند التعاقد بعد الانتهاء من المشروع يتم نقل هذا الضمان، بحيث يكون الإلزام والالتزام بين العميل وشركة المقاولات وتنتهي مسؤولية المصرف عن جميع العيوب الظاهرة والخفية؛
(2) - حربي محمد عريقات، سعيد جمعة عقل، مرجع سابق، ص: 326.

الفصل الثالث: عمليات التمويل من منظور المصرف الإسلامي - عمليات التمويل -

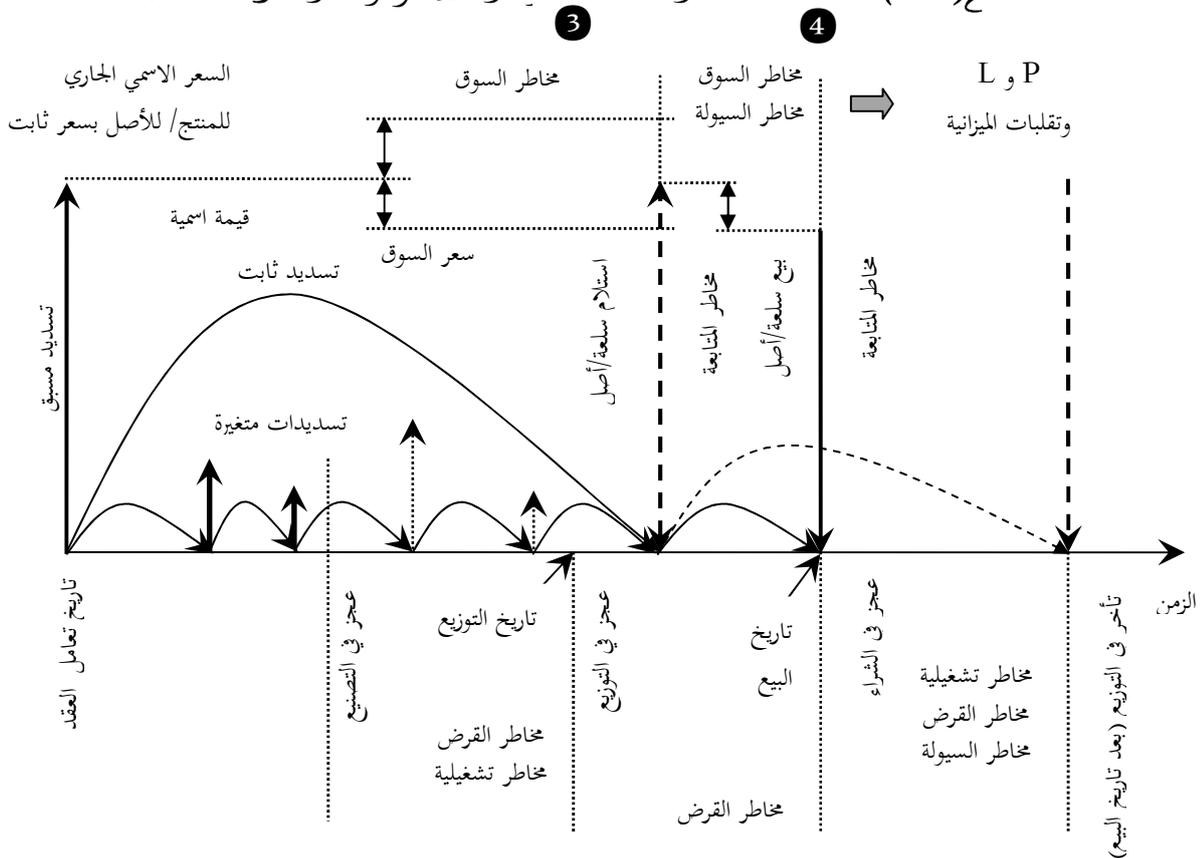
❖ أصبح تنفيذ العقد في الاستصناع معضلة خاصة إذا تم الأخذ بعين الاعتبار الوفاء بالمواصفات النوعية، وللتغلب على هذه لمخاطر التي تكون من الطرف الآخر في العقد فقد أجاز الفقهاء ما يسمى ببند "الجزاء" في العقد؛

❖ يمكن الاتفاق على سداد القيمة على مراحل مختلفة تبعا للتنفيذ بدلا من السداد دفعة واحدة عند بداية تنفيذ العقد؛

يوضح الشكل الموالي مختلف المخاطر المحتملة خلال فترة سريان عقود الاستصناع، حيث تشير النقطة 1 إلى عجز في سيرورة إنتاج السلعة أو الأصل بسبب ظروف خارجية خلال فترة التصنيع أو الإنشاء، أما النقطة 6 تبين حدوث حالة تأخر في توزيع السلعة المتفق عليها في الوقت بسبب تأخر في الإنتاج أو تغيير تاريخ التوزيع بعد الوقت المتفق عليه بين المصرف والمشتري، وفي كلتا الحالتين يتعرض المصرف إلى مخاطر تشغيلية ومخاطر سيولة وهو ما توضحه النقطة 4 و6.

تشير النقطة 2 أن الصانع في تاريخ التوزيع يمكن أن يعجز عن توفير السلع بالمواصفات المتفق عليها وكما هو محدد في العقد، بافتراض أن الصانع هو طرف مقابل في العلاقة مع المصرف وهذا ما يؤدي إلى التعرض لمخاطر ائتمانية والتي تظهر عند وقت البيع أين تكون السلعة قد تمت فوترتها للعميل كما هو موضح في النقطة 5؛ وقد تكون هناك مخاطر (طرف مقابل) ائتمانية عندما لا يتحصل المصرف على سعر بيع الأصل من العميل أو راعي المشروع في مراحل الاتفاق الأولي للإيجاز و/أو عند الانحاز الكلي لعملية التصنيع أو الإنشاء؛ أما النقطة 3 فتبين التعرض للمخاطر السوقية في عقود الاستصناع والتي ترجع إلى تثبيت سعر السلعة أو الإنشاء عند تاريخ التعاقد واختلاف سعرها السوقي الحالي في تاريخ التسليم .

الشكل رقم (10-3): المخاطر الائتمانية والسوقية والتشغيلية ومخاطر السيولة خلال فترة سريان عقود التمويل والاستصناع



1

2

5

6

Source: Ionnis Akkizidis and Sunil Kumar Khandelwal, financial risk management for Islamic banking and finance, Palgrave Macmillan, London, 2008, p: 66.

4- **السلع:** من أهم المخاطر في عقد السلم مصدرها الطرف الآخر في العقد، وفيما يلي تحليل مختصر لهذه المخاطر:

أ. تتفاوت مخاطر الطرف الآخر من عدم تسليم المُسَلَّم فيه في حينه أو عدم تسليمه تماما، إلى تسليم نوعية مختلفة عما اتفق عليه في عقد السلم، وهذا راجع لعدة أسباب كمماطلة العميل وتعمده في إضاعة حقوق المصرف، أيضا فشل الحصول لأسباب خارج إرادة وسيطرة العميل إذا كانت السلعة زراعية، أو أن تكون السلعة محل العقد مما يغلب وجودها في الأسواق عند حلول الأجل ولكن الظروف الاقتصادية العامة أدت إلى اختفاء السلعة عن الأسواق⁽¹⁾.

تلجأ المصارف هنا إلى التوثيق برهن أو كفالة، أخذ شيكات من البائع أو التصرف في دين السلم قبل قبضه أو التصرف في السلم الموازي، أما التوثيق فلا يجوز لضمان تسليم المبيع لأنه قد يعجز عن تسليمه ولذلك فدين السلم دين غير مستقر يمكن أن يفسخ عند العجز أو ينتظر المشتري موسما آخر إذا كان لا يرى أخذ الثمن، وأنواع المخاطر المتعرض لها في عقود السلم موضحة بأرقامها من 1 إلى الرقم 5 في الشكل أدناه.

يكون التوثيق لضمان استرداد الثمن وليس بقيمة المبيع، والسؤال المطروح هل يمكن عند حلول الأجل إن تعذر تسليم المُسَلَّم فيه (المبيع) أن يأتي البائع بشيء آخر يقبله المشتري؟ والجواب نعم وهذا المخرج أحازه مجمع الفقه بمنظمة المؤتمر الإسلامي في دورة مؤتمره التاسع، حيث أصدر القرار رقم 85(9/2) بشأن السلم وتطبيقاته المعاصرة^(*)؛

ب. لا يتم تداول عقود السلم في الأسواق المنظمة أو خارجها، فهي اتفاق طرفين ينتهي بتسليم سلع عينية وتحويل ملكيتها وتحتاج هذه السلع إلى تخزين، وبذلك تكون هناك تكلفة إضافية ومخاطر أسعار تقع على المصرف الذي يملكها بموجب عقد السلم، وهذا النوع من التكاليف والمخاطر خاص بالمصارف الإسلامية فقط؛

ج. قد تكون تقلبات الأسعار بعد توقيع عقد السلم دافعا لعدم الوفاء بالالتزامات التعاقدية، ويمكن تخفيض المخاطرة بتضمين العقد مادة تقضي باتفاق الطرفين على التعاضى عن نسبة محددة من تقلبات السعر وما زاد عن ذلك يقوم الطرف المستفيد بتعويض الطرف الآخر المتضرر من تحركات السعر، وقد أصبح هذا الاتفاق في السودان تعاقديا وبصفة منتظمة في عقود السلم ويعرف "ببند الإحسان"؛

يوضح الشكل الموالي مختلف المخاطر المحتملة خلال فترة سريان عقود السلم.

الشكل رقم (11-3): المخاطر الائتمانية والعرفية والتشغيلية ومخاطر السيولة خلال فترة سريان عقود السلم

2

3

السعر الاسمي الجاري

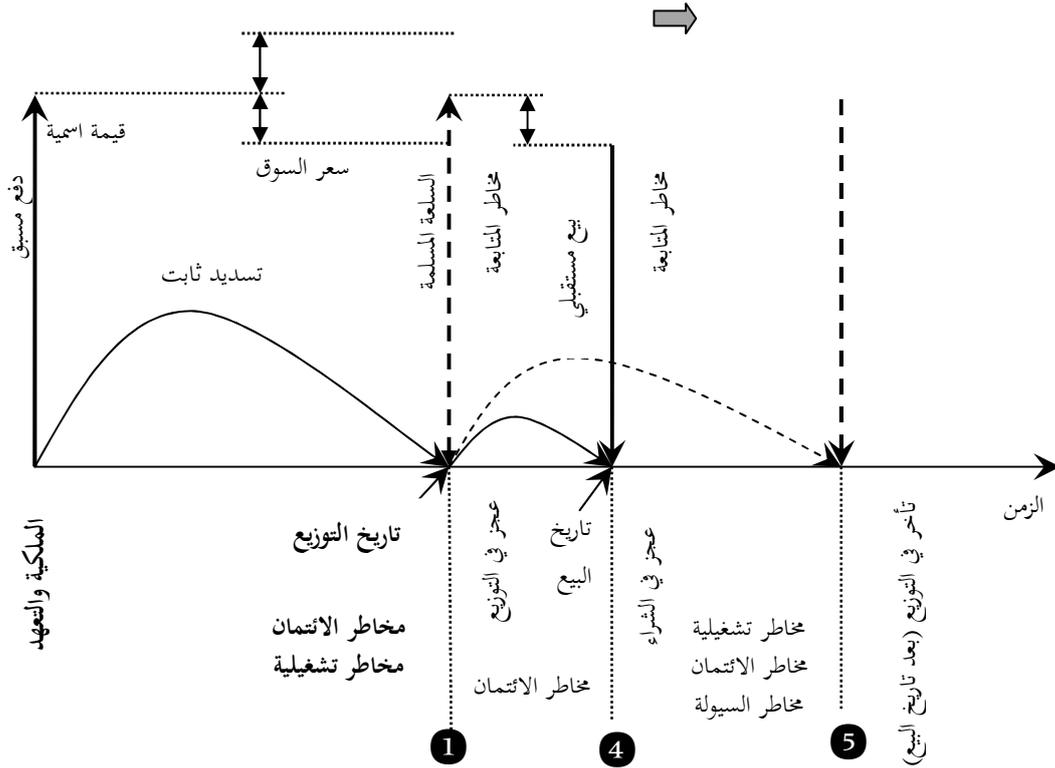
مخاطر السوق
مخاطر السيولة

الربح والخسارة

وتقلبات الميزانية

للسلعة بسعر ثابت

(1) - حسين بلعجوز، مخاطر صيغ التمويل في المصارف الإسلامية والمصارف الكلاسيكية - دراسة مقارنة، مؤسسة الثقافة الجامعية، الإسكندرية، 2009، ص: 58.
(*) - من بين ما جاء به هذا القرار: "لا مانع شرعا من أخذ المسلم (المشتري) رهنا أو كفيلا من المسلم إليه (البائع)، ويجوز للمسلم (المشتري) مبادلة المسلم فيه بشيء آخر - غير النقد- بعد حلول الأجل سواء كان الاستبدال بجنسه أو بغير جنسه، حيث إن لم يرد في منع ذلك نص ثابت ولا إجماع، وذلك بشرط أن يكون التبديل واضحا لأن يجعل مسلما فيه برأس مال السلم؛ إذا عجز المسلم إليه عن تسليم المسلم فيه عند حلول الأجل فإن المسلم (المشتري) يُخَيَّر بين الانتظار إلى أن يوجد المسلم فيه وفسخ العقد وأخذ رأس ماله، أما إذا كان عجزه عن إيسار فنظرة إلى ميسرة. لا يجوز الشرط الجزائي عن التأخر في تسليم المسلم فيه لأنه عبارة عن دين ولا يجوز اشتراط الزيادة في الدين عند التأخير.



Source: Ionnis Akkizidis and Sunil Kumar Khandelwal, **financial risk management for Islamic banking and finance**, Palgrave Macmillan, London, 2008, p: 61.

5- **صكوك المقارضة:** أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس مال القراض - المضاربة - بإصدار ملكية برأس مال المضاربة على أساس وحدات متساوية القيمة ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصاً شائعة في رأس مال المضاربة وما يتحول إليه بنسبة ملكية كل منهم فيه، وتكمن مخاطر هذه الصكوك في طبيعة المشروع وفي خبرة وأمانة وقوة الذين يقومون بدور المضارب، وللبنك الإسلامي للتنمية دور بارز في هذا المجال حيث يصدر مثل هذه الصكوك ويشترك أيضاً في رأس المال⁽¹⁾.

الفروع الرابع: طبيعة الموارد والاستخدامات بالمصارف الإسلامية وأهمية وجود نظام لإدارة المخاطر

تختلف طبيعة وسائل الاستثمار وطرق التمويل في المصارف الإسلامية عن نظيرتها بالمصارف التقليدية، مما يستوجب سماح القوانين والتعليمات التي تصدرها السلطات الرقابية بقيام المصارف الإسلامية بممارسة أساليب الاتجار والبيع والاستصناع وغيرها مما تحظره السلطات الرقابية على المصارف التجارية في بعض البلدان، إن كان هناك نظاماً مصرفية أخرى تمارس مثل هذه الأساليب الشرعية كما هو الحال في بعض الدول الأوروبية، وبالتالي هناك العديد من الأمور التي يتعين أخذها في الاعتبار لدى قياس وإدارة المخاطر بالمصارف الإسلامية ومنها على سبيل المثال⁽²⁾:

أولاً: ينبغي أن لا تكون قاعدة العنم بالغرْم مبرراً لإغفال أو التخفيف الملموس للضوابط والأدوات التي تستخدم في شأن تأكيد سلامة المركز المالي والأساليب المختلفة للرقابة وإدارة المخاطر على مستوى كافة الأنشطة، خاصة فيما يتعلق بكفاية رأس المال والسيولة؛

(1) - حربي محمد عريقات، سعيد جمعة عقل، مرجع سابق، ص: 329.
(2) - سمير الخطيب، قياس وإدارة المخاطر بالمصارف منهج علمي وتطبيق عملي، منشأة المعارف، الإسكندرية، الطبعة الثانية، 2008، ص: 286-287. -بتصرف-

ثانياً: قد يتسم جزءاً من موارد المصارف الإسلامية من الودائع الاستثمارية بأجال قصيرة قد لا تتناسب مع هيكل آجال التوظيف والاستثمار في كثير من الصيغ التي تتبعها والتي يحتاج تسهيلها لأجل غير قصير، وهو ما قد يؤدي إلى مخاطر عالية في السيولة، وهي أمور يتعين التحوط لها عن طريق تطبيق نظام حديث للسيولة وفقاً لسلم الاستحقاقات وقياس الفجوات واتخاذ الإجراءات اللازمة لتغطيتها وتصحيح المسار؛

ثالثاً: يشكل عامل الثقة العامل الحاكم في استقرار أي مصرف، وقد يؤدي فقدانها من جانب المودعين بالمصرف لسبب أو لآخر إلى صعوبات كبيرة ربما تؤدي لانتهائه وبالتبعية إلى التأثير السلبي على الجهاز المصرفي ككل؛

رابعاً: قد يؤدي تعرض المصارف الإسلامية لمشاكل مالية لتحقيق خسائر ينبغي أن يشارك المودعين في تحمل نصيبهم منها وفقاً للقواعد الشرعية، إلا أن الواقع العملي في بعض من تجارب هذه المصارف يشير إلى أن اندفاع بعض المودعين لسحب وودائعهم أدى في معظم الأحيان إلى التزامها بردها كاملة عند طلبها أو استحقاقها أو على الأقل تأكيد التزامها بذلك. يجب أخذ مثل هذه الأمور بعين الاعتبار لدى النظر في تنظيم أعمال المصارف الإسلامية والإشراف والرقابة عليها من جانب السلطات النقدية لضمان تأمين سير العمل المصرفي على وجه سليم، وهو الأمر الذي يتعين معه تفعيل الأدوات الرقابية الخاصة بقياس وإدارة المخاطر.

الفرع الخامس: مخاطر مخالفة القواعد المالية الإسلامية

من بين المخالفات التي يمكن أن تحدث في الأنشطة الاستثمارية بشكل عام والصكوك الاستثمارية بشكل خاص، ومنها⁽¹⁾:

الأول: ارتكاب محاذير شرعية في العملية الاستثمارية كحرمة تعاطي الربا قطعاً وحرمة استخدام حصيلة الصكوك في تمويل أنشطة محرمة؛

ثانياً: عدم التزام أعضاء المؤسسة المُصدرة للصكوك بالضوابط الإسلامية ومن ذلك الخيانة والتبذير؛

ثالثاً: عدم إخراج حقوق الله في المشروع؛

رابعاً: مخالفة صيغ التمويل الإسلامية التي صدرت بها الصكوك.

المطلب الخامس: إداره مخاطر الصكوك الإسلامية

يُنظر لإدارة المخاطر على أنها منهج أو مدخل علمي للتعامل مع المخاطر البحتة عن طريق توقع الخسائر المحتملة وتصميم وتنفيذ إجراءات من شأنها أن تقلل من إمكانية حدوث الخسارة أو الأثر المالي للخسائر التي تقع إلى الحد الأدنى، ويقوم الاستثمار في الإسلام على المخاطرة من خلال المشاركة في العُنم والعُرم بخلاف المقامرة التي حرمها الإسلام التي تقوم على تحقيق مَغَمٍ لطرف على حساب تحقيق مَغَرَمٍ للطرف الآخر.

الفرع الأول: خطوات إداره مخاطر الصكوك الإسلامية

(1) - أحمد إسحاق حامد، الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، مرجع سابق، ص: [77-80].

يتطلب المنهج العلمي في إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية القيام بالخطوات التالية⁽¹⁾:

أولاً: تحديد المخاطر: أولى الخطوات في إدارة مخاطر الصكوك هو تحديد نوعية المخاطر التي يتوقع أن تتعرض لها سواء أكانت مخاطر عامة أو مخاطر خاصة وكذلك تحديد مصدرها والوقوف على أسبابها، مع ملاحظة أهمية أن تكون عملية تحديد المخاطر عملية مستمرة؛

ثانياً: تقييم المخاطر: بعد تحديد المخاطر ينبغي القيام بقياسها وتقييمها للوقوف على احتمالات الخسارة، مع ترتيبها من حيث كونها مخاطر مرتفعة أو متوسطة أو ضعيفة لاتخاذ التدابير اللازمة للتعامل معها؛

ثالثاً: دراسة واختيار البديل المناسب للتعامل مع المخاطر: وذلك من خلال دراسة البدائل اللازمة للتعامل مع كل نوع من أنواع مخاطر الصكوك الإسلامية، واتخاذ القرار اللازم باختيار البديل المناسب سواء بتجنب تلك المخاطر أو توزيعها أو قبولها والتعامل معها خاصة في حالة وجود إدارة جيدة لإدارة المخاطر، وعلى أية حال فإن المقارنة بين المنافع والتكاليف من جراء تلك المخاطر هو المعيار الملائم في إتباع الأسلوب المناسب في التعامل معها؛

رابعاً: تنفيذ القرار: وذلك من خلال وضع الآليات اللازمة لتنفيذ البديل الملائم للتعامل مع المخاطر موضع التنفيذ.

الفرع الثاني: أليات إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية

تتعدد وتنوع آليات إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، لتشمل ما يلي:

أولاً: دراسة الجدوى: تعتبر دراسة جدوى المشروعات التي تتوجه إليها حصيلة الصكوك ذات أهمية كبيرة لتخفيض بل ولتجنب المخاطر قدر الإمكان، حيث إن تقويم جدوى المشروع من منظور إسلامي يحكمه ما يمكن تسميته "الربحية الإسلامية" من خلال توجيه التمويل نحو المشروعات الملتزمة بالمشروعية الإسلامية من حيث النشاط الحلال، فضلاً عن الكفاءة الاقتصادية لتحقيق التخصيص الأمثل للموارد من خلال حفظ المال وتنميته ومراعاة الأولويات الإسلامية في الاستثمار وديمومة متابعة العملاء؛ بالإضافة إلى الكفاءة الاجتماعية وما تتضمنه من مسؤولية اجتماعية للتمويل وتحقيق صافي منافع اجتماعية تعود على المجتمع بالنفع والخير والالتزام بالأخلاقيات الإسلامية، وكل هذا من شأنه أن يسهم في تخفيض مخاطر الصكوك بصفة عامة ولا بد أن تتصف تلك الدراسات بالدقة والموضوعية والشمولية⁽²⁾؛

ثانياً: كفاءة الإدارة والرقابة عليها: تعتبر كفاءة إدارة الصكوك سر ربحيتها ونموها، ويقدر كفاءة الإدارة بقدر ما تجمع تلك الصكوك بين معضلات الربحية والسيولة والأمان فضلاً عن مراعاة الاعتبارات الأخلاقية والمسؤوليات الاجتماعية، كما أن من عوامل تخفيض المخاطر إعطاء الحق لحملة الصكوك في مراقبة الإدارة من خلال جمعية تمثلهم مع مراعاة أنه في

(1)- عبد الستار أبو غدة، مخاطر الصكوك الإسلامية، بحث مقدم للملتقى السنوي الإسلامي السابع، الأكاديمية العربية للعلوم المصرفية، 25-27 سبتمبر 2004، ص:16.

(2)- جلال جويبة القصاص، دراسات الجدوى الاقتصادية للمشروع في اقتصاد إسلامي، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2010، ص:119.

صكوك المضاربة لا يجوز لحملة الصكوك التدخل في الإدارة وإن كان من حقهم متابعة تصرفات المضارب للتأكد من التزامه بشروط المضاربة وبالتالي تجنب المخاطر الشرعية وتخفيض المخاطر الائتمانية والتشغيلية؛

ثالثاً: الضمانات: تتعدد أنواع الضمانات في الفكر الاقتصادي الإسلامي والتي من خلالها يمكن التعامل مع مخاطر الصكوك الإسلامية، ومن أهمها ما يلي:

1- **الكفالة:** من خلال التزام طرف بتحمل عبء طرف آخر على سبيل التبرع وكفالة الشخص المليء ذو الخلق الحسن وسيلة ناجعة في تخفيض مخاطر توظيف حصيلة الصكوك الإسلامية، خاصة المخاطر الائتمانية والشرعية ومخاطر الأصول وعوائدها؛

2- **الرهن:** يعد الرهن آلية من آليات الحماية ضد المخاطر الائتمانية، فاللدائن أن يشترط على المدين تفويضه ببيع الرهن عند حلول أجل الدين للاستيفاء من ثمنه دون الرجوع إلى القضاء⁽¹⁾.

ويُشترط في المرهون أن يكون مالا متقوماً يجوز تملكه وبيعه وأن يكون معيناً بالإشارة أو التسمية أو الوصف وأن يكون مقدور التسليم، ويجوز رهن المشاع مع تحديد النسبة المرهونة منه مع مراعاة أن الضمان سواء أكان كفالة أم رهناً لا يمكن الرجوع عليه في عقود الأمانة كما في استثمارات صكوك الوكالة أو المضاربة أو المشاركة؛ إلا إذا كان هناك تعدي أو تقصير أو مخالفة للشروط من قبل الوكيل أو المضارب أو المشارك⁽²⁾؛

3- **ضمان الطرف الثالث:** من المتفق عليه شرعاً أنه لا يجوز للجهة المُصدرة لصكوك المضاربة أو المشاركة أو الوكالة أن تضمن القيمة الاسمية لحاملها لأن هذا من قبيل ضمان رأس المال لأن اليد أمانة، فإنه لا مانع شرعاً من أن يضمن طرف ثالث مستقل عن الإدارة وحملة الصكوك القيمة الاسمية لصكوك المضاربة، وهذا الضمان -وتسميته ضماناً مجازاً لأنه ليس كفالة عن ديون- هو في الواقع تعهد ملزم بتقديمه به تعادل قيمة الأصول الاسمية في حال تعرضها للهلاك مهما كان سببه؛ أي حتى لو كان ناشئاً عن التعدي والتقصير من المدير إذا لم يتمكن حملة الصكوك من إلزامه بالتعويض لأن هذا الإلزام له الأولوية فهو حكم شرعي⁽³⁾.

يجوز إيجاد متعهد باسترداد الصكوك، فإذا كان المتعهد جهة مختلفة عن جهة الإدارة فإنه يجوز التعهد برد القيمة الاسمية للصك إما من خلال تعهد ملزم أو بالاتفاق، أما إذا كان المتعهد بالاسترداد هو الجهة المديرة فلا يجوز التعهد منها بالاسترداد إلا بالقيمة السوقية التي قد تزيد أو تنقص عن القيمة الاسمية، كما أنه يجوز أن يتعهد المستأجر في صكوك التأجير بشرائها بالقيمة الاسمية أو بما يتم الاتفاق عليه وذلك يحقق ضمان أصول الصكوك ما دامت الصكوك قائمة؛ وما يتعلق بضمان الطرف الثالث لأصول الصكوك يصلح لإيجاد الضمان لعائد ثابت للصك لأنه يستند إلى المبدأ نفسه وهو ما يحقق الضمان للأصول وعوائدها^(*)؛

(1) - المعايير الشرعية، مرجع سابق، معيار رقم 5، ص: 60.

(2) - جاء قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي بذات الخصوص بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار: "...لا يجوز أن تشمل نشرة الإصدار أو صكوك المضاربة على نص بضمان عامل المضاربة رأس المال أو ضمان ربح مقطوع أو منسوب إلى رأس المال، فإذا وقع النص على ذلك صراحة أو ضمناً بطل شرط الضمان واستحقاق المضارب ربح مضاربة المثل..." - مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة الرابعة، المجلد الثالث، ص: 2146.

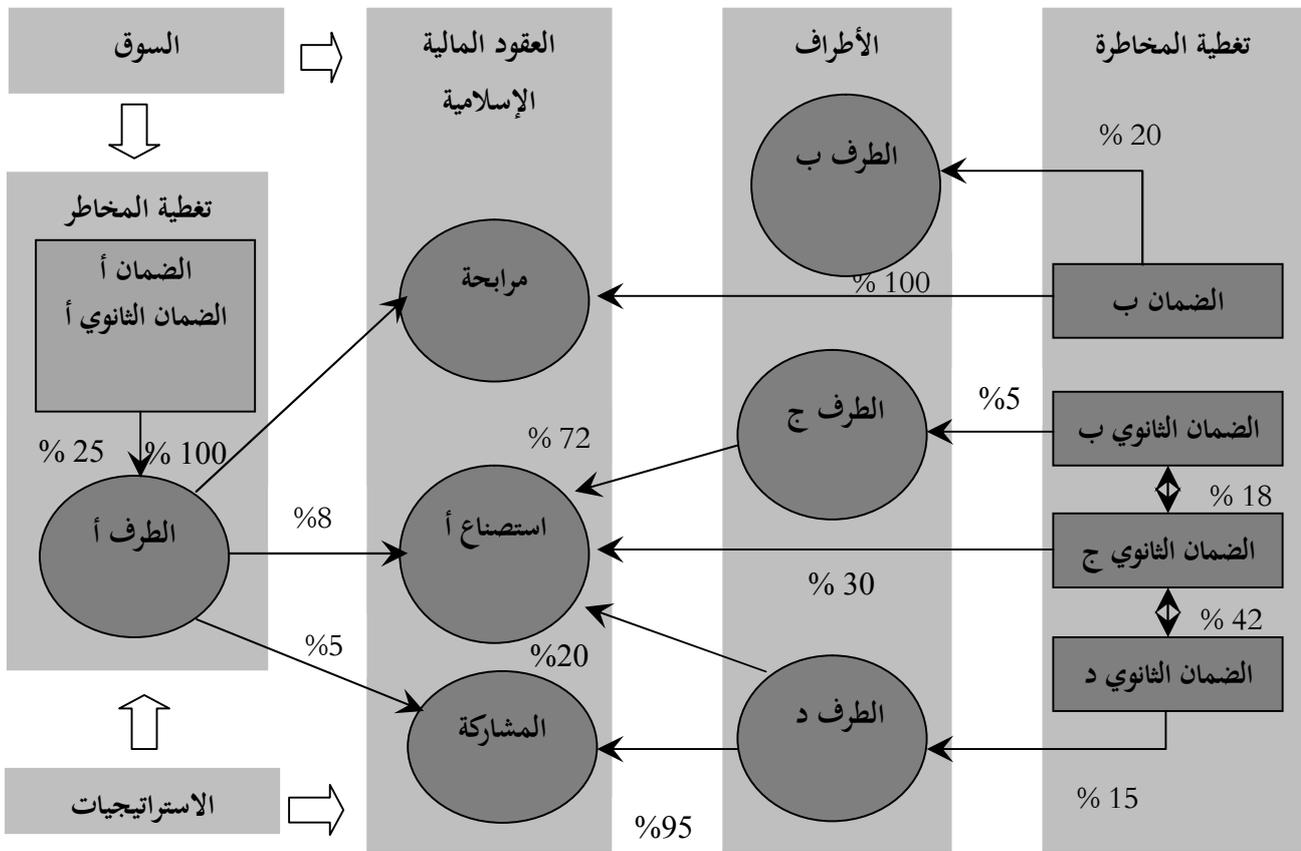
(3) - عبد الستار أبو غدة، **مخاطر الصكوك الإسلامية**، مرجع سابق، ص: 15.

(*) - جاء بقرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي بذات الخصوص بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار: "...ليس هناك ما يمنع شرعاً من النص في نشرة الإصدار أو صكوك المقارضة على وعد طرف ثالث منفصل في شخصيته وذمته المالية عن طرفي العقد بالتبرع بدون مقابل بمبلغ مخصص لجبر الخسران في مشروع معين على أن يكون التزاماً مستقلاً عن عقد المضاربة، بمعنى أن قيامه بالوفاء بالتزاماته ليس شرطاً في نفاذ العقد وترتيب أحكامه عليه بين أطرافه، ومن ثم فليس لحملة الصكوك أو عامل المضاربة الدفع ببطان المضاربة، أو الامتناع عن الوفاء بالتزاماتهم بها بسبب عدم قيام المتبرع بالوفاء بما تبرع به، بحجة أن هذا الالتزام كان محل اعتبار في العقد..."

الفصل الثالث: عمليات التمويل من منظور المصرف الإسلامي - عمليات الصكوك -

يوضح الشكل الموالي أهم الروابط بين الأطراف ومختلف العقود ومخاطر التغطية بمختلف الضمانات والضمانات الثانوية، أين تعد الأطراف المقابلة في هيكله المنتجات المالية الإسلامية كل الأطراف الداخلة في اتفاقيات العقود الإسلامية حسب نوع كل عقد، بالإضافة إلى ذلك يشير تحليل التعرض للمخاطر الائتمانية إلى امتلاك نظام يجمع بين كل الأطراف المقابلة المتدخلة في العقود؛ كما أنه هناك حاجة لإبراز الروابط مع الضمانات والضمانات الثانوية والتي يمكن أن تستخدم لتغطية المخاطر في حالة العجز عن السداد؛ فقد تكون عدة أطراف مرتبطة بنفس العقد، مثلا الأطراف المقابلة A و D تساهم بـ 5% و 95% وفقا لعقد المشاركة، في حين في عقد الاستصناع هناك 3 أطراف مختلفة A و D و C وعلاوة على ذلك مختلف الضمانات يمكن أن تغطي العديد من الأطراف والعقود مباشرة أو عن طريق أطراف مقابلة أخرى.

الشكل رقم (12-3): الروابط بين الأطراف ومختلف العقود ومخاطر التغطية بمختلف الضمانات والضمانات الثانوية



Source : Ionnis Akkizidis and Sunil Kumar Khandelwal, **financial risk management for Islamic banking and finance**, Palgrave Macmillan, London, 2008, p:112.

4- التأمين (التكافل) التعاوني (الإسلامي): يعد هذا التأمين آلية من الآليات الإسلامية للحماية ضد مخاطر الصكوك الإسلامية خاصة المخاطر الائتمانية ومخاطر الأصول، حيث من خلاله يمكن التأمين على الأصول الاستثمارية ضد كافة مخاطرها.

كما جاء في المعايير الشرعية لهيئة المحاسبة والمراجعة "... يجوز تعهد طرف ثالث غير المضارب أو وكيل الاستثمار وغير أحد الشركاء بالتبرع للتعويض عن الخسارة دون ربط بين هذا التعهد وبين عقد التمويل بالمضاربة أو عقد الوكالة بالاستثمار...".

يمكن تعريف التأمين الإسلامي بأنه "اتفاق بين شركة التأمين الإسلامي باعتبارها ممثلة لهيئة المشتركين (حساب التأمين أو صندوق التأمين)، وبين الراغبين في التأمين (شخص طبيعي أو قانوني) على قبوله عضواً في هيئة المشتركين والتزامه بدفع مبلغ معلوم (القسط) على سبيل التعاون والتبرع به وبعودته لصالح حساب التأمين، على أن يدفع له عند وقوع الخطر ما يقر له طبقاً لوثيقة التأمين والأسس الفنية والنظام الأساسي للشركة"⁽¹⁾. فالتأمين الإسلامي يشكل الهيكلية الفنية والإدارية على أساس الوكالة بدون أجر أو بأجر⁽²⁾؛

5- **الاحتياطيات:** تعتبر آلية تكوين الاحتياطيات من الآليات التي تصلح للتعامل مع كافة مخاطر الصكوك الإسلامية، وتكوينها رهن بتحقيق أرباح، فيمكن تكوين احتياطي معدل الأرباح من دخل أموال المضاربة قبل اقتطاع نصيب المضارب بغرض المحافظة على مستوى معين من عائد الصكوك، كما يمكن تكوين احتياطي مخاطر الاستثمار وذلك باقتطاع جزء من أرباح حملة الصكوك بعد اقتطاع نصيب المضارب لغرض الحماية من الخسارة المستقبلية التي قد تتعرض لها الصكوك⁽³⁾؛

6- **التحوط^(*):** تقوم هذه الآلية على حماية استثمارات الصكوك الإسلامية من التقلبات خاصة في أسواق الأصول والأسواق المالية، ويمكن اعتمادها ضد المخاطر شريطة أن لا يؤخر البدلين الثمن والمثلث حتى لا يكون ذلك من بيع الكالئ بالكالئ المحرم شرعاً. أ. يمكن التحوط من خلال عقد السلم بشروطه الشرعية التي تشترط أن يكون المبيع معيناً في مقداره وأوصافه على أن يدفع الثمن بحد أقصى ثلاثة أيام وفقاً للرأي المالكية، كما يمكن التحوط من خلال البيع الآجل الذي يؤخر فيه الثمن ويعجل المثلثون⁽⁴⁾؛ ب. يمكن استخدام الخيار الشرعي في التحوط ضد مخاطر عدم الوفاء بالوعد من قبل مشتري السلعة بالمراجعة من خلال الاتفاق مع البائع على مدة خيار معلومة للسلعة عند شرائها، وهو ما يعرف بخيار الشرط طالبت تلك المدة أم قصرت، والتحوط كذلك من سعر الفائدة من خلال اتخاذ معيار عائد الفرصة البديلة أو معدل العائد على الاستثمار للسلع المشابهة مؤشراً في تحديد عائد المراجعة؛ ج. يمكن التحوط ضد مخاطر سعر الصرف من خلال العمل على توحيد عملة التوظيف مع عملة إصدار الصكوك قدر الإمكان واختيار العملات المستقرة للتعامل، وكذلك إجراء قروض متبادلة بعملات مختلفة بدون أخذ فائدة أو إعطائها شريطة عدم الربط بين القرضين وشراء بضائع أو إبرام عمليات مراجعة بنفس العملة، ويجوز الاتفاق مع العملاء عند الوفاء بأقساط العمليات المؤجلة كالمراجعة على سدادها بعملة أخرى بسعر يوم الوفاء⁽⁵⁾.

(1) - علي محي الدين القره داغي، **التأمين التكافلي الإسلامي، دراسة فقهية تأصيلية مقارنة بالتأمين التجاري مع التطبيقات العملية**، دار البشائر الإسلامية، بيروت، الطبعة السادسة، الجزء الأول، 2011، ص: 213.

(2) - سامر مظفر قنطقجي، **التأمين الإسلامي التكافلي، أسسه ومحاسناته**، شعاع للنشر والتوزيع، سوريا، 2008، ص: 23.

(3) - معايير المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 2008، **معياري رقم 11**، ص: 392.

(*) - تكمن الإشكالية في الوسائل المتبعة للتحوط، يكون التحوط مقبولاً طالما كان مقترناً بالنشاط الحقيقي المولد للثروة، وهناك عدة طرق للتحوط تحقق هذا الهدف يمكن الاستفادة منها في تقليل المخاطر، وأهمها: التحوط الاقتصادي (التحوط الطبيعي)، التحوط التعاوني (إنشاء صناديق تعاونية تدار من خلال جهات متخصصة في إدارة المخاطر)، والتحوط التعاقدية والقائم على عقود المعاوضة التي يراد بها الربح. للمزيد راجع: زياد الدماغ، **مخاطر الصكوك الإسلامية وطرق معالجتها**، International Conference On Islamic Banking & Finance : Cross Border Practices & Litigations (15-16 June 2010)، ص ص: 14-15.

(4) - أشرف دواية، **إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية**، ص: 13.

(5) - المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، **معياري رقم 1**، ص ص: 4-5.

الفصل الثالث: عمليات التمويل من منظور المصرف الإسلامي - عمليات الصكوك -

للإشارة فإن القروض المتبادلة من العقود المركبة، وهي تشير إلى "ارتباط عقدين من عقود القروض مع بعضهما البعض، بحيث يرتبط إبرام القرض الأول بإبرام القرض الثاني المتبادل له، فهي بذلك عقد مركب من عقدين لا ينفكان عن بعضهما والمتتبع لهذا العقد من الناحية التاريخية يلحظ أن القروض المتبادلة ليست معاملة مستحدثة بل هي من العقود القديمة⁽¹⁾.

د- أوجدت المصارف الإسلامية عقوداً ووسائلاً شرعية قد تشكل بدائل مقبولة إلى حد ما، من ذلك⁽²⁾:

✓ عقود الخطوتين، كأن يشتري المصرف مريحة ويبيع مريحة وينطبق ذلك على السلم الإستصناع (السلم الموازي والإستصناع الموازي)؛

✓ عقود معدل العائد المتغير، كعقود الإجارة مثلاً؛

✓ بعض المقايضات المتفقة مع الشريعة الإسلامية، والمقايضة في الأساس هو مبادلة تكاليف استقطاب الأموال على أساس الميزات النسبية (العائد والزمن)، ومثال ذلك شراء سلعة مطلوبة للمصرف حالاً مقابل ديون للمصرف على جهة ما؛

✓ عقود بيع التوريد مع شرط الخيار لكل من المتعاقدين بالتراجع عن العقد، بحيث يمكن تحديد سعر أدنى وأقصى مع الخيار، وفي مثل هذه العقود يكون البدل والسلعة غير موجودين عند التعاقد؛

✓ العقود الموازية من أنواع مختلفة، مثلاً بيع أصل بعقد مريحة لمدة ستة أشهر أو سنة يمكن تغطيته بشراء سَلَم لنفس المدة؛

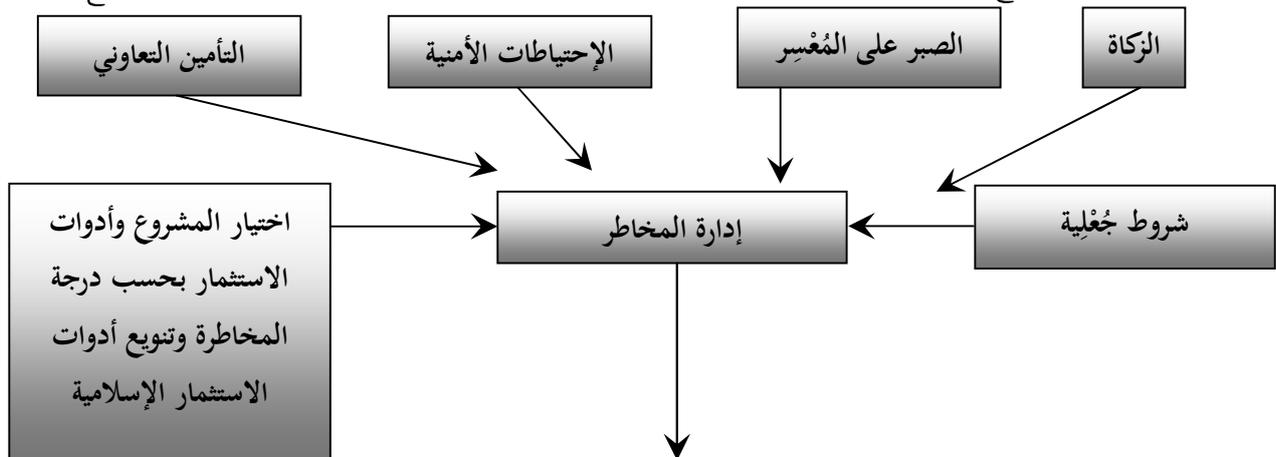
✓ بيع العيوب: وهو سداد جزء من الثمن مع خيار فسخ العقد وترك العيوب كجزء مالي، ويستخدم ذلك أيضاً بديلاً عن عقود الخيارات؛

✓ التحصين، وهو شراء مبلغ من العملة الأجنبية أو بالعملة الأجنبية واستثماره لفترة التي يراد تحصينها من تقلب أسعار الصرف؛

هـ- **التنويع**: تقوم هذه الآلية على تنويع استثمارات الصكوك الإسلامية من أجل تخفيض درجة المخاطر دون أن يترتب على ذلك تأثيراً سلبياً على العائد وهو ما يعرف "بالتنويع الكفء"، وتوجد أسس مختلفة للتنويع من أهمها تنويع جهة الإصدار وتنويع تواريخ الاستحقاق والتنويع القطاعي والتنويع الدولي.

يوضح الشكل الموالي الوسائل الشرعية لإدارة المخاطر بالمصارف الإسلامية.

(الشكل رقم 13-3): كيفية إدارة المخاطر بالاستعانة بالوسائل الشرعية للتحصين (التوازن بين السيولة والأمن والربح)



1- الإدارة التي تعتمد أدوات الاستثمار الإسلامية في المشاريع ذات المخاطر المرتفعة؛

2- الإدارة التي تعتمد أدوات الاستثمار الإسلامية في المشاريع ذات المخاطر المتوسطة؛

3- الإدارة التي تعتمد أدوات الاستثمار الإسلامية في المشاريع ذات المخاطر المنخفضة؛

4- مراعاة أنواع المخاطر: كالتشغيلية ترتبط لعقد العمل ببيان الحقوق والواجبات، والمخاطر السوقية

ترتبط بضوابط قطاعات السوق ومخاطر السيولة بتنويع صيغ التمويل الإسلامية والمدة المقررة لكل

صيغة ومخاطر انتمائية بالمتابعة والرقابة



قدرة الإدارة على تحقيق التوازن بين السيولة والأمن والربح

المصدر: عبد الله إبراهيم نزال، محمود حسين الوادي، الخدمات في المصارف الإسلامية (آليات تطورها)، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص: 241.

خلاصة الفصل

نشأ التوريق وتطور في إطار الاقتصاديات التقليدية، وكثيرا من الأصول المالية التي يتم توريقها لا تتوفر فيها المعايير الشرعية للتصكيك مع توافق البعض منها مع قواعد المالية الإسلامية، فالغالب في الأصول المالية المورقة في تلك الاقتصاديات هي الأصول ذات الصلة الوثيقة بالديون وهذا لا يتفق والمبادئ الإسلامية، والمؤسسات المالية الإسلامية مطالبة باعتماد آلياتها الخاصة المتوافقة مع الشريعة الإسلامية بشكل أساسي بدل الاعتماد على آليات السوق التقليدية.

تشمل عملية تحويل الأصول المالية إلى صكوك استثمارية من خلال عملية التصكيك وفق صيغ التمويل الإسلامية كل أنواع الأصول المالية، ويمكن لهذه الأصول أن تكون أصولا عينية، أو تكون مجموعة من الأصول العينية والنقدية والديون في الذمة والمنافع تضم بعضها إلى بعض وتصدرها صكوك تمثل ملكيتها. ينتج عن عملية التصكيك وفق مختلف صيغ التمويل الإسلامية تنوع الصكوك المصدرة على أساسها. تعكس الصكوك الإسلامية الأمور التالية:

❖ أداة مالية إسلامية، تساهم في حل مشكلة السيولة بالمصارف الإسلامية بالإضافة إلى حل مشكلة الاستثمار طويل الأجل؛

❖ الصكوك أداة تمويلية تعبر عن الحلول المبتكرة في التمويل الإسلامي، وتنفي عنه التقليد والمحدودية؛

❖ واجهت الصكوك الإسلامية مخاطر عديدة، من بينها مخاطر اختلاف طرق هيكلتها؛

❖ الأدوات المالية الإسلامية بحاجة إلى دراسة مستفيضة تجمع بين الفقه والقانون والنواحي الهيكلية؛

❖ أداة تفعل السوق المالية الإسلامية ومن بين الأدوات التي من الممكن تداولها في السوق الثانوية؛

❖ الصكوك الإسلامية أداة فعالة لإدارة الأصول والخصوم بالمصارف الإسلامية؛

واجهت عملية التصكيك العديد من الإشكالات الشرعية والقانونية والفنية وخاصة ظاهرة إخفاقات الصكوك، حيث أن التطبيقات الحالية للصكوك الإسلامية لا تحقق المصدقية العالية في شرعيتها ولا تتوافق مع خصائص النظام المصرفي الإسلامي؛

لا يختلف التصكيك الإسلامي عن التوريق التقليدي من حيث الإجراءات، إلا أنه وفي إطار الحديث عن تمويل إسلامي وأدوات مالية إسلامية فإنه لا بد من التوقف عند المعاملات المالية الإسلامية وأحكامها التي تضبط كافة أوجه التعامل، والتصكيك شأنه في ذلك شأن أية معاملات أخرى منضبط بتلك الضوابط مما يجعله مختلفا عن التصكيك التقليدي من عدة أوجه؛

يمكن أن تأخذ عملية التصكيك اتجاهين أساسيين، يتعلق الأول بوجود أصل أو مجموعة أصول منتجة يتم استصدار صكوك بموجبها لمدة محددة وهي بذلك تمثل عملية مشاركة في المنافع المتوقعة من أداء هذا الأصل أو الأصول، أما الثاني فيتعلق بتمويل فكرة استثمارية معينة باستصدار صكوك مالية قابلة للتداول، من حصيلتها يتم تمويل المشروعات أو المجالات الاستثمارية المحددة، وهي بذلك تمثل مضاربة/وكالة/مشاركة مقيدة.

الفصل الرابع

مقارنة بين نموذج التوريق التقليدي
ونموذج التوريق الإسلامي

ملهيد

بدأت الصناعة المالية الإسلامية تأخذ حيزا كبيرا في الأسواق المالية وازداد إقبال المصارف العالمية عليها، حيث يتراوح معدل نموها ما بين 15% و20% سنويا، وكان الولوج إليها إما عبر إدارة الصناديق أو من خلال تقديم خدمات مصرفية متوافقة مع الشريعة الإسلامية؛ وبالرغم من كل التحديات أنتجت هذه الصناعة أدواتها التمويلية وطرحت منتجات أسهمت في تطوير والتأكيد على تنافسيتها أمام نظيرتها التقليدية.

يعتبر التوريق من بين الأدوات المالية المستحدثة التي كان لها صدى منذ انتشارها في ثمانينيات القرن الماضي وهي أداة قابلة للتطوير والنمو في ظل طفرة الأدوات المالية الإسلامية الأخرى، حيث شهدت عمليات التوريق التقليدي والإسلامي معدلات نمو كبيرة في أعقاب التطور السريع للأسواق المالية وصدور أول معاملات ائتمانية مهيكلّة تقليدية منذ سنة 2003، حيث بدأ التوريق الإسلامي يجذب الاستثمارات، لكنه وعلى الرغم من ذلك لا يزال متواضعا مقارنة بإصدارات عمليات التوريق التقليدية.

عرفت السوق المالية الإسلامية تطورا كبيرا من خلال المنتجات التي تقدمها كالصناديق الإسلامية والصكوك وخدمات الوساطة للأوراق المالية الإسلامية، كما عرفت تصاعدا في تقديم منتجات مبتكرة متوافقة مع الشريعة الإسلامية كالصكوك القابلة للتحويل والشهادات المرتبطة بالسلع وبالأسهام والمنتجات المهيكلّة المرتبطة بسعر الصرف الأجنبي وغيرها، وبذلك أصبح النظام المالي الإسلامي يتكون من أسواق الأوراق المالية الإسلامية والمصرفية الإسلامية والتكافل. سيتم التطرق من خلال هذا الفصل للمباحث التالية:

المبحث الأول: السمرياء التي نولاهم عمليات التوريق الإسلامي مقارنة بالتوريق التقليدي

المبحث الثاني: معيار كفاية رأس المال للمصارف الإسلامية

المبحث الثالث: مقارنة بين آليات التوريق التقليدي والتوريق الإسلامي

المبحث الأول: (الشمرياح) التي توأمت عمليات (التورين) الإسلامي مقارنة بالتورين (التقليدي)

هناك العديد من التحديات التي تواجه عمليات التوريق الإسلامي وتتمثل خاصة في الصعوبات الموضوعية والإجرائية التي تستلزمها إلى جانب مسألة العرض والطلب، فالتمويل المهيكل في المالية الإسلامية محاط بضوابط صارمة وعلى أكثر من صعيد بسبب الأطر القانونية التي لا تتلاءم دائما مع عمليات التوريق الإسلامي؛ هذا بالإضافة إلى العوائق الاقتصادية والتكبيية والتي هي وثيقة الصلة بمدى مطابقة الأصول مع المتطلبات الشرعية.

لكن وبالرغم من التعقيد الهيكلي والعوائق القانونية التي لا تزال تميز بعض عمليات التصكيك، إلا أن هذه الأخيرة تقدم الفوائد ذاتها التي يوفرها التمويل المهيكل التقليدي على العموم.

المطلب الأول: التقييم الشرعي العام

يتضمن التقييم العام لتوافق العقود مع أحكام وضوابط الشريعة الإسلامية موافقة العلماء والهيئات الشرعية على الإصدار وتوافق الأصول وأحكام العقود واستخدام العائدات مع أحكام الشريعة الإسلامية، والكشف عن الشروط التعاقدية وتوضيح المواقف والحقوق والالتزامات القانونية لأطراف العقد واشتراط المشاركة في تحمل الربح والخسارة.

الفرع الأول: تحليل توافق العقود مع الشريعة الإسلامية

أجرى المحللون في شركة أيدبال ريتينجز^(*) تحليلا تجريبيا على سوق الصكوك العالمية ومستويات توافقها مع الشريعة الإسلامية، ولقد لوحظ وجود نمط ثابت في هيكله كافة الصكوك العالمية والمتمثل في الصكوك المستندة على الأصول (Asset Based Sukuk) على حساب الصكوك المدعومة بالأصول (Asset Backed Sukuk)⁽¹⁾ ويمكن أن يُعزى هذا إلى طبيعة الأصول المؤرقة، بالإضافة إلى عدم وجود قوانين بيع حقيقة والتكلفة المرتفعة لعمليات البيع.

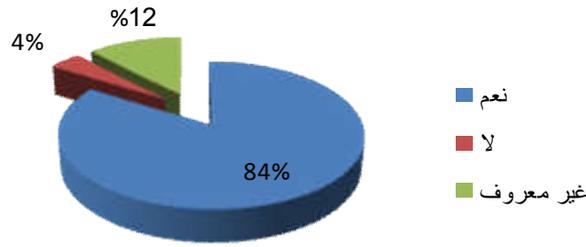
أولاً: هذا التحليل هو تحليل شامل لتوافق الشروط التعاقدية مع المعايير الشرعية ذات الصلة، خاصة ما تعلق بالصكوك التي تحتوي على خصائص معينة وذلك وفقا لمعايير المجلس الشرعي لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية؛ وعلى سبيل المثال عدم ارتباط سعر المراجعة بمؤشر متغير واستقلال بائع السلع عن طلب الشراء أو عدم مسؤولية المضارب عن خسارة رأس المال أو توزيع الأرباح بالتساوي عند توزيع الأرباح النهائية أو الوعد بالهبة ليس جزءاً من عقد الإجارة... الخ؛

ثانياً: من بين الخصائص العامة التي لاحظها المحللون هي حق الرجوع المحدود على جهة إصدار الصكوك، حيث لوحظ تطبيق هذه السياسية في 84% من قطاعات السوق التي تم دراستها وعدم تطبيقها في 4% فقط منها، كما لوحظ أيضا أن معظم الجهات المختصة في سوق الصكوك لا تلتزم أن تكون عملية هيكله الصكوك وتنفيذها مؤافقة لأحكام الشريعة؛ وإنما بدلا من ذلك تنصح المستثمرين بالرجوع إلى المجلس الشرعي الخاص بهم لدراسة مسألة التوافق كونها لا تتضمن ذلك، والشكل الموالي يوضح ذلك:

(*) - ar.idealratings.com/who-we-are.

(1) - ينطوي هيكل الصكوك المدعومة بالموجودات في التمويل الإسلامي على ملكية المنفعة في الموجودات المعنية (سواء ملكية موجودات أو حق الانتفاع بها) وليس على الديون بجميع أنواعها، في حين تتخذ السندات التقليدية المدعومة بالموجودات شكل ملكية الضمانات وليس ملكية المنفعة.

الشكل رقم (1-4): سمى المجموع المحررو على المصدر

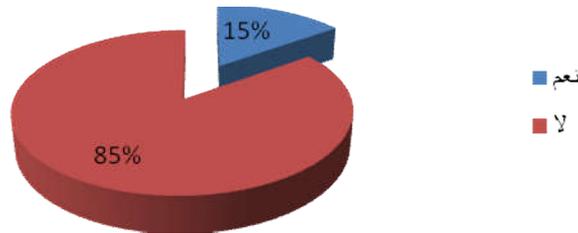


Source: ideal investors, 1/2012, p: 1.

ratings newsletter, Islamic

قالنا: أشار المحللون إلى أن هذا الاتجاه لا يتفق مع تعليمات المجلس الشرعي لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية من حيث الالتزام بشكل واضح بضوابط الشريعة الإسلامية، ولا مع توصية الشيخ تقي الدين عثمانى التي دعا خلالها جميع الهيئات الشرعية في جميع أنحاء العالم على ألا تكتفي بإصدار فتوى جواز هيكله الصكوك، بل يجب أن تدقق العقود والوثائق وتراقب طريقة تطبيقها؛ وبالمثل شكلت "الأغراض المؤسسية العامة 85%" من استخدام عوائد الصكوك، وهو الأمر الذي وإن لم يكن مُلزماً للتوافق الشرعي يجب توضيحه؛ يوضح الشكل الموالي نسب الالتزام بالأحكام الشرعية في إصدارات الصكوك الإسلامية.

الشكل رقم (2-4): مدى الالتزام بالأحكام الشرعية



Source: ideal ratings newsletter, Islamic investors, 1/2012, p: 2.

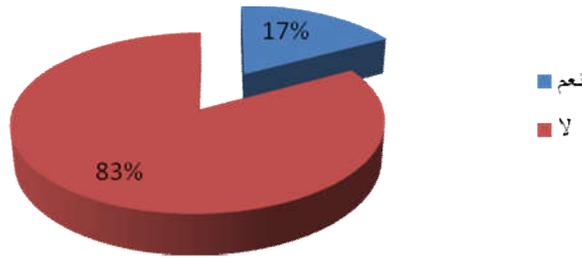
رابعاً: أحدث نظام التعهد بالشراء والبيع للصكوك جدلاً كبيراً بين علماء الشريعة، حيث يرى البعض منهم أنه لا يجوز استخدامه شرعاً في الصكوك لأنه يعد ضماناً لرأس المال وإن كان ذلك بشكل ضمني، في حين يرى البعض الآخر أنه يجوز استخدامه شريطة أن يكون سعر التنفيذ هو سعر السوق.

الفصل الرابع: مقارنة بين نموذج (التقليدي) ونموذج (التوريق الإسلامي)

ومن ثم كان من الضروري بحث هذا النوع من الصكوك، وهو ما قام به المحللون في شركة أيديال ريتينجز، حيث وجدوا أن 5% فقط من الصكوك القائمة على نظام التعهد بالشراء والبيع هي التي تستخدم سعر تنفيذ غير مرتبط بمعدل سعر محدد مسبقاً، أي تستخدم سعر السوق^(*)؛

يوضح الشكل الموالي مدى الالتزام بالأحكام الشرعية فيما يتعلق باستخدام العائدات في إطار عمليات التوريق الإسلامي.

الشكل رقم (3-4): الالتزام بالإسكان التوجيهية فيما يتعلق باستخدام العائدات



Source: ideal ratings newsletter, Islamic investors, 1/2012, p: 3.

خامساً: حرصاً على تزويد شركات الاستثمار الإسلامية بأكثر البيانات والأدوات دقة وشمولية، فقد قررت شركة أيديال ريتينجز بناء محرك للصكوك لا يوفر فقط التفاصيل المالية والائتمانية عن سوقها وإنما يحتوي أيضاً على محرك لفحص توافق هذه الصكوك مع الشريعة الإسلامية⁽¹⁾.

ستزود "خدمة فحص توافق الصكوك مع الشريعة الإسلامية (ISS)"^(**) التي ستطلقها شركة "أيديال ريتينجز" المستخدمين النهائيين بمجموعة فريدة من المعلومات الدقيقة والمتخصصة، بالإضافة إلى محرك لفحص الصكوك الإسلامية يعد الأول من نوعه ويتيح لهؤلاء المستخدمين فحص الصكوك وفقاً لضوابط المجلس الشرعي لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية.

علاوة على ذلك، ستمكن هذه الخدمة المستخدمين من فحص هيكل الصكوك والشروط التعاقدية وبالتالي مدى توافقها مع ضوابط الشريعة الإسلامية، كما ستشمل الخدمة أيضاً تقديم معلومات عن الأسعار وسجل المتابعة ومؤشرات الصكوك وغيرها، وفي الوقت ذاته سيتم دعم المحرك بالأدوات والوظائف المناسبة التي تساعد المستخدمين على تخصيص عمليات الفحص بما يتناسب مع أنشطتهم بالإضافة إلى إنشاء محافظ خاصة للصكوك؛

(*) - حذر بعض الاقتصاديين من إقبال المسلمين على شراء المنتجات الاستثمارية مما أسماه "الصندوق الأسود" الذي يقصد به إحاطة استثمار في الموجودات لا يلتزم بأحكام الشريعة والباسه ثوب تمويل مُهيكل مُلتزم بأحكام الشريعة الإسلامية.

(1) - تم إطلاق مؤشر خاص بالصكوك وذلك بالتعاون مع الهيئة الماليزية للمؤسسات المصرفية الإسلامية (AIBiM) Association of Islamic Banking institutions Malaysia في 18 سبتمبر 2012 سمي:

Bloomberg AIBiM Bursa Corporate Sukuk index

(**) - "خدمة فحص توافق الصكوك مع الشريعة الإسلامية" Idealratings Sukuk Screening

الفصل الرابع:..... مقارنة بين نموذج (التقليدي) ونموذج (التورين) الإسلامي

سأوسا: تعتبر السندات التقليدية وثيقة اعتراف بدين وليس وثيقة ملكية، كما أنها تضمن معدل فائدة محدد وتوفر ضمانا لرأس المال، وكلها خصائص لا ينبغي أن توجد في الصكوك، ولكن في ظل الارتفاع المتواصل لطلب المستثمرين على الصكوك فقد تم هيكلة غالبيتها مع مخاطر وأسعار مماثلة لتلك المتعلقة بالسندات التقليدية.

وعلى الرغم من أن الصكوك لا تزال متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، إلا أنها أصبحت في الأساس عبارة عن وثاق التزام بالدين لأن عملية هيكلتها تتم غالبا كأدوات مستندة على الأصول لا تؤدي إلى نقل ملكية الأصول وما يصاحبها من مخاطر رئيسية إلى حاملها، كما أصبح يعتمد التصنيف الائتماني للصك على الجهة المصدرة له- وليس على مجموعة الأصول التي يستند إليها- وعلى أداؤها والمخاطر السوقية التي تتعرض لها.

يعد هذا النظام أقل توافقا مع مقاصد الشريعة، إلا أنه يتم الاعتماد عليه بشكل كبير في هيكلة الصكوك لجعلها أكثر تشابها مع السندات وأسعارها⁽¹⁾.

يوجد هناك تصنيفان للإصدارات الإسلامية أحدهما تقليدي والآخر خاص، وهو ما يوضحه الشكل الموالي من خلال ميزانية مصرف إسلامي (الملاحظ من خلال هذا الشكل أن منهجية التصنيف الخاصة تخص حسابات تقاسم الأرباح والخسائر والصكوك):

الشكل رقم (4-4): أنواع التصنيفات للإصدارات الإسلامية من خلال ميزانية مصرف إسلامي

أصول	خصوم
الأصول المصرفية	الحسابات الجارية
	ودائع فيما بين المصارف للأجل القصير
	ودائع فيما بين المصارف للأجل الطويل
	حسابات تقاسم الأرباح والخسائر
	صكوك
	احتياطات مخاطر الاستثمار واحتياطات تسوية الربح
	رأس المال والاحتياطيات
	خصوم تقليدية ①
	خصوم خاصة ②
	حقوق الملكية

① : منهجية تصنيف تقليدية

② : منهجية تصنيف خاصة

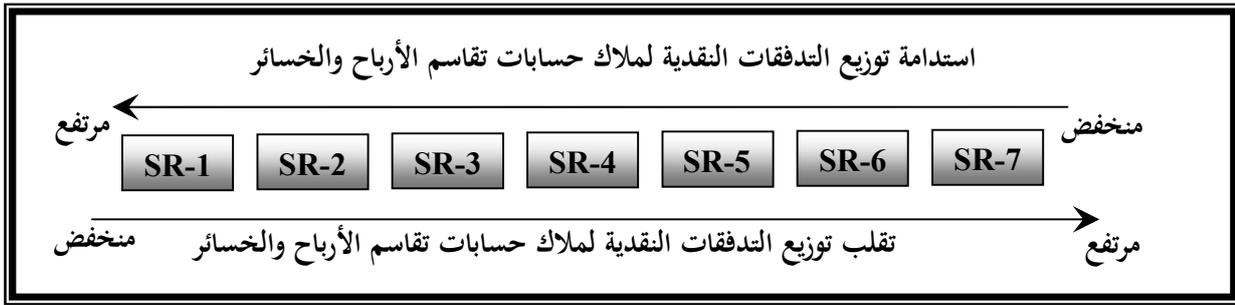
Source: Mohamed Damak, le rôle de Standard & Poor's dans le cadre de la finance islamique, II^{ème} forum français de la finance islamique, paris, 26/11/2008, p : 10.

(1)- هشام أحمد عبد الحي، الصناديق والصكوك الاستثمارية الإسلامية، دراسة تطبيقية فقهية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2010، ص:241.

الفصل الرابع:..... مقارنة بين نموذج (التقليدي) ونموذج (التوريق الإسلامي)

كما ازداد مؤخرًا الحديث عن التصنيف المستقر (SR)^(*) خاصة فيما يتعلق بالمؤسسات المالية الإسلامية، حيث يعرض حسابات الأرباح والخسائر ويعكس وجهة النظر حول الاستقرار النسبي للتدفقات النقدية المستقبلية والتوزيعات لملاك حسابات الأرباح والخسائر وفقًا لسلم من (SR-1) إلى (SR-7)؛ يقوم هذا التصنيف على ثلاث مراحل أساسية وهي الحوكمة والهيكله ومخاطر الأعمال والمخاطر المالية⁽¹⁾. وهو ما يوضحه الشكل الموالي:

الشكل رقم (4-5): التصنيف المستقر للمؤسسات المالية الإسلامية



Source: Mohamed Damak, le rôle de Standard & Poor's dans le cadre de la finance islamique, II^{ème} forum français de la finance islamique, paris, 26/11/2008, p : 16.

الفرع الثاني: الفرق بين الصكوك المدعومة بأصول والصكوك المستندة على أصول

توجد هناك فئتان رئيسيتان للصكوك الإسلامية، تستفيد الأولى من الضمان الكامل لمنشئ الأصول المستند إليها وتسمى أصولاً مُستندة (asset-based/ unsecured sukuk) أين الإسناد هو شكلي فقط، في حين تتكون الفئة الثانية من الإصدارات السندية المتوافقة مع الشريعة والتي لا تستفيد من ضمانات المنشئ للأصول المستند إليها وتسمى أصولاً مضمونة (asset backed/secured sukuk) أين الإسناد للأصول حقيقي وأساسي⁽²⁾.

أولاً: ظهرت مسألة الصكوك المدعومة بأصول في مقابل الصكوك المستندة على أصول، وكذا الخلافات القانونية والمسائل المتعلقة بالتوافق مع الشريعة الإسلامية إثر الجدل الحاد في أعقاب الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 وقضايا التعثر المعروفة في هذا المجال⁽³⁾؛

ثانياً: تعد ملكية الأصول أول وأهم فرق بين الصكوك المدعومة بأصول والصكوك المستندة على أصول، حيث يتم في الأولى نقل حق الملكية القانوني للأصول من الجهة المُصدرة للصك إلى الشركة ذات الغرض الخاص مستبعداً تعرضها

(*)- Stability Rating

(1)-Mohamed Damak, op.cit., P: 16.

(2)- Ideal Ratings newsletter, Islamic investors, 1/2012, p:4.

(3)- هناك جدل حول السبل المتاحة للمستثمرين وحققهم في الحصول على الموجودات في حالة التعثر أو ما يسمى بظاهرة **الصكوك المتعثرة** والتي يتم تفعيل إعلان تعثرها من الناحية القانونية عندما يعلن ثلثا حملة الصكوك ذلك، فكما هو متداول أن الصكوك قائمة على الموجودات التي تولد العوائد ولكن المستثمرين لا يحق لهم العودة على الموجودات في حالة التعثر ويجب أن يعتمدوا بدلاً من ذلك على التعهد بالشراء من طرف ثالث، لكن إذا كانت الصكوك مدعومة بالموجودات؛ مثلما هو الحال في التوريق المالي فإنه يحق للمستثمرين فقط العودة على الموجودات.

كانت هناك دعوات لإنشاء صندوق تكافلي لضمان تعثرات الصكوك خاصة خلال المؤتمر الفقهي الرابع للمؤسسات المالية الإسلامية، وتعرف من الناحية الفنية عموماً بظاهرة **إخفاق/إعسار** الصكوك "بعدم قدرة المصدر على سداد أي من الدفعات الواجبة على الصكوك عندما يحين أجل استحقاقها". للمزيد **راجع:** عمار عودة، **إخفاق/إعسار بعض إصدارات الصكوك: الأسباب والآثار**، ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقييم، المنعقدة بجامعة الملك عبد العزيز بجدة خلال الفترة 25/24 مايو 2010.

الفصل الرابع:..... مقارنة بين نموذج (التقليدي) ونموذج (التوريق الإسلامي)

للإفلاس وهو ما يعرف في عمليات التوريق "بالبيع الحقيقي"؛ ولكن يتم في الصكوك المُستندة على أصول نقل حق الانتفاع بالأصول وليس ملكيتها؛

ثالثاً: يحصل حاملو الصكوك المدعومة بأصول على حصة في الربح وفي عوائد تصفية الأصول والتي تتم فقط عند المطالبة باسترجاع القيمة الأصلية (رأس المال) أو عند التعثر، ولا يتم الرجوع على مصدر الصك للمطالبة بالمستحقات المالية (رأس المال) غير المدفوعة إذا لم تكن قيمة الأصول كافية لسداد مثل هذه المستحقات عند التصفية. وعلى العكس من ذلك توفر الصكوك المُستندة على الأصول ضماناً لرأس المال بالنسبة لحاملها الذي يحصل أيضاً على عوائد دورية بناءً على المخاطر الائتمانية لمصدرها، حيث يستطيع الرجوع على المُصدر للمطالبة وذلك من خلال التعهد بالشراء.

بالإضافة إلى المخاطر الائتمانية، يتحمل حاملو الصكوك المدعومة بأصول أيضاً المخاطر السوقية والتشغيلية، في حين يتحمل حاملو الصكوك المُستندة على أصول المخاطر الائتمانية لمُصدر الصك فقط، ولكن من بين عيوب الصكوك المدعومة بأصول هي أن إجراءات البيع الحقيقية والضريبة المفروضة عليها تكون مكلفة في بعض الأسواق؛ إضافة إلى أن بعضها يمنع استخدام الإطار العملي التنظيمي لعمليات البيع الحقيقية⁽¹⁾؛

رابعاً: تتمتع الصكوك الإسلامية بدرجة تصنيف مثل أي سند آخر للمنشئ، سواء علياً أو تابعة وغالبيتها مضمونة ومصنفة بشكل مجموعة سندات علياً وبالتالي يتوافق تصنيفها مع التصنيف العالي للمنشئ؛ والملاحظ أنه يوجد عدد قليل من الصكوك التابعة⁽²⁾؛

خامساً: تتشابه تصنيفات شرائح الصكوك مع تلك لشرائح التوريق التقليدي وتتبع خاصة الخصائص الاقتصادية والمالية لمجموعة الأصول التابعة وليس لها نوعية الإمضاء للمنشئ، ومن بين فوائد التوريق الإسلامي أنه يسمح بإصدار صكوك غير مضمونة وقدرة المنشئ على إصدار أوراق مالية ذات تصنيف أعلى من تصنيفه⁽³⁾.
يوضح الجدول الموالي أهم أوجه الاختلاف بين الصكوك المدعومة بأصول والصكوك المُستندة على أصول.

(1)- قدمت الوكالة الماليزية للتصنيف (RAM Holdings) نفس التعريف للصكوك المدعومة بالأصول والصكوك القائمة على الأصول، وفقاً لهذه الوكالة لا تقبل الصكوك المدعومة بالأصول الرجوع على المصدر في حالة التعثر، ذلك أن الأصول محل العقد تشكل المرجع الوحيد للربح والإطفاء مع التأكيد على أن المحدد الوحيد لمخاطر الائتمان هي أداء الأصول ونوعيتها الائتمانية، أضف إلى ذلك التأكيد على أهمية استقلال المستثمرين في الصكوك عن المنشئ من خلال التأكيد على أن ليس لديهم علاقة مع منشئ الصكوك؛ وهو ما يعني أنهم محميون من أي مشكلة مالية يتعرض لها. تشارك الوكالة الماليزية للتصنيف "وكالة موديز" فيما يتعلق بمتطلبات عنصر الضمانات التي تنص على شرط فك الارتباط بين مخاطر الائتمان بالنسبة للصكوك ومنشئها، وأن المحدد الوحيد لمخاطر الائتمان بالنسبة للصكوك هو أداء الأصول محل العقد.

(2)-Anouar Hassoune, **la finance islamique à la française – un moteur pour l'économie, une alternative éthique**, Edition Secure Finance, paris, 2008, p : 113.

(3)- تم إنشاء "صندوق تداول الصكوك العالمي"، والذي يعد صندوق خاص أين الاستثمار الأولي محل التعاقد يتكون من صكوك ومنتجات مُهيكلّة متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.

المجوز رقم (1-4): مقارنة بين (الصكوك المدعومة بالأصول) و(الصكوك المستندة على الأصول)

صكوك قائمة على الأصول	صكوك مدعومة بالأصول
<p>✓ لا يتم تسجيل ملكية أصول الصكوك قانونا باسم حملة الصكوك، تبقى مسجلة باسم الجهة المنشئة؛</p> <p>✓ يكون لحملة الصكوك ملكية شرعية ولا تكون لهم ملكية قانونية كاملة؛</p> <p>✓ ليس لهم حق التصرف بالأصول إلا بيعها للجهة المنشئة؛</p> <p>✓ الاهتمام بالكفاءة الائتمانية للجهة المنشئة.</p>	<p>✓ تكون أصول الصكوك مسجلة قانونا باسم حملة الصكوك؛</p> <p>✓ يكون لحملة الصكوك بجانب الملكية الشرعية ملكية قانونية كاملة؛</p> <p>✓ لهم حق التصرف بالأصول باعتبارهم مالكين لها قانونا؛</p> <p>✓ الاهتمام بكفاءة الأصول.</p>

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.

الفرع الثالث: أنواع أخرى من الهياكل

ظهرت مؤخرا هياكل أخرى، يمكن أن يتم وفقها إصدار الصكوك الإسلامية ومن بينها:

أولاً: هيكل (الصكوك المختلطة) (blended assets Sukuk): والتي يوصى باستخدامها من قبل الشركات المصدرة التي لها مستحقات أو مقبوضات أو أصول مادية متوافقة مع الشريعة، حيث تتطلب هذه الهيكلية من الشركة بيع كل من الأصول المادية والمقبوضات لهيئة ذات غرض خاص (SPC₁) والتي بدورها تعيد تأجير هذه الأصول المادية للشركة. تجمع الشركة ذات الغرض الخاص (SPC₁) الأصول المادية والمستحقات (المعاد تأجيرها للشركة) في محفظة واحدة وتبيعها لشركة أخرى ذات غرض خاص (SPC₂) التي تقوم بإصدار صكوك للمستثمرين، ولكن بشرط أساسي وهو أن تكون نسبة الأصول المادية في المحفظة أكبر من المستحقات؛ حيث يرى بعض علماء الشريعة أن الجزء الغالب يجب أن يكون على الأقل 51%، في حين يؤكد آخرون أنه ينبغي أن تمثل على الأقل الثلثين من المحفظة. هذا وكان البنك الإسلامي للتنمية أول من أصدر صكوكا وفقا لهذه الهيكلية وذلك بإصدار حوالي 400 مليون دولار كصكوك سنة 2003⁽¹⁾؛

ثانياً: هيكل (asset-light Sukuk): تكون في هذه الهيكلية متطلبات الحصول على أصول حقيقية في الحد الأدنى، إلا أنه في فيفري 2008 أعلنت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، أنه لا توجد هناك أية صكوك من نوع (asset-light) في السوق⁽²⁾؛

ثالثاً: شاع مؤخرا استخدام مصطلح توريق الدين الإسلامي (IDS) "Islamic Debt Securitization" في كل إصدارات الأوراق المالية للمديونية الخاصة الإسلامية IPDS^(*)، والأكثر شيوعا هي تسهيل الإصدار لشهادات المرابحة (MuNif)

(1)- Rafe Haneef, **from asset-backed to asset-light structures : the intricate history of Sukuk**, ISRA international journal of Islamic finance, Vol 1.Issue 1, 2009, p:6

(2)- Ibid, p:7

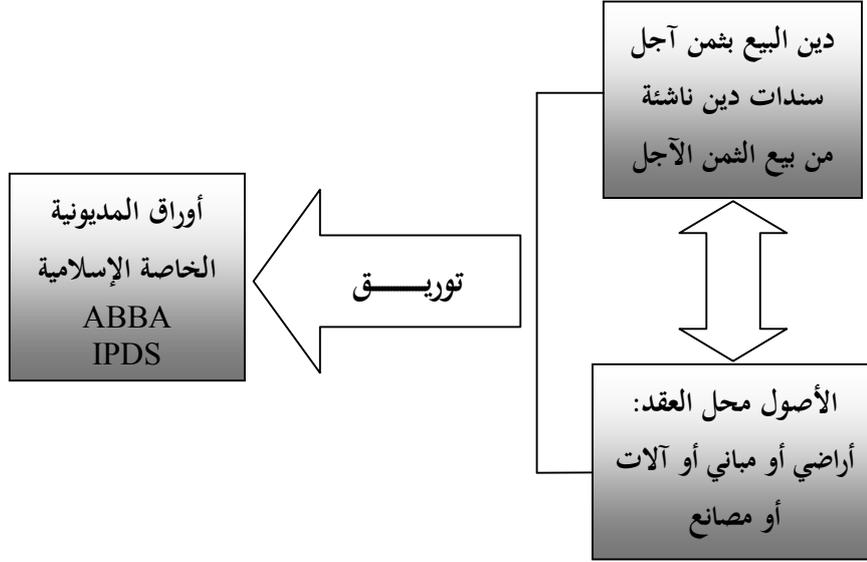
(*)- Islamic Private Debt Securities

الفصل الرابع: مقارنة بين نموذج (التقليدي) ونموذج (التوريق الإسلامي)

"Murabahah Notes Issuance Facility" والبيع بالثمن الآجل لأوراق المديونية الإسلامية (BAIDS) "Al Bai Bithamin Ajil Islamic Debt Securities" وهي الأكثر شيوعاً اليوم حيث تمثل تقريبا 55% من سوق الأسهم بماليزيا؛ وبالتالي فقد أضافت الممارسات الإسلامية اليوم بعداً جديداً للتوريق يسمى (securitizing debt) وهو دين المرابحة؛

يوضح الشكل الموالي خطوات توريق الدين الإسلامي.

الشكل رقم (5-4): توريق الدين الإسلامي



يحصل المُصدِر على الأصول محل العقد بعد بيع الثمن الآجل

Source: Saiful Azhar Rosly, **Islamic Banking and Financial Markets**, Author House, India, 2006, p: 508.

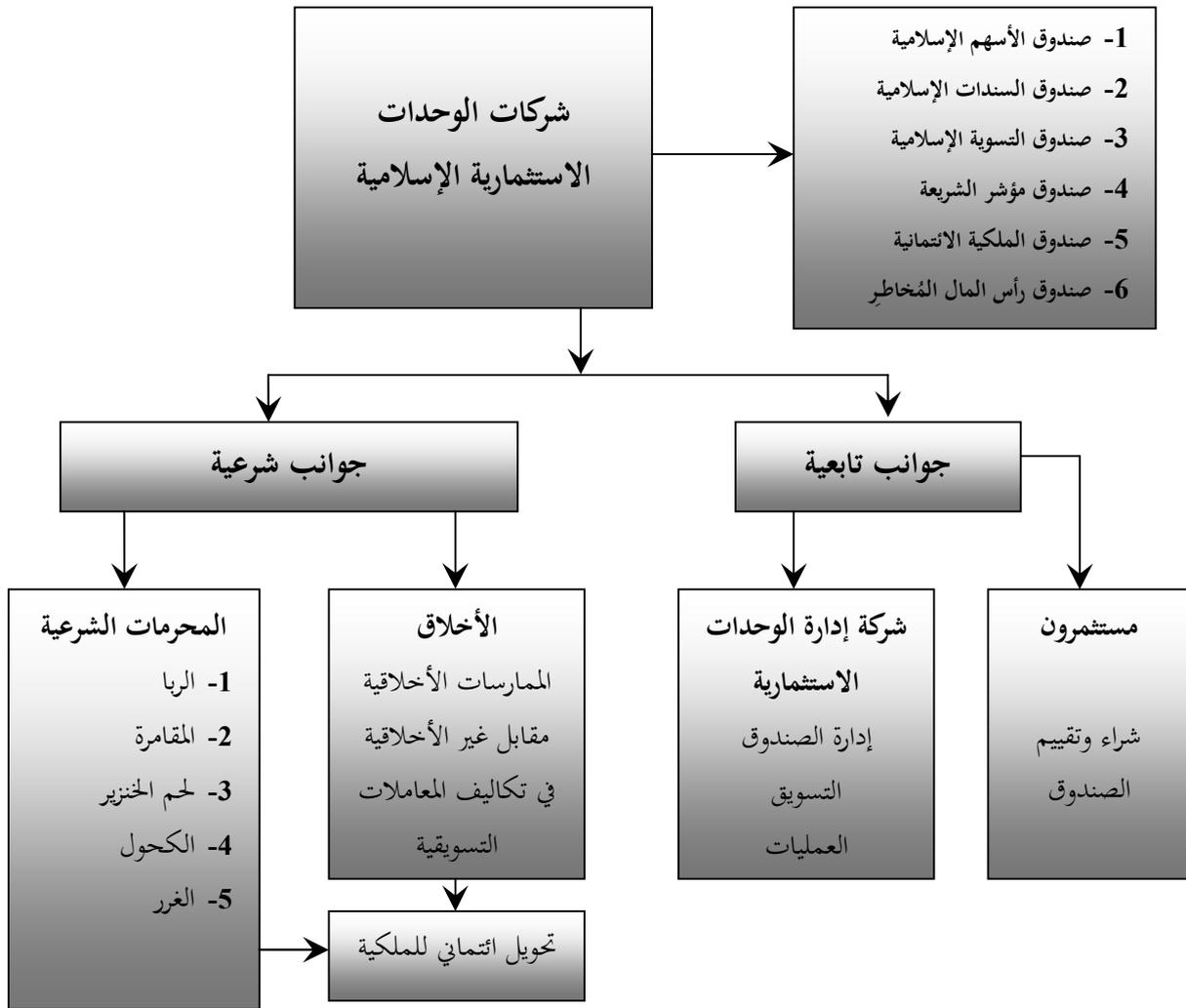
رابعاً: تم في بداية سنة 1990 توريق متحصلات البيع بـ ثمن آجل والتي تم إدارتها عن طريق الشركة الماليزية للرهن العقاري (cagamas)⁽¹⁾ عن طريق عقد بيع الدين، حيث تم بيع المتحصلات بخضم من قبل مصرف "إسلام ماليزيا" الذي قام فيما بعد بتوريق المتحصلات والمضمونة بالأصول محل العقد؛ وهو ما فتح الطريق لإصدار سندات المضاربة. تختلف طبيعة التوريق الإسلامي للأصول والأوراق المالية المضمونة بأصول إسلامية⁽²⁾ عن تلك للتوريق التقليدي في العديد من الجوانب لعل من أهمها طبيعة الأصول محل عملية التوريق، كما يجب الإشارة هنا للدور الذي تؤديه الوحدات الاستثمارية الإسلامية.

هناك فرق بين شركات إدارة الوحدات الاستثمارية الإسلامية والصناديق الإسلامية، هذه الشركات هي عبارة عن وسيط مالي يبيع أسهما جديدة للجمهور وتجمع المبالغ في صناديق الوحدات الاستثمارية، ثم تستثمر فيما بعد عن طريق شركات إدارة الوحدات الاستثمارية في محفظة متنوعة، ما يعني أن هذه الشركات تعرض العديد من الصناديق. يوضح الشكل الموالي هيكل شركات الوحدات الاستثمارية الإسلامية.

(1)- National Mortgage Corporation of Malaysia

(2)-Islamic Asset-Backed Securities (IABS)

التمثيل (4-6): شركات الوحدات الاستثمارية الإسلامية



Source: Saiful Azhar Rosly, **Islamic Banking and Financial Markets**, Author House, India, 2006, p: 552

الفرع الرابع: استثمار الوحدات المصرفية القائمة على أصول (المدعومة بأصول)

كان هناك -ولا يزال- جدل حاد حول مسألة التعهد بشراء وبيع (وعد بشراء وبيع) الأصول الخاصة بالصكوك، وهو وعد يلتزم من خلاله مُصدر الصك بإعادة شراء الأصل (التعهد بالشراء (و/أو يلتزم من خلاله حامل الصك ببيع الأصل) (التعهد بالبيع) عند التصفية.

في حين يرى بعض الفقهاء عدم جواز هذا الأمر والذي يجيزه البعض الآخر ولكن بشرط، وهو أن يكون سعر الشراء أو البيع وهو ما يسمى بسعر التنفيذ هو سعر السوق وليس القيمة الاسمية ولا نسبة محددة سلفاً من القيمة الاسمية للصكوك ذاتها⁽¹⁾.

يمكن توضيح كيفية استخدام الوعد في الصكوك القائمة على أصول وفي الصكوك المدعومة بأصول وذلك من خلال الجدول الموالي:

(1)-Shabanam Mokhtar, **function of wa'd in Asset Backed Sukuk**, International Shari'ah Research Academy For Islamic Finance, Bulletin/ VOL04/ DEC09, p: 11.

المجول رقم (2-4): مقارنة بين (استخراج) التوريق (الصكوك القائمة على أصول) و(الصكوك المدعومة بأصول)

الخصائص	الصكوك المدعومة بأصول	الصكوك القائمة على أصول
نوع الوعد	بيع التعهد المقدم من المُصدر هو مشترك مما يجعله اختياري بالنسبة للمنشئ والزامي بالنسبة للمُصدر	شراء التعهد المقدم من قبل المدين، مما يجعله اختياري بالنسبة للمُصدر والزامي بالنسبة للمدين
سعر الوعد	القيمة السوقية مشتركة	رأس المال قائم ومستحق ولكن الربح غير مدفوع
التنازل عن الأصل لطرف ثالث	مسموح به	غير مسموح به

Source: Shabanam Mokhtar, function of wa'd in Asset Backed Sukuk, International Shari'ah Research Academy For Islamic Finance, Bulletin/ VOL04/ DEC09, p.10.

المطلب الثاني: (أساليب حمل النظام المصرفي الإسلامي)

تعمل المصارف الإسلامية حالياً عبر العالم في ظل منظومات قانونية مختلفة، مما خلق مشاكل تتعلق بقابلية المقارنة والشفافية، كما أنها تعاني من نقص دائم في السيولة النقدية على المدى القصير ناتج عن غياب سوق إسلامية مشتركة فيما بين المصارف، ومع النمو الكبير الذي تشهده الصناعة المصرفية الإسلامية أصبح من الضروري خلق إطار قانوني موحد وقيام المصارف المركزية بتقنين العمل المصرفي الإسلامي.

كما أن الآليات الدولية كنسبة الملاءة المالية (كفاية رأس المال) التي يراد تطبيقها على المصارف الإسلامية غير مناسبة لأنها لا تأخذ بعين الاعتبار حسابات الاستثمار التي تسمح لها بتعبئة الأموال، وباختصار فإن المصارف الإسلامية ليست مصارفاً بآتم معنى الكلمة وإنما هي شركات استثمار⁽¹⁾.

الفرع الأول: (الصكوك كأداة لمواكبة الأزمة والأصول والنقص)

من الميزات الأساسية للصكوك وخاصة بالنسبة للمصارف الإسلامية أنها تربط من جهة الموارد باستخداماتها، وهو ما يؤدي إلى انخفاض المخاطر الناتجة عن اختلاف آجال الموارد عن الاستخدامات وبالغرض من النشاط الممول من جهة ثانية؛ فترتفع الكفاءة لسهولة المراقبة ومتابعة الأداء مع مصداقية في توزيع العائد الناتج عن فرصة ونشاط محدد، حيث لن تتوفر للمشروعات ذات العائد المتدني فرصة أخرى للتمويل من موارد الصكوك التي ستوجه إلى مشروعات أخرى أكفأ⁽²⁾.

توفر آلية التصكيك للمصارف الإسلامية إمكانية الاختيار الواعي للأغراض والمجالات والمشروعات التي تخصص لها حصيلة موارد الصكوك وما في ذلك من تنمية الإيجابية لدى المدخرين والتعرف على تفضيلاتهم، ويعد إقبالهم على الاكتتاب في هذا الصك دون غيره بمثابة قناة معلومات عن الأسواق والاستثمارات؛ أو بمثابة مؤشر على تقييم الأداء في وضع قريب من المتعاملين على الأوراق المالية في الأسواق المالية.

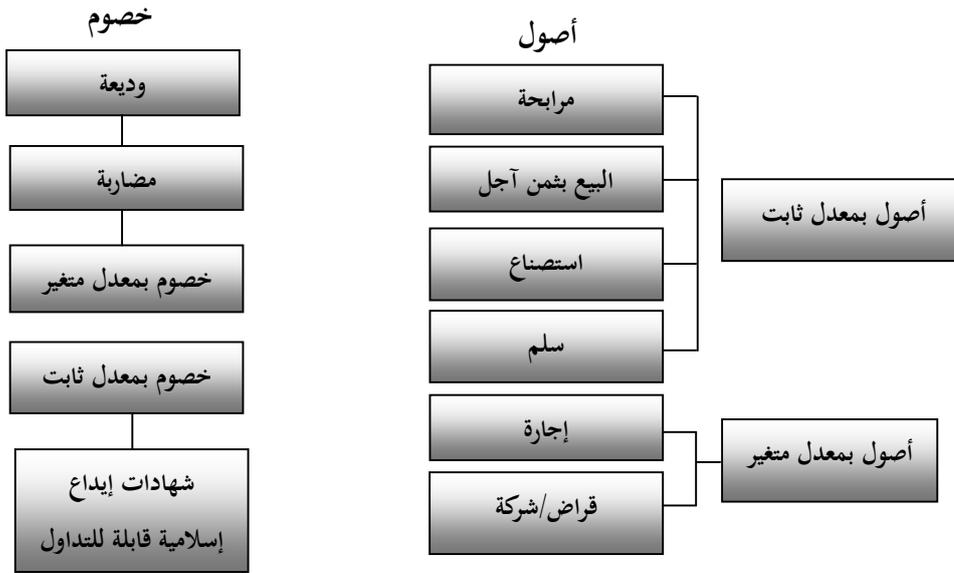
(1)- الهاشمي صياغ، الإسلام وعالم الأعمال، ترجمة موسى أشرشور، منشورات ألفاء، قصر المعارض، الجزائر، 2008، ص: 73-74.
 (2)- عبد القادر زيتوني، التصكيك الإسلامي ركب المصرفية الإسلامية في ظل الأزمة العالمية، مرجع سابق، ص: 9.

الفصل الرابع:..... مقارنة بين نموذج (التقليدي) ونموذج (التورين) الإسلامي

تعد الموازنة بين الأصول والخصوم أمراً مطلوباً بدرجة أكبر في المصارف الإسلامية عنه في المصارف التقليدية لأن جزءاً كبيراً من استثماراتها في أصول غير قابلة للتسييل في الأجل القصير، أي قبل انتهاء أجله وتنضيه كمديونيات المراجحات والمساهمات المباشرة والمضاربات والمشاركات.

يعطي التعامل في الصكوك إصداراً وتداولاً للمصارف الإسلامية مرونة أكبر في تعديل هيكل الموارد وتركيبه المحفظة الاستثمارية، حيث تمكن آلية التصكيك من تحقيق عائد بتمويل فرص سانحة باستدعاء الأموال بالتصكيك أو توظيف فوائض السيولة أو الحصول عليها في بعض الفترات أو تخفيض المخاطر عبر إعادة ترتيب هيكل الموارد والاستخدامات... الخ. تلجأ المصارف الإسلامية لآلية التصكيك كذلك للتقليل من المخاطر والتعامل معها بكفاءة من خلال التنوع في الصكوك (أجلاً واستخداماً) وبالترابط بين هيكل الأصول والخصوم فتتخفف من مخاطر اختلاف الآجال، وتكون الاستخدامات ممولاً بمصادر منسجمة في خصائصها وطبيعتها مع خصائص وطبيعة الاستخدامات وبمعدلات الربحية الناتجة عن التوظيف في الاقتصاد الحقيقي، واختلاف القيم الحقيقية للأصول الاستثمارية والنمو في الناتج⁽¹⁾. يوضح الشكل الموالي إدارة الأصول والخصوم الإسلامية الثابتة والمتغيرة.

الشكل رقم (7-4): (دائرة أصول/خصوم) الإسلامية



Source: Saiful Azhar Rosly, Islamic Banking and Financial Markets, Author House, India, 2006, p: 242.

يمكن توضيح فجوة الدخل بالنسبة للمصارف الإسلامية في الجدول البسيط التالي، حيث تكون الفجوة موجبة إذا كانت الأصول بمعدل متغير أكبر من الخصوم بمعدل متغير وسالبة في الحالة العكسية.

(1) - عبد الكريم أحمد قندوز، مراجعة لنظرية المخاطرة في الاقتصاد الإسلامي ودورها في ابتكار وتطوير منتجات إدارة المخاطر بالصناعة المالية الإسلامية، ملتقى الخرطوم للمنتجات المالية الإسلامية تحت عنوان: التحول وإدارة المخاطر في المؤسسات المالية الإسلامية، النسخة الرابعة، 6/5 أبريل 2012، ص: 42-43.

المحول رقم (3-4): فجوة الدخل للصيرفة الإسلامية

فجوة الدخل = أصول بمعدل متغير (VRA) - خصوم بمعدل متغير (VRL)	
(VRA) > (VRL)	فجوة موجبة
(VRA) < (VRL)	فجوة سالبة

Variable Rate Assets : (VRA)

Variable Rate Liabilities : (VRL)

Source: **Market Risk in Islamic Banking**, unit 7, International Centre for Education in Islamic Finance, Malaysia, 2013, p: 6.

الفرع الثاني: ضرورة توحيد المعايير للمالية الإسلامية

يعد التنميط من أهم سمات المنتجات والمؤسسات التي تكتسب صفة العالمية، وهو المدخل لتحويل التطبيقات المحلية والإقليمية إلى تطبيقات عالمية، وهذا ما يلاحظ في عقود المقاولات والمناقصات الضخمة وعقود التوريد والاستيراد والاعتمادات المستندية والتجارة الدولية بصفة عامة؛ وقد أسهم تنميط أحكام الصكوك الإسلامية وعقودها ونماذجها في اكتسابها صفة العالمية بشكل واضح.

يوجد هناك شكلين لعمليات التوحيد أو التنميط للمالية الإسلامية، يتعلق الشكل الأول بالتنميط التقني والتجاري، أما الشكل الثاني فيتعلق بتنميط المبادئ المستند إليها للمالية الإسلامية.

أولاً: بالنسبة للمنتجات المالية الإسلامية المعروفة، فإن معايير الأسلمة من الآن فصاعداً مُنمطة نتيجة للمجهودات المبذولة من قبل بعض الهيئات والتي من بينها هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، ومن الواضح أنه عندما تصل منتجات لهذا المستوى من التنميط وتكون محل العديد من الدراسات فإن دور لجان الشريعة سوف يتناقص تدريجياً⁽¹⁾. مثلما يوضحه الجدول أدناه، أصبحت عملية التنميط مطلوبة وضرورية في ظل سوق يشهد عولمة كبيرة ويتعلق هذا التوجه أكثر بالصناديق الإسلامية والصكوك والمنتجات المالية المسماة "بالجملة"، فهذا التنميط هو قبل كل شيء تقني في سبيل جعل السوق في مجملها ذات سيولة عالية وبمختلف أقسامها.

بالمقابل، يتعلق تنميط المبادئ المستند إليها خاصة بالإستراتيجيات البيع للأدوات المالية الإسلامية والتي تختلف من منطقة لأخرى، حيث يجب أن يتكيف كل منتج مع خصوصيات سوقه المحلي والذي يتميز بالمرونة خاصة ما تعلق بالأسواق الموجهة نحو العملاء الأفراد والمركزة جغرافياً.

(1)-Mahmoud el-Gamal, traduction et adaptation de Jacqueline HAVERALS, **finance islamique, aspects légaux, économique et pratiques**, de Boeck, Bruxelles, 2011, p : 31.

الجدول رقم (4-4): أشكال التسيط المتوقعة في الصناعة المالية الإسلامية

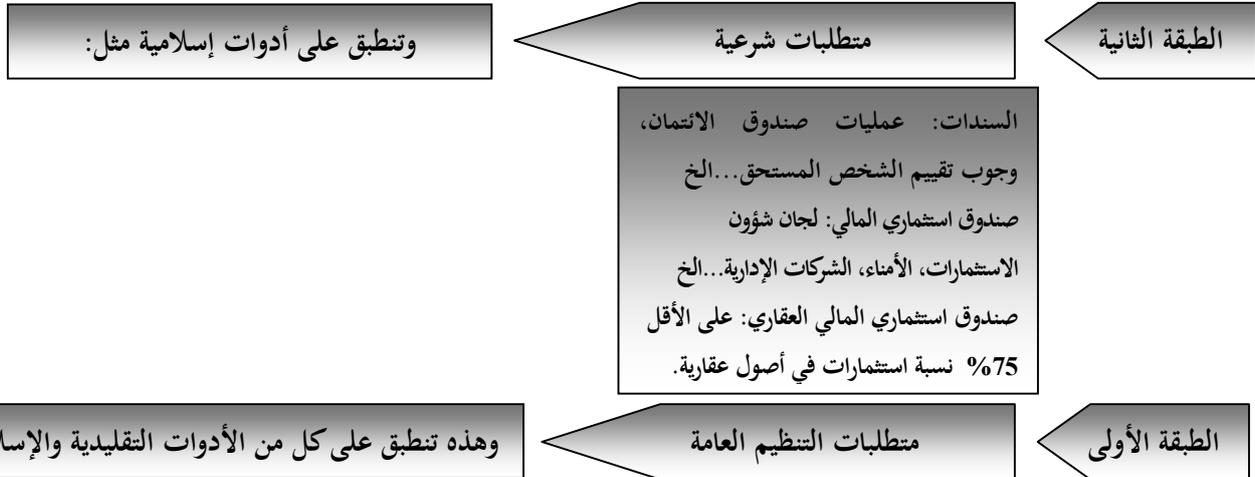
أنواع المنتجات	الحاجة لتنميط تقني/تجاري	الحاجة لتنميط المبادئ المستند إليها للمالية الإسلامية
الصكوك	نعم	لا
الصناديق الاستثمارية الإسلامية	نعم	نعم
منتجات مالية إسلامية بالتجزئة	لا	لا
منتجات مالية إسلامية بالجملة	نعم	نعم
منتجات مصرفية إسلامية	لا	لا
منتجات التكافل (التأمين الإسلامي)	لا	لا
أقسام أصول إسلامية مُبتكرة وبديلة	لا	لا

Source: Anouar Hassoune, **la finance islamique à la française – un moteur pour l'économie, une alternative éthique**, Edition Secure Finance, paris, 2008, p : 113.

كأفياً: تتشابه المصارف الإسلامية مع المصارف التقليدية من ناحيتين، تتعلق الناحية الأولى بأساليب الاستثمار والأدوات التمويلية وبالتالي فهي تتعرض لنفس المخاطر التي تتعرض لها المصارف التجارية، لذا لا بد عليها أن تنوع من استخداماتها ومواردها أما الناحية الثانية فتتعلق بتنظيم الأدوات المالية الإسلامية والذي له طبقتان؛ حيث تعكس الطبقة الأولى متطلبات التنظيم العامة وتتعلق الثانية بالمتطلبات الشرعية، وهو ما يوضحه الشكل الموالي:

الشكل رقم (4-8): تنظيم الأوراق المالية الإسلامية

الصكوك: وجوب إفصاح عن نوع عقودها من المشاركة أو المضاربة ويتم هذا بواسطة مذكرة البيانات ويذكر المستشار الشرعي صندوق استثمار مالي إسلامي: وجوب تصديق المستشار الشرعي على موافقة الصندوق أحكام الشريعة الإسلامية صندوق استثماري مالي عقاري إسلامي: وجوب موافقة استخدامات المستأجرين ودخل الإيجار لأحكام الشريعة الإسلامية



قالنا: يمكن من خلال تقويم جانب الاستخدامات والموارد في المصارف الإسلامية استنتاج ما يلي⁽¹⁾:

1- بالنسبة للاستخدامات غلبة أسلوب المراجحات على باقي أساليب الاستثمار الأخرى، حيث تجد المصارف الإسلامية صعوبة في تنويع استخداماتها؛

2- تتشابه موارد المصارف الإسلامية مع تلك للمصارف التقليدية من ناحية الأساليب والأدوات التمويلية، حيث تتعرض المصارف الإسلامية لنفس المخاطر التي لها المصارف التجارية، خاصة لعدم وجود ارتباط بين آجال الاستخدامات وآجال الموارد في المصارف الإسلامية؛

3- تبعاً لذلك تتعرض المصارف الإسلامية للمعضلة الثلاثية التعارض بين السيولة والربحية والأمان؛

4- تعاني المصارف الإسلامية من مشكلة اقتربها إلى حد ما من النموذج التقليدي بالاعتماد على عائد وحيد وهو هامش المراجعة، مما أوقعها في نفس المخاطر التي تعاني منها المصرفية المعاصرة كمخاطر سعر الفائدة ومخاطر السيولة والتي حاولت المصارف التقليدية التغلب عليها بتطبيق مفهوم المصرفية الشاملة؛

رابعاً: تعتبر السيولة ضرورية للمصرف لمقابلة احتياجات الأموال ومقابلة أي تقلبات في الميزانية سواء كانت متوقعة أو غير المتوقعة، وهي تمثل قدرة المصرف على الوفاء لمسحوبات العملاء والالتزامات الأخرى.

إن زيادة التوظيف وضعف السيولة وإن كان يعني استخدام تلك الأموال وتوظيفها وتحقيق عائد من تشغيلها مما يؤدي إلى زيادة الربحية إلا أنه يعني ضعف مقدرة المصرف على مواجهة التزاماته العاجلة، كما أن زيادة السيولة تعني نقص الربحية نتيجة الاحتفاظ بأمواله سائلة دون استثمار وبالتالي ضياع أرباح كان من الممكن أن يحققها المصرف لو أنه قام باستثمار وتوظيف تلك السيولة الزائدة؛

خامساً: أما فيما يخص إدارة الربحية، فإن هناك اختلافاً جوهرياً بين طريقة إعداد قائمة الدخل في المصارف التقليدية عنها في المصارف الإسلامية، ويرجع ذلك إلى اختلاف طبيعة العلاقة بين المصرف والمودعين في المصرف الإسلامي القائمة على علاقة المضاربة والمشاركة في الربح والخسائر؛ بينما يحصل المودعون في المصرف التقليدي على فائدة ثابتة بصرف النظر عن تحقيق المصرف التقليدي لأرباح أم لا ومقدار هذه الأرباح (انظر الملحق رقم 3) مقارنة لقائمة الدخل في المصرف الإسلامي والمصرف التقليدي).

كما أن هناك اختلافاً في مراحل قياس وتوزيع الربح في السندات المرتبطة بأسعار فائدة ثابتة أو متغيرة عن الصكوك الإسلامية، لذا فمحاولة ربطها بالفائدة والليبور هو انحراف عن طبيعتها والأساس الذي تعمل به، وعليه فإن هناك تغيير هام في هيكل الأرباح في المصارف التقليدية على العكس من المصارف الإسلامية التي مازال معظمها يعتمد على هامش البيع بالمراجعة كمصدر رئيسي لأرباحها⁽²⁾.

(1)- سامي يوسف كمال محمد، الصكوك المالية الإسلامية الأزمة-المخرج، دار الفكر العربي، القاهرة، 2010، ص:86.

(2)- المرجع السابق، ص:111.

المطلب الثالث: إدارة السيولة والربحية في المصرف الإسلامي

تعرض المصارف الإسلامية للمعضلة الثلاثية والتي تتمثل في التوازن بين السيولة والربحية والأمان وذلك نتيجة لعدم تنوع صكوكها المالية واقترابها من نموذج المصارف التقليدية بالاعتماد على عائد وحيد ثابت وهو هامش المراجحة، وكذا تشابه هيكل الصكوك التي تصدرها المصارف الإسلامية في الوقت الراهن مع هيكل السندات التي تصدرها المصارف التقليدية واعتماد المصارف الإسلامية على أساليب تقليدية تمويلية قابلة للسحب الفوري عند الطلب؛ وبالتالي تتشابه المصارف الإسلامية مع التقليدية في جانب الأصول وجانب الخصوم، وبالنتيجة تعرضها لنفس المشكلة الثلاثية التعارض بين السيولة والربحية والأمان⁽¹⁾.

الفرع الأول: الفروق الأساسية بين أساليب التمويل في المصارف الإسلامية والمصارف التقليدية

بناءً على الخصائص العامة لكل من المصارف الإسلامية والمصارف التقليدية، يمكن الإشارة إلى الفروق الأساسية التالية⁽²⁾:

أولاً: تعدد أساليب التمويل الإسلامي مقارنة بأساليب التمويل التقليدي وهذا التعدد تبعه تعدد في الخصائص الثانوية لأساليب التمويل ومثال ذلك فقد يأخذ التمويل في النظام الإسلامي الصورة النقدية أو العينية، أما النظام التقليدي فيغلب عليه الصورة النقدية ومعنى ذلك أن صيغ التمويل الإسلامي لها القدرة على تلبية احتياجات الممولين أكثر من نظيرتها في التمويل التقليدي؛

ثانياً: لأساليب التمويل الإسلامي ضوابط شرعية عامة وهناك أيضاً ضوابط خاصة على خلاف أساليب التمويل التقليدي التي تحكمها الضوابط المادية؛

ثالثاً: يقوم التمويل الإسلامي على المشاركة في الربح والخسارة بين المصرف والمتعامل (مبدأ العُمنُ بالعم) خلافاً للتمويل التقليدي القائم على علاقة القرض (دائن/مدين) أسلوب المدائنة الربوية، وفي الواقع أن لهذه الخاصية آثاراً لا بد من الإشارة إليها وهي:

- 1- يقتصر التمويل بالمدائنة في المصارف الإسلامية على القرض الحسن الذي يخلو من حسابات الفائدة الربوية؛
- 2- هناك انفصال بين علاقة المصرف بالموودعين عن علاقته بالتمولين في الأسلوب التقليدي، بينما هناك علاقة مباشرة وأحياناً غير مباشرة بين مصادر الأموال واستخداماتها في المصارف الإسلامية؛
- 3- العائد - في الغالب - غير مضمون وغير معلوم في التمويل الإسلامي والذي يعتمد على نتيجة العملية الاستثمارية من ربح أو خسارة مما يعني تحقق العدالة بين طرفي المعاملة، بحيث يحصل كل طرف على حقه بدلاً من نظام الإقراض بفوائد الذي يحصل فيه المقرض على نسبة ثابتة مقدماً من مبلغ القرض؛ بينما يظل عائد المقترض من التمويل محتملاً قد يغطي أو لا يغطي كلفة التمويل (الفائدة)؛
- 4- يمكن أن يكون العائد ثابتاً كالإجارة أو المراجحة أو متغيراً كما هو الحال في المزارعة أو المساقاة أو المضاربة أو المشاركة (يعتمد على نتيجة العمل) أو صفري كما هو الحال في القرض الحسن؛

رابعاً: بناءً على تلك الخصائص، فإن هناك اختلافاً جوهرياً في آلية احتساب كلفة التمويل بين النظامين الإسلامي والتقليدي:

- 1- يغلب على التمويل الإسلامي بقاء ملكية المال لصاحبها خلافاً للنظام التقليدي أين تنتقل ملكية المال للمقترض؛
- 2- التصرف بالمال في النظام التقليدي شبه مطلق، أما في النظام الإسلامي فالحرية غير مطلقة؛

(1) - المرجع السابق، ص: 98.

(2) - سعيد سامي الحلاق، المصارف الإسلامية - الواقع والتحديات، الملتقى العربي الأول، منشورات المنظمة العربية للتنمية الإدارية، القاهرة، 2011، ص: 18-19.

الفصل الرابع:..... مقارنة بين نموذج التمويل التقليدي ونموذج التمويل الإسلامي

3- يعطى الاهتمام الأكبر في ظل التمويل التقليدي لقدرة المقترض على سداد أصل القرض والفوائد المترتبة عليه، أما في التمويل الإسلامي تركز أساليب المشاركة في الأرباح والخسائر على معدل العائد المتوقع من الاستثمار الممول، لذلك فإن هذا النوع من التمويل يمكن أن يوجه الموارد المالية إلى أفضل الاستثمارات من حيث الإنتاجية الأمر الذي يرفع مستوى كفاءة عمليات التمويل⁽¹⁾؛

شاماما : يمكن تلخيص أهم الفروق بين المصرف الإسلامي والمصرف التقليدي في مجال سياسة التمويل بما يلي :

الجدول رقم (4-5): أهم الفروق بين المصرف الإسلامي والمصرف التقليدي في مجال سياسة التمويل

وجه الاختلاف	المصرف الإسلامي	المصرف التقليدي
وظيفة المال في المصرف	الاستثمار وليس الإيجار (استثمر ولا تؤجر)، لا متاجرة على ملكية المال	الإيجار (تأجير النقود)، المال يولد المال (المتاجرة على الملكية)
أخذ وإعطاء الفائدة	محرم	أساسي
مدة السداد	ترتبط بحياة المشروع مع عدم أخذ فائدة عند التأخر في التسديد	قصير غالبا مع أخذ فائدة ربوية عند التأخر في التسديد
عدم الوفاء بتسديد القرض	الإعفاء في حالة الإعسار (في القرض الحسن) مع عدم الإرهاب والتعسف في التحصيل	غير مسموح به مع إجراءات غير إنسانية في حالة العجز عن التسديد
هدف التمويل	تنمية المجتمع الإسلامي واستثمار أمواله بطريقة شرعية تحقق أهدافه ثم يأتي الربح في المرحلة الثانية	الربح في المقام الأول
الفئات المستفيدة من التمويل	جميع الأفراد باختلاف طبقاتهم	الأغنياء والقادرون ماليا فقط
تمويل الاحتكارات	محظور قطعيا	وارد
المعيار الأساسي في اختيار المشروع	المعايير الشرعية أولا ثم المعايير الأخرى بشرط عدم تعارضها مع المعيار الشرعي	الربح فقط
المشاركة مع العميل أو صاحب رأس المال	أساسية	غير ضرورية
شرعية المشروعات الاستثمارية عند الموافقة على التمويل	أساسية	غير ضرورية
الضمانات	إيجابية (كفاءة المشروع موضوع الاستثمار) + ضمانات أخرى بالدرجة الثانية (قانونية، شخصية ومادية)	سلبية في الأساس (قانونية شخصية + كفاءة المشروع بالدرجة الثانية)
تقاسم نتائج الاستثمار	المشاركة في الربح والخسارة	ضمان الربح (الفائدة)

المصدر: حسين محمد سمحان وآخرون، إدارة الاستثمار في المصارف الإسلامية، منشورات المنظمة العربية للتنمية الإدارية، القاهرة، 2012، ص: 19.

(1)- المرجع السابق، ص: 20.

الفرع الثاني: خصوصية الوساطة المصرفية الإسلامية

تشمل الوساطة المصرفية الإسلامية عددا من الجوانب الخاصة، بالرغم من أنه من الناحية الاقتصادية تمثل كلا من المصارف الإسلامية والتقليدية شكلا مماثلا لتدوير الأموال الموجهة للتمويل والتي غالبا ما تكون قصيرة الأجل نحو توظيف يطغى عليه النشاط الائتماني.

تقوم المصارف الإسلامية بتجميع المدخرات وفق نظام الحسابات الاستثمارية، ثم توظف هذه الأموال وكذلك بعضا من أموال المساهمين في مجالات الأنشطة الاقتصادية وفق صيغ عديدة من أهمها المضاربة والمشاركة والمراجحة والمتاجرة، وهذا المنهج للتمويل والاستثمار يختلف عن المنهج الذي تطبقه المصارف التقليدية.

هناك اختلاف بين بعض بنود الميزانية في كل من المصرف التقليدي والمصرف الإسلامي، حيث تتمثل هذه الاختلافات أساسا في بند القروض بميزانية المصرف التقليدي والتي يحل محلها بند المشاركات والمراجحات والمضاربات، وظهور بند الزكاة التي يدفعها أصحاب رأس المال كبند من بنود الخصوم؛ بالإضافة إلى الأسلوب المستخدم في إدارة بند الودائع من خلال كيفية التعامل مع أصحابها (دائن/شريك) ومعدل العائد الذي يحصل عليه كل منهما (فائدة/ربح)⁽¹⁾.

أولاً: خصائص جوانب الأصول في ميزانية المصارف الإسلامية

1- تظهر في جانب الأصول لميزانيات المصارف الإسلامية فئات خاصة، حيث يتركز جزء من السيولة فيما يقابل التوظيفات فيما بين المصارف التقليدية وهي المراجحات في الأجل القصير، حيث يتطلب هذا النوع من المراجحات تركيباً أكثر تعقيداً على عكس التوظيفات فيما بين المصارف التقليدية؛

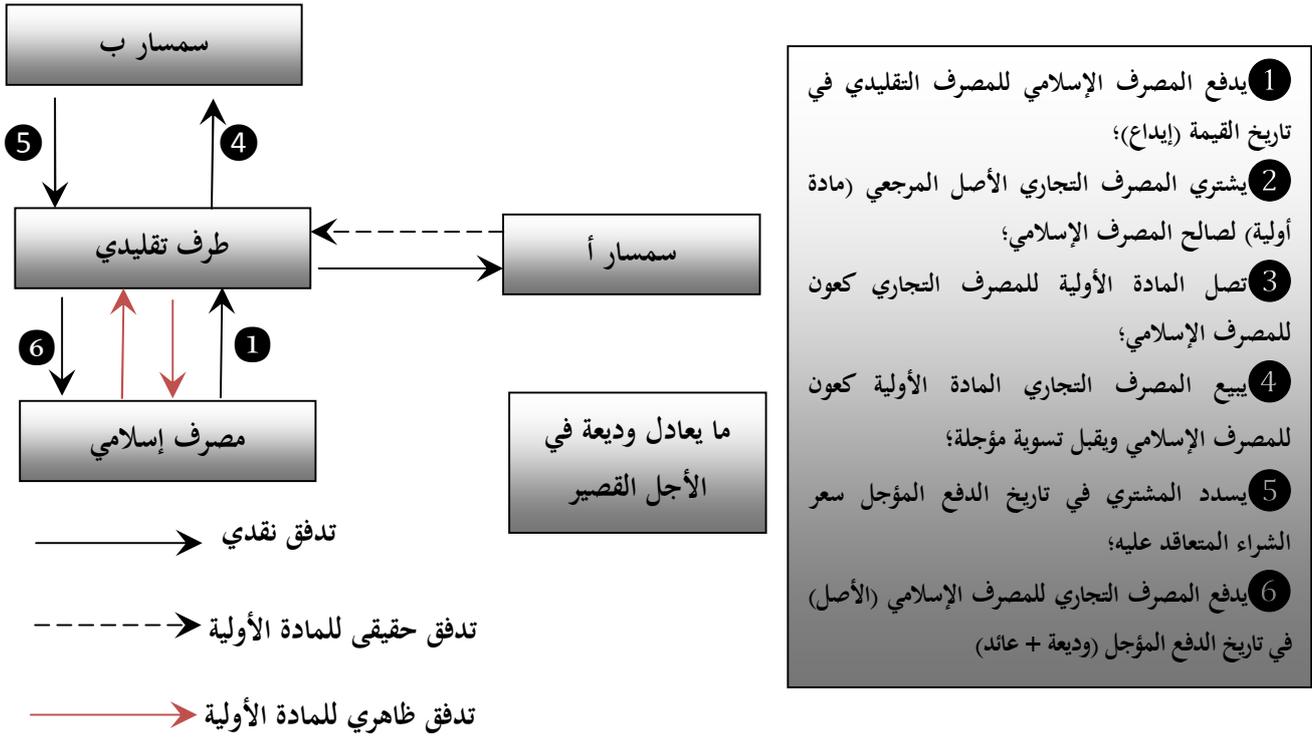
2- كما يوجد في جانب الأصول محفظة الاستثمارات بصفة عامة، وتتميز هذه المحافظ بالنسبة للمصارف التقليدية بسيطرة السندات من أجل إدارة جيدة للأصول/خصوم، أما بالنسبة للمصارف الإسلامية فيبقى المجال المفضل للاستثمار هي تشكيلة من العقارات والأسهم؛

3- إذا كانت محافظ القروض للمصارف الإسلامية لا تختلف بشكل كبير عن تلك للمصارف التقليدية، فلا بد من الإشارة إلى عنصرين أساسيين، من جهة وبالرغم من تنوع عقود التمويل المتوافقة مع الشريعة، لكن نوعين فقط من منتجات التمويل تبقى هي الغالبة على مشهد الائتمان الإسلامي وهما المراجحة والإجارة؛ حيث يمكن تطبيق عقود المراجحة فيما بين المصارف وتكون موجهة خاصة لتمويل احتياجات استهلاك العائلات⁽²⁾.

يوضح الشكل الموالي سيورة تطبيق توظيف إسلامي فيما بين المصارف الإسلامية من نوع المراجحة.

(1) - محمد كمال عطية، نظم محاسبية في الإسلام، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1989، صص: 372-373.
(2) - Anouar Hassoune, op. cit., P: 98.

الشكل رقم (9-4): سير توظيف إسلامي فيما بين المصارف من نوع المراجعة



Source : Anouar Hassoune, **la finance islamique à la française – un moteur pour l'économie, une alternative éthique**, Edition Secure Finance, paris, 2008, p : 99.

4- من جهة ثانية عقود الإجارة هي أقرب إلى عقود القرض الإيجاري التقليدي، وتكمن الميزة الأساسية لعقد الإجارة في إمكانية تمديد أجل الاستحقاق على فترات أكبر على العكس في المراجعة، يمكن في الواقع للمصرف الإسلامي إدارة مخاطر سعر الفائدة كون أن عقود الاعتماد الإيجاري في الشرق الأوسط تكون عادة محل إعادة تسعير دورية تسهل من حماية هوامش وساطة المصرف؛

5- تعتمد المصارف الإسلامية على محافظ المشاركة أكثر من المضاربة، حيث تشبه هذه المحافظ أخذ مساهمات تقليدية، وتحافظ المصارف الإسلامية على مثل هذه الاستثمارات في ميزانيتها ولكن بإمكانها أيضا إعادة تجميعها في أصول متنوعة وبالتالي خدمة عملائها المؤسساتيون و/أو الأثرياء⁽¹⁾؛

6- يتعرض المصرف الإسلامي لمخاطر السيولة التي تتعرض لها المصارف التقليدية، بل يزداد الأمر صعوبة في المصارف الإسلامية نظرا لطبيعة العلاقة بينها وبين المودعين القائمة على المشاركة في الربح والخسارة، وبذلك تجد مشكلة عند تحديد نصيبهم من الأرباح والاحتياطات والأرباح المحتجزة في وقت التخارج^(*)؛

(1)- Ibid, p: 100.

(*) يقصد بالتخارج: خروج الشريك عن ملكه إلى صاحبه بالبيع وهو بيع حصة في أعيان مشتركة وذلك بمبلغ يتراضيان عليه، وتطبيقه العملي في الصكوك الاستثمارية هو خروج مالك الصكوك عن صكوكه الاستثمارية التي يملكها بأن يبيعها لغيره بمال بالتراضي بينهما، ولذلك كان لا بد من إمكانية التخارج باعتباره من صور التداول ذات الأهمية البالغة وفق طبيعة الصكوك؛ وبناء على ذلك أجاز فقهاء معاصرون التخارج في الصكوك وقالوا يشترط لصحته أن تكون الحصة المتخارج عنها معلومة والمعلومية هنا حاصلة بعدد الصكوك التي هي مقدار حصته الشائعة في إجمالي الصكوك.

الفصل الرابع:..... مقارنة بين نموذج (التقليدي) ونموذج (التوريق الإسلامي)

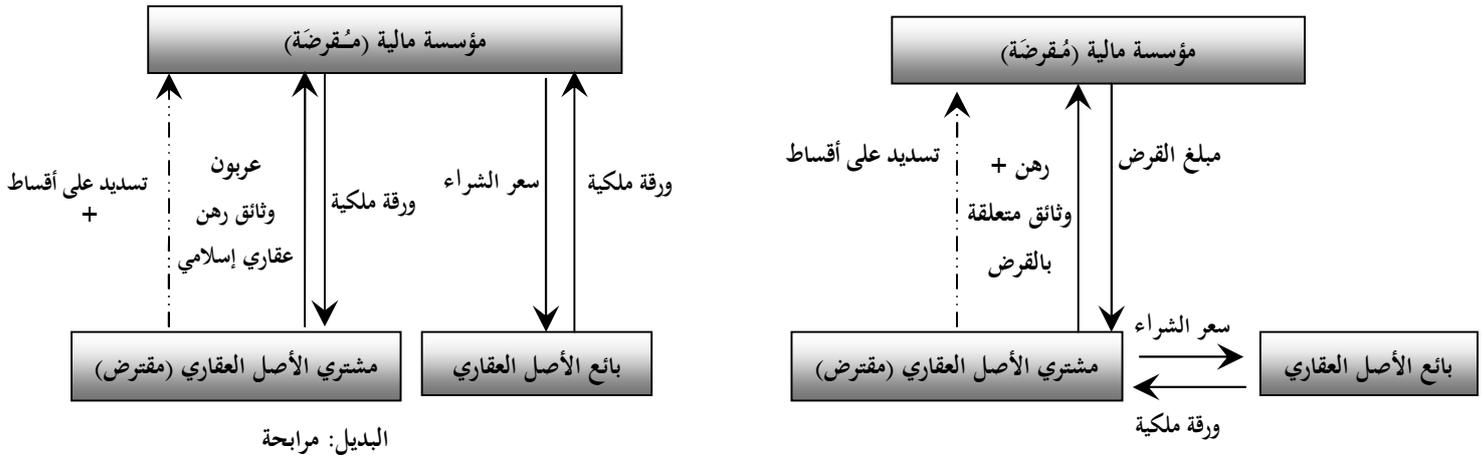
7- من ناحية أخرى فإن الأرباح الكبيرة تكون مرتبطة بمخاطر عالية وذلك لعدم تنوع استثمارات المصرف وحصرها في المراجحات كما في المصارف التقليدية حيث تنحصر الاستثمارات في منح القروض، ومن هنا يتضح تعارض الربحية مع الأمان، وعليه يتعرض المصرف الإسلامي للمعضلة الثلاثية والمتمثلة في التوازن بين السيولة والربحية والأمان مثل المصارف التقليدية؛

8- مع التطور العالمي وظهور مفهوم العوامة فُتحت الأسواق التي كانت حكرًا على المصارف أبوابها للمنافسة من جانب مؤسسات أخرى وحاولت المصارف الإسلامية بدورها تنويع أنشطتها والدخول في أسواق غير تقليدية وذلك بتنويع مصادر إيراداتها لتشمل إيرادات المساهمات في الشركات وإيرادات عمليات التوريق الإسلامي وإيرادات كل من الأنشطة خارج الميزانية ورأس المال المخاطر... الخ؛

9- في ظل البيئة التنافسية الشديدة لم تعد المصارف قادرة على الاحتفاظ بمنتجات لا تحقق ربحية كافية، ولذلك يجب على المصارف الإسلامية أن تنظم وظائفها بالشكل الذي يخدم هيكل ربحيتها بدل الاعتماد الكبير على هامش البيع بالمراجحة كمصدر رئيسي لأرباحها وهو ما سيساهم أيضا في تخفيض المخاطرة الائتمانية المرتبطة بها.

يمكن إعطاء مثال عن قرض الرهن العقاري والذي يختلف تطبيقه في المصارف الإسلامية عن المصارف التقليدية، وهو ما يوضحه الشكل الموالي:

الشكل رقم (10-4): قرض الرهن العقاري (هيكله تقليدية وإسلامية)



Source: Mahmoud el-Gamal, traduction et adaptation de Jacqueline HAVERALS, **finance islamique, aspects légaux, économique et pratiques**, de Boeck, Bruxelles, 2011, p : 25.

تجدر الإشارة هنا إلى ضرورة تطوير هيكله التصكيك من أجل تمويل سوق الرهن العقاري، في سبيل استحداث ما يسمى هيئة "التوريق الإسلامي لسوق الإسكان" (Housing market Islamic Securitization Vehicle)⁽¹⁾. حيث سيعود تطوير هيكله مستقرة للتصكيك من أجل سوق السكن بالفائدة على مشتري السكنات وعلى المستثمرين، كما أن وجود أمين مؤخذ كشريك سيعطي ضمانا إضافيا ضد مخاطر عدم التسديد. يوضح الشكل الموالي مقارنة التمويل الإسلامي مع التمويل التقليدي من حيث المخاطر الناشئة عن تمويل شراء منزل مثلا.

(1)-Nidal Alsayyed, **Sukukization : Islamic Economic Risk, Factors in Shari'ah view**, International Shari'ah Research Academy For Islamic Finance, Malaysia, 2010, p:7.

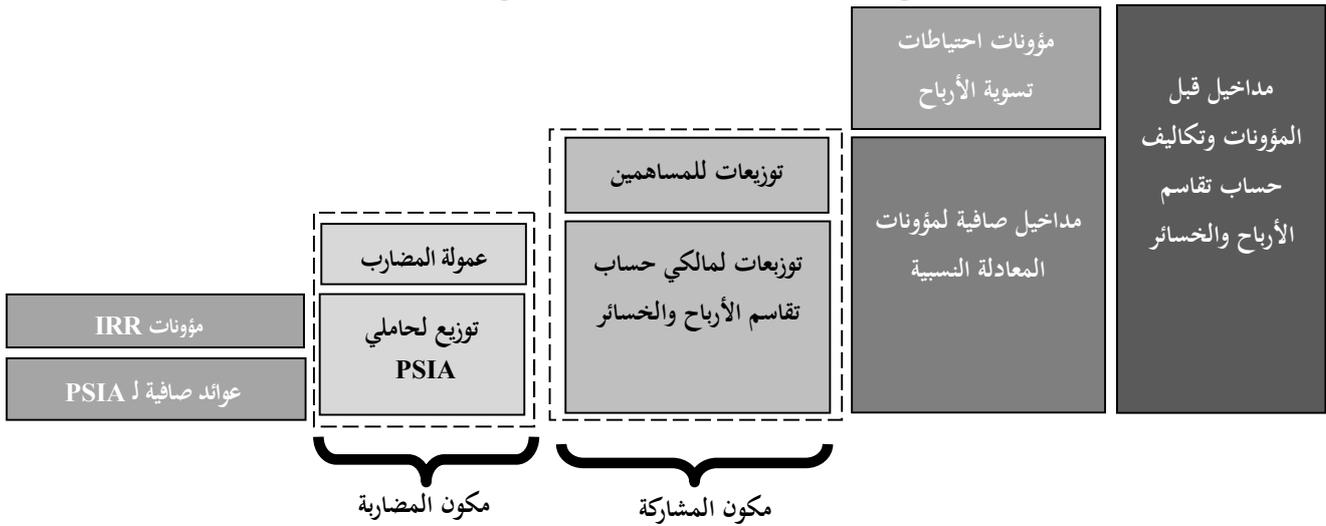
الفصل الرابع: مقارنة بين نموذج (التقليدي) ونموذج (التوريق الإسلامي)

تبعاً لحصصهم في رأس المال وجهدهم، وهو بذلك نظام تمويل عن طريق حصص التمليك أين يكون مبرر حصول الممول على حصة من الأرباح هو جهده والمخاطرة التي يتحملها.

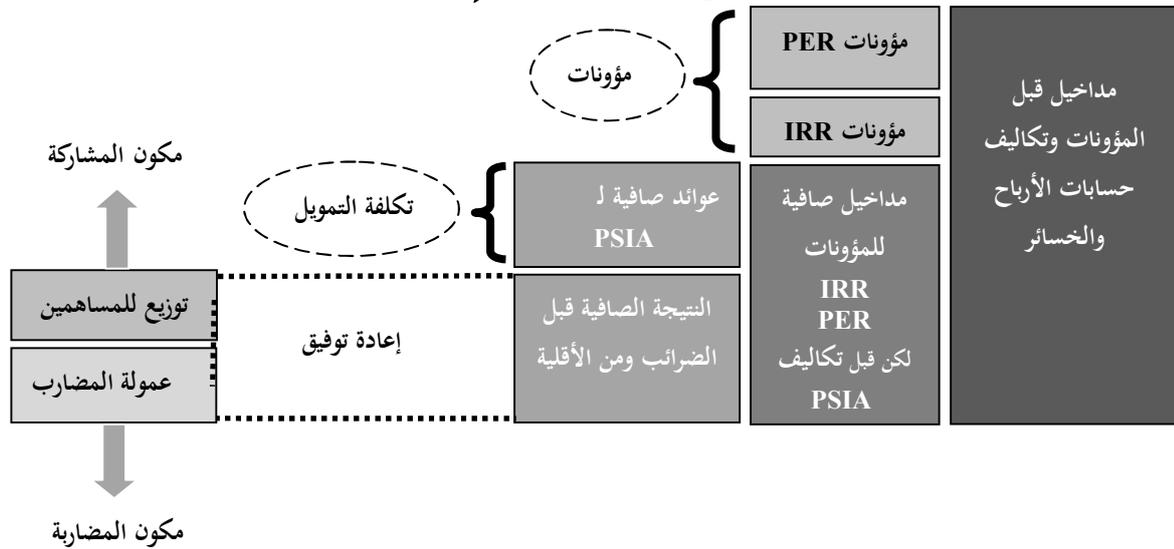
بعبارة أخرى، فإن الممول هنا سيستحق التعويض حيث لم تكن لتتحقق هذه الأرباح لولا استثماره، إضافة إلى أنه في حالة تعرض الاستثمار للخسارة فإن أمواله هي الأخرى تكون قد تعرضت للخسارة أيضاً⁽¹⁾؛

يوضح الشكلين الموالين كيفية حساب العوائد على حسابات تقاسم الأرباح والخسائر على ضوء المشاركة والمضاربة، ومن جهة أخرى التقييم المحاسبي للعوائد على التوالي:

الشكل رقم (4-12): حساب العوائد على حساب تقاسم الأرباح والخسائر



الشكل رقم (4-13): التقييم المحاسبي للعوائد



Source: Anouar Hassoune, **la finance islamique à la française – un moteur pour l'économie, une alternative éthique**, Edition Secure Finance, paris, 2008, p :104 .

(1) - أنجلو فيناردوس، ترجمة أبو ذر محمد أحمد الجلي، التمويل والمصرفية الإسلامية في جنوب شرق آسيا، تطورها ومستقبلها، النشر العلمي والمطابع: جامعة الملك سعود، المملكة العربية السعودية، 2009، ص:52.

الفصل الرابع: مقارنة بين نموذج (التوريث) ونموذج (التوريث الإسلامي)

(IRR): احتياطات مخاطر الاستثمار "Investment Risk Reserves": وهو المبلغ الذي يتحصل عليه المصرف من أرباح أصحاب حسابات الاستثمار بعد اقتطاع نصيب المضارب لغرض الحماية من الخسارة المستقبلية لأصحاب حسابات الاستثمار؛ (PER): احتياطات معادلة الربح "Profit Equalization Reserves": وهو عبارة عن المبلغ الذي يتحصل عليه المصرف من دخل أموال المضاربة قبل اقتطاع نصيب المضارب بغرض المحافظة على مستوى معين من عائد الاستثمار لأصحاب حسابات الاستثمار وزيادة حقوق أصحاب الملكية.

ثالثاً: مما يلاحظ تقاسم الأرباح والخسائر: تعتبر هذه الحسابات أدوات هجينة وغير قابلة للتداول، كما أن أجل استحقاقها قصير نسبياً ولا يمتلك أصحابها حق التصويت، لذا فهي تشبه الودائع لأجل بالاتفاق.

1- تمنح هذه الحسابات لحاملها الحق بتقاسم أرباح المصرف الذي أصدرها والالتزام أيضاً بامتصاص الخسائر المحتملة مع العلم أن العوائد غير مضمونة ولا محددة مسبقاً، هذه الخاصية الهجينة لها عدة صعوبات خاصة في مجال التصنيف، حيث يعتبر آليا العائد السلبي على هذه الحسابات كوضعية عدم قدرة على السداد وهذا في حالة التعدي أو التقصير؛ 2- تعمل هذه الحسابات وفقاً لعقدي المشاركة (ملكية مشتركة) والمضاربة (تفويض الإدارة)، تكمن المشاركة في التمويل المشترك لجزء من الأصول عن طريق المساهمين ومقدمي أموال حسابات تقاسم الأرباح والخسائر، فالمصرف هو المضارب في حين أن ملاك هذه الحسابات هم رب المال؛

3- يخشى المصرف الإسلامي من الوقوع في مخاطر السيولة والناجحة عن السحوبات الكبيرة والمحتملة للودائع، وبما أن هذه الحسابات من الأدوات القصيرة الأجل وبالتالي فهي حساسة لتقلبات العوائد، ففي حالة عدم كفايتها أو في حالة تحقيق عوائد سلبية، تكون قدرة المصرف الإسلامي على إعادة التمويل في حالة مخاطرة كبيرة بالنظر لحسابات تقاسم الأرباح والخسائر وهو ما يسمى مخاطرة تجارية منقولة^(*)؛ والتي تتمثل في الضغوط التي يمكن أن يتعرض لها المصرف الإسلامي لتعديل العائد على حسابات الاستثمار المشترك - والتي تشبه إلى حد كبير في طبيعتها الأموال المستثمرة ضمن صناديق الاستثمار المشترك - وذلك بالتخلي عن جزء من العائد على حقوق المساهمين للتمكن من المنافسة في السوق؛ 4- تقوم إدارة المخاطر التجارية المنقولة على ثلاث آليات⁽¹⁾:

أ. تشكيل مؤونات قبلية للأصول من أجل تغطية الخسائر المتوقعة عن طريق احتياطات مخاطر الاستثمار بطرح أو تخفيض أصول؛

ب. تخصيص مؤونات لمعادلة العوائد المقدمة لحسابات تقاسم الأرباح والخسائر من أجل تغطية الخسائر غير المتوقعة عن طريق احتياطات معادلة الربح⁽²⁾؛

ج. قدرة المصرف الإسلامي على تخفيضه بتقدير عمولاته للمضارب، وبالتالي القدرة على معادلة العوائد المقدمة للمالكين هذه الحسابات خلال الدورة عن طريق التحكم في قلب المكافآت المقدمة لها بفضل موازنات آلية ما بين احتياطات مخاطر الاستثمار واحتياطات معادلة الربح وعمولات المضارب؛ وهو ما أوضحه الشكل السابق.

(*)- Risque Commercial Translaté (RCT)

(1)-Anouar Hassoune, op. cit., p :103.

(2)- تم التطرق للمخاطر غير المتوقعة في البعض من معايير مجلس الخدمات المالية الإسلامية، كالمعيار رقم (2) - معيار كفاية رأس المال للمؤسسات التي تقتصر على تقديم خدمات مالية إسلامية في الفقرة رقم 80 والمعيار رقم (3) - المبادئ الإرشادية لضوابط إدارة المؤسسات التي تقتصر على تقديم خدمات مالية إسلامية عدا مؤسسات التأمين الإسلامية (التكافل) وصناديق الاستثمار الإسلامية - وذلك في إطار المبدأ 2-2.

الفصل الرابع: مقارنة بين نموذج (التقليدي) ونموذج (التوريق الإسلامي)

يمكن توضيح ما سبق من خلال الشكل الموالي والذي يمثل بطريقة مبسطة ميزانية وحساب النتائج لمصرف إسلامي نموذجي:

الشكل رقم (4-14) شكل مبسط لميزانية وحساب النتائج لمصرف إسلامي

أصول	خصوم
نقدية	حسابات جارية دون فوائد قرض حسن
مرابحة فيما بين المصارف قصيرة الأجل	مرابحة فيما بين المصارف قصيرة الأجل
الصكوك المملوكة	مرابحة منظمة للأجل الطويل
أسهم، عقارات واستثمارات أخرى	الصكوك المصدرة
محفظة قروض	حسابات تقاسم الأرباح والخسائر غير المقيدة
مشاركات	احتياطات معادلة العوائد
أصول ثابتة وأخرى	أموال خاصة

+ النتيجة التشغيلية
- المصاريف التشغيلية
= النتيجة التشغيلية الصافية (قبل تكاليف تقاسم الأرباح والخسائر)
- التوزيعات لتقاسم الأرباح والخسائر (PSIA)
= النتيجة الصافية قبل الضريبة والفوائد
- الضرائب والفوائد
= النتيجة الصافية

PSIA: Profit Sharing Investment Account

Source : Anouar Hassoune, *la finance islamique à la française – un moteur pour l'économie, une alternative éthique*, Edition Secure Finance, paris, 2008, p : 98.

الفرع الثالث: أنواع شهادات الصكوك التي تصدرها المصارف الإسلامية

يعتمد تطوير الأدوات المالية الإسلامية (دور تنافسي) على توافر البيئة التنظيمية والمؤسسية الداعمة (دور تعاوني)، ولا تزال الحاجة قائمة لابتكار أدوات مالية تستجيب لتفضيلات المستثمرين وخلق أوعية استثمارية جديدة كصناديق الاستثمار القابلة للتداول؛ بالإضافة إلى صناديق الوقف الاستثماري العقاري الحديثة والمتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية والتي تستخدم في الغالب هيكلية الإجارة كقاعدة لاستثماراتها، حيث تتم تعبئة الأموال واستثمارها في محفظة أصول عقارية متوافقة مع الشريعة أو أصول ذات صلة بالقطاع العقاري.

الفصل الرابع: مقارنة بين نموذج (التقليدي) ونموذج (التوريق الإسلامي)

سيتم تحديد نوع الشهادات التي تصدر وفقا لقاعدة التصنيف الدقيق لفئات الأصول، حيث تتوفر شهادات الصكوك المعروفة اليوم في الأسواق المالية على النحو التالي⁽¹⁾:

أولاً: صكوك الإجارة (الصفافية) (الأساسية) (pure ijarah Sukuk): تصدر على أساس الأصول المحددة في الميزانية، ويمكن أن تكون بالإضافة إلى ذلك أجزاءً على أرضية جاهزة للتأجير أو تجهيزات مؤجرة كالسيارات والطائرات والسفن وغيرها. علاوة على ذلك يمكن لأسعار استئجار العائد على هذا النوع من الصكوك أن تكون ثابتة أو عائمة تبعا للمنشئ؛

ثانياً: الصكوك المجمع (المهجنة) (hybrid pooled Sukuk): تستند على مجموعة من الأصول وتتكون من عقود الاستصناع والمراجحة والإجارة، وعلاوة على ذلك يسمح وجود هذه المجموعة من الأصول من فئات مختلفة بأكثر تعبئة ومع ذلك يجب أن تشكل المحفظة على الأقل من 51% من أصول الإجارة والمراجحة؛ لأن عقود الاستصناع التي هي جزء من المحفظة عبارة عن مستحقات شهادات والعائد عليها يمكن أن يكون محددًا مسبقًا (معدل العائد ثابت)؛

ثالثاً: الصكوك ذات المعدل المتغير القابلة للسداد (variable rate redeemable Sukuk): تمثل قوة التوازن الكامل للمصدر، وتلجأ العديد من الشركات إلى هذا النوع من الصكوك ولشهادات المشاركة المالية الآجلة (MTFCs) وهي بديل للصكوك لما لها من الأقدمية إلى حقوق المساهمين في المصدر، وطبيعة التعويض لها مستقرة نسبيًا بالمقارنة مع معدل توزيعات الأرباح؛ ولهذا النوع من الصكوك بعض المزايا ومن بينها معدل العائد العائم حيث تستند هذه الشهادات على الميزانية العمومية الفعلية للشركة وليس على مجرد القياس ويفضل استخدام عوائد المشاركة من وجهة نظر الفقهاء والذي من شأنه تعزيز نموذج العمل المصرفي الإسلامي التي تعتبر فيه عقود المشاركة تجسيدا للمبادئ الأساسية؛

رابعاً: الصكوك غير القابلة للسداد ذات الكوبون الصفري (zero-coupon non tradable sukuk): الهدف من تعبئة الأموال هو خلق المزيد من الأصول في الميزانية العمومية للشركة عن طريق الاستصناع، ومع ذلك هذا النوع من الشهادات غير قابل للتداول بسبب القيود الشرعية؛ كما أن الأصول الأولية تكون ذات طبيعة تبررها عمليات الاستصناع والدفعة شراء/بيع عقود التي من شأنها أن تنشئ التزامات الديون.

يمكن أن تسمى هذه الشهادات على هذه الترتيبات الديون الثابتة معدل الصكوك ذات الكوبونات الصفرية؛

خامساً: الصكوك المضمنة (embedded Sukuk): يمكن أن تكون إما من الصكوك ذات الكوبون الصفري والإجارة، صافية أو مختلطة مع خيار تحويل جزء إلى أشكال الأصول الأخرى تبعا لظروف محددة.

(1)- Ahmed Khalid al-Maghlouth, Sukuk an inside study of its background, structures, challenges & cases, open university of Malaysia, 2009, p:[10-14].

المطلب الرابع: تطور السوق العالمية للصكوك ولإصدارات (التوريث التقليدية)

شهدت كل من سوق الصكوك وسوق سندات التوريق تطورات هامة خاصة مع وبعد الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، حيث تزايد الإقبال على الصكوك الإسلامية عقب هذه الأزمة والتي لفتت أنظار الدول الغربية إلى أهمية التمويل من خلال الصكوك، سيتم من خلال هذا المطلب إعطاء نظرة عامة حول تطور السوق العالمية لإصدارات الصكوك الإسلامية ومنتجات عمليات التوريق التقليدية.

الفرع الأول: نظرة عامة على السوق العالمية للصكوك

شهدت إصدارات الصكوك سنة 2008 تراجعاً كبيراً بعد سنوات من الازدهار والنمو، وذلك بسبب حدوث الأزمة المالية العالمية التي دفعت بالمستثمرين إلى تجنب الاستثمار في أسواق الدخل الثابت ومن ضمنها سوق الصكوك الإسلامية، حيث انخفضت حصيلة إجمالي إصداراتها عالمياً بنسبة 63,74% سنة 2008، لكن سرعان ما عادت سوق الصكوك انتعاشها من جديد خلال سنة 2009 أين ارتفعت إجمالي إصدارات الصكوك عالمياً إلى 31,92 مليار دولار، وارتفعت إلى نحو 47,48 مليار دولار خلال سنة 2010.

أولاً: على الرغم من الاضطرابات السياسية والاقتصادية في أوروبا والشرق الأوسط، إلا أن قيمة إصدارات الصكوك بنهاية سنة 2011 بلغت حوالي 85 مليار دولار، وهو ما بدد كافة الشكوك المتعلقة بقوة الصكوك وأعطى مؤشرات جيدة حول السنوات القادمة، كما شهدت هذه السوق سنة 2012 نمواً كبيراً وفعالاً في الربع الأول عندما أغلقت عند حوالي 12 مليار دولار في شهر جانفي وحوالي 20 مليار دولار في فبراير هي قيمة إصدارات الصكوك؛

ثانياً: على الرغم من استمرار هيمنة ماليزيا وجنوب شرق آسيا على السوق خلال سنة 2011، إلا أن دول مجلس التعاون الخليجي شهدت هيكلية مبتكرة ونمو ثابتاً وتوالي دخول الشركات الجديدة في السوق - سواء كانت شركات مؤسسية أو سيادية - وفي الوقت الذي أغلقت فيه سوق الصكوك سنة 2011 على عدد قليل من إصدارات الصكوك الرئيسية، فإن الربع الأول من سنة 2012 شهد إصدار مجموعة من الصكوك من دول مجلس التعاون الخليجي بلغت قيمتها 7,9 مليار دولار مقارنة بـ 1,6 مليار دولار فقط للفترة ذاتها من العام السابق، ويعزى 80% من هذه الصكوك إلى المملكة العربية السعودية التي أجرت عدد من الصفقات الضخمة منذ بداية العام⁽¹⁾؛

ثالثاً: علاوة على ذلك، انخفض متوسط العائد على الصكوك في دول مجلس التعاون الخليجي الستة 37 نقطة في 2012 ليصل إلى 3,94%، وذلك وفقاً لمؤشر " إتش إس بي سي ناسداك دبي " لقيمة الصكوك بالدولار، وظل الاتجاه السائد في سوق الصكوك في دول مجلس التعاون الخليجي هو ذاته فيما يتعلق بمعظم - إن لم يكن جميع - الصكوك الصادرة للمؤسسات المالية في الأسواق العالمية لتمويل ميزانية هذه المؤسسات أو لإعادة تمويل ديونها القائمة؛ وذلك باستثناء الصكوك في المملكة العربية السعودية التي وُجّهت نحو الاقتصاد الحقيقي من خلال تمويل مجالات التوسع الصناعي (البتروكيماويات والنفط والغاز والكهرباء والعقارات)؛

(1)-Mahinaz El-Aasser, **global Sukuk market report**, 2012, Islamic Finance Information Service, Euro week, p: 10.

رابعاً: من جهة أخرى واصلت الصكوك التي يصدرها مجلس التعاون الخليجي تفوقها على الصكوك الماليزية والآسيوية من حيث القيمة والتطور الهيكلي، وطبقا لتقرير أصدره بيت التمويل الكويتي فإن إجمالي حجم إصدارات الصكوك لسنة 2013 بلغ حوالي 119.7 مليار دولار بانخفاض بنسبة 8% مقارنة بسنة 2012؛

خامساً: شهدت إصدارات الصكوك على مستوى العالم خلال سنتي 2014 و2015 نموا قدر ب 12% سنويا، ويرجع ذلك إلى وجود مستحقات تقدر بمبلغ 12 مليار دولار سنة 2014 ونحو 22 مليارا سنة 2015 على جهات حكومية في المنطقة من أهمها حكومة دبي؛ وهو ما سيحتاج إلى "إعادة تمويل" من خلال أدوات مالية من أهمها الصكوك؛

سادساً: استأنفت إصدارات الصكوك ارتفاعها سريعا سنة 2014 لتصل إلى 131,2 مليار دولار، ومن المتوقع أن تصل إلى 237 مليارا سنة 2018 وتتوزع الصكوك على دول في كل قارات العالم تقريبا لكنها تتركز في منطقة الخليج وماليزيا وتركيا وبريطانيا ولا يقتصر إصدارها على الدول الإسلامية حيث شملت الصين وألمانيا وعددا من دول أوروبا⁽¹⁾؛

سابعاً: شهد الربع الأول من سنة 2014 إجمالي إصدارات جديدة للصكوك بمبلغ 31.14 مليار دولار من الصكوك الأولية، ويمثل هذا الحجم من الإصدارات الخفضا بنسبة 15.2% عن الإصدارات بمبلغ 36.73 مليار دولار المسجلة خلال الربع الرابع من 2013؛ كما يمثل تراجعاً بنسبة 9.82% عن مبلغ 34.53 مليار دولار من الصكوك المصدرة خلال الربع الأول من 2013.

يرجع الانخفاض في حجم الإصدارات إلى التباطؤ الملحوظ في إصدارات الصكوك الخليجية خلال الربع الأول من سنة 2014، ولا سيما في شهر مارس والذي اقتصرت الإصدارات الخليجية فيه على إصدارات صكوك إدارة سيولة قصيرة الأجل من قبل مصرف البحرين المركزي، هذا وقد انخفض حجم إصدارات الصكوك من دول مجلس التعاون الخليجي بنسبة 12.5% في الربع الأول من 2014 مقارنة بحجم الإصدارات في الربع نفسه من 2013.

ويعد بدء تقليص برنامج التيسير الكمي من قبل الاحتياطي الفدرالي الأمريكي اعتباراً من يناير 2014، أحد العوامل الحاسمة الأخرى التي أدت إلى تراجع حجم الإصدارات، كما أدى تقليص التحفيز النقدي من قبل مجلس الاحتياطي الفدرالي الأمريكي إلى ارتفاع تكاليف التمويل لمصدري السندات والصكوك لا سيما في الأسواق الناشئة؛ مما يرجح احتمالية بقاء المصدرين في حال مراقبة للسوق قبل القيام بعمليات الإصدار.

وكما كانت عليه وتيرة الإصدارات خلال العديد من الأرباع السنوية على مدار الفترة الماضية، جاءت إصدارات السوق الأولية بقيادة الإصدارات من الهيئات السيادية وشبه السيادية اللتين شكلتا معا ما يزيد نسبته على 81% من إصدارات السوق الأولية للصكوك خلال الربع الأول من 2014، ومن الجدير بالذكر أن إصدارات الصكوك من قبل الهيئات السيادية شكلت نسبة 68.6% أو مبلغ 21.37 مليار دولار من إجمالي الإصدارات في الربع الأول من 2014، وهو أعلى مستوى لإصدارات الهيئات السيادية منذ الربع الثالث من 2012 عندما سجلت الهيئات السيادية إجمالي إصدارات بمبلغ 25.66 مليار دولار، هذا وقد كان أحد أهم الأحداث البارزة خلال شهر يونيو 2014 دخول دولة من خارج منظمة

(1)- www.zawya.com/ar/story/zawya20140513090136.

الفصل الرابع:..... مقارنة بين نموذج (التورين) التقليدي ونموذج (التورين) الإسلامي

التعاون الإسلامي إلى سوق الصكوك السيادية ويتعلق الأمر ببريطانيا والتي سبقت في ذلك لوكسمبورج وجنوب إفريقيا وهونج كونج، وقد تم بيع الصكوك السيادية البريطانية وتم جمع مبلغ 200 مليون جنيه إسترليني للحكومة البريطانية⁽¹⁾.

خلال الفترة نفسها شكلت حصة إصدارات قطاع الهيئات شبه السيادية مبلغ 4.05 مليار دولار بقيادة إصدارات صكوك بنحو 2.9 مليار دولار من قبل جهات دولية متعددة الأطراف وهي البنك الإسلامي للتنمية والمؤسسة الدولية لإدارة السيولة الإسلامية⁽²⁾.

ثامنا: تعتبر تركيا أول من أصدر صكوك الإجارة السيادية، حيث كان الجسر المعلق الثالث على مضيق البوسفور عاملا محفزا لإصدار صكوك الإجارة الجديدة في سنة 2012، وكانت تلك الصكوك أول صكوك "سيادية أوروبية؛

ثاسعا: أدى توقف البنك المركزي الماليزي عن إصدار الصكوك إلى انخفاض إصدارها بنسبة 42.5% مقارنة مع نفس الفترة من سنة 2014، حيث أصدر المصرف المركزي الماليزي صكوكا بقيمة 45 مليار دولار من إجمالي الصكوك المصدرة عالميا وقيمتها 116.4 مليار دولار؛ ومن بين أسباب قرار المصرف المركزي الماليزي وقف إصدار الصكوك هو أن مجموعة واسعة من المستثمرين هم الذين اشتروا هذه الصكوك ما حال دون وصوله إلى الجهات التي يستهدفها وهي المصارف الإسلامية الماليزية بشكل خاص ونتيجة لذلك قرر الاتجاه إلى استخدام أدوات مالية قصيرة الأجل يقتصر استخدامها على المصارف؛

ثاسرا: بمعزل عن تأثير بنك نيجارا ماليزيا، كان أداء إصدار الصكوك العالمي في 2015 منخفضا بنحو 5%، حيث أدى تراجع أسعار النفط إلى انخفاض معتدل في الإنفاق الحكومي المتكرر والإنفاق على مشاريع البنية التحتية في دول مجلس التعاون الخليجي وماليزيا، إلا أن هناك عاملين آخرين هما سياسات الولايات المتحدة والمصرف المركزي الأوروبي وتعهيدات إصدار الصكوك؛ وقد تؤدي أسعار النفط إلى إضعاف السوق أكثر في حال واصلت الانخفاض وقد تحت بعض دول مجلس التعاون الخليجي وماليزيا باتجاه خفض إنفاقها الاستثماري.

كما أدى انخفاض أسعار النفط أيضا إلى خفض الودائع وبالتالي السيولة لدى المصارف (بما في ذلك المصارف الإسلامية)، وتعد الحكومات والكيانات التابعة لها من بين أكبر المودعين في بعض الأسواق الرئيسية الخاصة بالتمويل الإسلامي بحصة تبلغ ما بين 15% إلى 40% لمصارف دول مجلس التعاون الخليجي؛ وأشار تقرير لستاندر آند بورز أن هناك ثلاثة عوامل رئيسية ستحدد شكل أداء سوق الصكوك في العام 2016، وهي تطورات السياسة النقدية في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا وانخفاض أسعار النفط واحتمال رفع العقوبات المفروضة على إيران، وقد يؤدي العاملان الأول والثاني إلى استنزاف السيولة من الأسواق العالمية والمحلية، وفي حال بقيت أسعار النفط منخفضة، سوف لن يكون لدى بعض حكومات الدول المصدرة للنفط في دول مجلس التعاون الخليجي وماليزيا أي خيار آخر سوى خفض الإنفاق الاستثماري، وهو ما سيؤدي إلى انخفاض احتياجات التمويل واحتمال انخفاض الإصدارات التقليدية والإسلامية⁽³⁾.

(1)- بيت التمويل الكويتي، التقرير الشهري للصكوك، يوليو 2014، ص: 1.

(2)- www.iktisadona.com/?p=3455

(3)- www.zawya.com/ar/story/zawya20140513090136.

الفصل الرابع: مقارنة بين نموذج التوريق التقليدي ونموذج التوريق الإسلامي

يوضح الشكل الموالي الاتجاه العام لتطور سوق الصكوك العالمية من سنة 2008 إلى 2014.

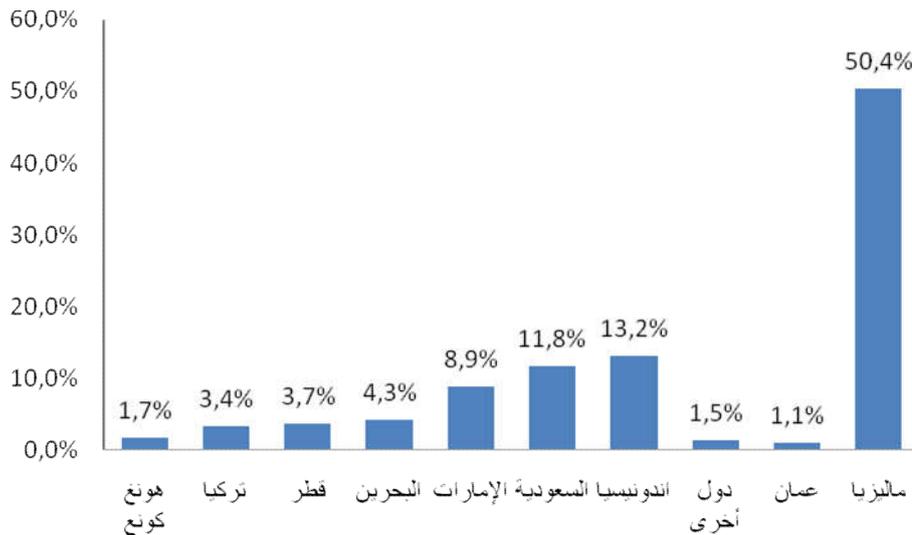
الشكل رقم (4-15): تطور سوق الصكوك العالمية (2008-2014)
الوحدة: مليار دولار



Source : Azmi Omar, Sukuk Market and Its Recent Developments, Islamic Research and Training Institute, 11 august 2015, p: 4.

أما من حيث نوع إصدارات الصكوك حسب القطاعات خلال 2014، شكلت الإصدارات الحكومية 47% من إجمالي الإصدارات في ماي 2014، يليه قطاع الخدمات المالية بنسبة 31,2%، أما القطاع العقاري فقد شكل نسبة 9,1% وشكلت بقية القطاعات المتبقية 12,7% من حجم الصكوك المصدرة خلال ماي 2014. يوضح الشكل الموالي إصدارات سوق الصكوك الأولية العالمية حسب بلد الإصدار (نوفمبر 2015).

الشكل رقم (4-16): إصدارات سوق الصكوك على المستوى العالمي حسب الدول (نوفمبر 2015)



Source: Islamic Financial Services Board, Islamic Financial Services Industry: Stability Report, Bank Negara Malaysia, 2016, p: 16.

الفصل الرابع:..... مقارنة بين نموذج (التقليدي) ونموذج (التورين الإسلامي)

الفرع الثاني: تطور سوق التورين مع الأزمات المالية الأخيرة وما بعدها

يوضح الشكل الموالي مختلف مصادر التمويل قبل وبعد الأزمة المالية الأخيرة، حيث يلاحظ التراجع الحاصل في سوق الإصدارات ذات العائد الثابت والتي تميزت بقلّة نشاطها وصعوبة آليات العمل بها، ويتعلق الأمر بشهادات الإيداع وسوق السندات بالإضافة إلى سوق منتجات عمليات التوريق.

الشكل رقم (17-4): تطور سوق التورين مع الأزمات المالية العالمية 2008 وما بعدها

ما بعد 2009	مخطط الإنقاذ الحكومي البعدي	إفلاس ليمان بروذرز	أوت 2007، صيف 2008	قبل الأزمة	تمويل قصير الأجل: قروض فيما بين المصارف
3	2	2	2	1	
3	3	2	1	1	شهادات الإيداع
1	1	1	1	1	نقود المصرف المركزي تمويل طويل الأجل:
3	2	2	3	1	سندات
3	2	2	1	1	سندات مضمونة
2	2	2	2	1	توريق

عمل صعب للسوق 3

سوق قليلة النشاط 2

سوق نشطة 1

Source : Jimmy A. Zou, **évolution de la titrisation dans le cadre du nouveau contexte international**, conférence titrisation, nouvelle loi : enjeux et perspectives, Maghreb Titrisation, groupe CDG, 2011, p : 182.

يوضح الجدول الموالي تطور إصدارات التوريق في أوروبا والولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة الممتدة من سنة 2000 إلى غاية الربع الأول من سنة 2016، حيث يلاحظ تناقص حجم إصدارات التوريق بشكل ملحوظ بدءاً من سنة 2008 وإلى غاية الربع الثاني من سنة 2013 وهذا كله جراء الآثار التي خلفتها الأزمة المالية لسنة 2008.

المجدول رقم (4-6): إصدارات التوريق في أوروبا والولايات المتحدة الأمريكية (2000-2016 Q1) الموسومة مليار أورو

الولايات المتحدة الأمريكية	أوروبا	السنة
1,088.0	78.2	2000
2,308.4	152.6	2001
2,592.7	157.7	2002
2,914.5	217.3	2003
1,956.6	243.5	2004
2,650.6	327.0	2005
2,455.8	481.0	2006
2,147.1	453.7	2007
933.6	711.1	2008
1,385.3	423.6	2009
1,276.7	377.4	2010
1,013.7	372.0	2011
1,551.6	250.9	2012
1,515.1	180.8	2013
1,131.5	217.0	2014
1,620.7	213.7	2015
308.9	56.9	الربع الأول من 2016

Source: Association for Financial Market in Europe, Securitisation data report, Q4: 2015, p: 7, Data Snapshot, AFME Securitisation: Q1, 2016, p: 1.

المبحث الثاني: معيار كفاية رأس المال للمصارف الإسلامية

واجهت كل من السلطات الرقابية والمصارف الإسلامية مشاكل تتعلق بقياس الملاءة المالية لهاته المصارف، والتي تعود بصورة رئيسية إلى الطبيعة الخاصة لمصادر أموالها وأساليب توظيفها، وقد كانت هناك عدة محاولات لإيجاد مقياس ملائم لملاءة المصارف الإسلامية يأخذ بعين الاعتبار طبيعة العلاقة بين المصرف وصاحب حساب الاستثمار المبنية على أساس المضاربة من جهة؛ بالإضافة إلى اختلاف طبيعة الأدوات المالية الإسلامية عن الأدوات المالية التقليدية من جهة أخرى. كما ركزت توصيات لجنة بازل على ثلاثة أنواع رئيسية من المخاطر وهي المخاطر الائتمانية والمخاطر السوقية والمخاطر التشغيلية، والملاحظ أن هذه التوصيات لا تتلاءم والخصائص الأساسية للتمويل الإسلامي، والذي لا يمكن أن تطبق عليه تلك المعايير والمتطلبات مباشرة نتيجة الطبيعة الخاصة بأساليب وأدوات التمويل الإسلامي، الأمر الذي ينشأ عنه عدم ملاءمة منهجية حساب نسبة كفاية رأس المال كما تم اقتراحها من قبل "لجنة بازل" للمصارف الإسلامية.

المطلب الأول: معيار كفاية رأس المال المصاوري 1999

أصدرت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بيان عن الغرض من نسبة كفاية رأس المال للمصارف الإسلامية وكيفية حسابها عام 1999 ضمن معيار "بازل 1"، وتعكس هذه النسبة العلاقة بين القاعدة الرأسمالية للمصرف والمخاطر التي يتعرض لها، ولكون هذه المعادلة تناسب المصارف التجارية على أساس أن رأس المال هو الذي يستوعب أية خسارة غير متوقعة، ولأن وظيفة رأس المال في المصارف الإسلامية تختلف عن المصارف التجارية في هذا الجانب، حيث أن الذي يتحمل الخسارة هم أصحاب الحسابات الاستثمارية في حالة عدم وجود تعدي أو تقصير، ولذلك كان لابد من تعديل معادلة نسبة كفاية رأس المال لتلائم المصارف الإسلامية، وقام بذلك مجلس الخدمات المالية الإسلامية^(*). لقد قامت هذه المنهجية على ما يلي⁽¹⁾:

❖ نسبة كفاية رأس المال المصرف ما هي إلا مقدار رأس مال المصرف منسوباً إلى أصوله المثقلة بدرجة مخاطرتها؛

ويقع رأس المال وفقاً للمنهجية التي تتبعها اتفاقية بازل إلى شريحتين:

✓ الشريحة الأولى وتضم رأس مال المصرف الدائم واحتياطيات رأس المال كما تظهر في ميزانية المصرف يستثنى منها احتياطيات إعادة التقويم واحتياطيات الحذر، حيث تشمل احتياطيات الحذر كلا من احتياطي معدل الأرباح والذي يعبر عن المبلغ الذي يحققه المصرف من إيرادات أموال المضاربة قبل اقتطاع نصيب المضارب وذلك بهدف المحافظة على عائد الاستثمار عند مستوى معين وزيادة حقوق أصحاب الملكية؛ واحتياطي مخاطر الاستثمار وهو المبلغ الذي يحققه المصرف من أرباح حسابات الاستثمار بعد اقتطاع حصة المضارب وذلك لأجل التحوط من أي خسارة مستقبلية قد تصيب حسابات الاستثمار؛

(*) - تم تأسيسه سنة 2002 بجهود مجموعة من محافظي المصارف المركزية وموظفي السلطات النقدية وبدعم من بنك التنمية الإسلامي وصندوق النقد الدولي وهيئة المحاسبة والتدقيق للمؤسسات المالية الإسلامية، ويعمل المجلس كجهاز لوضع المعايير المحاسبية الدولية بما يتفق مع الشريعة الإسلامية.
(1) - محمد محمود الكاوي، المصارف الإسلامية ومازق بازل من منظور المطالبات والاستيفاء مقررات بازل 1 2 3، دار الفكر والقانون، المنصورة، مصر، 2011، ص: 206.

الفصل الرابع: مقارنة بين نموذج (التقليدي) ونموذج (التورين الإسلامي)

✓ الشريحة الثانية: وتضم احتياطات إعادة التقييم واحتياطي معدل الأرباح واحتياطي مخاطر الاستثمار السابقة الذكر، هذا ولا يدخل في هذه الشريحة المخصصات العامة ويقصد بها "المبالغ المتقدرة لمواجهة خسارة موجودات الذمم والتمويل والاستثمار التي قد يكون مصدرها مخاطر حالية غير محددة"، ومن الممكن أن يشمل رأس المال (الداخل في حساب نسبة الكفاية) ما يصل إلى 50% كحد أعلى من مجموع عناصر الشريحة الأولى؛

❖ أما الموجودات المثقلة بدرجة مخاطرها فتحسب كما يلي: الموجودات الممولة من رأس المال ومطلوبات المصرف (مثقلة بدرجة مخاطرة كل منها)، مضافة إلى نسبة 50% من الموجودات المثقلة بدرجة مخاطرتها والتمويل من حسابات الاستثمارات لدى المصرف المطلقة منها (التي تظهر في قائمة المركز المالي للمصرف) والمقيدة التي تدرج خارج الميزانية، وتطبق أوزان المخاطرة الواردة في اتفاقية بازل، وعليه يمكن صياغة معادلة احتساب نسبة كفاية رأس المال كما يلي:

رأس المال التنظيمي
$\frac{م (أ) \times (رأس المال + المطلوبات) + م (ب) \times حسابات الاستثمار}{2}$

نسبة كفاية رأس المال =

حيث:

م (أ): متوسط قيمة الموجودات المثقلة بدرجة مخاطرتها والممولة من رأس مال المصرف ومطلوباته؛

م (ب): متوسط قيمة الموجودات المثقلة بدرجة مخاطرتها والممولة من حسابات الاستثمار لدى المصرف (المطلقة والمقيدة).

المطلب الثاني: ملء المصارف الإسلامية وفقاً لمعيار بازل 2

بالنظر إلى نوعية المخاطر التي تواجه المصارف الإسلامية والمصارف التقليدية، يمكن القول أن مقام نسبة كفاية رأس المال للمصارف الإسلامية سيتكون من نفس المخاطر التي حددها لجنة بازل للمصارف التقليدية وهي المخاطر الائتمانية والمخاطر السوقية والمخاطر التشغيلية، إلا أن الأهمية النسبية لها ستختلف عن المصارف التقليدية تبعاً لطبيعة نشاط المصرف الإسلامي والأدوات المالية الإسلامية التي يستثمر بها.

الفرع الأول: ملاحظات حول المعيار الصادر في سنة 1999

قامت لجنة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بإعداد مذكرة نقاش واستطلاع آراء المختصين حول المعيار الصادر في 1999، وخلصت إلى ما يلي⁽¹⁾:

أولاً: هناك مخاطر أخرى غير المخاطر الائتمانية العادية تنشأ عن إدارة حسابات الاستثمار المشترك؛

ثانياً: هناك مخاطر تنشأ عن مخالفة إدارة المصرف قيود عقود الاستثمار أو حصول تعدد أو إهمال في إدارة أموال المستثمرين، حيث يكون المصرف مسؤولاً من الناحية القانونية في هذه الحالة؛

(1) - المرجع السابق، ص: 209.

ثالثاً: يمكن أن يتعرض المصرف الإسلامي لنوع آخر من المخاطر يتمثل في الضغوط التي يمكن أن تنشأ عند تعديل العائد على حسابات الاستثمار المشترك (المخاطر التجارية المنقولة) وتكمن المشكلة في أن الأموال مستثمرة في موجودات لا تتمتع جميعها بدرجة عالية من السيولة، وهو ما يجعل من الصعب مواجهة سحبيات مفاجئة بمبالغ كبيرة وعليه فإن هذه المصارف قد تستخدم العائد على حقوق المساهمين لدعم العائد على حسابات الاستثمار المشترك لتجنب الإعسار المالي الذي قد ينشأ عن سحب ودائع الاستثمار المشترك؛

رابعاً: بسبب المخاطر الاستثمارية والتجارية المنقولة، يتم ضم 50% من حسابات الاستثمار المشترك لمقام النسبة؛
خامساً: علاوة على ما سبق، يتميز المعيار أيضاً بعدم القدرة من الناحية العملية على تحديد المسؤولية عن الخسائر الناشئة عن المخاطر التي تواجه المصارف الإسلامية وبالتالي تحديد الجزء من بسط النسبة الذي سيستخدم لمواجهةها، كما أن المعادلة السابقة أخذت في الاعتبار خصوصية حسابات الاستثمار فقط ولم تأخذ في الاعتبار خصائص الأصول بالنسبة للعقود التي تستخدم في امتلاكها.

لابد من الفصل بين أنواع المخاطر التي تواجه المصارف الإسلامية إلى مجموعات ومن ثم تحديد الجزء من بسط النسبة الذي سيتحمل هذا الجزء من المخاطر، إلا أن هذا الأمر يصعب تحقيقه عملياً نتيجة عدم توفر المعلومات وتكلفة القيام به⁽¹⁾؛

سادساً: تناول معيار كفاية رأس المال الذي أصدره مجلس الخدمات المالية الإسلامية في ديسمبر 2005 هيكل ومحتويات المنتجات والخدمات المتفقة مع أحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها والتي لم تتناولها بوجه خاص لجنة بازل للإشراف المصرفي في وثيقة التقارب العالمي لقياس رأس المال ومعايير رأس المال والتي تعرف عادة "ببازل 2"، سعياً لتوحيد أسلوب حساب أوزان مخاطر تلك المنتجات والخدمات؛ وهي بذلك توفر قاعدة مشتركة للمؤسسات التي تقدم خدمات مالية إسلامية عدا مؤسسات التأمين الإسلامية/التكافل وصناديق الاستثمار الإسلامية التي يمكن أن تختلف طبيعة هيكل رأس مالها ومخاطر موجوداتها عن المؤسسات المالية التي تناولتها اتفاقية بازل 2 لحساب نسب أوزان مخاطر رأس المال⁽²⁾.

يطبق هذا المعيار والمعروف بالمعيار الثاني فقط على المؤسسات التي تقدم خدمات مالية إسلامية عدا مؤسسات التأمين، ويمكن للسلطات الإشرافية حسب تقديرها توسيع المتطلبات المنصوص عليها في هذا المعيار لتشمل عمليات النافذة الإسلامية المستقلة أو غيرها من المؤسسات الملائمة التي تقدم خدمات مالية إسلامية وتعمل تحت إشرافها. فضلاً عن ذلك يمكن تطبيق منهج المخاطر المرجحة على الصكوك والاستثمارات العقارية التي تكون ضمن عمليات النافذة الإسلامية غير المستقلة أو على المؤسسات الأخرى التي تحتفظ بمثل هذه الموجودات⁽³⁾.

على ضوء ما تقدم فإن نسبة رأس المال المقترحة للمصارف الإسلامية وفقاً لبازل 2 هي كالتالي:

(1)- المرجع السابق، ص: 183.

(2)- المرجع السابق، ص: 208.

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

حقوق المساهمين + (احتياطي معدل الأرباح + احتياطي مخاطر الاستثمار)

= نسبة كفاية رأس المال

مخاطر الائتمان + مخاطر السوق + مخاطر التشغيل

أما فيما يتعلق بأساليب قياس مختلف أنواع المخاطر فإن المنهجية المعتمدة من قبل "لجنة بازل" بهذا الخصوص تمثل إطارا عاما يصلح للمصارف الإسلامية والتقليدية على حد سواء.

سابعا: للإشارة، ومن الناحية العملية لا تحتاج المصارف الإسلامية إلى نفس نسبة المصارف التقليدية، لأنها ستطبع دوما تحميل جزء من أي خسارة للمودعين (أصحاب حسابات الاستثمار المشترك) من خلال تحميل جزء من ذلك لأرباح السنة دون أن يؤدي ذلك إلى حدوث سحبيات تؤدي إلى إعسار المصرف الإسلامي؛ في حين أن المصرف التقليدي ملزم دائما بدفع الفائدة المتعاقد عليها مع المودع؛

ثامنا: تختلف وظيفة رأس المال في المصارف الإسلامية عن وظيفته في المصارف التجارية خاصة وأنه لا يتحمل خسائر الاستثمارات الممولة من الحسابات المشتركة إلا في حالة التعدي أو التقصير من قبل المصرف، كما أنه من الضروري معرفة مصدر تمويل كل صيغة من صيغ التمويل لدى المصارف الإسلامية سواء كان من مصادر المصرف الذاتية أم من الحسابات المشتركة وذلك لتحديد فيما إذا كانت مخاطر هذه الصيغة ستدخل ضمن المعادلة أم لا حتى يكون هناك تناسب بين مكوناتها؛ بالإضافة إلى أن لكل صيغ التمويل الإسلامي علاقة بجميع أو بعض المخاطر المكونة لمعادلة كفاية رأس المال (المخاطر الائتمانية والمخاطر السوقية والمخاطر التشغيلية)؛

ثاسعا: إذا كانت صيغة التمويل ممولة من الأموال الذاتية للمصرف، وهناك مخاطر ائتمان و/أو سوقية و/أو تشغيلية، فإن علاقتها برأس المال علاقة منطقية لأنه سيتحمل الخسائر التي تنتج عنها، أما إذا كانت هذه الصيغ ممولة من حسابات الاستثمار المشترك فلا يوجد علاقة ما بين رأس المال التنظيمي ومخاطر هذه الصيغ الائتمانية و/أو السوقية، لأن الذي سيتحمل خسائرها هي الحسابات المشتركة؛ أما المخاطر التشغيلية فإن هناك علاقة منطقية مع رأس المال التنظيمي لأنها تنتج في الغالب من التعدي أو التقصير وحسب عقد المضاربة المبرم مع أصحاب هذه الحسابات⁽¹⁾.

ووفقا للوثيقة المذكورة، ينطبق المعيار المقترح فقط على الصكوك أو الشهادات التي تمثل نسبة ملكية حامل الصك في جزء لا يتجزأ من الموجود المعني، حيث يتمتع حامل الصك بجميع حقوق هذا الموجود ويتحمل جميع التزاماته، ولا يغطي المعيار الشهادات أو الصكوك التي تعطي حاملها حق الحصول على عوائد على موجود لا تنتقل ملكيته إلى حملة الصكوك، وقد تم تصنيف الصكوك الإسلامية إلى مجموعتين رئيسيتين هما:

❖ **الصكوك المبنية على الاستثمار في رؤوس الأموال التي تحدد فيها العوائد على أساس المشاركة في الربح والخسارة كصكوك المشاركة والمضاربة، ولا توفر عوائد يمكن توقعها بصورة جيدة (مثل ذلك المشاركة أو المضاربة لأغراض المتاجرة)؛**

(1)- موسى عمر مبارك أبو محيبيد، **مخاطر صيغ التمويل الإسلامي وعلاقتها بمعيار كفاية رأس المال للمصارف الإسلامية من خلال معيار بازل 2**، أطروحة دكتوراه فلسفة غير منشورة، تخصص مصارف إسلامية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، الأردن، 2008، ص: 105.

الفصل الرابع:..... مقارنة بين نموذج (التقليدي) ونموذج (التورين) الإسلامي

❖ الصكوك التي تستند على موجودات، حيث توفر الموجودات المعنية لحاملي الصكوك عوائد يمكن توقعها بصورة جيدة كما هو الحال في صكوك السلم الاستصناع والإجارة، مع ملاحظة أن الموجودات المقصودة قد تكون مملوكة عن طريق المشاركة أو المضاربة التي تم توريقها، وهذه الصكوك تختلف عن صكوك المشاركة والمضاربة المذكورة آنفا.

الفرع الثاني: تحديد الأوزان

لأغراض تحديد الأوزان المرشحة لمخاطر الصكوك الإسلامية بهدف تحديد الحد الأدنى لرأس المال اللازم لمواجهة هذه المخاطر تم وضع ما يلي⁽¹⁾:

أولاً: صكوك السلم: مخاطر الائتمان في صكوك السلم مماثلة لمخاطر الائتمان في عقد السلم موضوع الصكوك، حيث تبدأ مخاطر الائتمان من الاكتتاب في الصكوك وحتى تسليم المسلم فيه "السلعة المعقود عليها" وبيعه، لذا يعتمد وزن المخاطر على وزن مخاطر الطرف المتعامل معه "المسلم إليه" إلا إذا كان رأس مال السلم مضموناً من طرف ثالث، وفي هذه الحالة يكون وزن المخاطر هو وزن مخاطر جهة الإصدار نفسها إذا كانت أقل من وزن مخاطر المسلم إليه؛

ثانياً: الاستصناع: تنشأ مخاطر الائتمان في الاستصناع ابتداءً من قيام مؤسسات الخدمات المالية الإسلامية بتصنيع السلع أو أعمال البناء إلى أن يدفع المشتري أو جهة الإصدار الثمن بالكامل أو جميع الأقساط، ويبنى وزن مخاطر صكوك الاستصناع على وزن مخاطر العميل أو الطرف المتعامل الذي يكون 100% للمشتري غير المصنف، إلا إذا قام طرف ثالث بتقديم ضمان وفي هذه الحالة يطبق وزن مخاطر الطرف الثالث إذا كان أقل من وزن مخاطر الطرف المتعامل معه، وعلاوة على ذلك يضاف ما يعادل 20% من وزن المخاطر من أجل مخاطر السعر التي يتعرض لها الموجود موضوع الاستصناع؛

ثالثاً: الإجارة: في هذا العقد تحتفظ مؤسسة الخدمات المالية الإسلامية بصفتها مؤجراً بملكيتها للموجودات المؤجرة، بينما تنقل حقها في استخدام الموجودات أو حق الانتفاع إلى عميل ما بصفته مستأجراً وذلك لمدة معلومة وبايجار محدد؛ وتتحمل مؤسسة الخدمات المالية الإسلامية جميع الالتزامات والمخاطر المتعلقة بالموجودات المؤجرة بما في ذلك الالتزامات المتعلقة بإصلاح الأضرار والتلف التي تحدث للموجودات المؤجرة والناجمة عن الاستخدام والظروف الطبيعية وليس عن سوء استخدام المستأجر أو إهماله، ويبنى وزن المخاطر المتعلقة بمدفوعات الإجارة المنتهية بالتسليم على مخاطر الطرف المتعامل معه (المستأجر) نظراً لأن مخاطر القيمة المتبقية للموجود المستأجر لا يتحملها المؤجر (ممثلاً في حملة صكوك الإجارة)؛

رابعاً: المشاركة: يتم التعامل مع صكوك المشاركة لأغراض تحديد أوزان المخاطر بناءً على الغرض من الاستثمارات المعنية في المشاركة وفق التصنيف التالي⁽²⁾:

1- مؤسسة تجارية خاصة للقيام بأنشطة تجارية في النقد الأجنبي والأسهم و/أو السلع: تبنى أوزان المخاطر المطبقة على أوزان مخاطر الموجودات المعنية؛

(1)- مجلس الخدمات المالية الإسلامية، معيار كفاية رأس المال للمؤسسات (عدا مؤسسات التأمين) التي تقتصر على تقديم خدمات مالية إسلامية، ديسمبر 2005، ص: [61-33].

(2)- المرجع السابق، ص: 51.

الفصل الرابع: مقارنة بين نموذج (التورين) التقليدي ونموذج (التورين) الإسلامي

- 2- مؤسسة تجارية خاصة للقيام بعمل أو مشروع تجاري (بخلاف ما ذكر): وزن مخاطر الاستثمار في رؤوس الأموال أو في مشروع تجاري يقاس وفقا لطريقة وزن المخاطر البسيطة أو وفقا لطريقة معايير التصنيف الإشرافية؛
- 3- ملكية مشتركة لعقار أو موجودات منقولة: استثمارات المشاركة المدرة للدخل من خلال التأجير لطرف ثالث بموجب عقد الإجارة، تحمل وزن مخاطر الطرف المتعامل معه (المستأجر)؛

خامسا: المضاربة: يتم التعامل مع صكوك المضاربة حسب الغرض من الاستثمارات المعنية في المضاربة، وذلك وفق التصنيف التالي⁽¹⁾:

- 1- مؤسسة تجارية خاصة للقيام بأنشطة تجارية في النقد الأجنبي أو الأسهم أو السلع: تبنى أوزان المخاطر المطبقة على أساس الموجودات المعنية؛
- 2- مؤسسة تجارية خاصة للقيام بعمل أو مشروع تجاري بخلاف ما ذكر: يقاس وزن مخاطر الاستثمار في رؤوس الأموال في ما يتعلق بحالات التعرض لمخاطر الاستثمار في رؤوس الأموال في مشروع تجاري وفقا للطريقة البسيطة، لقياس وزن المخاطر أو وفقا لطريقة معايير التصنيف المعيارية؛
- 3- تمويل المشاريع عندما تكون الموجودات المعنية قابلة للتداول مثل السلع أو النقد الأجنبي أو أوراق مالية أو موجودات للعمل ومن أمثلة ذلك العقارات والمصانع والمعدات ورأس المال العامل.

المطلب الثالث: انعكاس مقرر لجنة بازل 3 على المصارف الإسلامية

يعد تطبيق معايير لجنة بازل للرقابة المصرفية تحديا كبيرا بالنسبة للمصارف الإسلامية، كما أصبحت ضرورة حتمية لمواكبة العمل المصرفي الدولي، لذا تم إصدار المعيار المعدل لكفاية رأس المال للمؤسسات التي تقدم خدمات مالية إسلامية رقم 15 الصادر عن مجلس الخدمات المالية الإسلامية في ديسمبر 2013 ضمن معيار "بازل 2" و"بازل 3".

الفرع الأول: أهم ما جاء به مقرر لجنة "بازل 3"

من بين أهم المستجدات التي صدرت من طرف لجنة بازل فيما يخص المتطلبات الدنيا لرأس المال، هو رفع وتحسين نوعية الأموال الخاصة في المصارف لتعزيز قدرتها على امتصاص الخسائر.

أولاً: تم إدخال تغييرات جوهرية على تعريف الأموال الخاصة الصافية والتي تتكون من شريحتين، تضم الشريحة الأولى قيمة الأسهم العادية والأرباح غير الموزعة وتعتبر النواة الصلبة للمصرف، كما تتكون الشريحة الأولى من أية حقوق ملكية أخرى كالاحتياطات المعلنة، بالإضافة إلى أية أدوات مالية أخرى تستوفي شروط تصنيفها في هذه الشريحة وسميت بالشريحة الأولى الإضافية؛ ويتم الرفع التدريجي لما تمثله النواة الصلبة من قيمة المخاطر من 2% حاليا إلى حدود 4,5% مع بداية سنة 2015، أما ما تمثله الشريحة الأولى الإضافية من قيمة الأصول المرجحة بأوزان المخاطر فقد انتقلت من 2% سنة 2012 إلى 1,5% سنة 2014.

(1)- المرجع السابق، ص:56.

الفصل الرابع: مقارنة بين نموذج (التوريث) ونموذج (التوريث الإسلامي)

كما تم حذف بعض العناصر من الشريحة الأولى كشهرة المحل وبعض المساهمات في رؤوس أموال المصارف والمؤسسات المالية الأخرى وغيرها، ولمساعدة المصارف في إعادة تشكيل قواعدها الرأسمالية فقد راعت مبدأ التدرج في نسبة الاقتطاعات، حيث بدأت من 20% سنة 2014 لتصل إلى 100% سنة 2018.

تضم الشريحة الثانية والتي تسمى بالأموال الخاصة المكتملة احتياطات إعادة التقييم والمخصصات العامة لخسائر الديون... الخ، كما تضم بصفة عامة مختلف الأدوات المستعملة لجلب الديون ورأس المال المستوفاة للشروط المنصوص عليها في بازل 3، أما ما تمثله هذه الشريحة من قيمة الأصول المرجحة بأوزان المخاطر فسوف تنخفض حتى تستقر في حدود 2% ابتداءً من سنة 2015، وبالتالي فقد ألغت "بازل 3" الشريحة الثالثة لرأس المال التي كانت موجودة في "بازل 2"⁽¹⁾؛

ثانياً: عملت اتفاقية "بازل 3" على تعزيز الصلابة المالية للمصارف من خلال زيادة قدرتها على امتصاص الصدمات وذلك بتكوين هامش حماية رأس المال عن طريق اقتطاع ما نسبته 2,5% من الأرباح المحققة من الأصول المرجحة بأوزان المخاطر لتدعيم رأس ماله لمواجهة الخسائر المحتملة، يبدأ هذا الاقتطاع سنة 2016 ويتم رفع النسبة حتى 4,5% سنة 2019 وعندها تصبح الأموال الخاصة تشكل نسبة 7% من إجمالي متطلبات رأس المال، هذا بالإضافة إلى تكوين هامش حماية من التقلبات الدورية في البيعة الكلية يتراوح ما بين 0 إلى 2,5% وتركت حرية تحديد نسبته للسلطات الرقابية المحلية تبعاً لظروف بيئتها الكلية؛

ثالثاً: وسعت "بازل 3" من مفهوم المخاطر خاصة ما تعلق بتخصيص جزء من رأس المال لتغطية المخاطر الناتجة عن عمليات التوريق والتوريق المُعقّد بعدما أهملتها "بازل 2"، بالإضافة إلى إدخال نسبة الرافعة المالية وتعزيز سيولة المصارف حيث تم اعتماد نسبتين في الوفاء بمتطلبات السيولة؛ الأولى للمدى القصير وتعرف "بنسبة تغطية السيولة" والثانية لقياس "السيولة البنوية" في المدى المتوسط والطويل والهدف منها توفير موارد سيولة مستقرة للمصرف وإدارة ومراقبة المخاطر وانضباط السوق؛

رابعاً: أكدت وكالة "ستاندر أند بورز"، أن مقترحات "بازل 3" حول الإشراف على المصارف يمكن أن تقوي من وضع الميزانيات العمومية للمصارف الإسلامية وأن تؤدي إلى تغييرات أساسية في نماذج أعمالها وتسعير منتجاتها، كما يمكن أن يؤدي تطبيقها إلى مزيد من التحديات فيما يتعلق بإدارة السيولة بها في وقت يتسم بالافتقار إلى فئات الموجودات السائلة ذات المخاطر المتدنية؛ كما تسعى مقررات "بازل 3" على فرض مزيد من القيود على المصارف للحد من المضاربات في الأسواق ولتوفير احتياطات أكبر لتقليل المخاطر.

لا يوجد لدى المصارف الإسلامية إشكاليات في تطبيق التعديلات الواردة على "بازل 2" في إطار ما يعرف باتفاقية "بازل 3" والتي انعكست في المعيار المعدل رقم 15 الصادر عن مجلس الخدمات المالية الإسلامية، حيث إن رأس مالها التنظيمي يقع في أغلبه ضمن رأس المال الأساسي للأسهم العادية (عالي الجودة)، كما أنها تحقق الحد الأدنى المطلوب

(1) - عبد المطلب عبد المجيد، الإصلاح المصرفي ومقررات بازل 3، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2013، ص: 315.

الفصل الرابع: مقارنة بين نموذج (التقليدي) ونموذج (التورين الإسلامي)

لنسبة كفاية رأس المال والحد الأدنى لرأس المال عالي الجودة، حيث إن حسابات الاستثمار لديها تتحمل ما نسبته 70% من مخاطر الموجودات المرجحة الممولة من تلك الحسابات⁽¹⁾؛

خامساً: تمثل مقررات "لجنة بازل" أهم التحديات التي تواجه المصارف الإسلامية والتقليدية العربية وذلك للأسباب التالية⁽²⁾:

- 1- تقع غالبية المصارف الإسلامية داخل الدول النامية والمصنفة ضمن الدول ذات المخاطر المرتفعة؛
- 2- لم تراعى المقررات المذكورة تقرير الحد الأدنى لمعدل كفاية رأس المال والطبيعة الخاصة لعمليات المصارف الإسلامية باعتبارها قائمة على أساس المشاركة في الأرباح والخسائر؛
- 3- هناك تحدٍ خاص يواجه المصارف الإسلامية كونها تُوجه جزءاً كبيراً من مواردها لتمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة والتي لم تحصل على تصنيف ائتماني، وبالتالي يصبح لزاماً عليها احتساب وزن مخاطر يعادل 100% من قيمة مديونياتها بما يزيد من تكلفة التمويل الممنوح لها وبالتالي زيادة عبء رفع رؤوس أموالها أو التوقف عن تمويل تلك المشروعات؛
- 4- سيؤدي تطبيق مقررات "لجنة بازل" إلى انعكاسات سلبية على الأرباح المتوقعة للمصارف الإسلامية وذلك لعدة أسباب، من بينها اضطرابها إلى احتجاز نسبة عالية من الأرباح بغرض زيادة رؤوس أموالها لتحسين نسبة كفاية رأس المال، فقد تلجأ إلى زيادة درجة سيولة أصولها من خلال زيادة احتياطياتها النقدية وتخفيض آجال التمويل والاستثمار وبالتالي انخفاض عائدات وأرباح تلك الأصول؛
- 5- اضطراب المصارف الإسلامية إلى العمل على تخفيض محفظة الاستثمار والتوظيف بغرض إحداث التوازن المطلوب بين استخدامات الأموال فيها ونسبة الملاءة عند احتساب أوزان المخاطرة؛
- 6- يضاف إلى ذلك باقي المحاور التي تقوم عليها مقررات "لجنة بازل" والمتعلقة بعمليات المراجعة الرقابية وإجراءاتها وانضباط السوق وشروط الإفصاح والشفافية والتي تمثل تحدٍ حقيقي يواجه المصارف الإسلامية والتقليدية على حد سواء؛
- 7- تطبيق معايير "بازل 3" على النحو الذي اقترحت به، سيؤدي إلى خلق عواقب غير مقصودة في أجزاء من النظام المالي ومنها تقييد نشاطات الإقراض وقدرات المصارف التقليدية على التداول في أسواق المشتقات وهو ما يعيق سوق الإقراض بين المصارف؛ وهذا ما سيسبب اختلالاً في الأسواق بالنسبة للأوراق المالية ذات النوعية الممتازة ويشجعها على التحول نحو الإقراض قصير الأجل؛
- 8- كما ستؤدي مقررات "بازل 3" إلى إجبار بعض المصارف على إدخال تغييرات في هياكل ميزانيتها أو نماذجها العملية، كما ستجد مصارف التجزئة الإسلامية الصغيرة الممولة من الودائع الالتزام بالمطلوبات المشددة الخاصة بالسيولة ورأس المال هو أهون عليها من المصارف الكبيرة الممولة بسوق الجملة؛
- 9- مع ذلك كان لمقررات "لجنة بازل" آثاراً إيجابية على العمل المصرفي الإسلامي من خلال اهتمام هذه المصارف بالسلامة المصرفية المتمثلة في الملاءة وقوة رأس المال وجودة الأصول، بالإضافة إلى تطبيق معايير الجودة الشاملة ووضع نظام دقيق للمراجعة⁽³⁾.

(1) - حسين سعيد، علي أبو العز، كفاية رأس المال في المصارف الإسلامية في الواقع وسلامة التطبيق، المؤتمر الدولي الأول للمالية الإسلامية، الجامعة الأردنية، كلية الشريعة، 6-7/8/2014، ص: 38. للمزيد عن عامل ألفا، راجع: مجلس الخدمات المالية الإسلامية، الإرشادات المتعلقة بمعايير كفاية رأس المال: تحديد عامل ألفا في نسبة كفاية رأس المال، مارس 2011.

(2) - محمد محمود الكاوي، مرجع سابق، ص: [189-193].

(3) - المرجع السابق، ص: 192.

الفرع الثاني: مدى ملائمة معيار لجنة بازل للتطبيق بالمصارف الإسلامية

يمثل تطبيق المصارف الإسلامية لاتفاق بازل أهم التحديات التي تواجه المصارف الإسلامية، وبناءً على متطلبات المعايير الدولية التي حددتها اللجنة فإنه ينبغي أن تكون نسبة كفاية رأس المال المحسوبة على أساس عنصر المخاطر 8% على الأقل، غير أن هذا الحد يجب أن يكون أكبر من ذلك في البيئة التي تعمل فيها المصارف الإسلامية؛ ويرجع ذلك إلى أسباب تتعلق بالنظام أو بأسلوب العمل المصرفي الإسلامي بالإضافة إلى مخاطر البيئة التي تعمل فيها المصارف الإسلامية وللأسباب التالية⁽¹⁾:

أولاً: عقود المضاربة تُعرض أموال المودعين للمخاطر ولكنها تسمح بتحقيق نسبة ربح عالية لأصحاب المصارف، وهو ما يخلق حافزاً للإقدام على المخاطرة؛

ثانياً: نسبة الأصول المقترنة بالمخاطرة إلى إجمالي الأصول عادة ما تكون أكثر ارتفاعاً في المصارف الإسلامية عن نظيرتها التقليدية؛

ثالثاً: غياب الضمانات في عمليات المشاركة مما يؤدي إلى زيادة واضحة في عناصر المخاطرة في عمليات المصارف الإسلامية؛

رابعاً: تساهم البيئة في معظم الدول الإسلامية التي تعمل فيها المصارف الإسلامية والتقليدية في ارتفاع معدل المخاطرة ويرجع ذلك إلى الضعف النسبي للبيئة الأساسية القانونية الداعمة لعمليات الاقتراض، وتحلف الأسواق المالية وتقلب البيئة الاقتصادية وهو ما يساهم في خلق أوضاع مالية غير مستقرة في قطاع المؤسسات؛

خامساً: بالنسبة لحجم المصرف، إذ تعتبر جميع المصارف الإسلامية تقريباً صغيرة الحجم نسبياً وهي بذلك لا تستطيع تنويع أصولها ولذلك فهي بحاجة لرأس مال كبير؛

سادساً: من أجل الحصول على توافق بين المصارف الإسلامية ومعايير "لجنة بازل"، يجب مراعاة ما يلي⁽²⁾:

1- يتعين أن تعتمد المخاطر الائتمانية في المصارف الإسلامية على المخاطر التي تقع على عاتق الطرف المقابل بعد نشأة التزام بأن طرفه ناشئ عن التسوية النهائية بينه وبين المصرف بحسب صيغة التمويل الإسلامي؛

2- ينبغي الوصول لصيغة ما للتعامل مع مخاطر الصيغ التي لها طبيعة خاصة للمصارف الإسلامية، ويمكن النظر في معالجة هذه المخاطر جزئياً أو كلياً من خلال المخاطر السوقية؛

3- يجب مراعاة أن المصارف الإسلامية ليس عليها التزام مطلق تجاه حسابات الاستثمار برد أصل المبلغ بالإضافة إلى العوائد كما هو الحال في المصارف التقليدية، لأن هذا يقترن بنتائج التوظيف ومن ثم فإن المخاطر التي تواجهها المصارف الإسلامية تكون أقل من المخاطر التي تواجهها المصارف التقليدية، كما يجب مراعاة الاعتبارات العملية في التعامل مع أصحاب الحسابات الاستثمارية؛

4- ضرورة إدراج ودائع الاستثمار في الميزانية العمومية للمصارف الإسلامية لأن ذلك يدعم رؤوس أموالها، وأن يكون رأس المال كمحدد مشترك لودائع تحت الطلب وودائع الاستثمار، لذلك وضعت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات

(1)- المرجع السابق، ص:193.

(2)- عبد العليم محمد علي، التحوط لمخاطر صيغ التمويل، مجلة اتحاد المصارف العربية، العدد 299، تشرين الأول، 2005، ص: [58-56].

الفصل الرابع:..... مقارنة بين نموذج (التقليدي) ونموذج (التوريق الإسلامي)

المالية الإسلامية برنامجاً لتوزيع المخاطر بين ودائع الاستثمار ورأس مال المصرف؛ وتشارك هذه الودائع مع رأس المال في تحمل المخاطرة التجارية العادية والمتمثلة في مخاطر الثقة والإزاحة التجارية، وتم تحديد كفاية رأس المال بناءً على هذا البرنامج وذلك بتخصيص 50% من مخاطر الأصول الممولة من ودائع الاستثمار إلى أصحاب الودائع بصورة عشوائية والباقي 50% للمساهمين.

المطلب الرابع: معايير المحاسبة المرجعية

أصدرت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية معايير محاسبية شرعية، حيث أصدرت 26 معياراً محاسبياً وخمسة معايير مراجعة وسبعة معايير ضبط ومعياران يعبران عن أخلاقيات العمل و40 معياراً شرعياً. للإشارة فقد ازدادت وتنوعت وتوسعت منشآت الأعمال وبدأت في الدخول في معاملات مالية معقدة لخفض درجة تعرضها للمخاطر، مما أدى إلى اعتماد ممارسات محاسبية مختلفة وازدياد استخدام القيمة العادلة والتطبيق المكثف لتقنيات محاسبة التحوط، وقد حددت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية أنواع القوائم المالية التي يتم إعدادها من طرف المؤسسات المالية الإسلامية والمتمثلة في قائمة الميزانية وقائمة الدخل وقائمة التدفقات النقدية وقائمة التغيرات في الاستثمارات المقيدة وقائمة مصادر واستخدامات أموال صندوق الزكاة والصدقات وقائمة مصادر واستخدامات أموال صندوق القرض الحسن⁽¹⁾.

✓ **مفهوم معايير محاسبة المصارف الإسلامية:** "يقصد بها الإرشادات والتوجيهات والتوصيات الواجب الالتزام بها عند تنفيذ عمليات المحاسبة من إثبات وقياس وعرض وإفصاح عن العمليات التي قام بها المصرف الإسلامي خلال الفترة الزمنية، كما تعتبر المقياس اللازم لتقويم الأداء المحاسبي في مجال التنفيذ وإبداء الرأي الفني الخايد عن المعلومات الواردة بالقوائم المالية"⁽²⁾.

✓ أصدرت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية هذه المعايير لصعوبة تبني وتطبيق معايير المحاسبة الدولية من قبل كل المؤسسات المالية الإسلامية، كما أن معايير المالية الإسلامية تم إصدارها بصفة خاصة للمصارف الإسلامية والممارسات المالية التي لا تغطيها معايير المحاسبة الدولية؛

✓ أسهمت المعايير الشرعية والمحاسبية في إضافة صفتين رئيسيتين إلى الصيرفة الإسلامية هما⁽³⁾:

- توحيد المرجعية للعمل المصرفي الإسلامي على مستوى الممارسة والمراجعة والإشراف الرقابي؛
 - تنميط التطبيقات أو الممارسات إلى الحد الذي تبدو فيه متطابقة أو متقاربة، علماً أن التنميط بمعنى التقارب أو التطابق يلغي التضارب المحتمل، لكنه لا يقتضي إلغاء التنوع أو حمل التطبيقات على رأي فقهي واحد؛ وإنما يتصور أن يتضمن المعيار الشرعي لصيغة ما وضع الأسس الشرعية لأكثر من رأي فقهي.
- يوضح الجدول الموالي مقارنة بسيطة بين المعايير المحاسبية الدولية والمعايير المالية الإسلامية.

(1) - مرازقة صالح، بوهرين فتيحة، القوائم المالية حسب معايير المحاسبة المالية الإسلامية، مداخلة مقدمة في إطار الملتقى الدولي الأول لمعهد العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير بعنوان الاقتصاد الإسلامي، الواقع ورهانات المستقبل، المركز الجامعي بغيرداية، 23-24 فيفري 2011 ص:13.

(2) - المرجع السابق، ص: 16.

(3) - عبد الباري مشعل، دور المعايير الشرعية والمحاسبية في توجيه وتنظيم المصرفية الإسلامية، مؤتمر الخدمات المالية الإسلامية الثاني، طرابلس، ليبيا، 27-28 أبريل 2010، ص: 2.

المجوز رقم (7-4): مقارنة بين المعايير الدولية والمعايير الدولية للمالية الإسلامية

1- مقارنة من حيث الاستفادة من المعايير

المعايير الدولية للمالية الإسلامية	المعايير الدولية IFRS
<ul style="list-style-type: none"> - خاصة فقط بالصناعة المالية الإسلامية؛ - قائمة على متطلبات الممارسات المالية الإسلامية 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ لكل الاقتصاد والعديد من الأنشطة؛ - عامة في الغالب وليست خاصة بصناعة

2- مقارنة من حيث أنواع المعايير

المعايير الدولية للمالية الإسلامية	المعايير الدولية IFRS
<ul style="list-style-type: none"> ✓ شاملة؛ ✓ محاسبية؛ ✓ الشرعية؛ ✓ التدقيق والأخلاق والحوكمة 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ نوع خاص؛ ✓ محاسبية

Source: Sultan Emir Hidayat, **challenges in applying conventional accounting standards for Islamic finance**, University College of Bahrain, 24/10/2011, p: 9.

✓ أكدت الأزمة المالية الأخيرة، على أن وضع مجموعة معايير عالمية أمر مهم للغاية، كما أكدت أيضا على الدور الفعال لمعايير المحاسبة الدولية أكثر من أي وقت مضى وأن هناك حاجة ماسة وملحة لتطبيق مجموعة واحدة من المعايير المحاسبية في جميع أنحاء العالم؛ كما كشفت الأزمة المالية الأخيرة على ثلاثة دروس رئيسية لمقرري وواضعي المعايير المحاسبية⁽¹⁾:

✓ الطبيعة المتكاملة لأسواق رأس المال إلى جانب حركة رأس المال في حد ذاته يسלט الضوء على الحاجة الملحة لوجود مجموعة معايير محاسبية مقبولة؛

✓ أخفقت المؤسسات المالية والمستثمرين وواضعي النظم في فهم كافة المخاطر المحتملة المحيطة بهم، كما يجب أن تؤدي المحاسبة وأدواتها دورا رياديا ومهما في مساعدة كافة الأطراف في هذه الأزمة؛

✓ تخلق قواعد المحاسبة المالية العديد من الخيارات التي تقلل من قابلية المقارنة وتضيف تعقيدات لا داعي لها، وتبعاً لذلك هناك حاجة ماسة وملحة إلى معالجة الأدوات المالية من الحد من التعقيد وتعزيز إمكانية المقارنة وأهميتها؛

✓ أشار العديد من الاقتصاديين إلى أن من بين أسباب الأزمة المالية الأخيرة يرجع إلى معايير المحاسبة الخاصة "بالقيمة العادلة" وهي التي يتم من خلالها تبادل أصل أو تسوية التزام بين أطراف مطلعة وراغبة في عقد الصفقة تتم وفقاً لآلية السوق، والذين دعوا إلى وقف تطبيق جميع معايير المحاسبة الخاصة بها؛

✓ إلا أن منتدى الاستقرار المالي^(*) (وهو تجمع اقتصادي تم إنشاؤه سنة 1999) الذي اعد بالتعاون مع العديد من المراكز والهيئات القومية والمنظمات الدولية بمن فيهم مجلس معايير المحاسبة المالية الأمريكية دراسة، تم التأكيد من خلالها على أن المحاسبة ليست السبب في حدوث الأزمة، لهذا قام مجلس معايير المحاسبة الدولية بمراقبة أداء معايير الإبلاغ المالي كما اصدر دليلاً استرشادياً عن كيفية تطبيق آلية قياس القيمة العادلة عندما تكون الأسواق المالية غير نشطة.

(1) - Sultan Emir Hidayat, op.cit., p: 10.

(*)- FSF : Financial Stability Forum

المبحث الثالث: مقارنة بين (النموذج التقليدي) والنموذج (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، وهذا ما سيتم التطرق إليه من خلال هذا المبحث.

المطلب الأول: تصنيف الصكوك في مجموع ونهاية تعزيز الائتمان

طورت وكالة التصنيف "ستاندر أند بورز" منهجيات وطرق خاصة لتصنيف بعض الأدوات الخاصة بالمالية الإسلامية "كحساب تقاسم الأرباح والخسائر CPPP(*)" والتي تأخذ بعين الاعتبار خصوصيتها، وكذلك تبعا لوجود آلية تعزيز الائتمان من عدمها⁽¹⁾ وذلك من خلال ثلاث حالات ممكنة وهي، إصدار صكوك مع آليات كاملة لتعزيز الائتمان والحالة الثانية في ظل غياب آلية التعزيز الائتماني، أما الحالة الثالثة والأخيرة في ظل وجود تعزيز ائتماني جزئي، وهو ما يمكن توضيحه من خلال الجدول الموالي:

الجدول رقم (8-4): منهجيات وطرق خاصة لتصنيف الصكوك تبعا لمجموع ونهاية تعزيز الائتمان من غيرها

منهجية التصنيف	أهم الخصائص	فئات الصكوك
يستند تصنيف الصكوك عموما على تصنيفات "الملتزم/المدين" تبعا لترتيب آليات تعزيز الائتمان بين التزاماته المالية.	"المنشئ/الملتزم" بالصكوك: وجود تعهد بالالتزام من قبل المُصدر مع الدعم اللازم في حالة الحاجة: 1- شراء التعهد، التزام بإعادة شراء مجمع الأصول الأساسية في تاريخ استحقاق الصكوك؛ 2- الالتزام بتقديم دعم السيولة في حالة وجود عجز بين الأرباح الناتجة عن الأصول والتوزيع الدوري للمبالغ.	صكوك مع آليات كاملة لتعزيز الائتمان
لا تختلف منهجية التصنيف هنا عن تلك التي كانت تطبق على معاملات التوريق التقليدية، حيث تحدد نوعية التدفقات النقدية الناتجة عن الأصول وطبيعة الهيكلة إلى حد كبير تصنيفات شرائح مختلفة من الصكوك.	بصفة عامة هذه الإصدارات من الصكوك مدعومة بمجموعة أصول أساسية، الأداء الذي يستخدم التوزيع الدوري والقيمة التي بمثابة الأساس لتسديد الصكوك عند الاستحقاق. لا الفائدة الرئيسية ولا الكوبونات من أي نوع من تعزيز الائتمان.	صكوك دون وجود تعزيز ائتماني
تقييم جودة الائتمان مستقل: 1- على الصكوك، وتطبيقا لنهج التقييم الموقع المتصلة بالصكوك مع أي آليات لتعزيز الائتمان، وفي بعض الحالات تعزيز الصكوك + 2- تصنيف واحد أو أكثر من الدرجة الأولى، مما يعكس طبيعة ومثانة تعزيز الائتمان.	استحقاق الكوبونات من بعض آليات تعزيز الائتمان الجزئي أو الكلي الداخلية أو الخارجية.	صكوك مع وجود تعزيز جزئي للائتمان

Source: Jonathan Lawrence and Remsen kinne, **Islamic structured finance**, Thursday 4 February 2010, k l/ GATES, p: 28.

(*)- Compte de Partage de Profits et de Pertes

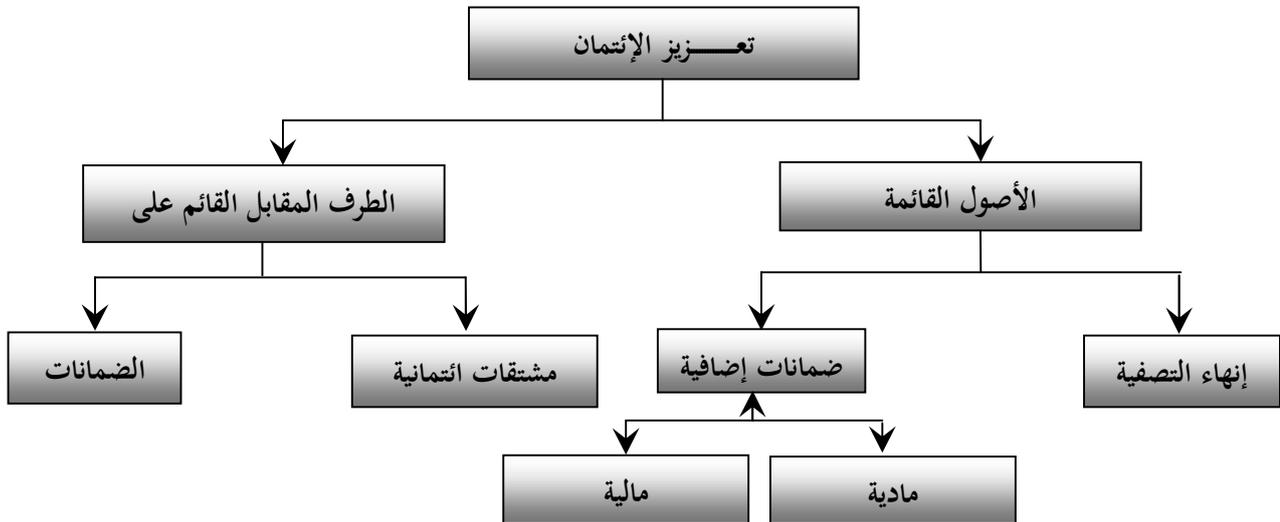
(1)- الصكوك المعززة ائتمانيا من قبل المصدر أو المنشئ، تبني أوزان تعرضها للمخاطر على التصنيف الائتماني للجهة المقدمة للتعزيز الائتماني.

✓ هناك بعدين أساسيين لأعمال المقاصد في الوساطة المالية، هما البعد التشخيصي حيث يسهم الفقيه والمهني والاقتصادي والقانوني في تحديد ماهية الوساطة، وهناك البعد التنزيلي المتعلق بتنزيل التشخيص الصحيح على واقع الوساطة المالية الإسلامية المعاصرة (الصيرفة والتكافل والسوق المالية) والتي لها اتجاهان، يتعلق الأول بالوساطة باستخدام المشاركة والمضاربة وهذا النوع قليل الاستخدام في المصارف الإسلامية، أما الثاني فيتعلق بالوساطة باستخدام عقود المدائنة وهو الغالب على الوساطة الإسلامية، ولا بد من الموازنة بين استخدام عقود المدائينات والمشاركات في عمل المؤسسات المالية الإسلامية⁽¹⁾؛

✓ التعزيز الائتماني في التصكيك هو "ترتيب تعاقدية، 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 متفقاً مع أحكام الشريعة الإسلامية"⁽²⁾؛

✓ تستخدم المصارف التقليدية تقنية تعزيز الائتمان التركيبي " structural credit enhancement " وهي تقنية من تقنيات تعزيز الائتمان والتي تتم عن طريق خلق أوراق مالية عليا وتابعة وبذلك تعزيز التصنيف الائتماني للأوراق المالية العليا، وهذا النوع لا يمكن استخدامه بنفس الطريقة من قبل المصارف الإسلامية نظراً لغياب وجود "صكوك تابعة"؛
 ✓ يبقى السؤال المطروح هو مدى فعالية استخدام آليات تعزيز الائتمان من قبل المصارف الإسلامية؟؛
 ✓ يوضح الشكل الموالي مختلف تعزيزات المخاطرة الائتمانية والتي تتم من قبل المصارف التقليدية.

الشكل رقم (18-4): تعزيز مخاطرة الائتمان



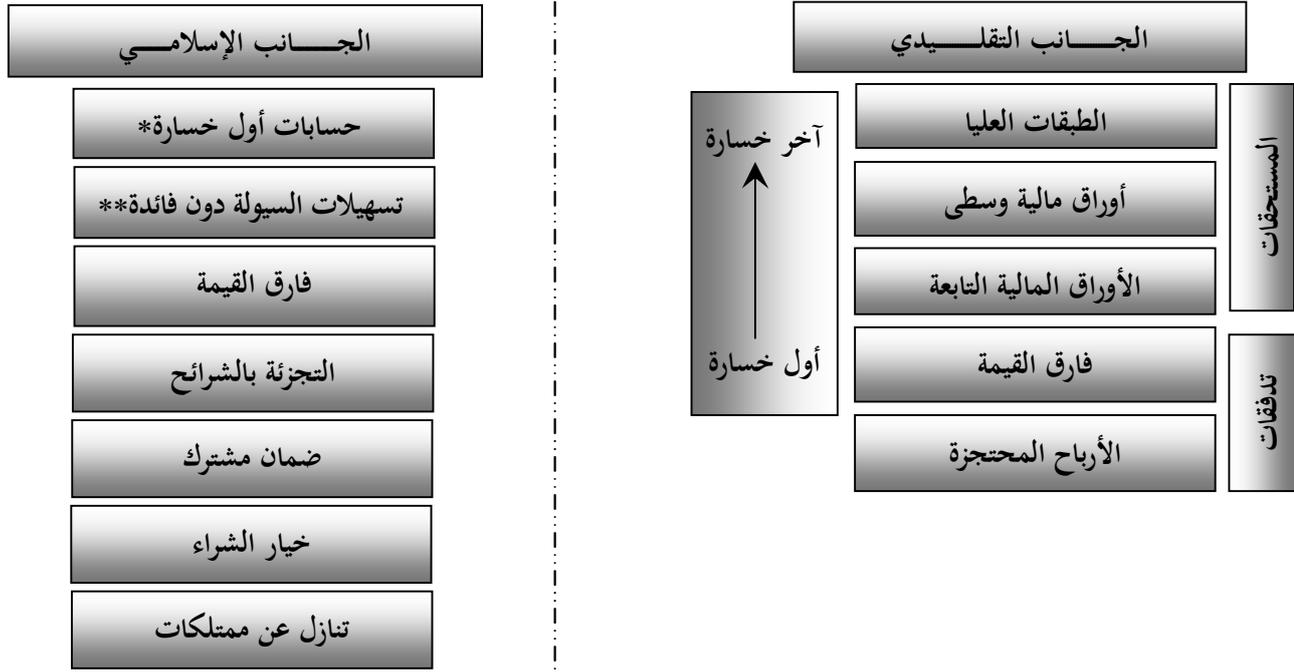
المصدر: من إعداد الطالبة

✓ يوضح الشكل الموالي مقارنة بين تقنيات تعزيز الائتمان والمطبقة من الناحية المصرفية التقليدية والإسلامية.

(1)- سامي السويلم، عزنان حسن، الوساطة المالية ومبدأي المدائنة والمشاركة دراسة نقدية في ضوء مقاصد الشريعة- مجلة إسراء الدولية للمالية الإسلامية، المجلد الأول، العدد3، ديسمبر 2011، صص:165-166.

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

التمثيل رقم (19-4): تقنيات تعزيز الائتماء من الناحية التقليدية والإسلامية



(*)- حسابات أول خسارة أو مركز الخسارة الأول: لا يقوم المنشئ بتعويض الخسارة الفعلية التي يتعرض لها المستثمرون، فهذا لا يكون مطابقاً لأحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها، ولكن إذا تراجع الدخل من الموجودات إلى ما دون مستوى محدد يتنازل صاحب مركز الخسارة الأول عن حقه في بعض نسبة حصته أو كلها لمصلحة المستثمرين.

(**)- الحاجة لهذه التسهيلات قد تكون لتغطية الفجوة بين المتحصلات النقدية لموجودات الصكوك والمدفوعات المجدولة المستحقة لمالكي الصكوك ولا بد أن تكون هذه التسهيلات متفقة مع أحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها ومستوفية للمتطلبات التشغيلية المحددة من قبل السلطات الإشرافية الوطنية.

المصدر: من إعداد الطالبة في الجزء التقليدي، وفي الجانب الإسلامي بالاعتماد على:

Source: **Structured finance**, news wire issue 14, June 2008, BSEC, special edition on Islamic structured finance, p p: 5-6.

المطلب الثاني: (التورين التركيبي) من الناحية التقليدية والناحية الإسلامية

تختلف عمليات التوريق التركيبي من الناحية الإسلامية عن تلك من الناحية التقليدية، حيث أن معظم عقود المشتقات المستخدمة محرمة من الناحية الإسلامية والتي سيتم استبدالها بمشتقات مالية إسلامية.

✓ البديل للعقود الآجلة في الظرف الإسلامي هو عقد بيع السلم مثلما تم ذكره سابقاً، حيث يجب أن يدفع السعر مسبقاً بالسعر الحاضر ولا بد أن تكون نوعية وحجم السلعة معلومة، كما يعد العقد باطلاً إذا كانت السلعة نقوداً أو أية عملة أخرى وإمكان مشتري عقد السلم الأصلي بيع عقد سلم جديد له نفس الخصائص للعقد الأصلي، ومن المهم الإشارة أن العقدين مستقلين عن بعضهما البعض، وعليه فإن البائع ليس بإمكانه توزيع الأصل محل العقد الأصلي ويبقى من الناحية القانونية مسؤولاً بالنسبة للعقد الجديد من أجل إتمامه؛ هذا النوع من الاتفاق يعرف على أنه "سلم موازي"⁽¹⁾؛

(1)- Nangi Sardehi, **Islamic Capital Markets, Developments and Challenges**, VDM Verlag Dr. Muller, Germany, 2008, p: 41.

الفصل الرابع: مقارنة بين نموذج (التقليدي) ونموذج (التوريق الإسلامي)

✓ البيع القصير أو الطويل التقليدي غير جائز شرعا وهو ليس هدف عقد بيع السلم، كما يتضمن اتفاق السلم الموازي إجازة ديون المنقولات عن طريق بيع الأصل محل العقد لطرف ثالث أي إدخال اتفاق جديد؛

✓ البديل الإسلامي للتحوط ضد تقلبات أسعار الصرف هو العقود الآجلة للعمالات (synthetic currency forward) القائمة على عقد المراجحة، تشير كلمة "synthetic" في هذه الحالة أن دفع الأرباح متماثل للعقد الآجل، حيث تم تحقيق هذه الأرباح عن طريق وضع صفقات مختلفة منفذة بسياق أو أسلوب معين؛

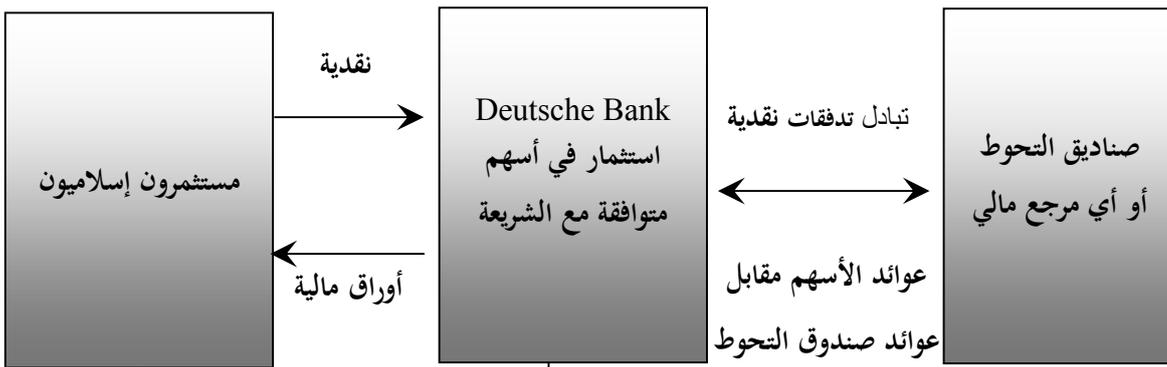
✓ يمكن استخدام العقود الآجلة للعمالات القائمة على المراجحة وهذا متوافق مع الشريعة، وهي طرق بسيطة للتحوط ضد عدم التأكد على الرغم من أن بعض العقود المركبة لا تزال تحتاج لموافقة الفقهاء المسلمين⁽¹⁾؛

✓ تستمد عقود الخيار الإسلامية من عقد "خيار الشرط"، وأقرب مقابل للخيارات التقليدية خاصة لخيار الشراء هو العقد الإسلامي للعربون والذي يستخدم من قبل عدة هيئات في أسواق رأس المال الإسلامية، كما تستخدمه صناديق لتخفيض مخاطر المحفظة والتي تعرف باسم الصناديق ذات رأس المال المحمي (principal protected funds)؛

✓ أصبحت عقود المستقبلات من أهم أنواع المشتقات استخدامها وبأنواعها المختلفة، ومن بين الإبداعات في هذا المجال والتي تم إدخالها من قبل المصرف الألماني (Deutsche Bank) والذي طور هيكله مماثلة لعقود مبادلة للمردودية الإجمالية متوافقة مع الشريعة، حيث لا يوجد أصل مرجعي واحد فقط محل العقد بل سلة من الأسهم المتوافقة مع الشريعة؛ حيث يصدر المصرف أوراقا مالية يكتب فيها مستثمرون مسلمون وتستخدم العوائد في شراء أسهم متوافقة مع الشريعة، ولهذا الغرض تم فتح حساب إسلامي والذي يفصل الأصول الإسلامية عن بقية الأصول⁽²⁾؛

✓ إن أرباح وخسائر المستثمرين ليست مستمدة من سلة الأسهم، ولكن من أصل مرجعي معين أو مؤشر على سبيل المثال صناديق التحوط، وهكذا يمكن مبادلة عائد سلة الأسهم مع أي مرجع مالي متوافق مع الشريعة، والهيكلة موضحة بالشكل الموالي:

الشكل رقم (20-4): هيكله عقود المبادلة الإسلامية للمردودية الإجمالية



يحصل المستثمرون الربح والخسائر من أداء صندوق التحوط
وليس من الأوراق المالية

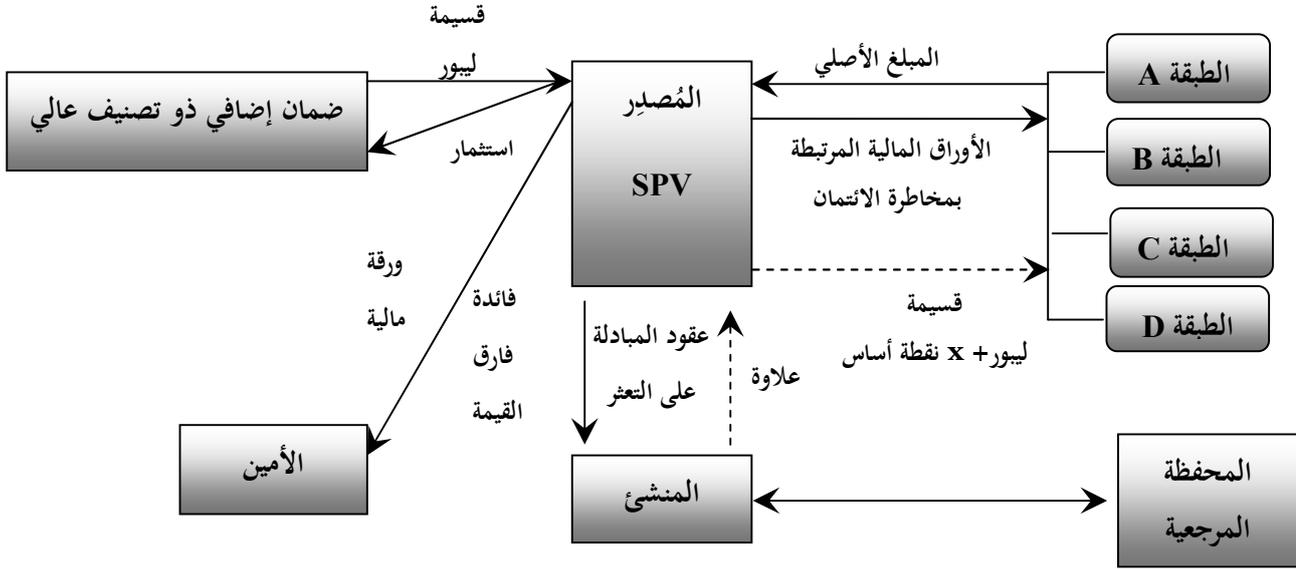
Source: Nangi Sardehi, *Islamic Capital Markets, developments and challenges*, VDM verlag, Germany, 2008, p: 48.

(1)- Ibid, p : 42.

(2)- Ibid, p : 47.

✓ يمكن تصور عملية التوريق التركيبي من الناحية التقليدية والإسلامية كما هي موضحة في الشكلين المواليين:

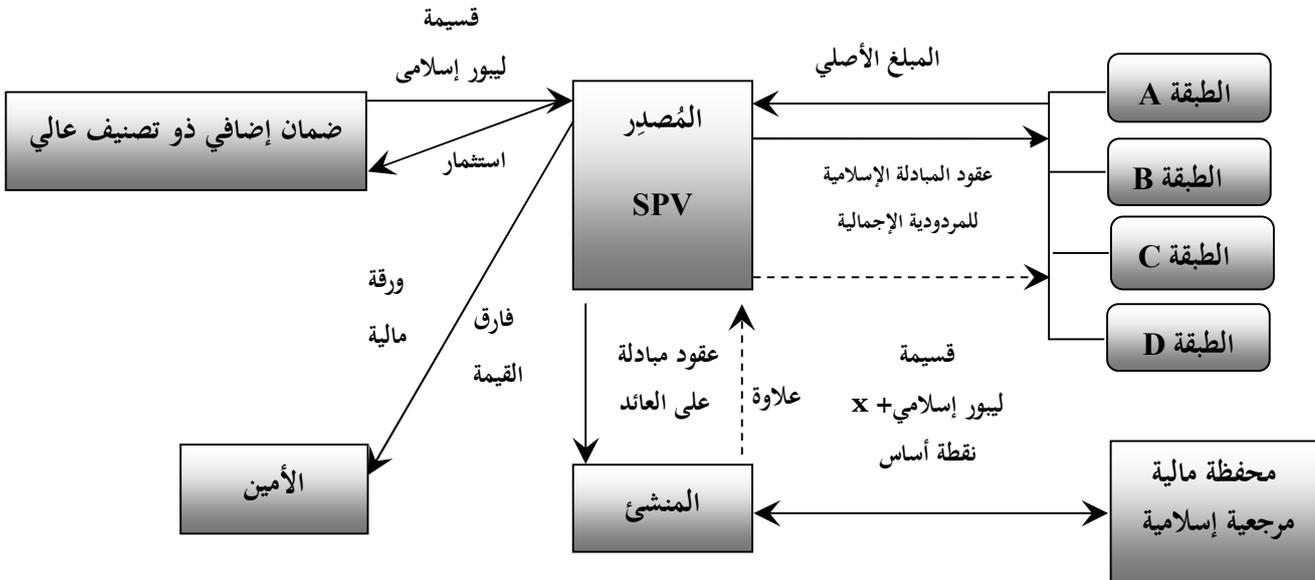
الشكل رقم (4-21): شكل مبسط للتوريق التركيبي من الناحية التقليدية



Source: Vinod Kothari, Securitization the Financial instrument of the future, John Wiley sons, Singapore, 2008, p.527.

يمكن تصور التوريق التركيبي من الناحية الإسلامية كما هو موضح في الشكل الموالي:

الشكل رقم (4-22): (التوريق التركيبي من الناحية الإسلامية)



المصدر: من إعداد الطالبة بناءً على الشكل السابق مع تعديل خاص بالتوريق الإسلامي.

المطلب الثالث: ضمانات الصكوك الإسلامية

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 العُرم والعُثم 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.

هناك العديد من أنواع الضمانات والتي تم ذكرها سابقا، والتي أقرتها الشريعة الإسلامية للعمليات الاستثمارية⁽¹⁾:

✓ القاعدة الإسلامية في الاستثمار قائمة على المشاركة في العُرم والعُثم والمعتمدة على النصوص الشرعية والإجماع، قاعدة من أعدل القواعد في تحقيق المساواة بين المضارب ورب المال أو بين المشاركين (أو المستثمرين بصورة عامة) وذلك لأن ضمان رأس المال وحده أو مع الفائدة على طرف واحد ظلم له لاحتمال تعرضه لمخاطر وخسائر كبيرة دون تقصير منه؛ بل قد تكون الأسباب خارجة عن إرادته وحينئذ لم تعد المساواة بين الطرفين بل أصبح القانون بذلك ينحاز إلى صاحب رأس المال على حساب العامل؛

✓ الضمانات التي أقرها الفقه الإسلامي للاستثمار هي⁽²⁾:

- ضمان المضارب أو نحوه من القائمين بالاستثمار في حالة التعدي أو التقصير أو مخالفة القيود والالتزامات التي فرضتها الشريعة على المضارب في عقودهم وتصرفاتهم أو إدارته للمشروع أو مخالفته للشروط أو العرف التجاري؛
- ضرورة القيام بدراسات الجدوى والاعتماد على ذوي الخبرة ونحو ذلك، بحيث إذا خالف المضارب هذه الأمور التي تقتضيها قواعد الاستثمار في عصرنا الحاضر فإنه يكون ضامنا.

ولا شك أن دراسة الجدوى المقدمة من المضارب والبيانات التي بنيت عليها هذه الدراسة والتي تتضمن الربح المتوقع من المشروع والتي أشار إليها في نشرة الإصدار تعد دليلا قويا على بطلان دعوى الخسارة المجردة عن الدليل، وهنا يحكم عليه بضمان الربح المعلق المتوقع حتى يقدم هو الدليل على الخسارة ويثبت أن ما ورد في الدراسة لم يتحقق لسبب لا يد له فيه ولظروف طارئة لم يكن من الممكن توقعها أو قياس نتائجها؛

- ترتيب احتياطي لمواجهة مخاطر الاستثمار؛

- ضمان طرف ثالث كما أقره مجمع الفقه الإسلامي الدولي سواء أكان دولة أم غيرها؛
- القيام بالرهن والكفالة والتوثيق لحالات التعدي أو التقصير أو مخالفة الشروط أو العرف التجاري؛
- تأمين مخاطر الاستثمار لدى شركة تأمين إسلامية وعلى الديون المشكوك في تحصيلها أو ترتيب صندوق خاص بالجهة المصدرة وحدها أو بالتعاون مع المؤسسات الاستثمارية.

(1) - علي محي الدين القره داغي، صكوك الاستثمار تأصيلها وضوابطها الشرعية ودورها في تمويل البنية التحتية والمشاريع الحيوية، مؤتمر المصارف الإسلامية البنائية، الواقع وتحديات المستقبل، 20-21 مارس 2010، اليمن، ص: [13-15].

(2) - المرجع السابق، ص: 17-18.

المطلب الرابع: 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.

الفرع الأول: الإفصاح المحاسبي

من بين أهم هذه الأسس ما يلي⁽¹⁾:

أولاً: أساس استقلال الذمة المالية للشركة المصدرة (المنشئة) للصكوك عن الذمة المالية للمشاركين، ويتم التعامل مع هذه الشركة على أنها ذات شخصية معنوية مستقلة، وتتم المحاسبة على عمليات الصكوك على هذا الأساس ولا سيما عند التعامل مع الجهات الحكومية ومع الغير؛ وتأسيساً على ذلك يكون لها تنظيمها المحاسبي وقوائمها المالية ومراقب حسابات خارجي وكذلك هيئة رقابة شرعية؛

ثانياً: أساس الفترة المالية، حيث تقسم حياة المشروع أو العملية الاستثمارية التي أُصدِرَت من أجلها الصكوك إلى فترات مالية قصيرة، حيث يتم في نهاية كل فترة إعداد القوائم المالية والتقارير المختلفة ويطبق في هذا الخصوص مبدأ التنضيق الفعلي أو التنضيق الحكمي التقديري حسب ما يتم الاتفاق عليه، وكلاهما جائز من المنظور الفقهي المالي والمحاسبي؛

ثالثاً: أساس استمرارية المشاركة حتى انتهاء المشروع أو العملية التي أُصدِرَت الصكوك من أجلها سواء كانت مراجعة أو استصناع أو سلم أو إجارة أو نحو ذلك، وتتم المحاسبة الفترية على نتائج الأعمال على أساس التنضيق الفعلي لمرحلة معينة أو التنضيق الحكمي التقديري في ضوء المعايير الشرعية التي تضبط ذلك؛

رابعاً: أساس تحميل الشركة المصدرة للصكوك بالمصروفات التي أنفقت على إصدارها، كمصروفات الاكتتاب والترويج والتسويق ومصروفات المصارف ذات العلاقة بإصدار الصكوك وما في حكم ذلك، ويجب أن يشار إلى ذلك في نشرة الاكتتاب ما لم يتم الاتفاق على غير ذلك، ولا تُحمَل الصكوك بأي مصروفات هي من مسؤوليات الشركة المصدرة حيث أُخذت في الاعتبار عند تحديد حصتها الشائعة في الأرباح؛

خامساً: أساس التقويم وفقاً للقيمة السوقية وذلك لموجودات المشروع أو العملية موضوع التصكيك عند إعداد القوائم المالية، وهي قائمة المركز المالي وقائمة الدخل - ويستعان بأهل الخبرة والاختصاص في ذلك والتي تعتبر أساساً سليماً لتقويم قيمة الصك عند التداول أو إعادة الشراء وبيان الأرباح أو الخسائر الرأسمالية؛

سادساً: أساس الاحتياط للمخاطر المستقبلية، وذلك بتكوين المخصصات اللازمة عند توزيع العوائد الدورية (السنوية) ما دام المشروع أو العملية موضوع التصكيك لم تنته بعد، وذلك للمحافظة على رأس المال؛

(1) - أحمد شعبان محمد علي، مرجع سابق، ص: 35-36.

سابعاً: أساس المقابلة بين مصروفات العمليات وإيراداتها عند إعداد قائمة الدخل للمشروع أو العملية الممولة من الصكوك وذلك بهدف قياس العوائد التشغيلية التي سوف توزع بين حملة الصكوك وبين الشركة المصدرة لها ويحكم ذلك الضوابط الشرعية لنفقات شركة المضاربة؛

ثامناً: أساس توزيع دفعات تحت حساب الأرباح وذلك إلى أن تتم التصفية النهائية للصكوك، يجوز في هذه الحالة أن تجبر أي خسارة لاحقة بالربح الموزع تحت الحساب وذلك لوقاية رأس المال، ويطبق في هذا الخصوص مبدأ التنضيق الحكمي أو التقديري كما سبق الإيضاح؛

أما أساس توزيع عائد المشروعات أو العمليات موضوع الصكوك على أساس نسبة شائعة لكل من المشاركين والشركة القائمة على الصكوك، فعلى سبيل المثال يذكر نسبة كذا % للمشاركين ونسبة كذا % للشركة، وذلك حسب المنصوص عليه في نشرة الاكتتاب؛

تاسعاً: يتم تقويم الصك لأغراض التداول على أساس سعر السوق في سوق الأوراق المالية أو التراضي عليه بين البائع والمشتري، وقد يكون المشتري الشركة المصدرة؛

عاشراً: يتم إطفاء الصكوك على فترات دورية أو في نهاية أجل العملية أو المشروع التي أصدرت من أجله، وذلك وفقاً للأسس ومعايير المحاسبة السائدة والمتعارف عليها والتي تتفق مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية؛ أما توزيع أرباح أو خسائر المشروع أو العملية موضوع الصكوك الرأسمالية وفقاً للأسس ومعايير المحاسبة الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية أو السائدة متى كانت تتفق مع أحكام وقواعد الشريعة الإسلامية؛

يتم الإفصاح المحاسبي عن كل فترة دورية مناسبة عن معاملات الصكوك بالوسائل والأدوات والطرق المحاسبية المتعارف عليها؛ أما الإفصاح عن التدقيق الشرعي لمعاملات الصكوك فيتم من خلال تقرير هيئة الرقابة الشرعية للشركة المصدرة.

الفرع الثاني: الأسس المحاسبية التي يجب أن تتبعها المصارف الإسلامية

من بين هذه الأسس⁽¹⁾:

أولاً: فصل الأموال، بحيث يستثمر أموال المودعين في وعاء استثماري مستقل وأموال المساهمين في وعاء استثماري آخر، وكذا الفصل بين حساب عمليات الاستثمار وبين حساب الخدمات المصرفية، بحيث تكون عمليات الاستثمار وإيراداتها ومصاريفها في حساب مستقل، وأن تكون العمولات والإيرادات والمصاريف الخاصة بالمصرف في حساب آخر؛

ثانياً: التمييز بين عائد كل نشاط وما إذا كان ناتجاً عن استثمارات عامة أو مخصصة لمجال معين أو كان ناتجاً عن الخدمات المصرفية العادية للمصرف حتى يتم توجيهه عائد كل نشاط للجهة المستفيدة منه وعدم تحميل المودعين مصاريف اهتلاك الأصول الثابتة لأنها مملوكة للمساهمين فقط؛

(1) - شهاب أحمد سعيد العززي، النظام المحاسبي للبنوك الإسلامية، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2012، ص: [27-30].

ثالثا: لا يوزع الربح إلا على المال المستثمر أو المعد للاستثمار؛

رابعا: الاهتلاكات التي تخصم من الأصول الثابتة يجب أن تحمل على أموال المساهمين وحقوقهم وأن تكون إيرادات الخدمات المصرفية وفروق العملة من حق المساهمين فقط، لأنها ليست ناتجة من استثمار الأموال الخاصة بالمدوعين؛

خامسا: أن تكون إيرادات الحساب الجاري والتأمينات من حق المساهمين فقط، لأن الحساب الجاري قرض حسن مضمون على المصرف (المساهمين)، كما أن أرباحه يجب أن تحسب بنسب تشغيلية فعلا وليست بمقدارها الأصلي كما هي بالأرصدة في المصرف، وهذه النسبة تعود إلى كفاءة إدارة المصرف وسمعته ومدى وفرة السيولة عنده وكذلك الوضع في التأمينات؛

سادسا: يجب أن يتحمل المدوعون فقط مخصصات مخاطر الاستثمار والديون الناتجة عن الاستثمار، لأن هناك أنواعا كثيرة من المخصصات والاحتياطات في المصرف، كما أن المخصصات والاحتياطات القانونية والنظامية يجب أن يتحملها المساهمون فقط ويقتطعها المصرف من الأرباح؛ أما مخصصات الخسائر المتوقعة يجب أن يتحملها المدوعون والمساهمون معا وذلك من الإيراد العام المشترك بينهما لأن فيها مصلحة المصرف ككل وعلى المصارف المركزية أن تضع نظاما مصرفيا إسلاميا لديها يستدعي معه ممارسة أساليب للرقابة عليها تتناسب مع طبيعة نشاطها؛

سابعا: وضع آلية تخضع فيها المصارف الإسلامية لنسبة الاحتياطات نفسها للاحتفاظ بسيولة نقدية لدى المصرف المركزي، نسبة مئوية معينة من إجمالي الودائع شريطة أن لا تستخدمها المصارف المركزية على أساس الفائدة وأن يتم استثمار هذه الاحتياطات بما يؤدي إلى عدم تعطيل الأموال والاستفادة منها في التشغيل تحت إشراف لجنة شرعية يعتمدها المصرف المركزي؛

ثامنا: المساواة بين الأموال للمدوعين وأموال المساهمين، حيث يجب مراعاة نسب التشغيل، لأن كل مبلغ مخصص لغرض الاستثمار ينبغي الاستفادة منه في التشغيل دون تمييز بين أموال المساهمين وأموال المستثمرين أو العكس، ونظرا لأن بعض الاستثمارات في المصارف الإسلامية مستمرة غير محددة بصفقات معينة وأن العوامل المؤثرة هي الزمن وحجم المال المستثمر والظروف الاقتصادية؛ وكلها مأخوذة بالاعتبار في حساب الأرقام وأن هذا الحساب يتناسب مع تحقيق العدالة في النظام الاقتصادي الإسلامي؛

ثاسعا: الوعاء الاستثماري هو أموال المدوعين المستثمرين بالإضافة إلى رأس المال (ما عدا الأصول الثابتة) والأموال التي تدخل في الاستثمار وتستحق الربح تتضمن جزأين، يتضمن الأول أموال المستثمرين والتأمينات والمخصصات المتراكمة بطبيعة الحال أموال المستثمرين، ولكن يضاف إليها أرصدة التأمينات والمخصصات طالما أنها باقية خلال العام واستثمرت فإنها تستحق الربح؛ أما الجزء الثاني فيتمثل في رأس المال المدفوع (بالقيمة الاسمية) + الاحتياطات المحتجزة + الأرباح المرحلة ناقصا (صافي تكلفة الأصول الثابتة + الإنشاءات تحت التنفيذ)، لأن الأصول الثابتة لا تدخل في الوعاء الاستثماري؛

عاشراً: يخضع توزيع أموال المضاربات حسب عقود الاتفاقيات بين رب المال والمضارب، حيث يتوقف توزيع الربح الناتج عن الاستثمار على النسب التي تم الاتفاق عليها مسبقاً في العقود بين رب المال والمضارب والتي وقعت بين الطرفين، أما أموال المشاركات فيخضع توزيعها حسب عقود الاتفاقيات بين أطراف الشركاء، حيث يتوقف توزيع الربح الناتج عن الاستثمار على النسب التي تم الاتفاق عليها مسبقاً في العقود.

الفروع الثالث: وضع مخصص ويوم منكوك فيها للمشاركات والمضاربات

يجب أن تبقى المخصصات التي تم وضعها للهدف المشترك كما خصصت له بموجب ما نص عليه في عقود المشاركات و المضاربات بين المصرف والمودعين على ذلك، وعلى كيفية التصرف فيها وعلى مبدأ التخارج والتنازل بالتراضي، بحيث ينص على أن من ينتهي عقده فقد تنازل عن حقه في ذلك لصالح الحسابات الجارية (العميل) الخاصة بهذه المخصصات والذي يكون الدخول فيه والخروج منه على سبيل الاستمرار، ولا يجوز أن يلحق جميعها بأموال المساهمين⁽¹⁾.
وضع مخصص تسوية أرباح المشاركة المنتهية بالتمليك والتأخير التمويلي، حيث تحتجز هذه المخصصات من مجمل الإيراد الذي يخص المساهمين والمودعين، على أن يتم ذلك وفق دراسات خاصة بهذا الغرض وذلك بموجب قرار مجمع الفقه الدولي.
أما المعالجة المحاسبية لحسابات خارج بنود الميزانية ونهاية الفترة المالية فقد تناول معيار المحاسبة المالية رقم 17 العمليات المحاسبية المتعلقة بالاستثمارات، ومن أهم ما جاء في هذا المعيار تصنيف الاستثمارات في الصكوك لغرض المتاجرة والمتاحة للبيع وللاحتفاظ بها حتى تاريخ الاستحقاق، وتثبت بتاريخ اقتنائها بالتكلفة وتشمل أي مصروفات متعلقة بالاقتناء.
تقاس هذه الاستثمارات لغرض المتاجرة أو المتاحة للبيع بقيمتها الحقيقية وتثبت الخسائر أو المكاسب غير المحققة للاستثمارات بغرض المتاجرة (الفرق بين القيمة الدفترية والقيمة الحقيقية) في قائمة الدخل، مع مراعاة الفصل بين ما يخص المساهمين وأصحاب حسابات الاستثمار المطلقة.

تقاس الصكوك المحتفظ بها حتى تاريخ الاستحقاق بالتكلفة التاريخية، وفي حالة التراجع المستمر تُقَوَّم بالقيمة الحقيقية ويعد الفرق خسارة تثبت في قائمة الدخل، ويتم في تاريخ استحقاق الصكوك إثبات الفرق بين القيمة الدفترية والقيمة المستردة في قائمة الدخل مع مراعاة الفصل بين ما يخص المساهمين وأصحاب حسابات الاستثمار المطلقة ويراعى وجود احتياطي القيمة الحقيقية - إن وجد - عند البيع أو الاسترداد فيقل هذا الحساب في هذه الحالات، وتثبت الأرباح في استثمار الصكوك في تاريخ الإعلان عن توزيعها.

الفروع الرابع: المعايير المحاسبية التي يعتمدها النظام المحاسبي للمصارف الإسلامية في التقويم لصحيف الربح

أكدت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية على أن التنضيق الحكمي (التقويم) يجب الأخذ به في جميع الاستثمارات بشرط الالتزام بالمبادئ التالية⁽²⁾:

(1)- المرجع السابق، ص: 31.
(2)- المرجع السابق، ص: [21- 23].

الفصل الرابع:..... مقارنة بين نموذج (التقديري) ونموذج (التقديري الإسلامي)

أولاً: أن تكون المعلومات المفصح عنها دقيقة وموثوق بها واستخدام وسائل مقبولة تناسب ملاءمة تقدير القيمة النقدية المتوقع تحقيقها، كما يجب أن يتم إعداد الميزانية على أساس التنضيق الحكمي؛

ثانياً: 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؛

ثالثاً: 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؛

رابعاً: الحيطة 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؛

خامساً: 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؛

سادساً: 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 للنقود 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.

الفصل الخامس: الإفصاح المحاسبي عن الصكوك في القوائم المالية الدورية للشركة المصدرة

تطبيقاً لمبدأ استقلالية الشخصية المعنوية للشركة المصدرة للصكوك عن أصحاب الصكوك وهم المشاركون، تقوم الشركة في نهاية كل فترة مالية دورية بالإفصاح عن معاملاتها لكل من المشاركين والمساهمين فيها ولمن يهمهم الأمر من خلال مجموعة من القوائم والتقارير المالية والشرعية، من أهمها قائمة نتائج أعمال الصكوك (قائمة دخل الصكوك) وقائمة توزيع صافي أرباحها التشغيلية وقائمة التغير في حقوق أصحاب الصكوك و قائمة الدخل والمركز المالي للشركة المصدرة للصكوك⁽¹⁾. هذا بالإضافة إلى قائمة مشروع توزيع صافي أرباح الشركة المصدرة للصكوك وتقرير كل من مجلس إدارتها والمراقب الشرعي على معاملات الشركة المصدرة وتقرير مراقب الحسابات على قوائمها المالية وأي قوائم وتقارير أخرى تتضمن المزيد من الإفصاحات والمعلومات عن نشاط الشركة المصدرة للصكوك.

(1)- هشام أحمد عبد الحي، مرجع سابق، ص: 368.

المطلب الخامس: هياكل الإصدار الخاصة بعملية التصليق

لا تختلف الهياكل الإسلامية عن نظيرتها التقليدية بالنظر إلى الأطراف المتدخلة في سيرورة التوريق، حيث يمكن إيجاد الأدوار التي تؤديها في الهياكل الإسلامية، وتكمن التفرقة الحقيقية بين الهياكل التقليدية والهياكل الإسلامية في الاتفاقات التعاقدية بين مختلف الأطراف المعنية سواء كانت اتفاقات تأجير أو مشاركة في رأس المال أو تمويل مضمون أو حتى تمويل متزايد⁽¹⁾.

كما يمكن التفريق أيضا بين الهياكل الإسلامية والتقليدية بالنظر إلى كيفية "هيكلية التدفقات النقدية"، حيث توجد ثلاثة أنواع مشتركة للتوريق من التدفقات النقدية المرتقبة ويتعلق الأمر بهيكلية الدين المضمون وهي الأكثر تشابها مع الاقتراض القائم على الأصول، حيث يقرض مالك الأصول الأموال ويهرن الأصول لضمان السداد والتي يمكن تقييمها تبعاً لقيمتها السوقية عند البيع أو إمكانية توليدها لتيار من التدفقات النقدية، لا تحتاج أداة الدين لمطابقة ترتيب التدفق النقدي لأي من الأصول المرهونة، أما الهيكلية الناقلة أو الهيكلية من خلال وسيط فهي أكثر الطرق الحالية لتوريق الأصول التي تولد تدفق نقدي منتظم عن طريق بيع مساهمة مباشرة في محفظ أصول التي عادة ما تكون متماثلة من حيث أجل الاستحقاق والعائد والنوعية، في هذه الهيكلية يخدم المنشئ المحفظة عن طريق القيام بالجمع ومن ثم تمريرها للمستثمر؛ كما أن عمولة أو رسم الخدمة هو من مسؤولية المنشئ، لا يعتبر توريق الهيكلية الناقلة كالالتزام دين للمنشئ ولا تظهر في ميزانيته لأن ملكية الأصول في المحفظة تم تحويلها للمستثمر.

أما للهيكلية المدفوع من خلالها مجموعة من الخصائص لكلا الهيكلتين السابقتين، عادة ما تتشابه الطريقة التي تتم بها الهيكلية من خلال إصدار الديون المضمونة بأصول مع تلك للهيكلية الناقلة، حيث تتم خدمة الدين عن طريق دفع تدفق نقدي للمستثمرين خارج الضمان الإضافي المرهون، مع ذلك فإن الهيكلية المدفوع من خلالها هي أداة اقتراض وليست مشاركة كما أن المستثمرين في هذه الهيكلية ليسوا ملاكا مباشرين للأصول الأساسية، بل مجرد مستثمرين في أوراق مالية مضمونة بمجموعة أصول.

هذه الهياكل ليست هي الوحيدة المتاحة، بل هناك هياكل أخرى بديلة استعملت في الماضي تتضمن الأوراق التجارية والمخزون المفضل، ومن بين الهياكل الثلاث السالفة الذكر الأكثر استخداما، هي الهيكلية الناقلة الأقرب استجابة للمبادئ الإسلامية، أما كلا من هيكلية الدين المضمون والهيكلية المدفوع من خلالها فهي هياكل ديون تستخدم معدل الفائدة وهو غير مقبول إسلامياً⁽²⁾.

من هنا، فإن الهيكلية الناقلة والتي لها مجموعة أصول مُهيكلية كالإجارة أو ملكية أسهم هي الوحيدة التي باستطاعتها مساعدة المصارف والمؤسسات الإسلامية لتوسيع أنشطتها في عمليات التوريق، يبدأ كل إصدار للصكوك عن طريق فصل وعزل مجموعة الأصول مستند إليها تتوافق مع مبادئ المالية الإسلامية، يمكن أن يكون هذا الإصدار على شكل شرائح كما في عمليات التوريق التقليدي (شرائح عليا وشرائح وسطى وشرائح تابعة وشرائح دنيا) تبعاً لنوعية الائتمان

(1)- Rashid Khalid Alkhan, **Islamic Securitization, a revolution in the banking industry**, published by Miracle Graphics Co. W.L.L, kingdom of Bahrain, 2006, p:19.

(2)- **Ibid**, p:20.

الفصل الرابع:..... مقارنة بين نموذج (التقليدي) ونموذج (التوروني) الإسلامي

وبالتالي تبعا لدرجة المخاطرة والذي ينعكس في تصنيفها، ومهما تكن هيكله الصكوك يبقى الإطار القانوني المعمول به بعدا أساسيا في تحليل عوامل المخاطرة بالإضافة إلى معرفة النزاعات المحتملة الناجمة من عقود الصكوك والتي يمكن أن تؤثر على العوائد المستقبلية للصكوك الإسلامية.

بناءً على ما تم ذكره سابقا، فإن تحليلا تفصيليا للشروط التجارية والهيكل القانوني يظهر في الواقع احتمال حدوث أي من الأوضاع الثلاثة التالية⁽¹⁾:

❖ **هيكلة الصكوك المدعومة بالمرجولات:** والذي يستوفي الشروط المطلوبة من قبل مؤسسة تصنيف ائتماني خارجية معترف بها، يترتب عليه أن يتحمل مالكو الصكوك أي خسائر في حالة إفلاس أو تآكل الموجودات وتكون المخاطر المطبقة هي مخاطر الموجودات المعنية، وتنعكس هذه المخاطر من حيث المبدأ في أي تصنيف ائتماني صادر عن وكالة تصنيف معترف بها وهذه الفئة مشمولة بشكل صريح في المعيار الثاني لمجلس الخدمات المالية الإسلامية^(*)؛

❖ **هيكلة الصكوك القائمة على المرجولات مع وعمر ملزم بإجادة التراء من المنشي:** حيث يشتري المصدر بموجب هذا الوعد الموجودات ويؤجرها ويصدر الصكوك، تتم هذه الهيكله عادة بإعادة تأجير الموجودات إلى المنشي في عملية بيع وإعادة التأجير وتكون مخاطر الائتمان في هذه الحالة تلك المتعلقة بالمنشي وفقا لأي تعزيز ائتماني متفق مع أحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها يقدمه المصدر، وتضع وكالة تصنيف معترف بها وزنا للمخاطر عند تحديد تصنيف الوعد بإعادة الشراء وفق جدول زمني للدفع وقدرة المنشي على جدولة المدفوعات للمصدر وهو هيكل الدفع من خلال طرف ثالث، حيث الدخل الناتج عن تلك الموجودات يُدفع للمستثمرين من خلال المصدر؛

❖ **هيكلة الصكوك القائمة على المرجولات أو الهيكل السهمي:** يشتري كيان منفصل بصفته مَصَدْرًا للموجودات موضوع الصكوك من المنشي ويضعها في مجموعة موجودات بغرض إصدار الصكوك، ويطلب المصدر من المنشي أن يكون لمالكي الصكوك حق الرجوع عليه ويقدم تعزيزا ائتمانيا متفقا مع أحكام الشريعة من خلال ضمان السداد في حالة عجز المنشي عن السداد.

المطلب (الساوي): الطرق المتنامية للمصارف الإسلامية لتحرير وإدارة المخاطر

الطرق المتاحة أمام المصارف الإسلامية على نوعين، طرق موحدة التي لا تتعارض مع مبادئ التمويل الإسلامي وطرق جديدة التي يتم تحويلها مع الأخذ في الحسبان متطلباتها الخاصة، ومن أهم التحديات التي تواجه المصارف الإسلامية هي المخاطر التي تتضمنها صيغ التمويل والعمليات المصرفية؛ وبخاصة مخاطر الاستثمار وتطبيق مقترحات "لجنة بازل" الدولية ومخاطر رأس المال والأدوات المالية الجديدة⁽²⁾.

(1) - مجلس الخدمات المالية الإسلامية، متطلبات كفاية رأس المال للصكوك، التصكيك والاستثمارات العقارية، مرجع سابق، ص: 4-5
(*) - ينطبق المعيار الثاني لمجلس الخدمات المالية الإسلامية بالتفصيل لأوزان التعرض لمخاطر الصكوك عندما تكون الصكوك المدعومة بالموجودات تشمل تحول ملكية قانونية كاملة للموجودات موضوع الصكوك.
(2) - شهاب أحمد سعيد العززي، مرجع سابق، ص: 52-53

الفرع الأول: إدارة المخاطر بالمصارف الإسلامية

حتى يتم تطوير إدارة المخاطر التي تتحملها المصارف الإسلامية، يتطلب الأمر استخدام عدد من السياسات وبعض الطرق المقترحة كما يلي⁽¹⁾:

أولاً: على جميع المصارف المركزية أن تضع للمصارف الإسلامية تشريعا متخصصا لها يعكس طبيعة أعمالها وأنشطتها وخدماتها واستثماراتها؛

ثانياً: أن تكون تعليمات المصارف المركزية في مجال الإشراف والرقابة عليها متفاوتة تماما عن طبيعة الإشراف والرقابة على المصارف التقليدية؛

ثالثاً: يتعين على المصارف الإسلامية استيعاب وتطوير أدوات عملها بطريقة تعتمد بشكل مباشر على التأثير بالمعايير الدولية والتكيف مع عالم المال الذي يتغير بسرعة؛

رابعاً: دمج الوظائف والخدمات المالية وتجميعها نحو التعزيز المالي، الأمر الذي يجب معه التفريق بين المخاطر للقطاعات المختلفة في المصارف الإسلامية؛

خامساً: تحتاج إدارات المصارف إلى تهيئة بيئة العمل لإدارة المخاطر وذلك من خلال تحديدها الواضح لأهداف وخطط إدارة المخاطر ومن خلال قيام نظم قادرة على تحديد وقياس احتمالات التعرض للمخاطر والسيطرة عليها وتقليل من آثارها؛

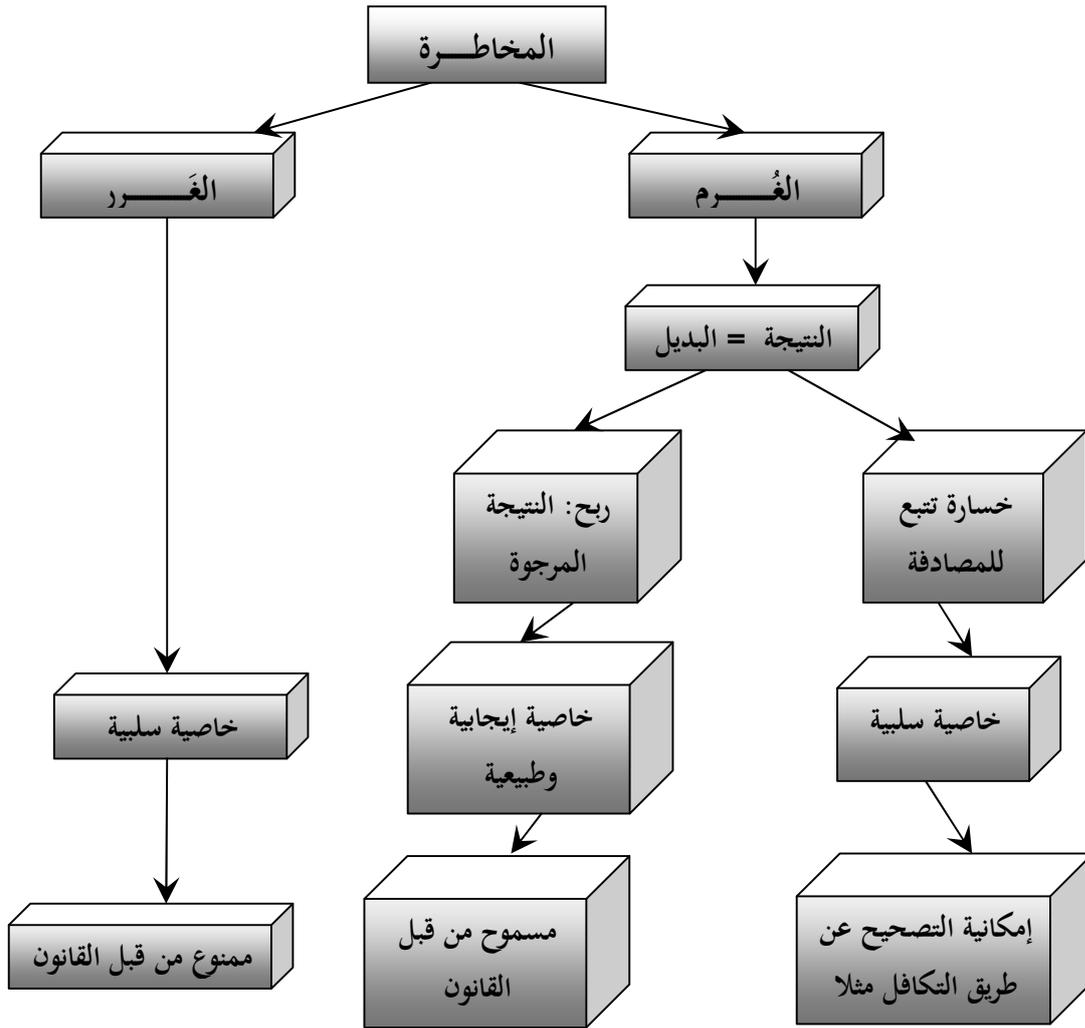
سادساً: إنشاء نظام للرقابة الداخلية ودعم نظم إدارة المعلومات عن المخاطر والمراجعة الداخلية والخارجية ونظم مخزون الأصول وعملياتها.

عمل مجلس الخدمات المالية الإسلامية، وهو الهيئة الدولية التي تضع معايير لتطوير وتعزيز صناعة الخدمات المالية الإسلامية، على إصدار معايير رقابية ومبادئ إرشادية لتطوير الصناعة المالية الإسلامية التي تضم بشكل أساسي قطاع المصارف وأسواق المال والتكافل (التأمين الإسلامي).

يوضح الشكل الموالي كيفية إدارة المخاطر من قبل المؤسسات المالية الإسلامية:

(1)- المرجع نفسه.

النكث رقم (23-4): إدارة المخاطر من طرف المؤسسات الإسلامية



Source: jacques charbonnier, **Islam : Droit, Finance Et Assurance**, Edition LARCIER, 2011, p : 80.

الفرع الثاني: تحديد المخاطر المصرفية الإسلامية

هناك عدة أسباب تجعل المصارف الإسلامية أكثر مُخاطرة من المصارف التقليدية، ومن أهمها الطبيعة الخاصة للمخاطر التي تواجهها والعدد المحدود عمليا لاستخدام كل من عقود تقاسم الأرباح والخسائر وغيرها من العقود كطرق لتمويل المشاريع حيث ترفع هذه العقود من درجة المخاطرة والتي تعتمد على ربحية المشروع أكثر من الجدارة أو الملاءة المالية للمقترض بالإضافة إلى صعوبة مراقبتها ولطبيعتها.

نقص التنميط والذي يعود لوجود عدة طرق للتمويل وهو عامل آخر يجعل المصرفية الإسلامية أكثر مخاطرة، كما أن التوافق مع الشريعة يجعلها أكثر عرضة لأية أحداث غير مواتية، وغياب سوق نقدية إسلامية صعب من عملية إدارة السيولة وهو ما يضيف بعدا آخر للصعوبات⁽¹⁾.

(1)-Ionnis Akkizidis and Sunil Kumar Khandelwal, **financial risk management for Islamic banking and finance**, Palgrave Macmillan, London, 2008, p: 110.

الفصل الرابع: مقارنة بين نموذج (التقليدي) ونموذج (التورين الإسلامي)

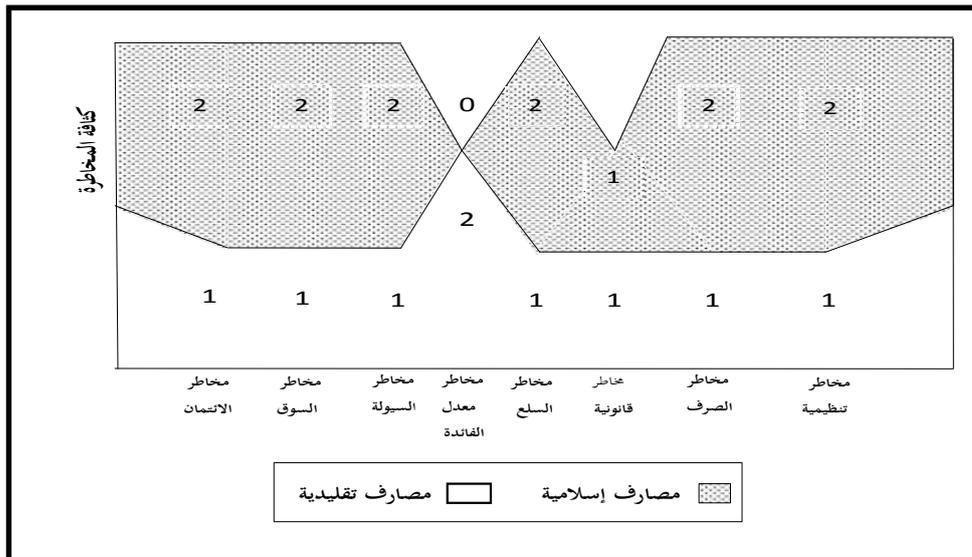
أولاً: كل المخاطر الكبرى (مخاطر الائتمان ومخاطر السوق والمخاطر التشغيلية) موجودة في التمويل الإسلامي بدرجات متفاوتة مقارنة بالتمويل التقليدي (كما يوضحه الشكل أدناه)، وبإجراء مقارنة سريعة لمختلف المخاطر المصرفية الإسلامية مع تلك للمصرفية التقليدية، تظهر أن كلا من مخاطر الائتمان ومخاطر السلع ومخاطر السيولة ومخاطر السوق والمخاطر القانونية والتنظيمية هي أعلى في التمويل الإسلامي وبكثافة مختلفة وبأبعاد عديدة.

يتضح من خلال الشكل الموالي، أن المصارف الإسلامية محاطة بالعديد من المخاطر (تتواجد في بيئة متقلبة) إلى درجة قد تؤدي إلى التحدي في الاستقرار والاستمرار في الحفاظ على أداء مرن يضمنه الحفاظ على استقرار ديناميكي في المقارنة أو التوفيق بين المصادر التمويلية القصيرة الأجل والتي تمثل معظم موارد هذه المصارف وتنوع الاستخدامات في كل من الاستثمار القصير والطويل الأمد.

تقدم المصارف الإسلامية كافة الخدمات المصرفية التي تقدمها المصارف التقليدية فيما عدا الخدمات المصرفية التي تتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية والتي تستخدم أسعار الفائدة في تنفيذ تلك الخدمات، وتنقسم الخدمات المصرفية المقدمة بالمصارف الإسلامية إلى نوعين هما⁽¹⁾:

- خدمات مصرفية تتضمن عمليات استثمارية: الخدمات المصرفية التي تتضمن عمليات استثمارية مخاطرها متنوعة تبعاً لنوع، تشغيل، عملة، بلد، وقطاع الاستثمار، وتفترض لإقرارها القيام بدراسات جدوى اقتصادية من قبل أخصائيين لهم صفة الاستقلالية والحيادية، ويتم متابعتها من قبل مستشارين؛
- خدمات مصرفية لا تتضمن عمليات استثمارية: يتم تنفيذ الخدمات المصرفية التي لا تتضمن عمليات استثمارية كخدمة مصرفية يتم أخذ عمولة أجر مقابل تقديمها ومخاطرها تركز على العامل التشغيلي.

الشكل رقم (24-4): جوانب المخاطر بين المصارف التقليدية والإسلامية



Source: Ionnis Akkizidis and Sunil Kumar Khandelwal, **financial risk management for Islamic banking and finance**, Palgrave Macmillan, London, 2008, p:38.

(1)- محمود حسين الوادي، عبد الله إبراهيم نزال، **تسويق الخدمات المصرفية الإسلامية**، مرجع سابق، ص: 120.

نانيا: صعوبة تطبيق معايير "لجنة بازل" للرقابة المصرفية، حيث تتركز دعومتها الأولى حول كيفية حساب رأس المال الأدنى وذلك باستخدام عدة منهجيات، وتوجد هناك ثلاثة مداخل لمخاطر الائتمان وهي الأسلوب النمطي وأسلوب التصنيف الداخلي وإطار التوريق؛ أما بالنسبة للمخاطر السوقية فهناك مدخل القياس المعياري ومدخل النماذج الداخلية وهناك ثلاثة مداخل للمخاطر التشغيلية تحت الدعامة الأولى وهي الأسلوب النمطي ومدخل المؤشر الأساسي وأسلوب القياس المتقدم. والملاحظ أن هذه المداخل ليست مطبقة بشكل واسع في الصناعة المصرفية الإسلامية وهذا راجع لعدة أسباب ومنها غياب تصنيف للمالية الإسلامية والطبيعة المتغيرة للعلاقات طويلة مدة سريان العقد وصعوبة تقدير التعرض للمخاطر في حالة التعثر عن التسديد أي مبلغ التسديدات المستحقة المتبقية واحتمال التعثر عن التسديد والخسارة في حالة التعثر عن التسديد والتي تتبع معدل الاسترجاع على القرض في المالية الإسلامية⁽¹⁾.

1- من ناحية المخاطر السوقية، قدمت اللجنة بدليلين ممكنين، حيث ترتفع تركزات المخاطر السوقية في المالية الإسلامية وكل منتجاتها معرضة لهذا النوع من المخاطر وذلك عن طريق سعر السلعة.

تستخدم ثلاثة بدائل لحساب تعرضات المخاطر التشغيلية وهي منهج المؤشر القاعدي، وتبعاً له فإن متطلبات الأموال الخاصة عبارة عن نسبة محددة (والتي يشار إليها (α)) من المتوسط السنوي للثلاث سنوات الأخيرة للنتائج الإجمالية الموجب للمصرف، مع العلم أن النسبة (α) محددة بـ 15% من قبل "لجنة بازل"؛ ثاني المناهج خاصة بالقياس المتقدم والذي في إطاره تتولد متطلبات الأموال الخاصة عن طريق أنظمة القياس الداخلي للمخاطرة التشغيلية للمصرف، وذلك على أساس معايير كيفية ونوعية والتي يجب احترامها حتى يسمح للمصرف بتطبيق هاته المناهج.

آخر هذه المناهج هو المنهج المعياري، وتبعاً له يتم تقسيم أنشطة المصارف إلى ثمانية خطوط وتعتبر المناهج الإجمالية لكل الأنشطة كمؤشر إجمالي لدرجة التعرض للمخاطرة التشغيلية، ويتم حساب متطلبات الأموال الخاصة بضرب الناتج الإجمالي لكل نشاط بمعامل خاص يدعى (β) أو (β) وعلى سبيل المثال فإن المعامل (β) لأنشطة السوق يرمز له $(B2)$ ويقدر بـ 18%، إن تخصيص الأوزان لأنشطة المالية الإسلامية يبقى غير واضح وهو تحت المراجعة؛

2- فيما يتعلق بالدعامة الثانية للجنة بازل "الإشراف والرقابة" فإن لها تطبيقاً محدوداً في المالية الإسلامية، حيث أن بعضاً من التوصيات يمكن أن تطبق على الهيئات المالية الإسلامية، بينما مخاطر السيولة والتي تم معالجتها كمخاطر متبقية فهي واحدة من بين المخاطر الهامة في المصرفية الإسلامية نظراً لغياب سوق نقدية فيما بين المصارف والسحب على المكشوف اليومي من المصارف المركزية والسوق الثانوية يجعل من التعرضات لمخاطر السيولة جد ضخمة للهيئات المالية الإسلامية.

أما مخاطرة "تركز الائتمان" يمكن أن تكون في بعض الأحيان واسعة في المصرفية الإسلامية ويمكن تطبيق توصيات لجنة بازل لإدارتها؛

3- أما الدعامة الثالثة حول الإفصاح في السوق فإنه مطبق بشكل واسع من قبل الهيئات المالية الإسلامية، حيث يرتبط الإفصاح بأنشطة الأعمال والأرباح والخسائر واستخدام الأموال والاستثمار... الخ، وكلها ضرورية من أجل الحفاظ على

(1)-Ionnis Akkizidis and Sunil Kumar Khandelwal, op. cit., p: 115.

الفصل الرابع: مقارنة بين نموذج (التقليدي) ونموذج (التورين الإسلامي)

ثقة العملاء في الهيئات المالية الإسلامية؛ وتشهد ممارسات إدارة المخاطر في هذه الهيئات تطوراً كبيراً وهذا مهم جداً لتقاسم المعلومات، حيث تقوم هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بدور محوري في تطوير معايير إدارة المخاطر في الصناعة المصرفية الإسلامية والتي تحصي ستة أنواع كبرى للمخاطر وهي مخاطرة الائتمان ومخاطر حقوق الاستثمار ومخاطر السوق ومخاطر السيولة ومعدل العائد على المخاطرة والمخاطر التشغيلية⁽¹⁾.
لقد وُضعت معايير "لجنة بازل" لخدمة المصارف التقليدية، ولكن هذا لا يمنع من تطبيق بعض مبادئ إدارة المخاطر في الصناعة المصرفية الإسلامية.

الفرع الثالث: المخاطر الائتمانية في المصرفية الإسلامية

تتعرض المؤسسات المالية التي تقدم منتجات مالية إسلامية لمخاطر الائتمان بسبب تأكيد الإقراض في المراجعة والتأجير في الإجارة ووعدهم بالتوزيع أو الشراء في الاستصناع والسلم والاستثمار في أداء الأعمال في عقود المشاركة والمضاربة والأسهم والصكوك المحتفظ بها لغير المتاجرة (التداول) في السجل المصرفي، وهناك العديد من النماذج لقياس مخاطر الائتمان، حيث تقدم تقديرات موثوق بها لمؤشرات مخاطرة الائتمان كاحتمال التعثر عن التسديد (PD) والخسارة في حالة التعثر عن التسديد (LGD).

على مؤسسات الخدمات المالية الإسلامية إدارة مخاطر الائتمان الموجودة في طبيعة تسهيلات التمويل ومخاطرها الاستثمارية فيما يتعلق بالعجز عن التسديد والتدني في التصنيف الائتماني والتركيز على الائتمان.
في تحليل التعرض لمخاطرة الائتمان، هناك عامل مهم وهو تحديد العلاقات بين الأطراف والعقود المالية الإسلامية والضمانات الإضافية المستخدمة في تغطية نسبة من الخسائر المحتملة في حالة عدم السداد.

أولاً: نماذج تحديد مخاطرة الائتمان: هناك العديد من الطرق والتقنيات لتطوير نماذج لمخاطرة الائتمان والتي قد تنشأ من المنتجات الإسلامية ومنها النماذج النوعية والطرق الكمية، حيث أن استخدام هذه الأخيرة لقياس مخاطر الائتمان التي تتعرض لها الهيئات المالية التي تقدم منتجات مالية إسلامية تركز خاصة على نماذج إحصائية كمية؛ وهناك نوعين أساسيين من معطيات المعلومات والتي يمكن أن تأخذها الهيئات المالية بعين الاعتبار لوضع نموذج لمخاطر الائتمان والتي هي معرّضة لها⁽²⁾:

1- معطيات تعود للماضي والسلوك الحالي للطرف المقابل (مثلاً مقرض أو شريك... الخ) و؛

2- معطيات تُحدد أو تُوضح خسائر المخاطر المرافقة وذلك عن طريق بناء نماذج كمية والتي يجب تطويرها وتطبيقها؛

3- النماذج الهجينة: وهي التي تجمع بين النماذج التحريبية والنماذج الكمية وذلك من أجل قياس وتقييم مخاطر الائتمان؛

ثانياً: تقييم المخاطرة الائتمانية: من بين أهم المؤشرات التي يمكن أخذها بعين الاعتبار في تقييم مخاطرة الائتمان هي الخسائر المتوقعة وغير المتوقعة، حيث يتطلب حساباً حساب احتمال التعثر والخسارة في حالة التعثر عن التسديد والتعرض للمخاطر.

(1)- Ibid, p: 120.

(2)- Ibid, p: 123.

الفصل الرابع: مقارنة بين نموذج (التقليدي) ونموذج (التورين الإسلامي)

يعتمد وضع نموذج لمخاطرة الائتمان بشكل كبير على تقدير أو توقع احتمال التعثر عن التسديد و الخسارة في حالة التعثر عن التسديد.

1- احتمال التعثر عن التسديد: بالنسبة للمنتجات المالية الإسلامية هو احتمال أن يكون الطرف المقابل غير قادر على القيام بكل تسديداته و/أو التزامات التوزيع (التسليم)، يعد تقدير احتمال التعثر بالنسبة لهذه المنتجات من أهم التحديات، والمراحل التي يمر بها لهذا الغرض⁽¹⁾:

أ. تحليل جانب مخاطرة الائتمان للطرف المقابل؛

ب. وضع الطرف المقابل في درجة (طبقة) مخاطرة داخلية والتي لها احتمال تعثر مرافق؛

ج. يؤخذ بعين في حساب احتمال التعثر التاريخ الائتماني للطرف المقابل وطبيعة الاستثمار؛

2- التعرض لمخاطر عدم التسديد (المبلغ الإجمالي عند التعثر عن التسديد): وهو مبلغ التسديدات المستحقة المتبقية؛

3- الخسارة في حالة التعثر عن التسديد: تعبر عن نسبة الخسائر إلى التعرض لعدم التسديد، وهناك ثلاث طرق لقياسها:

أ. الخسارة في حالة التعثر عن التسديد السوقية (market LGD): ترتكز على ملاحظة الأسعار في السوق قبل وقت حدوث أو ظهور حالة التسديد الحالية، وهذا هو السعر السوقي للسلع في عقود المراجحة والإيجار السوقي في عقود الإجارة وسعر السلعة أو الأصل في السلم والاستصناع؛

ب. الخسارة في حالة التعثر عن التسديد التجريبية (workout LGD): والتي تستند على التدفقات النقدية المتوقعة الناتجة من العقود، أين يعتبر التعثر بمثابة توقيت الحدث وهذه الطريقة أكثر تعقيدا من الطريقة الأولى؛

ج. الخسارة في حالة التعثر عن التسديد الضمنية (implied LGD): تأخذ بالاعتبار هوامش الائتمان لغير المتخلفين عن التسديد ولكن مع ذلك ذوي مخاطرة، وهي مؤشر مهم لتقدير وتحديد الخسارة في حالة التعثر عن التسديد وهو تقدير معدل الاسترجاع (RR^(*))

الفرع الرابع: المخاطر السوقية في المصرفية الإسلامية

يعد مفهوم إدارة المخاطر السوقية والتحوط مفهوما حديثا في الأسواق المالية الإسلامية، حيث يعبر عن مخاطرة خسائر في أوضاع داخل الميزانية وخارجها والتي ترفع من التحركات المعاكسة للأسعار في السوق لمعدلات أسعار العائد ولأدوات الملكية في سجل المتاجرة والمتاجرة في الصكوك وأسعار الصرف والسلع والمخزون السلعي.

كما ترتبط المخاطر السوقية بالتقلبات الحالية والمستقبلية في القيم السوقية من أصول خاصة سعر سلعة السلم أو الاستصناع والقيمة السوقية لاتفاقيات الإجارة ولأصول المراجحة المشتراة لإعادة توزيعها خلال مدة محددة ومن نسب التبادل الخارجي؛ كما تظهر أيضا المخاطرة السوقية في حالات المتاجرة في منتجات الصكوك... الخ، فالمخاطر السوقية في الأسواق المالية الإسلامية موجودة طيلة مدة سريان العقود الإسلامية.

(1)- Ibid, p: 130.

(*)- Recovery Rate

أولاً: تحديد عوامل المخاطر السوقية: تواجه المصارف الإسلامية أربعة أنواع رئيسية من عوامل المخاطر السوقية نتيجة تقديمها لمنتجات مالية إسلامية، والتي تؤثر على قيمة الأصول المملوكة طيلة مدة سريان العقود، وهذه الأنواع هي⁽¹⁾:

1. معدل العائد المرتبط بالتضخم ومعدل الفائدة (benchmark rate risks)؛
2. مخاطر سعر السلعة؛
3. مخاطر معدل سوق بيع وشراء العملات الأجنبية بنفس الطريقة كالمصارف التقليدية؛
4. مخاطر سعر حقوق الملكية خاصة بالنظر لتمويل حقوق الملكية عبر طرق تقاسم الأرباح والخسائر، وبالأخذ بعين الاعتبار للمخاطر الناجمة عن تقلبات السوق في تشكيل العقود الإسلامية، تستخدم المؤسسات المالية معدل بديل يسمى "معدل العائد" الذي يعتمد على حساسية مختلف المعايير؛

ثانياً: نماذج تقييم المخاطر السوقية: من بين النماذج التي يمكن استخدامها، هو نموذج القيمة المخاطر بها (VaR)^(*) والتي يمكن استخدامها للعقود المالية الإسلامية، حيث تعد من أكثر المنهجيات المعروفة من أجل التقدير الكمي وتقييم المخاطر لهذا النوع من العقود، وتحاول الهيئات المالية قياس الخسائر على محفظة ثابتة على مدة محددة، تكون هذه الفترة بالنسبة للعقود الإسلامية أطول إذا ما قورنت بعقود المالية التقليدية؛ كما أن المنتجات المالية الإسلامية هي أقل ديناميكية حسب عوامل المخاطر السوقية ويعود ذلك إلى نقص المعلومات المتاحة حول خسائر المخاطر السوقية؛

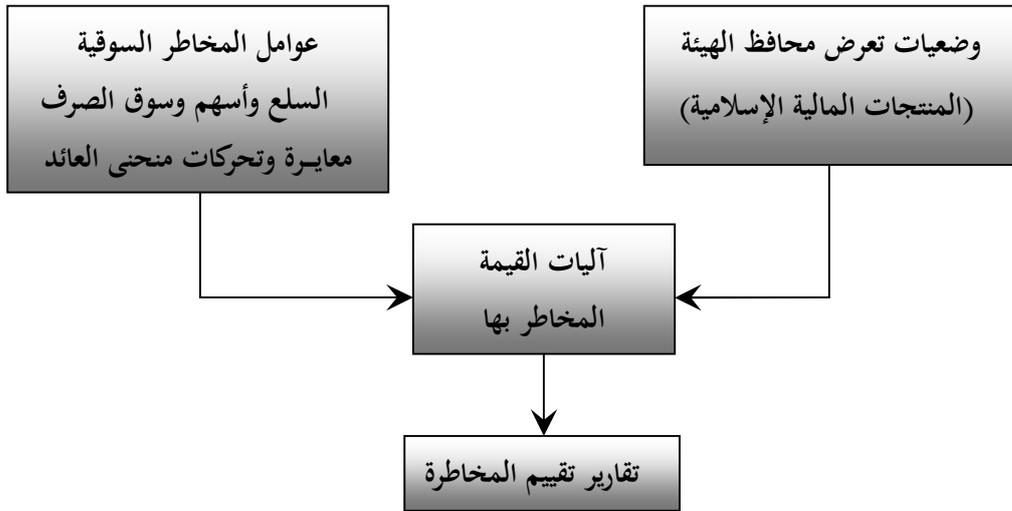
ثالثاً: قياس الخسائر: قياس الخسائر بالنظر إذا ما تجاوز حدود هذا الوقت بفترة زمنية محدودة (بشكل عام احتمال قدره 1 %)، يتم استخدام في تحليل نموذج القيمة المخاطر بها كلا من "وضعية المعطيات" و"معطيات السوق"، كما يوضحه الشكل الموالي. يعد تحديد وطبيعة المعطيات عوامل مهمة تؤدي إلى اتخاذ قرار حول نوع النموذج المستخدم، كما ينبغي أن تكون طبيعة المخاطرة وعواملها محددة عند تشكيل محافظ مبنية على أساس عقود إسلامية.

تعرض المصارف الإسلامية تشكيلة واسعة من المنتجات المالية الإسلامية، لذا فإن تقدير القيمة المخاطر بها لهذه المنتجات قائم على بُنية تجمع بين معطيات السوق ووضعية المعلومة من أجل الوصول إلى تقييم مستمر للمحفظة، ووضعية المخاطرة والتعرض لها عبارة عن "المخاطرة المرتبطة بوضعية خاصة ترجع للتعرض لواحد أو أكثر من عوامل المخاطرة"، وفي تحليل القيمة المخاطر بها هناك افتراض أن تركيب المحفظة والتي تتكون من عقود مالية إسلامية تبقى دون تغيير طوال فترة الحفظ. يوضح الشكل الموالي مدخل القيمة المخاطر بها بالنسبة للمنتجات المالية الإسلامية.

(1) - Ionnis Akkizidis and Sunil Kumar Khandelwal, op.cit., p: 135.

(*)-Value-at-Risk, valeur en risques ou valeur de marché sous risques.

الشكل رقم (25-4): مراحل القيمة المخاطر بها (المنتج المالى الإسلامى)



Source: Ionnis Akkizidis and Sunil Kumar Khandelwal, financial risk management for Islamic banking and finance, Palgrave Macmillan, London, 2008, P: 165.

رابعاً: استعراض النماذج المختلفة للقيمة المخاطر بها في تقييم المخاطر السوقية

- 1- أعطى مجلس الخدمات المالية الإسلامية أهمية بالغة لعملية تطبيق أسلوب القيمة المعرضة للمخاطر لقياس المخاطر السوقية في المصارف الإسلامية على مستوى العملية التمويلية أو الاستثمارية الواحدة أو على مستوى المحفظة التمويلية أو الاستثمارية الخاصة بعملية تمويلية أو استثمارية معينة⁽¹⁾.
- 2- استناداً إلى التمايز والتنوع في أساليب التمويل والاستثمار في المصارف الإسلامية، فإن الأسلوب الأفضل لحساب القيمة المعرضة للمخاطر الكلية يتمثل في حسابها على مستوى كل محفظة تمويلية أو استثمارية على حدة؛
- 3- تستخدم غالبية مؤسسات الإقراض في مجال إدارة المخاطر مفهوم القيمة المخاطر بها من أجل التحديد الكمي للمخاطر السوقية، حيث يعبر هذا المفهوم عن "الخسارة القصوى المحتملة والتي يمكن أن تتحملها محفظة أصول خلال فترة محددة وباحتمال معطى"⁽²⁾، حيث أشارت لجنة بازل للرقابة المصرفية إلى أنه يجب على المصارف أن تكون قادرة على تغطية مخاطر الخسائر لمخاطرها التجارية لأفق زمني مقداره 10 أيام وبدرجة ثقة مقدارها 99% لهذه المدة، من بين أهم نماذج القيمة المخاطر بها موضحة في الجدول الموالي؛

(1) محمد عبد الحميد عبد الحي، مرجع سابق، ص: 158.

(2) - Christophe Godowski, management de la banque, risques, relation, client et organisation, Pearson Education, paris, 2005, p : 57.

المجدول رقم (9-4): نماذج القيمة المخاطر بها

تبسيط	التقويم الصحيح	تحديد العلاقة بين عوامل المخاطر وقيمة المحفظة تقدير سيناريوهات السوق
قيمة مخاطر بها تحليلية (تباين/التغاير)	VaR Monte-Carlo	تحديد
-	قيمة مخاطر بها تاريخية	ملاحظة

Source : Christophe Godowski, management de la banque, risques, relation, client et organisation, Pearson Education, paris, 2005, p : 56.

4- يمكن استخدام الطرق الكمية الثلاث السابقة في القياس الكمي للمنتجات المالية الإسلامية عن طريق استمداد توزيع التغيرات المسببة في قيمة المحفظة في نهاية فترة الحفظ؛

5- من بين الأدوات التي تم تطويرها من أجل إدارة المخاطر السوقية ما يسمى "عقود المبادلة الإسلامية لمعدل الربح" (IPRS)⁽¹⁾ وهي أداة مشتقة، يتم من خلالها استبدال الأصول ذات المعدل الثابت بأصول ذات معدل متغير والعكس صحيح، وأولى هذه الأدوات تم تطويرها في ماليزيا سنة 2007، حيث تتعرض محافظ المصارف الإسلامية لتقلبات تكلفة الأموال وقد ساعد هيكل هذه العقود (كمحفظة من عقود المراجعة) الهيئات لإدارة هذا التعرض والتي تم فيها استبدال أصل ذا معدل ثابت للأجل الطويل بسلسلة أصول ذات معدل عائم أو متغير قصير الأجل قائم على وعد من أجل الحفاظ على السلسلة⁽²⁾؛

خامسا: **الموازنة بين الصكوك المدعومة بالأصول والتوريق**: ما يميز سوق التوريق هو أن مالكي الأصول المدرة للدخل لا يسعون إلى الحصول على قرض من السوق المالية وإنما يبيعون موجوداتهم المسجلة في ميزانياتهم العمومية، أي أن المالك أو المنشئ للتوريق إذا أراد الحصول على أموال من السوق فإنه يبيع بعض الأصول أو كلها للحصول على النقد، وهذا يجعل التوريق "تسييل لأصول المنشئ".

وعليه، فإن الأصول أو الموجودات لن تبقى في دفتر أو سجل المنشئ، أي أن سداد مستحقات المستثمرين في عملية التوريق يتم فقط عبر التدفق المالي المتولد من الأصول ولا يحق عندها حملة الأوراق المالية الرجوع على المنشئ للسداد وهو ما يستلزم تحقيق المنشئ لكل المتطلبات المحاسبية والقانونية المتعلقة بحذف أو إزالة الأصل من سجله المالي؛ وهو إجراء ضروري للتأكد من أن عملية التوريق برمتها تلي متطلبات إقصاء مخاطر الإفلاس عن المصدر وبالتالي تجعل دائني

(1)- Islamic Profit-Rate Swap

(2)- market risk in Islamic banking, unit7, International Center for Education in Islamic Finance, 2013, p:18.

الفصل الرابع: مقارنة بين نموذج (التقليدي) ونموذج (التوريق الإسلامي)

المنشئ غير قادرين على استرجاع الأصل من المستثمرين، وعليه فإن المستثمرين من وجهة نظر وكالات التصنيف هم مالكو الأصل ويظنون محميين إذا حدث أي شيء للمنشئ⁽¹⁾.

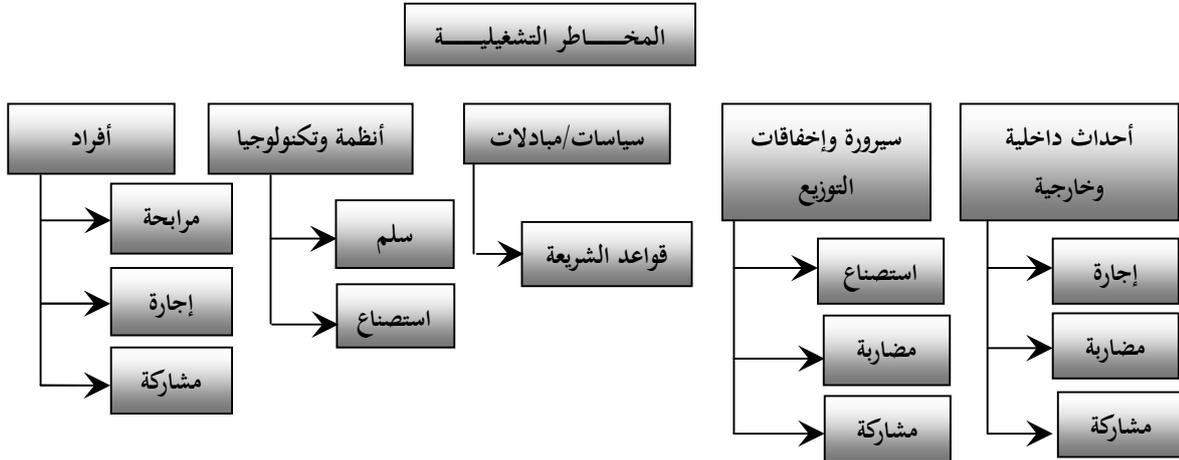
يسري نفس الأمر على الصكوك المدعومة بالأصول حيث يعد حملة الصكوك المالكين للأصل، كما يعد الأداء الفعلي للأصول محل العقد المحدد الوحيد لعوائد حملة الصكوك، فإذا كان أداء الأصل محل العقد جيدا وواجه المنشئ مخاطر الإفلاس فإن سداد حملة الصكوك لن يتأثر؛ وإذا كان أداء الأصل محل العقد ضعيفا فإن حملة الصكوك يتحملون الخسارة لأنهم المالكون لهذا الأصل ويتعرضون لمخاطر السوق زيادة على المخاطر الائتمانية.

الفرع الخامس: المخاطر التشغيلية في المصرفية الإسلامية

تنشأ المخاطر التشغيلية من عدم كفاية أو نقص في الإجراءات الداخلية والأنظمة والعنصر البشري أو من أحداث خارجية، وتشمل على سبيل المثال لا الحصر، المخاطر القانونية ومخاطر عدم الالتزام بالأحكام الشرعية ولا تشمل المخاطر الإستراتيجية ومخاطر السمعة؛ كما أشارت بعض الدراسات بأن سبب تفاقم مخاطر التشغيل ناتج عن ضعف في مهارة المدققين الداخليين، ولهذا ومن باب أهمية مخاطر التشغيل الشرعية في المصارف الإسلامية؛ كان لا بد من بناء وتطوير آليات تحدد المخاطر الشرعية وتقييمها والعمل على تخفيضها⁽²⁾.

يقصد بالمخاطر الشرعية المخاطر الناتجة عن عدم الالتزام بالضوابط الشرعية في العقود أو التصرفات التنفيذية أو المنتجات والتي قد تؤدي إلى ارتداد الرأي العام والمودعين والمساهمين والسلطات الرقابية والمصارف الإسلامية الأخرى⁽³⁾. يمكن توضيح مصادر المخاطر التشغيلية في المالية الإسلامية من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم (26-4): مصادر المخاطر التشغيلية وتأثيرها على العقود المالية الإسلامية



Source: Ionnis Akkizidis and Sunil Kumar Khandelwal, **financial risk management for Islamic banking and finance**, Palgrave Macmillan, London, 2008, p:194

(1) - سعيد محمد بوهرارة، أشرف وجدي دسوقي، مرجع سابق، ص:9.
 (2) - عبد الله عطية، **التدقيق الشرعي المبني على المخاطر**، مداخلة مقدمة في إطار مؤتمر التدقيق الشرعي الخامس، فندق راديسون ساس الدبلومات - مملكة البحرين - 20-21 أبريل 2015، ص:17-18.
 (3) - المرجع السابق، ص: 20.

الفروع (الساوس): (الاعتراف بنقل المخاطر) (قواعد إلغاء الاعتراف بالموجودات)

يمكن أن تستبعد مؤسسة الخدمات المالية الإسلامية المنشئة للصكوك المخاطر الناتجة عنها من حساب موجوداتها المرجحة، وذلك فقط في حالة استيفاء جميع الشروط ويبقى لزاما على المؤسسة التي تستوفي هذه الشروط الاحتفاظ برأس مال نظامي لتغطية أي تعرض لمخاطر موجودات تحتفظ بها فيما يتعلق بالتصكيك كالتعزيزات الائتمانية⁽¹⁾. في حالة الصكوك غير المدعومة بموجودات يجب مراعاة كون الموجودات المُصكَّكة غير مؤهلة لإلغاء الاعتراف بمخاطرها للسبب المذكور أدناه في ثالثاً*).

أولاً: أن يتم إجمالاً نقل جميع مخاطر الائتمان ومخاطر الأسعار إذا ما وجدت والمتعلقة بالموجودات المُصكَّكة إلى أطراف ثالثة؛
ثانياً: أن لا يحتفظ الناقل (المنشئ) بسيطرة فعلية أو غير مباشرة على الموجودات المنقولة، وتكون الموجودات معزولة قانوناً عن الناقل بطريقة تجعل التعرض لمخاطر الموجودات في وضع بعيد عن تصرف الناقل ودائمه حتى في حالة الإفلاس أو الوضع تحت الحراسة القضائية؛ ويجب أن يتم دعم هذه الشروط برأي مستشار قانوني مؤهل ولا يتم توحيد الموجودات المُصكَّكة التي يحتفظ بها المصدر مع موجودات المنشئ أو الشركة الأصلية للمصدر في حالة إفلاس أو إعسار أي من هذه الكيانات؛

ثالثاً: تكون للمالكي الصكوك حق المطالبة على مجموعة الموجودات موضوع الصكوك فقط، ولا يحق لهم مطالبة الناقل، لهذا فإن الموجودات في هياكل الصكوك غير المدعومة بالموجودات لا تكون مؤهلة لإلغاء الاعتراف بها، ومثال ذلك الهياكل التي يتم بموجبها الدفع من قبل الكيانات ذات الأغراض الخاصة والكيانات التي يتم بموجبها تحويل المدفوعات؛
رابعاً: يكون الطرف المنقول إليه مباشرة كيانا ذا غرض خاص، ويكون للمالكي الحقوق النفعية في ذلك الكيان الحق في رهن تلك الحقوق أو تبادلها بدون قيود؛

خامساً: يجب أن يتم تنفيذ حقوق خيار أولوية الشراء حسب تقدير مؤسسة الخدمات المالية الإسلامية المنشئة، ولا ينبغي هيكلتها لتوفير تعزيز ائتماني، وأن يتم تنفيذها فقط في حالة بقاء نسبة 10% أو أقل من قيمة شراء الموجودات موضوع الصكوك غير مدفوعة، كما هو الحال في الإجارة المنتهية بالتملك.
وإذا كان حق خيار أولوية الشراء لا يستوفي هذه الشروط، تتم معالجته على أنه تعزيز ائتماني من المنشئ ويؤدي تبعاً لذلك إلى نشوء عبء على رأس المال.

(1) - مجلس الخدمات المالية الإسلامية، متطلبات كفاية رأس المال للصكوك، التصكيك والاستثمارات العقارية، مرجع سابق، ص: 13.
(*) - هناك هيكلان من الصكوك غير المدعومة بالأصول وهما: هيكل الصكوك القائمة على الأصول مع وعد ملزم بإعادة الشراء من المنشئ، حيث يشتري المصدر بموجب هذا الوعد الموجودات ويؤجرها ويصدر الصكوك، وتتم هذه الهيكلة عادة بإعادة تأجير الأصول إلى المنشئ في عملية بيع وإعادة تأجير، وتكون مخاطر الائتمان في هذه الحالة هي تلك المتعلقة بالمنشئ وفقاً لأي تعزيز ائتماني متفق مع أحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها يقدمه المصدر، ويشار إلى هذا الهيكل عادة بهيكل الدفع من خلال الطرف الثالث (Pay-Through) حيث إن الدخل الناتج عن تلك الموجودات يدفع للمستثمرين من خلال المصدر؛
هيكل الصكوك القائمة على الأصول من خلال هيكل التحويل (Pass-Through) حيث يشتري كيان منفصل بصفته مصدراً للموجودات موضوع التصكيك من المنشئ ويضعها في مجموعة موجودات بغرض التصكيك، ويشترط الكيان المصدر من المنشئ أن يعطي لحملة الصكوك حق الرجوع إليه، غير أن المصدر يقدم تعزيزاً ائتمانياً متفقاً مع أحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها من خلال ضمان السداد في حالة عجز المنشئ عن السداد.

الفصل الرابع:..... مقارنة بين نموذج (التقليدي) ونموذج (التوريق الإسلامي)

من أجل الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها، يجب أن تنقل الهيكلية كل حقوق ملكية الموجودات من المنشئ عبر المصدر إلى المستثمرين وحسب النظام القانوني المعمول به، فإن حقوق الملكية هذه لا تشمل بالضرورة الملكية المسجلة، ويمكن أن تكون عملية النقل عبارة عن تجميع لخصائص الملكية بما يسمح للمستثمر⁽¹⁾:

1- بالتصرف كما لو كان المنشئ؛

2- بأداء واجبات تتعلق بالملكية ربما من خلال متعهد الخدمة، ويمكن أن يشمل النقل أيضا منح حقوق تتيح التنفيذ على الموجودات شريطة إعطاء إشعار مسبق وحق حيازة الموجودات في حالة العجز عن السداد؛

ساوفا: تطرح عملية النقل تساؤلات عما إذا كان يتم نقل⁽²⁾:

أ- السيطرة على الموجودات؛

ب- والمخاطر الكبيرة والمنافع المترتبة على ملكية الموجودات ولأغراض الضريبة والمحاسبة و/أو الرقابة، فإن إلغاء الاعتراف بمخاطر الموجودات في المركز المالي للمنشئ ينبغي أن يعتمد على بيع حقيقي، والذي يعني أن يتم نقل القيمة الاقتصادية للموجودات من طرف إلى آخر بطريقة تمنع الدائنين أو مصفي البائع من المطالبة بالموجودات من المشتري؛ وبالتالي وضع الموجودات بعيدة عن الإفلاس، إن الحكم على مدى قانونية عزل الموجودات يكون وفقا لأفضل المعايير والممارسات ويجب أن يؤخذ في الاعتبار عند ذلك اختلاف النظم القانونية^(*).

الفرع الرابع: متطلبات رأس المال لمؤسسات التمويل الإسلامية بصفتها منتجة

عند التطرق إلى عمليات التصكيك، من المعتاد استخدام مصطلح "التعرض للمخاطر" للإشارة إلى مخاطر ائتمان موجودات التصكيك أو المخاطر الأخرى الناشئة عن التعزيز الائتماني أو عن التصرف بصفة راع أو مصدر أو متعهد خدمة، وفي التمويل الإسلامي قد تكون هناك أيضا مخاطر أخرى ترتبط بفئات موجودات معينة زيادة على مخاطر الائتمان.

أولاً: الاستغناء عن بعض مخاطر عملية التصكيك: يجب على مؤسسات الخدمات المالية الإسلامية بصفتها منتجة أن تحتفظ برأس مال نظامي لمقابلة جميع مخاطر التصكيك التي تتعرض لها، بما في ذلك المخاطر الناشئة عن التزامها بتوفير وسائل تخفيف المخاطر الائتمانية والتزامها بتقديم تسهيلات سيولة أو تعزيز ائتماني؛ ويجب أن تتم معالجة مخاطر موجودات التصكيك التي يعاد شراؤها على أنها مخاطر موجودات تصكيك محتفظ بها؛

(1) - مجلس الخدمات المالية الإسلامية، متطلبات كفاية رأس المال للصكوك، التصكيك والاستثمارات العقارية، مرجع سابق، ص: 15.

(2) - المرجع نفسه.

(*) - من منظور شرعي، ووفقا لتفسيرات الفقهاء في دولة ما هناك أربعة شروط أساسية لكي يتم اعتبار صفقة ما "بيعا حقيقيا" يؤدي إلى نقل الملكية النفعية: 1- يجب أن يكون النقل بشكل لا يمكن أن تعتبره محكمة أو أي جهة على أنه قرض مضمون أو أن يستبعد في إجراءات إفلاس أو إعسار تتعلق بمنشئ الموجودات، على سبيل المثال نتيجة احتيال في النقل عند توقع إفلاس أو أفضلية السداد، 2- يجب أن لا يؤثر إفلاس المنشئ أو إعساره في الموجودات التي تم نقلها إلى الكيان المصدر، 3- يجب أن تكون عملية النقل قابلة للإتمام بشكل كامل بناءً على اختيار المصدر، 4- يجب أن يتم البيع بحرية ويكون خاليا من جميع الرهونات السابقة.

الفصل الرابع:..... مقارنة بين نموذج (التوريث) ونموذج (التوريث الإسلامي)

يتم حساب قيمة الموجودات المرجحة بحسب أوزان مخاطرها فيما يتعلق بالتعرض لمخاطر التصكيك بضرب مبلغ التعرض في وزن المخاطر المناسب، وفيما يتعلق بالموجودات المسجلة خارج المركز المالي يجب على مؤسسة الخدمات المالية الإسلامية أن تطبق معامل تحويل الائتمان ثم يقارن وزن مخاطر الائتمان المعادل⁽¹⁾؛

ثانياً: (الدمج الضمني): عندما يقدم المنشئ دعماً ضمناً لعملية التصكيك، يجب عليه الاحتفاظ بحد أدنى من رأس المال لمقابلة جميع التعرضات للمخاطر المتعلقة بمعاملة التصكيك كما لو كانت غير مُصكَّكة، وبعبارة أخرى وجود الدعم الضمني يقيد إلغاء الاعتراف بالموجودات المعنية لأغراض حساب رأس المال، وينطبق هذا الوضع في حال كون مؤسسة الخدمات المالية الإسلامية تقابل الدعم الضمني من أموالها الخاصة إذا دعت الضرورة لذلك.

لا يمكن منح هذا الدعم الضمني مقابل أموال أصحاب حسابات الاستثمار دون موافقتهم، لأن ذلك يشكل سوء تصرف وإهمالاً من شأنه أن يؤدي إلى نشوء مسائل أخرى، وينطبق ذلك أيضاً على أي دعم ضمني آخر غير متفق مع أحكام الشريعة الإسلامية، وفي هذا السياق يطلب من مؤسسة الخدمات المالية الإسلامية الإفصاح علنياً عن تقديمها دعماً غير تعاقدي والأثر المترتب على رأس المال عند قيامها بذلك؛

ثالثاً: معالجة تسهيلات السيولة: تسهيلات السيولة في أنواع معينة من هياكل الصكوك هي التزامات على مقدمها للإقراض أو شراء موجودات من طرف ثالث إذا كانت هناك حاجة إلى أموال لسداد الصكوك المستحقة، إن الحاجة لهذه التسهيلات قد تكون لتغطية الفجوة بين المتحصلات النقدية لموجودات الصكوك والمدفوعات المجدولة المستحقة لمالكي الصكوك كالإيجارات في عقد الإجارة؛ وفي هذه الحالة يفترض أن تكون تسهيلات السيولة متفقة مع أحكام الشريعة ومستوفية للمتطلبات التشغيلية المؤهلة لتسهيلات السيولة للصكوك المحددة من قبل السلطات الإشرافية الوطنية.

يمكن أن تتضمن هذه المتطلبات تحديد مستندات تسهيل السيولة بكل وضوح ووضع سقف للحالات التي تستدعي سحب التسهيل، وللوفاء بهذه المتطلبات تحسب أوزان المخاطر المقترحة للتسهيلات المستحقة في أقل من سنة بنسبة 20% من عامل تحويل الائتمان.

أما إذا كانت أكثر من سنة فتحسب بنسبة 50% من عامل تحويل الائتمان، على أنه إذا استخدم تصنيف ائتمان خارجي لترجيح وزن التسهيل تطبق نسبة 100% من عامل تحويل الائتمان.

إن إعطاء تسهيلات نقدية مقدما من متعهد خدمة على أساس قرض بدون فائدة يدفع من متعهد الخدمة إلى كيان ذي غرض خاص للتأكد من دفع المبالغ للمستثمرين في وقت استحقاقها، مثل الحالات التي يكون فيها فرق زمني بين التحصيل النقدي والمدفوعات، مع مراعاة أن المتطلبات الشرعية تقتضي بأن تكون مثل هذه التسهيلات منفصلة عن تعهدات الصكوك وأن يؤيد ذلك مستندياً؛ وفي حالة إعطاء تسهيلات نقدية مقدما من متعهد الخدمة، للسلطة الإشرافية الوطنية الحق في تحديد وزن المخاطر بنسبة 0% لمثل هذه التسهيلات⁽²⁾؛

(1)- مجلس الخدمات المالية الإسلامية، متطلبات كفاية رأس المال للصكوك، التصكيك والاستثمارات العقارية، مرجع سابق، ص: 18.

(2)- المرجع السابق، ص: 20.

الفصل الرابع: مقارنة بين نموذج (التقليدي) ونموذج (التورين الإسلامي)

رابعاً: معالجة تخفيف مخاطر الائتمانات التي تتعرض لها عملية التصكيك: تشمل وسائل التخفيف من مخاطر الائتمانات الضمانات بأنواعها وتفاصيل البنود داخل المركز المالي، أو أي وسيلة تخفيف مخاطر أخرى معترف بها من قبل السلطة الرقابية والضمان في هذه الحالة هو الضمان المستخدم للتخفيف من مخاطر الائتمانات التي تتعرض لها عملية التصكيك وليست التي تتعرض لها مخاطر موجودات عملية التصكيك.

يقتصر الضمان المُستوفي للشروط على ما هو معترف به بموجب الأسلوب المعياري لوسائل تخفيف مخاطر الائتمانات في المعيار الثاني لمجلس الخدمات المالية الإسلامية، ويمكن الاعتراف بالضمانات المرهونة من قبل الكيانات ذات الأغراض الخاصة؛

خامساً: معالجة التعزيز الائتماني (المسح) من المنشئ: الصكوك المعززة ائتمانياً من قبل المنشئ تُبنى أوزان تعرضها للمخاطر على التصنيف الائتماني للجهة المقدمة للتعزيز الائتماني، يمكن للمنشئ الاحتفاظ بحصة ملكية محدودة في مجموعة من الموجودات المُصكَّكة من أجل توفير ضمان إضافي شريطة أن يكون هذا متفقاً مع أحكام الشريعة.

على سبيل المثال يمكن أن يُصكَّك المنشئ نسبة 90% من مجموعة موجودات الإجارة والاحتفاظ بنسبة 10% كملكية له (مركز الخسارة الأول)، أي أن المطالبة تكون بالقيمة المتبقية ويحق للمالكي الصكوك الحصول على دخل من الإجارة بنسبة 90%، بينما يحق للمنشئ الحصول على 10% المتبقية من الدخل؛ ولكن تراجع دخل الإجارة إلى ما دون المستوى المتوقع، يتم تغطية العجز إلى الحد الذي يسمح به مركز الخسارة الأول للمنشئ على أساس التعهد بالهبة، وعلى افتراض أنه قد قام بإلغاء الاعتراف بالنسبة المتبوية من الموجودات التي تم تصكيكها، تتم معالجة رأس المال لحصة المنشئ المتبقية من الملكية إما بالخصم من رأس المال أو بوزن مخاطر بنسبة 1250%⁽¹⁾؛

سادساً: معالجة التعزيز الائتماني مسبقاً: في هياكل التعزيزات الائتمانية المتوافقة مع أحكام الشريعة، تكون مختلف عناصر الهيكل مُرَجَّحة بأوزان المخاطر كما تنص عليه "اتفاقية بازل"، عندما يطلب من مؤسسة خدمات مالية إسلامية خصم تعرضاتها لمخاطر موجودات التصكيك من رأس مالها، يجب أن يؤخذ الخصم بنسبة 50% من كل من المستوى الأول والثاني ويتم حساب الخصومات من رأس المال صافية من أي مخصصات محددة توضع مقابل مخاطر التصكيك ذات العلاقة.

المطلب السابع: مقارنة بين المخاطر التي تتعرض لها المصارف الإسلامية والمصارف التقليدية

تعد الصناعة المصرفية من أكثر الصناعات تعرضاً للمخاطر، وقد لوحظ تعاضدها في السنوات الأخيرة بالإضافة إلى تغير طبيعتها وخاصة مع التطورات في مجال العمل المصرفي مما استدعى ضرورة وجود متابعة وتفهم كاملين من جانب الجهات الرقابية لهذه التطورات وحصر مخاطرها الرئيسية ووضع الضوابط الفعالة لحماية المصارف من المخاطر الحالية والمستقبلية، إلا أن المصارف الإسلامية تتميز عن غيرها من المصارف التقليدية بما يعرف بمخاطر الصيغ الإسلامية.

كما تتعرض المصارف الإسلامية إلى المخاطر التجارية العادية والتي هي عبارة عن مخاطر الاستثمار المستخدمة في عمليات الاستثمار، ولا تؤثر هذه المخاطر على رأس المال المصرف المعرض للمخاطرة؛ كما تتعرض إلى ما يسمى

(1) - المرجع السابق، ص: 22.

الفصل الرابع: مقارنة بين نموذج (التقليدي) ونموذج (التورين الإسلامي)

بالمخاطر التجارية المنقولة أو مخاطر الإزاحة التجارية، وهي مخاطر الخسائر الناتجة عن تنازل المصرف عن جزء من أرباحه لصالح أصحاب حسابات الاستثمار لدعم دخولهم والمحافظة على كسب ثقتهم بالمصرف وحمايته من مخاطر سحب الأموال المودعة لديه وذلك بسبب تعرضه لضغوط تنافسية ناتجة عن تحقيقه لمعدل عائد يقل عن المعدل السائد في السوق. يوضح الجدول الموالي تصنيف مختلف المخاطر التي تتعرض لها المصارف التقليدية والإسلامية.

الفرع الأول: حملات التورين والأزمة المالية 2008

كشفت الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 عن أن النظام الرأسمالي يحمل في طياته عوامل إفلاسه، وهو ما دفع بالعديد من الاقتصاديين الغربيين إلى الدعوة لتطبيق النظام الاقتصادي الإسلامي الذي لا مكان فيه لسعر الفائدة والمقامرة وبيع الدين.

أولاً: لم تقتصر المؤسسات المالية الأمريكية على التوسع في الإقراض من خلال الديون العقارية بل عمدت إلى توليد موجات متتالية من الأصول المالية بناءً على أصل واحد عن طريق المشتقات المالية التي استخدمتها لتوليد مصادر جديدة للتمويل، وبالتالي التوسع في الإقراض من خلال فقاعة التوريق للديون العقارية والذي يجمع بين الإقراض والمشتقات، وتم تأمين حاملي السندات العقارية -على أصل تلك السندات وعوائدها- لدى شركات التأمين، وفي حالة فشل المقترض في الوفاء بما عليه من التزامات تقوم مؤسسة التأمين بسداد مستحقات حامل السند ثم يتم بيع العقار فيما بعد وتحصل شركة التأمين على مستحقاتها⁽¹⁾؛

ثانياً: كان لعقود المبادلة على التعثر دورا كبيرا في هذه الأزمة المالية، كمنتج مشتق قريب من وثيقة التأمين ضد مخاطرة التعثر على السندات^(*) وهو ما أدى إلى انهيار شركة التأمين (AIG) ما أثار جدلا حول طبيعة عقود المبادلة على التعثر - منتجات مالية أو منتجات تأمين - والتي تبقى قريبة من عقود التأمين التقليدية؛ وبالتالي فإن تقييمها أو تقويمها يكون اكتواريا وذلك بتحديد احتمال التعثر انطلاقا من جداول الحياة⁽²⁾؛

ثالثاً: انعكس تعثر عملاء الديون العقارية ورداءة سنداتهما وانخفاض القيمة السوقية لأصولها العقارية بصورة مباشرة على شركات التأمين من خلال مطالبة حاملي تلك السندات شركات التأمين بتغطية خسائرهم، وكان من نتيجة ذلك أن تحملت أكبر مؤسستين للرهن العقاري في الولايات المتحدة وهما فاني ما وفريدي ماك خسائر كبيرة حتى أوشكا على الإفلاس ولم ينقدهما إلا تأمين الحكومة الأمريكية لهما⁽³⁾؛

رابعاً: لا شك أن قيام المصارف ببيع الديون والتأمين عليها لدى شركات التأمين بطريقة معقدة تحت اسم ابتكارات الهندسة المالية، قد أدى إلى انهيار المصارف وشركات التأمين معا⁽⁴⁾، كما أكد الكثير من المحللين الاقتصاديين أن من بين أسباب الأزمة هو اللجوء الكبير للتمويل المنظم أو المهيكّل وهو ما أدى إلى تغير دور المصارف وأداء الأسواق المالية

(1)- أشرف محمد دوابة، الأزمة المالية العالمية - رؤية إسلامية، دار السلام، القاهرة، 2009، ص:8.

(*) - police d'assurance contre le risque de défaut sur des obligations

(2)- Laurent L.Jacque, les produits dérivés et les grands désastres financiers, ingénierie défailante et supercherie, Edition Economica, paris, 2011, p p: 287-288.

(3)- المرجع السابق، ص ص: 36-37.

(4)- رفيق يونس المصري، الأزمة المالية العالمية، هل نجد لها في الإسلام حلا؟، دار القلم، دمشق، 2010، ص:157.

الفصل الرابع: مقارنة بين نموذج (التقليدي) ونموذج (التوريق الإسلامي)

والسياسة النقدية، ويعتبر التمويل المُنظَّم في العديد من الدول الآن نشاطا اقتصاديا هاما والذي غير تماما العلاقة بين المقرضين والمقترضين والمستثمرين؛

نظاما: انتشرت الأزمة في جميع أنحاء العالم ويرجع ذلك إلى إدارة المخاطر وتوريق ديون الرهن العقاري ومعايير التصنيف السيئة وتسعير المنتجات المهيكلة والافتقار إلى الشفافية في الأسواق وضعف المصارف المركزية والهيئات التنظيمية لفهم الآثار المترتبة عن بيئة مالية جديدة⁽¹⁾؛

ساوسا: يشمل التمويل المُنظَّم جميع الترتيبات المالية المتقدمة الخاصة والعامة التي تعمل على إعادة تمويل بكفاءة خارج نطاق الأشكال التقليدية للأوراق المالية المدرجة في الميزانية (الديون والسندات والأسهم) بتكلفة أقل من التكاليف الرأسمالية وعوائق السوق على السيولة؛ في الاستثمارات خاصة الأكثر تنظيما الجمع بين فئات الأصول التقليدية مع المطالبات الطارئة كالمشتقات، نقل المخاطر و/ أو المطالبات على مشتقات العملات والسلع أو الذمم المدينة من الأصول المرجعية الأخرى أو تكرار فئات الأصول التقليدية من خلال (synthetication) أو الأدوات المالية الجديدة.

يتم اللجوء للتمويل المنظم من قبل المؤسسات المالية وغير المالية في كل من القطاع المصرفي وأسواق رأس المال في حالة الأشكال المعروفة للتمويل الخارجي هي إما غير متوفرة أو موجهة لتمويل حاجة معينة، أو المصادر التقليدية للأموال المكلفة⁽²⁾؛ يوضح الجدول الموالي تصنيف مختلف المخاطر التي تتعرض لها المصارف التقليدية والإسلامية.

الجدول رقم (10-4): (المخاطرة بين المصرفية التقليدية والمصرفية الإسلامية)

نوع المخاطرة	المصرفية التقليدية	المصرفية الإسلامية
المخاطر الائتمانية	X	X
المخاطر السوقية	X	X
مخاطر سعر الفائدة	X	-
المخاطر التشغيلية	X	X
مخاطر عدم المطابقة (عدم التقيد)	X	خاصة
مخاطر السمعة	X	خاصة
مخاطر السيولة	X	X
مخاطر الطرف المقابل	X	X
مخاطر سعر الصرف	X	X

Source : Ahmed Jaballah, la gestion du risque vue d'un conseil de surveillance shariatique, Conseil Français de la Finance Islamique (CFFIS), 28/01/2010, p : 7.

(1)- Georges Dionne , Finance structurée, gestion des risques et récente crise financière, Forum canadien sur le management tenu à Montréal le 30 septembre 2009, p:15.

(2)- Andreas A.Jobst, op.cit., p:2.

الفصل الرابع:..... مقارنة بين نموذج (التقليدي) ونموذج (التوريق الإسلامي)

سابعاً: وصل إجمالي قروض الرهن العقاري الأمريكية خلال الأزمة إلى 11000 مليار دولار، 60% منها تم توريقها على شكل أوراق مالية أي سندات تم بيعها لعموم الجمهور⁽¹⁾؛

ثامناً: تربط مصفوفة المخاطر مختلف المخاطر بالمرحلة التي أدت إلى الأزمة المالية لسنة 2008، وهو ما يوضحه الجدول الموالي:

الجدول رقم (4-11): مصفوفة المخاطر والأزمة المالية

F	E	D	C	B	A	مميزات المخاطر
✓				✓		انقطاع العلاقة بين المقرض والمقترض
		✓	✓	✓	✓	تحمل مخاطرة مفرطة على مستوى المنشئ
				✓	✓	رافعة/دون الرسملة
✓		✓			✓	ممارسات غير دقيقة لإدارة المخاطر
			✓		✓	سوء تسعير المخاطر
	✓			✓		تحويلات المخاطر
	✓			✓		خلق مخاطر جديدة
		✓	✓	✓		صعوبة تقييم المخاطر
						عدم وجود رقابة على الأصول محل العقد

Source : Habib Ahmed, **financial crisis : risks and lessons for Islamic finance**, ISRA, International Journal of Islamic Finance Vol 1, Issue 1, 2009, p:10.

مبحث:

A: مصارف ومؤسسات مالية ملتزمة بقروض رهن عقاري ذات مخاطرة (subprime)؛

B: قروض مجمعة على شكل (MBS/CDO)؛

C: تعطي وكالات التصنيف تصنيفاً إيجابياً لهذه الأوراق المالية؛

D: يشتري المستثمرون الأوراق المضمونة بقروض الرهن العقاري؛

E: يشتري المستثمرون عقود المبادلة على التعثر؛

F: يتحمل مصدر عقود المبادلة على التعثر مخاطرة عدم التسديد؛

ثاسعاً: المخاطر ودوافعها من المصادر الثلاثة (مؤسسات ومنظمات ومنتجات) موضحة في الجدول الموالي:

(1)- Paul Jorion, **la crise des subprimes au séisme financier planétaire**, Fayard, Paris, 2008, p : 28.

الجدول رقم (12-4): مصادر المخاطر

منتجات	منظمات	مؤسسات	مميزات المخاطر
✓	✓		انقطاع العلاقة بين المقرض والمقترض
✓	✓	✓	تحمل مخاطرة مفردة على مستوى المنشئ
	✓	✓	رافعة/دون الرسملة
	✓	✓	ممارسات غير دقيقة لإدارة المخاطر
✓	✓		سوء تسعير المخاطر
✓	✓	✓	تحويلات المخاطر
✓	✓	✓	خلق مخاطر جديدة
✓	✓		صعوبة تقييم المخاطر
✓		✓	عدم وجود رقابة على الأصول محل العقد

Source : Habib Ahmed, **financial crisis : risks and lessons for Islamic finance**, ISRA, International Journal of Islamic Finance Vol 1, Issue 1, 2009, p:11.

الفرع الثاني: الأزمات المالية والمصرفية الإسلامية

يقوم النظام المالي والاقتصادي الإسلامي، وكذا مؤسساته المالية على مجموعة من القواعد التي تحقق له الأمن والأمان والاستقرار وتقليل المخاطر وذلك بالمقارنة مع النظم الوضعية التي تقوم على نظام الفائدة والمشتقات المالية، ومن أهم هذه القواعد⁽¹⁾:

أولاً: يقوم النظام المالي والاقتصادي الإسلامي على منظومة من القيم والأخلاق والمثل كالأمانة والمصدقية والشفافية والتعاون والتكامل والتضامن؛

ثانياً: يقوم النظام المالي والاقتصادي الإسلامي على قاعدة المشاركة في الربح والخسارة وعلى التداول الفعلي للأموال والموجودات وتحقيق المنافع المشروعة، ولقد وضع الفقهاء وعلماء الاقتصاد الإسلامي مجموعة من عقود الاستثمار والتمويل الإسلامي التي تقوم على ضوابط شرعية؛

ثالثاً: حرمت الشريعة الإسلامية نظام المشتقات المالية التي تقوم على معاملات وهمية يسودها الغرر والجهالة، ولقد كَيْفَ فقهاء الاقتصاد الإسلامي مثل هذه المعاملات على أنها من المقامرات المنهي عنها شرعاً؛

رابعاً: حرمت الشريعة الإسلامية كافة صور وصيغ وأشكال بيع الدين بالدين؛

خامساً: يقوم النظام المالي والاقتصادي الإسلامي على مبدأ التيسير على المقترض، في حين أكد خبراء النظام المالي والاقتصادي الوضعي أن من أسباب الأزمة توقف المدين عن السداد وقيام الدائن برفع سعر الفائدة أو تنفيذ الرهن على المدين وهذا يؤدي إلى أزمة اجتماعية وإنسانية؛

(1)- عبد الرحمن بن سعد آل سعود، **الأزمة الاقتصادية العالمية في ضوء الشريعة الإسلامية (الوقف الخيري أنموذجاً)**، إصدارات جامعة نايف العربية للعلوم الأمنية، الرياض، 2010، ص: [144-147].

سادسا: كشفت الأزمة المالية الأخيرة مواطن ضعف ملازمة للنظام المالي التقليدي، حيث يعود سببها الرئيسي إلى عدم كفاية انضباط السوق الناتجة عن الافتقار لاستخدام طرق تقاسم الأرباح والخسائر وتوسع حجم المشتقات، بالإضافة إلى البعض إلى فشل أخلاقي أدى إلى الاستغلال والفساد وتعقد المنتجات والمضاربة والمقامرة (خطر التحول)⁽¹⁾؛

سابعا: كان من الممكن تفادي وقوع الأزمة إذا ما طبقت المبادئ الإسلامية المتعلقة بالاقتصاد والتمويل، حيث لا يمكن تداول الديون الذي يؤدي إلى الربا، علاوة على ذلك المنتجات من نوع سندات بضمان الديون والأوراق المضمونة برهونات عقارية لا توجد في النظام الإسلامي؛ كما أن عقود المبادلة على التعثر محظورة وفقا للشريعة الإسلامية وهذا راجع لعدة أسباب من بينها وجود الغرر، لكن هذا لا يمنع أن بعض الممارسات من التمويل الإسلامي يمكن أن تجعل من القطاع عرضة لحلقة مماثلة⁽²⁾؛

ثامنا: أصبحت الصناعة المالية الإسلامية تقدم هياكل متوافقة مع الشريعة للمنتجات التقليدية، ما يجعل هذه الصناعة تتجه تدريجيا نحو العمل المصرفي التقليدي على مر الزمن، وهناك ثلاثة مستويات للعوامل المسببة للأزمة، بيئة تم تحريرها أي لا تخضع لقيود تنظيمية صارمة وإفراط المؤسسات المالية في المجازفة وتحمل المخاطر لتحقيق أرباح عالية واستخدام منتجات مبتكرة معقدة؛

ثاسعا: شهدت الصناعة المالية الإسلامية نموا سريعا مع الابتكارات من الأدوات المتوافقة مع الشريعة، وهو ما نجم عنه صعوبة في فهم مخاطرها والسيطرة عليها، خاصة وأن خصائص بعض الصكوك القابلة للتداول كالإجارة والمشاركة المتناقصة تشبه تلك لكل من "MBS/CDO" حيث يسمح توريق الأصول بتحويل المخاطر إلى مستثمرين لا تكون لهم رقابة مباشرة على الأصول محل العقد.

وبالمثل يتم خلق منتجات مماثلة لعقود المبادلة على التعثر في شكل عقود مبادلة للعائد من خلال مبادلة عوائد على نوع واحد من الأصول مع تلك لفئات أخرى من الأصول، مع ملاحظة أنه يمكن تبديل العائد على الأصول المتوافقة مع الشريعة مع عوائد على أي نوع من الأصول حتى تلك غير الجائزة شرعا؛ من الناحية النظرية يمكن هيكلة عقود المبادلة على العائد الإسلامية بواسطة عوائد الأصول محل العقد المباحة التي يمكن مبادلتها مع عوائد "Subprime CDOs". مما تقدم، فإن المراحل التي أدت إلى وقوع الأزمة المالية يمكن أن تحدث في القطاع المالي الإسلامي، ويوضح الجدول الموالي مختلف مراحل الأزمة المالية (أزمة 2008) والتي يمكن أن تتكرر في المالية الإسلامية.

(1)- Habib Ahmed, op.cit., p:17.

(2)- Ibid, p : 18.

الجدول رقم (13-4): تدرار الأزمات في التمويل الإسلامي

التمويل الإسلامي	التمويل التقليدي
يمكن للمؤسسات المالية الإسلامية أن تمنح قروض رهن عقاري ذات المخاطرة (subprime) مع ممارسات غير دقيقة لإدارة المخاطر	تلتزم المصارف والمؤسسات المالية بقروض الرهن العقاري ذات المخاطرة (subprime)
إذا كان التمويل إجارة أو مشاركة متناقصة، يمكن توريق الأصول كصكوك	القروض تجمع على شكل (MBS/CDO)
مخاطر المنتجات الإسلامية معقدة وبصعب تقييمها، ولكن يمكنها الحصول على تصنيف جيد	عجز وكالات التصنيف على فهم المخاطر وتعطي تصنيفا ايجابيا لهذه الأوراق المالية
يشتري المستثمرون الأوراق المالية	يشتري المستثمرون الأوراق المالية
يمكن أن يشتري المستثمرون عقود المبادلة للعائد، هذا التبادل لعوائد الصكوك مع عائد على فئات أخرى للأصول	يتم شراء عقود المبادلة على التعثر للتحوط من مخاطر القروض
يتحمل مصدر عقود المبادلة مخاطر الصكوك	يتحمل مصدر عقود المبادلة على التعثر مخاطر العجز عن السداد

Source: Habib Ahmed, **financial crisis : risks and lessons for Islamic finance**, ISRA, International Journal of Islamic Finance Vol 1, Issue 1, 2009, p:16.

الفرع الثالث: الصكوك الإسلامية المقترحة للمصارف الإسلامية

الطبيعة الإسلامية للمصارف والتي تتوافق مع الشريعة ومبادئ المالية الإسلامية هي أداة للاختلاف الاستراتيجي في حد ذاتها، وتقوم كل إستراتيجية مصرفية على متطلبات التمايز.

أولاً: توجد هناك ثلاث استراتيجيات عامة في إطار التمايز المصرفي⁽¹⁾:

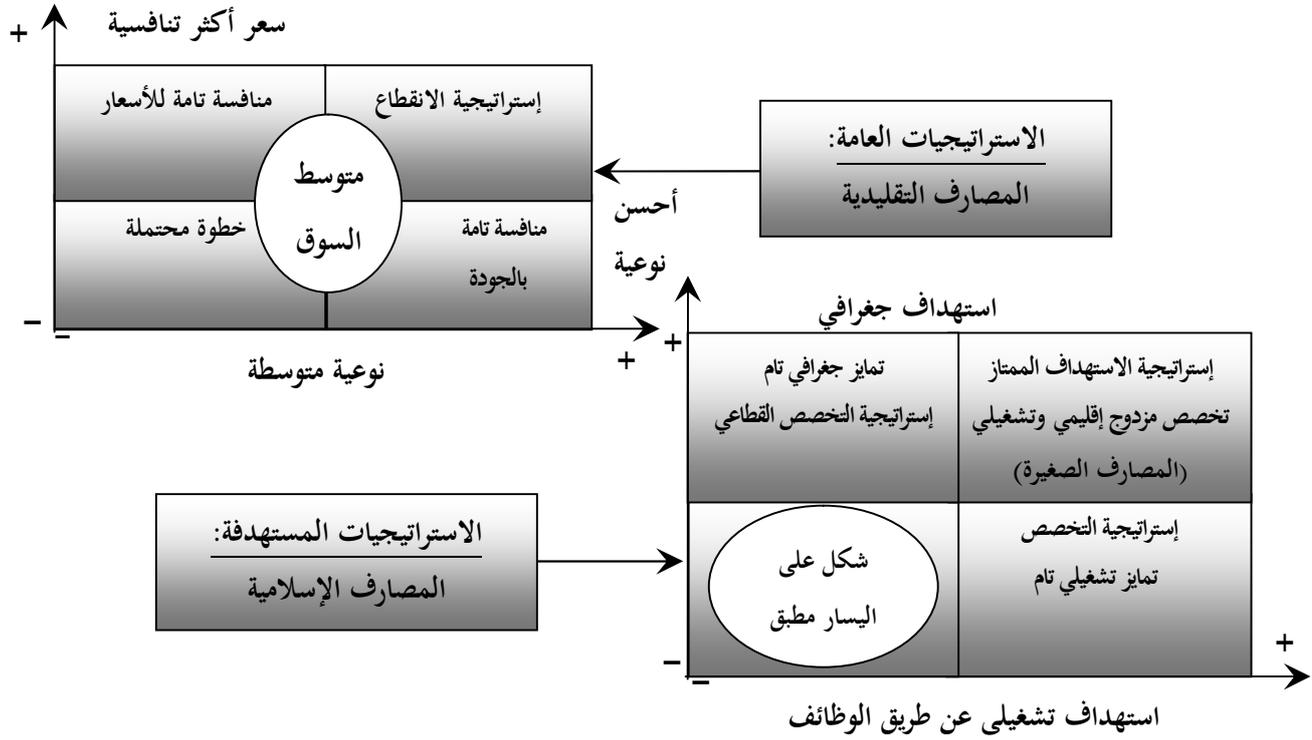
1- **المنافسة السعرية**: إذا كان المصرف يمتلك ميزة تنافسية في مجال التكاليف والتي تسمح له سواء بتخفيض نسب أصوله أو الرفع من نسبة خصومه أو الاثنين معاً؛

2- **المنافسة النوعية**: إذا كان المصرف يمتلك ميزة تنافسية في تركيب مزيج أمثل، والتي تسمح له برفع سعر خدماته دون خسارة حصص من السوق وتحقيق هوامش أعلى من أجل المنافسة؛

3- **إستراتيجية التركيز**: إذا كان المصرف يمتلك كفاءة إقليمية أو تشغيلية خاصة والتي تسمح له برفع حواجز الدخول. يوضح الشكل الموالي مختلف الاستراتيجيات المتبعة من قبل المصارف التقليدية من جهة، ومن قبل المصارف الإسلامية من جهة أخرى.

(1)-Jean- Paul Laramée et autres, **la finance islamique à la française – un moteur pour l'économie, une alternative éthique**, Edition Secure Finance, paris, 2008, p :107 .

الشكل رقم (27-4): أوجه التمايز الاستراتيجي



Source : Jean- Paul Laramée et autres, **la finance islamique à la française – un moteur pour l'économie, une alternative éthique**, Edition Secure Finance, paris, 2008, p : 107.

ثانياً: لا بد من توافر سوق مالية تتوفر فيها الشروط الفنية والشرعية وكفاءة العمل لكي تقوم إدارة بيع وشراء الصكوك الإسلامية التي تصدرها المصارف الإسلامية بكفاءة وفاعلية (أسواق مالية إسلامية لا يتعامل فيها بأدوات المضاربة والقمار كالمشتقات) وبالطريقة التي تضمن تحقيق العدالة بين الأطراف المختلفة المتعاملة بهذه الصكوك (استخدام أساليب تسعير عادلة كأسلوب القيمة العادلة كبديل عن القيمة السوقية في التعامل بالأسواق المالية الإسلامية)؛

ثالثاً: تنقسم مصادر الأموال في المصارف الإسلامية إلى مصدرين، وهما⁽¹⁾:

- 1- المصادر الداخلية: تمثل المصادر الداخلية للأموال في غالبية المصارف الإسلامية نسبة ضئيلة من إجمالي مصادر الأموال حقوق المساهمين والتي تتكون من رأس المال المدفوع والاحتياطيات والأرباح المرحلة؛
- 2- المصادر الخارجية: تشتمل على الودائع المختلفة بالمصارف الإسلامية وتتضمن الودائع تحت الطلب والودائع الادخارية وودائع الاستثمار وصكوك الاستثمار ودفاتر الادخار الإسلامية وودائع المؤسسات المالية الإسلامية وصكوك المقارضة المشتركة أو المخصصة وشهادات الإيداع وصناديق الاستثمار؛
- 3- تشابه المصارف الإسلامية مع المصارف التقليدية من ناحية الأساليب والأدوات التمويلية، حيث تكون مواردها المالية وإن كانت طويلة الأجل قابلة للسحب الفوري كالودائع تحت الطلب، وبالتالي تتعرض المصارف الإسلامية لنفس المخاطر التي تتعرض لها المصارف التقليدية.

(1) -حسين محمد سمحان وآخرون، مرجع سابق، ص:20.

الفصل الرابع:..... مقارنة بين نموذج (التقليدي) ونموذج (التوريق الإسلامي)

أ. عدم وجود ارتباط بين آجال الاستخدامات وآجال الموارد في المصارف الإسلامية، حيث تعتمد هذه الأخيرة على أساليب تمويلية تقليدية قابلة للسحب الفوري عند الطلب بشكل يؤدي إلى تعرضها للمعضلة الثلاثية (التوازن بين السيولة والربحية والأمان) مثل المصارف التقليدية؛

ب. تمثل السيولة والربحية والأمان الأهداف الرئيسية التي يسعى المصرف الإسلامي إلى تحقيقها، إلا أن تحقيقه لأي هدف وتركيزه عليه قد يكون على حساب تحقيق الهدف الآخر، ويمكن تحقيق التوازن بين هذه الأهداف المتعارضة من خلال إطار عام مقترح يقوم على تخصيص مصادر معينة بنسبة محدودة لكل استخدام من استخدامات الأموال عن طريق مجموعة من الصكوك التمويلية التي تصدرها المصارف الإسلامية والتي ستكون بديلا عن الأدوات التمويلية التقليدية والتي تؤدي إلى تعرض المصارف الإسلامية لمخاطر السيولة وكذلك التعارض بين السيولة والربحية والأمان؛

ج. يمكن تقسيم الصكوك المقترحة وفقا لسياسة كل مصرف إسلامي وظروف الدولة التي يعمل فيها إلى مجموعة من الصكوك، فمثلا صك المشاركات يمكن إصدار عدة أنواع من الصكوك لتمويل أنواع المشاركات المختلفة سواء المساهمات في الشركات القائمة أو تمويل رأس المال العامل وفق رغبة المصرف وسياسته وكذلك صك المزارعة والمساقاة والمغارسة يمكن تقسيمه إلى ثلاثة صكوك؛ بحيث يشمل كل صك على نشاط منفصل سواء المزارعة أو المساقاة أو المغارسة؛

رابعا: يمكن للمصرف الإسلامي النجاح في تخفيض آثار المعضلة الثلاثية، كما يلي⁽¹⁾:

1- **السيولة:** يتعرض المصرف الإسلامي لمشكلة السيولة، حيث إن زيادتها تعني نقص ربحية المصرف ونقص السيولة يعني انهيار المصرف وضعف الثقة في الجهاز المصرفي، بل يزداد الأمر صعوبة في المصارف الإسلامية نظرا لطبيعة العلاقة بين المصرف الإسلامي والمودين القائمة على المشاركة في الربح والخسارة؛ كما يجد المصرف مشكلة عند تخارج المودعين في تحديد نصيبهم من الأرباح والاحتياطيات والأرباح المحتجزة في وقت التخارج.

يقوم المصرف بإصدار مجموعة من الصكوك، حيث يقوم بتخصيص مصادر معينة بنسبة محددة لكل استخدام من استخدامات الأموال يتم طرحها في سوق الأوراق المالية وتسعيها من خلال الشفافية والإفصاح عن نتائج أعمال كل صك من الصكوك، وتسعى السوق المالية الإسلامية الدولية لأن يكون لها دورا فاعلا في تطوير سوق رأس المال وسوق النقد الإسلامية سواء الأولية أو الثانوية منها، وهو ما يخدم المصارف الإسلامية فيما تصدره من صكوك مالية إسلامية.

تنخفض مخاطر السيولة ويرجع ذلك إلى أن الصكوك التمويلية غير قابلة للسحب الفوري ويتم طرحها في الأسواق المالية وتسعيها من خلال الشفافية والإفصاح وتناسب آجال الموارد مع الاستخدامات؛

2- **الربحية:** يستطيع المصرف الإسلامي طرح العديد من الصكوك في الأسواق المالية، مما يؤدي إلى عدم الاحتفاظ بجزء من الودائع لمواجهة متطلبات السيولة وبالتالي توظيف الموارد المالية المتاحة بكامل طاقتها وزيادة الربحية؛

3- **الأمان أو كفاية رأس المال:** المقصود به مدى قدرة رأس المال على امتصاص أي خسائر، فأمان المصرف يعطي التأمين ضد أي مخاطر، يختلف نطاق وهدف رأس المال في المصارف الإسلامية عنها في المصارف التقليدية، فالمصارف الإسلامية تساهم برأس المال وفق قاعدة المشاركة وهي لا تتحمل الخسائر وحدها كما في المصارف التقليدية إلا في

(1) - سامي يوسف كمال محمد، مرجع سابق، ص: 197-198.

الفصل الرابع: مقارنة بين نموذج (التقليدي) ونموذج (التورين) الإسلامي

حالة التعدي أو التقصير؛ لذا لا بد من تطبيق معايير "لجنة بازل" لكل صك على حدة، بحيث يكون الهدف من وراء ذلك هو تحديد نسبة رأس المال لكل صك من الصكوك وليس نسبة رأس المال للمصرف الإسلامي ككل، حيث تختلف درجة مخاطر الاستثمارات لكل صك من الصكوك وفق التصنيف التالي⁽¹⁾:

أ. الصكوك عالية المخاطر: صك رأس المال المخاطر وصك المشاركات وصك المضاربات؛
ب. الصكوك قليلة المخاطر: صكوك البيوع وتشمل: صك المراحة وصك بيع السلم وصك التمويل التأجيلي؛
ج. تطبيق مقررات "لجنة بازل" لتحديد نسبة مشاركة المصرف لكل صك من الصكوك المالية المقترحة، حيث تختلف هذه النسبة للصكوك عالية المخاطرة عنها للصكوك قليلة المخاطرة، فالمصرف الإسلامي مطالب بتحقيق الأمان للصكوك المالية التي يصدرها بإنشاء إدارات المخاطر للمصرف ككل وإدارة المخاطر لكل صك على حدة وتحقيق كفاية رأس المال لكل صك وللمصرف ككل وذلك من خلال:

- ✓ وضع الأسس العلمية لقياس مخاطر المصرف ومخاطر كل صك؛
- ✓ زيادة مستويات الإفصاح لكل صك على حدة وللمصرف الإسلامي ككل؛
- ✓ تحديث نوعية البرامج التكنولوجية التي تستخدم في تحديد وقياس هذه المخاطر؛
- ✓ إنشاء سلطات رقابية على أعلى مستوى لضمان رقابة فعالة.

الفرع الرابع: منهجية تسعير الصكوك الإسلامية

يكمن التحدي الأكبر للمالية الإسلامية في كيفية تحديد الآلية الصحيحة لتسعير منتجاتها وأدواتها، فالمصارف الإسلامية مجبرة على تقديم سعر تنافسي إذا ما أرادت منافسة المصارف التقليدية.

أولاً: تستخدم المؤسسات المالية الإسلامية في ماليزيا سعر الإقراض القاعدي (BLR)^(*) كمعيار لتحديد أسعار منتجاتها، ولكن أصبح من الضروري تطوير معايير إسلامية "Islamic Benchmarks"

كما يستخدم في ماليزيا لتسعير الأدوات المالية الإسلامية كلا من الليبور و (KLIBOR)⁽²⁾ وهذا راجع لغياب منهجية تسعير إسلامية، واستخدام الليبور كمعيار عبارة فقط عن عدد لتحديد هامش الربح، لكن مع هذا يبقى يحتاج لتبرير، فالحاجة للعوّض في عقد البيع هو أحد قواعد نظرية الربح في الإسلام وكل ارتفاع دون عامل العوّض هو ربا، لذا يحتاج المعيار الإسلامي أن يستند على المتغيرات الثلاثة التالية مسعى وخصوم ومخاطرة حتى يمكن أن يستمد العائد؛

ثانياً: كأى أداة من أدوات الدخل الثابت السعر السوقي للسند هو القيمة الحالية لكل التدفقات المستقبلية المتوقعة، حيث يعتمد حساب القيم الحالية على أسعار الفائدة المستخدمة لخصم التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة (سعر الخصم).

يتم تسعير الصكوك أو السندات في الحالة الماليزية بناءً على معيار الأوراق المالية الحكومية الماليزية (MGS)⁽³⁾، عندما يكون معدل الربح المتوقع على الصكوك مساوٍ للعائد المطلوب في السوق يتم تداول الصك بقيمة الاسمية، أما إذا ارتفع العائد المطلوب في السوق للصكوك سينخفض سعر الصك وسيتم تداوله بخصم على قيمته الاسمية؛ بمعنى آخر عندما ينخفض العائد المطلوب عن معدل الربح المتوقع سيرتفع سعر الصك وسيتم تداوله بسعر عالٍ؛

(1)- المرجع السابق، ص: 198.

(*)- Base Lending Rate

(2)- Kuala Lumpur Inter-Bank Offered Rates

(3)- Malaysia Government Securities

نالتا: هناك منهجية تسعير مقدمة من قبل الوكالة الماليزية لتسعير السندات (BPAM)⁽¹⁾، وعلى افتراض أن لكل من الصكوك والسندات نفس منهجية التسعير وأن سعر الصك هو معادلة لمعدلات المعيار وهامش الائتمان، وكان المعيار المعتمد هو الأوراق المالية الحكومية الماليزية، كما أن العائد لأجل الاستحقاق على السند محدد على أساس تصنيف الائتمان للصكوك نسبة لورقة حكومية لها نفس أجل الاستحقاق أو الأمد.

أحسن تصنيف ائتماني للصك أو السند هو أصغر هامش ائتمان بين عائدته المطلوب والعائد لأجل الاستحقاق للمعيار، حيث سيستخدم العائد المطلوب فيما بعد لخصم التدفقات النقدية للصكوك للحصول على السعر، ولكل صك هامشه الخاص تبعا لجانب المخاطرة الخاصة به، حيث هناك بعض المخاطر التي تترافق مع الاستثمار في الصكوك والتي تؤثر على المستثمر في تسعيرها، كمخاطر كل من سعر الفائدة ومنحنى العائد ومعدل التضخم ومخاطر الائتمان والسيولة وأيضا مخاطر خارج الأسواق المالية... الخ؛

رابعاً: تصدر الحكومة الماليزية أيضا أوراقا مالية متوافقة مع الشريعة من أمثلتها إصدار الاستثمار الحكومي (GII)⁽²⁾ وهي عبارة عن صكوك، ويبقى السؤال المطروح لماذا تظل معايرة الصكوك بالأوراق المالية الحكومية بدلا من هذه الأوراق المالية الإسلامية، والإجابة مرتبطة بقضية السيولة، ففي ماليزيا الأوراق المالية الحكومية أكثر سيولة إذا ما قورنت بهذه الأوراق المالية الإسلامية؛

خامساً: من بين العوامل التي تؤثر على عرض الصكوك تحركات سعر الفائدة المطلوب والعائد السوقي المتوقع والشروط العامة للاقتصاد، في حين أن العوامل المؤثرة على الطلب هو مستوى السيولة⁽³⁾.

يعتمد تسعير كل المنتجات المالية التقليدية على معدل الفائدة السوقي المطلوب، لكن عندما تتم معايرة أدوات مالية إسلامية مقابل المعدلات التقليدية، فهذا تعامل بالربا. على اعتبار أن كلا من الصكوك والسندات يختلفان في الهياكل، وبالتالي فإن آلية تسعير الصكوك يجب أن تستند على متوسط الربح الصافي للصناعة ذات الصلة، بالإضافة إلى مخاطرة التمايز المرتبطة بأصل الصكوك⁽⁴⁾؛

سادساً: توصل خبراء 16 مصرفا إسلاميا بالتعاون مع " ثومبسون رويتر " خلال سنة 2012 من بناء مؤشر خاص بالصرافة الإسلامية تم تسميته (IIBR)^(*)، والهدف من إنشاء هذا المؤشر ليكون المعيار المعتمد في الإقراض والمراجعة والمشاركة الإسلامية، ويتم حسابه بناءً على الربح المتوقع لمجموعة من المصارف الإسلامية بدلا من سعر الفائدة بطريقة تقنية معينة ويعلن خمسة أيام في الأسبوع قبل الساعة 11 صباحا بتوقيت مكة المكرمة مستخدما الدولار الأميركي؛ وعلى رغم من أن هذا المؤشر لم ينل صدى كبيرا ولم ينجح إلى اليوم في رسم خط مختلف وواضح للصرافة الإسلامية، إلا أنه يدل على أن هناك جهودا تبذل.

يوضح الشكل الموالي، منهجية التسعير المقدمة من قبل الوكالة الماليزية لتسعير السندات (BPAM):

(1)- Bond Pricing Agency Malaysia

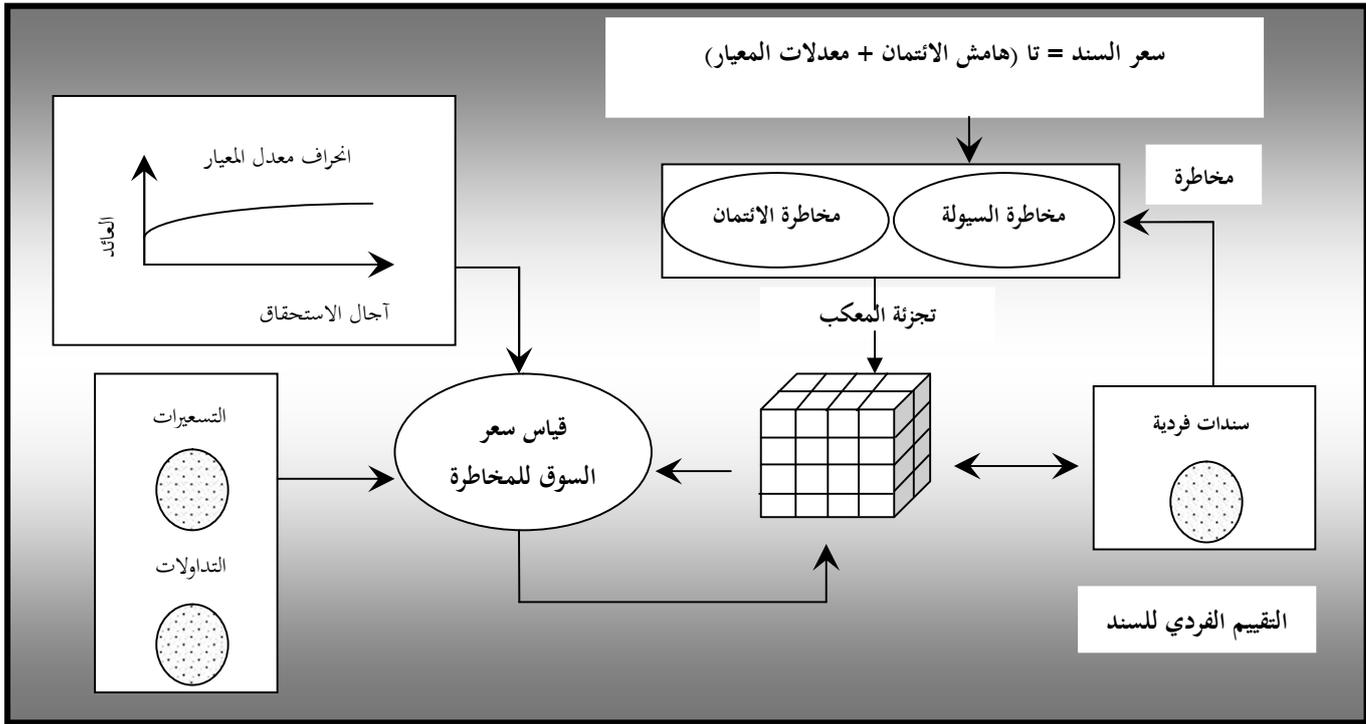
(2)- Government Investment Issue. (as opposed to MGS)

(3)-KHOK LEE KUAN, **pricing mechanism and methodology for an Islamic financial instrument-Sukuk-**, professional practice paper, INCEIF, Malaysia, 2011, pp:18-19.

(4)- **Ibid**, p:39.

(*)- **Islamic Interbank Benchmark Rate**.

(التكامل رقم (4-28): منهجية التسعير المتقدمة من قبل الوكالة المالية لتسعير السندات (BPAM)



Source: KHOK LEE KUAN, **pricing mechanism and methodology for an Islamic financial instrument-Sukuk**, professional practice paper, INCEIF, Malaysia, 2011, p:19.

من خلال الشكل السابق، تم افتراض أن لكل من السندات والصكوك نفس منهجية التسعير، حيث يتعلق سعر الصكوك بنسب المعيار وهامش الائتمان، وتبعاً لذلك سيتم تسعير الصكوك بالارتباط مع المعيار في حالة ماليزيا وهي الأوراق المالية الحكومية؛ فالعائد على السند عند الاستحقاق محدد اعتماداً على التصنيف الائتماني للصكوك بالارتباط مع الأوراق المالية الحكومية ذات نفس آجال الاستحقاق أو الأمد.

أفضل تصنيف ائتماني للصك أو السند أشبه بهامش الائتمان بين عائده المطلوب والعائد عند الاستحقاق للمعيار، ويستخدم هذا العائد المطلوب بعد ذلك في خصم التدفقات النقدية للصك كما هو مذكور أعلاه للحصول على السعر. من خلال الشكل أيضاً تستخدم (BPAM) أسعار التعاملات والخصم الملاحظة في السوق لاشتقاق أسعار السندات أو الصكوك غير المتداولة، بالأخذ بعين الاعتبار الفرق بين مختلف المصدرين والهياكل، فكل صك لديه هامشه الخاص بالنظر بوضعيته تجاه المخاطر والتي تؤثر على المستثمر في تسعير الصكوك كمخاطر نسب الفائدة ومخاطر انخفاض العائد مخاطر التضخم والمخاطر الائتمانية ومخاطر السيولة ومخاطر الاستدعاء⁽¹⁾.

(1)- KHOK LEE KUAN, op.cit., p: [19-23].

خلاصة الفصل

تم التطرق من خلال هذا الفصل إلى مقارنة بين آليات التوريق التقليدي وآليات التوريق الإسلامي، ومن ثم الخروج بمجموعة من النتائج، ومنها:

- ❖ تخضع الصكوك عبر مراحل إصدارها إلى رقابة شرعية من قبل هيئات الرقابة الشرعية المختصة؛
- ❖ على الرغم من وجود تشابه كبير بين هندسة التوريق 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 حلولاً متنوعة للمصارف الإسلامية الراغبة في الاستفادة من عمليات التصكيك؛
- ❖ تساعد عمليات التصكيك في المواءمة بين مصادر الأموال واستخداماتها مما يسهم في تقليل مخاطر عدم التماثل بين آجال الموارد واستخداماتها والذي هو ممكن الحدوث في المصارف التقليدية؛
- ❖ تعتبر الصكوك أداة محورية في نشاط المصارف الإسلامية، يمكن من خلالها تطوير هيكل الموارد والاستخدامات وتفعيل دورها الاستثماري والتمويلي وتخفيف المخاطر فيها والحد من مشكلة السيولة، فالميزة الأساسية للصكوك مصرفياً أنها تربط الموارد باستخدامها في الآجال، فتنخفض المخاطر الناتجة عن اختلاف آجال الموارد عن الاستخدامات وبالغرض من النشاط الممول؛ فترتفع الكفاءة لسهولة المراقبة ومتابعة الأداء مع مصداقية في توزيع العائد الناتج عن فرصة ونشاط محدد، بالإضافة إلى تأثير ذلك على رفع الكفاءة؛
- ❖ 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؛
- ❖ يعد التصكيك من خلال نمط شهادات (pass-throug) هو الأكثر ملاءمة لأساليب التمويل الإسلامي وذلك لأنها تمثل شهادات ملكية وليس شهادات مديونية.

الفصل الخامس

مقارنة بين تجربة التوريد بالمغرب

(حالة التوريد التقليدي)

وتجربة ماليزيا وقطر والكويت

(حالة التوريد الإسلامي)

هناك اختلاف واضح بين أدوات العمل المصرفي وأساليب توظيف الأموال بين المصارف الإسلامية والمصارف التقليدية، بحيث يصعب إيجاد أسس مشتركة يمكن من خلالها المقارنة بشكل محدد ودقيق بين أداء كلا النموذجين، إلا أنهما يسعيان لتقديم خدماتهما لمختلف شرائح المجتمع ويزاولان عمليات التمويل الداخلي والخارجي لتيسير سبل الإنتاج وتبادل رؤوس الأموال بما يتماشى مع السياسات النقدية والمالية للدولة.

ونظرا لطبيعة موضوع الدراسة والمتمثل في دراسة مقارنة بين عمليات التوريق التقليدي والتوريق الإسلامي، ومن أجل الوصول إلى معلومات دقيقة وكافية تفي بأغراض هذه الدراسة، تم اختيار مجتمع للدراسة يتسم بمواصفات معينة والتي يوجد بها النموذجان المصرفيان التقليدي والإسلامي وتتوفر بها ظروف جيدة للمقارنة، وذلك بالاعتماد على التقارير والدراسات والنشرات الصادرة عن المؤسسات المتخصصة في تلك الدول.

وقد تم اختيار تجربة التوريق بالمغرب (دراسة حالة التوريق التقليدي) والتجربة الماليزية وتجربة مصرف قطر الإسلامي وبيت التمويل الكويتي (دراسة حالة التوريق الإسلامي) مع التطرق لمختلف الإجراءات التشريعية والتنظيمية المرتبطة بهذا النوع من العمليات.

سيتم التطرق من خلال هذا الفصل إلى المباحث التالية:

المبحث الأول: التجربة المغربية

المبحث الثاني: التجربة الماليزية

المبحث الثالث: تجربة قطر والكويت

المبحث الأول: التجربة المغربية

لقد كان القانون 10/98 أول قانون متعلق بعمليات التوريق بالمغرب، وكانت أولى هذه العمليات خلال سنتي 2002 و2003 بمبلغ إجمالي قدر بـ 1,5 مليار درهم، في حين تميزت الفترة من جويلية 2003 إلى جوان 2007 بحالة من الركود، وبحلول شهر ديسمبر من سنة 2008 انطلقت عملية "CREDILOG 3" بمبلغ 1.5 مليار درهم وتوالى بعدها العديد من العمليات خاصة بعد تعديل القانون 10/98 والتي مست أوصولا أخرى غير قروض الرهن العقاري.

المطلب الأول: أهم بنود قانون التوريق بالمغرب

بصدور قانون 25 أوت 1999 والمتضمن تبني القانون رقم 10/98 المتعلق بتوريق قروض الرهن العقاري والمؤسس كذلك لسوق الرهن العقاري بالمغرب، توسعت إمكانيات التمويل عن طريق هذا النوع من القروض، جاء هذا القانون في إطار إصلاح نظام تمويل السكن الذي يعد جزءاً من الإستراتيجية الرامية لتعزيز الشراكة بين القطاع العام والخاص.

مع تأسيس سوق الرهن العقاري، أصبحت للمصارف إمكانية لإعادة التمويل وذلك بتنازها عن قروضها للرهن العقاري غير المتنازع فيها والمضمونة عن طريق عقار من الدرجة الأولى والتي تم منحها من أجل امتلاك أو إعادة تجديد أو توسيع سكنات موجهة للإيجار، حيث يتم تحويلها عن طريق شركة مستقلة تسمى صناديق التوظيفات الجماعية للتوريق أو للتسديد (FPCT)^(*) إلى أوراق مالية؛ ويعتبر هذا الصندوق متدخل من الدرجة الأولى على مستوى سوق الرهن العقاري والذي يتم إنشاؤه بمبادرة من مؤسسة إقراض (المؤسسة البادئة) ومؤسسة "مسيرة- مؤتمنة" كصندوق الإيداع والتدبير.

الفرع الأول: خصائص القانون 10/98 المتعلق بتوريق قروض الرهن العقاري

من بين أهم مميزاته ما يلي:

أولاً طبقاً لهذا القانون، تم تعريف التوريق على أنه "العملية المالية التي تتضمن شراء صناديق التوظيفات الجماعية للتسديد لديون الرهن العقاري، حيث يتم تسديد سعرها عن طريق ناتج إصدار حصص ممثلة للديون وعند الاقتضاء عن طريق ناتج إصدار اقتراض سندي مستند للديون السابقة طبقاً لأحكام هذا القانون"⁽¹⁾.

1- تمثل صناديق التوظيف الجماعي للتسديد ملكية مشتركة، حيث لا تتمتع بالشخصية المعنوية ولا تمتلك رأس مال وهي معفاة من كل ضريبة كما أنها معزل عن إفلاس المتنازل؛

2- القانون محصور فقط في قروض الرهن العقاري، كما أن المتنازل لا يمكن أن يكون إلا مؤسسة إقراض وينجم عن عملية التنازل حق تحويل ملكية الديون بما فيها الضمانات والضمانات الإضافية؛

3- الصندوق غير قابل لإعادة التعبئة (non rechargeable)؛

4- هناك قيود حول العلاقة التي تربط بين المصرف المتنازل وشركة التسيير؛

5- المكتتبون في حصص الصندوق هم المستثمرون المؤسسيون وتعتبر الحصص المُصدرة من قبله كسندات؛

(*)- Fonds de Placement Collectif en Titrisation.

(1) - المادة الثانية من القانون رقم 10/98 المتعلق بتوريق قروض الرهن العقاري بالمغرب الصادر في الجريدة الرسمية للمملكة المغربية (النشرة العامة)، عدد 4726، 16 سبتمبر 1999، ص: 2270.

الفصل الخامس: مقارنة بين تجربة التوريق بالمغرب (حملة التوريق التقليدي) وتجربة ماليزيا وكندا (حملة التوريق الإسلامي)

6- يعد التصنيف غير إجباري في عمليات التوريق؛

7- إدارة (FPCT) مضمونة عن طريق مؤسسة مؤتمنة معتمدة من قبل إدارة المصرف؛

8- تمت أول عملية توريق بالمغرب من طرف القرض العقاري والسياحي (CIH) (*) خلال سنة 2001 وبمساهمة أول

شركة مغربية للتوريق المسماة "المغربية للتسديد" (M_T) (Maghreb Titrisation).

يلخص الجدول الموالي أهم ثلاث عمليات الأولى للتوريق بالمغرب والتي سيتم التفصيل فيها لاحقا، بالإضافة إلى عمليات أخرى.

الجدول رقم (1-5): (أول عمليات التوريق بالمغرب)

الوحدة: مليار درهم

الصندوق	CREDILOG 1	CREDILOG 2	CREDILIG 3
مبلغ الإصدار	500 مليون درهم	مليار درهم	مليار ونصف درهم
الهامش المتوسط لـ FPCT مقابل الهامش المتوسط للسوق (%)	0,73 : 0,85	0,55 : 0,75	0,58 : 1,00
رأس المال المتبقي المستحق	102 075 904,11	415 916 854,53	1 461 756 237,29
معدل عدم التسديد للديون	0,63%	0,95%	0,0038%
معدل التغطية للرهن العقاري	500%	272%	130%
معدل التغطية المالي للحصص/سندات	50%	45%	11%
معدل عدم التسديد على الحصص/السندات	0%	0%	0%

Source : Hicham karzazi, conférence titrisation, nouvelle loi : enjeux et perspectives, Maghreb Titrisation, groupe CDG, 2011, p : 6.

يلخص الجدول الموالي التطور التاريخي للتوريق بالمغرب

(*)- Crédit Immobilier et Hôtelier.

المجلد رقم (2-5): التطور التاريخي للتوريق بالمغرب

التاريخ	الحدث
سبتمبر 1999	تبنى قانون رقم 10/98 المتعلق بتوريق قروض الرهن العقاري
ماي 2000	مرسوم تطبيق قانون رقم 10/98
مارس 2001	نشر القرار الوزاري المحدد للقواعد المحاسبية المطبقة على صندوق التوظيف الجماعي للتسييد
أفريل 2001	الإنشاء القانوني لشركة المغاربية للتوريق (MT)
فيفري 2002	نشر القرار الوزاري المتعلق باعتماد المغاربية للتوريق كمؤسسة مسيرة- مؤتمنة
أفريل 2002	إصدار أول صندوق بمبلغ 500 مليون درهم لصالح القرض العقاري والسياحي
فيفري 2003	إمضاء اتفاقية مساعدة تقنية لتركيب وإدارة صندوق مشترك للديون مع الشركة العصرية للتوريق Société Moderne de Titrisation (SMT) التابعة لمصرف الإسكان التونسي.
جوان 2003	إصدار صندوق آخر بمبلغ 1 مليار درهم لحساب القرض العقاري والسياحي
ماي 2006	إمضاء اتفاقية تنظيم أول عملية توريق بتونس مع مصرف تونس العربي الدولي (BIAT)
أكتوبر 2006	إمضاء توكيل لهيكل سندات في أفريقيا الغربية
مارس 2007	إمضاء التوكيل الثاني لتركيب عملية توريق مع مصرف تونس العربي الدولي (CREDIMMO II)
مارس 2008	تحقيق دراسة خاصة لوضع حيز التطبيق عمليات التوريق بثماني دول من منطقة الاتحاد الاقتصادي والنقدي لغرب إفريقيا
ديسمبر 2008	إصدار ثالث صندوق توريق بالمغرب لصالح القرض العقاري والسياحي
أكتوبر 2010	نشر نصوص تطبيق القانون 06/33
جانفي 2012	عملية سكن لصالح 11 بنكا شعبيا إقليميا
فيفري 2013	نشر القانون رقم 119-12 المعدل للقانون 06/33 المتعلق بتوريق الأصول والذي سمح أيضا بالقيام بإصدار الصكوك داخل وخارج المغرب
جوان 2013	إصدار أول صندوق (TITRIT) في إطار برنامج توريق ديون تجارية لصالح (ONEE)
ديسمبر 2013	إصدار أول صندوق (FT IMMOVERT) لأصول عقارية متنازل عنها من قبل القرض الفلاحي للمغرب
أفريل 2014	إصدار رابع صندوق لديون رهن عقاري لصالح القرض العقاري والسياحي
جويلية 2014	إصدار ثاني صندوق (TITRIT) إصدار لاحق لبرنامج توريق ديون تجارية لصالح (ONEE)
ديسمبر 2014	إصدار صندوق (FT IMMOLV) لأصول عقارية متنازل عنها من قبل (Label Vie)
ماي 2015	إصدار صندوق FT IMMOVERT COMPARTIMENT II لأصول عقارية متنازل عنها من قبل القرض الفلاحي للمغرب
جويلية 2015	ثالث إصدار لصندوق (TITRIT) إصدار لاحق 2 لبرنامج توريق ديون تجارية لصالح (ONEE)

Source : www.maghrebtitrisation.ma/jsp/qui_somme/présentation.jsp

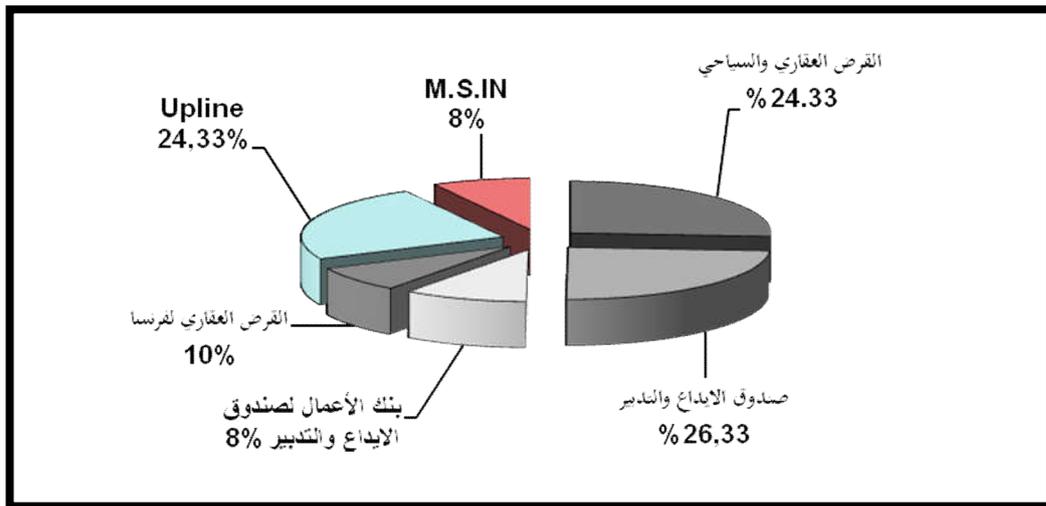
الفصل الخامس:..... مقارنة بين تجربة التوريق بالمغرب (جماعة التوريق التقليدي) وتجربة ماليزيا وكندا والكويت (جماعة التوريق الإسلامي)

ثانياً: التعريف بالمغاربة للتسديد (Maghreb Titrisation) (M_T): تعد شركة مغفلة برأس مال يقدر بـ 5.000.000,00 درهم، حيث تعود 24,33% منه للقرض العقاري والسياحي و26,33% لصندوق الإيداع والتدبير (CDG)^(*). تعتبر كأول شركة مغربية متخصصة في الهندسة المالية والودائع وفي إدارة أو تدبير كل صناديق التوظيف الجماعي للتسديد، وقد تم إنشاء (M_T) في أبريل 2001، حيث تعد اليوم كرائدة في مجال التوريق بالمنطقة وهي شركة متخصصة في التركيب المالي والقانوني لهذا النوع من الصناديق وتتكفل كذلك بإدارة هذه الأخيرة⁽¹⁾.

هناك ثلاث مهام أساسية للمغاربة للتسديد وهي مُنظِم (arrangeur) ومُسير/مُؤتمِن (gestionnaire/dépositaire) إضافة إلى الاستشارة⁽²⁾، وقد تم إنشاؤها من قبل القرض العقاري والسياحي بالاشتراك مع كل من صندوق الإيداع والتدبير⁽³⁾ وشركة الترقية والمساهمة للتعاون الاقتصادي (Proparco) وصندوق الاستثمار (UPLINE) الذي تأسس سنة 1992 والشركة المغربية للوساطة في البورصة (M.S.IN) والتي تم إنشاؤها سنة 1995؛ وتعد "المغاربة للتسديد" أو "التوريق" أول شركة توريق بشمال إفريقيا والعالم العربي⁽⁴⁾.

طورت المغاربة للتسديد من نشاطها على المستوى الدولي، إلى جانب نظام مالي يسمح بتشكيل صناديق توريق ديون في ثمانية دول لمنطقة الاتحاد الاقتصادي والنقدي لغرب إفريقيا. يوضح الشكل الموالي أهم المساهمين في (M_T).

الشكل رقم (1-5): المساهمون بشركة (M_T)



Source: www.maghrebtitrisation.ma/jsp/qui-sommes/index.jsp

(*)- Caisse de Dépôts et de Gestion.

(1)- طبقا لقرار وزير الاقتصاد والمالية والخصوصية رقم 11.02 الصادر في 2 يناير 2002، الجريدة الرسمية، المملكة المغربية، 21 فبراير 2002، عدد 4980، ص: 364

(2)- www.maghrebtitrisation.ma/jsp/qui_somme/présentation.jps.

(3)- تعد مجموعة صندوق الإيداع والتدبير مجموعة رائدة في المملكة المغربية، كما تعد فاعلا أساسيا في تعبئة الادخار والمعاشات وفي تدبيرها في نفس الوقت، وهي بمثابة قاطرة حقيقية لتحديث القطاع المالي وللتنمية القطاعية بالمغرب، يتدخل صندوق الإيداع والتدبير بكيفية نشيطة؛ علاوة على الاستثمارات المباشرة التي يقوم بها في الاقتصاد المغربي بواسطة فروعته وهيئاته وهو ما جعله فاعلا اقتصاديا كبيرا متعدد الاختصاصات وأول مستثمر مؤسساتي في المغرب، كما يساهم في حركة تحديث القطاع المالي من خلال التجديد في مجال الأدوات المالية والمساهمة في نجاح مشروع القطب المالي للدار البيضاء (Casablanca finance city) المركز المالي القادم للعاصمة الاقتصادية الذي ينتظر منه أن يصبح مركزا ماليا وقطبا إقليميا.

(4)- [www.maghrebtitrisation.ma/intervention de Hicham Karzazi - directeur général de Maghreb Titrisation](http://www.maghrebtitrisation.ma/intervention%20de%20Hicham%20Karzazi%20-%20directeur%20général%20de%20Maghreb%20Titrisation), " La titrisation enjeux et opportunités", p : 5.

الفروع الثاني: تعديل القانون الخاص بالتورين بالمغرب

جاء مشروع التعديل في مطلع نوفمبر 2002 وتم نشره في سنة 2009 مع الأخذ بعين الاعتبار تحولات المحيط الاقتصادي والمالي، حيث انخفضت حصيلة عمليات الخوصصة وتم انتهاج سياسة الورشات الكبرى، كما انخفضت أيضا السيولة المصرفية وطبقت نظم احترازية أكثر تشددا وارتفعت التمويلات عن طريق الدين الخاص. كما تم تعديل هذا القانون مرة أخرى خلال سنة 2013، حيث تم إدخال إمكانية إصدار "صكوك إسلامية" من قبل صناديق التوظيف الجماعي للتسديد⁽¹⁾، كما شهد تعديلا جديدا بعد الإصدار في الجريدة الرسمية بتاريخ 2014/9/11 للقانون رقم 05-14 المعدل والمتمم للقانون 33/06 المتعلق بتسديد الأصول كما تم تغييره وتتميمه بالقانون 119-12، والذي وسع نطاق الأصول المقبولة في عملية التسديد، بالإضافة إلى محيط المؤسسات المبادرة التي تشمل أيضا الدولة وفروعها، كما يهدف هذا التعديل إلى توضيح قواعد سير أقسام صناديق التوظيف الجماعي للتسديد وقواعد سيولتها وتنسيق إجراءات منح رأي بالموافقة لشهادات الصكوك مع أحكام القانون البنكي الجديد، إضافة إلى امتثال النص لمقتضيات القانون رقم 89-39 الذي يسمح بنقل المقاولات إلى القطاع الخاص⁽²⁾.

أولاً: التسديد هي "العملية المالية المتمثلة بالنسبة لصندوق توظيف جماعي للتسديد في إصدار سندات وانجاز العمليات التالية":

أ. تملك بشكل دائم أو مؤقت أصولا مؤهلة لدى مؤسسة أو مجموعة مؤسسات مُبادِرة؛

ب. أو منح قروض لمؤسسة أو مجموعة مؤسسات مُبادِرة بهدف تمويل تملك أو حيازة أصول مؤهلة، تستفيد من ضمانات متعلقة بهذه الأصول؛

ج. أو ضمان مخاطر قرض أو تأمين؛

د. السندات التي يمكن لصندوق توظيف جماعي للتسديد إصدارها هي الحصص والأسهم وسندات الدين وشهادات الصكوك⁽³⁾؛

ثانياً: تم توسيع حقل التطبيق للتوريق ليشمل كل الديون الحالية والمستقبلية لمؤسسات الإقراض والمؤسسات العامة وفروع الدولة والوكلاء المستفيدين من رخص أو إجازات الخدمات العامة وشركات التأمين وإعادة التأمين، حيث حدد القانون القديم 10/98 أن يكون التنازل لصناديق التوظيف الجماعي للتسديد فقط للديون المستفيدة برهن عقاري من الدرجة الأولى والناجحة عن قرض ممنوح من أجل امتلاك أو تجديد أو توسيع المساكن الفردية أو إنشاء مساكن فردية وإنشاء أو امتلاك مساكن مُوجَّهة للإيجار؛ كما استثنى هذا القانون الديون المشكوك فيها والتي تتضمن مخاطر عدم التسديد بتاريخ التنازل عنها؛

ثالثاً: مرونة قواعد عمل صناديق التوظيف الجماعي للتسديد⁽⁴⁾:

1- يتكون الصندوق من أقسام؛

2- قابلية الصندوق لإعادة التعبئة؛

3- وجود العديد من المتنازليين (multi-cédants)؛

(1)- طبقا للظهير رقم 1.13.47 الصادر في مارس 2013 بتنفيذ القانون رقم 119.12 المعدل والمتمم للقانون 33/06 المتعلق بتسديد الديون والقانون 24.01 المتعلق بعمليات الاستحفاظ بالمغرب، الجريدة الرسمية المغربية، عدد رقم 6184، 2013/9/5، ص: 5920.

(2)- التقرير السنوي لمجلس القيم المنقولة، 2014، ص: 50.

(3)- المرجع السابق، المادة 6، ص: 5920.

(4)-conférence titrisation, titrisation au Maroc, bilan et perspectives, Maghreb Titrisation, groupe CDG, 2011, p : 30.

الفصل الخامس: مقارنة بين تجربة التوريق بالمغرب (حملة التوريق التقليدي) وتجربة ماليزيا وكندا والكويت (حملة التوريق الإسلامي)

- 4- إمكانية اكتساب الأشخاص الطبيعيين؛
 - 5- إلغاء التصنيف المسبق والتسجيل؛
 - 6- تعزيز أمن المستثمرين عن طريق:
 - أ. الحماية ضد إفلاس المتنازل ومشاكل الفوائد؛
 - ب. فصل مهام شركة الإدارة والشركة المؤتمنة؛
 - ج. قواعد الترحيل؛
 - د. مراقبة مجلس القيم المنقولة؛
 - هـ. وجود جزاءات عقابية؛
 - 7- قانون جديد أكثر مرونة: بسبب تخفيض شروط اللجوء إلى التوريق، وكذا مبادئ عمل صناديق التوظيف الجماعي للتسديد؛
 - 8- الدور الجديد لمجلس القيم المنقولة في مجال مراقبة صناديق التوظيف الجماعي للتسديد، بالإضافة إلى مجالات ووسائل التدخل؛
 - 9- كان الهدف الأساسي لمشروع التعديل هو البحث عن التوازن بين مرونة القواعد وأمن السوق وحماية المستثمرين، وذلك عن طريق الفصل بين نشاط الإدارة ونشاط المؤتمن والترخيص لهيكلية الإدارة وتحديد الكيانات التي يمكن أن تؤدي وظيفة المؤتمن ووجود رقابة صارمة على المعلومات وتوسيع قائمة العقوبات التي يمكن أن يصدرها مجلس القيم المنقولة⁽¹⁾.
- يوضح الجدول الموالي توسيع مجالات عمليات التوريق بالمغرب؛

الجدول رقم (3-5): تطبيق حمل التوريق حسب نوع المؤسسات

التدفقات النقدية المستقبلية	الديون التجارية	قروض للعملاء	
تسديدات القروض وتسديدات الإجارة وعمولات محصلة وتخفيض الرسم على القيمة المضافة	الفوترة الخارجية	عقار، تجهيز، استهلاك، تأجير عقاري/للمنقولات، القرض المصغر، محافظ أوراق الدين القابلة للتداول	مؤسسات الإقراض والمصارف وشركات التأجير وشركات الفوترة الخارجية وشركات الإقراض من نوع COSO وجمعيات القرض المصغر
رقم الأعمال المستقبلي ورسم العبور ومصدر التذاكر وحقوق النقل وتسديد الفواتير والإتاوات وتخفيض الرسم على القيمة المضافة	حسابات العملاء	قروض للموظفين	مؤسسات عمومية
تسديدات الفواتير والإتاوات وتخفيض الرسم على القيمة المضافة	حسابات العملاء	قروض للموظفين	أصحاب الرخص أو الامتياز
أقساط التأمين		رهونات نقدية وقروض للموظفين ومحافظ أوراق الدين القابلة للتداول	شركات التأمين وإعادة التأمين

Source : conférence titrisation, **titrisation au Maroc, bilan et perspectives**, Maghreb Titrisation, groupe CDG, 2011, p : 20.

(1)- Ibid, p : 21.

الفصل الخامس:..... مقارنة بين تجربة التوريق بالمغرب (جمالة التوريق التقليدي) وتجربة ماليزيا وكندا والكويت (جمالة التوريق الإسلامي)

رابعا: أصبحت هناك فرصا كبيرة متاحة في سوق التوريق بالمغرب، خاصة مع عمليات توريق ديون القروض العقارية السكنية وتوريق ديون القروض العقارية التجارية والقروض الاستهلاكية وتوريق قروض السيارات وبطاقات الائتمان، بالإضافة إلى توريق قروض المؤسسات وأوراق المديونية وتوريق فيما بين المصارف أو حقوق الدفع المتنوعة وتوريق ديون التجارة الخارجية (فترة خارجية عن طريق التوريق) وتوريق النشاطات.

لعل من بين الأسباب الرئيسية التي أدت إلى تشجيع عمليات التوريق بالمغرب هي احتياجات التمويل المحلية المهمة سواء كانت عقارية أو الهياكل القاعدية أو تجهيزات أو سياحة... الخ، بالإضافة إلى العجز الذي تشهده خزانة المصارف المغربية والتي قدرت بحوالي 13 مليار درهم بنهاية سنة 2009 لتنتقل إلى حوالي 15 مليار درهم بنهاية 2012، لتصل إلى حوالي 20 مليار درهم بنهاية سنة 2014؛ ووجود ادخار مؤسساتي مهم (شركات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة وقطاع التأمينات والقطاع المصرفي وصناديق أخرى) بالإضافة إلى الشروع في إنشاء شركات توريق جديدة⁽¹⁾؛

خامسا: تم إجراء 8 عمليات توريق جديدة بعد صدور القانون الجديد للتوريق بالمغرب، من بينها واحدة تعلق بتوريق ديون تجارية حالية ومستقبلية قام بها المكتب الوطني للكهرباء والماء الصالح للشرب (ONEE)^(*) والتي سمحت له بتمويل دورة الاستغلال وخزنته بشروط تحفيزية، وسمي الصندوق (FPCT TITRIT) والذي تم إصداره في 24 جوان 2013، كما تمت ثاني عملية له في 24 جويلية 2014 وذلك بتوريق حوالي 493 مليون من الديون التجارية الحالية و4 أشهر من الديون المستقبلية على مبيعاته للكهرباء أي بمجموع حوالي 1,26 مليار درهم، وبمعدل فائدة ثابت 4,13% وكان تاريخ الإهلاك للحصص في 30 جويلية 2015، أما ثالث إصدار لصندوق (TITRIT) إصدار لاحق 2 لبرنامج توريق ديون تجارية لصالح (ONEE) فقد تم في جويلية 2015⁽²⁾.

يوضح الجدول الموالي ملخص العملية الأولى:

الجدول رقم (4-5): (FPCT TITRIT)

أنواع السندات والحصص	عدد السندات والحصص	المبلغ الاسمي الإجمالي	معدل الفائدة	تاريخ الإهلاك	سعر الإصدار
سندات	10.000	مليار درهم	4,96% (*)	2014/6/23	100%
حصص	1	50.000 درهم	غير محدد	2014/6/23	100%
حصص	1	50.000 درهم	4,96%	2014/6/23	100%
المجموع		1000.100.000,00	-	-	-

Source : note d'information, FPCT TITRIT, 14 juin 2013, N VI/ TI / 001/ 2013, p : 1.

(*) - ثابت تبعا لمعدل أذونات الخزينة 52 أسبوع من المنحنى الثانوي لـ 11 جوان 2013، أي 4,21% زائد علاوة مخاطرة تقدر بـ 75 نقطة أساس.

(1) - حيث أنشأ البنك المغربي "التجاري وفا بنك" شركة توريق أسماها "التجاري للتسديد".

(*) - Office National de l'Electricité et de l'Eau potable.

(2) - www.maghrebtitrisation.ma/jsp/qui_somme/présentation.jsp

الفصل الخامس: مقارنة بين تجربة التوريق بالمغرب (جمالة التوريق التقليدي) وتجربة ماليزيا وكندا والكويت (جمالة التوريق الإسلامي)

بالنسبة للمنظم والمسير كانت المغاربية للتسديد، أما المودع ومنظم التوظيف فلقد كان صندوق الإيداع والتدبير والمؤسسة البادئة فكانت المكتب الوطني للكهرباء والماء الصالح للشرب؛

ساوسا: كما قامت مجموعة "Label Vie" والتي تمتلك شبكة أسواق كبرى (أسواق ممتازة)، والتي أنشأت سنة 1986 بتوريق جزء من أصولها العقارية - حوالي 20 أصل - بمبلغ قدر بحوالي 457 مليون درهم، ويلخص الجدول الموالي أهم خصائص العملية.

الجدول رقم (5-5): (FT IMMO LV)

اسم الصندوق	(FT IMMO LV)
تاريخ الإصدار	2014/12/23
طبيعة الأصول	أصول عقارية
مبلغ العملية	456 800 000 درهم
المتنازل	"Label Vie"
المنظم وشركة التدبير	المغاربية للتوريق
هيئة التوظيف	البنك المركزي الشعبي و CDG CAPITAL

Source : www.Maghrebtitrisation.ma/servlet/immolv/servletsnapshotFonds?tache=pagesnapshot

سابعا: تم إطلاق صندوق آخر من قبل المغاربية للتوريق في 2013/12/20، والإصدار الجديد خاص بالقرض الفلاحي المغربي، حيث تمت تسمية الصندوق بـ (FT IMMOVERT) بقيمة 534 مليون درهم، يوضح الجدول الموالي أهم خصائصه:

الجدول رقم (5-6): (FT IMMOVERT)

التسمية	(FT IMMOVERT)
الطبيعة	مستثمرون مؤهلون
رقم التأشيرة	AV/TI/001/2013
تاريخ التأشيرة	20/12/2013
الشركة المسيرة	المغاربية للتوريق
المتنازل	القرض الفلاحي المغربي
المؤتمن	CDG Capital

Source : www.cdvm.gov.ma/instruments-financiers/opc/ft-immovert-compartment-i

كما تم خلال شهر ماي 2015 إصدار صندوق ثاني (FT IMMOVERT COMPARTIMENT II) لأصول عقارية متنازل عنها من قبل القرض الفلاحي للمغرب.

الفرع الثالث: أنواع الأوراق المالية المنقولة في السوق المالية المغربية

تعتبر القيم المنقولة وفقا لمجلس القيم المنقولة بمثابة سندات قابلة للتداول ويمكن استبدالها بسندات مثيلة، كما أنه بالإمكان إدراجها بسوق الأوراق المالية، وهناك نوعان رئيسيان منها الأسهم وسندات الاقتراض.

أولاً: الأسهم: تعتبر الأسهم سندات تمثل جزءاً من رأس مال الشركة التي تصدرها، كما يعتبر صاحبها مساهماً يملك جزءاً من رأس مال الشركة بما يتناسب مع عدد السندات الموجودة بجوزته ويتمتع بالتالي بالحقوق المرتبطة بالسهم (حق في الإعلام وحق في التصويت وحق في الربحية... الخ)؛ قد تكون الأسهم مسجلة لحاملها أو اسمية وفي هذه الحالة تكون هوية المساهم معروفة لدى المصدر⁽¹⁾؛

ثانياً: سندات الاقتراض: تعتبر سندات الاقتراض سندات تمثل مستحق على المصدر، ويعتبر حاملها دائناً أو "دائن سندي" يحصل على فوائد طويلة المدة التي يوجد فيها سند الاقتراض بجوزته، يمكن أن تتخذ سندات الاقتراض أشكالاً عديدة يحددها المصدر بناءً على الأهداف المحددة للتمويل وللمستهدفين (سعر فائدة ثابت وسعر قابل للتغيير أو سندات قابلة للتحويل... الخ)؛

تدخل في حكم القيم المنقولة حصص الصناديق بما فيها هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة وهيئات توظيف الأموال بالمجازفة وصناديق التوظيف الجماعي للتسديد⁽²⁾.

ثالثاً: هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة: تعتبر هيئة التوظيف الجماعي للقيم المنقولة "مؤسسة مالية يتم توظيف الأموال المستثمرة فيها في القيم المنقولة وفي السيولات، وهناك نوعان من حيث الشكل القانوني لهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة شركات الاستثمار ذات رأس مال متغير وصناديق التوظيف المشترك.

- 1- شركات الاستثمار ذات رأس مال متغير هي "شركة مساهمة ينحصر غرضها في تدبير محفظة القيم المنقولة والسيولات"؛
- 2- صناديق التوظيف المشترك هي "ملكية مشتركة للقيم المنقولة والسيولات"؛
- 3- هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة هي بمثابة "منتجات الادخار تسمح للمساهمين أو حاملي الحصص لديها بالحصول على السيولة الكاملة لاستثمارها من خلال عملية الاكتتاب (خلق حصص جديدة للمستثمرين) وإعادة اقتناء الحصص الموجودة لدى المستثمرين بناءً على ثمن وحيد يسمى بـ "قيمة التصفية"؛
- 4- يمكن الحصول على هذه القيمة عبر القيام بعملية قسمة القيمة الإجمالية للأصول الصافية لدى هيئة التوظيف الجماعي للقيم المنقولة على عدد الحصص أو عدد الأسهم المتداولة، وتحسب هذه القيمة ويتم نشرها حسب دورات محددة؛
- 5- ترتب هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة حسب الفئة بناءً على إستراتيجية الاستثمار التي تنتهجها الهيئة وحسب مكونات وطبيعة الأصول:

(1)- www.cdvm.gov.ma/ar/instruments-financiers

(2)- Idem.

الفصل الخامس:..... مقارنة بين مجزئة (التورين) بالمغرب (جماعة التورين) (التقليدية) ومجزئة ماليزيا وطر والكويت (جماعة التورين) (الإسلامي)

- أ. هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة "الأسهم" تستثمر في أغليبتها في الأسهم وشهادات الاستثمار وحقوق التخصيص وحقوق الاكتتاب المدرجة بسوق الأوراق المالية؛
- ب. هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة "سندات الاقتراض" تستثمر في أغليبتها في سندات الديون؛
- ج. هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة "النقدية" تستثمر في أغليبتها في السيولات وفي سندات الديون ذات استحقاقات قصيرة المدى؛
- د. هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة "التعاقدية" تعطي بطريقة تعاقدية الحق في تحقيق المردودية أو شيء من الضمان؛
- هـ. هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة "المتنوعة" لا تنتمي إلى أي فئة من الفئات المشار إليها أعلاه؛

رابعاً: هيئات توظيف الأموال بالمجازفة: تشمل هيئات توظيف الأموال بالمجازفة شركات رأس مال المجازفة والصناديق المشتركة لتوظيف الأموال بالمجازفة.

1- يتم تعريف نشاط رأس مال المجازفة الذي تقوم به هيئات توظيف الأموال بالمجازفة على أنه: "تمويل لرأس مال المقاولات الصغرى والمتوسطة على شكل سندات رأس المال أو على شكل سندات الديون قابلة أو غير القابلة للتحويل إلى سندات رأس المال، وكذا على شكل تسبيقات من الحساب الجاري للشركاء"؛

2- يتم تدبير الهيئة المكلفة بتوظيف الأموال بالمجازفة من قبل شركة مسيرة وتكون الهيئة مملوكة بصفة مشتركة من قبل المستثمرين على شكل حصص أو سندات، لا يتمتع الصندوق المشترك لتوظيف الأموال بالمجازفة بالشخصية المعنوية فهو ملكية مشتركة للأصول تُصدر الحصص وتعتبر شركات رأس مال المجازفة كشركة مساهمة، وهناك نوعان من حيث الشكل القانوني لهيئات توظيف الأموال بالمجازفة شركات رأس مال المجازفة والصناديق المشتركة لتوظيف الأموال بالمجازفة؛

خامساً: صناديق التوظيف الجماعي للتأمين: يراد بالتسديد مثلما تم ذكره سابقاً "العملية المالية المتمثلة في قيام صندوق توظيف جماعي للتسديد بتملك ديون مؤسسة أو مجموعة مؤسسات مُبادرة بواسطة إصدار حصص وعند الاقتضاء سندات دين"، والديون التي يمكن تسنيدها هي كالتالي⁽¹⁾:

- 1- سندات الديون و لاسيما منها سندات الديون القابلة للتداول؛
- 2- ديون تتوفر على ضمانات رهنية تكون في حيازة الهيئات غير تلك الحائزة على الديون المشار إليها أدناه وفق مفهوم المقتضيات التي تنظمها (ديون متلائمة مع ضمانات رهن عقاري والممتلكة من قبل هيئات أخرى غير مؤسسات الإقراض والمنظمات المماثلة والمسيرة من قبل القانون 03/34 المتعلق بمؤسسات الإقراض والمنظمات المماثلة)؛
- 3- ديون تكون في حيازة مؤسسات الائتمان والهيئات المعتمدة في حكمها والناجحة عن عمليات عن عمليات الإقراض أو العمليات المماثلة لعمليات الإقراض كعمليات القرض الإيجاري والكرء مع خيار الشراء، عمليات الفوترة الخارجية... الخ؛
- 4- ديون تكون في حيازة المؤسسات العمومية وشركات الدولة وكذا الشركات التابعة العامة؛

(1)- ظهير شريف رقم 1/08/95 الصادر في 20 أكتوبر 2008 بتنفيذ القانون رقم 06/33 المتعلق بتسديد الديون، ص: 8.

الفصل الخامس:..... مقارنة بين تجربة (التورن) بالمغرب (جماعة التورن) (التقليدية) وتجربة ماليزيا وكندا (جماعة التورن) (الإسلامية)

5- ديون تكون في حياة الأشخاص المعنويين المقفوض إليهم أو الحائزين على إجازات استغلال المرافق العامة، مع مراعاة الموافقة المسبقة للسلطة المقفوضة؛

6- ديون تكون في حياة المقاولات التي ينظمها القانون رقم 99-17 المتعلق بمدونة التأمينات والتي تهم عمليات التأمين والعمليات المعتبرة في حُكمها (العمليات المتضمنة تغطية الأخطار المتعلقة بالأشخاص أو أصول أو مسؤولية)؛

ملحوظة: يوضح الجدول الموالي تطور جاري القيم لدى الوديع المركزي الخاصة بصناديق التوظيف الجماعي للتسييد ما بين

2014-2012

الجدول رقم (6-5): جاري القيم لدى الوديع المركزي (الخاصة بصناديق التوظيف الجماعي للتسييد ما بين 2014-2012)

2014		2013		2012		صناديق التوظيف الجماعي للتسييد
جري القيم	عدد القيم	جري القيم	عدد القيم	جري القيم	عدد القيم	
مليار درهم	المحتفظ بها	مليار درهم	المحتفظ بها	مليار درهم	المحتفظ بها	
5	30	3,9	27	3,1	24	

المصدر: التقرير السنوي لمجلس القيم المنقولة، 2014، ص: 37.

الفرع الرابع: رهانات وآفاق القانون المغربي للتورن بالمغرب

مما لاشك فيه أن التجربة المغربية في مجال التوريق ستساهم في تطوير ودفع هذا النوع من العمليات بمختلف أنواعها ليس فقط بالمغرب ولكن بالمغرب العربي ككل، ولما لا في دول أخرى وهو ما تحقق فعلا مع كل من مصرف الإسكان ومصرف تونس العربي الدولي بتونس في إطار عملية توريق مست قروض الرهن العقاري السكنية (RMBS).

أولاً: لقد كان لمجلس القيم المنقولة دورا كبيرا في إعداد القانون 33/06، بالإضافة إلى دوره في مجال مراقبة صناديق التوظيف الجماعي للتسييد وذلك عن طريق الفصل بين نشاط الإدارة والنشاط الخاص بالمؤتمن وتحديد الهيئات التي يمكن أن تؤدي هذا الدور؛ وممارسة رقابة صارمة على المعلومات وتوسيع قائمة العقوبات التي يمكن أن يصدرها المجلس؛

ثانياً: حماية الادخار، وذلك من خلال:

- 1- وضع إطار قانوني وتنظيمي متجانس ومتوازن؛
- 2- نوعية المتدخلين: لا بد من ترخيص مسبق لمؤسسة التدبير أو التسيير ووضع نظام خاص بالمؤتمن (المصارف المعتمدة وصندوق الودائع والتدبير والمؤسسات التي مقرها الاجتماعي بالمغرب والتي لها كموضوع الودائع والقروض والضمان وإدارة الصناديق أو عمليات التأمين وإعادة التأمين والتي تظهر على قائمة محددة من قبل الإدارة بعد استشارة مجلس القيم المنقولة)؛
- 3- وجود رقابة مستمرة على الوثائق ورقابة في عين المكان أثناء عمليات التوريق على كل من المؤسسات المسيرة والمؤسسات المؤتمنة والمؤسسات البادئة والمؤسسات ماسكة الحسابات، والحرص على فهم أو ضبط المخاطر المرتبطة بهيئة الاستثمار؛

ثالثاً: اعتماد المؤسسة المسيرة: يجب على كل شركة تجارية وقبل ممارسة مهنة مؤسسة مسيرة لصندوق التوظيف الجماعي للتسييد أن تكون معتمدة مسبقا من قبل الإدارة بعد استشارة مجلس القيم المنقولة، حيث يضمن هذا الأخير أن الشركة

الفصل الخامس: مقارنة بين تجربة التوريق بالمغرب (جماعة التوريق التقليدية) وتجربة ماليزيا وكندا (جماعة التوريق الإسلامي)

طالبة الاعتماد ومسيروها يستوفون الشروط القانونية لممارسة هذا الدور (المقر الاجتماعي ورأس المال الأدنى... الخ)؛ كما أنها تقدم ضمانات كافية فيما يتعلق بميكلها التنظيمي ووسائلها التقنية والبشرية وخبرة مسيرتها وتمتع بالاستقلالية لتقييم تطور الديون المملوكة من قبل صندوق التوظيف الجماعي للتسديد والذي يسير الضمانات المرتبطة بالصندوق إذا كان ذلك ضروريا.

يكون سحب الاعتماد بطلب من المؤسسة المسيرة أو باقتراح من مجلس القيم المنقولة عندما لا تتوفر شروط الاعتماد في هذه المؤسسة أو هي محل عقاب تأديبي أو انضباطي، كما أعطى القانون مجلس القيم المنقولة مجموعة مؤهلات في مجال مراقبة المعلومات (مدونة معلومات والتقرير السنوي والنشر... الخ)، حيث تحدد مدونة المعلومات كل العناصر الضرورية لإعلام المكتتبين في الحصص أو الديون والمصدرة من قبل صندوق التوظيف الجماعي للتسديد الخاضعة لاستشارة مجلس القيم المنقولة وتأشيرته إذا كانت هناك دعوة عامة للادخار، تحرر هذه المدونة وفقا لنموذج محدد من قبل مجلس القيم المنقولة⁽¹⁾؛

رابعاً: تعد منتجات التوريق حديثة في المشهد المالي المغربي، لذا من بين الصعوبات التي تواجهها هو ضعف السيولة، حيث أن المبلغ الإجمالي للدين الخاص بصفة عامة، هذا بالإضافة إلى غياب الإحصائيات الرسمية حول سيولة المنتج وكيفية التسعير وذلك بالأخذ بالحسبان الاهتلاكات واحتمال المصادفات حول التدفقات المستقبلية.

هناك مجموعة من الإجراءات المرافقة الضرورية من أجل تطوير عمليات التوريق بالمغرب ومنها، تعميم برامج التكوين على كل المستويات وتحديد موقع صندوق التوظيف الجماعي للتسديد على المستوى التنظيمي واستخدام ضمانات إضافية في إطار عمليات اتفاقيات إعادة الشراء والمراجعة في حالة الارتفاع ونسب امتلاك حصص الصندوق في المحافظ (تجانس بين النسب ومستوى المخاطرة الحقيقية للأداة)؛ بالإضافة إلى إمكانيات توريق الأخطار التأمينية (توريق حقوق على المؤمن لهم أو محفظة تأمين على الحياة وتوريق حقوق على مُعيد التأمين أو حقوق مُعيد التأمين على المؤمن).

المطلب الثاني: الأطراف المتضمنة في عمليات التوريق بالمغرب

تتدخل في إطار عمليات التوريق بالمغرب عدة أطراف سيتم التطرق إليها، وهذا بالإضافة إلى قواعد عملها.

الفرع الأول: نظام إدارة صندوق التوظيف الجماعي للتسديد

يتضمن مجموعة من القواعد الأساسية، ومنها⁽²⁾:

أولاً: إمكانية امتلاك الصندوق لديون جديدة وشروط تعويض أو استبدال الشركة المسيرة مع ضرورة إخطار مجلس القيم المنقولة، وكل تعديل على نظام الإدارة يخضع لاعتماد جديد؛

ثانياً: يجب أن يوضع التقرير السنوي تحت تصرف كل حامل حصة بعد 3 أشهر من إفعال الدورة، والذي يحتوي على وثائق محاسبية مصادق عليها، إلى جانب تقرير لجرد الأصول مصادق عليه من قبل المؤمن والذي يُمكن من معرفة تطور

(1)- كما حدد الأمر الوزاري لوزارة الاقتصاد والمالية رقم 10-2562 الصادر في 6 سبتمبر 2010 في الجريدة الرسمية للملكة المغربية، عدد رقم 5884 لـ 21 أكتوبر 2010، ص: 4759، المادة الأولى: "رأس المال الأدنى للمؤسسات المسيرة لصناديق التوظيف الجماعي للتسديد والذي يجب أن يساوي على الأقل 2 مليون درهم".

(2)- ظهير شريف رقم 1/08/95 الصادر في 20 أكتوبر 2008 بتنفيذ القانون رقم 06/33 المتعلق بتسديد الديون، ص: 12.

الفصل الخامس:..... مقارنة بين تجربة (التورن) بالمغرب (جماعة التورن) (التقليدية) وتجربة ماليزيا وكندا (جماعة التورن الإسلامي)

أصول الصندوق خاصة في مجال إعسار المدينين وتحقق الضمانات وحسائر الديون الصعبة، ترسل نسخة مجلس الإدارة ونسخة مجلس القيم المنقولة؛

نالتا: يحدد مجلس القيم المنقولة الطرق التي من خلالها تلجأ المؤسسة المسيرة للإشهار أو الإعلان عن نشاطها المتعلق بالصندوق الذي تديره، حيث وبدون المساس بالعقوبات الجزائية المنصوص عليها من قبل القانون، فإن مجلس القيم المنقولة مؤهل قانونا لإصدار عقوبات تأديبية ضد المؤسسات المسيرة والمؤسسات المؤتمنة والتي تخالف القانون 06/33، ومن بينها الإنذار والتوبيخ والعقوبات النقدية وفقا لجدول ملحق بالنظام العام لمجلس القيم المنقولة^(*)؛

رابعاً: إمكانية إدراج صندوق التوظيف الجماعي للتسديد في سوق الأوراق المالية، حيث لا بد وأن تدخل حيز التنفيذ المعاملات بالاتفاق (de gré à gré)؛

خامساً: يتم التنازل عن الأصول مرة واحدة أو على أساس دوري - إمكانية إعادة التعبئة-⁽¹⁾؛

سادساً: تتضمن عملية التوريق بموجب القانون 06/33 في حصول صندوق التوظيف الجماعي للتسديد، الحصول على ديون مؤسسة أو لمؤسسات بادئة عن طريق إصدار حصص والتي لا بد من تحديد خصائصها ودرجتها وتاريخ استحقاقها وفتاها المختلفة؛ ويتم إنشاء هذا الصندوق بمبادرة متصلة لمؤسسة مسيرة وأخرى مؤتمنة واللذان تضعان نظام تسييره؛ كما يمكن أن يمتلك هذا الصندوق بشكل جزئي أو كلي الديون الموجودة الحالية أو المستقبلية، أين المبلغ أو تاريخ الاستحقاق محددين أو غير محددين⁽²⁾؛

سابعاً: يمكن للصندوق أيضا الاكتتاب مباشرة في إصدار أوراق المديونية والتي تمثل حق دين على الهيئة المصدرة، وقابلة للتداول عن طريق الاكتتاب بحساب أو عن طريق العرف باستثناء الأوراق التي تعطي دخل مباشر أو غير مباشر لرأس مال الشركة، ويتعلق الأمر خصوصا بالسندات وأوراق الدين القابلة للتداول المسيرة من قبل القانون 94/35 المتعلق ببعض أوراق المديونية القابلة للتداول (شهادات الإيداع وسندات الخزينة... الخ)؛

ثامناً: يحدد الحد الأدنى لمبلغ رأس مال مؤسسات تدير صندوق التوظيف الجماعي للتسديد، كما تحصر قائمة المؤسسات التي يحق لها مزاوله مهام مؤسسة الإيداع بقرار من الوزير المكلف بالمالية بعد استطلاع رأي مجلس القيم المنقولة⁽³⁾.

(*)- إذا كانت العقوبات التأديبية المنصوص عليها ضد المؤسسات المسيرة دون أثر، يمكن أن يقترح مجلس القيم المنقولة على الإدارة إما منع أو تخفيض ممارسة بعض العمليات من قبل المؤسسة المسيرة وإما سحب الاعتماد منها.

(1)- أبرز مثال حول توريق التدفقات المستقبلية هو العملية التي قامت بها سلطة دبي للكهرباء والماء (DEWA) Dubai Electricity and Water Authority والتي تم التمويل فيها عن طريق توريق المداخل المستقبلية للكهرباء والماء والناجئة عن محفظة محددة العملاء، وهي متوقعة لمدة 9 سنوات ولمدة قصوى 29 سنة ابتداءً من حيز تطبيقها في أوت 2007؛ مبلغها الحالي 2 مليار دولار ومن الممكن أن يرتفع تبعاً للاحتياجات واحتياطي حجم الديون المحددة للعملية. واليوم إعادة التمويل مؤمنة خاصة على مستوى الأسواق المالية للأوراق التجارية (ABCP) والمصنفة من قبل "ستاندر أند بورز" و"موديز" و"فيتش"، كما أنها تستفيد من ضمان حكومة دبي والتي تضمن بعض المخاطر الخاصة (كمخاطرة الأداء).

(2)- صدر قرار عن وزير الاقتصاد والمالية رقم 832.14 في 2014/8/4 والقاضي بتحديد الحالات والكميات التي يجوز من خلالها لصندوق توظيف جماعي للتسديد نغوبت الأصول المؤهلة قبل نهاية عملية التسديد والديون غير المستحقة وغير الحال أجلها التي تملكها من مؤسسة أو عدة مؤسسات مبادرة في إطار عملية التسديد المنصوص عليها في القانون 33.06 المتعلق بتسديد الأصول. ج ر، عدد 6303، 2014/10/27، ص ص: 7435-7436.

(3)- المادة (2) والمادة (5) من المرسوم رقم 2-08-530 الصادر في 17 من رجب 1431 هـ (30 يونيو 2010) بتطبيق القانون 33/06 المتعلق بتسديد الديون، المغير والمتمم للقانون رقم 35/94 المتعلق ببعض سندات الديون القابلة للتداول والقانون رقم 01-24 المتعلق بعمليات الاحتفاظ، ص: 1.

الفرع الثاني: المؤسسة المسيرة (المدرسة) والمؤسسة المؤتمنة

يفصل القانون المتعلق بالتوريق بالمغرب بين مهام المؤسسات المسيرة والمؤسسات المؤتمنة:

أولاً: المؤسسة المسيرة هي "شركة تجارية معتمدة مسبقا من قبل الإدارة بعد استشارة مجلس القيم المنقولة والتي تتوفر فيها بعض الشروط خاصة رأس المال وتمثل بعض الضمانات"، يكمن دور المؤسسة خاصة في القيام بالتنازل عن الديون وتسيير صندوق التوظيف الجماعي للتسيير وإصدار حصص وأوراق مديونية أخرى لصالح الصندوق والتسيير للمؤسسة المتنازلة بسعر التنازل عن الديون؛ ويبلغ رأس المال الأدنى للمؤسسات المسيرة أو المديرية 2 مليون درهم⁽¹⁾؛

ثانياً: المؤسسة المؤتمنة: يمكن أن تكون مصرفا معتمدا أو صندوقا للودائع والتسيير أو كل مؤسسة تظهر في قائمة محددة وموضوعة من قبل الإدارة بعد استشارة مجلس القيم المنقولة، والتي يكون مقرها الاجتماعي بالمغرب ولها كموضوع الودائع أو الإقراض أو الضمان أو إدارة الصناديق أو عمليات التأمين وإعادة التأمين، ودورها الاحتفاظ بالأصول وحراستها ولا بد أن تُضمّن وظائف المؤسسة المسيرة والمؤتمنة من قبل مؤسسات أخرى ومختلفة عن المؤسسة البادئة؛

ثالثاً: يخضع مشروع تنظيم الإدارة لمشورة مجلس القيم المنقولة عندما لا يكون هناك نداء عام للادخار، وللترخيص أو الاعتماد إذا كان هناك نداء عام للادخار، كما أدخل القانون الجديد عقوبات تأديبية والتي يمكن أن يصدرها مجلس القيم المنقولة كالتوبيخ أو الإنذار ضد كل من المؤسسة المسيرة والمؤتمنة في حالة عدم إتمام التزاماتهما⁽²⁾.

الفرع الثالث: الأوراق المالية المصدرة من قبل صندوق التوظيف الجماعي للتسيير

يصدر الصندوق حصصا مشابحة للقيم المنقولة طبقا للمادة 3 من الظهير 1-93-211 المتعلق بسوق الأوراق المالية، حيث يمكن أن يصدر سندات الخزينة القابلة للتداول بالشروط المنصوص عليها في القانون 35/94 المتعلق ببعض أوراق المديونية القابلة للتداول، أو سندات أين التسيير مضمون عن طريق التدفقات المالية المتولدة عن طريق جزء من أصول الصندوق.

أولاً: يمكن أن ينص نظام تسيير الصندوق على إنشاء أقسام داخله ولكل واحد منها نظامه الخاص ويخضع لمحاسبة منفصلة وذلك خلال مدة عمله، وإمكانية إنشاء قسم جديد يكون بمبادرة مشتركة من المؤسسة المسيرة والمؤسسة المؤتمنة، وكل قسم ينتج عنه إصدار حصص ممثلة لأصول الصندوق والتي قد تكون بفئات مختلفة وبفئات فرعية، تمثل حقوقا مختلفة على كل أو جزء من أصول الصندوق أو القسم،

ثانياً: يمكن أن يكتب في الحصة أو أوراق المديونية المصدرة من قبل الصندوق من قبل كل شخص طبيعي أو معنوي وهذا وفقا للأحكام التشريعية والتنظيمية والقانونية وكذا القواعد الاحترازية للتوظيف، ويتعلق الأمر خصوصا بالصناديق المشتركة

(1)- الأمر الوزاري رقم 351/01 الصادر في فيفري 2001 المحدد للقواعد المحاسبية المطبقة على صندوق التوظيف الجماعي للتوريق، الصادر في الجريدة الرسمية رقم 5884، 2010/10/21، المادة 1، ص:10.

(2)- هناك جزاءات عقابية أخرى: غرامة نقدية من 200000 إلى 1000000 درهم بالنسبة لمسيري مؤسسة بادئة والذين قاموا وعن قصد بامتلاك مؤسسة تسيير الصناديق المشتركة للتوظيف أو شركة استثمار برأس مال متغير حصصا لصناديق التوريق تتجاوز السقف القانوني للامتلاك المساوي لـ 5% من قيمة الحصة لهذا الصندوق أو غرامة مالية من 5000 إلى 50000 درهم بالنسبة لأعضاء مجلس إدارة المؤسسة المسيرة الذين سمحوا باقتطاع عمولات تتجاوز المستويات المحددة من قبل نظام التسيير.

الفصل الخامس:..... مقارنة بين تجربة التوريق بالمغرب (جماعة التوريق التقليدي) وتجربة ماليزيا وطر والكويت (جماعة التوريق الإسلامي)

للتوظيف وشركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير التي ليس بإمكانها امتلاك إلا 5% من قيمة حصص الصندوق، أما تلك المصدرة في إطار توريق محفظة ديون مشكوك في تحصيلها فلا يمكن الاكتتاب فيها أو امتلاكها إلا من قبل بعض المستثمرين المحددين خاصة المستثمرين المؤهلين والمستثمرين غير المقيمين باستثناء الأشخاص الطبيعيين⁽¹⁾؛

ثالثا: من بين أهم ما جاء به القانون الجديد للتوريق بالمغرب أيضا، هو إمكانية امتلاك الصندوق ديون جديدة (إمكانية إعادة التعبئة) وإصدار حصص جديدة بعد الإصدار الأولي، لا بد وأن ينص على امتلاك هذه الديون الجديدة في نظام تسيير الصندوق أو على مستوى التنظيمات الخاصة المتعلقة بكل قسم، ولا بد أن تمثل نفس الخصائص من أجل ضمان مستوى مماثل من الأمان والممنوح لحاملي الحصص الأولية.

الفرع الرابع: (التغطية ضد المخاطر والتنازل عن الديون)

هناك العديد من الآليات والتي يمكن أن يلجأ إليها صندوق التوظيف الجماعي للتسديد من أجل التغطية ضد المخاطر المحتملة من جهة، كما حدد القانون كيفية التنازل عن الديون وطرق تخصيص السيولة للصندوق.

أولاً: لا بد وأن يقوم الصندوق بالتغطية ضد المخاطر الناتجة عن الديون المثورة عن طريق إحدى الآليات التالية⁽²⁾:

- 3- الضمانات المرتبطة بالديون المثورة خاصة رهونات العقارية؛
- 4- فارق القيمة الذي يوافق التنازل للصندوق بمبلغ الديون يفوق مبلغ الحصص وأوراق المديونية المصدرة؛
- 5- إصدار حصص وعند الاقتضاء أوراق مديونية خاصة موجهة لتحمل المخاطر المالية أولا؛
- 6- الحصول على ضمانات من مؤسسات الإقراض المعتمدة؛
- 7- الحصول على قروض من المؤسسات البادئة؛
- 8- كل آلية أخرى نص عليها في نظام التسيير أو التدبير.

ثانياً: يتم التنازل عن الديون لصالح الصندوق عن طريق الاستلام الوحيد للمؤسسة المسيرة بقائمة أو لائحة والتي من خلالها يمكن التحويل الآلي للديون وذلك بمبادلة الطرف المقابل المحدد باللائحة، ومع ذلك لا يتم تحويل الضمانات أو رهونات أو رهونات العقارية أو الكفالات والديون إلا إذا نص عليها صراحة نظام التسيير واللائحة⁽³⁾؛

ثالثا: يحدد نظام إدارة الصندوق شروط ومعايير الإدارة والتوظيف وتخصيص السيولة للصندوق والتي يمكن توظيفها في القيم التالية⁽⁴⁾:

- 1- القيم المصدرة من قبل الخزينة وأوراق المديونية المضمونة من قبل الدولة؛
- 2- الودائع المنفذة لدى مؤسسة إقراض معتمدة طبقاً للتشريع المعمول به؛

(1)- ظهير شريف رقم 1/08/95 الصادر في 20 أكتوبر 2008 بتنفيذ القانون رقم 06/33 المتعلق بتسديد الديون، ص ص: 5-6.

(2)- المرجع السابق، ص: 25.

(3)- يمكن لصناديق التوظيف الجماعي للتسديد قصد تغطية المخاطر المترتبة عن الديون التي تمتلكها الحصول على ضمانات تمنحها مؤسسات الائتمان المعتمدة ومقاولات التأمين وإعادة التأمين وهذا طبقاً لقرار وزير الاقتصاد والمالية رقم 2563.10 الصادر في 2010/9/6.

(4)- المرجع السابق، ص: 26.

3- أوراق المديونية القابلة للتداول؛

4- حصص صناديق التوظيف الجماعي في التوريق باستثناء حصصه الخاصة؛

5- الحصص أو أسهم هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة في أسواق الأوراق المالية أو النقدية؛

رابعاً: يملك مجلس القيم المنقولة سلطتي الرقابة المستمرة والتحقق وذلك بموجب القانون 06/33 على كل من صناديق التوظيف الجماعي للتسديد والمؤسسات البادئة والمؤسسات المؤتمنة والمسيرة وماسكو حسابات التخصيص الخاصة بالصناديق وماسكو حسابات الحصص وأوراق المديونية المصدرة من قبل صناديق التسديد.

كما لا بد أن تضع المؤسسات المسيرة وقبل إنشاء صناديق التسديد لدى مجلس القيم المنقولة وثيقة معلومات خاصة بها وذلك طبقاً لنموذج نمطي مقترح من قبل المجلس، والذي تم وضعه تحت مسؤولية المؤسسات البادئة من أجل توظيف الأوراق المالية المصدرة من قبل الصندوق بالقرب من المستثمرين.

الفرع الخامس: المعايير المحاسبية المطبقة على تورن (الدروب) بالمغرب

تم وضع القواعد عن طريق قانونيين، المعيار (IAS 39) المتعلق بالأدوات المالية والذي يعالج خاصة مبادئ عدم التقييد المحاسبي للأصول المالية، المعيار (IAS27) والذي يعالج عمليات عدم التوظيف للهيئات ذات الغرض الخاص، تهدف قائمة تفسيرات (SIC)^(*) إلى تحسين تطبيق المعايير الدولية وإمكانية المقارنة على نطاق العالم للبيانات المالية التي يتم إعدادها باستخدام معايير المحاسبة الدولية وذلك بتفسير المسائل المحاسبية المثيرة للجدل، وهي تفسيرات معتمدة وجزء من المنشورات الرسمية وخاصة (SIC12).

أولاً: قواعد (تورن) (الدروب) الموروثة (عدم التفسير المحاسبي) (عدم التوظيف في المعايير المحاسبية الدولية): وفقاً لمعيار (SIC12)

يمكن استخلاص أربعة معايير من أجل توظيف "هيئة ذات غرض خاص":

1- وجود نشاطات للهيئة ذات الغرض الخاص لحساب مؤسسة الإقراض وفقاً لاحتياجاتها التشغيلية بطريقة تسمح لها من الحصول على مزايا منها؛

2- تمتلك مؤسسة الإقراض سلطة اتخاذ القرار للحصول على معظم مزايا أنشطة الهيئة ذات الغرض الخاص أو قوّضت بعض هذه السلطات بوضع آلية القيادة أو الإرشاد الآلي التلقائي⁽¹⁾؛

3- تمتلك مؤسسة الإقراض حق الحصول على أغلبية المزايا للهيئة ذات الغرض الخاص وبالتالي يمكن تعرضها للمخاطر المرتبطة بأنشطة هذه الهيئة؛

4- أو تحتفظ مؤسسة الإقراض بأغلبية المخاطر المتبقية المرتبطة بملكية الهيئة ذات الغرض الخاص أو لأصولها من أجل الحصول على مزايا من هذه الأنشطة؛

ثانياً: ينص المعيار (IAS 39) على ثلاثة معايير من أجل عدم التقييد المحاسبي للأصول المالية المَحْوَلَة:

(*)- Standing Interpretations Committee.

(1)- mécanisme de pilotage automatique.

- 1- تحويل تدفقات نقدية للخرزينة للأصول المتنازل عليها؛
- 2- تحويل شبه كلي للمخاطر والمزايا؛
- 3- وتحويل الرقابة على الأداة؛
- 4- يجب أن يتم تقدير هذه المعايير بطريقة متتابعة، وذلك باحترام مختلف المراحل (تحليل شجرة اتخاذ القرار) وعدم احترام معيار واحد والمتخذ بشكل منفرد يمكن أن يمنع عدم التقييد المحاسبي؛

نالتا : هناك ثلاث حالات ممكنة لتحويل المخاطر والمزايا⁽¹⁾:

- 1- التحويل الشبه الكلي للمزايا والمخاطر: تؤهل العملية من أجل عدم التقييد المحاسبي (الفرق بين المبلغ الإجمالي المحاسبي وسعر التنازل يدرج في حسابات النتيجة)؛
- 2- الاحتفاظ شبه الكلي للمخاطر والمزايا: العملية غير مؤهلة لعدم التقييد المحاسبي، كالتزامات المعطاة على الديون المحولة ضد مخاطر إفسار المقترض، حيث يظل الأصل مدرج في حسابات الميزانية ودين يتم تسجيله من أجل المبلغ المحصل عليه (يتم تحليل العملية كقرض مضمون عن طريق الأصل المتنازل عليه)؛
- 3- تحويل جزئي للمخاطر والمزايا: تحتفظ الهيئة ذات الغرض الخاص في بعض الحالات بجزء من مخاطر ومزايا الأصل المحوّل أو ضمان جزئي أو جزء من التدفقات النقدية للخرزينة أو خيار إعادة الشراء الجزئي أو حق إدارة الأصل المحوّل... الخ، إجمالاً ليست محولة ولا إجمالاً محتفظ بها (وضعية لا-لا)؛
- 4- لا بد من تحديد إذا ما كانت الرقابة على الأصل المحوّل محتفظ بها، وذلك عندما لا يكون للمتنازل القدرة العملية على بيع الأصل دون تقييد، أما إذا كانت غير محتفظ بها فلا يتم تقييد الأصل محاسبياً، وكل أصل أو خصم أو حق أو التزام تم إنشاؤه أو محتفظ به خلال التحويل يتم إدراجه محاسبياً بشكل منفصل؛ يؤدي تطبيق معايير (IFRS) إلى إعادة توطيد جزء مهم من عمليات التنازل عن الأصول أو للمخاطر المرتبطة بها في إطار عمليات التوريق؛

رباعاً: أصدرت "لجنة بازل" توصيات لتأطير تحويل المخاطر:

- 1- الركن الأول: تحديد متطلبات الأموال الخاصة على أساس المخاطر المستنفذة: اللجوء إلى تصفية احترازية؛
- 2- الركن الثاني: يعالج التقديرات التي يمكن للمنظم اتخاذها إذا ضمنت المصارف دعم ضمني أو غير تعاقدية؛
- 3- الركن الثالث: تقديم نموذج منفصل من أجل الإبلاغ عن تعرضات التوريق؛
- 4- يمكن للمؤسسة المتنازلة أن تستثني التعرضات المؤرقة من حساب أصولها المرجحة إذا:
أ. تم تحويل جزء مهم من مخاطر القروض المرتبطة بالتعرضات المؤرقة لأطراف أخرى؛
ب. لم يحتفظ المتنازل برقابة فعالة أو غير مباشرة على التعرضات المحولة؛

(1) - conférence titrisation, titrisation au Maroc, bilan et perspectives, op.cit., p. 20 .

ج. إذا كانت الأوراق المالية المصدرة لا تشكل التزامات للمتنازل: المستثمرين الذين يحصلون على الأوراق المالية لا يمتلكون سوى حق أو دين على محفظة التعرضات المستند إليها*).

نظامها: تم وضع المعايير المحاسبية المطبقة على صندوق التوظيف الجماعي للتسديد حاليا أو المعالجة المحاسبية لعمليات التسديد بواسطة الأمر الصادر عن وزارة الاقتصاد المالية والخصوصية والسياحة المغربية رقم 01/351 والصادر في فيفري 2001، هذا الأخير يحدد المعايير المحاسبية المطبقة على توريق ديون الرهن العقاري.

1- تتكون أصول ميزانية الصندوق أساسا من الديون المؤرقة والمسجلة بقيمتها الاسمية، ويشكل الفرق بين القيمة الاسمية وسعر الشراء انخفاض أو فائض والذي يسجل في جانب الأصول للميزانية والذي سيكون محل عرض أو نشر وفقا للطرق المحددة عن طريق نظام تسيير الصندوق، والطريقة الأنسب لهذا العرض هي تلك المتعلقة بالنسب الاكتوارية أو الحسابية والتي لا بد من إعادة فحصها مع كل قرار محاسبي تبعا لكل التعثرات المحققة؛

2- الانخفاض الناتج عن فائض القيمة يسجل في جانب الخصوم، حيث يتحقق الانخفاض عندما تصبح عدم التغطية الكلية أو الجزئية لدين محتمل وذلك عن طريق تشكيل مؤونة للمخاطر والتكاليف، أما عندما يصبح الدين غير قابل للتحصيل فإن مبلغه يحمل للتكاليف؛

3- تسجل الحصص والسندات المصدرة من قبل الصندوق بقيمتها الاسمية وتقدم منفصلة في جانب الخصوم للميزانية، ويظهر الفرق مقارنة بسعر الإصدار في الميزانية في بند فارق الإصدار، ومصاريف الإصدار المتحملة من قبل الصندوق تسجل في جانب الأصول في بند مصاريف أولية (إعدادية)، حيث تمتلك هذه المصاريف بطريقة خطية طيلة مدة عمل الصندوق؛ أما التسيقات المنفذة للصندوق من قبل المؤسسة المكلفة بالتحصيل يتم تسجيلها محاسبيا في ديون الخزينة؛

4- تبعا للإصلاح الجديد للإطار القانوني للتسديد، يتم حاليا التحضير لمشروع معايير محاسبية جديدة من قبل المجلس الوطني للمحاسبة بالمغرب، والذي يهدف إلى توسيع الإطار المحاسبي الحالي وذلك بالأخذ بعين الاعتبار مستجدات تم إدخالها بموجب القانون 06/33 المتعلق بالتسديد، خصوصا:

أ. إمكانية اللجوء للاقتراض؛

ب. توسيع الديون القابلة للتسديد: ديون مشكوك فيها وديون القرض الإيجاري والديون المستقبلية... الخ؛

ج. إمكانية التنازل عن ديون تحت ظروف معينة؛

د. إمكانية تشكيل أقسام داخل الصندوق؛

5- أما القواعد المحاسبية المطبقة على المؤسسات البادئة، يعالج التوريق على مستوى المخطط القانوني المحاسبي كتنازل، وبالتالي فإن الديون المتنازل عنها تختفي من ميزانية المتنازل منذ استلام "لائحة التنازل"، وتقتصر المعايير المحاسبية الدولية

(*)- قدم منتدى الاستقرار المالي في أبريل 2008، تقريرا للدول السبع (G7)، يتضمن العديد من التوصيات من بينها تلك المتعلقة بعمليات عدم التويد، وبطريقة غير مباشرة لعمليات التوريق، حيث حدد التقرير والنسبة للبنود خارج الميزانية: يجب على مجلس معايير المحاسبة الدولية تحسين تنظيمات المعايير المتعلقة بالتقيد المحاسبي وللمعلومات المقدمة للهيئات غير الموددة، بطريقة أسرع والعمل مع واضعي معايير آخرين من أجل تقارب وجهات النظر. كما اقترح مجلس معايير المحاسبة الدولية أيضا تحسين التنظيمات المتعلقة بالمعلومات المقدمة خاصة الحالات التي تكون فيها الهيئة لا تزال لديها التزام مستمر على أصل مالي والذي سيكون غير مفيد محاسبيا. كما أن هناك توصيات أخرى تتعلق بتبسيط وتنميط الأدوات المشتقة المتفاوض عليها بالاتفاق، خلق غرفة مقاصة مركزية من أجل عقود المبادلة على التعثر، والمطالبة بضرورة احتفاظ مصدرى المنتجات المؤرقة في محافظهم بجزء من مخاطر الأصول محل العقد وغير المغطاة خلال فترة حياة الاداة.

الفصل الخامس:..... مقارنة بين تجربة التوريق بالمغرب (جمالة التوريق التقليدي) وتجربة ماليزيا وكندا والكويت (جمالة التوريق الإسلامي)

تحليلا على عدة مراحل من أجل تحديد إذا ما كان الأصل المالي سيتم إدراجه محاسبيا أم لا تبعا للتنازل، والمراحل الأساسية هي⁽¹⁾:

- أ. تحديد إذا ما كان كل الأصل تم تحويله؛
 - ب. فحص إذا ما كانت حقوق تحصيل غالبية التدفقات المالية للأصول المحولة والمزايا المرتبطة بها تم تحويلها مع الأصول المتنازل عنها؛
 - ج. تحديد إذا ما كانت أغلبية المخاطر المرتبطة بالأصول تم تحويلها كذلك؛
 - د. تحديد إذا ما كانت الرقابة المرتبطة بالأصول تم تحويلها.
- عندما تجتمع هذه الشروط، يمكن للهيئة المتنازلة عدم التسجيل المحاسبي للأصول المحولة، أما على مستوى قواعد التوطيد لا بد وأن يأخذ بادئ العملية بالحسبان بعض المعايير من أجل تحديد إذا ما كان على هيئة التوريق أن تدمج التوطيد في أي حالة وإظهار الأصول المؤرقة في ميزانيتها المؤطدة؛

ساو سا: النظام الضريبي لصندوق التوظيف الجماعي للتأمين:

- 1- يُعفى صندوق التوظيف الجماعي للتأمين من الضريبة على الشركات، هذه الشفافية مؤسسة طبقا "للمادة 6" من المدونة العامة للضريبة، بالنسبة للأرباح المحققة في إطار موضوعها الاجتماعي الأحكام والقرارات المتعلقة بإنشاء صندوق التوظيف الجماعي للتأمين وبامتلاك الأصول وبالإصدار والتنازل عن السندات والحصص وتعديل أنظمة التسيير والأحكام الأخرى المتعلقة بالعمل هي معفاة من حقوق التسجيل طبقا "للمادة 129" من المدونة⁽²⁾؛
- 2- يخضع الأشخاص الطبيعيون والمعنويون والذين يقومون بعمليات شراء وبيع لحصص الصندوق لرسمين:
 - أ. رسم على نواتج التوظيفات ذات الدخل الثابت والتي توافق للنواتج الناتجة عن أصول الصندوق؛
 - ب. رسم على فوائض القيمة^(*).

المطلب الثاني: تجربة القرض العقاري والسياسي بالمغرب

ظل القرض العقاري والسياسي الذي تم إنشاؤه سنة 1920 لمدة طويلة المصرف المغربي الاختصاصي في القروض المرتبطة بالتشجيع العقاري والسياسي ويطمح اليوم ليكون مصرفا شاملا حقيقيا، وهو مشروع يندرج فيه اقتناء 34% من رأس مال المغاربة للتأجير و 46% من رأس مال صوفاك للقرض، كما أنه يعد تابعا لمجموعة صندوق الإيداع والتدبير.

تم في إطار عمليات التوريق بالمغرب إطلاق أربعة صناديق للتوظيفات الجماعية للتأمين من قبل القرض العقاري والسياسي بمساهمة المغاربة للتوريق ويتعلق الأمر ب (CREDILOG1) و (CREDILOG2) و (CREDILOG3) و (CREDILOG4).

(1)- Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières (CDVM), **la titrisation**, janvier 2011, p : 27.

(2)- المدونة العامة للضرائب، المديرية العامة للضرائب، وزارة الاقتصاد والمالية، المملكة المغربية، نموذج رقم 2605، 2010، ص:9.

(*)- يعفى الأشخاص الطبيعيون سواء أكانوا مقيمين أو غير مقيمين من الضريبة على فوائض القيمة في حالة: وجود هبة أو بين الأزواج أو إخوة وأخوات، إذا كان الربح أو جزء منه يوافق التنازلات المحققة خلال الدورة لا تتجاوز عتبة 30000 درهم.

الفرع الأول: بيان تعريفية تمويل القرض العقاري والسياسي

يمكن توضيح أهم المحطات التاريخية التي مر بها القرض العقاري والسياحي المغربي من خلال الجدول الموالي:

الجدول رقم (8-5): التطور التاريخي للقرض العقاري والسياسي المغربي

السنة	الحدث
1920	إنشاء صندوق القروض العقارية للمغرب من قبل القرض العقاري للجزائر وتونس والقرض العقاري لفرنسا
1960	صندوق الودائع والتدبير (صدر الظهير 5 نوفمبر 1962 والذي أعطى صندوق القروض العقارية امتيازات شركة القرض العقاري وحدد مجال تدخلها في القطاعات العقارية والسياحية)
1967	تحول صندوق القروض العقارية للمغرب إلى القرض العقاري والسياحي مع توسع نشاط القطاع السياحي
1986	تزويد القرض العقاري والسياحي بالنظام الأساسي للمصارف (سمح له بقبول الودائع من عموم الجمهور وممارسة العمليات المصرفية).
1988	فتح الشبايك للودائع والعمليات المصرفية
2000	منح إصلاح شامل للقرض العقاري والسياحي
2004	تحول القرض العقاري والسياحي لمصرف السكن والعائلة
2007	تحول قانوني للقرض العقاري والسياحي لشركة مغلقة بمجلس إدارة ومجلس رقابة
2009	تحول طريقة الحوكمة لشركة مغلقة بمجلس إدارة ورقابة إلى شركة مغلقة بمجلس إدارة
2014	تحول القرض العقاري والسياحي إلى القرض العقاري والسياحي/مصرف وتبنى هوية جديدة.
2015	اتفاقية مشتركة مع مصرف قطر الدولي الإسلامي لإنشاء بنك إسلامي في البلاد بحصة 40% للشريك القطري

Source : www.cihbank.ma/corporate/cih-bank/historique

الفرع الثاني: صندوق (CREDILOG1)

تم تنظيم أول عملية توريق لقروض الرهن العقاري بالمغرب من قبل القرض العقاري والسياحي في إطار عملية إعادة هيكلته، كما جاءت هذه العملية لتعزيز النظام المالي حيث يعد التوريق أداة لعصرنة السوق المالية، ويمنح إمكانيات جديدة للتوظيف بالنسبة للمستثمرين، كما يعد أداة لتمويل قطاع أساسي في الاقتصاد وهو قطاع السكن.

أولاً تم إنشاء صندوق (CREDILOG1) في 16 أبريل 2002 بامتلاكه 4689 قرصاً بمبلغ اسمي قدر بحوالي 520.007.176,04 درهم^(*)، وتمت تسوية امتلاك هذه القروض عن طريق ناتج الإصدار لأربع فئات (P1) و (P2) و (S) و (R)، حيث كلا من (P1) و (P2) هي حصص ذات أولوية، أما (S) فهي الحصص التابعة و (R) هي الحصص المتبقية والمكتتبة من قبل القرض العقاري والسياحي والتي سيتم التسديد لها عند أجل الاستحقاق عن طريق تخصيص عائد التصفية⁽¹⁾.

(*)- تم بيع الديون لهيئة ذات غرض خاص وكانت عبارة عن قروض متوسطة وطويلة الأجل ذات أسعار فائدة ثابتة ومضمونة عن طريق رهونات من الدرجة الأولى لصالح صناديق التوظيف الجماعي للتسديد والتي قامت بمقابلها بإصدار أوراقا مالية تباع للمستثمرين.

(1)- **Note d'Information, CREDILOG1**, Avril 2002, p : 5.

الفصل الخامس:..... مقارنة بين تجربة التورنسي بالمغرب (جمالة التورنسي التقليدي) وتجربة ماليزيا وكندا (جمالة التورنسي الإسلامي)

تسديدات الديون (رأس المال + الفوائد) تودع في هذا الصندوق، وبعد التسديد للمستثمرين وشركة التسيير، يعيد الصندوق إيداع المبلغ المتبقي للمتنازل تبعاً للتسديدات ويصبح بذلك مالكا للديون (تدفقات نقدية و ضمانات وامتيازات... الخ)؛ كما تضمن المؤسسة المتنازلة تغطية الديون وتحويل للصندوق كل التدفقات المالية (آجال الاستحقاق والتسديدات المسبقة) المرتبطة بالديون ويكون التسديد دوريا وفقا لفئة الأوراق المالية المملوكة؛

ثانياً: فارق الفائدة الموجود بين مبلغ الفوائد المستحقة على القروض المورقة من جهة، ومبلغ الفوائد المدفوعة لحاملي الأوراق المالية والعمولات المستحقة من طرف الصندوق من جهة أخرى، تغذي تدريجيا صندوق الاحتياط.

هناك العديد من تقنيات تعزيز الائتمان والتي تهدف إلى تقوية آليات تغطية مخاطر عجز المدينين والتي يمكن استخدامها، كالضمانات الخارجية أو الداخلية أو إصدار حصة متبقية أو حصص تابعة، بالإضافة إلى فارق القيمة وصندوق الاحتياط، كما يمكن لصندوق التوظيف الجماعي للتسديد اللجوء لتمويل احتياج مؤقت للسيولة عن طريق اللجوء لإقتراضات نقدية حُدِّد سقفاً بـ 10% من الأصول الصافية للصندوق أو إحدى أقسامه في بداية السنة⁽¹⁾؛

ثالثاً: سمحت هذه العملية للقرض العقاري والسياحي بتحسين نظام المعلومات وتأهيل سلاسل المعالجات وتقوية الجهاز والتغطية وإعطاء فعالية أفضل للمكتب الخلفي بالإضافة إلى تقوية روح الفريق، كما يحمل التوريق العديد من المزايا لبادئ العملية بحيث منحه حلاً جديداً لإعادة التمويل دون إسهامات للأموال الخاصة وبأقل تكلفة مقارنة بالاقتراض فيما بين المصارف أو إصدار قرض سندي، وهذا راجع لوجود علاوة مخاطر أقل، ومن جهة أخرى فإن توريق المصرف لجزء من محفظة قروضه سوف يحدث دخولا للخزينة مقابل خروج جزء من التزاماته من الميزانية، فبالإضافة لتسهيلات التمويل فقد حول القرض العقاري والسياحي جزءاً من مخاطره نحو أطراف أخرى وحسن بذلك النسب الاحترازية؛

رابعاً: تم إصدار الحصص لصالح أول صندوق للتوظيفات الجماعية للتسديد في 22 أبريل 2002 والذي سمي بـ (CREDOLOG1)^(*) وقد قام بعملية الإصدار كل القرض العقاري والسياحي والمغربية للتوريق، وتم بذلك ميلاد سوق الرهن العقاري المغربية، ولقد كان لشركة (MT) هدف وحيد وهو امتلاك قروض الرهن العقاري المتنازل عنها من قبل (CIH) لإصدار ولمرة واحدة قيمة منقولة تسمى "حصصاً" ممثلة للقروض المذكورة سابقاً في أربع فئات متميزة بمبلغ 500 مليون درهم؛ حصص ذات الأولوية (P1) (parts prioritaires) متوسط أجلها يقارب 3 سنوات وتمثل 73% من الإصدار وحصص ذات الأولوية (P2) متوسط أجلها يقارب 9 سنوات وتمثل 21% من الإصدار والحصص الثانوية التابعة (S) ومتوسط أجلها يقارب 5 سنوات وتمثل 5% من الإصدار والحصص الثانوية المتبقية (R) (part secondaire résiduelle) والمكتتب فيها من قبل القرض العقاري والسياحي⁽²⁾.

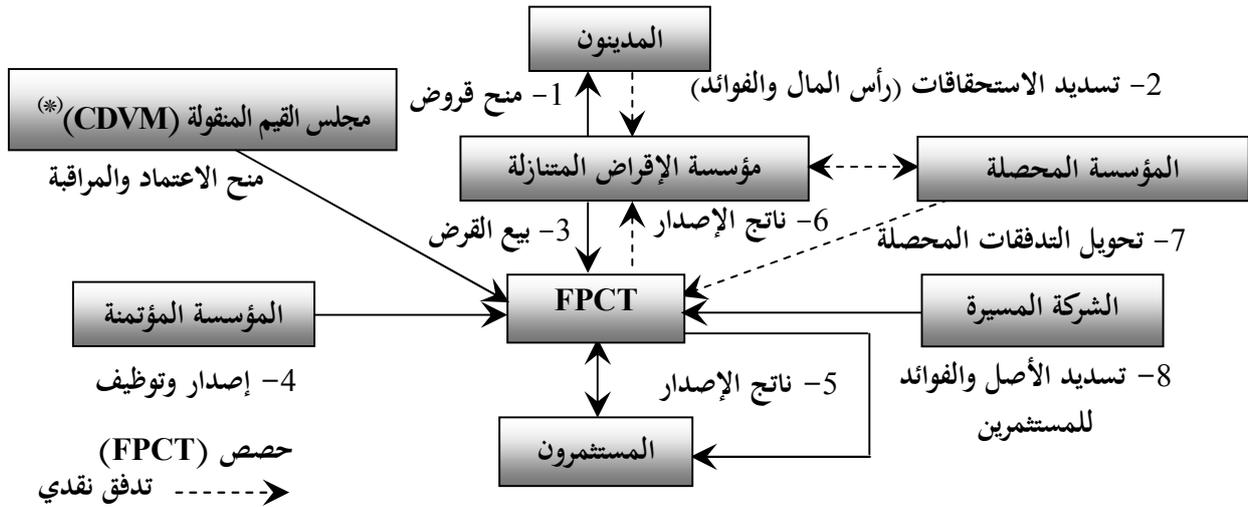
(1)- يمكن تجاوز هذا السقف في حالتين: (*)- إذا نص نظام تسيير الصندوق صراحة على سقف أعلى، (*)- بمبادرة من الصندوق بشرط أن يحظ بقبول مجلس القيم المنقولة. ويقصد بأصل صافي: "رأس المال المتبقي المستحق للديون التي لم يحن أجل استحقاقها بعد"، وهذا طبقاً للقرار الوزاري رقم 2564/10 الصادر في سبتمبر 2010 والمحدد لسقف الاقتراضات النقدية، المادة 1 و 2.

(*)- CREDILOGE أو القرض العقاري الممنوح للأفراد وهو من بين المنتجات المقدمة من قبل القرض العقاري والسياحي إلى جانب التمويل المسبق ومخطط ادخار- سكن (ISKANE).

(2)-www.maghrebtitrisation.ma/servlet/ServletDocumentation?tache=Selection&idType=2

يوضح الشكل الموالي مراحل عمليات التوريق بالمغرب.

(الشكل رقم (2-5): مراحل عملية التوريق بالمغرب)



(*)- Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières.

Source: www.maghrebtrisation.ma/jsp/qui-sommes/index.jsp.

خامسا: وفقا للقانون المغربي المتعلق بالتوريق، فإنه لا يمكن أن يكتسب في حصص (FPCT) إلا من قبل المستثمرين المؤسساتيين كهيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة ومؤسسات الإقراض وهيئات التقاعد والمعاشات وشركات التأمين... إلخ، أما الأشخاص الطبيعيون فقد تم استبعادهم من قبل القانون ولكن بإمكانهم الاكتتاب بشكل غير مباشر في هذه المنتجات المالية عن طريق هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة⁽¹⁾؛

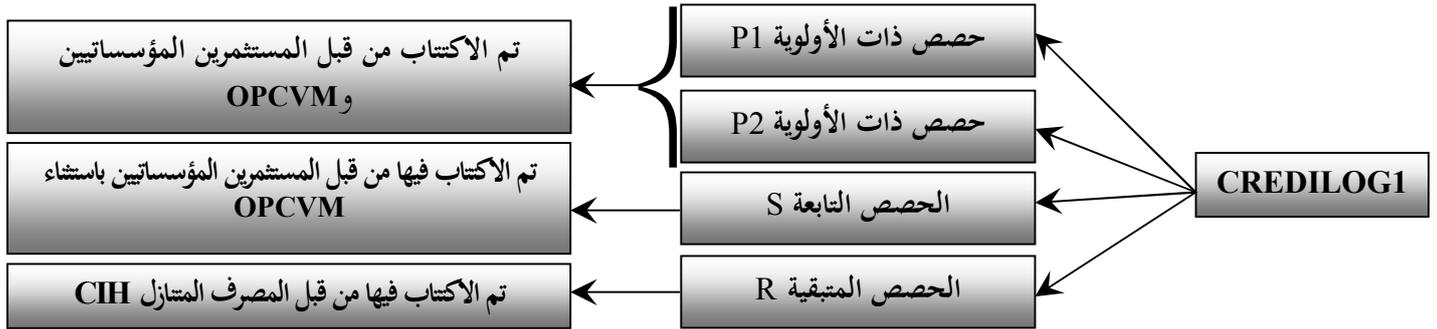
سادسا: ضمت عملية التوريق بالإضافة للقرض العقاري والسياسي كلا من صندوق الإيداع والتدبير والصندوق المركزي للقرض العقاري لفرنسا (CCCIF) و(UPLINE) و(M.S.IN) و(Proparco) وهذه الأخيرة تم إنشاؤها سنة 1977 وهي شركة ترقية ومساهمة للتعاون الاقتصادي ومملوكة من قبل الوكالة الفرنسية للتنمية ويتمثل دورها في إيجاد مساهمات (من 5% إلى 20%) في رأس مال المؤسسات على مدة متوسطة تقدر بـ 5 سنوات، والهدف من هذه المساهمة هو تشجيع خلق وتطوير فروع لها في عدة مناطق ومن بينها الدول الإفريقية حيث يكون للاستثمار في الخارج عن طريق (Proparco) ميزات ضريبية، ومن مهامها أيضا التمويل المصرفي والعمليات المالية⁽²⁾؛

يوضح الشكل الموالي هيكلية الإصدار وكيفية الاكتتاب في حصص الصندوق (CREDILOG 1)

(1)- Idem.

(2)- Samia Oulounis, *Gestion financière internationale*, Alger, O.P.U, 2005, p : 74.

(الشكل رقم (3-5): هيكله الإصداري لـ CREDILOG 1)



المصدر: من إعداد الطالبة انطلاقا من معطيات شركة المغاربية للتسييد.

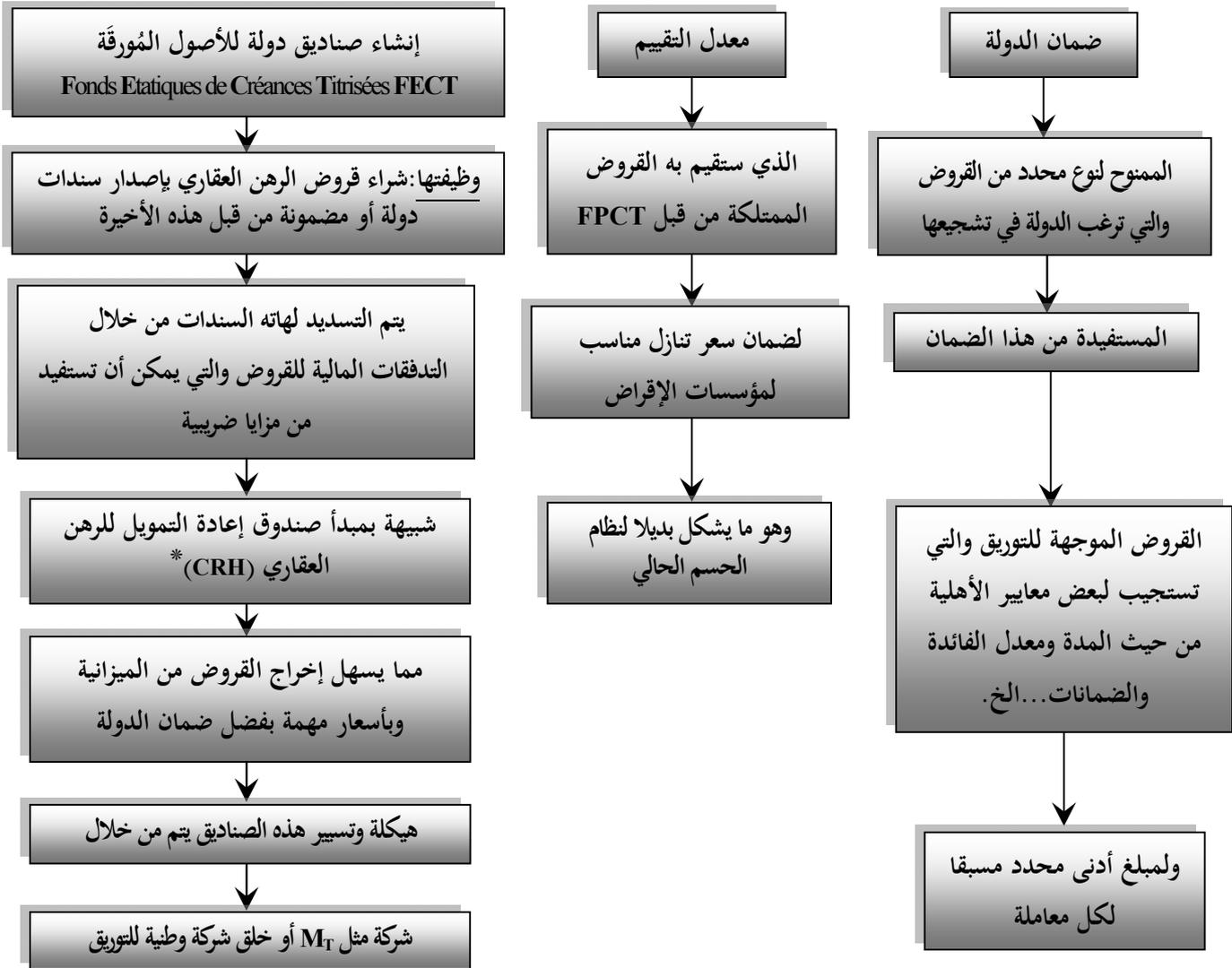
سابعاً: أما عن نسب الاكتتاب فقد جاءت على الشكل التالي، تم الاكتتاب في الحصص ذات الأولوية (P1) بـ 18% من قبل مؤسسات الإقراض و 20% من قبل هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة و 38% من قبل شركات التأمين وصناديق التقاعد و 24% من قبل المستثمرين المؤسساتيين الآخرين، وتم الاكتتاب في الحصص (P2) بصورة واسعة من قبل هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة بـ 41% وشركات التأمين وصناديق التقاعد بـ 50%؛ وأما الحصص التابعة (S) فقد تم الاكتتاب فيها بـ 60% من قبل مؤسسات الإقراض⁽¹⁾.

يستفيد المستثمرون في هذا النوع من الحصص بمعاملة ضريبية و/أو قواعد ترجيح ملائمة والهدف هو رفع حجم القروض وفي نفس الوقت تسهيل عملية توريقها وتوظيف الحصص المصدرة عن طريق إجراءات مخفزة، حيث يستخدم معدل التقييم (taux de valorisation) لتقييم القروض المملوكة من قبل الصناديق، وتكمن الفكرة في ضمان معدلات تفضيلية لمؤسسات الإقراض المانحة للقروض وإمكانية التنازل عنها بسعر أعلى من قيمتها الاسمية.

هناك بعض الإصلاحات الضرورية التي من الممكن وضعها حيز التنفيذ حتى يتم تحقيق فائدة من عمليات التوريق بالمغرب والتي لا بد من التعجيل في تطبيقها والموضحة في الشكل الموالي:

(1)-www.maghrebitrisation.ma/servlet/ServletDocumentation?tache=Selection&idType=2

التمثيل رقم (4-5): (الإصلاحات الضرورية لتنظيم عمليات التوريق بالمغرب)



(*)- Caisse de Refinancement Hypothécaire.

Source: [www.maghrebitrisation.ma/intervention de Hicham Karzazi, la titrisation enjeux et opportunités, p : 6.](http://www.maghrebitrisation.ma/intervention%20de%20Hicham%20Karzazi,%20la%20titrisation%20enjeux%20et%20opportunités,%20p%20:6)

يوضح الجدول الموالي هيكلية الإصدار لصندوق (CREDILOG1)

الجدول رقم (9-5): هيكلية الإصدار لصندوق (CREDILOG1)

نوع الحصص	عدد الحصص	المبلغ	معدل الفائدة	أجل الاستحقاق	متوسط الأجل (سنة)
P1	3650	365.000.000,00	6.22%	سبتمبر 2008	2.84
P2	1080	108.000.000,00	7.32%	مارس 2016	8.8
S	250	25.000.000,00	6.3%	مارس 2016	4.67
R	1	2.000.738,57	-	-	-
المجموع	4981	500.000.738,57			

Source: www.maghrebitrisation.ma/credilog1_évolution.jsp

الفصل الخامس:..... مقارنة بين تجربة التورني بالغرب (جمالة التورني التقليدي) وتجربة ماليزيا وكندا والكويت (جمالة التورني الإسلامي)

تامنا: تواصلت تغذية صندوق الاحتياط حتى بلغ عتبة 25 مليون درهم والناجحة عن الفرق بين التسديدات المنفذة من قبل المقترضين بمعدل 12.7% والتسديدات المنفذة من قبل الصندوق للمستثمرين بمعدل 6.64% والتكاليف المتعلقة بتسييره، وبالموازاة مع ذلك فقد تمت تغطية الصندوق ضد مخاطر التعثر عن التسديد للمقترضين من خلال الضمانات المرتبطة بالقروض وصندوق الاحتياط وعن طريق إصدار الحصة المتبقية والتي تتحمل أولا خطر التعثر عن التسديد، إضافة إلى التسبيقات التقنية من قبل المصرف المتنازل؛ وشكلت (Proparco) ضمانا للحصص التابعة للصندوق عن طريق التزامها بالتسديد لها عند حلول آجال استحقاقها⁽¹⁾؛

تاسعا: كان الهدف بالنسبة لصندوق (CREDILOG1) هو وضع هيكل ذات نوعية جيدة ماثلة لسندات الخزينة حيث تم إتباع معايير التصنيف (AAA) من أجل الوصول لمنتج ذا إمضاء جيد⁽²⁾، وكانت أولى الضمانات المقدمة للمستثمرين هو استفادة القروض برهن من الدرجة الأولى^(*) وبهذا الضمان الحقيقي فقط يمتلك الصندوق تغطية بأكثر من 150%، ثم تأتي الضمانات المالية والتي على رأسها صندوق الاحتياط بـ 25 مليون درهم والذي من الممكن أن يصل إلى 40 مليون درهم، إضافة إلى خط تسبيق تقني في حالة وجود احتياج في السيولة ويسقف قدر بـ 30 مليون درهم والذي يمكن استعماله في أية لحظة، أما ثالث ضمان فيتعلق بهيكله الحصص المصدرة بين حصص ذات أولوية والتي لها الأولوية على التسديدات والحصة المتبقية والتي تمثل حماية إضافية للمستثمرين، وإلى جانب هذا يظهر ضمان (Proparco) التي تمنح إمضاء دوليا للحصص التابعة⁽³⁾؛

الفرع الثالث: صندوق (CREDILOG2)

تم إطلاق ثاني صندوق والذي سمي بـ (CREDILOG2) خلال سنة 2003 وبمبلغ 1 مليار درهم وهو ذا هيكله مشابهة لـ (CREDILOG1) لكن دون ضمان خارجي من قبل (Proparco)، وتلخص هيكله إصدار (CREDILOG2) في الجدول الموالي⁽⁴⁾:

الجدول رقم (10-5): هيكله الإصدار لصندوق (CREDILOG2)

نوع الحصص	عدد الحصص	المبلغ	معدل الفائدة	أجل الاستحقاق	متوسط الأجل (سنة)	الأمد (سنة)
P1	5620	562.000.000,00	5.11%	ديسمبر 2008	2.99	2.65
P2	3870	387.000.000,00	6.39%	سبتمبر 2019	10.02	8.72
S	500	50.000.000,00	6.85%	سبتمبر 2019	6.89	5.81
R	1	1.006.830,62	-	-	-	-
المجموع	9991	1.000.006.830,62	-	-	-	-

Source: www.maghrebitrisation.ma/credilog2_évoluation.jsp

(1)- Idem.

(2)-www.maghrebitrisation.ma/credilog1_évoluation.jsp

(*)- عقد رهن يضمن للذي يملكه الأولوية على الأصل المرهون في حالة تعثر المقترض عن التسديد.

(3)-www.maghrebitrisation.ma/credilog1_évoluation.jsp

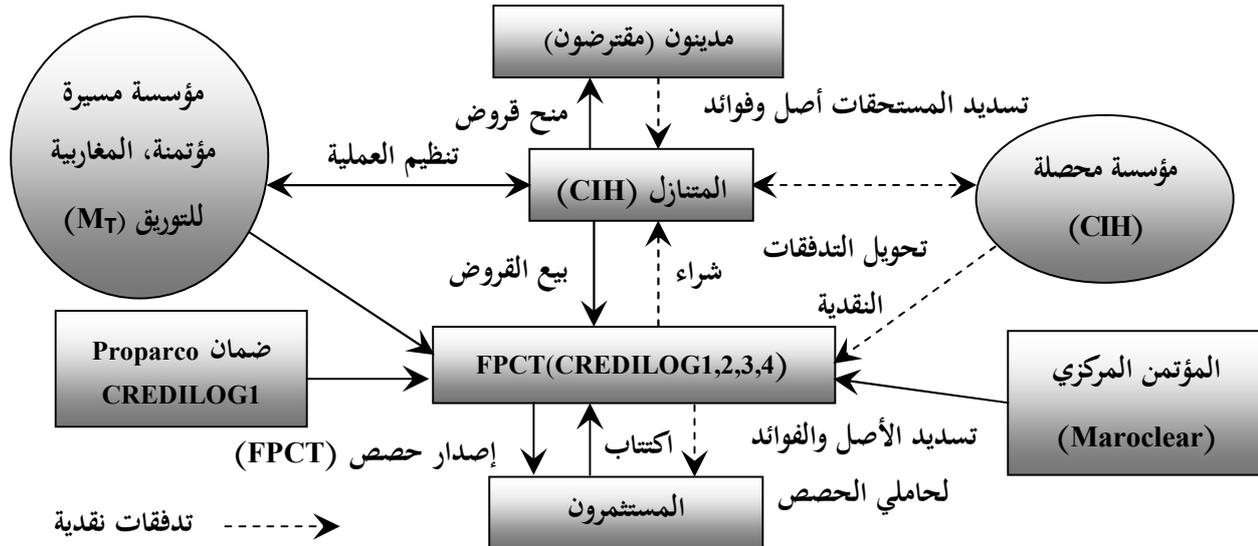
(4)-www.maghrebitrisation.ma/Securization "The North African experience" Asset Backed Finance, Dubai Conference 15-19/5/2005, p: 10.

الفصل الخامس:..... مقارنة بين تجربة التوريق بالمغرب (جماعة التوريق التقليدية) وتجربة ماليزيا وكندا والكويت (جماعة التوريق الإسلامي)

تم الاكتتاب في الحصص (P1) و(P2) و(S) من قبل المستثمرين المؤسساتيين، أما الحصص المتبقية فقد تم الاكتتاب فيها من قبل المصرف المتنازل (CIH)، وبلغ مستوى الضمانات المرتبطة بـ (CREDILOG2) 1.9 مليار درهم منها 1.1 مليار درهم تحت شكل ضمانات حقيقية و60 مليون درهم خط سيولة و40 مليون درهم صندوق احتياط... الخ⁽¹⁾.

يوضح الشكل الموالي الأطراف المتدخلة في عملية التوريق للقرض العقاري والسياحي:

الشكل رقم (5-5): الأطراف المتدخلة في عملية التوريق لمصرف (CIH)



Maroclear: المؤتمن المركزي للأوراق المالية بالمغرب، بدأ نشاطه في سنة 1997.

المصدر: من إعداد الطالبة

أطلق القرض العقاري والسياحي خلال 2008 و2014 كلا من (CREDILOG3) و(CREDILOG4) على التوالي وذلك بالتعاون مع المغاربية للتوريق.

الفرع الرابع: صندوق (CREDILOG3)

تم إنشاء ثالث صندوق في 22 ديسمبر 2008، وخصص هذا الإصدار للمستثمرين المؤسساتيين وفقا للقانون المغربي، وتتلخص هيكلية الإصدار للصندوق في الجدول الموالي:

الجدول رقم (5-11): هيكلية الإصدار للصندوق (CREDILOG3)

نوع السندات والحصص	عدد السندات والحصص	المبلغ الاسمي الإجمالي	المبلغ الاسمي الوحدوي	معدل الفائدة %
A1	12 750	1.275.000.000,00	100.000,00	4,83
A2	1 500	150.000.000,00	100.000,00	5,42
B	740	74000.000,00	100.000,00	5,39
R	1	1.000.888,46	1.000.888,46	
المجموع	14 991	1.500.000.888,46		

Source : Communiqué de presse/CDVM, décembre 2008, p : 1.

(1)-Note d'Information, CREDILOG 2, Juin 2003, p: 4.

الفرع الخامس: صندوق (CREDILOG4)

تم إطلاق الصندوق الرابع للقرض العقاري والسياحي في 30 أبريل 2014، تم تشكيله انطلاقاً من التنازل عن ديون رهن عقاري قدرت بحوالي المليار و200 مليون درهم والذي كان عبارة عن قرض سندي وخُصِّصَت العملية للمستثمرين المؤسساتيين ومؤسسات الإقراض وهيئات التوظيف الجماعي بمبلغ 960 مليون درهم، والباقي والمقدر بحوالي 240 مليون درهم فكانت عبارة عن حصص متبقية (R1 و R2 بمبلغ 140 و 100 مليون درهم على التوالي) تم الاكتتاب فيها من قبل القرض العقاري والسياحي، ويلخص الجدول الموالي بعض البيانات المتعلقة بالصندوق.

الجدول رقم (12-5): (FT CREDILOG IV)

رمز المؤتمن المركزي	Ma0000050320	نسبة الكوبون	4,42%
الفئة	FPCT	نسبة تعزيز الائتمان	20%
رأس المال الأولي	12000 12 996,18	المعدل المتوسط المرجح	8,7%
رقم الاعتماد	AG/ / 001/2014	المدة المتوسطة المرجحة المتبقية	184 شهر
تاريخ الاعتماد	25/04/2014	تاريخ الاستحقاق	2022/4/10

Source : www.cdvm.gov.ma/instruments-financiers/opc/ft-credilog-IV

رصيد الصناديق في 2015/06/30 موضح في الجدول المبسط التالي:

الجدول رقم (13-5): رصيد الصناديق في 2015/06/30

الرصيد لغاية 2015/06/30 مليون درهم	FPCT
تمت تصفيته	CREDILOG1
تمت تصفيته	CREDILOG2
713,4	CREDILOG3
908,3	CREDILOG4

Source: Communication financière résultats au 30/06/2015, p : 4.

الفرع السادس: شركة التجاري للتسيير " Attijari titrisation " وشركة " BMCE capital titrisation "

صدر قرار لوزير الاقتصاد والمالية بالمغرب باعتماد شركة "التجاري للتسيير" لمزاولة مهمة مؤسسة تسيير صناديق التوظيف الجماعي للتسيير بناءً على طلب الاعتماد الذي قدمته الشركة بتاريخ 16 ديسمبر 2013⁽¹⁾، وعلى طلب منح الاعتماد المقدم من طرف مقاوله التأمين وإعادة التأمين "كوفاس المغرب" وبعد موافقة مجلس القيم المنقولة بتاريخ 19 مارس 2014 قُدر اعتماد شركة "التجاري للتسيير" لمزاولة مهمة مؤسسة تسيير الصناديق الجماعية للتسيير.

كما تم بناء على طلب الاعتماد الذي قدمته BMCE capital titrisation بتاريخ 2015/8/4 وبعد استطلاع رأي مجلس القيم المنقولة بتاريخ 2015/10/20 تقرر اعتمادها لمزاولة مهمة مؤسسة تسيير صناديق التوظيف الجماعي للتسيير⁽²⁾.

يلخص الجدولين المواليين بعض البيانات التعريفية الخاصة "بالتجاري للتسيير" و "BMCE capital titrisation".

(1)- قرار وزير الاقتصاد والمالية رقم 4246.14 الصادر في 25 نوفمبر 2014، الجريدة الرسمية المغربية، عدد رقم 6322، 1 يناير 2015، المادة الأولى، ص: 171.

(2)- قرار لوزير الاقتصاد والمالية رقم 4072.15 الصادر في 2015/12/7، ج ر، عدد 6430، 2016/1/14، ص: 338.

المجلد رقم (14-5): التجاري للتسديد

التسمية	التجاري للتسديد
الموضوع الاجتماعي	التسديد أو التوريق
رأس المال الاجتماعي	11 400 000.00 درهم
تاريخ أول اعتماد	2014/11/25
رقم الاعتماد	قرار وزاري رقم 4246-14
العنوان	شارع الحسن الثاني 163 الدار البيضاء

Source : www.ammc.ma/entreprises-de-marché/societes-de-gestion/attijari-titrisation

المجلد رقم (15-5): BMCE capital titrisation

التسمية	BMCE capital titrisation
الموضوع الاجتماعي	التسديد أو التوريق
رأس المال الاجتماعي	2 000 000.00 درهم
تاريخ أول اعتماد	2015/12/07
رقم الاعتماد	قرار وزاري رقم 4072-15
العنوان	63 شارع المولاي يوسف

Source : www.ammc.ma/entreprises-de-marché/societes-de-gestion/bmce-capital-titrisation

المطلب الثالث: تجربة البنك الشعبي المركزي بالمغرب

بعد غياب دام ثلاث سنوات، عرف سوق التوريق بالمغرب انطلاقة حقيقية سنة 2012، بعد إعلان أربع هيئات رغبتها بالتنازل عن ديونها بمبلغ قدر بحوالي 6 مليار درهم، والبداية كانت مع "البنك الشعبي" بعملية وصل مبلغها لمليار درهم، وبعدها جاء دور كل من "الديوان الوطني للكهرباء والماء الصالح للشرب" والقرض الفلاحي المغربي و"البنك العقاري والسياحي" و"التجاري وفا بنك" والعملية الخاصة به في طور المصادقة من قبل مجلس القيم المنقولة. كما أن الدراسات جد متقدمة من أجل وضع حيز التطبيق لآلية توريق الديون البترولية المملوكة على صندوق المقاصة، وقد فتحت عملية البنك الشعبي الطريق أمام مصارف ومؤسسات عامة أخرى خاصة وأن العمليات التي تتم هيكلتها من قبل المغاربة للتوريق تتسم بالشفافية ومؤمنة خاصة ما تعلق بالأصول المرجعية أو محل العقد⁽¹⁾.

(1)-www.maghrebtitrisation.ma/servlet/ServletDocumentation?tache=Selection&idType=2

الفرع الأول: نبذة تعريفية بالبنك الشعبي المركزي

تأسس البنك الشعبي المركزي سنة 1961 بموجب قرار ملكي كي يصبح أول مصرف معترف به دوليا في المغرب، بعد استقلال هذا الأخير ساهم البنك الشعبي المركزي بشكل كبير في تطور اقتصاد الدولة، واليوم لدى المصرف أكبر شبكة وكالات مصرفية بالمغرب ولديه العديد من المكاتب في دول مختلفة من العالم.

يوضح الجدول الموالي أهم البيانات المتعلقة بالبنك الشعبي المركزي

الجدول رقم (16-5): بيانات تعريفية بالبنك الشعبي المركزي

تاريخ الإنشاء	2 فيفري 1961
الغرض من الشركة	يخص غرض البنك أربع مجالات: العمليات البنكية والمؤسسة المركزية البنكية للبنوك الشعبية الجهوية وأنشطة لحساب اللجنة المسيرة وعمليات التشغيل والاستثمار وشراء حصص رأس المال في الشركات التابعة.
بداية السنة المالية	الربع الأول
الملكية	النظام الجماعي لمنح رواتب التقاعد (6.41%)، البنك الشعبي الإقليمي بوجدة (5.72%)، البنك الشعبي الإقليمي بناظور الحسيمة (5.72%)، البنك الشعبي الإقليمي بمركز الجنوب (5.71%)، البنك الشعبي الإقليمي بطنجة تطوان (5.71%)، البنك الشعبي الإقليمي بمراكش بني ملال (5.71%)، البنك الشعبي الإقليمي برباط القنيطرة (5.70%)، البنك الشعبي الإقليمي (5.70%)، البنك الشعبي الإقليمي بفاس تازة (5.70%)، الصندوق المهني المغربي للتقاعد (5.57%)، مؤسسة التمويل الدولية (5.00%)، المجمع الشريف للفوسفاط (5.00%)، البنك الشعبي لصندوق الادخار - المغرب (4.75%)، الملكية الوطنية للتأمين (3.86%)، البنك الشعبي الإقليمي الجديدة صافي (3.54%)، الصندوق المغربي للتقاعد (3.00%)، البنك الشعبي للعيون (2.85%)، التعاضدية المركزية (2.80%)، سهام للتأمين (1.99%)، تأمين الوفاء (1.26%)، التعاضدية الفلاحية (0.18%)
رأس المال الاجتماعي	1 822 546 560,00 درهم
عدد الوكالات	1326

Source: Bource de Casablanca, fiche technique, extraction publiée le jeudi 7 avril 2016, p : 1-5.

الفرع الثاني: وصف عام للعملية

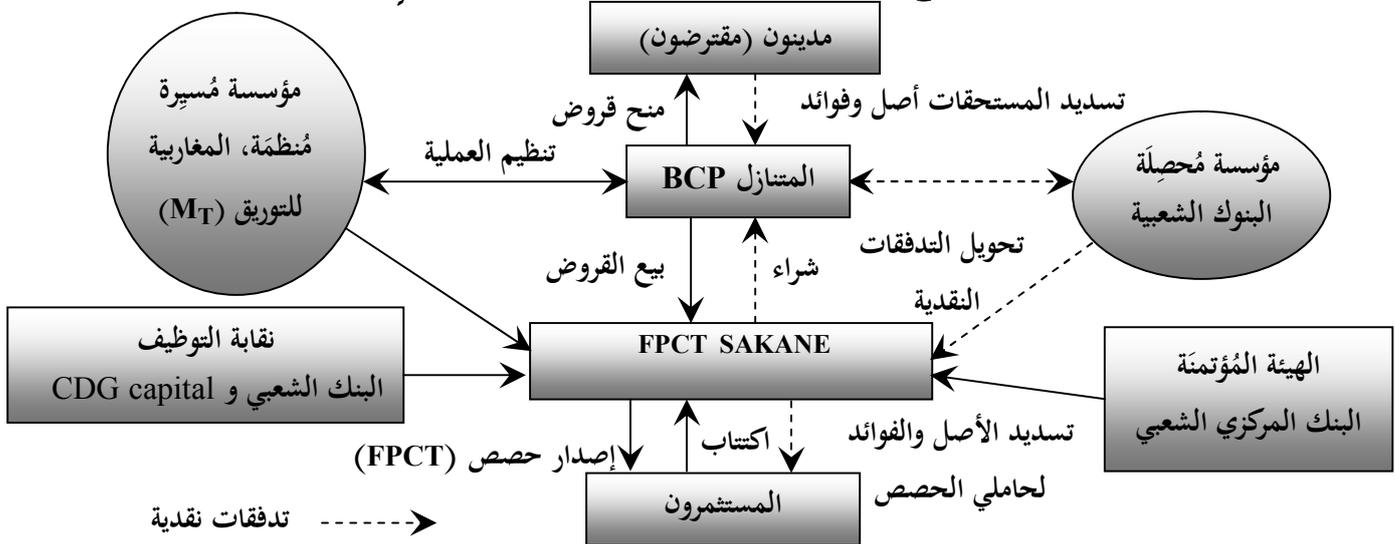
تمت تسمية صندوق التوظيف الجماعي للتوريق لهذه العملية بـ (FPCT SAKANE)، حيث كانت المغاربية للتسديد المؤسسة المنظمة والمستشار المالي للبنك الشعبي بالإضافة إلى كونها المؤسسة المسيرة لهذا الصندوق، وكانت هذه العملية هي الأولى من نوعها بعد دخول القانون الجديد حول التوريق محل التطبيق، كما وُصفت بأنها عملية ناجحة.

أولاً: يدخل هذا الصندوق في إطار إستراتيجية التنوع لمصادر التمويل لمجموعة البنك الشعبي وتمت هيكلة الصندوق بطريقة تسمح بتعظيم أمان المستثمرين، حيث يتكون جانب أصوله من ديون رهن عقاري مملوكة من قبل 11 بنكا شعبيا إقليميا، ويتعلق الأمر بديون سليمة ذات معدل ثابت مغطاة بشكل خاص برهونات من الدرجة الأولى والتي يستفيد منها كل قرض مُورق وتأمينات استغلال؛ وتمويل هذا الامتلاك أصدر الصندوق ثلاث فئات من السندات للمستثمرين

الفصل الخامس:..... مقارنة بين تجربة التوريق بالمغرب (حملة التوريق التقليدي) وتجربة ماليزيا وطر والكويت (حملة التوريق الإسلامي)

المؤسساتيتين، سندات ذات أولوية "B" و "A" وسندات تابعة "S" بالإضافة إلى حصص متبقية تم الاكتتاب فيها من قبل البنوك الشعبية الجهوية⁽¹⁾، كما استفادت هذه السندات من العديد من آليات التغطية سيتم ذكرها لاحقاً. يمكن توضيح الأطراف المتدخلة في العملية من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم (6-5): الأطراف المتدخلة في عملية التوريق للبنك الشعبي



CDG capital: مصرف الأعمال لصندوق الإيداع والتدبير، مؤسسة تابعة 100% لهذا الأخير، مهمته تدبير الموجودات وفاعلا مرجعيا لمصرف الاستثمار بالمغرب، كما يساهم في تطوير الأسواق المالية وفي التدبير الجيد للاذخار الوطني وذلك عبر تشكيلة من 50 هيئة للتوظيف الجماعي بالقيم المنقولة مطابقة للمعايير الدولية⁽²⁾.
المصدر: من إعداد الطالبة.

يوضح الجدول الموالي أهم خصائص الصندوق:

(1)-FPCT SAKANE, **Extrait de note d'information**, janvier 2012, p : 4.

(2)-إصدارات صندوق الإيداع والتدبير، مجموعة راندة في مغرب متنامي، من أجل مغرب المستقبل، مرجع سابق، ص: 10.

الجدول رقم (17-5): (FPCT SAKANE)

تسمية الصندوق	سكن
المنطقة	المغرب
فئة الأصول	رهن عقاري سكني (RMBS)
المصدر	صندوق توظيف جماعي للتوريق سكن
مبلغ العملية	مليار درهم
المُنظّم	المغربية للتسديد
وتيرة الاهتلاك	فصلية
نقابة التوظيف	المصرف المركزي الشعبي، مصرف الأعمال لصندوق الإيداع والتدبير CDG capital
وتيرة دفع الفوائد	فصلية
شركة التسيير	المغربية للتسديد
تسمية بلومبارغ	سكن 1 SAKAN1
المُحصِل	المصرف المركزي الشعبي
مراقبي الحسابات	Price Waterhouse
رقم الترخيص	AG/TI/001/2012
رقم التأشيرة	VI/TI/001/2012
رمز المُؤتمِن المركزي	MA 0000050122

Source : www.cdvm.gov.ma/instruments-financiers/opc/Sakane.

كافيا : كانت فترة الاكتتاب خلال الفترة الممتدة من 25 إلى 27 جانفي 2012، وتم إنشاء الصندوق في 30 جانفي 2012، يوضح الجدول الموالي الخصائص العامة للسندات المُصدّرة.

الجدول رقم (18-5): خصائص السندات المُصدّرة في إطار (FPCT SAKANE)

نوع السندات	عدد السندات	المبلغ الاسمي الإجمالي	المبلغ الاسمي الوحدوي	معدل الفائدة
سندات A	5000	500 000 000	100 000	4,45%-4,35%
سندات B	4150	415 000 000	100 000	4,60%-4,50%
سندات S	500	50 000 000	100 000	5,11%-5,01%
الحصص المتبقية	11	35002 283,24	غير مسجلة	غير مسجلة
المجموع	9661	1000 002 283, 24	-	-

Source : FPCT SAKANE, **Extrait de note d'information**, janvier 2012, p : 3.

يوضح الجدولان المواليان، هيكل جانب الخصوم لصندوق التوظيف الجماعي للتسديد سكن، بالإضافة إلى معطيات حول عائد الصندوق في 2016/01/16.

المجلد رقم (19-5): معطيات حمل عائد الصندوق في 2016/01/16

معدل الاستحقاق	معدل عدم التسديد ل 5 شهر	معدل عدم التسديد ل 3 شهر	معدل عدم التسديد ل 2 شهر	معدل عدم التسديد لشهر	معدل التسديد المسبق %	المدة المتوسطة المرجحة المتبقية (شهر)	المعدل المتوسط المرجح %	المبلغ الاسمي في نهاية الفترة درهم	المبلغ الاسمي الأولي درهم	الصندوق
2,2	0,2	0,6	2	11	0,2	135	6,3	614 832 330	1 000 001 431	FPCT SAKANE

Source : www.maghrebitrisation.ma/servletsnaphsotfonds?tache=pagesnaphsot&idclass=1&c=6

المجلد رقم (20-5): هيكل جانباي الصندوق التوظيف الجماعي للتوريق سكن في 2016 /01/16 (الوحدة مليون درهم)

النوع	رمز المؤتمن المركزي	القيمة الاسمية الأولية	القيمة الاسمية في نهاية الفترة	عامل الاهتلاك %	الكوبون	نسبة تعزيز الائتمان الابتدائية	نسبة تعزيز الائتمان الحالية
A	MA 00000 50 12 2	500 مليون درهم	287 938 300	57,6	4,45%	50	53,8
B	MA 00000 50 13 0	415 مليون درهم	250 574 136	60,4	4,6%	8,5	13,6
S	MA 00000 50 14 8	50 مليون درهم	50 000 000	100	5,11%	3,5	5,2
R	من 5015 إلى 5025	35 001 431	35 001 431	100	-	-	-

Source : www.maghrebitrisation.ma/servletsnaphsotfonds?tache=pagesnaphsot&idclass=1&c=6

الفرع الثالث: أهداف العملية

قرر مجلس إدارة البنك المركزي الشعبي بتاريخ 23 ديسمبر 2009، وضع حيز التنفيذ برنامج توريق للديون المملوكة من قبل المصرف وتشكيل صندوق التوظيف الجماعي للتسديد سكن، وقد تم تحديد معدلات الإصدار بالتشاور بين البنك الشعبي والمغربية للتسديد ونقابة التوظيف.

أولاً: كان الهدف الأساسي من هذه العملية هو تنويع مصادر التمويل بالنسبة للبنك الشعبي، وتحتل الأوراق المالية المصدرة من قبل الصندوق تدريجياً مع اهتلاك الديون المتنازل عنها والتي تشكل جانب الأصول للصندوق والذي ينتهي بالإطفاء الفعلي لآخر دين متنازل عليه؛ إلا في حالة التصفية المسبقة والتي قد تكون عندما يصبح رأس المال المتبقي المستحق للديون المملوكة من قبل الصندوق أقل من 10% من رأس المال المتبقي المستحق للديون بتاريخ الإصدار الأولي⁽¹⁾؛

ثانياً: تمت عملية التنازل عن طريق "قائمة تنازل" وفقاً للاتفاقية، والديون ناتجة عن قروض ممنوحة من قبل البنك الشعبي للأفراد خاصة لتمويل امتلاك وإنشاء مساكن فردية، هذه القروض مضمونة عن طريق رهونات من الدرجة الأولى بمعدل ثابت وتحتل عن طريق أقساط شهرية ثابتة؛

ثالثاً: بعد التنازل عن الديون لصالح الصندوق، تبقى مسيرة إما من قبل البنك الشعبي طبقاً لاتفاقية التحصيل التي تم إمضاؤها مع المغربية للتسديد أو من قبل كل هيئة تنوب عنه طبقاً للقانون 33/06، كما يمكن للصندوق وبعد هذا

(1)- FPCT SAKANE, Extrait de note d'information, op.cit., p : 6.

الفصل الخامس:..... مقارنة بين تجربة (التورن) بالمغرب (جماعة التورن) (التقليدية) وتجربة ماليزيا وكندا (جماعة التورن) (الإسلامي)

الإصدار امتلاك قيم خزينة أو الاكتتاب في هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة النقدية أو السندية أو تنفيذ ودائع لأجل لدى المصارف فقط، وهذا في إطار توظيف سيولة متوفرة مؤقتا خاصة حساب الاحتياط وهذا طبقا للتنظيم المعمول به؛

رابعاً: منذ تاريخ التنازل الأولي، يواصل كل متنازل بصفته مُحصِل وتحت رقابة شركة التسيير تأمين ولصالح الصندوق تسيير وتحصيل الديون المتنازل عليها من قبل، بالإضافة إلى تنفيذ الضمانات والإضافية المرتبطة بها طبقا لشروط اتفاقية التحصيل⁽¹⁾.

يوضح الجدول الموالي معطيات إحصائية وتاريخية متعلقة بالديون المتنازل عنها للصندوق بتاريخ التنازل الأولي.

الجدول رقم (21-5): معطيات إحصائية وتاريخية متعلقة بالديون المتنازل عنها

المؤشرات	التاريخ
عدد الديون	3358
المبلغ الإجمالي للديون بمليون درهم	1000 002 283,24
رأس المال المتبقي المستحق الأدنى للديون	27 983,00
رأس المال المتبقي المستحق الأقصى للديون	5 260 332,00
رأس المال المتبقي المستحق المتوسط للديون	2 97 797,00
المعدل المتوسط	6,45%
المعدل المتوسط المرجح	6,30%
المدة المتوسطة	209 شهر
المدة المتوسطة المرجحة	210 شهر
المدة الدنيا	59 شهر
المدة القصوى	300 شهر
المدة المتوسطة المتبقية	161 شهر
المدة المتبقية المرجحة	169 شهر
معدل خضوع مخزون القروض للرسم على القيمة المضافة	98,5%
معدل التغطية للرهن العقاري بتاريخ المنح	142,40%
معدل التغطية للرهن العقاري بتاريخ الاختيار	171,50%

Source : FPCT SAKANE, **Extrait de note d'information**, janvier 2012, p :5 .

يوضح الجدول توزيع القروض المختارة حسب موضوعها

(1)- طبقا للمادة 27 من القانون 06/33.

الجدول رقم (22-5): توزيع القروض المختارة لعمليتي التورين حسب موضوعهما

موضوع القرض	العدد	رأس المال المتبقي المستحق بمليون درهم	نسبتها من المبلغ الإجمالي %
شراء مسكن جديد	2518	781 926 363,17	78,19
شراء مسكن قديم	472	97 293530,37	9,73
إنشاء سكن	259	91 112 448,78	9,11
أخرى	109	29 669 940,91	2,97
المجموع	3358	1000 002 283,23	100

Source : FPCT SAKANE, Extrait de note d'information, janvier 2012, p : 6.

بالإضافة إلى المعطيات السابقة، فإن 82,65% من القروض المختارة كانت موجهة لعملاء محليين، في حين أن 17,35% كانت موجهة لمغاربة مقيمين بالخارج.

الفرع الرابع: التعزيز الائتماني للحصص المصدرة

تستفيد الحصص "A و B" ذات الأولوية من تدفقات التسديد للديون المتنازل عليها، لها أمد وأجل متوسط على التوالي 4,48 سنة و 5,13 سنة بالنسبة للسندات "A" و 4,65 سنة و 5,53 سنة للسندات "B"، أما السندات "S" فهي سندات تابعة لتدفقات التسديد للديون المتنازل عليها؛ مقارنة بالسندات "A" و "B" للسندات "S" أمد وأجل متوسط تقديريين على التوالي 10,85 سنة و 14,6 سنة، توجه هذه السندات لمستثمرين مؤهلين بموجب القانون الخاص بعمليات التوريق⁽¹⁾.

يمكن للبنك الشعبي المركزي الاكتتاب في سندات "صندوق سكن"، سواء "A" أو "B" أو "S"، أما الحصص المتبقية "R" فقد تم الاكتتاب فيها من قبل البنوك الشعبية الجهوية أو الإقليمية والتي تتحمل أولاً مخاطر التعثر عن التسديد، والجدول الموالي يوضح ذلك:

الجدول رقم (23-5): الاكتتاب في الحصص المتبقية من قبل البنوك الشعبية الإقليمية

حاملو الحصص المتبقية	الحصص المتبقية	المبلغ بمليون درهم
البنك الشعبي رباط/القنيطرة	R1	9 545 857,37
البنك المركزي الشعبي	R2	5 904 172,81
البنك الشعبي وجدة	R3	4 250 638,90
البنك الشعبي مكناس	R4	3 596 100,81
البنك الشعبي طنجة/تطوان	R5	3 081 092,49
البنك الشعبي الجديدة سافي	R6	2 351 284,67
البنك الشعبي وسط/جنوب	R7	2 006 271,26
البنك الشعبي فاس-تازا	R8	1 869 251,82
البنك الشعبي مراكش-بني ملال	R9	1 332 568,34
البنك الشعبي العيون	R10	543 170,37
البنك الشعبي الناظور/الحسيمة	R11	521 874,40
المجموع		35 002 283,23

Source : FPCT SAKANE, Extrait de note d'information, janvier 2012, p : 3.

(1) - FPCT SAKANE, Extrait de note d'information, op.cit., p : 7.

الفصل الخامس:..... مقارنة بين تجربة (التورن) بالمغرب (جماعة التورن) (التقليدية) وتجربة ماليزيا وكندا (جماعة التورن الإسلامي)

تم تغطية حاملي الحصص ضد مخاطر التعثر أو الإعسار للمدينين عن طريق الآليات والضمانات التالية⁽¹⁾:

أولاً: فارق أسعار الفائدة: الموجود بين الفوائد المستحقة على المدينين ومجموع الكوبونات المدفوعة لحاملي الحصص المصدرة؛

ثانياً: الضمانات المرتبطة بالديون المتنازل عنها من قبل البنك الشعبي (رهونات من الدرجة الأولى وتأمينات الوفاة والعجز وكل الكفالات الأخرى أو الضمانات المرتبطة بالديون المتنازل عنها؛

ثالثاً: حساب الاحتياط الذي تم إنشاؤه من قبل الصندوق في حدود المسموح به قانوناً؛

رابعاً: إصدار حصص متبقية والتي تتحمل أولاً مخاطر التعثر للمدينين؛

خامساً: تسبيقات السيولة لصالح الصندوق من قبل مصرف السيولة طبقاً لاتفاقية خط السيولة؛

سادساً: بالنسبة لحاملي السندات "A" و "B" تضاف للتغطيات السابقة ما يلي:

2- إصدار سندات تابعة والتي تتحمل مخاطر التعثر للمقترضين قبل السندات "A" و "B"؛

3- تمثل الضمانات الحقيقية للحقوق المتنازل عليها لصالح الصندوق معدل تغطية للرهن العقاري بحوالي 171% بتاريخ الإصدار الأولي أو الابتدائي؛

سابعاً: يمكن أن يتنازل البنك الشعبي في كل تاريخ لإعادة التعبئة لصالح الصندوق على ديون إضافية إذا ما تم احترام الشروط السابقة لعملية إعادة التعبئة، وهي⁽²⁾:

1- استجابة الديون لمعايير الأهلية؛

2- لا توجد أي حالة للإهتلاك المسرع؛

3- لا يسبب التنازل عن هذه الحقوق لفائدة الصندوق أي تراجع في مستوى الحماية الممنوح لحاملي الحصص المصدرة سابقاً؛

4- صلاحية خط السيولة وعمله طبقاً لاتفاقية خط السيولة؛

5- لا يمكن التنازل عن أي دين من قبل البنك الشعبي بعد نهاية فترة إعادة التعبئة.

يوضح الجدول الموالي وضعية حساب الاحتياط في 2016/01/16

الجدول رقم (24-5): وضعية حساب الاحتياط في 2016/01/16

الاسم	رصيد الاحتياطي	سقف الاحتياطي
حساب احتياط	20 000 000	20 000 000

Source : www.maghrebitrisation.ma/servletssnaphsotfonds?tache=pagesnaphsot&idclass=1&c=6

(1) - FPCT SAKANE, **Extrait de note d'information**, janvier 2012, p : 8.

(2)- **Ibid**, p : 4.

الفرع الخامس: الشروط المتعلقة بالحصص المصدرة

تشبه الأوراق المالية المصدرة من قبل صندوق التوظيف الجماعي للتوريق القيم المنقولة⁽¹⁾، ويتم الاكتتاب في السندات بالقرب من المؤتمن المركزي (Maroclear)، حدد تاريخ الاهتلاك النهائي للسندات A في 2023/07/16 مستند على نسبة سنوية للتسديد المسبق في حدود 5% ومعدل تعثر سنوي ب 0,637% على محفظة الديون المتنازل عنها، أما السندات B فحدد تاريخ اهتلاكها النهائي في 2025/07/16، أما بالنسبة للسندات S فقد حدد في 2028/01/16.

أولاً: يمكن أن يصدر الصندوق مقابل كل امتلاك جديد للديون فئات جديدة من السندات بسعر التكافؤ؛

ثانياً: تم إصدار الحصص بسعر التكافؤ دون علاوة إصدار أما توظيفها فهو مضمون عن طريق نقابة التوظيف، حيث كانت الحصص "A" و "B" محل عرض عام، أما الحصص "S" فلقد تم الاكتتاب فيها من قبل مستثمرين مؤهلين وكل حصة متبقية كانت محل توظيف خاص من قبل البنك الشعبي؛

ثالثاً: يتبع الأجل المتوسط الفعلي للحصص المصدرة التسديد المسبق وحالات عدم التسديد التي قد تمس الديون المتنازل عنها، كما يتبع أي ظهور لحالات اهتلاك مسرع أو استخدام الصندوق لإمكانية التصفية المسبقة عن طريق التنازل عن الحقوق المتنازل عنها المتبقية في جانب أصوله؛

رابعاً: تم احتساب معدلات الإصدار على أساس منحى الكوبونات الصفرية والتي توافق المنحنى الثانوي لمعدلات أذونات الخزينة والتي تم تسجيلها في 2011/12/22؛

خامساً: تم تحديد المكتتبين في الحصص المصدرة كما يوضحه الجدول الموالي:

الجدول رقم (25-5): تحديد المكتتبين

وثائق ملحقة	فئة المكتتب
مستخرج من السجل التجاري يتضمن الموضوع الاجتماعي والذي يسمح بتأسيس أهليتهم كمستثمرين مؤهلين	مستثمرون مؤهلون خارج هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة
❖ بالنسبة لصناديق التوظيف الجماعي: صورة طبق الأصل من قرار الاعتماد؛ ❖ بالنسبة لشركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير: مستخرج من السجل التجاري	هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة للقانون المغربي

Source : FPCT SAKANE, Extrait de note d'information, janvier 2012, p : 2.

(1)- طبقا للمادة 3 من الظهير المتضمن القانون رقم 1-93-211 المتعلق ببورصة القيم المنقولة.

ساوسا: مركزة طلبات الاككتاب لدى المصرف المرشد (chef de file) والتي تتم في ملف الكتروني، ثم توطين مختلف ملفات الاككتاب ورفض الاككتابات التي لم تحترم شروط الاككتاب المحددة ومن ثم تخصيص السندات المصدرة؛

سابعا: عند انتهاء فترة الاككتاب، تتم عملية التخصيص وفقا لطريقة المزايدة على الطريقة الفرنسية (adjudication à la française) والتي تتم كما يلي:

- 1- تضبط نقابة التوظيف المزايدات بالأسعار الأكثر انخفاضا داخل المجال المقترح؛
 - 2- يحدد بالنسبة لكل فئة من السندات المعدل المحدد للمزايدة والموافق لمعدل الكوبون الأعلى للطلبات المقتطعة، تتم المزايدات المقتطعة كلها بالمعدل المحدد سواء بمعدل الكوبون الأعلى المقتطع؛
- إذا كان مبلغ الاككتابات لفئة ما من السندات أعلى من المبلغ المخصص، تظهر هنا حالتين:
- ❖ إذا كانت الاككتابات المقتطعة تم التعبير عنها بمعدلات عديدة، يتم تسديد الطلبات المقتطعة المعبر عنها بالمعدلات الأدنى أولا بالكامل، أما تلك المعبر عنها بالمعدلات الأعلى فستكون محل تخصيص محدد كما يلي:

كمية السندات المتبقية/ الكمية المطلوبة المعبر عنها بالمعدل الأعلى

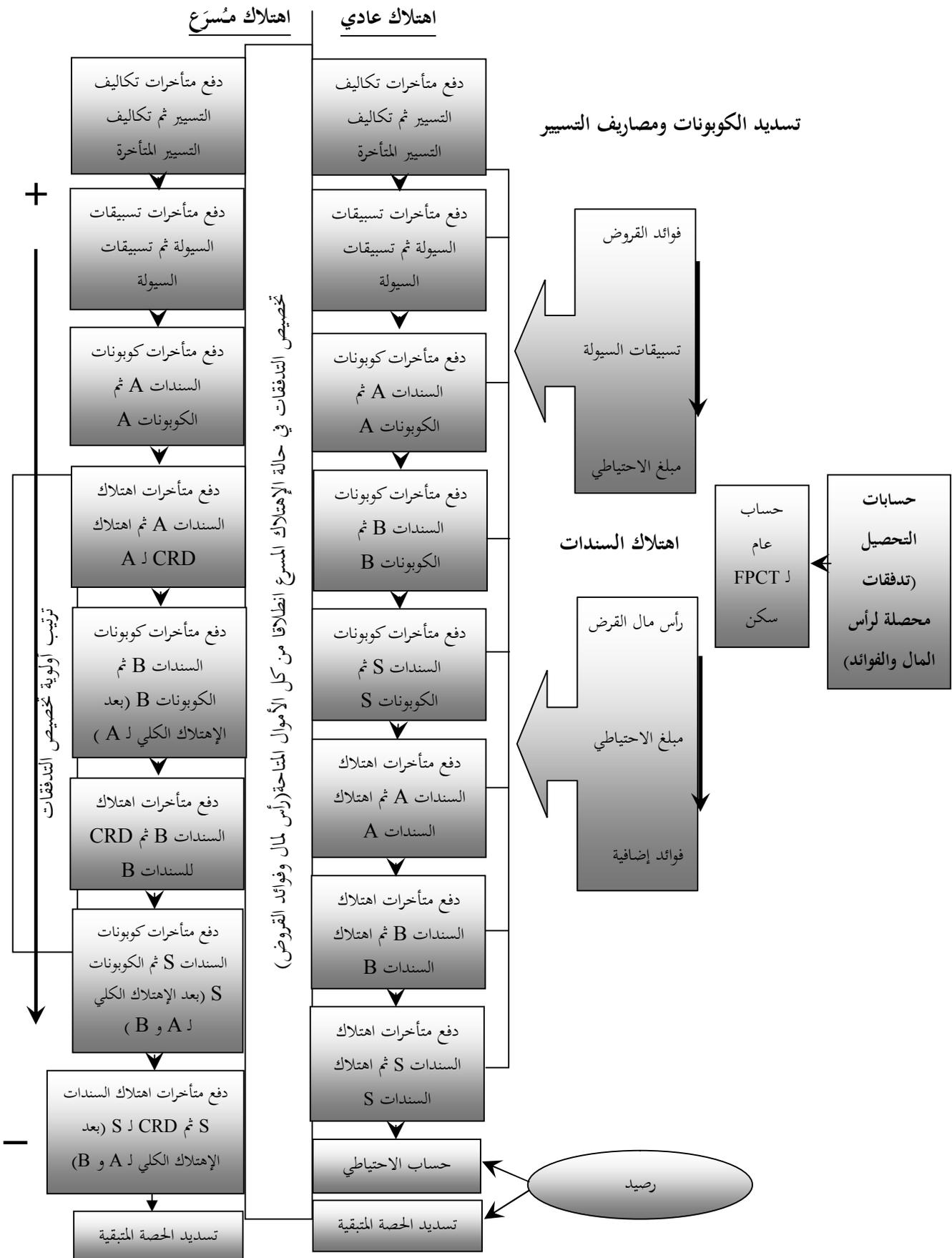
- سيكون المعدل المقتطع مساو للمعدل الأعلى للطلبات المقتطعة ويتم تطبيقه على كل المكتتبين المقتطعين؛
- ❖ إذا تم التعبير عن الاككتابات المقتطعة بمعدل واحد أقل من المجال المقترح، يتم تسديد كل الطلبات المقتطعة بهذا المعدل بشكل نسبي على أساس معدل تخصيص محدد كما يلي:

الكمية المعروضة/ الكمية المطلوبة المقتطعة

- 3- يتم نظام الاككتاب عن طريق نقل أوامر التوزيع في مقابل الدفع من قبل شركة التسيير لدى المؤمن المركزي (Maroclear) بتاريخ التمتع والذي حدد في 2012/01/30، يتم تسديد السندات نقدا وبدفعة واحدة ومسجلة باسم المكتتبين من قبل شركة التسيير في 2012/01/30؛

- 4- تقوم شركة التسيير بصفتها المؤطنة للعملية بتنفيذ كل العمليات المتعلقة بالسندات المصدرة، كونها تمثل الصندوق لدى المؤمن المركزي ويتم تسجيل السندات الخاصة بكل مكتب في حسابه للأوراق المالية يوم التسوية/التوزيع. يوضح الشكل الموالي تخصيصات التدفقات النقدية في إطار عملية "صندوق سكن".

النموذج رقم (5-7): مخطط مبسط لتخصيص التدفقات



المطلب الرابع: المالية الإسلامية بالمغرب

تسويق المنتجات المالية الإسلامية أو كما يطلق عليها بشكل رسمي البديلة حديث جدا، بدأ المصرف المركزي في أفق تطوير المالية الإسلامية بالانخراط في سنة 2006 في مجلس معايير المحاسبة الدولية، إضافة إلى ذلك أصدر بنك المغرب أول تعليمة تتعلق بالمنتجات البديلة في سبتمبر 2007 (RN.33./G/2007) تعالج هذه التعليمة منتجات الإجارة والمشاركة والمراحة. كما نص مشروع القانون رقم 12-103 المتعلق بإصلاح القانون المصرفي المغربي على وضع إطار قانوني وتنظيمي لتأطير نشاط تسويق منتوجات وخدمات المصارف التشاركية في النظام المصرفي المغربي، حيث خول المجلس الاقتصادي والاجتماعي والبيئي مسؤولية إصدار آراء المطابقة فيما يتعلق بأنشطة المصارف التشاركية للمجلس العلمي الأعلى، لذا فقد تمت صياغة توصيات ذات طابع تنظيمي ومؤسسي تدرج في إطار عملية تأطير قانوني وتنظيمي متماسك⁽¹⁾. كما تم استحداث لدى الهيئة العلمية المكلفة بالإفتاء لجنة علمية متخصصة تحمل اسم اللجنة الشرعية للمالية التشاركية، ومن بين المهام التي أوكلت إليها، إبداء الرأي بشأن مطابقة المنتوجات المالية التشاركية التي تقدمها مؤسسات الائتمان والهيئات المعتمدة في حكمها لزيائنها ونماذج العقود المتعلقة بها لأحكام الشريعة الإسلامية وإبداء الرأي بشأن مطابقة عمليات إصدار شهادات الصكوك طبقا للتشريع الجاري به العمل مع أحكام الشريعة الإسلامية وغيرها من المهام⁽²⁾.

(1)- للمزيد راجع: رأي المجلس الاقتصادي والاجتماعي والبيئي، المملكة المغربية، مشروع القانون رقم 103.12 يتعلق بمؤسسات الائتمان والهيئات المعتمدة في حكمها، الإحالة رقم 2014/08، ص: [9-11].

(2)- ظهير شريف رقم 1.15.02 الصادر في 20 يناير 2015 بتنظيم الظهير الشريف رقم 1.03.300 الصادر في 22 أبريل 2004 والمتعلق بإعادة تنظيم المجالس العلمية، الجريدة الرسمية للملكة المغربية، عدد 6333، 2015/2/9، ص: 1098-1099.

المبحث الثاني: التجربة الماليزية

شهدت ماليزيا خلال سنة 2013 مرور ثلاثين عاما على نجاح تجربة الصيرفة الإسلامية والتي بدأت رسميا في البلاد بإنشاء المصرف الإسلامي الماليزي المحدود في بداية سنة 1983، ولو أن النواة الأولى للصيرفة الإسلامية في ماليزيا سبقت ذلك التاريخ بكثير، إذ بدأت فكرة الادخار غير الربوي في سنوات الستينيات من القرن الماضي بإنشاء صندوق الحج. ما يميز التجربة الماليزية في مجال الصيرفة الإسلامية هو أنها تجربة بدأت لتستمر وتنمو، فالهدف مرسوم محدد، كما أنها تحظى بأولوية ودعم حكومي وذلك بإنشاء عدد كبير من الجامعات ومراكز البحث التي تهتم بالتطوير والابتكار في هذا المجال. وعلى الرغم من أن حجم سوق الصيرفة الإسلامية في ماليزيا لا يتجاوز 18% من الحجم الكلي للسوق، إلا أن هناك جهودا كبيرة لرفع النسبة إلى ما يصل إلى 40% بحلول سنة 2020.

المطلب الأول: مكونات الصناعة المالية الإسلامية الماليزية

تمثل الصناعة المالية الإسلامية بماليزيا 22% من مجموع الصناعة المالية الماليزية، تقسمها أربعة مكونات وهي الصيرفة الإسلامية وسوق رأس المال الإسلامي وسوق النقد الإسلامي والتكافل أو التأمين التعاوني.

الفرع الأول: أهم المحطات التاريخية للمالية الإسلامية بماليزيا

مرت المالية الإسلامية بماليزيا بعدة محطات تاريخية، من أبرزها⁽¹⁾:

أولاً: 1969 أنشئت المؤسسة الإسلامية للمدخرات أو ما يعرف بصندوق الحج "Tabung Haji"؛

ثانياً: 1983: سن قانون المصارف الإسلامية؛

ثالثاً: 1983: أسس أول مصرف إسلامي مصرف "إسلام الماليزي"، ومنع تأسيس أو الترخيص لأي مصرف أو نافذة إسلامية لمدة 10 سنوات لضمان نجاح مصرف إسلام الماليزي؛

رابعاً: 1984: سن قانون التكافل (التأمين الإسلامي أو التأمين التعاوني) وتأسيس أول شركة تكافل "نكافل ماليزيا"؛

خامساً: 1990: تم إصدار أول صكوك على أساس البيع بالثمن الآجل، إصدار "شركة شيل" (Shell)؛

سادساً: 1993: سمح للمصارف التقليدية بإنشاء نوافذ إسلامية، كما تم سنة 1996 وسنة 1997 إنشاء كل من هيئة الأوراق المالية الهيئة الاستشارية الشرعية والهيئة الاستشارية الشرعية الوطنية على التوالي؛

سابعاً: 1999: إنشاء مؤشر كوالامبور للأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية⁽²⁾؛

(1)-Ahmad Mudahir Omar, **An Overview OF Shariah Contract Practice In Malaysian Islamic Banks**, Seminar on Islamic Finance, bank ISLAM& Malaysian Press Institute, 17/03/2010, p:3.

(2)- Kuala Lumpur Islamic Stock Exchange (KLSI).

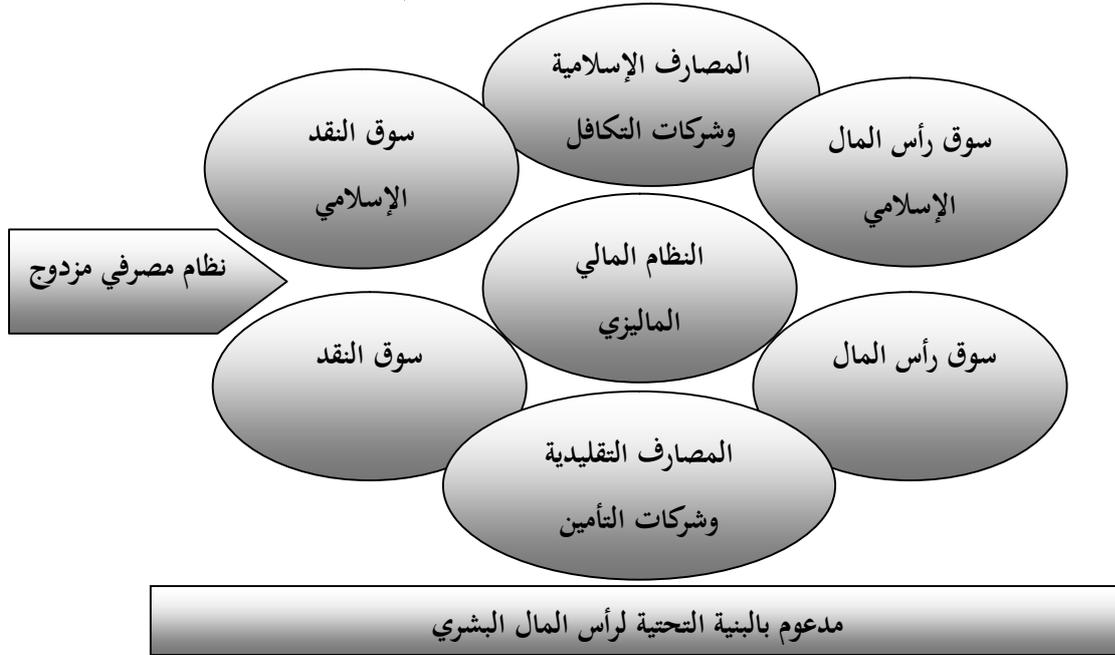
الفصل الخامس: مقارنة بين تجربة (التورنوا بالفرنس) (جماعة التورنوا التقليدي) وتجربة ماليزيا وكطر والكويت (جماعة التورنوا الإسلامي)

ثامنا: 2002: أصبحت ماليزيا عضوا مؤسسا لمجلس الخدمات المالية الإسلامية والدولة المضيفة له، كما تم خلال سنة 2005 السماح للمصارف ذات النوافذ الإسلامية بالتحول إلى مصارف إسلامية كمثال (HSBC Amanah)، كما تم خلال نفس السنة إصدار تراخيص لثلاثة مصارف أجنبية وهي مصرف الراجحي ومصرف التمويل الكويتي ومصرف بيت التمويل الآسيوي وتأسيس المصرف المركزي الماليزي للجامعة العالمية لتعليم المالية الإسلامية؛

ثاسعا: 2008: تأسيس المصرف المركزي الماليزي للأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية في المالية الإسلامية؛

خامسا: 2010: وضع خطة جديدة لقطاع الخدمات المالية والخطة الثانية الرئيسية لسوق رأس المال، كما تم خلال نفس السنة إصدار صكوك سيادية بقيمة 1.25 مليار دولار، كما وضع المصرف المركزي الماليزي القطاع المالي الإسلامي ضمن أهم أولوياته "مخطط القطاع المالي" للفترة 2011-2020. يوضح الشكل الموالي نظرة مختصرة حول النظام المالي الماليزي:

الشكل رقم (8-5): نظرة على التمويل الإسلامي في ماليزيا



المصدر: سعيد بوهراوة، تجربة المالية الإسلامية الماليزية، ورقة مقدمة في إطار الملتقى السنوي للمجلس الفرنسي للمالية الإسلامية حول تجارب ناجحة للمالية الإسلامية في العالم، 6 فيفري 2012، ص: 12، -بتصرف-

الفرع الثاني: عوامل نجاح المصرفية الإسلامية الماليزية

تنقسم المصارف التي تقدم المنتجات المصرفية الإسلامية في ماليزيا إلى قسمين، المصارف الإسلامية التي تتعامل مع المنتجات والعقود الإسلامية فقط والمصارف التقليدية وهي التي تفتح النوافذ لمنتجات المصرفية الإسلامية، وتتحد المؤسسات المصرفية الإسلامية في ماليزيا في منظمة اسمها "رابطة المؤسسات المصرفية الإسلامية" والهدف من تأسيسها هو تشجيع إنشاء المصارف بنظام إسلامي وممارسته في ماليزيا.

الفصل الخامس: مقارنة بين تجربة (التورن) بالمغرب (جماعة التورن) التقليدية وتجربة ماليزيا وكندا والكويت (جماعة التورن) الإسلامية

من بين المنتجات المصرفية المقدمة من قبل المصارف في ماليزيا عقد الإجارة بصورتها العامة والذي يعد من المنتجات التمويلية، هذه الأخيرة تتنوع إلى عدة أنواع⁽¹⁾:

- التمويل القائم على الادخار: وهو منتج لتمويل العقارات والإسكان والصناعات والسيارات... الخ؛
 - التمويل القائم على الرسوم: وهو منتج لتمويل الكميالات والضمانات وغيرها؛
 - التمويل التجاري: وهو منتج لتمويل الكميالات والضمانات وغيرها.
- يتم التعامل بعقد الإجارة بصفة عامة من غير تحديد نوعها، التعامل معه بصفته منتجا تمويليا والتعامل مع عقد الإجارة شامل لتملك الأعيان وتملك المنافع.
- هناك مجموعة من العوامل ساعدت على نجاح التجربة الماليزية في مجال الصيرفة الإسلامية، ومنها⁽²⁾:

أولاً: تبني الدولة الماليزية للصيرفة الإسلامية، وذلك من خلال:

- 1- تأسيس منظمة المؤتمر الإسلامي؛
- 2- تأسيس مصرف إسلام ماليزيا؛
- 3- إرساء الإطار القانوني لهذه المصارف سنة 1983؛
- 4- تعديل قانون المصارف الإسلامية سنة 2009، لتضعه على قدم المساواة مع النظام المصرفي الوضعي فيما سمي بالنظام المصرفي المزدوج؛
- 5- تجاوزت حصة المصرفية الإسلامية نسبة 22% من إجمالي السوق المالية معدل السوق المالية الإسلامية في كثير من الدول الإسلامية لا يتجاوز 5%؛
- 6- المصرف المركزي الماليزي يضع القطاع المالي الإسلامي الماليزي ضمن أهم أولوياته مخطط القطاع المالي للفترة من 2011 إلى 2020؛

ثانياً: وضوح الرؤية وإستراتيجية العمل، من خلال⁽³⁾:

- 1- رئيس الوزراء الأسبق "تون محاضر محمد" ورؤية 2020؛
- 2- قانون المصارف سنة 1983؛
- 3- تأسيس الحكومة الماليزية الجامعة الإسلامية العالمية سنة 1984 لرفد المؤسسات الإسلامية عموماً والمالية على وجه الخصوص بإطارات متخصصة؛
- 4- دعم الحكومة والمصرف المركزي مؤسسات تدريب إطارات المؤسسات المالية والصيرفة الإسلامية؛
- 5- إلزام المصارف الإسلامية وضع ميزانية للبحوث وتدريب إطاراتها؛

(1)- www.mifc.com/index.php?ch=38&pg=104&ac=28&bb=268

(2)- سعيد بوهراوة، تجربة المالية الإسلامية الماليزية، ورقة مقدمة في إطار الملتقى السنوي للمجلس الفرنسي للمالية الإسلامية حول تجارب ناجحة للمالية الإسلامية في العالم، 6 فيفري 2012، ص: 10

(3)- المرجع السابق، ص: 11

ثالثا: وضوح الإطار القانوني وانضباطه، من خلال⁽¹⁾:

- 1- وضع إطار كلي لتحرك الصيرفة الإسلامية، قانون المصارف الإسلامية 2009/1983، وقانون التكافل أو التأمين التعاوني 2005/1984؛
- 2- إصدار أدلة إرشادية لجملة من المنتجات المالية منها المراجعة والمضاربة والوكالة والمشاركة المتناقصة والاستصناع وغيرها؛
- 3- وضع دليل للحكومة المتوافقة مع الشريعة الإسلامية لضمان شفافية عالية وإدارة حازمة للمصارف الإسلامية؛
- 4- تأسيس هيئة رقابة شرعية وطنية تمثل المرجعية الشرعية عند النزاع في قضايا المعاملات المالية الإسلامية؛
- 5- تأسيس لجنة للمواءمة بين الشريعة الإسلامية والقانون الوضعي في الإطار المصري؛

رابعاً: الاهتمام برأس المال البشري، من خلال:

- 1- رؤية 2020 التحديات التسعة، البند السادس من هذه الرؤية تحديا متعلقا برأس المال البشري ومواصفاته، فقد جاء فيه (سادسا) "تحدي تأسيس مجتمع علمي تقدمي ذي نظرة مستقبلية يدعم الإبداع ولا يقتصر دوره على استهلاك التكنولوجيا وإنما يسهم في مستقبل الحضارة العلمية والتكنولوجيا"؛
- 2- تنفيذ ماليزيا لهذا البند: أسست الجامعة الإسلامية العالمية سنة 1984 والتي أسست بدورها المعهد الإسلامي للصيرفة والتمويل الإسلامي، زيادة على قسم المالية الإسلامية في كلية الاقتصاد والقانون، أسس المصرف المركزي الماليزي سنة 2005 الجامعة العالمية لتعليم المالية الإسلامية؛
- 3- تأسست بعدها كليات وأقسام للمالية الإسلامية في جملة من الجامعات الماليزية؛
- 4- على صعيد التطوير والتدريب تم تأسيس بعض الهيئات كمعهد ماليزيا للتمويل الإسلامي والمصارف الإسلامية ومجلس الخدمات المالية الإسلامية ماليزيا... الخ؛
- 5- على مستوى التوعية بالمالية الإسلامية والتعريف بجهد ماليزيا في هذا المضمار أسست الحكومة الماليزية ممثلة في مجموعة من الوزارات المركز الإسلامي العالمي للتمويل الإسلامي سنة 2006 وكان هدف هذا المركز المسطر في موقعه الإسهام في جعل ماليزيا مركزا عالميا رئيسا للتمويل الإسلامي؛
- 6- تأسيس جمعية المؤسسات المصرفية الإسلامية الماليزية سنة 1996 لتنسق جهود المصارف الإسلامية وتبحث أهم التطورات والتحديات التي تواجهها هذه المصارف؛

خامسا: قوة البنية التحتية، من خلال⁽²⁾:

- 1- تعرف البنية التحتية بأنها: "الهيكل المادية والتنظيمية الأساسية اللازمة لتسيير المجتمع أو المؤسسة"؛
- 2- على صعيد الهياكل التنظيمية:
أ. إدراج رسمي لقسم الصيرفة الإسلامية ضمن مسؤوليات المصرف المركزي ومحافظ المصرف المركزي القانونية؛
ب. تعيين رسمي لأحد نواب محافظ المصرف المركزي لمتابعة أعمال المصارف الإسلامية؛

(1)- المرجع السابق، ص:12

(2)- المرجع السابق، ص:16.

- ج. تأسيس قسم الصيرفة الإسلامية والتكافل ضمن أقسام المصرف المركزي الماليزي؛
د. تأسيس المصرف المركزي الماليزي لهيئة للرقابة الشرعية الوطنية؛
هـ. أما على مستوى الهياكل المادية فقد أنفق المصرف المركزي الماليزي والمصارف الإسلامية أموالاً ضخمة لضمان فعالية عالية في الخدمات المصرفية وجودة تقنية عالية ترقى إلى منافسة المصارف الوضعية.

المطلب الثاني: عمليات التورين بماليزيا

ترجع بداية العمل المصرفي الإسلامي في ماليزيا إلى سنة 1983 مع صدور قانون برلماني تحت اسم "قانون الاستثمار الحكومي"، حيث يضمن السماح للحكومة بإصدار شهادات دون فائدة أي على أساس القرض الحسن والمعروفة باسم "شهادات الاستثمار الحكومي"، وفي سنة 2004 أصدرت هيئة الأوراق المالية دليلاً شاملاً يتضمن مختلف الضوابط والشروط الواجب توفرها لإصدار الصكوك الإسلامية⁽¹⁾.

تقوم عمليات التوريق في ماليزيا على نظامين، أحدهما إسلامي والآخر تقليدي، وبناءً على هذا أصدرت هيئة الأوراق المالية بماليزيا إرشادات مختلفة لتنظيم إصدارات الأوراق المالية التقليدية، وكذلك إرشادات أخرى خاصة بالأوراق المالية الإسلامية والهدف الرئيسي منها هو توضيح جميع المعلومات للمستثمرين، كون أن هيئة الأوراق المالية بماليزيا تتبنى مبدأ الإظهار العام في جميع تقديمات الأوراق المالية الإسلامية.

الفرع الأول: صور عمليات التورين بماليزيا

يتم تداول الأوراق المالية الإسلامية المصدرة في السوق الثانوية للسيولة والتي يشرف عليها المصرف المركزي الماليزي، وهناك جهة أخرى تشرف على تسجيل هذه الأوراق وتداولها في السوق الثانوية.

أولاً: عرفت هيئة الرقابة الشرعية التوريق الإسلامي بأنه: "جميع الأوراق المالية التي أصدرت بناءً على الأصول الشرعية والمبادئ التي أقرتها هيئة الرقابة الشرعية التابعة لهيئة الأوراق المالية الماليزية"؛

ثانياً: للتوريق في ماليزيا صورتان: صورة الأوراق المالية الخاصة⁽²⁾ وأخرى الأوراق المعتمدة على الواردات المستقبلية (الأصول)⁽³⁾؛

ثالثاً: أنشأت هيئة الأوراق المالية الماليزية في سنة 1996 قسماً سمي قسم سوق المال الإسلامية والتابع لها من أجل مساندة ومساعدة الهيئة في إصدار الأوراق المالية الإسلامية، كما يقر جميع الأمور المتعلقة بأحكام الشريعة الإسلامية خصوصاً في كل المعاملات المرتبطة بإصدار الأوراق المالية الإسلامية، إلى جانب هيئة الرقابة الشرعية؛

(1) - شرياق رقيق، الصكوك الإسلامية - كمقترح تمويلي - لتوسيع المشاركة الشعبية في عملية التنمية الاقتصادية، التجريبتين الماليزية والسودانية **أنموذجاً**، مؤتمر الصكوك الإسلامية وأدوات التمويل الإسلامي، جامعة اليرموك، الأردن، 12-13 نوفمبر، 2013، ص: 15.

(2) - Private Debt Securities.

(3) - Asset Backed Securities.

رابعاً: لغرض إصدار الأوراق المالية الإسلامية يطلب من الهيئة المُصدرة تعيين مستشار شرعي مستقل ومعتمد من قبل هيئة الأوراق المالية الماليزية، بالإضافة إلى أي مصرف إسلامي أو مصرف تقليدي مرخص من قبل المصرف المركزي الماليزي للتعامل بمعاملات المصارف الإسلامية من خلال النوافذ الإسلامية⁽¹⁾؛

خامساً: للمصرف المركزي الماليزي دورا مهما في عملية التسجيل ومراقبة حامل الأوراق المالية الإسلامية، ودورا فعالا في عملية نقل ملكية الأوراق المالية الإسلامية خاصة في السوق الثانوية، تتم هذه الأخيرة من خلال النظامين التاليين⁽²⁾:

- 1- نظام الآلية الكاملة للإصدارات/والعرض: حيث يتم تقرير جميع الأوراق المالية الإسلامية أو تسليمها عن طريق هذا النظام وفي جميع الإصدارات للأوراق المالية الإسلامية (ما عدا الأوراق المالية المتوسطة والقصيرة الأجل، أين يجب أن يكون البيع عن طريق نظام التحويل المباشر للموارد المالية والأوراق المالية (RENTAS)⁽³⁾)؛
- 2- نظام التحويل المباشر للموارد المالية والصكوك والذي تم إنشاؤه سنة 1999 (FAST)⁽⁴⁾؛

سادساً: في ماليزيا، وفي ظل بيئة مصرفية ثنائية أو مختلطة (تقليدية وإسلامية)، يتعين على الهيئات المالية الإسلامية عرض منتجاتها بسعر تنافسي إذا ما أرادت منافسة المصارف التقليدية، ويكمن التحدي الأكبر للمالية الإسلامية في تحديد الآلية الصحيحة لتسعير المنتجات والخدمات المقدمة للأسواق؛

سابعاً: الشركة ذات الغرض الخاص في الصكوك: يوجد في ماليزيا عدة قوانين وتعليمات تشكل مرجعية حول وظيفة الشركة ذات الغرض الخاص وطبيعة ملكيتها للأصول وكذلك ملكية حملة الصكوك للأصول، ومن بينها⁽⁵⁾:

- 1- قانون رقم 671 بشأن خدمات وأسواق رأس المال طبعة 2013 وإرشادات الصكوك الصادر عن هيئة الأوراق المالية الماليزية في يناير 2014، وإرشادات وثيقة الترتست (سند العهدة) الصادرة عن هيئة الأوراق المالية الماليزية في 2011، هذا بالإضافة إلى المعايير الوقائية لمعاملات التصكيك في المصارف الإسلامية الصادرة عن المصرف المركزي الماليزي في 2013؛
- 2- اختار المشرع الماليزي شخصية اعتبارية باسم ترست (trust) لتقوم بأعمال الشركة ذات الغرض الخاص ضمن هيكل الصكوك، وقد اعتنى المشرع الماليزي بإصدار إرشادات خاصة بسند العهدة وقد أحالت هذه التعليمات بشأن "الأمين" نفسه إلى قانون خدمات وأسواق رأس المال الذي تضمن العديد من المواد بشأن التعريف بالأمين وواجباته؛
- 3- الأمين (trustee) يمكن أن يؤسس كشركة عامة تحت قانون الشركات لعام 1965، أو شركة ترست تحت قانون شركات الترتست لعام 1949 ويكون له مدير ووكلاء ويحتفظ بالأصول أو العقارات لصالح حملة الصكوك، وتقتصر مهامه على الإدارة والتشغيل؛ وإدارة المدفوعات حسب التعليمات الواردة في هذا القانون، والتوجيهات الصادرة من هيئة الأوراق المالية الماليزية وطبقا لأحكام سند العهدة ويقدم مصالح حملة الصكوك على مصالحه الخاصة عند التعارض،

(1)- هذا التعيين يكون لغرض إرشاد المصدر وتوجيهه في كل جوانب التعامل بالأوراق المالية الإسلامية، خاصة ما تعلق بالوثائق، تعليمات الإصدار، الاستثمارات، وكل الإجراءات الإدارية والتنفيذية التي تتعلق بإصدار الأوراق المالية الإسلامية والتأكد من موافقة جميع الإجراءات مع الشريعة الإسلامية وما جاء في قانون إرشادات عروض الأوراق المالية الإسلامية.

(2)- محمد أكرم لالدين، النظام القانوني لإصدار الأوراق المالية - دراسة مقارنة بين الفقه الإسلامي وقانون التوريق الماليزي، المجلة الدولية للمالية الإسلامية، الجزء الأول، الإصدار الأول، 2009، ص:31.

(3)-Real Time Electronic Transfer of Fund and Securities

(4)- Fully Automated System for Issuing and Tendering

(5)- في -الصكوك-القوانين-الماليزية-5-v-s-p/?q=content/ www.raqaba.co.uk

الفصل الخامس:..... مقارنة بين تجارة الأوراق بالمغرب (حملة الأوراق التقليدية) وتجارة ماليزيا وكلمبريا (حملة الأوراق الإسلامية)

ويتأكد من أن الأصول يتم تقويمها بشكل واقعي في فترات دورية، وفي حال مخالفته للتعليمات لا يتحمل حملة الصكوك أي أضرار بسبب ذلك ويعود لهيئة الأوراق المالية الحق في تعديل سند العهدة شكلا ومضمونا؛

4- حملة الصكوك هم من يملكون النشاط وليس الأمين طبقا لما سبق في قانون خدمات وأسواق رأس المال، وللتحقق من طبيعة الملكية تمت العودة إلى تعليمات سند العهدة المتعلقة بحالات الإخفاق، ومنها عدم الدفع أو تصفية المصدر أو البدء بإجراءات التصفية... الخ، فإنه يجب على الأمين عند حصول أي من الحالات السابقة أن يعلن أن الصكوك حالة وواجبة الدفع وتنفيذ ذلك ولم ترد أي تفاصيل بسيطرة حملة الصكوك على الأصول والتصرف فيها؛

5- مما سبق، فإن الشركة ذات الغرض الخاص سواء أكانت بصيغة شركة عامة أو ترست لا تملك الأصول والعقارات الخاصة بالصكوك ملكية حقيقية وإنما هي ملكية قانونية أو رسمية على سبيل الأمانة بغرض الإدارة والتشغيل، وأن ملكية حملة الصكوك لتلك الأصول قد نص عليها، وهذا لا يؤيد الملكية الحقيقية النفعية لأن التصرف في حالات الإخفاق لم يمتد إلى إعطاء حملة الصكوك الحق في التصرف في الأصول وإنما اقتصر على إعلان حلول مستحقاتهم ووجوب دفعها.

الفرع الثاني: تفعيل الصكوك الإسلامية عبر عقود المرابحة (صكوك البيع بالتمس الآجل والمرابحة)

معظم صكوك البيع بالتمن الآجل والمرابحة الصادرة عن الشركات الخاصة في ماليزيا بنيتها عبر عقود المدائيات كالبيع بالتمن الآجل والمرابحة، وعُرفت صكوك البيع بالتمن الآجل والمرابحة من ناحية تطبيقية في ماليزيا بأنها "الوثائق أو الشهادات الممثلة قيمة الأصول التي تصدرها الجهة المصدرة للجهات الأخرى لإثبات المديونية فيها، وإصدارها مبني على أساس البيع بالتمن الآجل* أو المرابحة**).

قررت اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية سنة 1997 إعداد قول بعض الفقهاء بجواز بيع العينة - قضاء-، وقد وافقت اللجنة الاستشارية الشرعية الوطنية للمصرف المركزي الماليزي على قرار اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية الذي يقضي بجواز ممارسة بيع العينة في الأدوات المالية الإسلامية القابلة للتداول في ماليزيا لاسيما في إصدار صكوك البيع بالتمن الآجل والمرابحة.

تطبيق تصكيك الدين النقدي في إصدار صكوك البيع بالتمن الآجل والمرابحة في التجربة الماليزية، وبالرغم من عدم الجواز عند بعض الفقهاء لأنه تصكيك دين مرابحة مؤجل، كما أن الدين الثابت في الذمة المؤجل السداد هو نقودا ولو كان بعض الفقهاء الماليزيين يعتبرون أن الدين الذي ينتج من عملية التصكيك يستند إلى الأصول (الموجودات محل العقد)، ولهذا يعد الدين مالا وليس نقودا وكأنها تصكيك الدين السلعي ويمكن أن تتداول في السوق الثانوية⁽¹⁾.

لذا، فعملية التصكيك في إصدار صكوك البيع بالتمن الآجل والمرابحة في ماليزيا لا توفر شروط تصكيك الدين السلعي لأنها تتعلق ببيع العينة، وبعد عملية التصكيك في إصدار الصكوك في السوق الأولية يمكن أن تتداول في السوق الثانوية من خلال بيع الدين وهو غير جائز عند بعض الفقهاء بالرغم من أن هذه الصكوك تباع بقيمتها الاسمية.

(*)- وتعريفه هو العقد الذي يُشير إلى بيع المبيع (وفي هذه الحالة تشير إلى الموجودات) بثمن مؤجل ويزيد عن ثمنه نقدا وتسليمه حالا، ووقت معلوم لدفع القيمة والمتفق عليها مسبقا بين المتعاقدين

(**) تعريفه متقارب بالبيع بالتمن الآجل، حيث زيادة معلومة سواء أكانت منسوبة إلى رأس المال أو محددة بمبلغ معين، ويتم التسديد للشراء على دفعة واحدة أو تقسيط والذي سيكون محدد في الاتفاق بين المتعاقدين.

(1)- محمد أكرم لالدين، مرجع سابق، ص: 29

الفصل الخامس:..... مقارنة بين تجربة التورني بالمغرب (جماعة التورني التقليدي) وتجربة ماليزيا وكندا (جماعة التورني الإسلامي)

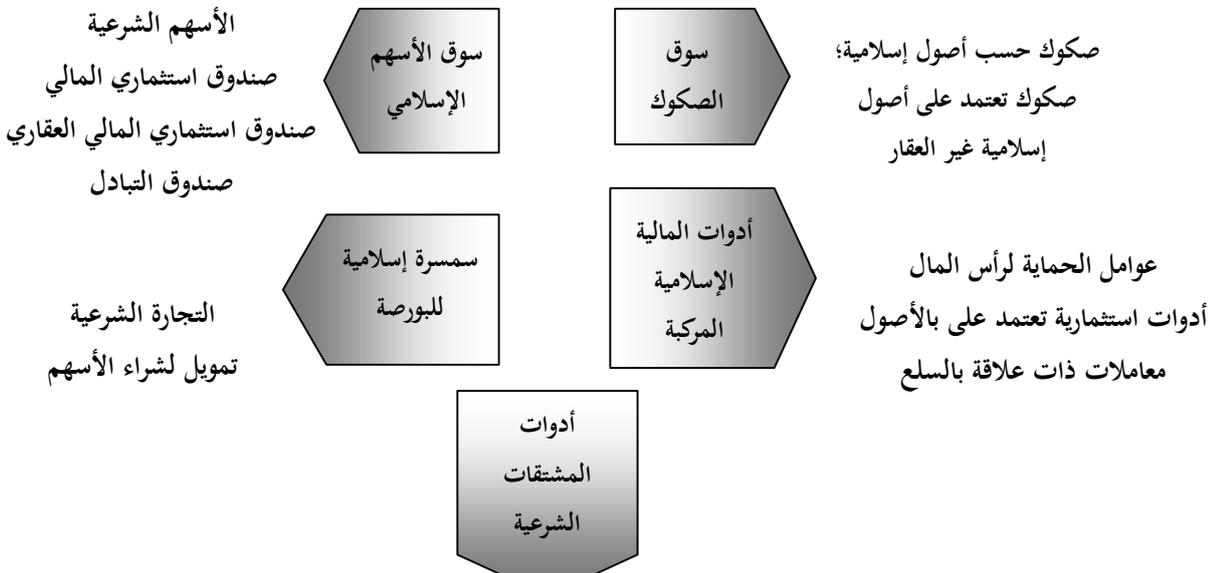
معظم حملة الصكوك (في السوق الأولية) بحاجة إلى السيولة النقدية فوراً، وبالتالي يجوز تسيلها قبل موعد استحقاقها ولهم حق بيع الصكوك المتوافرة فيهم إلى الطرف الثالث (بيع الدين لغير المدين) في السوق الثانوية بضمن أقل من قيمته الاسمية في الغالب، ويجوز أيضاً بيع هذا الدين نقداً في قيمته الاسمية أو أكثر منها، وهذا لأن اللجنة الاستشارية الشرعية تعتبر الدين مالا في شكل الأصول وليس في شكل النقود ولأنه يستند إلى الأصول، لذا هذا البيع يجوز في قيمته الاسمية أو أقل أو أكثر حسب العرض والطلب في السوق.

الفروع الثالث: القرار الصادر عن اللجنة الاستشارية الشرعية هيئة الأوراق المالية بتأجيل بيع الدين

في سياق سوق رأس المال الإسلامية في ماليزيا، فإن بيع الدين هو مبدأ بيع الدين للمدين أو لغيره الذي ينتج من عقود المعاوضة المالية مثل المراجعة والبيع بالثمن الآجل والإجارة والاستصناع وغيرها، وقد طرحت التعليمات على عرض الصكوك الإسلامية الصادرة من الهيئة تعريف بيع الدين بأنه "معاملة متوافقة مع أحكام الشريعة التي تتضمن البيع والشراء للصكوك الإسلامية أو شهادات الدين المتوافقة مع الشريعة، فهذه الصكوك أو شهادات الدين ستصدر من قبل المدين (المقترض) إلى الدائن (المقرض) كإثبات المديونية له ويمكن أن تتداول بها في السوق الثانوية (لغير المدين)".

جاء قرار اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية في سنة 1996 بأنه يجوز بيع الدين للمدين نفسه أو لغيره، وهو يعتبر إحدى القواعد لتشكيل وتنظيم الأدوات المالية في سوق رأس المال الإسلامية في ماليزيا⁽¹⁾. يوضح الشكل الموالي مختلف الأدوات المالية الإسلامية التي تعرضها السوق المالية الإسلامية الماليزية.

الشكل رقم (9-5): سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية تعرض مجموعة من الأدوات المالية الإسلامية



عمليات آجلة لزيت النخيل الخام
عمليات آجلة لبزرة زيت النخيل الخام

عمليات آجلة للسهم الانفرادي

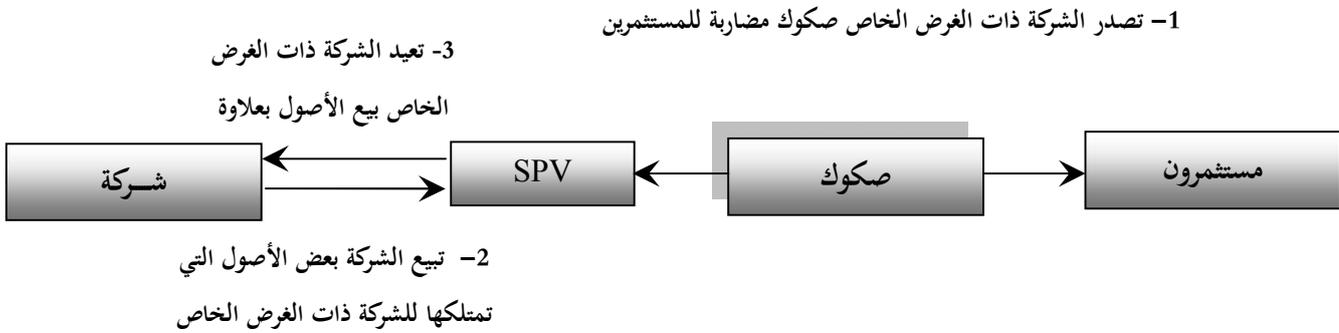
المصدر: محمد نور الدين غادمن، تطور سوق الأوراق المالية الإسلامية، مرجع الملك فهد للمؤتمرات، العندى العاري بالرياض، 2008/10/25، ص: 20.

(1) - المرجع السابق، ص: 33.

الفصل الخامس:..... مقارنة بين تجربة التورق بالمغرب (حملة التورق التقليدي) وتجربة ماليزيا وكندا والكويت (حملة التورق الإسلامي)

كما يستخدم في ماليزيا شكل خاص من الصكوك الهجينة تتضمن صكوك مضاربة مع مراجعة محل العقد، حيث تشبه هيكله الصكوك لحد كبير مبادئ بيع العينة والبيع بثمن آجل، هذه الهيكلة مبنية في الشكل المبسط الموالي:

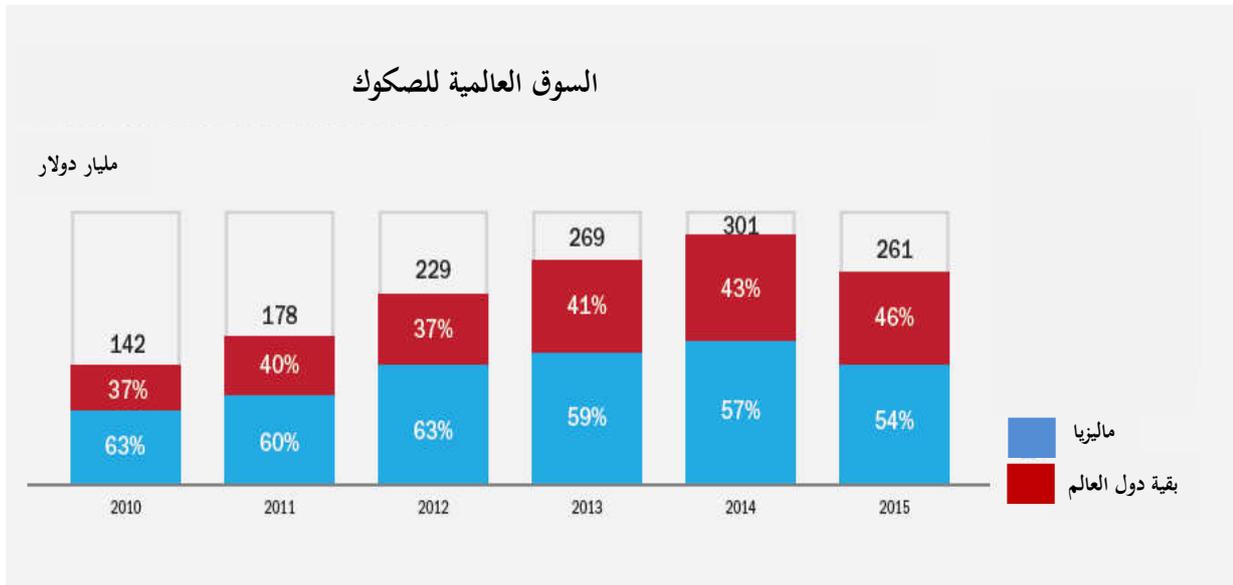
النموذج رقم (10-5): الصكوك الهجينة



Source: Rashid Khalid Alkhan, **Islamic Securitization, a revolution in the banking industry**, 2006, p. 39.

يوضح الشكل الموالي تطور السوق العالمية للصكوك وكذا حصة ماليزيا منها خلال الفترة من 2010 إلى 2015:

النموذج رقم (11-5): حصة ماليزيا من السوق العالمية للصكوك خلال الفترة من 2010 إلى 2015



Source: CM² Capital Market Malaysia, Malaysia: Diversity –Stability-Expertise, Securities Commission Malaysia (SC), www.sc.com.my, 21/06/2016, p: 6.

(المطلب الثالث: تفاصيل عملية (AMAN SUKUK Berhad))

من بين المصارف الإسلامية الأجنبية المتواجدة في ماليزيا مصرف (HSBC Al-Amanah Bank)، والذي أطلق الصيرفة الإسلامية سنة 1994، كما قام مؤخرا بنهاية سنة 2012 وبداية سنة 2013 بعملية لصالح الحكومة الماليزية وذلك بإصدار صكوك سميت (AMAN SUKUK Berhad).
يوضح الجدول الموالي ملخصا لأهم خصائص العملية:

الجدول رقم (26-5): (AMAN SUKUK Berhad)

التاريخ	التصنيف المؤكد	التصنيف الحالي	المستقبل المتوقع
ديسمبر 2012		AAA	مستقر
تاريخ التصنيف جانفي 2011 فيفري 2012	محدد مؤكد	التصنيف AAA AAA	مستقر مستقر
إصدار	شهادات إسلامية متوسطة الأجل برنامج رفع عشرة بليون رنجت ماليزي	المدة 25 سنة	المنظم المرشد CIMB Investment Bank Berhad
مديرو الاكتاب المشترك	Am Investment Bank Berhad Bank Islam Malaysia CIMB Investment Bank Berhad May Bank Berhad Investment Bank Berhad RHB Investment Bank Berhad	تاريخ النشر	4 جانفي 2013
تاريخ الإصدار	فيفري 2011	الأمين	غير مطبق
العون الضامن	CIMB Investment Bank Berhad	عون التسهيل (وكيل المنشأة)	CIMB Investment Bank Berhad
الموضوع	تأجير من الباطن		

Source: Malaysian Rating Corporation Berhad, credit analysis, structured finance (property annual review-2012, AMAN SUKUK Berhad, p:2 .

✓ أكدت شركة التصنيف الماليزية المحدودة، تصنيف صكوك أمان المحدودة والتي هي عبارة عن شهادات إسلامية متوسطة الأجل^(*) تدخل في إطار برنامج رفع إلى 10 مليار رنجت ماليزي بـ (AAA) مع توقعات مستقرة، تعكس هذه

(*)- Islamic Medium Term Notes (IMTN).

الفصل الخامس:..... مقارنة بين تجربة (التورن) بالمغرب (جمالة التورن) (التقليدية) وتجربة ماليزيا وطر والكويت (جمالة التورن) (الإسلامي)

الأخيرة توقعات شركة التصنيف حول إيجارات التأجير من الباطن والتي سيستمر تحملها من قبل الحكومة الماليزية مع وصل استلام في الوقت المناسب لتخصيصات الأموال؛

✓ صكوك أمان المحدودة عبارة عن شركة ذات غرض خاص أسست لتسهيل إصدار هذه الشهادات وكهيئة لجمع الأموال لمصلحة شركة (PBLT) Pembinaan BLT Sdn Bhd والتي هي ملك بالكامل من قبل الحكومة الماليزية، تم إنشاؤها في 2005/07/28 تحت مبادرة خاصة للتمويل، أوكلت لها مهمة إنشاء أو تشييد أحياء مساكن لصالح الشرطة الملكية الماليزية (PDRM)⁽¹⁾ تحت نموذج مشروع (تشييد وتأجير وتحويل (BLT)) والذي تم التطرق إليه في الفصل الثالث من هذه الأطروحة؛

✓ صدر تأكيد التصنيف بناءً على المقدرة الائتمانية للحكومة الماليزية كمتعهد وحيد ومؤجر لمشاريع الشرطة الملكية الماليزية، والتي لصالحها سوف تدخل في اتفاقيات تأجير من الباطن غير قابل للإلغاء مع شركة (PBLT) والتي بدورها ستخصص كل تجميعات التأجير للإجارة من الباطن لصالح شركة أمان تحت هيكل المبادلة للبرنامج⁽²⁾؛

✓ نص قرار مجمع الفقه الإسلامي رقم 137 (15/3) والصادر في سنة 2004 بشأن صكوك الإجارة، بأنه "يجوز للمستأجر الذي له حق الإجارة من الباطن أن يصدر صكوك إجارة تمثل حصصاً شائعة في المنافع التي ملكها بالاستئجار بقصد إيجارها من الباطن، ويشترط لجواز ذلك أن يتم إصدار الصكوك قبل إبرام العقود مع المستأجرين، سواء تم الإيجار بمثل أجرة الإجارة الأولى أو أقل منها أو أكثر، أما إذا أبرمت العقود مع المستأجرين فلا يجوز إصدار الصكوك لأنها تمثل ديوناً للمصدر على المستأجرين"؛

✓ تم عزل حاملي هذه الشهادات من مخاطر التشييد، كما أنه بالإمكان سحب هذه الشهادات من المشاريع أو أجزاء من المشاريع والتي تم إصدارها مع شهادات الإتمام والامتثال، كما استبعدت هيكل المعاملة مخاطرة الامتزاز عن طريق ضمان الحكومة القيام بتسديدات الإجارة مباشرة إلى حساب جمع والذي يحافظ عليه بالتعاون بين عون امن والمصدر بدون المرور عن طريق الحسابات المصرفية لشركة (PBLT)؛

✓ لاحظت وكالة التصنيف الماليزية المحدودة وبتاريخ 30 سبتمبر 2012، أن شركة أمان أصدرت شهادات بمبلغ إجمالي 4.415 بليون رنجت ماليزي مع الاسترداد الأول لـ 170 مليون رنجت ماليزي مستحقة في 28 فيفري 2014.

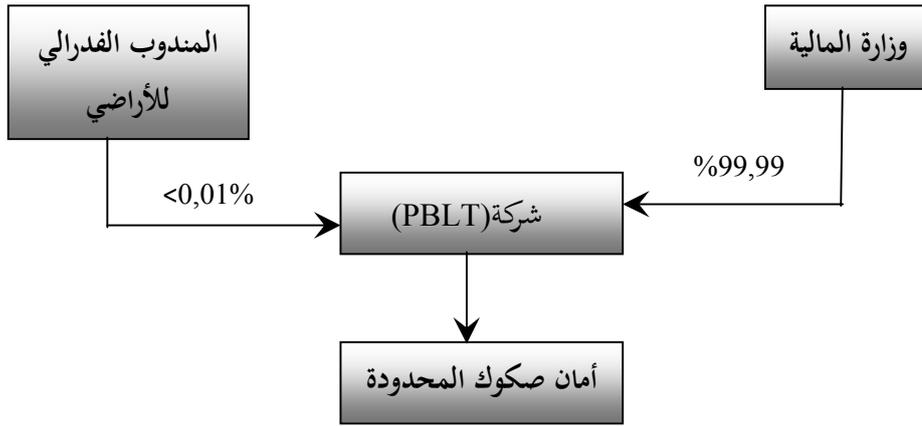
أكملت شركة (PBLT) 68% من إجمالي حجم المشروع بنهاية سبتمبر 2012، كما أن التشييد جارٍ تبعاً للبرنامج المحدد المواعيد، مع العلم أن إتمام المشروع كان بنهاية سنة 2015.

للإشارة، فإن شركة (PBLT) مملوكة من قبل وزارة المالية بنسبة 99,99% وبنسبة أقل من 0,01% للمندوب الفدرالي للأراضي، يوضح الشكل الموالي هيكل ملكية الأسهم.

(1)- Police Diraja Malaysia.

(2)-Malaysian Rating Corporation Berhad, credit analysis, structured finance (property annual review-2012, **AMAN SUKUK Berhad**, p:4

الشكل رقم (5-12): هيكل ملكية الأسهم



Source: Malaysian Rating Corporation Berhad, **credit analysis, structured finance (property annual review-2012,** AMAN SUKUK Berhad, p: 10.

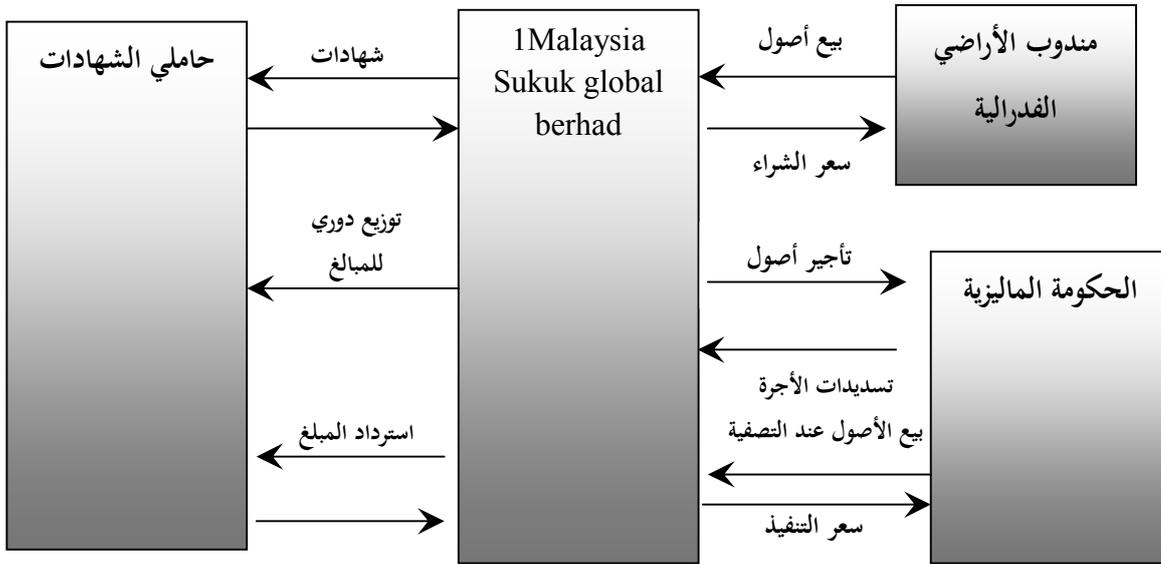
✓ من بين خصائص التأجير والتأجير من الباطن لهذه العملية⁽¹⁾:

- تؤجر المندوبية الفدرالية للأراضي الأراضي والمباني لمدة 15 سنة بمبلغ اسمي وتمنح أو تحول الملكية قانونيا لشركة (PBLT) التأجير من الباطن لصالح هذه الأخيرة للأراضي والمباني العائدة للحكومة الماليزية تحت اتفاقيات تأجير من الباطن منفصلة أو مستقلة لمدة 15 سنة؛
 - يتم تنفيذ كل اتفاق تأجير وتأجير من الباطن بشكل مستقل، في حين يمكن أن يكون كل المشروع له أكثر من اتفاق واحد للتأجير وتأجير من الباطن تبعا لعدد الإتمام القطاعي مع شهادة الانجاز والامتثال باطنيا ضمن المشروع، حيث أن كل اتفاق مضمون عن طريق هذه الشهادة لكل جزء من المشروع؛
 - أجرة التأجير من الباطن المستحقة أو العائدة لتأجير معين تمثل التزاما غير قابل للإلغاء من قبل الحكومة الماليزية ومستقلة عن إجراءات من الباطن الحالية و/أو المستقبلية؛
 - لا تتأثر تسديدات أجرة التأجير من الباطن من خلال أو لا يمكنها التغير اتجاه أي مطالب أو ادعاءات والتي يمكن أن تكون للحكومة الماليزية اتجاه شركة (PBLT)؛
- للإشارة، سبقت هذه العملية عملية مشابهة تمثلت في إصدار شهادات قائمة على عقد الإجارة من قبل هيئة ذات غرض خاص تم تسميتها ماليزيا 1 (Malaysia sukuk global berhad) 1 تم إنشاؤها في ماي 2010 بغرض إصدار شهادات (trust certificates) بقيمة 1,25 بليون دولار أمريكي تستحق في سنة 2015، هذه الهيئة ملك بالكامل للحكومة الماليزية.

يوضح الشكل الموالي هيكل العملية:

(1)-Ibid, p:10 .

(المحل رقم (13-5): هيكل العملية (1Malaysia sukuk global berhad)



Source : KHOK LEE KUAN, **pricing mechanism and methodology for an Islamic financial instrument-Sukuk-**, professional practice paper, INCEIF, Malaysia, 2011, p:31.

يوضح الجدول الموالي ملخص العملية

(المحل رقم (27-5): تفاصيل العملية (1Malaysia sukuk global berhad)

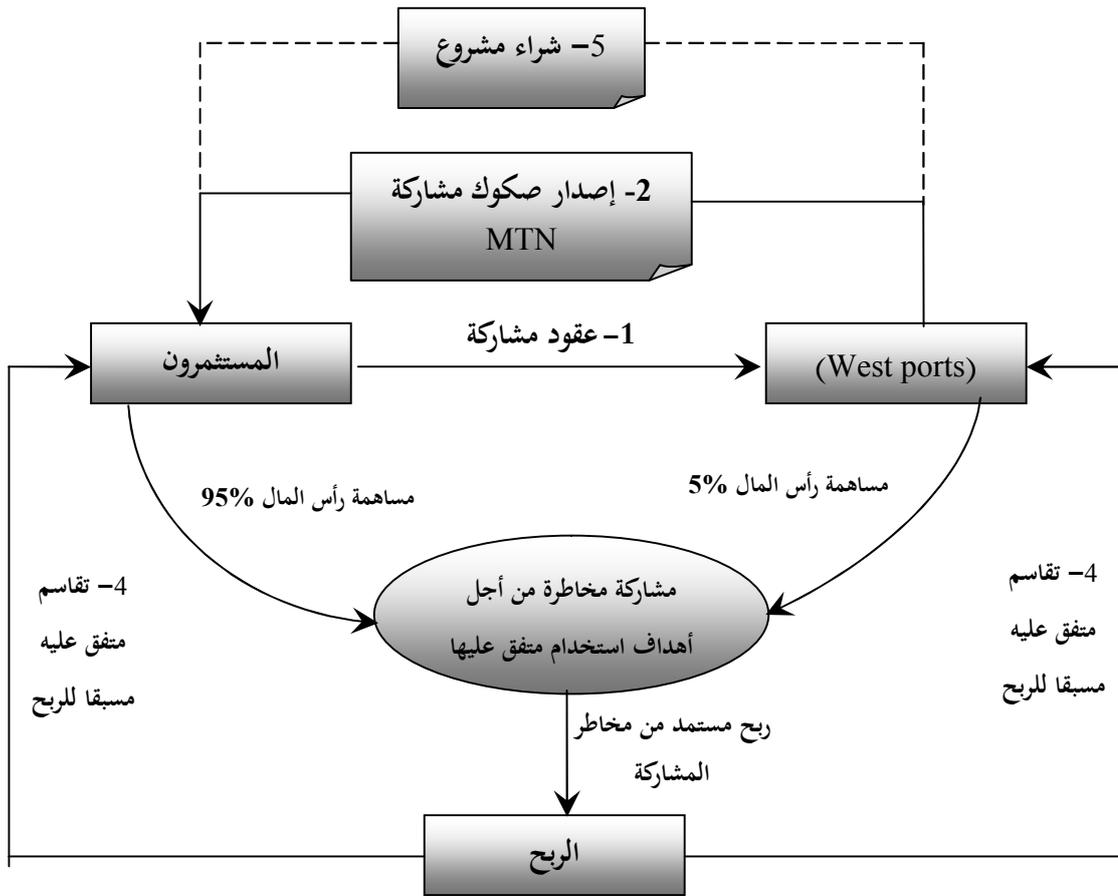
حجم الإصدار	1,25 مليار دولار أمريكي
تاريخ الإصدار	جوان 2010
مدة المشروع	5 سنوات
المبدأ الإسلامي	إجارة
بادئ العملية	الحكومة الماليزية على أساس التصفية المجدولة، تكتتب الحكومة الماليزية بدون تجديد لشراء جميع الحقوق والأرباح المتضمنة وللأصل المؤجر بسعر التنفيذ المتفق عليه.
الهدف	لتحقيق أهداف عامة للمصدر متوافقة مع الشريعة الإسلامية ولتسديد الرسوم والمصاريف بالربط مع الشهادات

Source: KHOK LEE KUAN, **pricing mechanism and methodology for an Islamic financial instrument-Sukuk-**, professional practice paper, INCEIF, Malaysia, 2011, p:32.

المطلب الرابع: هيكلية مشاركة (برنامج صكوك) (المشاركة لـ (West ports))

أصدرت شركة (Malaysia Sdn Bhd) الميناء الرئيسي في ماليزيا ميناء (klang) و (West ports) صكوكا بحدود 800 مليون رنجت ماليزي برنامج صكوك مشاركة - شهادات متوسطة تفوق مدتها السنة تصدرها الشركات- (*) MTN والتي تطبق مبادئ الشريعة للمشاركة. يوضح الشكل الموالي هيكلية المبادلة:

الشكل رقم (14-5): هيكلية برنامج صكوك (المشاركة لـ (West ports))



Source: KHOK LEE KUAN, pricing mechanism and methodology for an Islamic financial instrument-Sukuk-, professional practice paper, INCEIF, Malaysia, 2011, p28.

يوضح الجدول الموالي، ملخص العملية

(*)- Medium-Term Notes.

الجدول رقم (28-5): ملخص البرنامج لصكوك المشاركة لـ (West ports)

رفع لـ 800 مليون رنجت ماليزي بالقيمة الاسمية		حجم الإصدار
مارس 2008		تاريخ الإصدار
15 سنة منذ تاريخ أول إصدار		مدة البرنامج
المشاركة		المبدأ الإسلامي
العائدات مليون رنجت ماليزي	الهدف	الهدف
210	1 إعادة تمويل اقتراضات موجودة	
100	2 لإعادة تمويل موجودات الميناء 350 مليون رنجت ماليزي شهادات مضمونة ذات معدل متغير (FRN)	
200	3 تمويل إنشاء محطات جديدة للحاويات	
261	4 تمويل امتلاك آليات ومعدات	
25	5 حساب احتياطي ربح الخدمة معادل لتسديد وحيد تحت كل إصدار لصكوك المشاركة MTN	
2	6 تمويل تسديد الرسوم والمصاريف المرتبطة بإصدار صكوك المشاركة، و	
رصيد	7 من أجل العمل على متطلبات رأس المال	

Source: KHOK LEE KUAN, pricing mechanism and methodology for an Islamic financial instrument-Sukuk, professional practice paper, INCEIF, Malaysia, 2011, p:29.

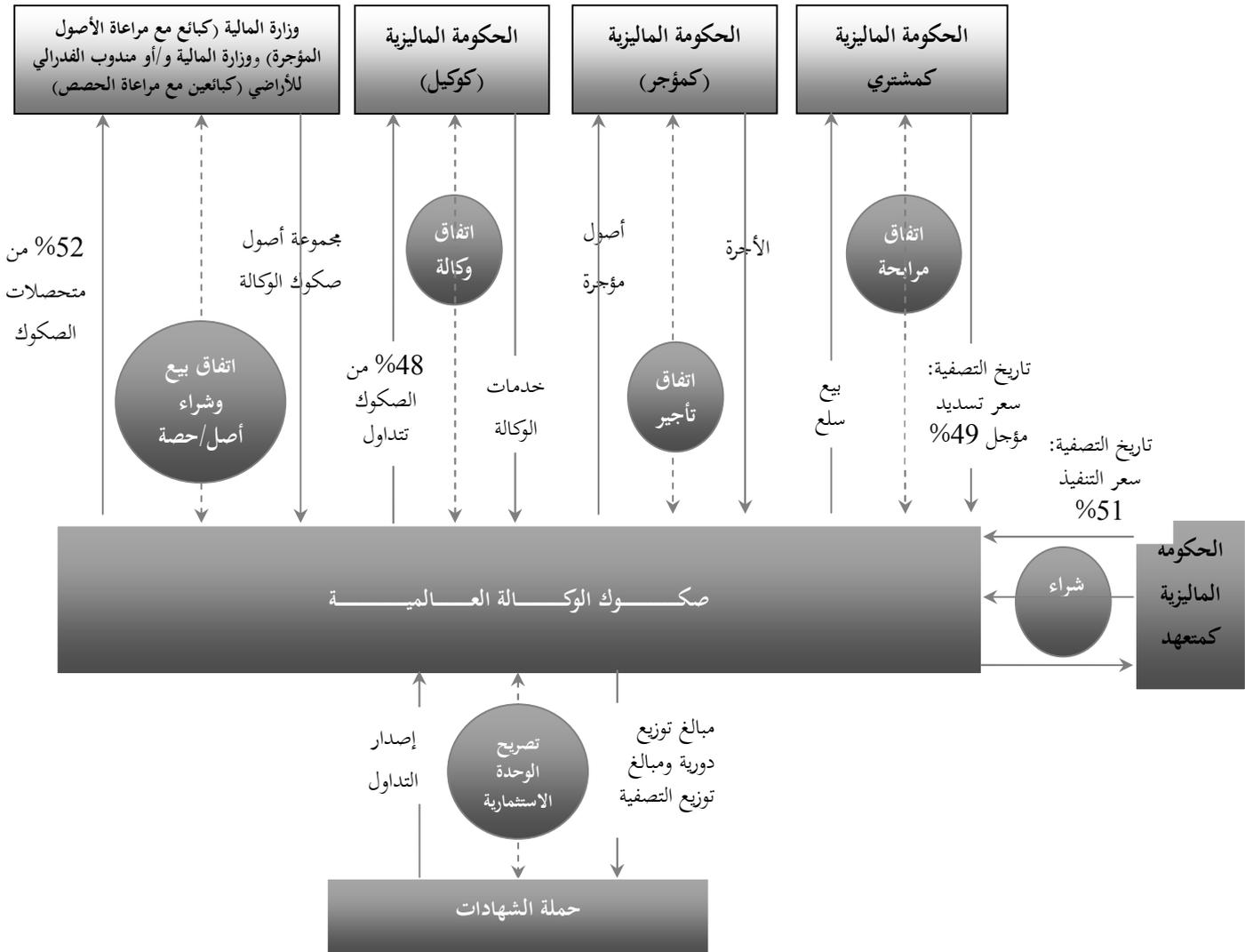
(Malaysia global sukuk Al-wakalah) **المطلب الخامس: تجربة صكوك الوكالة**

مثل هذا الإصدار ثالث أكبر إصدار للصكوك الماليزية المحرة بالدولار الأمريكي، حيث قدر مبلغها الاسمي الإجمالي بحوالي 2 مليار دولار، في حين وصل طلب المستثمرين إلى 9 مليار دولار، كما تميز هذا الإصدار بما يلي⁽¹⁾:

- ❖ أكبر إصدار سيادي في سنة 2011 محرر بالدولار الأمريكي؛
 - ❖ أول صك سيادي مُهيكل وفق مبدأ الوكالة؛
 - ❖ أضعف عائد المُصدر سيادي آسيوي لصك محرر بالدولار الأمريكي، وهي نتيجة الطلب القوي للمستثمرين المدعم بالصحة المالية الجيدة لماليزيا، وكذلك قلة ديونها المحرة بالدولار الأمريكي.
- يوضح الشكل الموالي الهيكل العامة للعملية:

(1)- les Sukuks une nouvelle alternative de financement pour le Maroc, travail réalisé par Al-Khawarizmi group, 28/12/2012, p : 91.

(التكامل رقم (15-5): (Malaysia global sukuk Al-wakalah)



Source : les Sukuk une nouvelle alternative de financement pour le Maroc, travail réalisé par Al-Khawarizmi group, 28/12/2012, p : 92.

المبحث الثالث: تجربة مصرف قطر الإسلامي وبيت التمويل الكويتي

يعد مصرف قطر الإسلامي مصرفاً إسلامياً عالمياً رائداً وشاملاً، يتمسك بأحكام الشريعة الإسلامية والمثل والقيم الأخلاقية في جميع معاملاته، كما يحقق المعايير الدولية للعمل المصرفي ويشارك في تنمية الاقتصاد القطري والعالمي ويساهم في تقديم حلول مالية مبتكرة تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، بالإضافة إلى خدمات عالية الجودة للعملاء والعمل على تعظيم العائدات للمساهمين والشركاء؛ كما يعتبر بيت التمويل الكويتي "بيتك" مؤسسة مصرفية إسلامية رائدة، تطبق المنهج الإسلامي في كافة تعاملاتها فهو أول بنك إسلامي يتم تأسيسه في دولة الكويت سنة 1977، أما اليوم فقد أصبح من أهم رواد العمل المصرفي الإسلامي في العالم.

المطلب الأول: تجربة مصرف قطر الإسلامي

تقوم دولة قطر من خلال شركتين للصكوك على إصدار الصكوك الإسلامية التي تتوفر فيها الشروط الشرعية، كما تحاول أن تزيد من محسنتها ومحفزاتها شرعياً وتسويقياً وقد أسفرت حتى الآن عن 4 مليارات من الصكوك، حيث تم الترخيص لوزارة الاقتصاد والمالية بإنشاء شركتين، شركة صكوك حكومة قطر "أ" شركة مساهمة قطرية وشركة صكوك حكومة قطر "ب" شركة مساهمة قطرية، حيث يمكن للوزارة المعنية إبرام مع كل أو أي من الشركتين اتفاقيات البيع والشراء والإجارة والتعهد بالشراء أو البيع وتقديم جميع الضمانات؛ كما تعفى كل من الشركتين طوال فترة الصكوك من الضرائب والرسوم⁽¹⁾.

الفرع الأول: أهمية التمويل بالصكوك الإسلامية

أصبح من الضروري أن تقوم دولة قطر بإصدار قانون ينظم عمل الصكوك الإسلامية، هذه الأخيرة حققت لها خلال السنوات العشر الأخيرة نمواً اقتصادياً هائلاً وتنمية شاملة في مختلف المجالات البشرية والمالية، حيث قامت قطر في عام 2003 بإصدار صكوك إسلامية قيمتها 500 مليون دولار ومدتها سبع سنوات عن طريق بيت التمويل الكويتي. كما أصدرت الحكومة في سبتمبر 2003 صكوكاً إسلامية بقيمة 700 مليون دولار، وحملت تلك الصكوك تقييماً بدرجة (A⁺) من "ستاندرد آند بوز" وتم الإصدار في السوق الإسلامية الدولية بالبحرين وتمت تغطيته بدرجة عالية وحملت الصكوك عائداً متغيراً يزيد بواقع 40 نقطة على معدل الليبور⁽²⁾.

قام مصرف قطر المركزي بإصدار صكوك بالريال القطري بتاريخ 2010/06/01 بقيمة 5 مليار ريال لمدة 8 سنوات وإصدار آخر بتاريخ 2011/01/16 بقيمة 33 مليار ريال لمدة 3 سنوات.

كما قام بإصدار آخر لسندات حكومية بالعملة المحلية بثلاثة مليارات ريال أي ما يعادل 824 مليون دولار وصكوك بمليار ريال، يضم الطرح الذي صدر في العاشر من ديسمبر 2013 ضمن عطاء ربع سنوي شريحتين لأجل ثلاث وخمس سنوات للسندات التقليدية والصكوك طبقاً للموقع الإلكتروني للمركز القطري، ودشنت قطر التي تربط عملتها بالدولار

(1)- المواد من 1-7، من مرسوم القانون رقم 3 لسنة 2012 بالتخصيص لوزارة الاقتصاد والمالية بإنشاء شركتين مساهمتين قطريتين وإبرام اتفاقيات معهما لإصدار صكوك إسلامية.

(2)- راجع: قرار رئيس مجلس إدارة هيئة قطر للأسواق المالية رقم (3) لسنة 2011 بإصدار قواعد طرح وإدراج الصكوك والسندات للتداول في بورصة قطر، ص:3.

الفصل الخامس:..... مقارنة بين تجربة التورق بالمغرب (حمالة التورق التقليدي) وتجربة ماليزيا وكندا والكويت (حمالة التورق الإسلامي)

الأمريكي مبيعات السندات الفصلية منذ مارس 2013 لدعم خيارات السياسة النقدية للمصرف المركزي ومساعدته في إدارة السيولة، كما تطرح قطر أذون خزانة بأربعة مليارات ريال في مبيعات شهرية .

تم إصدار سندات وصكوك إسلامية من قبل مصرف قطر المركزي حسب الجدول المبين أدناه:

الجدول رقم (29-5): إصدار سندات وصكوك إسلامية من قبل مصرف قطر المركزي خلال سنة 2013

رقم الإصدار	تاريخ الإصدار	تاريخ الاستحقاق	نوع الإصدار	المدة (سنة)	قيمة الإصدار
QA0003529168	10-ديسمبر-2013	10-ديسمبر-2016	سندات	3	1.500.000.000
QA0003529186	10-ديسمبر-2013	10-ديسمبر-2016	صكوك	3	500.000.000
QA0003529177	10-ديسمبر-2013	10-ديسمبر-2018	سندات	5	1.500.000.000
QA0003529195	10-ديسمبر-2013	10-ديسمبر-2018	صكوك	5	500.000.000

Source : www.qcb.gov.qa/arabic/public debt Tools/documents/sukuk_2103_arb.pdf.

يوضح الجدول الموالي بيان أوضاع إصدارات الدين العام من الصكوك حتى 2015/09/02.

الجدول رقم (30-5): إصدارات الدين العام من الصكوك حتى 2015/09/02

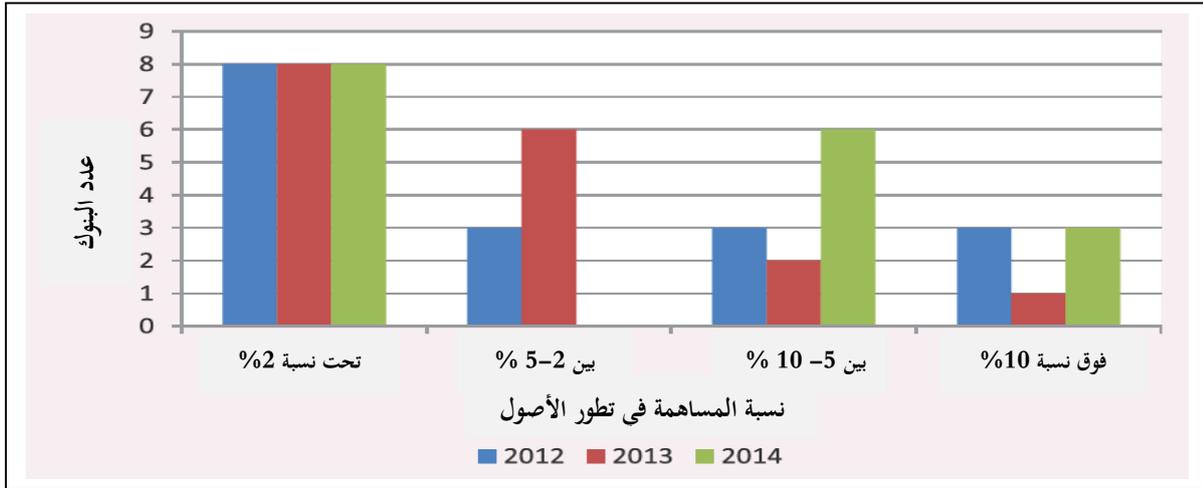
رقم الإصدار	تاريخ الإصدار	تاريخ الاستحقاق	مدة الإصدار (سنة)	قيمة الإصدار (ريال قطري)
QA0003524546	2010/6/1	2016/6/1	8	5,000,000,000
QA0003529061	2013/3/10	2016/3/10	3	500,000,000
QA0003529079	2013/3/10	2018/3/10	5	500,000,000
QA0003529097	2013/6/10	2016/6/10	3	500,000,000
QA0003529113	2013/6/10	2018/6/10	5	500,000,000
QA0003529159	2013/9/10	2018/9/10	5	500,000,000
QA 0003529141	2013/9/10	2016/9/10	3	500,000,000
QA0003529186	2013/12/10	2016/12/10	3	500,000,000
QA 0003529195	2013/12/10	2018/12/10	5	500,000,000
QA0003529202	2014/1/16	2017/1/16	3	7,000,000,000
QA0003529221	2014/1/16	2019/1/16	5	4,000,000,000
QA0003529248	2014/4/15	2017/04/15	3	2, 100, 000, 000
QA0003529257	2014/4/15	2019/04/15	5	950, 000, 000
QA0003529266	2014/4/15	2021/04/15	7	950, 000, 000
QA0003529346	2015/9/2	2018/09/02	3	1, 700, 000, 000
QA0003529355	2015/9/2	2020/09/02	5	1, 700, 000, 000
QA0003529364	2015/9/2	2022/09/02	7	750, 000, 000
QA0003529373	2015/9/2	2025/09/02	10	750, 000, 000
الإجمالي				28,900, 000, 000

Source: www.qcb.gov.qa/arabic/public debt Tools/documents/sukuk_012015_arb.pdf.

الفرع الثاني: طحة عن القطاع المصرفي القطري

انعكست حالة عدم اليقين العالمية وانخفاض أسعار النفط على القطاع المصرفي القطري من خلال التباطؤ في نمو موجوداتها خلال سنة 2014 وسجلت كل المصارف التجارية التقليدية والأجنبية انخفاضا كبيرا في معدلات نموها على الرغم من أنها لا تزال عند المستويات الإيجابية؛ على عكس الاتجاه العام، سجلت موجودات المصارف الإسلامية نموا أعلى بشكل طفيف خلال سنة 2014 بالمقارنة بسنة 2013 والذي نتج في المقام الأول عن النمو العالي في التمويل الإسلامي⁽¹⁾، وهو ما يوضحه الشكل الموالي:

الشكل رقم (16-5): توزيع نسب الزيادة في المجموعات



المصدر: مصرف قطر المركزي، تقرير الاستقرار المالي، 2014، ص: 67.

أما قطاع المؤسسات المالية بمركز قطر للمال، فقد أدخلت الهيئة التنظيمية لمركز قطر للمال نظاما قانونيا جديدا للإبلاغ عن المؤسسات المالية التي تعمل في مركز قطر للمال والتي تنظمها الهيئة، ويقسم النظام المؤسسات المالية بدقة أكبر إلى مجموعات تستند على النوع الأساسي من الأعمال التي تقوم بها الشركات، وبالتالي يتم تصنيفها على أنها بنوك تجارية أو بنوك استثمار ومديري استثمار أو شركات الاستشارية، وقد ضم قطاع المؤسسات المالية بمركز قطر للمال 22 شركة تقليدية و 5 شركات إسلامية، وهو ما يوضحه الجدول الموالي:

الجدول رقم (31-5): المؤسسات المالية بمركز قطر للمال حسب الهيكل

المؤسسات	الإجمالي	إسلامي	تقليدي
شركات بنوك	12	2	10
بنوك استثمارية	2	2	-
مدراء استثمار	5	1	4
استشاريون	18	-	18
الإجمالي	37	5	32

المصدر: مصرف قطر المركزي، تقرير الاستقرار المالي، 2014، ص: 93.

(1) - مصرف قطر المركزي، تقرير الاستقرار المالي، 2014، ص: 67.

الفروع الثالث: نبذة تعريفية عن مصرف قطر الإسلامي

تم تأسيس مصرف قطر الإسلامي في سنة 1982 كأول مؤسسة مالية إسلامية في قطر، تخضع جميع منتجاته وعملياته المصرفية لإشراف هيئة للرقابة الشرعية بما يضمن الالتزام الدقيق بمبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية في أنشطة المصرف وعملياته التمويلية.

أولاً: بلغ رأس ماله 2.36 مليار ريال قطري في نهاية النصف الأول من 2013 ، وبلغت الموجودات 73.2 مليار ريال حتى نهاية عام 2012، يقدم المصرف خدماته للعملاء في السوق القطرية من خلال 49 فرعاً تغطي المواقع الهامة والإستراتيجية في قطر، ويعزز ذلك شبكة للصراف الآلي تضم 170 جهازاً توفر السحب النقدي والإيداع؛

ثانياً: يعتبر المصرف الآن أكبر مؤسسة مالية إسلامية في قطر، حيث يستحوذ على نسبة 35% من سوق الصيرفة الإسلامية في البلاد وحصه 9% من إجمالي السوق المصرفية الإسلامية والتقليدية، كما يعد المصرف أيضاً واحداً من أكبر ستة مصارف إسلامية في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا، ويتطلع إلى أن يكون في صدارة قيادة الصيرفة الإسلامية عالمياً⁽¹⁾؛

ثالثاً: يمتلك المصرف حصصاً هامة في مجموعة من المؤسسات المالية والاستثمارية في قطر، كمصرف كيو إنفست وشركة الجزيرة للتمويل وشركة عقار وشركة ضمان للتأمين الإسلامي "بيمه"، كما أن للمصرف حضوراً عالمياً قوياً يتمثل في المؤسسات المالية التابعة له في الخارج كمصرف المملكة المتحدة في بريطانيا وبيت التمويل العربي في لبنان ومصرف التمويل الآسيوي في ماليزيا والمصرف السوداني الذي افتتح حديثاً؛

رابعاً: يهدف مصرف قطر الإسلامي إلى أن يكون مصرفاً شاملاً من خلال التزامه بتقديم خدمات مصرفية شاملة محورها الاهتمام باحتياجات كافة شرائح العملاء واستخدام أحدث التقنيات المصرفية، حيث يولي اهتماماً خاصاً لأصحاب الثروات والدخول المرتفعة من خلال برنامج "التميز" الذي يوفر مجموعة من الخدمات التي تحقق تطلعات هذه الفئة، إلى جانب الخدمات المصرفية الخاصة.

كما أطلق برنامج "أعمال" لتمويل الشركات الصغيرة والمتوسطة، يتبنى المصرف أيضاً إستراتيجية هادفة لتعزيز مكانته ودوره في الاقتصاد القطري من خلال تقديم الحلول المالية الإسلامية لتمويل المشروعات الإستراتيجية للبنية التحتية وتمويل الشركات الكبرى والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتلبية احتياجات الشركات التي تعمل في مختلف القطاعات من صناعة وتجارة وخدمات؛

خامساً: الأداء المتميز والنتائج المالية التي حققها المصرف رغم الظروف المالية العالمية، جعل وكالات التصنيف العالمية المشهورة (فتش وكابيتال انتلجانس وستاندرد آند بورز) تصنفه في الفئة (A) للمدى الطويل مع توقعات مستقبلية مستقرة، وتصنيف السلامة العامة في الفئة (bbb)؛ وهذه هي السنة الثالثة التي يحصل فيها المصرف على هذا التصنيف من الوكالة وهو ما يعكس متانة رأس المال وصافي أرباح مستقرة واحتياطي قوي من السيولة وريادته في سوق الصيرفة الإسلامية، وكفاءة إدارته بالرغم من تقلبات الأوضاع والظروف الاقتصادية في العالم.

(1)- www.qib.com/ar/footer/about-us/our-profile.aspx

الفصل الخامس: مقارنة بين تجربة (التورنوا بالمغرب) (جمالة التورنوا التقليدي) وتجربة ماليزيا وكطر والكويت (جمالة التورنوا الإسلامي)

يستند تصنيف وكالة فيتش العالمية إلى تاريخ المصرف العريق ومكانته في السوق المصرفية، حيث حصل على العديد من الجوائز العالمية التي تصنفه كأفضل مؤسسة مالية إسلامية في قطر⁽¹⁾؛

ساوسا: من بين الشركات الرئيسية التابعة للمجموعة مصرف قطر الإسلامي، شركة مصرف قطر الإسلامي المحدودة والتي تأسست في "جزر كيمان" كشركة معفاة ذات مسؤولية محدودة لغرض وحيد وهو إصدار الصكوك لصالح المصرف ونشاطها الرئيسي إصدار الصكوك⁽²⁾؛

سابعا: من بين منتجات المصرف الاستثمارية، هناك منتجات استثمارية برأس مال مفتوح وأخرى برأس مال مغلق، وهو ما يوضحه الجدول الموالي:

الجدول رقم (32-5): منجماح المصرف الاستثمارية

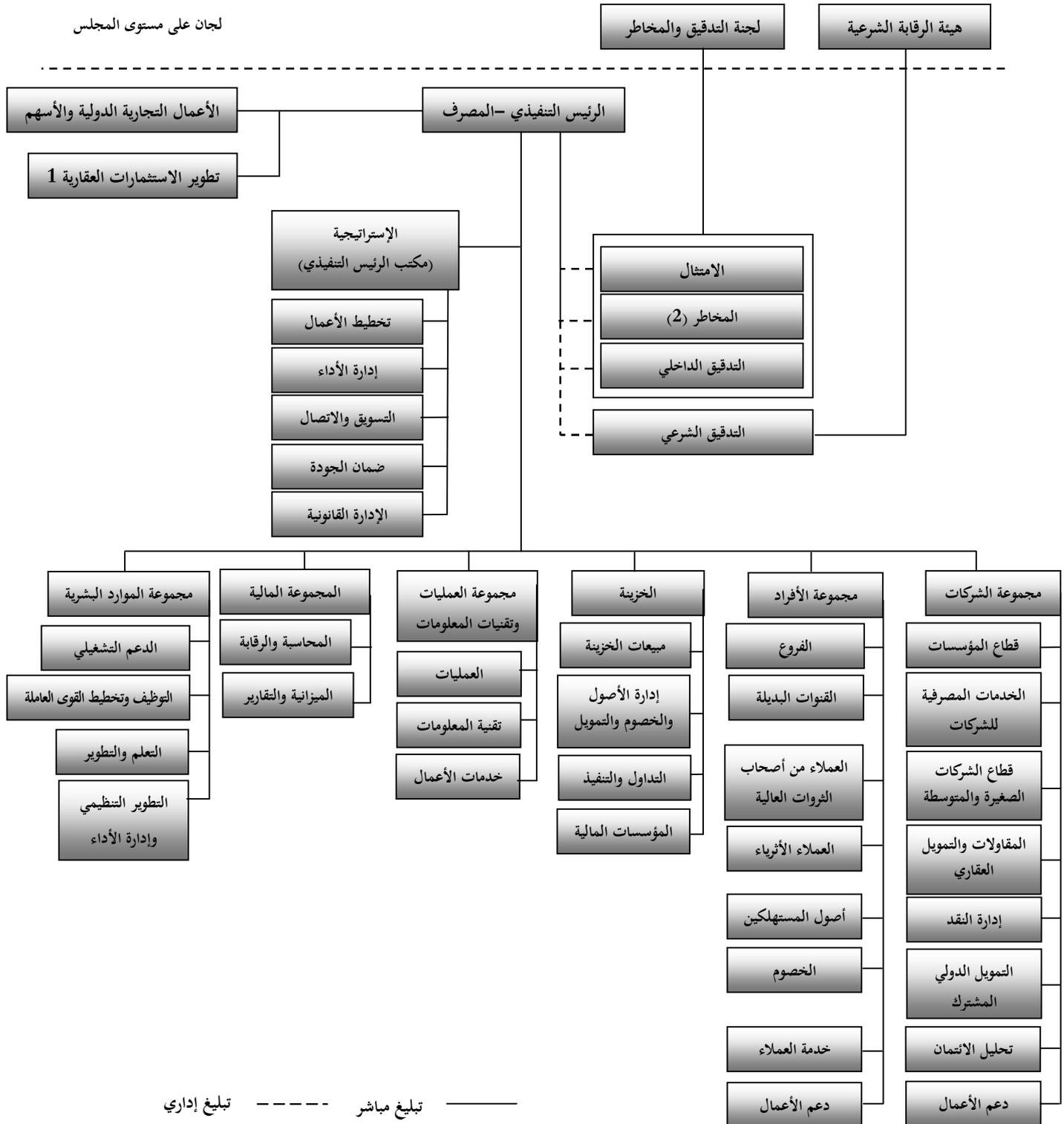
الاسم	العملة	مدة الاككتاب/الاسترداد	بداية النشاط	تاريخ الانتهاء	صافي قيمة أصول للوحدة
صندوق البشائر الاستثمارية	دولار أمريكي	شهري	نوفمبر 2015	مفتوح	6.70
صندوق شراع طويل الأمد	دولار أمريكي	شهري	نوفمبر 2015	مفتوح	998.03
صندوق شراع متوسط الأمد	دولار أمريكي	شهري	نوفمبر 2015	مفتوح	985.78
ثمار	الريال القطري	أسبوعي	07/04/2011	مفتوح	لا يوجد
محفظة الصكوك العالمية	دولار أمريكي	أسبوعي	نوفمبر 2015	مفتوح	9.198
حماية 8 (مغلق)	دولار أمريكي	عند الاستحقاق	26 فبراير 2015	12 مارس 2017	-

Source : www.qib.com.qa/ar/investments/investment-products/investment-products-performance-reports.aspx

(1) - التقرير السنوي للمصرف 2012، ص: 6.
(2) - المصرف التزام بالريادة، مصرف قطر الإسلامي، البيانات المالية الموحدة 2013/12/31، ص: 13.

يوضح الشكل الموالي الهيكل التنظيمي لمصرف قطر الإسلامي

(الشكل رقم (5-17): الهيكل التنظيمي لمصرف قطر الإسلامي



الفرع الرابع: إدارة المخاطر بمصرف قطر الإسلامي

يولي المصرف أهمية قصوى للإدارة الفعالة للمخاطر في عملياته بصورة عامة، وعليه فقد عمد إلى صياغة عملية متكاملة وشاملة لإدارة المخاطر بهدف تقييم المخاطر الرئيسية التي يواجهها في تنفيذ أنشطته ومراقبتها وإدارتها، حيث شهدت سنة 2012 نموا مطردا في عمليات المصرف الذي حرص في الوقت ذاته على مواجهة المخاطر بطريقة متوازنة؛ حيث استمر في إتباع سياسة متحفظة لإدارة أعماله عبر الحد من التعرض لأكثر عوامل الضغط انتشارا، كما تابع تطبيق سياسة انتقائية لاختيار المخاطر التي يتعرض لها مع الحفاظ على جودة محفظته الائتمانية بصورة عامة.

صُمم إطار إدارة المخاطر في المصرف بحيث يرسى توازنا بين الرقابة المؤسسية والمهام المستقلة الواضحة لإدارة المخاطر، وازدادت قدرة المصرف على تقديم المزيد من المنتجات من خلال إدارة الأصول والخصوم والمتاجرة بالصكوك وأصبحت إدارة المخاطر من أبرز أولويات المصارف، حيث أظهرت الأحداث الأخيرة في قطاع المصارف على مستوى العالم تميز أداء المصارف المتبعة لنظام متميز في إدارة المخاطر في حين تراجع أداء المصارف الأخرى⁽¹⁾.

يعرف مصرف قطر الإسلامي بجودة محفظته الائتمانية على مستوى الصناعة المصرفية، مما يعد مؤشرا أساسيا لقوة نخب الإدارة المتبع في إدارة المخاطر من خلال "مجموعة المخاطر" وهي وحدة مستقلة داخل المصرف تتبع لجنة التدقيق وإدارة المخاطر، كما يقوم المصرف بالترتيبات اللازمة لتطبيق معايير ومتطلبات اتفاقية "بازل3".

أولاً: إدارة مخاطر الائتمان: يتم إدارة هذا النوع من المخاطر بواسطة لجان متعددة تتمتع بصلاحيات خاصة، ويختص مجلس الإدارة بإقرار السقوف التي تتجاوز أعلى مستوى للسلطات الممنوحة داخل الإدارة، بالإضافة إلى ذلك يتم العمل بتقييمات المخاطر الائتمانية مع تطبيق قواعد محددة لتصنيف المخاطر والاعتماد على المبادئ التوجيهية للتسعير؛ تضم محفظة المصرف الإجمالية جميع أنواع التعرضات الخاصة بالسوق القطرية بالإضافة إلى التعرضات الدولية بما في ذلك استثمارات الأسهم وتعرضات المصارف الأخرى وتعرضات الدول، حيث يتم مراجعة المحفظة مرة كل ثلاثة أشهر على الأقل بالإضافة إلى المراجعات السنوية المعدة لعملاء مجموعة الشركات ولجميع التعرضات الأخرى خارج دولة قطر وسقوف المصرف، يعمل هذا الأخير حاليا على تطوير أنظمة التصنيف الداخلي⁽²⁾؛

ثانياً: إدارة المخاطر السوقية: تنتج المخاطر السوقية نتيجة وقوع حركة معاكسة أو غير متوقعة تسبب انخفاض في قيمة التعرض، وقد وضع المصرف سقوفا متحفظة لمنتجات الخزينة من أجل إدارة المخاطر وحصرها في مستوى مقبول، وتقع مهمة مراقبة هذه المخاطر على عاتق إدارة "مخاطر السوق والمكتب الأوسط للخزينة" -وهو نظام شرع في تطبيقه خلال سنة 2011 - التابعين لمجموعة المخاطر؛ كما يطبق المصرف منهج القيمة المخاطر بها لتقدير تعرضات المحافظ التجارية لمخاطر السوق؛

(1)- بيت التمويل الكويتي، دليل حوكمة الشركات، يونيو 2015، ص:15.

(2)- المرجع السابق، ص:16.

نالتا: إدارة مخاطر السيولة: يتمتع المصرف اليوم بمكانة مميزة وثابتة من حيث كمية السيولة، وقد وضعت لجنة إدارة المطلوبات والموجودات المؤلفة من المدراء الرئيسيين في المصرف مجموعة من السياسات المتحفظة لإدارة مخاطر السيولة، ولا تزال قاعدة الإيداع في المصرف تواصل نموها وتتميز بالاستقرار والثبات، إذ تخضع لاختبار تحمل على نحو دوري في ظل سيناريوهات متعددة حرصا على إيفاء المصرف بالتزاماته في جميع الأحوال حتى عند تعرضه لاضطرابات السوق؛ وخلال سنة 2012 نجح المصرف في تطبيق خطة بديلة للحفاظ على السيولة استند فيها إلى "معدل السيولة اليومية"؛

رابعاً: مجموعة الخزينة بمصرف قطر الإسلامي: تقوم مجموعة الخزينة بدور رئيسي في إدارة السيولة والمخاطر لدى المصرف وعملائه، وقد حملت سنة 2011 العديد من التحديات لهذه المجموعة كنتقلب الأسعار في السوق المصرفية بالإضافة إلى أحداث منطقة اليورو والظروف التي تعرضت لها سوق الائتمان.

تتكون مجموعة الخزينة من أربعة قطاعات للأعمال وهي قطاع الأسواق المالية وقطاع رأس مال الدين وقطاع الأسهم المحلية وقطاع المؤسسات المالية، ويشرف قطاع الأسواق المالية عن إدارة السيولة والاستثمارات المهيكلة ومبيعات الخزينة وإدارة الأصول والخصوم وتسعير تحويل الأموال، وتستمر جهود قطاع الأسواق المالية الرامية إلى استقطاب فرص ومعاملات المنتجات المهيكلة، في نفس الوقت يتوسع دور القطاع بالاستثمار من خلال منتجات الاستثمار المهيكلة والمهندسة ماليا من أجل تقديم قناة دخل جديدة للمصرف.

من أبرز الانجازات التي أحدثت فارقا للمصرف الحصول على عضوية لجنة المعايير الإسلامية، بالإضافة إلى تقديم المنتج الإسلامي المشتق لتكملة مجموعة منتجات أدوات الخزينة، كما تم حديثا بالمصرف إنشاء "قسم الهيكلية" والذي يهدف إلى تصميم وتنفيذ والترويج لحلول استثمارية وتحوطية مبتكرة متوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية، وتتيح الهيكلية للمصرف تقديم حلول مصممة خصيصا للعملاء في كافة الأقسام وتلبية كافة المتطلبات على الصعيد الداخلي وتتيح الحلول التحوطية للمصرف وعملائه إدارة المخاطر بفعالية في كافة فئات الأصول.

يتولى المصرف تصميم الاستثمارات المهيكلة وذلك على المستوى الداخلي، كما يقدم منتجات إيداع مهيكلة قصيرة الأجل إضافة إلى حلول استثمارية مهيكلة متوسطة وطويلة الأجل، كما أنشأ المصرف فريقا متخصصا بالبيع لدعم الأقسام الأخرى في الترويج للمنتجات والحلول الجديدة، وبالاستمرار في اعتماد مقارنة حذرة لإدارة السيولة والأصول وإجمالي مخاطر السوق في المصرف وبفضل إطلاق منتجات مبتكرة ومهيكلة في عام 2013 إلى جانب تطوير الأنشطة الأخرى التي تضطلع بها مجموعة الخزينة⁽¹⁾.

الفرع الخامس: تفاصيل عملية محفظة الصكوك العالمية

تشمل العملية ترتيبات تحويل بعض الموجودات المحددة (موجودات مملوكة بالمشاركة) والتي تضم موجودات مستأجرة أصلا وموجودات بالمشاركة واستثمارات مرخصة متوافقة مع الشريعة الإسلامية وأية موجودات مستبدلة أخرى للمجموعة

(1)- التقرير السنوي للمصرف 2011، التحول نحو التميز المستدام، ص: 21.

الفصل الخامس:..... مقارنة بين تجربة (التورن) بالمغرب (جمالة التورن) (التقليدية) وتجربة ماليزيا وكندا (جمالة التورن) (الإسلامي)

إلى شركة الصكوك وهي شركة تمويل صكوك مصرف قطر الإسلامي بصفتها مُصدرة والتي تم تأسيسها خصيصا لإجراء معاملات الصكوك بعد الحصول على تقرير بموافقة هيئة الرقابة الشرعية بالمصرف.

أولاً: تسيطر المجموعة على الموجودات ويستمر إدارتها من قبل المصرف ويتعهد بإعادة شرائها في تاريخ الاستحقاق بالسعر المتفق عليه بمبلغ 750 مليون دولار أمريكي ضمن برنامج إصدار تبلغ قيمته مليار ونصف المليار دولار أمريكي، وقد تم تسعير هذه العملية بكفاءة في مقابل معاملات المصرف المتوقعة حتى 7 أكتوبر 2015، وتعتبر عملية الصكوك هذه الأقل كلفة في تاريخ إصدارات المؤسسات المالية في دول مجلس التعاون الخليجي؛ ولقد ساهم ذلك في مساعدة المصرف على الحصول على تمويل بمعدلات منخفضة نسبيا ما ساعد في إدارة أصول المصرف وسيولته.

كما سمح ذلك للمصرف بالحد من المعدلات الاحترازية ونقص السيولة الطويلة الأمد، وقد بلغ الاكتتاب بهذه الصكوك ثمانية أضعاف حجم الإصدار ما يعكس ثقة السوق في المصرف ومثانة المكانة المالية التي يحتلها.

يترتب على الصكوك ربح ثابت بمعدل 3,856% مستحق الدفع إلى المستثمرين على أساس نصف سنوي، ويقوم المصدر بسداد مبلغ التوزيع وذلك من العوائد المستلمة من الموجودات المملوكة بشكل مشترك على أساس نصف سنوي، من المتوقع أن تكون العوائد كافية لتغطية المبالغ المستحقة لحاملي الصكوك في تواريخ التوزيع النصف سنوي⁽¹⁾.

أما على الصعيد الدولي، فقد حقق صندوق الصكوك العالمية التابع للمصرف المملكة المتحدة نجاحا باهرا بفضل تحطيه عتبة 200 مليون دولار أمريكي من الموجودات للمرة الأولى، حيث قدرت نسبة العائدات التي حققها منذ إنشائه بـ 21,43%، وفي نهاية 2012 نجح المصرف في إطلاق قناة استثمار جديدة عن طريق إصدار منتج استثماري جديد بعنوان "محفظة الصكوك العالمية"؛

ثانياً: خصائص محفظة الصكوك العالمية: يهدف هذا المنتج الجديد والرائد من المصرف إلى تعزيز إقبال المستثمرين على أسواق الصكوك العالمية والتي لم تحظ بالاهتمام اللازم كغيرها من أنواع الأصول، وهي عبارة عن منتج يترك لفريق من الخبراء الموجودين في المصرف بالمملكة المتحدة حرية إدارته على النحو الذي يروونه مناسباً، وخصصت له صلاحيات واسعة في استثمار المبالغ المودعة.

1. المصرف المملكة المتحدة (QIB-UK) هو شركة تابعة لمجموعة مصرف قطر الإسلامي، وقد حصلت على تصريح كمصرف إسلامي من هيئة الخدمات المالية البريطانية في يناير 2008، ويعمل المصرف انطلاقاً من قلب منطقة "مايفير" الراقية في لندن، ويركز في المقام الأول على الأنشطة التمويلية والاستثمارية ويقدم المصرف للعملاء النفاذ المبكر إلى العقارات المتاحة في لندن وتعرفهم إلى أفضل الفرص في السوق العقاري في لندن للراغبين في الشراء بغرض السكن أو للمستثمرين الراغبين بالشراء بغرض التأجير أو الاستثمار؛ وهو ما أسهم في دخول المصرف إلى أهم مركز مالي عالمي في لندن وهو ما يعكس رغبته في المساهمة في الاقتصاد العالمي⁽²⁾؛

(1)- التقرير السنوي 2012، المصرف 30 عاما من الريادة، ص:16-17.

(2)- www.qib.com.qa/ar/investor-relations/investor-presentation.aspx

الفصل الخامس: مقارنة بين تجربة (التورن) بالفرنس (جمالة التورن) (التقليدي) وتجربة ماليزيا وطر والكويت (جمالة التورن) (الإسلامي)

2. تغطي الخدمات التي يقدمها (QIB-UK) مختلف الحاجات المالية لكبار العملاء ومجموعة من التسهيلات المالية بما في ذلك الودائع الطويلة الأمد والحسابات الجارية ومنتجات الخزينة، إضافة إلى مدراء علاقات يحرصون على تقديم الخدمات؛
 3. يمتلك المصرف المملكة المتحدة (QIB-UK) خبرة طويلة في إدارة الأصول وله في رصيده نجاحات عديدة في تحقيق العائدات المرتفعة في مجال الصكوك الإسلامية، حيث يدير حاليا واحد من أكبر صناديق الصكوك المطابقة للشريعة الإسلامية؛
 4. تستثمر هذه المحفظة في صكوك دولية صادرة عن جهات سيادية وشبه سيادية وشركات باستخدام توجيهات استثمارية دقيقة وهي مصممة للحفاظ على خطر التعرض لتقلبات السوق عند أدنى مستوياته من خلال إبقاء ما لا يقل عن 80% من إجمالي الموجودات ضمن درجة تصنيف صكوك الاستثمار "BBB-Baa3" كحد أدنى أو الأدوات الأعلى منها تصنيفا إضافة إلى آليات أخرى للتحكم بالصكوك، كما يتم استثمار المحفظة في عمليات تمويل إسلامية أخرى متى كان الأمر مناسباً؛ وتهدف هذه المحفظة إلى تحقيق عائدات للمستثمرين تتجاوز ما يعادل سعر الليبور + 200 نقطة أساس عبر الاستثمار بصورة رئيسية في أسواق الصكوك الدولية- باستثناء السوق القطرية- ويتم التركيز خلال هذه العملية على تعزيز المداخيل مع احتمال زيادة تحقيق مكاسب رأسمالية⁽¹⁾.
- يوضح الجدول الموالي التصنيف الائتماني للصكوك، حيث يتم اعتماد صيغة وكالة "ستاندر أند بورز".

الجدول رقم (33-5): التصنيف الائتماني للصكوك

التصنيف	الحد الأدنى (%)	الحد الأقصى (%)
AAA/AA	0	100
A	0	80
BBB (أ)	0	40
الدرجة الاستثمارية	80	100
الدرجة الاستثمارية الفرعية وغير المصنفة (ب)	0	10
المجموع (أ+ب)	0	50

المصدر: محفظة الصكوك العالمية، نشرة عامة للمحفظة، ص: 2.

- 3- يعتمد المصرف على خبرة مجموعته المصرفية ليقدم لعملائه فرصة تنويع استثماراتهم عبر توظيفها في مجال الصكوك، وترتكز فكرة المنتج على ضرورة إعطاء أهداف العملاء الأولوية والسعي إلى تحقيقها في كل مرحلة من مراحل الاستثمار من جني العوائد الجزية إلى تجنب المخاطر في فترات تراجع الأسواق وصولاً إلى تعزيز المشاركة في الاستثمار خلال فترات الانتعاش؛
- 4- يلبي اعتماد هذه المقاربة احتياجات المستثمر في مجال إدارة الاستثمارات ويشكل ركيزة أساسية لبناء علاقة مفيدة للطرفين على المدى الطويل؛

(1) www.qib.com.qa/ar/media-centre/news-updates/qib-launches-sukuk-portfolio.aspx

الفصل الخامس:..... مقارنة بين تجربة (التورني بالفرنس) (جمالة التورني) (التقليدي) وتجربة ماليزيا وكطر والكويت (جمالة التورني الإسلامي)

5- تكمن ريادة هذا المنتج في تلبية الحاجات الأساسية لأي مستثمر، وبصورة خاصة التقييم والتداول الأسبوعي للسيولة وتميز المحفظة بالتنوع حيث تجمع بين مختلف فئات مُصدري الصكوك وتغطي مجالا واسعا من القطاعات والمناطق الجغرافية، كما يهدف هذا المنتج إلى توزيع حصص من الأرباح للمستثمرين على أساس ربع سنوي. يوضح الجدول الموالي توزيع استثمارات المحفظة حسب القطاعات.

الجدول رقم (34-5): بيان توزيع استثمارات المحفظة حسب القطاعات

البيان	الحد الأدنى (%)	الحد الأقصى (%)
الحكومات/المنظمات الدولية	0	100
العقارات	0	40
الخدمات المالية	0	40
القطاعات الفردية الأخرى	0	30

المصدر: محفظة الصكوك العالمية، نشرة عامة للمحفظة، بتاريخ 26 ديسمبر 2012، مصرف قطر الإسلامي المملكة المتحدة، ص:3. يوضح توزيع الأصول، حيث تستثمر محفظة الصكوك العالمية 75% على الأقل من إجمالي أصولها في الصكوك.

الجدول رقم (35-5): توزيع أصول المحفظة

البيان	الحد الأدنى (%)	الحد الأقصى (%)
الصكوك	75	100
النقد (أ)	0	20
عمليات تمويل إسلامية أخرى (ب)	0	5
الإجمالي الكلي (أ+ب)	0	25

المصدر: محفظة الصكوك العالمية، نشرة عامة للمحفظة، بتاريخ 26 ديسمبر 2012، مصرف قطر الإسلامي المملكة المتحدة، ص:2.

6- طور المصرف مجموعة كاملة من المنتجات الاستثمارية من محافظ استثمارية ومنتجات مهيكلية وخدمة التداول في الصكوك، نظرا لطلب العملاء المتزايد على المنتجات الاستثمارية وبالأخص أولئك الذين يسعون إلى تنوع نطاق استثماراتهم، ويسعى فريق الأسواق المالية المؤلف من الخبراء والمحترفين إلى توفير أفضل الخدمات التنفيذية لقاعدة عملائه، إذ يقدم خدمات التسعير التنافسية وخدمات الوصاية إلى الجهات المعنية بالصكوك القابلة للتداول؛

7- كما نجح فريق "أسواق رأس المال" بالتعاون مع فريق "إدارة الثروات" في إطلاق برنامج تداول بالصكوك للعملاء كما شهدت سنة 2012 منعطفًا تاريخيًا آخر لإصدار الصكوك في السوق العالمية بقيمة 46 مليار دولار، واستمر الطلب على الصكوك في سنة 2012 بالارتفاع حتى تحطى مستوى العرض وهو ما دفع بجهات الإصدار الأولى إلى تسعير الصكوك بصرامة أكبر خلال سنة 2013؛

8- يتمتع المصرف بعلاقات متميزة مع أكثر من 500 مصرف مراسل حول العالم، حيث يتميز بامتلاكه واحدا من أفضل أنظمة الإدارة، والدليل حصوله على جائزة تقدير الجودة والتي تمنحها مؤسسة "جيه بي مورجان المالية" وهي

الفصل الخامس:..... مقارنة بين تجربة التورين بالمغرب (حمالة التورين التقليدي) وتجربة ماليزيا وكطر والكويت (حمالة التورين الإسلامي)

اعتراف بتحقيق المصرف 97,69 % من تقنية المعالجة الآلية السريعة للتحويلات وإيداعاتها بين المصارف "MT103" وذلك يشمل تحويلات الأموال وتسوية الحسابات بين المصارف المراسلة في جميع أنحاء العالم⁽¹⁾؛
9- يوضح الجدول الموالي أداء صندوق الصكوك مقارنة بأداء المقياس المرجعي.

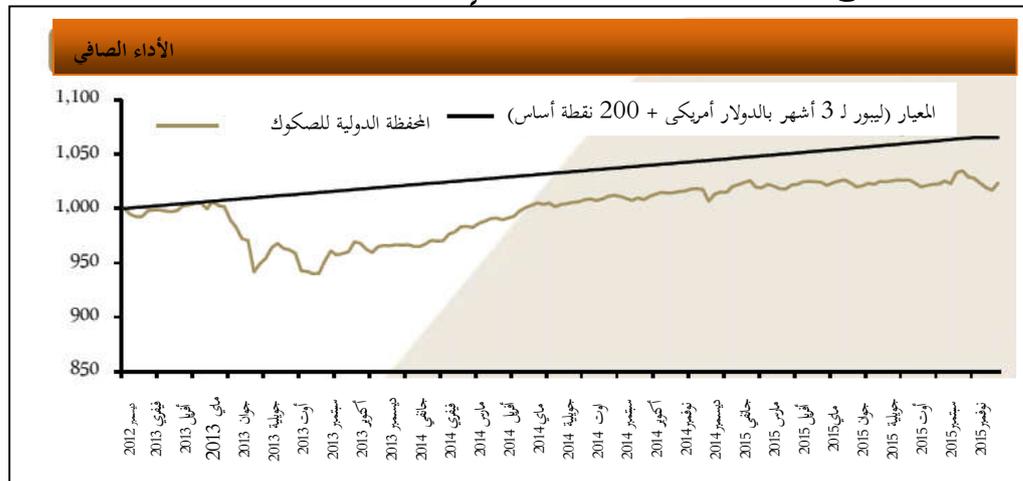
الجدول رقم (36-5): (أداء محفظة الصكوك مقارنة بالعائد المستهدف)

الأداء		
العائد المستهدف	المحفظة	
شهر واحد	0,75%	0,22%
ثلاثة أشهر	0,00%	0,62%
ستة أشهر	-3,68%	1,20%
منذ تاريخ إطلاق المحفظة(*)	-3,21%	1,74%

(*) - المصرف (المملكة المتحدة): تاريخ إطلاق المحفظة 24 يناير 2013

قيمة الأداء صافية من الرسوم والمصاريف الإدارية السنوية. السجل يعكس مستوى الأداء في 2013/10/31
المصدر: محفظة الصكوك العالمية، التقرير الربع سنوي، أكتوبر 2013، مصرف قطر الإسلامي المملكة المتحدة، ص: 1.
أما أداء المحفظة مقارنة بالسعر المرجعي، فيمكن توضيحه من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم (18-5): (أداء المحفظة مقارنة بالسعر المرجعي (ديسمبر 2012-نوفمبر 2015))



Source: International Sukuk Portfolio, QINVEST, November 2015, p: 1.

10- تستثمر المحفظة 75% على الأقل من إجمالي أصولها في الصكوك و80% كحد أدنى منها في فئات استثمارية ذات تصنيف ائتماني (BBB-/Baa3) أو أعلى، وهو ما يوفر مستوى مرتفع من العائدات المعدلة حسب المخاطر فضلا عن خيار تحارج أسبوعي للمستثمرين، وتوزع المحفظة أرباحا ربع سنوية⁽²⁾؛

(1)- التقرير السنوي 2011، مرجع سابق، ص: 47.

(2)- محفظة الصكوك العالمية، نشرة عامة للمحفظة، ص: 2.

تالنا: المنزلايا العائدة على المستثمرين: من بين هذه المزايا:

1. سيولة مرتفعة، حيث سُعرت محفظة الصكوك العالمية وأُتيحت للتداول أسبوعيا؛
2. سهولة الاستخدام، حيث يمكن تخصيص استثمار المحفظة بمنتهى السرعة والسهولة بما يتيح رفع نسبة المشاركة في الاستثمار كلما كانت الفرصة سانحة؛
3. نسبة تنوع مرتفعة، حيث تتمتع هذه المحفظة بقدر عالٍ من تنوع الاستثمار في مختلف القطاعات والأماكن الجغرافية؛
4. تعزيز الأرباح والعائدات، حيث تم تحقيق أرباح بقيمة 30,01% منذ إطلاقها مع الحفاظ على نسبة تقلب متدنية؛
5. مدخل أوسع للأسواق من خلال علاقة المصرف مع العديد من المؤسسات ليس فقط داخل لندن، ولكن أيضا في آسيا ودول مجلس التعاون الخليجي والشرق الأوسط؛
6. تدفع الصكوك في الوقت الراهن ما يزيد عن 40 نقطة أساس أعلى من السندات الصادرة عن مؤسسات أمريكية ذات تصنيف ائتماني (BBB)، ويعود هذا الفارق في الربحية إلى الفوارق في السيولة بين السوقين؛

تالنا: الأحكام والشروط: يمكن توضيحها من خلال الجدول الموالي:

المبرور رقم (37-5): الائتماع والشروط المتعلقة بمحفظة الصكوك العالمية

مدير الاستثمار	مصرف قطر الإسلامي (المملكة المتحدة)
الموزع	مصرف قطر الإسلامي
الوصي	مصرف قطر الإسلامي (المملكة المتحدة)
تاريخ إطلاق المحفظة	24 يناير 2013
مدير المحفظة	د/الكسندر ديفك
نوع الوحدات	وحدات بالدولار الأمريكي
وتيرة توزيع الأرباح	4 مرات سنويا
الحد الأدنى للاكتساب	10.000 دولار أمريكي
الحد الأدنى للتخارج	10.000 دولار أمريكي
رسوم الاكتساب	1,5%
الرسوم الإدارية	1%
المقياس المرجعي	نسبة الليبور بالدولار الأمريكي لثلاثة أشهر خلال الدورة الاقتصادية زائد 200 نقطة أساس
السيولة	أسبوعيا
وتيرة احتساب إجمالي قيمة الأصول	أسبوعيا
التخارج من المحفظة	يجوز في أي وقت لمالكي الوحدات طلب التخارج بأي قيمة بأي يوم أو أية وحدات بحوزتهم (الحد الأدنى للتخارج 10.000 دولار أمريكي) يتم تسوية عمليات التخارج التي تجري في أيام العمل المسبقة بيوم التقييم من خلال حساب إجمالي قيمة الأصول لكل وحدة
مخاطر منتجات الاستثمار	إن منتجات الاستثمار أعلاه هي أدوات مالية معقدة، ومن ثم فإنها قد تنطوي على مخاطر بعينها ومن ثم تستخدم هذه المنتجات من قبل مستثمرين مخضرمين قادرين على فهم المخاطر المرتبطة بهذه المنتجات، لا يصدر عن الموزع أو مدير الاستثمار أي تقييم بشأن ملاءمة هذا الاستثمار لأي مستثمر، كما لا يمكن للموزع ولمدير الاستثمار ضمان أي معدل للعائدات أو الأرباح على المبالغ الخاضعة للاستثمار وقد لا يسترد المستثمر المبالغ الأصلية التي اكتسب فيها.
مخاطر العملات الأجنبية	يجوز الاحتفاظ بالاستثمارات المسماة بعملات أجنبية غير الدولار الأمريكي على أساس تحوطي أو غير تحوطي وفقا لتحليل مدير الاستثمار لمزايا وتكاليف هذا التحوط شريطة أن يستخدم مدير الاستثمار كل الاعتبارات التجارية لإدارة أي مخاطر ناجمة عن التحوط أو الاستثمار بالعملات الأجنبية.
التقارير الدورية	يسر هذا المنتج أسبوعيا كما يتم إصدار نشرة البيانات شهريا، ومن المقرر أن يتلق المستثمر تقريرا ربع سنوي
المعاملة الضريبية	تعتمد على الحالة الخاصة بكل مستثمر، وهو وضع قابل للتغيير، لذا يتعين على المستثمرين الرجوع لمستشاري الضرائب لتحديد الآثار الضريبية المترتبة على شراء، تملك وبيع أو غيرها من القرارات الاستثمارية.

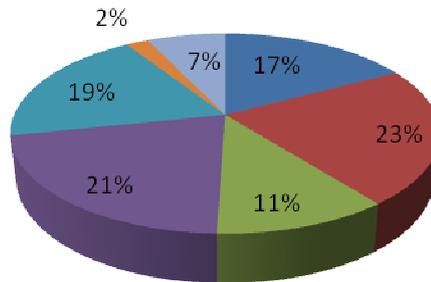
المصدر: محفظة الصكوك العالمية، نشرة عامة للمحفظة، بتاريخ 26 ديسمبر 2012، مصرف قطر الإسلامي المملكة المتحدة، ص: 3.

رابعاً: يوضح الشكل الموالي، التوزيع الجغرافي لمحفظة صكوك حيث يلاحظ أن أكبر نسبة تعود لماليزيا متبوعة بكل من تركيا والسعودية.

التكامل رقم (19-5): التوزيع الجغرافي لمحفظة صكوك بنارينو نوفمبر 2015

التوزيع الجغرافي للمحفظة

البحرين نقديّة السعودية تركيا أبو ظبي ماليزيا دبي



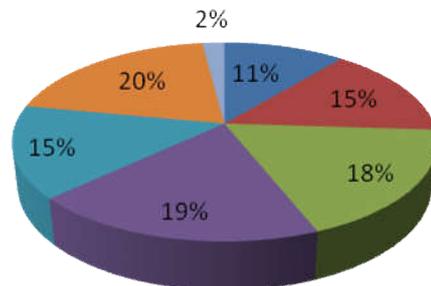
Source : International Sukuk Portfolio, QINVEST, November 2015, p : 1

يوضح الشكل الموالي تقسيم تصنيف المحفظة

التكامل رقم (20-5): تقسيم تصنيف المحفظة بنارينو نوفمبر 2015

تصنيف المحفظة

نقديّة BBB- BBB AA- A- A+ A



Source : International Sukuk Portfolio, QINVEST, November 2015, p : 1

نظامياً: مرت أسواق الصكوك خلال شهر أوت وسبتمبر وأكتوبر من سنة 2013 بفترة تقلبات، وسجلت المحفظة الحركات التالية: -2,7% و +2,01% و +0,75% على التوالي، حيث أدى احتمال قيام الولايات المتحدة بأعمال عسكرية في سوريا إلى عمليات بيع في الأسواق الناشئة في أوت 2013 ثم استردت الأسواق نشاطها في سبتمبر، ولكن لم تدم المؤشرات الايجابية طويلا مع وصول الولايات المتحدة إلى طريق مسدود في حل أزمة الميزانية في نهاية شهر سبتمبر، وبعد التوصل إلى صفقة تؤجل حل القضايا العالقة لمشكلة الميزانية انتعشت الأسواق إلى نهاية أكتوبر⁽¹⁾، حيث بقيت تقلبات عوائد الخزينة الأمريكية محدودة بنهاية سنة 2013 بسبب حذر المستثمرين من احتمالات النمو المستقبلية في

(1)- محفظة الصكوك العالمية، التقرير الربع سنوي، أكتوبر 2013، ص: 1.

الفصل الخامس:..... مقارنة بين تجربة التورنوا بالغرب (جمالة التورنوا التقليدي) وتجربة ماليزيا وكندا والكويت (جمالة التورنوا الإسلامي)

الأسواق الناشئة، وهو ما أبقى عوائد الصكوك في نفس المستوى، في حين قد تزداد تقلبات السوق في الربع الأول من سنة 2014 مع اقتراب الموعد الجديد المحدد لحل أزمة الميزانية في الولايات المتحدة.

الفرع السادس: إضاحاماحمول (البيانات المالية)

هناك مجموعة من القواعد والأسس المتبعة في إعداد البيانات المالية للمصرف، خاصة ما تعلق بالجانب المحاسبي.

أولاً: أسس الإيجراء والتجميع: يتم إعداد البيانات المالية الموحدة للمصرف وشركاته التابعة وفقاً للمعايير المحاسبية الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، ومبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية المحددة من قبل هيئة الرقابة الشرعية والتعليمات المصرفية ذات الصلة الصادرة من قبل مصرف قطر المركزي وقانون الشركات التجارية القطري؛ كما تطبق المعايير الدولية للتقارير المالية في حالة وجود أمور لم يتم إدراجها ضمن معايير المحاسبة الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية⁽¹⁾؛

ثانياً: العرف المحاسبي: يتم إعداد البيانات المالية الموحدة على أساس التكلفة التاريخية باستثناء الاستثمارات العقارية واستثمارات مالية محددة تم تصنيفها كاستثمارات بالقيمة العادلة من خلال حقوق المساهمين واستثمارات بالقيمة العادلة من خلال بيان الدخل واستثمارات عقارية محتفظ بها للبيع والتأجير التي يتم قياسها بالقيمة العادلة⁽²⁾؛

ثالثاً: المعايير والتفسيرات الجديدة والمعدلة: خلال سنة 2010 قامت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بتعديل إطار المفاهيم لديها وأصدرت معيار محاسبة مالياً جديداً، وهو معيار المحاسبة المالي رقم 25 "الاستثمار في الصكوك والأسهم والأدوات المماثلة" والذي دخل حيز التطبيق اعتباراً من يناير 2011؛ وقد تم تطبيق هذا المعيار من قبل المجموعة والذي يغطي التحقيق والقياس والعرض والإفصاح عن الاستثمار في الصكوك والأسهم والاستثمارات المماثلة التي تظهر فيها خصائص الدين وأدوات الملكية والتي توفرها المؤسسات المالية الإسلامية.

كان لتطبيق هذا المعيار الجديد تأثيراً على تصنيف وقياس الموجودات المالية للمجموعة، كما تمت مراجعة تصنيف المحفظة الاستثمارية وأدخلت تعديلات إن وجدت في هذه التصنيفات⁽³⁾؛

رابعاً: الإجراء الاحتمالي من الاستثمار في الصكوك والأدوات قصيرة الأجل: يتم تحقيق الإيراد من الاستثمار في الصكوك والأدوات قصيرة الأجل بالتناسب على مدى فترة العقد باستخدام طريقة احتساب معدل الربح الفعلي، هذا الأخير هو المعدل الذي يتم بموجبه خصم التدفقات النقدية المستقبلية المدفوعة والمستلمة خلال العمر المتوقع للموجودات أو المطلوبات المالية من القيمة الحالية للموجود أو المطلوب المالي.

(1)- التقرير السنوي 2011، مرجع سابق، ص: 49.

(2)- المرجع السابق، ص: 55.

(3)- المرجع السابق، ص: 50.

يتم التحقق من معدل الربح الفعلي عند التحقق الأولي للموجودات والمطلوبات المالية ولا تتم مراجعته لاحقاً، ويتم تحديد القيمة العادلة لكل استثمار على حدة وفقاً لسياسات التقييم الموضحة كالتالي⁽¹⁾:

- 1- بالنسبة للاستثمارات المتداولة، يتم تحديد القيمة العادلة بالرجوع إلى أسعار السوق في نهاية العمل بتاريخ بيان المركز المالي؛
- 2- بالنسبة للاستثمارات غير المتداولة، يتم تحديد القيمة العادلة بالرجوع إلى آخر عمليات الشراء أو البيع الهامة مع الأطراف الأخرى والتي تمت أو قيد الإتمام عند عدم وجود معاملات هامة حديثة تمت أو قيد الإتمام يتم تحديد القيمة العادلة بالرجوع إلى القيمة السوقية الحالية لاستثمارات مماثلة؛ بالنسبة للاستثمارات الأخرى تعتمد القيمة العادلة على صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية المقدرة أو غيرها من طرق التقييم ذات الصلة؛
- 3- بالنسبة للاستثمارات التي لها تدفقات نقدية ثابتة أو قابلة للتحديد، تعتمد القيمة العادلة على صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية المقدرة من قبل المجموعة باستخدام معدلات الربح الحالية للاستثمارات والتي لها شروط وسمات مخاطر مماثلة؛
- 4- بالنسبة للاستثمارات التي لا يمكن تقييمها بالقيمة العادلة باستخدام أي من التقنيات المذكورة أعلاه فيتم تسجيلها بالتكلفة مطروحا منها مخصص تدني القيمة؛

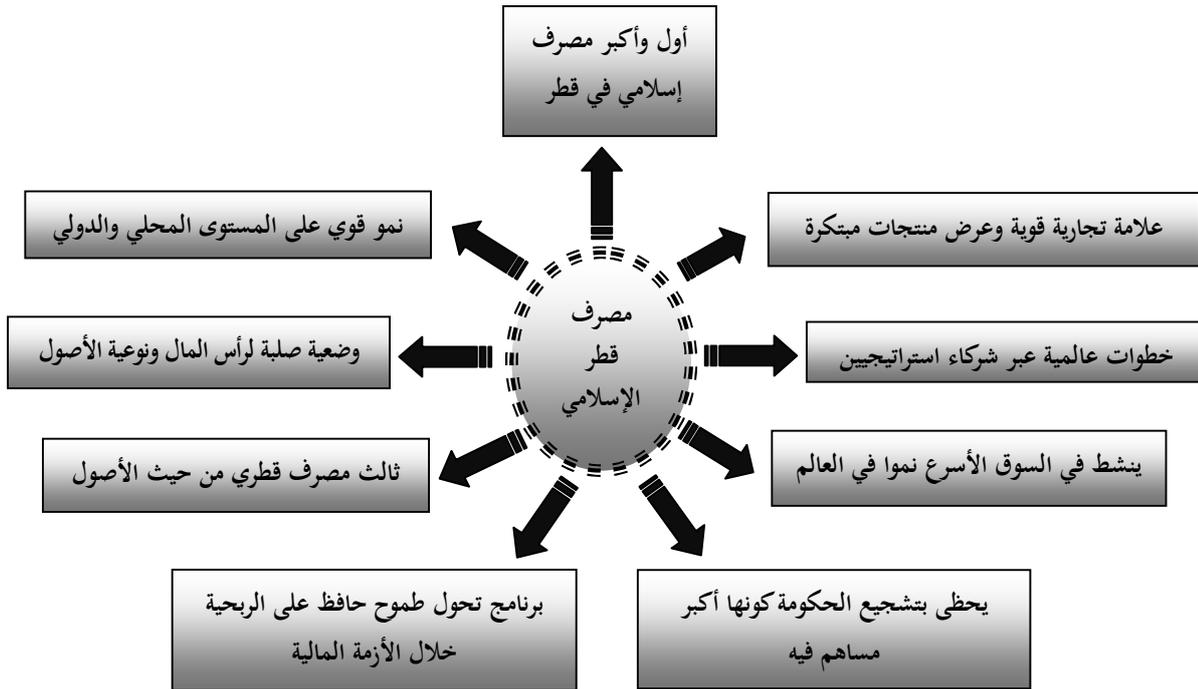
مهامها: تمثل الصكوك شهادات متساوية القيمة حصة عامة في ملكية موجودات أو منافع أو خدمات وتحمل أرباح نصف سنوية وتستحق الدفع بعد 5 سنوات، يتم إدراج الأرباح المستحقة وقت استحقاقها كما يتم إدراج الصكوك بصافي قيمتها ويتم إطفاء التكلفة الخاصة بها على مدى فترة الاستحقاق، وتظهر البيانات المالية الموحدة كأدوات صكوك تمويلية؛

ساوياً: في إطار تحسين الرقابة المالية، وسعت المجموعة إطار إدارة المعلومات والرقابة على الموازنة وإدارة الأصول بطريقة تفاعلية والالتزام الدائم بالمعايير التنظيمية، واستلزم النمو السريع لموجودات المصرف في السنوات القليلة الماضية تسليط المزيد من الضوء على إدارة الرساميل والسيولة، وكان للمجموعة المالية التابعة للمصرف دوراً نشطاً في إدارة عملية توزيع الرساميل بهدف تحسين الاستفادة منها واستثمارها وضمان الالتزام بمعايير كفاية رأس المال التي وضعها مصرف قطر المركزي و"لجنة بازل".

1- أطلق المصرف في سنة 2012 برنامجاً للصكوك بقيمة 1,5 مليار دولار أمريكي، ثم أصدر صكوكاً بقيمة 750 مليون دولار أمريكي سعياً إلى تأمين تمويل ثابت وطويل الأمد، حيث سمح إصدار الصكوك للمصرف بالحد من المعدلات الاحترازية ونقص السيولة الطويلة الأمد التي تبرز عند توفير المصرف تسهيلات التمويل الطويل الأمد لعملائه⁽²⁾؛
يوضح الشكل الموالي، مفاتيح المقدرة الائتمانية لمصرف قطر الإسلامي:

(1)- المرجع السابق، ص:83.
(2)- مصرف قطر الإسلامي، التقرير السنوي 2012، ص:30.

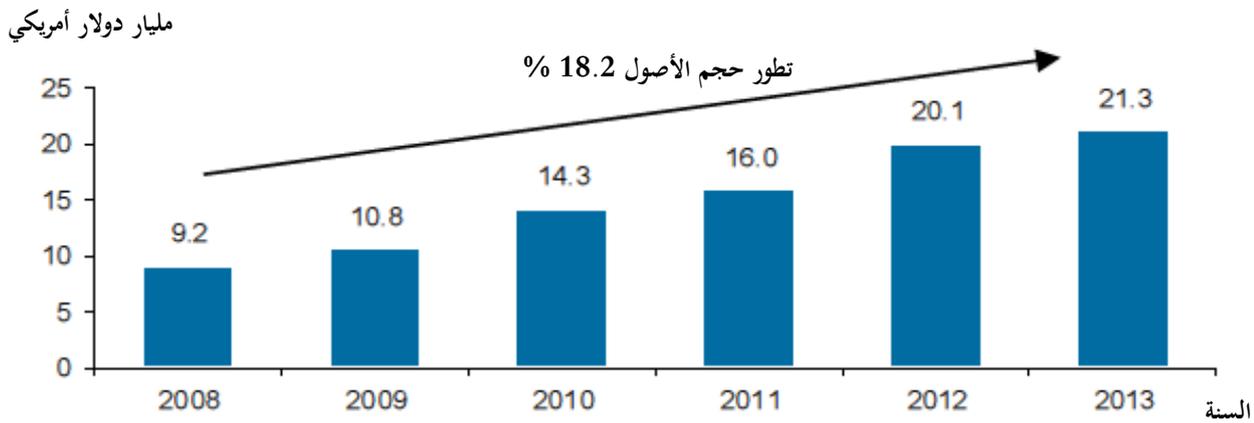
الشكل رقم (5-21): مفاهم المقررة للائتمانية لمصرف قطر الإسلامي



Source: Qatar Islamic Bank (S.A.Q), investor presentation, February 2013, p: 4.

2- يوضح الشكل الموالي التطور المستمر لأصول مصرف قطر الإسلامي:

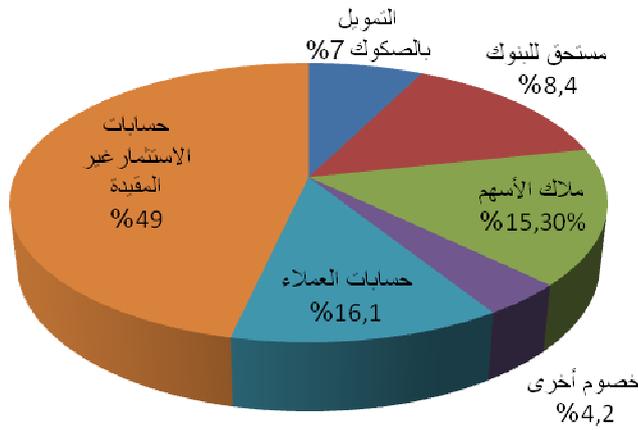
الشكل رقم (5-22): تطور حجم أصول مصرف قطر الإسلامي (2008-2013)



Source: Qatar Islamic Bank (S.A.Q), investor presentation, February 2013, p: 6.

3- يمتلك المصرف مصادر متنوعة للتمويل ومن بينها الصكوك، وهو ما يوضحه الشكل الموالي:

التكامل رقم (23-5): مصادر التمويل للمصرف خلال سنة 2013



Source: Qatar Islamic Bank (S.A.Q), investor presentation, February 2014, p:21.

4- يوضح الجدول الموالي تطور أهم النسب المالية لمصرف قطر الإسلامي من سنة 2008 لغاية سنة 2014.

الجدول رقم (38-5): تطور أهم النسب المالية لمصرف قطر الإسلامي (2008-2014)

السنة	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
العائد على الأصول	6%	3,6%	2,8%	2,5%	1,9%	1,8%	2,4%
العائد على حقوق الملكية	27,9%	16,4%	14%	13,5%	10,9%	11,4%	12,45%
نسبة الملاءة المالية	16,4%	17,3%	17,4%	18,6%	14,7%	15,7%	16,4%

Source: Qatar Islamic Bank (S.A.Q), investor presentation, February 2014, p: 8.

الفرع السابع: هيئة الرقابة الشرعية بمصرف قطر الإسلامي

هيئة الرقابة الشرعية هي المسؤولة بالدرجة الأولى عن ضمان توافق أعمال المصرف مع أحكام الشريعة الإسلامية. وتعمل الهيئة بشكل مستقل بعضوية نخبة من العلماء المتخصصين في فقه المعاملات التجارية والمصرفية، والهيئة مسؤولة أيضا عن ضمان ما يلي⁽¹⁾:

أولاً: تقديم المشورة والتوجيه الإسلامي لضمان أن جميع أنشطة المصرف متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية؛

ثانياً: استعراض تقارير مدققي الحسابات مع قواعد الشريعة الإسلامية وتقديم تقرير إلى الأعضاء بشأن امتثال عمليات المصرف مع أحكام الشريعة الإسلامي؛

(1)- www.qib.com/ar/footer/islamic-banking/sharia-board.aspx.

ثالثاً: تحديد ما إذا كانت العقود والمعاملات والصفقات التي أبرمها المصرف متوافقة مع الشريعة الإسلامية؛

رابعاً: فحص البيانات المالية لتحديد مدى ملاءمة توزيع الأرباح بين مساهمي المصرف وذلك وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية؛

خامساً: الموافقة على جميع المواد التسويقية للمصرف، وضمان أن يتم تقديم المنتجات والخدمات بشكل واضح وعادل للعملاء حسب أحكام الشريعة؛

سادساً: التأكد من توجيه كافة موارد الدخل والإيرادات التي تتحقق من مصادر غير متوافقة مع الشريعة الإسلامية إلى أوجه الخير؛

سابعاً: التأكد من أن احتساب الزكاة تم وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية؛

ثامناً: نشر الفتاوى والأحكام والمبادئ التوجيهية فيما يتعلق بأنشطة وأعمال المصرف.

المطلب الثاني: تجربة بيت التمويل الكويتي

تستحوذ المصارف التقليدية والمصارف الإسلامية على جانب كبير من العمل التجاري في دولة الكويت، كما أن المادة 78 من القانون رقم 32 لسنة 1968 والمضافة إليه بالقانون رقم 30 لسنة 2003 أعطت للمصارف التقليدية تأسيس شركة ذات مقر واحد تعمل وفق الشريعة الإسلامية وبذلك فتحت الباب واسعاً لدخول شركات ومؤسسات إسلامية أخرى، كما أن قانون التجارة والقانون المدني باعتباره الشريعة العامة مصدران من مصادر العمليات المصرفية الإسلامية⁽¹⁾.

الفرع الأول: الإطار القانوني المنظم لعملية إصدار الصكوك بالكويت

يشهد القطاع المصرفي الإسلامي في الكويت نمواً كبيراً إذ يشكل حالياً حوالي 39% من إجمالي النظام المصرفي في الدولة، لكن تفتقر دولة الكويت للتشريعات المنظمة لإصدار الصكوك على الرغم من وجود خمسة مصارف إسلامية محلية والعديد من شركات الاستثمار الإسلامية، وإعداد لجنة المتطلبات التشريعية للخطة الخمسية 2010-2014 لمشروع قانون الصكوك الحكومية والخاصة.

أولاً: شهدت علاقة المصرف المركزي الكويتي بالمصارف الإسلامية نقطة تحول كبيرة في سنة 2003، أين صدر القانون رقم 30 لسنة 2003 والذي بموجبه خضعت المصارف الإسلامية لرقابة المصرف المركزي، حيث وقبل ذلك التاريخ لم تكن تخضع لرقابته وكان بيت التمويل الكويتي هو الذي يمثل المصارف الإسلامية في تلك الفترة، بل وكان المصرف الإسلامي الوحيد في دولة الكويت حتى صدور ذلك القانون^(*).

(1)- ارتبطت عمليات التوريق في الكويت مع أزمة سوق المناخ عام 1982، حيث تدخلت الحكومة عبر برنامج تسوية التسهيلات الائتمانية الصعبة بشراء ديون الجهاز المصرفي الكويتي على العملاء مقابل إصدار سندات على الدولة أو مضمونة منها، تستحق خلال مدة لا تتجاوز عشرين سنة اعتباراً من تاريخ 31 ديسمبر 1991؛ وتم إصدار مرسوم بقانون رقم 32 لسنة 1992 والقانون رقم 41 لسنة 1993 لتنظيم العلاقة بين الدولة وبين جميع الأطراف المستفيدة من عمليات توريق هذه الديون.

(*)- أضاف هذا القانون قسماً خاصاً بالمصارف الإسلامية إلى الباب الثالث من القانون رقم 32 لسنة 1968 في شأن النقد ومصرف الكويت المركزي وتنظيم المهنة المصرفية، حيث تناولت أحكام هذا القانون تنظيم ورقابة المصارف التي تعمل وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية مراعاة لطبيعتها الخاصة وطبيعة الأنشطة المصرفية والتمويلية والاستثمارية التي تمارسها.

من أهم الركائز الأساسية لهذا القانون⁽¹⁾:

- 1- تنظيم أعمال المصارف الإسلامية على أسس سليمة تراعي طبيعتها الخاصة وتوفير الأدوات القانونية اللازمة للرقابة عليها؛
- 2- ممارسة العمل المصرفي الإسلامي من خلال مؤسسات ذات كيان قانوني ومالي مستقل، حيث لا يسمح القانون بممارسة هذا العمل من خلال فروع أو نوافذ في المصارف التقليدية وذلك لتجنب الخلط في الأموال؛
- 3- السماح للمصارف التقليدية بالتحويل بالكامل للعمل المصرفي الإسلامي، وذلك من خلال قواعد وشروط يضعها مجلس إدارة مصرف الكويت المركزي؛
- 4- الرقابة الشرعية أمر مناط بصفة أساسية بهيئة للرقابة الشرعية بكل مصرف؛

ثانياً: أعطت المادة 95 من القانون 32 لسنة 1968 المصرف المركزي الكويتي سلطة إصدار أدوات مُتفَقَّة مع أحكام الشريعة الإسلامية بالضوابط التي يقرها مجلس إدارته، وبناءً على المادة السالفة الذكر يمكن للمصرف المركزي إصدار صور أخرى من صكوك الإجارة بشرط توافقها مع أحكام الشريعة الإسلامية، وهذه السلطة تمتد لتشمل إصدار صكوك إسلامية كصكوك مشاركة أو صكوك سلم كما هو قائم في مملكة البحرين التي قامت بإصدار صكوك سلم؛

ثالثاً: يخضع التنظيم الحالي للصكوك الإسلامية في دولة الكويت للقرار الوزاري رقم 388 لسنة 2007 المعدل لللائحة التنفيذية للمرسوم بالقانون رقم 31 لسنة 1990 في شأن تنظيم تداول الأوراق المالية وإنشاء صناديق الاستثمار، حيث اعتبر الصكوك ورقة مالية وأضاف لفظ "الصكوك" إلى لفظ "السندات" أينما ذكر في اللائحة التنفيذية، وبذلك ساوى بين الصكوك والسندات بالنسبة للأحكام مع تغيير طفيف تختص به الصكوك⁽²⁾؛

رابعاً: أصدرت مؤخرًا هيئة أسواق المال تشريعات جديدة ضمن اللائحة التنفيذية لقانون هيئة أسواق المال الجديد والتي تهدف إلى تقديم قاعدة تشريعية لإصدارات الصكوك، كما قدمت أنواعاً مختلفة من الصكوك كالصكوك القابلة للتحويل إلى أسهم والصكوك المضمونة.

وطبقاً لللائحة التنفيذية يجب أن تخضع عملية إصدار الصكوك لموافقة هيئة أسواق المال ومصرف الكويت المركزي وأن تكون متفقة مع تعاليم الشريعة الإسلامية، وقد تكون الحكومة الكويتية أول من استخدم التشريع الجديد لإصدار صكوك حكومية من أجل تمويل عجز الموازنة العامة في ظل هبوط أسعار النفط.

وعلى الرغم مما تضمنه المرسوم بقانون رقم 3 لسنة 2009 بتمديد مدة القرض المقررة في المرسوم بالقانون رقم 50 لسنة 1987 بالإذن للحكومة بعقد قرض عام، مع إضافة الصكوك الإسلامية إلى وسائل الاقتراض المحلية، إلا أن استكمال البناء التنظيمي والتشريعي للصناعة المالية الإسلامية في دولة الكويت، يستوجب ضرورة توفير تشريع شامل

(1) - محمد الهاشل، الصناعة المالية الإسلامية، الواقع والتحديات وتجربة دولة الكويت في مجال هذه الصناعة، مداخلة مقدمة في إطار مؤتمر عمان الثاني للصيرفة الإسلامية، مسقط، سلطنة عمان، 17-18 مارس 2013، ص:8.

(2) - النظام القانوني الأكثر ملاءمة لفكرة الصكوك الإسلامية، هو ذلك النظام القائم على فكرة الترست، كون أن الصكوك تمثل ملكية شائعة في الأصول محل لإصدار الصكوك الإسلامية، وهو نظام قائم في مملكة البحرين متمثلاً بالقانون رقم 23 لسنة 2006 بشأن العهد المالية (ترست)، هذه الأخيرة تعتبر بنيانا تعاقديا يقوم على عقد ثلاثي الأطراف: شركة الإدارة والمصرف المودع لديه والشركاء.

الفصل الخامس:..... مقارنة بين تجربة (التورين) بالمغرب (جمالة التورين) (التقليدية) وتجربة ماليزيا وطر والكويت (جمالة التورين) (الإسلامية)

ومتكامل للصكوك الإسلامية الحكومية، بحيث يتضمن الأحكام القانونية والتنظيمية بشأن هذه الصكوك، ويمثل بالتالي منظومة متكاملة تأخذ في الاعتبار السمات الخاصة بهذا النوع من الصكوك بالمقارنة مع الصكوك الخاصة؛

خامسا: من التطورات المهمة في البناء التشريعي في دولة الكويت صدور القانون رقم 7 لسنة 2010 بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية والذي يهدف إلى تطوير سوق رأس المال بمختلف مقوماته من أدوات ومؤسسات (تقليدية وإسلامية)؛

سادسا: تم تطبيق المعيار المعدل لكفاية رأس المال "بازل2" بأركانه الثلاثة على المصارف الإسلامية اعتبارا من 2009/6/30 مع الأخذ بعين الاعتبار المعالجات وأوزان المخاطر للبنود التي تختص بها هذه المصارف وفقا للمعايير الصادرة عن مجلس الخدمات المالية الإسلامية؛

سابعا: كما تضمن قانون الشركات رقم 25 لسنة 2012، المعدل بالقانون رقم 97 لسنة 2013 تنظيما للصكوك الخاصة التي تصدرها الشركات، اشتمل على الأحكام العامة في شأن تلك الصكوك، بما في ذلك السماح بتأسيس شركات ذات غرض خاص لإصدار الصكوك، مع الإحالة إلى هيئة أسواق المال لوضع الأحكام الخاصة بكل نوع من أنواع الصكوك والأحكام التي تخضع لها موجودات الصكوك وكيفية تملكها وإدارتها وتصنيفاتها. نصت المادة 14 من مرسوم بقانون رقم 25 لسنة 2012 بإصدار قانون الشركات، "أنه يجوز تأسيس شركات ذات غرض خاص لإصدار صكوك أو غيرها من عمليات التوريق أو لأي غرض آخر..."⁽¹⁾؛

الفروع (الثاني): بيان تعريفية بيت التمويل الكويتي

بادرت الحكومة الكويتية إلى تأسيس شركة مساهمة كويتية تقوم بالنشاطات المالية وأعمال التأمين وأوجه الاستثمار المختلفة مع استبعاد عنصر الفائدة أو الربا طبقا لما هو في النظام الأساسي لهذه الشركة، والتي أطلق عليها تسمية بيت التمويل الكويتي.

يعد بيت التمويل الكويتي "بيتك" أول مصرف إسلامي في دولة الكويت والذي أسس في عام 1977، وباشر أعماله المصرفية في سنة 1978 وسُجل كمصرف إسلامي لدى مصرف الكويت المركزي في ماي 2004.

أولاً: توسع بيت التمويل الكويتي إقليميا في منطقة الشرق الأوسط وأوروبا وآسيا، وهو يقدم مجموعة كبيرة من المنتجات والخدمات المتوافقة مع الشريعة في مجال الخدمات المصرفية والعقارات والتمويل التجاري والمحافظ الاستثمارية والأسواق المالية والأسواق التجارية وأسواق البيع التجزئة، وأصبح اليوم أحد أكبر المصارف الإسلامية في العالم وأحد أكبر الممولين في السوق الكويتية والإقليمية؛

ثانياً: كبار مساهمي "بيتك" يضمون الهيئة العامة للاستثمار (ملكية مباشرة) والهيئة العامة للتأمينات الاجتماعية (ملكية غير مباشرة) والأمانة العامة للأوقاف (ملكية مباشرة) والهيئة العامة لشؤون القصر (ملكية مباشرة)؛

(1) - مرسوم بقانون رقم 25 لسنة 2012 بإصدار قانون الشركات، ص:8.

ثالثا: تقود مجموعة بيتك التمويل الإسلامي عالميا، حيث تقدم مجموعة كبيرة من المنتجات والخدمات الإسلامية، وقد تم تحديث وتطوير العديد من المنتجات المبتكرة، حيث يعمل "بيتك" في أربعة أسواق حول العالم ولديه أكثر من 430 فرعا مصرفيا وأكثر من 790 جهاز سحب آلي وأكثر من 8600 موظف؛

رابعاً: كما أن بيت التمويل الكويتي شركة مساهمة مسجلة ومدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية ومكتبه الرئيسي بالكويت، بالإضافة إلى بيت التمويل الكويتي (البحرين وتركيا والأردن والسعودية وألمانيا وديبي وماليزيا)؛

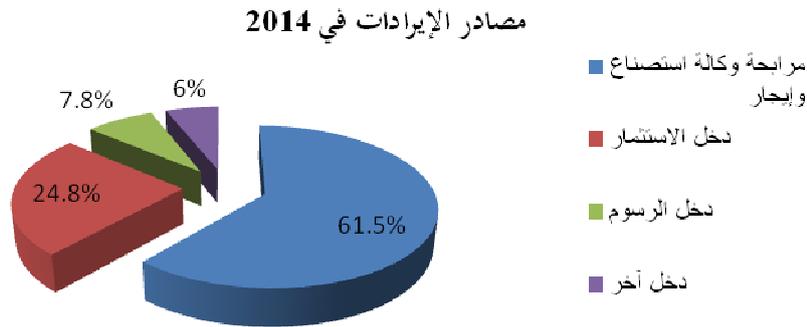
خامساً: كان "البيتك" دورا كبيرا في نمو وانتشار صناعة الخدمات المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية في العالم، حيث أنشأ مصارفا تابعة في تركيا "المصرف الكويتي التركي للمساهمة" الذي تأسس سنة 1989 وبيت التمويل الكويتي الذي تأسس في عام 2002 بمملكة البحرين، وبيت التمويل الكويتي- ماليزيا والذي تأسس سنة 2006، وتوسعت استثمارات "بيتك" في المنطقة حتى أنشأ بيت التمويل السعودي الكويتي وافتتح المصرف الكويتي التركي للمساهمة أول فروع لتقديم الخدمات التمويلية في أوروبا عام 2010، واستمر بيت التمويل الكويتي في إنشاء وتأسيس العديد من المؤسسات والشركات التي تقدم خدماتها المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية⁽¹⁾.

سادساً: أثبت "بيتك" كفاءة ومتانة وقدرة على مواجهة الأزمات، وهو ما يمثل انجازا بارزا من علامات نجاح خطة برنامج "التحول وإعادة الهيكلة" وذلك بالاستعانة بكبرى الشركات الاستشارية العالمية، حيث استهدفت توجيه الموارد لمنتجات وقنوات تلبي بشكل أفضل احتياجات عملائه، بالإضافة إلى التركيز على الاستثمار من أجل تحقيق النمو والعوائد المستدامة وانتهاج نهج أكثر صرامة في إدارة المخاطر وتعزيز الميزانية العمومية وزيادة رأس المال وتحسين كفاءته⁽²⁾.

5- يوضح الشكل الموالي، مصادر الإيرادات "البيتك" خلال سنة 2014:

(1)- نشرة الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال بيت التمويل الكويتي، 2013، ص:16.
(2)- بيت التمويل الكويتي، التقرير السنوي الخامس والثلاثون، 2013، ص:24.

الشكل رقم (5-24): مصادر إيرادات بيت التمويل الكويتي خلال سنة 2014

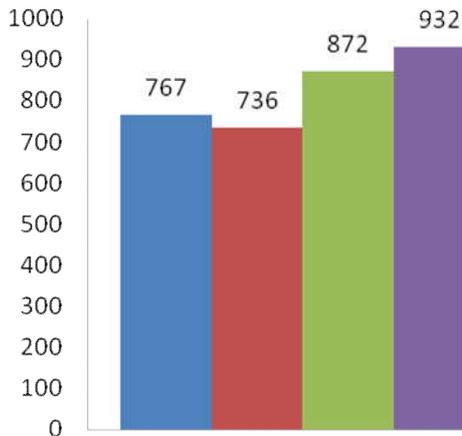


المصدر: نظرة على بيتك (بيت التمويل الكويتي)، ص: 1

6- أما الشكل الموالي، فيوضح إجمالي إيرادات والأصول "لبيتك" من سنة 2009 إلى غاية سنة 2012.

الشكل رقم (5-25): إجمالي إيرادات والأصول "لبيتك" من سنة 2009 إلى غاية سنة 2012.

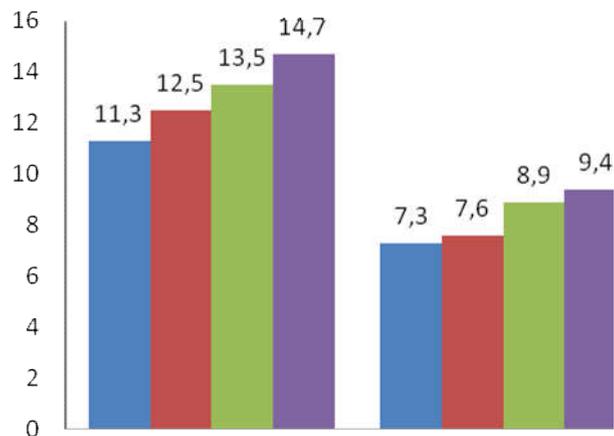
مليار دينار كويتي



إجمالي الإيرادات

■ 2009 ■ 2010 ■ 2011 ■ 2012

مليون دينار كويتي



إجمالي الأصول

إجمالي التودائع

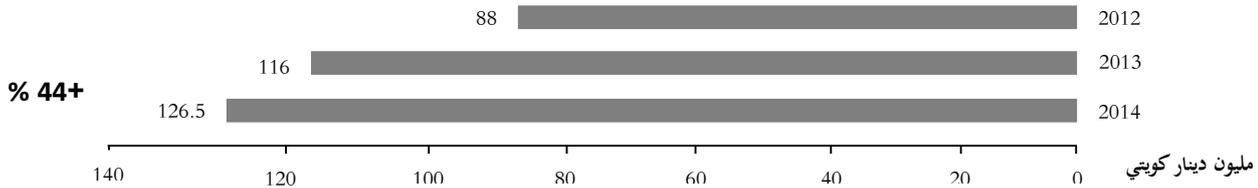
■ 2009 ■ 2010 ■ 2011 ■ 2012

المصدر: نظرة على بيتك (بيت التمويل الكويتي)، ص: 1.

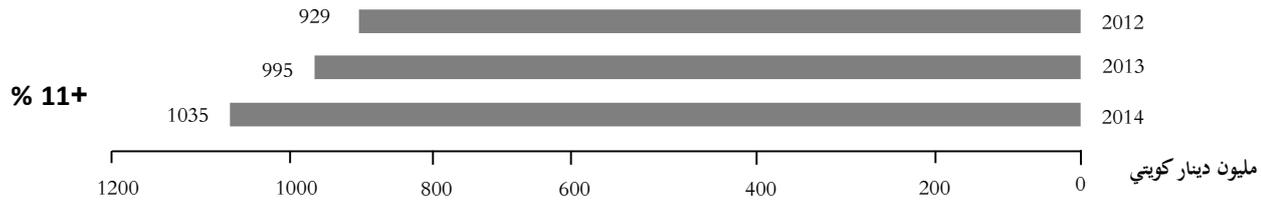
7- أما الشكل الموالي فيوضح تطور إجمالي الأصول والإيرادات "لبيتك" من سنة 2012 إلى غاية سنة 2014.

التكامل رقم (26-5): تطور إجمالي الأصول والإيرادات "ليست" من سنة 2012 إلى غاية سنة 2014

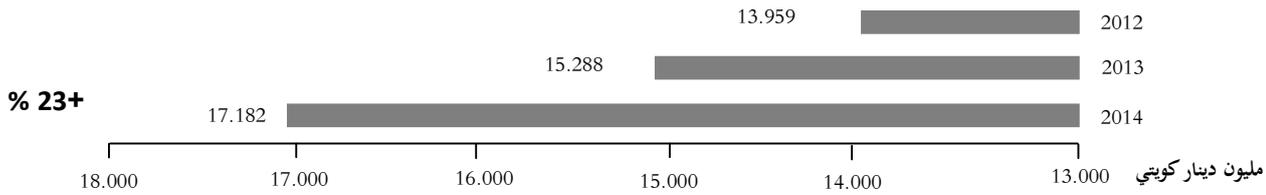
صافي الربح الخاص بالمساهمين منذ عام 2012 وحتى عام 2014



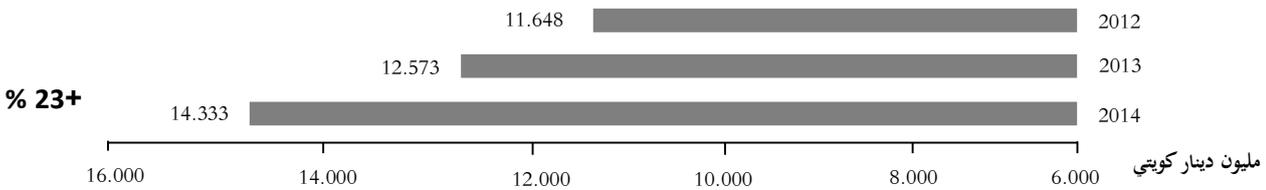
إجمالي الإيرادات منذ عام 2012 وحتى عام 2014



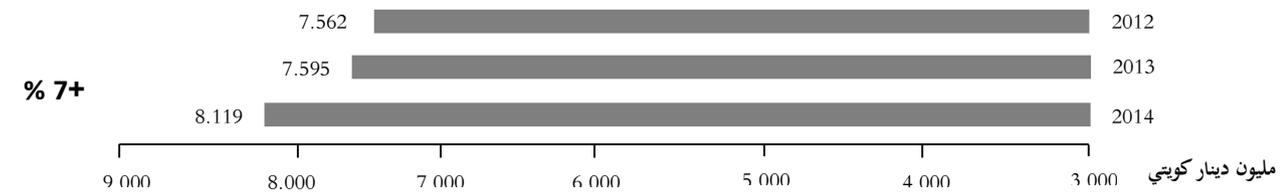
إجمالي الأصول منذ عام 2012 وحتى عام 2014



إجمالي الودائع منذ عام 2012 وحتى عام 2014



إجمالي مدينته التمويل منذ عام 2012 وحتى عام 2014



المصدر: بيت التمويل الكويتي، التقرير السنوي الخامس والثلاثون، 2015، ص: 24.

الفصل الخامس:..... مقارنة بين تجربة (التورن) بالمغرب (جماعة التورن) (التقليدية) وتجربة ماليزيا وكندا والكويت (جماعة التورن) (الإسلامية)

8- يوضح الجدول الموالي تطور أهم النسب المالية "البيتك" من سنة 2010 إلى 2015، مع الإشارة إلى أن سنة 2013 كانت سنة بارزة في مسيرة نجاحاته، فقد استطاع زيادة رأس ماله بنسبة 20% وهو ما سمح بتخفيف حدة المخاطر المرجحة والالتزام بمعايير كفاية رأس المال والاستعداد بقوة للاستجابة لمعطيات "بازل3".

تم إعداد الإفصاحات النوعية والكمية المتعلقة بمعيار كفاية رأس المال ضمن إطار "بازل 3" للمصارف الإسلامية المرخصة في دولة الكويت طبقا لقواعد وتعليمات مصرف الكويت المركزي، وتستند الإفصاحات العامة إلى احتساب الحد الأدنى لمتطلبات رأس المال اللازم لتغطية مخاطر الائتمان والسوق وفقا للأسلوب القياسي والحد الأدنى لمتطلبات رأس المال اللازم لتغطية مخاطر التشغيل وفقا لأسلوب المؤشر الأساسي.

الجدول رقم (39-5): تطور أهم النسب المالية لبيتك من سنة 2010 إلى 2015

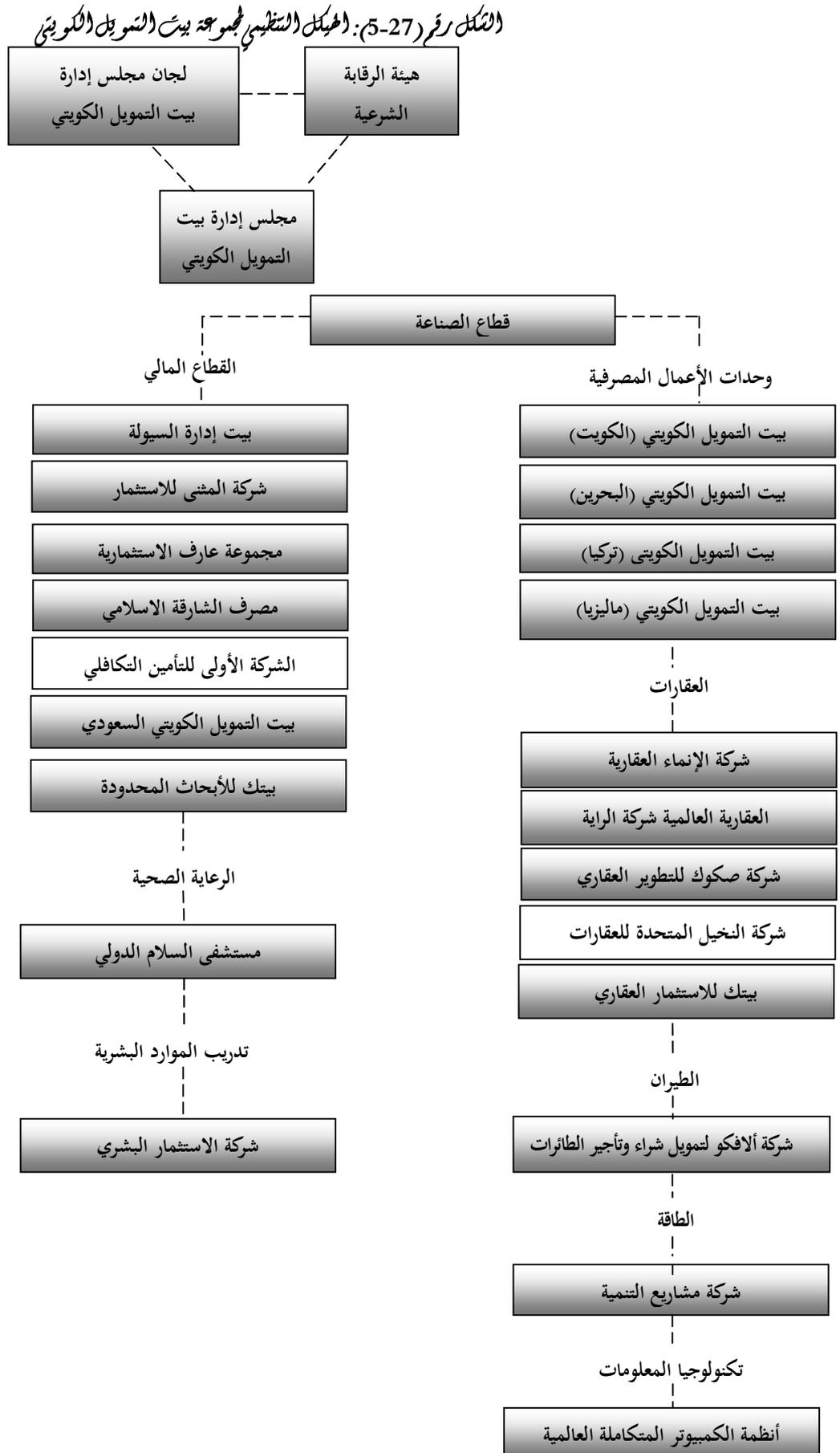
النسب	2010	2011	2012	2013	2014	2015
العائد على حقوق الملكية	8,2%	6,2%	6,6%	8,45%	7,87	8,45
العائد على الأصول	0,8%	0,6%	0,6%	1,02%	1,04%	1,06%
نسبة الملاءة المالية	13,32%	13,73%	13,93%	17,44%	16,25%	16,67%

المصدر: بناءً على التقارير السنوية للمصرف 2012 و2013 و2014 و2015.

9- فيما يتعلق بالموجودات المرجحة بأوزان المخاطر ورأس المال اللازم، أشار بيان الانكشافات المعرضة لمخاطر الائتمان والمتعلقة بالصكوك والتصكيك إلى إجمالي الانكشافات والذي بلغ سنة 2015 حوالي 218.198 دينار كويتي، وبلغت الأصول المرجحة 148.685 دينار كويتي، أما المتطلبات الرأسمالية فقد بلغت 19.329 دينار كويتي وهي الأضعف فيما يخص المتطلبات الرأسمالية الداخلة في حساب نسبة كفاية رأس المال؛

10- شهدت إيرادات الصكوك في بيتك خلال سنة 2015 ارتفاعا مقارنة بسنة 2014، أين بلغت 38.457 دينار كويتي، في حين تراجعت الاستثمارات في الصكوك سنة 2015 مقارنة بسنة 2014 والتي قدرت بـ 806.544 دينار كويتي.

يوضح الشكل الموالي الهيكل التنظيمي لبيت التمويل الكويتي:

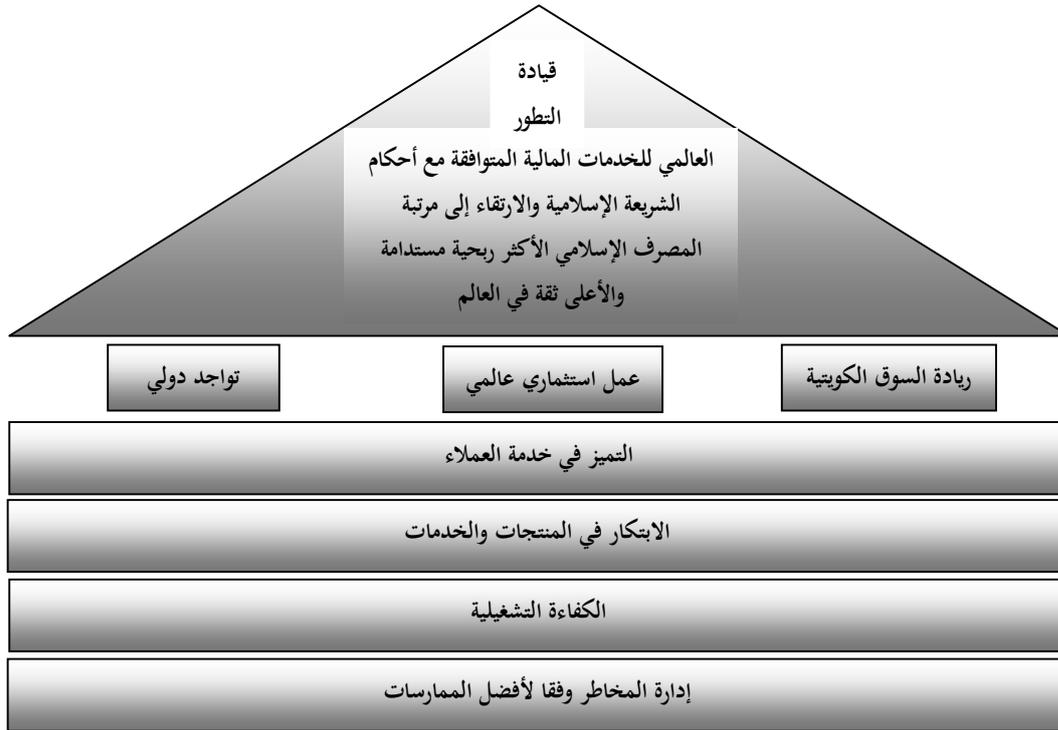


المصدر: تقرير الاستدامة، مجموعة الشركات التابعة لبيت التمويل الكويتي، 2011، ص: 20.

الفرع الثالث: الإستراتيجية الخمسية لبيت التمويل الكويتي

تم تطوير خطة خمسية "البيتك" والتي تتلخص في بيان الرؤية وذلك بقيادة التطور العالمي للخدمات المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية والارتقاء إلى مرتبة المصرف الإسلامي الأكثر ربحية مستدامة والأعلى ثقة في العالم، أما الرسالة فهي تحقيق أعلى مستويات الابتكار والتميز في خدمة العملاء مع حماية وتنمية المصلحة المشتركة لجميع الأطراف المعنية بالمؤسسة. تتكون الركائز الإستراتيجية من ثلاث ركائز تهدف إلى تحويل بيت التمويل الكويتي إلى المصرف الإسلامي الأكثر ربحية، والشكل الموالي يوضح ذلك.

الشكل رقم (28-5): الركائز الثلاث لبيت التمويل الكويتي



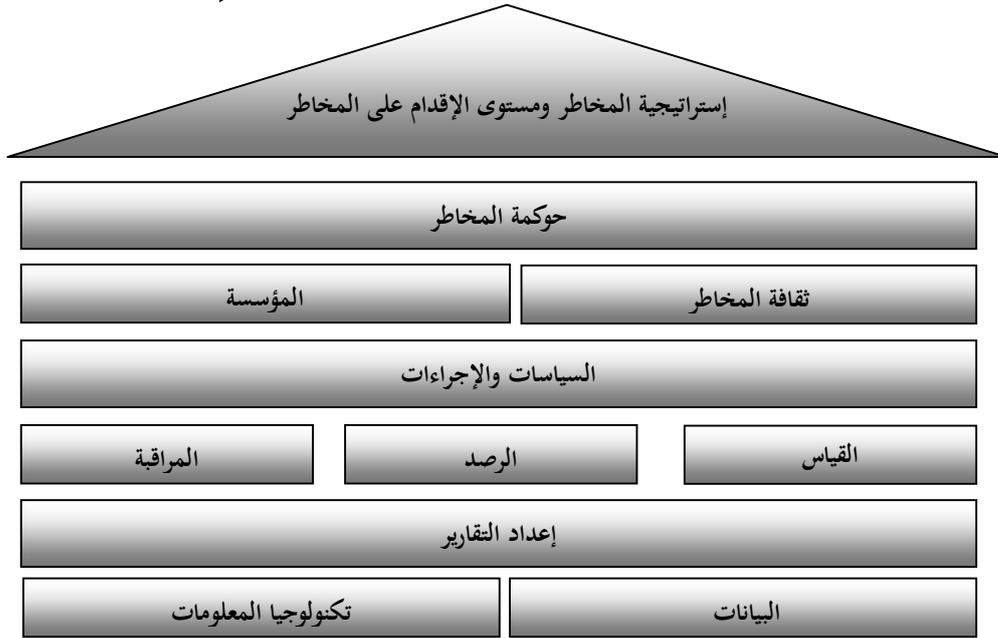
المصدر: نشرة الاكتاب في أسهم زيادة رأس المال بيت التمويل الكويتي، 2013، ص: 12.

الفرع الرابع: إدارة المخاطر ببيت التمويل الكويتي

ينتهج بيت التمويل الكويتي إستراتيجية تستبعد الدخول أو الاشتراك في العمليات أو الأنشطة التي تتعارض مع الاتفاقيات المبرمة والتوجيهات الشرعية الداخلية، كما صممت لتتوافق مع المتطلبات الرقابية والتنظيمية لبنك الكويت المركزي، هيئة سوق المال والجهات التنظيمية المصرفية الأخرى.

ومن خلال تبني إدارة المخاطر كجزء أساسي من إستراتيجية عمل بيت التمويل الكويتي فقد أمكن تطوير إطار منظم وشمولي واضح المعالم لإطار إدارة المخاطر، وهو ما يوضحه الشكل الموالي:

النكث رقم (29-5): إطار إدارة المخاطر ببيت التمويل الكويتي



المصدر: بيت التمويل الكويتي، التقرير السنوي الخامس والثلاثون، 2013، ص: 26

بدأت خطة التطوير لإدارة المخاطر ببيتك في عام 2011 وذلك بهدف تعزيز هيكلها والتي تغطي أنشطة الخدمات المالية في الكويت وخارجها على مستوى المجموعة، حيث نجحت إدارة المخاطر خلال سنة 2013 في تطوير واعتماد خطة لإدارة رأس المال والنجاح في زيادة معدلات كفاية رأس المال المصرف.

لقد تم تطوير أكثر من 21 بندا من سياسات المخاطر والحوكمة في الكويت طبقا لدليل سياسة الإجراءات، وتمكن من تطبيق اختبارات الضغط والتقييم الداخلي لكفاية رأس المال على مستوى مجموعة بيتك والمصارف التابعة، كما تم تطوير مؤشرات الأداء المالي والإداري وفقا لمنهج (CAMELBCOM)^(*) وذلك بشكل آلي ومنتظم يجري كل ثلاثة أشهر سنويا⁽¹⁾.

في إطار سعي بيتك نحو تطوير السوق النقدية بين المصارف الإسلامية فقد قامت وظيفة الخزنة بتطوير خطوط ائتمانية لمصارف جديدة تتمتع بتصنيف ائتماني عالي بهدف توزيع المخاطر وتوازن مدروس للحصول على أعلى عوائد الاستثمار كما تم إعداد عدة اتفاقيات وخطوط مراجعة وخطوط ائتمانية ما بين بيتك والمصارف الإسلامية في المنطقة.

من جهة أخرى استمرت وظيفة الخزنة في توزيع دائرة استثماراتها في مجال صكوك التمويل الإسلامية ذات العوائد المجزية والمخاطر المنخفضة بحيث تصل استثماراته في سوق الصكوك الحكومية إلى 50% من استثماراته، حيث يعد بيتك واحدا من أهم صناعات هذا السوق الواعد ساعيا نحو تأسيس سوق ثانوية لتداول الصكوك بالتعاون مع بنوك عالمية معروفة.

(*)- Capital, Assets, Market risk, Earnings, Liabilities, Business

(1)- بيت التمويل الكويتي، التقرير السنوي الخامس والثلاثون، مرجع سابق، ص: 52.

الفرع الخامس: لجنة المخاطر والأصول

يتمثل الدور الرئيسي لهذه اللجنة في مساعدة مجلس الإدارة على ضمان الإعداد السليم لإطار إدارة المخاطر والمساعدة في اتخاذ قرارات التصرف في أصول بيتك بالائتمان أو الدخول في الصفقات الاستثمارية، وتقوم اللجنة بعدة مهام ومسؤوليات ومنها: مراجعة القدرة على إدارة المخاطر وفعالية البرامج الموضوعية، التأكد من ملاءمة نزعة المخاطر والتعرف على المخاطر الرئيسية التي قد تواجه بيتك، مراجعة الائتمانية والعقارية والاستثمارية وفقاً لجدول التفويض بالصلاحيات للتأكد من مدى الالتزام بمعايير منح الائتمان والاستثمار والسياسات والإجراءات وأطر نزعة المخاطر بمجموعة بيتك وكذلك متطلبات خطة رأس المال وأطر توزيعه، كما أن لديها حق الرفض منفرداً " veto "، ووضع الشروط والتعهدات اللازمة في حال عدم الالتزام بتلك المعايير السابقة ورفع التوصيات لمجلس الإدارة لاتخاذ القرارات اللازمة⁽¹⁾.

واستكملت خلال سنة 2013 صياغة خطة رأس المال واختبارات التقييم الداخلي لكفاية رأس المال (ICAAP)^(*) لتقييم رأس المال الداخلي في بيتك-ماليزيا بدعم ومساندة إدارة المخاطر.

كما ساهمت إدارة المخاطر بالتعاون مع إدارة الرقابة المالية في تصميم وتطوير إطار تسعير تحويل الأموال في بيتك في دولة الكويت، وتطوير معايير تقييم مخاطر الائتمان على مستوى المنتجات ولاسيما التمويل العقاري، ولقد قامت إدارة المخاطر بتطوير أطر عملها لتحديد المخاطر التشغيلية بفاعلية، كما تم تطوير نماذج القيمة المخاطر بها والناجمة عن انكشافات العملة الأجنبية.

خلال سنة 2013 قامت إدارة المخاطر بالتعاون مع إدارة الرقابة المالية بتقييم آثار معايير لجنة "بازل 3" المقترحة من قبل بنك الكويت المركزي والاستعداد لتوفير كافة المعلومات المطلوبة والبيانات المقدمة لتقييم الآثار الكمية "لبازل 3"، وقد اعتمد مجلس الإدارة خلال 2013 خطة الموازنة السنوية التي تشمل مجموعة أهداف لإدارة المخاطر منها تحسين إدارة المخاطر لأنظمة تكنولوجيا المعلومات وإدارة مخاطر السيولة⁽²⁾.

أما في مجال كفاية رأس المال "بازل 3" تم إعادة تعريف رأس المال الرقابي لتحسين جودة رأس المال لاستيعاب الخسائر وتم تحديد حد أدنى لنسبة كفاية رأس المال 13% والذي شرع في تطبيقه مع بداية سنة 2016 ونسب رأس مال إضافية تحوطية لمواجهة الدورات الاقتصادية، بالإضافة إلى إدخال ضوابط حصرية للاعتراف برأس المال المؤهل في الشريحة 2 من رأس المال وإلغاء الشريحة 3⁽³⁾.

(1)- المرجع السابق، ص:51.

(*)- Internal Capital Adequacy Assessment Process

(2)- بيت التمويل الكويتي وشركاته التابعة، التقرير السنوي 35، 2013، ص:52.

(3)- محمد الهاشل (محافظ بنك الكويت المركزي)، ضمان الاستقرار النقدي والسلامة المالية في الكويت، بنك الكويت المركزي، 20 أبريل 2014، ص ص: 44-43.

الفرع السابع: شركة بيت التمويل الكويتي للاستثمار

تأسست شركة بيت إدارة السيولة للاستثمار سنة 2007، حيث تقوم الشركة بعمليات بيع وشراء الديون بكافة أنواعها بما فيها الصكوك وفيما يتعلق بعمليات التوريق والقيام بجميع الخدمات المالية كخدمات الاكتتاب وطرح الصكوك والاستشارات المالية وإدارة المخاطر المالية⁽¹⁾؛ تواصل شركة بيت إدارة السيولة، الذراع الاستثمارية الخاصة بالصكوك والتابعة بالكامل لمجموعة بيت التمويل الكويتي، قيادتها لقطاع الاستشارات المالية الإسلامية وخاصة ما يتعلق منها بالصكوك السيادية ومكانتها العالمية، وأنهى بيت إدارة السيولة مؤخرا إجراءات الحصول على تفويض من الحكومة التركية، إلى جانب كل من مجموعة سيتي جروب الأمريكية، و(أتش أس بي سي) البريطانية، من أجل تقديم الاستشارات اللازمة للحكومة التركية التي أصدرت صكوك سيادية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية للمرة الأولى وبقيمة إجمالية تبلغ 1.5 مليار دولار، ومن المتوقع أن يمهد مثل هذا الإصدار من الصكوك الإسلامية التركية الطريق أمام مزيد من النمو في سوق الصكوك العالمية وخاصة في العديد من الأسواق الجديدة الأخرى.

واستقطب أول إصدار للصكوك الإسلامية في تركيا اهتماما واسعا من قبل المستثمرين العالميين الذين أبدوا رغبة قوية في الاكتتاب بها، حيث تم بيع 58% من شهادات الصكوك التركية لمستثمرين في منطقة الشرق الأوسط، بينما تم بيع 13% من الصكوك الإسلامية التركية في أوروبا و12% في آسيا و9% في تركيا و8% في الولايات المتحدة، وكانت شركة بيت إدارة السيولة التابعة بالكامل لمجموعة بيت التمويل الكويتي قد تم اختيارها في شهر يوليو 2012 إلى جانب مجموعة من المؤسسات المالية بينها ستاندرد تشارترد مصرف و(بي أن بي باريا) ومجموعة البركة المصرفية لتقديم الاستشارات اللازمة من أجل إصدار صكوك إسلامية من قبل حكومة جنوب إفريقيا، وهي الصكوك التي يتوقع أن يكون إصدارها عند اكتماله مؤشرا مهما بالنسبة للشركات الحكومية وشركات القطاع الخاص على حد سواء.

يعد اختيار بيت التمويل الكويتي إلى جانب عدد من أكبر المؤسسات المالية العالمية تأكيداً للمشاريع التي يوفرها بيت التمويل الكويتي وبيت إدارة السيولة، وكذلك الخبرة الكبيرة التي تتمتع بها الشركة وفريقها المتخصص بالصيرفة الإسلامية، مع وجود المزيد من مصدري الصكوك الذين يختارون شركة بيت إدارة السيولة، فإنه يتوقع أن تواصل بناء قدراتها، وتوسيع قائمة عملائها على المستويين الإقليمي والعالمي، كون أن سوق الصكوك يسجل واحدا من أعلى نسب النمو في العالم.

خلال سنة 2015 تمت عملية إصدار صكوك لمصرف الشارقة الإسلامي بقيمة 500 مليون دولار، كما قام بيتك بهيكله صفقة تمويل إجارة إلى هيئة كهرباء ومياه الشارقة بقيمة 500 مليون دولار وبحجم مساهمة تبلغ 120 مليون دولار وهي الحصة الأكبر بين البنوك المشاركة في الصفقة، حيث تتمتع بضمان سيادي من حكومة الشارقة، وعلاوة على ذلك فقد أصدر بيتك تركيا صكوك إجارة مقومة بالرنجيت الماليزي في ماليزيا بقيمة 300 مليون رنجت حوالي 81 مليون دولار أمريكي ويعتبر هذا الإصدار شريحة أولى من برنامج صكوك تبلغ قيمته حوالي 540 مليون دولار⁽²⁾.

الفرع السابع: تجربة شركة صكوك الفايضة الكويتية

(1)- www.kfh.com/ar/about/investor-relations/subsidiaries-affiliates/kfh-investments.aspx

(2)- بيت التمويل الكويتي، التقرير السنوي السابع والثلاثون، 2015، ص:10.

الفصل الخامس:..... مقارنة بين تجربة (التورن) بالمغرب (جماعة التورن) (التقليدية) وتجربة ماليزيا وطر والكويت (جماعة التورن) (الإسلامي)

تأسست شركة صكوك القابضة كشركة مساهمة كويتية مغلقة في 23 أوت 1998 تحت اسم الشركة الوسطى للتطوير العقاري، حيث تم إعادة هيكلتها في 17 يوليو 2004 بتوسيع أغراضها وأهدافها وتغيير الاسم إلى شركة صكوك للتطوير العقاري، وقد قامت الشركة بطرح أدوات استثمارية وتمويلية جديدة تمثلت في صكوك حقوق الانتفاع المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية والتي أصبحت أهم الأدوات التي باشرت من خلالها الاستثمار والمتاجرة العقارية. وبعد النجاحات التي حققتها الشركة في هذا المجال سعت لتوسيع أنشطتها من خلال خلق كيانات متخصصة قادرة على تطوير المنتجات وابتكار أدوات استثمارية جديدة فتم تحويل الشركة إلى شركة قابضة (شركة صكوك القابضة) في 2005⁽¹⁾.

يوضح الجدول الموالي الشركات التابعة لشركة صكوك القابضة:

الجدول رقم (40-5): الشركات التابعة لشركة صكوك القابضة

الهدف	تاريخ التأسيس	اسم الشركة
العمل في مجالات التطوير العقاري المتخصص، إدارة المشاريع الاستثمارية والتجارية العقارية، إدارة الصناديق الاستثمارية والمحافظة ذات الطابع العقاري	يونيو 2006	شركة بيت الاعمار الخليجي العقارية
الاستثمار المباشر في مشاريع المجموعة، المتاجرة في الأصول العقارية الحرة، تطوير وإدارة المحافظ والصناديق الاستثمارية العقارية المتوافقة مع نظامها الأساسي بما لا يخالف أحكام الشريعة الإسلامية	يونيو 2006	شركة صكوك العقارية
تقديم خدمات استشارية لشركة صكوك القابضة	يناير 2006	شركة صكوك للاستشارات الاستثمارية

المصدر: من إعداد الطالبة بناءً على: شركة صكوك القابضة، منظومة عقارية متكاملة، التقرير السنوي 2012، ص: 12.

في 2012/12/27 قامت أحد الشركات الزميلة للمجموعة وهي شركة صكوك القابضة بشراء أسهمها من سوق الكويت للأوراق المالية، ونتيجة لذلك ارتفعت الحصة الفعلية للمجموعة في شركة صكوك من 48,88% إلى 50,62%، وتحولت شركة صكوك إلى شركة تابعة.

(1) - شركة صكوك القابضة، منظومة عقارية متكاملة، التقرير السنوي 2012، ص: 08.

خلاصة الفصل

لقد تم التطرق من خلال هذا الفصل لجملة من الأفكار الأساسية التي من خلالها تم ربط الجانب النظري لتقنية التوريق سواء من الناحية التقليدية أو الإسلامية بتطبيقاتها على أرض الواقع من قبل المصارف والهيئات المالية الأخرى وذلك بدراسة حالة التجربة المغربية في الجانب التقليدي والتجربة الماليزية والقطرية والكويتية في الجانب الإسلامي.

❖ يعد إيجاد بيئة ملائمة لعمليات التوريق أمرا ضروريا لإنجاحها، ومما لاشك فيه أن الخصائص التي يتميز بها النظام المالي المغربي وخاصة على صعيد النظام المصرفي والسوق المالية قد ساعد على إرساء قواعد عمليات التوريق بالمغرب، هذا بالإضافة إلى الإطار القانوني الملائم والذي ألم بكل المسائل التي قد تطرح على مستوى هذه العمليات خاصة مع وجود هيئة متخصصة في الهندسة المالية والتوريق كالمغربية للتسديد؛

❖ بدأت آلية التوريق تكتسب أهمية كبيرة في الأسواق المالية العربية، كما أصبحت محركا أساسيا لعملية الإصلاح في النظام المالي لمختلف الدول وأصبحت ثورة في صناعة الخدمات المالية والمصرفية لما لها من أبعاد مصرفية واقتصادية وإستراتيجية؛

❖ يستخدم مصطلح التوريق المصرفي في الاقتصاد التقليدي ويقتصر مفهومه على توريق الدين النقدي (التوريق التقليدي)، بينما يستخدم مصطلح التصكيك في الاقتصاد الإسلامي ومفهومه أعم وأشمل، إذ يشمل توريق كل من الدين النقدي والدين السلعي وفقا لشروط معينة؛

❖ يتمثل الدافع الأساسي لكل من التوريق التقليدي والتوريق الإسلامي في توفير السيولة لمالكي الأصول التي لا توجد لها سوق نشطة، وإيجاد وسيلة جديدة ذات جاذبية للمدخرين لاستثمار أموالهم؛

❖ اختلاف آثار توريق الدين الإسلامي والتقليدي من حيث العلاقة بين المصدر والمستثمر ومصدر العائد، وقابلية التداول ودرجة المخاطرة، وتشابهها فيما يتعلق بالمعاملة المحاسبية؛

❖ لكل من التوريق التقليدي والتوريق الإسلامي مجموعة من الآثار الإيجابية على ميزانيات المصارف سواء التقليدية أو الإسلامية، وهو ما أسهم في إدارة جيدة لأصول وخصوم هاته الهيئات؛

❖ تعد التجربة الماليزية رائدة في مجال هيكلية وإصدار الصكوك وبمختلف أنواعها؛

❖ كما أن تجربة كلا من بيت التمويل الكويتي ومصرف قطر الإسلامي تستحق كل الاهتمام نظرا للمكانة الرائدة لهذين المصرفين ليس فقط على المستوى المحلي والإقليمي، بل والعالمي في مجال الصناعة المصرفية الإسلامية.

فهرس الأئكال

الصفءة	عءواء الأئكال	الرقم
09	مطابقة مؤقتة بين جانبي الأصول والءصوم لميزانية مصرف تقليدي	(1-1)
11	الإبداع المالي عبر الهندسة المالية	(1-2)
13	توسيع قاعدة الأسواق المالية	(1-3)
14	ابتكار الهندسة المالية وتداولها في الأسواق	(1-4)
18	العوامل المساعدة على تطور الهندسة المالية	(1-5)
21	تصنيف الابتكارات المالية	(1-6)
29	ءصائص المنتج المالي الإسلامي	(1-7)
33	أهم العقباء التي تواجه تطوير الأدوات المالية الإسلامية	(1-8)
36	انءراف الصنائة المالية الإسلامية عن ءوهرها	(1-9)
37	سيناريوهات التقارب بين المنتجات المالية الإسلامية ومثيلائها التقليدية	(1-10)
40	منهءية تطوير المنتجات المالية الإسلامية	(1-11)
41	مراحل تطوير المنتجات المالية	(1-12)
44	المعايير الموضوعية للتمييز بين الصيغ والمنتجات المالية الإسلامية والتقليدية	(1-13)
45	التءديات التي تواجه المصارف الإسلامية في ظل التحرر المالي	(1-14)
50	نموء مقترح من ءلال سوق المال لتءعيم الاسءثمار طويل الأءل في المصارف الإسلامية	(1-15)
54	ءصائص الهندسة المالية الإسلامية	(1-16)
58	أسس الهندسة المالية الإسلامية العامة والءاصة	(1-17)
95	نموء ءعمال ءديد للمءاءرة بالقروض المصرفية	(2-1)
100	ءورة ءياة تطور التوريق	(2-2)
103	مءونات سوق الرهن العقاري الأمريكي	(2-3)
105	سوق الرهن العقاري والتوريق	(2-4)
113	قرار الاسءثمار في منتج مالي مهيكل	(2-5)
115	أهم الأطراف المءءءلة في عملية التوريق	(2-6)
120	أنواع الأوراق المالية المءمونة بأصول (ABS)	(2-7)
124	الهيكله الناقله للتءفقاء النقءية	(2-8)
125	الهيكله المءفوع من ءلالها التءفقاء النقءية	(2-9)

فهرس الأئسكال

128	هياكل التوريق	(2-10)
129	منهجية عملية التوريق	(2-11)
131	مخطط إجمالي لعملية التوريق	(2-12)
132	دور المصرف المتنازل	(2-13)
132	دور جهة الإيداع وشركة التسيير	(2-14)
135	تركيب تقليدي وتركيب عن طريق وسيط	(2-15)
136	شكل مبسط لميزانية (SPV) والمبادلات والتدفقات	(2-16)
137	منهجية (Moody's) في التمويل المستند لأصول (Financement adossé)	(2-17)
138	مثال حول هيكل التدفقات النقدية	(2-18)
144	فارق القيمة بـ 20%	(2-19)
152	النموذج المعياري للتسديد المسبق	(2-20)
153	نموذج شركة Range Mark Financial Services لتقييم الأوراق المالية المصدرة في إطار عمليات التوريق	(2-21)
154	أولويات التسديد في إطار عمليات التوريق	(2-22)
157	التوريق التركيبي	(2-23)
159	توزيع القروض المصرفية بوجود وغياب التوريق	(2-24)
163	توريق القروض المصرفية يؤدي إلى تكوين أموال جديدة	(2-25)
164	تأثير التوريق على مختلف النسب الاحترازية	(2-26)
171	الطريقة ذات المراحل الثلاث لإدارة الأصول والخصوم	(2-27)
176	الأصول المالية الخاضعة لمفهوم القيمة العادلة	(2-28)
178	شجرة تصنيف الأصول المالية	(2-29)
185	أدوات تحويل المخاطر	(2-30)
202	النموذج الإسلامي للتوريق (الصورة العامة)	(3-1)
207	نموذجان لإصدار الصكوك الإسلامية	(3-2)
229	تقسيم الصكوك الإسلامية	(3-3)
256	وسائل إدارة المخاطر	(3-4)
259	الأنواع الأربعة لمخاطر السوق المتواجدة في مختلف المنتجات المالية الإسلامية	(3-5)
262	المخاطر الائتمانية والسوقية والتشغيلية ومخاطر السيولة خلال فترة سريان عقود المراجعة	(3-6)

فهرس الائتمال

263	المخاطر في اتفاقيات عقود المضاربة خلال فترة ربحية أو خسائر الأعمال	(3-7)
264	المخاطر الائتمانية والسوقية والتشغيلية ومخاطر السيولة خلال فترة سريان عقود المشاركة الدائمة	(3-8)
265	المخاطر الائتمانية والسوقية والتشغيلية ومخاطر السيولة خلال فترة سريان عقود المشاركة المتناقصة	(3-9)
267	المخاطر الائتمانية والسوقية والتشغيلية ومخاطر السيولة خلال فترة سريان عقود الاستصناع	(3-10)
268	المخاطر الائتمانية والسوقية والتشغيلية ومخاطر السيولة خلال فترة سريان عقود السلم	(3-11)
273	الروابط بين الأطراف ومختلف العقود ومخاطر التغطية بمختلف الضمانات والضمانات الثانوية	(3-12)
275	كيفية إدارة المخاطر بالاستعانة بالوسائل الشرعية لتحقيق التوازن بين السيولة والأمن والربح	(3-13)
280	حق الرجوع المحدود على المصدر	(4-1)
280	مدى الالتزام بالأحكام الشرعية	(4-2)
281	الالتزام بالأحكام الشرعية فيما يتعلق باستخدام العائدات	(4-3)
282	أنواع التصنيفات للإصدارات الإسلامية من خلال ميزانية مصرف إسلامي	(4-4)
283	التصنيف المستقر للمؤسسات المالية الإسلامية	(4-5)
286	توريق الدين الإسلامي	(4-5)
287	شركات الوحدات الاستثمارية الإسلامية	(4-6)
289	إدارة أصول/خصوم الإسلامية	(4-7)
291	تنظيم الأدوات المالية الإسلامية	(4-8)
296	سير توظيف إسلامي فيما بين المصارف من نوع المراجعة	(4-9)
297	قرض الرهن العقاري (هيكل تقليدية وإسلامية)	(4-10)
298	مقارنة التمويل الإسلامي مع التمويل التقليدي من حيث المخاطر الناشئة عن تمويل شراء منزل	(4-11)
299	حساب العوائد على حساب تقاسم الأرباح والخسائر	(4-12)
299	التقييد المحاسبي للعوائد	(4-13)
301	شكل مبسط لميزانية وحساب النتائج لمصرف إسلامي	(4-14)
306	تطور سوق الصكوك العالمية (2008-2014)	(4-15)
306	إصدارات الصكوك على المستوى العالمي حسب الدول (نوفمبر 2015)	(4-16)
307	تطور سوق التوريق مع الأزمة المالية 2008 وبعدها	(4-17)
321	تعزيز مخاطرة الائتمان	(4-18)

فهرس الأئسكال

322	تقنيات تعزيز الائتمان من الناحية التقليدية والإسلامية	(4-19)
323	هيكلة عقود المبادلة الإسلامية للمردودية الإجمالية	(4-20)
324	شكل مبسط للتوريق التركيبي من الناحية التقليدية	(4-21)
324	التوريق التركيبي من الناحية الإسلامية	(4-22)
334	إدارة المخاطر من طرف المؤسسات الإسلامية	(4-23)
335	جوانب المخاطرة بين المصارف التقليدية والإسلامية	(4-24)
340	مدخل القيمة المخاطر بما (المنتجات المالية الإسلامية)	(4-25)
342	مصادر المخاطر التشغيلية وتأثيرها على العقود المالية الإسلامية	(4-26)
353	أداة التمايز الاستراتيجي	(4-27)
357	منهجية التسعير المقدمة من قبل الوكالة الماليزية لتسعير السندات (BPAM)	(4-28)
364	المساهمون بشركة (M _T)	(5-1)
382	مراحل عملية التوريق بالمغرب	(5-2)
383	هيكلة الإصدار لصندوق (CREDILOG 1)	(5-3)
384	الإصلاحات الضرورية لتنشيط عمليات التوريق بالمغرب	(5-4)
386	الأطراف المتدخلة في عملية التوريق لمصرف (CIH)	(5-5)
390	الأطراف المتدخلة في عملية التوريق للبنك الشعبي	(5-6)
398	مخطط مبسط لتخصيص التدفقات	(5-7)
401	نظرة على التمويل الإسلامي في ماليزيا	(5-8)
407	سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية تعرض عددا من الأدوات المالية الإسلامية	(5-9)
408	الصكوك المهجنة	(5-10)
408	حصة ماليزيا من السوق العالمية للصكوك خلال الفترة من 2010 إلى 2015	(5-11)
411	هيكل ملكية الأسهم	(5-12)
412	هيكل العملية (1Malaysia sukuk global berhad)	(5-13)
413	هيكلة برنامج صكوك المشاركة (West ports)	(5-14)
415	(Malaysia global sukuk Al-wakalah)	(5-15)
418	توزيع نسب الزيادة في الموجودات	(5-16)

فهرس الأئسكال

421	الهككل الأئسكالم لمصرف قطر الإسلامم	(5-17)
427	أءاء المءفظة مقارئة بالسعر المرجعم	(5-18)
430	الأوزعم المءرفام لمءفظة صكوك بأارمء نوفمبر 2015	(5-19)
430	أقسعم أئسفف المءفظة بأارمء نوفمبر 2015	(5-20)
433	مفاممء المقءرة الأئمامفة لمصرف قطر الإسلامم	(5-21)
433	أطور ءءم أصول مصرف قطر الإسلامم	(5-22)
434	مصادر الأمول للمصرف ءلال سنة 2013	(5-23)
439	مصادر إيراءاء بعم الأمول الكومم ءلال سنة 2012	(5-24)
439	إءمالم إيراءاء والأصول "لبعمك" من سنة 2009 إلى ءافة سنة 2012	(5-25)
440	أطور إءمالم الأصول والإراءاء "لبعمك" من سنة 2012 إلى ءافة سنة 2014	(5-26)
442	الهككل الأئسكالم لمءمعة بعم الأمول الكومم	(5-27)
443	الركاءر الألاأ لبعم الأمول الكومم	(5-28)
444	إطار إءارة المءاطر بعم الأمول الكومم	(5-29)

فهرس الجداول

الصفحة	العنوان	الرقم
34	الشروط الشرعية المستوفية لمتطلبات المنتج المصرفي	(1-1)
88	مقارنة بين خيارات البيع التقليدية والإسلامية	(1-2)
127	منتجات التوريق بالولايات المتحدة الأمريكية	(2-1)
139	التقنيات المستعملة في إصدار الحصص	(2-2)
149	أهم مميزات الحصص المصدرة من قبل (FCC)	(2-3)
158	مقارنة بين الهيكلية النقدية والهيكلية المركبة للتوريق	(2-4)
160	التمويل فيما بين المصارف وعن طريق التوريق	(2-5)
162	أعباء رأس المال للمخاطرة المحددة بحسب المقاربة المعيارية المستندة إلى تصنيفات الائتمان الخارجي	(2-6)
172	القيمة المضافة من خلال عملية التوريق	(2-7)
174	التغييرات على إطار مخاطر السوق	(2-8)
184	نقاط الاختلاف بين معايير المحاسبة الدولية ومعايير المحاسبة الأمريكية	(2-9)
210	أحكام تملك وتداول الصكوك الإسلامية	(3-1)
212	منهجية التصنيف المعتمدة في الصكوك تبعاً لخصائصها التحليلية	(3-2)
250	الفروقات الجوهرية بين نموذجي التوريق الإسلامي والتقليدي	(3-3)
252	مقارنة بين الصكوك الإسلامية والسندات الربوية	(3-4)
253	مقارنة بين الصكوك الإسلامية والمشتقات المالية	(3-5)
285	مقارنة بين الصكوك المدعومة بأصول والصكوك المستندة على أصول	(4-1)
288	مقارنة بين استخدام الوعد في الصكوك القائمة على أصول وفي الصكوك المدعومة بأصول	(4-2)
290	فجوة الدخل للصيرفة الإسلامية	(4-3)
291	أشكال التنميط المتوقعة في الصناعة المالية الإسلامية	(4-4)
294	أهم الفروق بين المصرف الإسلامي والمصرف التقليدي في مجال سياسة التمويل	(4-5)
308	إصدارات التوريق في أوروبا والولايات المتحدة الأمريكية الوحدة مليار أورو (2000-2016 Q1)	(4-6)
319	مقارنة بين المعايير الدولية والمعايير الدولية للمالية الإسلامية	(4-7)
320	منهجيات وطرق خاصة لتصنيف الصكوك تبعاً لوجود تعزيزات الائتمان من عدمها	(4-8)
341	نماذج القيمة المخاطر بها	(4-9)

فهرس الجداول

348	المخاطرة بين المصرفية التقليدية والمصرفية الإسلامية	(4-10)
349	مصنوفة المخاطر والأزمة المالية	(4-11)
350	مصادر المخاطر	(4-12)
352	تكرار الأزمة في التمويل الإسلامي	(4-13)
362	أولى عمليات التوريق بالمغرب	(5-1)
363	التطور التاريخي للتوريق بالمغرب	(5-2)
366	تطبيق حقل التوريق حسب نوع المؤسسات	(5-3)
367	(FPCT TITRIT)	(5-4)
368	(FT IMMO LV)	(5-5)
368	(FT IMMOVERT)	(5-6)
371	جاري القيم لدى الوديع المركزي الخاصة بصناديق التوظيف الجماعي للتسديد ما بين 2012-2014	(5-7)
380	التطور التاريخي للقرض العقاري والسياحي المغربي	(5-8)
384	هيكلية الإصدار لصندوق (CREDILOG1)	(5-9)
385	هيكلية الإصدار لصندوق (CREDILOG2)	(5-10)
386	هيكلية الإصدار لصندوق (CREDILOG3)	(5-11)
387	(FT CREDILOG IV)	(5-12)
387	رصيد الصناديق في 2015/06/30	(5-13)
388	التجاري للتسديد	(5-14)
388	BMCE capital titrisation	(5-15)
389	بيانات تعريفية بالبنك الشعبي المركزي	(5-16)
391	(FPCT SAKANE)	(5-17)
391	خصائص السندات المصدرة في إطار (FPCT SAKANE)	(5-18)
392	معطيات حول عائد الصندوق في 2016/01/16	(5-19)
392	هيكل جانب الخصوم لصندوق التوظيف الجماعي للتوريق سكن في 2016/01/16	(5-20)
393	معطيات إحصائية وتاريخية متعلقة بالديون المتنازل عنها	(5-21)
394	توزيع القروض المختارة لعملية التوريق حسب موضوعها	(5-22)
394	الاكتتاب في الحصص المتبقية من قبل البنوك الشعبية الإقليمية	(5-23)
395	وضعية حساب الاحتياط في 2016/01/16	(5-24)
396	تحديد المكتتبين	(5-25)
409	(AMAN SUKUK Berhad)	(5-26)

فهرس الجداول

412	تفاصيل العملية (1Malaysia sukuk global berhad)	(5-27)
414	ملخص البرنامج صكوك المشاركة ل (West ports)	(5-28)
417	إصدار سندات وصكوك إسلامية من قبل مصرف قطر المركزي خلال سنة 2013	(5-29)
417	إصدارات الدين العام من الصكوك حتى 2015/09/02	(5-30)
418	المؤسسات المالية بمركز قطر للمال حسب الهيكل	(5-31)
420	منتجات المصرف الاستثمارية	(5-32)
425	التصنيف الائتماني للصكوك	(5-33)
426	بيان توزيع استثمارات المحفظة حسب القطاعات	(5-34)
426	توزيع أصول المحفظة	(5-35)
427	أداء محفظة الصكوك مقارنة بالعائد المستهدف	(5-36)
429	الأحكام والشروط المتعلقة بمحفظة الصكوك العالمية	(5-37)
434	تطور أهم النسب المالية لمصرف قطر الإسلامي (2008-2013)	(5-38)
441	تطور أهم النسب المالية لبيتك من سنة 2010 إلى 2015	(5-39)
447	الشركات التابعة لشركة صكوك القابضة	(5-40)

الخاتمة العامة

من خلال ما تم التطرق إليه في الدراسة النظرية والتطبيقية لهذا البحث تم التوصل لجملة من النتائج الأساسية وذلك انطلاقاً من الإشكالية المطروحة والفرضيات الموضوعية، ومن ثم الخروج بجملة من الاقتراحات. فيما يخص الفرضيات فقد تم إثبات صحة الفرضية الأولى من خلال ما تم استخلاصه من دروس مما حدث في الأزمة المالية العالمية الأخيرة 2008 بضرورة بناء أنظمة لإدارة المخاطر المرتبطة بالأدوات المالية المشتقة؛ وعبر تقوية كلا من الهياكل والبنود خارج الميزانية التي تستند إليها عمليات التوريق وأداء الشركات ذات الغرض الخاص بطريقة تمكنها من امتصاص الصدمات باللجوء إلى آليات حديثة.

وهذا ما حدث فعلاً بخلق أشكال قانونية جديدة للشركات ذات الغرض الخاص كهيئات الاستثمار المهيكّل (SIV) من خلال إيجاد توافق بين رأس المال والمخاطر في النموذج الحالي للتوريق التقليدي، وذلك بتوفير أموال خاصة لتغطية السيولة وتعزيز الائتمان للمصارف المُنْتَزَلَة، هذه الأخيرة التي أصبحت تعتمد بشكل كبير على إستراتيجية تحويل المخاطر بدل مواجهتها ومحاولة التقليل من آثارها السلبية عن طريق حسن اختيار الأطراف المقابلة في عمليات الإقراض. أما بالنسبة للفرضية الثانية فقد تم إثبات صحتها أيضاً، حيث سعت المصارف الإسلامية لإيجاد البدائل الشرعية للمنتجات المالية والتي تتوافق مع الضوابط الشرعية ومن بينها عمليات التوريق مثلما تم إبرازه من خلال دراسة الحالة الماليزية، حيث تصدر الحكومة الماليزية على سبيل المثال لا الحصر أوراقاً مالية متوافقة مع الشريعة الإسلامية من أمثلتها إصدار الاستثمار الحكومي (GII).

تختلف عمليات التصكيك في هياكلها وعقودها وإجراءاتها وخاصة ما تعلق بطبيعة الأصول التي يمكن توريقها بالتركيز على الأصول الحقيقية، ولو أن التجربة الماليزية كان لها بعض الرؤى المخالفة للجانب الشرعي، حيث تم تصكيك ديون المراجحات والبيع بالثمن الآجل، إلا أنها تتشابه في أنواع مخاطرها مع تلك للأدوات التقليدية. كما أن تصكيك المحافظ التمويلية للمصارف الإسلامية بتركيباتها الحالية التي تشكل المراجحات حوالي 80% من أصولها قلل من قدرتها على التوريق مما حملها أعباءً إضافية من حيث كفاية رأس المال وزيادة مخاطرها الائتمانية وعدم القدرة على منافسة المؤسسات المالية التقليدية في سوق التمويل طويل الأجل، كما أنه سيحرم السوق المالية الإسلامية من أداة استثمارية بديلة.

لكن ما يمكن قوله هو أن هناك إشكالا حول اختيار الأصول التي يمكن تصكيكها وهياكل التوريق المناسبة لها كاختيار الهيكل الناقل (Pass-Throughs) الأكثر ملاءمة مع آلية التوريق الإسلامي، ولعل من بين أهم التحديات التي تواجه عمليات التصكيك الإسلامي هو إيجاد سوق ثانوية نشطة لتداول هذه الصكوك، بالإضافة إلى كيفية تحديد الآلية الصحيحة والدقيقة لتسعير منتجاتها وأدواتها، فالمصارف الإسلامية مجبرة على تقديم سعر تنافسي إذا ما أرادت منافسة المصارف التقليدية.

على سبيل المثال، تستخدم المؤسسات المالية الإسلامية في ماليزيا كلا من سعر الإقراض القاعدي (BLR) بالإضافة إلى (LIBOR) و (KLIBOR) لتسعير الأدوات المالية الإسلامية، ولكن أصبح من الضروري تطوير معايير إسلامية " Islamic Benchmarks " تخدم الصناعة المصرفية الإسلامية.

يعود سبب الاعتماد على مثل هذه المعايير لغياب منهجية تسعير إسلامية ويبقى استخدام (LIBOR) كمعيار لتحديد هامش الربح يحتاج إلى تبرير.

يمكن التطرق إلى نتائج البحث بشكل تفصيلي كما يلي:

أولاً: نتائج الدراسة: تم التوصل إلى جملة من النتائج، ومن بينها يمكن ذكر ما يلي:

- للهندسة المالية أهمية كبيرة سواءً بالنسبة للمصارف التقليدية أو المصارف الإسلامية، وضرورة الاستفادة من مختلف نتائجها؛
- تتضمن الهندسة المالية ثلاثة أنواع من الأنشطة:
 - ❖ ابتكار أدوات مالية جديدة؛
 - ❖ ابتكار آليات تمويلية جديدة من شأنها تخفيض التكاليف الإجرائية لأعمال قائمة، مثل التبادل من خلال الشبكة العالمية؛
 - ❖ ابتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية، مثل إدارة السيولة أو الديون، أو إعداد صيغ تمويلية لمشاريع معينة تلائم الظروف المحيطة بالمشروع؛
- تعتبر الهندسة المالية منهجاً لنظم التمويل المعاصرة يهدف إلى تحقيق الكفاءة في المنتجات المالية المعاصرة وتطويرها في ظل الاحتياجات المالية والتي تتصف بأنها متجددة ومتنوعة؛
- لقد أدت ظاهرة الوساطة المالية بالمصارف إلى البحث وتطوير وسائل جديدة لتحسين ربحيتها من أجل خلق القيمة وهو ما أدى إلى ظهور ما يعرف بالمنتجات المهيكلّة ولعل من أهمها المشتقات الائتمانية والتوريق؛
- تهدف الابتكارات المالية إلى خلق أدوات مالية مبتكرة وبسيطة وأدوات لإدارة المحافظ الفردية أو الجماعية، بالإضافة إلى إيجاد آليات لتسعير هذه الأدوات المالية في السوق المالية المنظمة أو غير المنظمة، وتطوير التكنولوجيات اللازمة لتداولها وجميع المعلومات ذات الصلة؛
- لا تركز إستراتيجية الهندسة المالية فقط على إدارة الأدوات المالية خارج الميزانية، بل وأيضاً عن كيفية السيطرة والرقابة على المخاطر المالية عن طريق السياسات المالية والمناهج المالية والتكنولوجيا المالية الجديدة التي تختارها الإدارة المالية للاستفادة من الأسواق المالية المفتوحة على العالم، ويحدد هذا التنسيق خط الائتمان وتسعير الخيارات المالية عن طريق:
 - ❖ أساليب تحديد قيمة محفظة الاستثمار؛
 - ❖ استخدام مخاطر الائتمان ضمن التوريق (أي الأوراق المالية الجديدة)؛
 - ❖ اتخاذ قرارات مالية مرحلية بالاعتماد على الحقائق وقاعدة البيانات لتحديد المزيج المثالي من المنتجات المالية الجديدة (إضافة أو حذف)؛
 - ❖ استعمال أساليب تحديد القيمة الدفترية أو السوقية؛

❖ تستخدم الإدارات المالية مقاييس للمخاطر من خارج بنود الميزانية، كالمتاجرة بمشتقات الأوراق المالية والمقايضات والخيارات المالية والأدوات المالية الجديدة؛

➤ ساهمت الهندسة المالية الإسلامية في بروز مفهوم جديد يتعلق "بالمالية الإسلامية المُهيكلَة"، وهو ما نتج عنه إبداع أدوات مالية إسلامية مُستحدثة لم تكن موجودة من قبل؛

➤ تبرز أهمية وجود هندسة مالية إسلامية كأداة مناسبة لإيجاد حلول مبتكرة وأدوات مالية جديدة تجمع بين توجيهات الشريعة الإسلامية واعتبارات الكفاءة الاقتصادية، كما أن مقدرة المصارف الإسلامية على تحقيق الاستفادة من الهندسة المالية في مجال أعمالها يرتبط بالبيئة التي تعمل فيها وبمدى اهتمامها بالإبداع والبحث والتطوير، حيث تواجه المؤسسات المالية الإسلامية مشكلة حقيقية تتمثل في المفاضلة بين تقليد المنتجات المالية أو ابتكارها لمنتجات إسلامية أصلية؛

➤ لا يختلف مفهوم الهندسة المالية الإسلامية عن مفهومها التقليدي من حيث الجوهر وهو الحث على الابتكار والاعتماد عليه لخلق قنوات وأدوات جديدة تناسب التغيرات السريعة في الأسواق المالية العالمية، بينما يختلف عنها من حيث الوسيلة والغاية والأهداف فلا بد من شرعية الوسائل المستخدمة في عملية الابتكار وتكون موجهة لتحقيق أهداف تحقق المصالح العامة وليس فقط الشخصية؛

➤ بالرغم من اشتراك الهندسة المالية الإسلامية والتقليدية في المبادئ العامة، إلا أنه يمكن تمييز الهندسة المالية الإسلامية من خلال:

❖ الالتزام بالنظم الشرعية؛

❖ تحقيق مصلحة جميع المتعاملين؛

❖ مبدأ التوازن؛

❖ مبدأ الحل والتكامل؛

❖ مبدأ المناسبة؛

➤ قام بعض المتخصصون المعاصرون بتطوير بعض النماذج التمويلية في الاقتصاد الإسلامي باستخدام أسلوب الهندسة المالية ومنها نموذج المراجحة، نموذج الوكالة بأجر، نموذج سندات الإجارة الموصوفة في الذمة، المغارسة المشتركة والمغارسة المقرونة بالبيع والإجارة، المشتقات المالية، منتجات تمويلية أخرى، كالتورق المصرفي وشهادات الايداع القابلة للتداول؛

➤ هناك فرق بين المشتقات المالية التقليدية والإسلامية، حيث تستخدم التقليدية لأغراض التحوط والمضاربة وعمليات التحكيم، في حين تستخدم الأدوات الإسلامية فقط لأغراض التحوط، كما تتم هيكلية المشتقات الإسلامية باستخدام العقود الشرعية إضافة إلى أنها لا تتداول كنظيرتها التقليدية؛

➤ يفضل تسمية المشتقات المالية الإسلامية تحت مسمى "اتفاقية التحوط الرئيسية" للاتحاد الدولي للمقايضات والمشتقات/ السوق المالية الإسلامية الدولية (tahawwut master agreement)؛

➤ تسعى الصناعة المالية الإسلامية لترسيخ وجودها كنظام مالي واقتصادي بديل عن النظام المالي التقليدي، وقد أثبت النظام المالي الإسلامي مقدرة وقوة، حيث تشهد فيه الصناعة المالية الإسلامية نمواً سريعاً وضخماً من حيث عدد

المؤسسات وحجم إصدارات الصكوك الإسلامية، بالإضافة إلى حجم الصناديق الاستثمارية الإسلامية وغيرها من الأدوات المالية الإسلامية؛

➤ تفرض التحديات المتعلقة بالمنافسة في البيئة المصرفية العالمية على المصارف الإسلامية ابتكار أوعية ادخارية وأساليب استثمارية متطورة تلبي الاحتياجات الأساسية للعملاء مع مراعاة الجمع بين السلامة الشرعية والكفاءة الاقتصادية وإمكانية التطبيق؛

➤ تبقى محاكاة المصرفية الإسلامية لنظيرتها التقليدية في هندسة التمويل المالي من أهم المشكلات التي تواجه المصارف الإسلامية وتحرفها عن مسارها، ولعل هذا الأمر كان السبب الأكبر في أن واجهت الصناعة المالية الإسلامية في الآونة الأخيرة انتقادات واسعة، وهناك أيضا منهج التحوير والذي يعتمد على منتجات مالية شرعية للوصول إلى منتجات جديدة؛

➤ تتميز الأدوات المالية الإسلامية بدرجة عالية من المصدقية الشرعية إذا حظيت بالقبول الشرعي العام، وبالميزة الابتكارية التي تحافظ على الخصائص الأساسية للصيغ التي بنيت عليها هاته الأدوات.

➤ يقصد "بتنميط عقود الأدوات المالية الإسلامية" إعداد واعتماد صيغ ثابتة لهذه العقود من حيث الأركان والشروط، بحيث تمثل هذه الصيغ أنماطا محددة ومعلومة تنفذ على أساسها الأدوات المالية الإسلامية؛

➤ يعد التوريق أحد إبداعات الهندسة المالية، حيث أصبحت لعمليات التوريق أهمية كبيرة على مستوى الأسواق المالية الدولية وحديثا بالدول العربية، حيث أن اللجوء إلى التوريق كأحد الابتكارات المالية التي تستخدم لأغراض وأهداف متعددة يكتسي أهمية كبيرة للمؤسسات المصرفية خاصة في إطار إدارتها للمخاطر المرتبطة بنشاطها الإقراضي؛

➤ يشير التوريق إلى أداة مالية مستحدثة تفيد قيام مؤسسة مالية بتعبئة مجموعة من الديون المتجانسة والمضمونة كأصول، ووضعها في صورة دين واحد معزز ائتمانيا ثم عرضه على الجمهور من خلال منشأة متخصصة للاكتتاب في شكل أوراق مالية تقليلا للمخاطر وضمانا للتدفق المستمر للسيولة النقدية للمصرف؛

➤ تعتمد فكرة نشاط التوريق على خلق أداة من أدوات السوق المالية في صورة ورقة مالية يسهل تسويقها، ومن ثم تعتبر الأوراق المالية المضمونة بأصول أداة اقتراض (سندات) وأحد أنواع المشتقات المالية في آن واحد، فهي أداة اقتراض لأنها توزع عائدا- قد يكون ثابتا أو متغيرا- بصفة دورية، وتعتبر نوع من المشتقات المالية لأنها مشتقة من أداة مالية مباشرة ألا وهي مجموعة الأصول التي تضمن الإصدار؛

➤ كما يعد التوريق كأداة لتحويل المخاطر من المصارف المتنازلة أو البائدة نحو الأسواق المالية عبر الشركات ذات الغرض الخاص؛

➤ يعد مفهوم "التحويل" محوريا في عمليات التوريق، كون أن الأصول المؤرقة تم تحويلها من قبل بادئ العملية إلى الهيئة ذات الغرض الخاص والذي يتوقع أن ينتج عنه آثار قانونية، حيث من خلال عمليات التوريق يتم عزل أصول الدرجة العالية عن الأصول ذات الدرجة المتدنية ويتم ذلك من خلال عمليات التحويل والمعترف بها من خلال القانون؛

➤ لعمليات التوريق عدة مزايا لكل الأطراف المتدخلة فيها، وبالمقابل تنطوي على عدة مخاطر والتي يمكن التقليل من آثارها السلبية عن طريق العديد من التقنيات ولعل من أهمها التعزيز الائتماني؛

- تركز عملية التوريق على ثلاثة عناصر رئيسية، وهي:
- ❖ تجزئة رأس المال إلى حصص وأجزاء متماثلة لا تقبل القسمة تمثل الحد الأدنى للمشاركة؛
- ❖ توثيق عائدة هذه القيم عن طريق إصدار وثائق نمطية: أسهم أو صكوك أو سندات تثبت ملكية حائزها لما تمثله من حصص؛
- ❖ توفير آلية لتداول هذه الوثائق من خلال أسواق الأوراق المالية.
- توجد العديد من الموجودات المصرفية والمالية والتجارية القابلة للتصكيك في اقتصاد إسلامي على النحو التالي:
- ❖ الأصول المنقولة والثابتة العقارية المدرة للدخل سواء كانت مؤجرة أو مشغلة في مشروع معين؛
- ❖ الاستثمارات القائمة على صيغة المشاركة؛
- ❖ ذمم البيوع المختلفة (المراحة والسلم والاستصناع)، وبعض الفقهاء يشترط دخولها ضمن وعاء التصكيك بقيمتها الاسمية (وفي ذلك منافع للمصكك الأصلي، حيث تأتيه موارد حالية بدلا من ورودها مستقبلا)؛
- ❖ المجمعات التجارية والسكنية وكل العمليات القائمة على صيغة الإجارة؛
- ❖ عمليات التمويل بالمضاربة والمشاركة القائمة على الشراكة في المنافع المتوقعة يمكن أن تكون كذلك محلا لعمليات التصكيك، وغيرها من الموجودات التي تستوفي الضوابط الشرعية؛
- يستبعد بصفة قاطعة من عمليات التصكيك الأصول القائمة على أساس المدائنة الربوية وتلك التي تحمل فوائدا محددة، فضلا عن الموجودات المحرمة شرعا؛
- قدرة الصكوك على تعبئة الموارد المالية لتمويل المشروعات التنموية الكبرى مثل مشروعات البنى التحتية كالنفط والغاز والطرق والمطارات والموانئ وغيرها، بالإضافة إلى تمويل التوسعات الرأسمالية للشركات (وهو ما تمت الإشارة إليه في دراسة الحالة الماليزية)؛
- وجود الضوابط الشرعية والمحاسبية والممارسات ذات الطبيعة المنمطة التي تنظم إصدار هذه الصكوك والتعامل فيها (معايير هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية)؛
- وجود القوانين التي توظف لصناعة التصكيك وبالأخص في البلدان التي بها أسواق أوراق مالية تتعامل في أدوات مالية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية (مثل ما هو عليه الحال في بعض الدول العربية، كقطر والكويت والمغرب... الخ)؛
- وجود هيئات رقابة شرعية ضمن هيكلية إصدار هذه الصكوك تضمن سلامة إجراءاتها بما يتوافق ومصالح المستثمرين فيها؛
- زيادة حجم الإصدارات من الصكوك الإسلامية يوفر أدوات مهمة لإدارة السيولة ودعم الربحية خاصة بالنسبة للمصارف الإسلامية؛
- دخول بلدان غير إسلامية في سوق إصدارات الصكوك الإسلامية؛
- نجاح النموذج الماليزي كأكبر داعم لحركة الصكوك الإسلامية، حيث يمثل هذا السوق حاليا حوالي 54% من إجمالي الصكوك الإسلامية في العالم؛

- تأسيس مؤشرات في بلدان أجنبية لقياس أداء الصكوك العالمية المتوافقة مع الشريعة مثل مؤشر داو جونز للصكوك الذي أطلق في ذروة نمو هذه السوق في 2006؛
- على الرغم من وجود تشابه كبير بين هندسة التوريق من الناحية التقليدية وهيكلية إصدار الصكوك من ناحية أخرى، إلا أنه توجد فروقات جوهرية بين هذين الآليتين؛
- تنوع وتعدد هياكل إصدار الصكوك الإسلامية من شأنه أن يوفر حلولاً متنوعة للمصارف الإسلامية الراغبة في الاستفادة من آلية التصكيك الإسلامي مع مراعاة مختلف المخاطر الائتمانية والتسويقية والتشغيلية؛
- بين تنوع تجارب إصدارات الصكوك الإسلامية أنها أصبحت ذات قيمة مضافة أعلى، وأن استخدامها يعتبر أفضل نسيباً من استخدام أدوات الدين التقليدية؛
- تنامي الوعي المالي لدى مختلف المستثمرين بأهمية الصكوك الإسلامية في تنوع محافظهم الاستثمارية؛
- تنمي الصكوك الإسلامية جانب الطلب في السوق المالية وهو الجانب الهام في تنمية السوق المالية، حيث أن أهم محرك للأموال في أي نظام مالي هو جانب الطلب والذي يتكون من الأدوات المالية ذاتها؛
- طبيعة الصكوك تتطلب تحسين إدارة الأموال (الكفاءة الاقتصادية) وليس الجدارة الائتمانية للشركة الممولة؛
- تفتقر الصكوك الإسلامية لمؤسسات البنية التحتية المساندة مثل أنظمة التداول والتسوية ومؤسسات تقييم الإصدارات ومراقبة أدائها ومعايير محاسبة ومراجعة قياسية؛
- مراجعة هيكل الصكوك الإسلامية وتطويرها بما يجعلها أكثر توافقاً مع الضوابط الشرعية ومتطلبات توزيع المخاطر؛
- يتم من خلال التمويل المهيكل توزيع مخاطر التمويل على عدة أطراف من خلال استحداث شركة أو عدة شركات ترتبط فيما بينها ومع غيرها بمجموعة من الاتفاقيات؛
- الصكوك التي تصدرها المصارف الإسلامية في حاجة إلى درجة إفصاح أكبر عن حصص التوريق التي تصدرها المصارف التقليدية، كما أن نطاق وحدود هذا الإفصاح يختلف تبعاً لطبيعة نشاط ومخاطرة كل صك على حدة؛
- ضرورة تفعيل إدارة المخاطر وحماية رأس المال والاستفادة من التراث الفقهي في ابتكار وتطوير المنتجات المالية وتفعيل التأمين الإسلامي (التكافلي) في مجال عمل الصكوك الإسلامية؛
- انخرقت هيكل بعض منتجات هذه الصكوك وبمحكم محاولتها الاستفادة من الهيكل التقليدية للسندات عن مبادئ الشريعة الإسلامية ومحاکاتها للمنتجات الوضعية (كما في الحالة الماليزية، وبالأخص ما تعلق بصكوك المراجعة وصكوك البيع بضمن آجل)؛
- لقد أصبح من الضروري إيجاد الهيكل الأنسب للصكوك والتي من شأنها تطوير التمويل الإسلامي ويتعلق الأمر إما بالصكوك المدعومة بالأصول أو الصكوك القائمة على الأصول؛
- من ضمن التحديات التي تواجه الصكوك هي ارتباطها بمؤشر أسعار الفائدة السائدة في الأسواق العالمية كسعر فائدة الاقراض فيما بين مصارف لندن والمستخدم على نطاق واسع، حيث ظهر اتجاه ينادي بالليبور الإسلامي؛
- يخضع التصكيك وفقاً لمبادئ الشريعة لضوابط شرعية معينة وهي:

❖ أن تكون الأصول المالية المُصَكَّكة متوافقة مع معايير القواعد المالية الإسلامية؛

❖ أن تكون بنية الصكوك الإسلامية مطابقة للضوابط الشرعية؛

❖ أن يكون إصدار الصكوك وتداولها وفقا للمعايير الشرعية؛

➤ يقصد بترشيد عمليات التوريق التقليدي، 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؛ وهناك عدة اختلافات جوهرية بين نموذج التوريق التقليدي والتوريق الإسلامي وهو ما تم توضيحه من خلال الفصل الرابع ولعل أهمها هو خضوع عمليات التصكيك لأحكام الشريعة الإسلامية؛

➤ تعد تجربة شركة المغاربية للتسديد تجربة رائدة والتي اكتسبت خبرة دولية من خلال العمليات التي قامت بها سواء في المغرب مع كل من القرض العقاري والسياسي من خلال إصدار الصناديق (CREDILOG1) و(CREDILOG2) و(CREDILOG3) و(CREDILOG4)، والقرض الفلاحي من خلال إصدار الصندوق (FT IMMOVERT) والبنك الشعبي من خلال إصدار الصندوق (FPCT SAKANE) ... الخ، أو بالخارج خاصة بتونس مع كل من بنك الإسكان وبنك تونس العربي الدولي وفي دول افريقية أخرى؛

➤ حققت المصارف المغربية والتي أجرت عمليات توريق مختلفة من حيث الأصول المؤرقة نتائج إيجابية عكست الأهداف المرجوة من إجراء مثل هذه العمليات، خاصة من حيث عمليات إعادة التمويل وتمكينها من إدارة ميزانيتها بشكل أفضل وتحسين مختلف النسب الاحترازية؛

➤ سهل وجود سوق أوراق مالية نشطة ومنتطورة بالمغرب من إجراء عمليات التوريق والتي من المتوقع أن تمس أصولا أخرى وليس فقط قروض الرهن العقاري والديون التجارية؛

➤ من المتوقع أن تنتعش إصدارات الصكوك الإسلامية بالمغرب خاصة مع تعديل القانون 06/33 المتعلق بعمليات التوريق، وقد تزامن تطور اللوائح التنظيمية للصيرفة الإسلامية مع قيام بنك المركزي المغربي بوضع خطة إصدار تراخيص للمصارف الإسلامية بداية من سنة 2016؛

➤ لقد أصبحت ماليزيا قطبا عالميا للصناعة المالية الإسلامية من خلال تجربتها الرائدة - على المستوى المؤسسي وحتى التشريعي - واحتلالها المراتب الأولى عالميا خاصة ما تعلق منها بإصدار الصكوك الإسلامية وفي مختلف القطاعات؛

➤ تعد تجربة كلا من مصرف قطر الإسلامي وبيت التمويل الكويتي رائدة في مجال الصناعة المصرفية الإسلامية وخاصة ما تعلق بإصدار الصكوك الإسلامية؛

➤ استطاع مصرف قطر الإسلامي (المملكة المتحدة) وفي نهاية 2012 من إطلاق وبنجاح قناة استثمار جديدة عن طريق إصدار منتج استثماري جديد بعنوان "محفظة الصكوك العالمية" والتي حققت من ورائها نتائج إيجابية سواء من حيث الاكتتاب أو العائد أو تعزيز المداخيل؛

➤ يعد بيت التمويل الكويتي رائدا في مجال إصدار الصكوك عن طريق شركة بيت التمويل الكويتي الاستثمارية الذراع الاستثمارية الخاصة بالصكوك والتابعة بالكامل لمجموعة بيت التمويل الكويتي قيادتها لقطاع الاستشارات المالية الإسلامية

وخاصة ما يتعلق منها بالصكوك السيادية، حيث تقوم الشركة بعمليات بيع وشراء الديون بكافة أنواعها بما فيها الصكوك وفيما يتعلق بعمليات التوريق والقيام بجميع الخدمات المالية كخدمات الاكتتاب وطرح الصكوك والاستشارات المالية وإدارة المخاطر المالية؛

ثانياً: مقترحات الدراسة: في ضوء النتائج التي تم التوصل إليها، يمكن تقديم المقترحات التالية:

- عدم مجازاة الفكر الغربي في ممارسات التوريق بإضفاء الطابع الإسلامي عليه، وإنما إبداع أدوات مالية إسلامية جديدة تابعة من الواقع الإسلامي في مجال المعاملات؛
- السعي لتصنيف الصكوك المصدرة من قبل مؤسسات تصنيف دولية معترف بها؛
- مراعاة المخاطر المختلفة للصكوك الإسلامية عند إصدارها بما يسهم في توفير منتج مالي إسلامي منخفض المخاطر؛
- الاستمرار في نشر ثقافة الصكوك الإسلامية في أوساط مجتمعات الأعمال بوصفها أدوات مالية تقدم حلولاً مبتكرة لهم في مجال تعبئة وتوظيف الموارد؛
- محاولة الاستفادة من الاعتراف الدولي بالصكوك الإسلامية في تطويرها بنفس وتيرة تطور المصرفية الإسلامية؛
- خلق سوق ثانوية نشطة لتداول مختلف إصدارات الصكوك الإسلامية؛
- إيجاد هياكل تصكيك مختلفة ومتنوعة تتوافق مع آلية التوريق الإسلامي كما في التوريق التقليدي، بدل حصرها في هيكل واحد هيكل الناقل؛
- تطوير طرق الإثبات والإفصاح المحاسبي لإصدار وتداول الصكوك الإسلامية وخاصة من قبل المصارف الإسلامية والتي أصبحت الصكوك بالنسبة إليها أداة فاعلة لإدارة السيولة والربحية والأمان، في سبيل الاستجابة لمعايير لجنة بازل للرقابة المصرفية؛
- الاستفادة من تجارب كلا من ماليزيا وقطر والكويت في مجال إصدار وتداول الصكوك الإسلامية؛
- ضرورة تطوير المعايير الشرعية خصوصاً في الجانب التطبيقي والتقني كاقترح نماذج خاصة بالتوريق الإسلامي، بما يتوافق والمتطلبات التنظيمية والاحترازية للاتفاقيات العالمية كاتفاقية "بازل 3" مع احترام الخصوصية للمالية الإسلامية في عمليات التوريق؛
- ضرورة الاعتماد في إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية على توفير أنظمة معلومات وبرامج إلكترونية متخصصة على غرار ما هو معمول به في عمليات التوريق التقليدية؛

ثالثاً: آفاق الدراسة:

- لقد تناولت هذه الأطروحة جانباً من جوانب عمليات التوريق والتي تخص المؤسسات المصرفية سواء التقليدية أو الإسلامية وما لها من انعكاسات إيجابية على هيكل الميزانيات المصرفية، لكن يبقى التوريق سواء التقليدي أو الإسلامي موضوعاً متشعباً وواسعاً ويمكن التطرق إليه من عدة جوانب:
- نماذج تسعير الأدوات المالية الإسلامية؛
 - الصكوك كأداة مالية لمواجهة التذبذبات في الأسواق المالية الإسلامية؛
 - نماذج اختيار وتقييم المحافظ المالية الإسلامية؛

- تقييم الأداء الشرعي لعمليات التوريق الإسلامية خصوصا أداء هيئات الرقابة الشرعية؛
- دور الصكوك الإسلامية في تطوير صناديق التحوط الإسلامية؛
- الطرق المثلى للتدقيق الشرعي والرقابي على عمليات التوريق الإسلامي؛
- استغلال منتجات التوريق في تطوير الطاقات البديلة للثروة البترولية؛
- العراقيل والتحديات التي تواجه عمليات التصكيك في العالم كمخاطر الركود؛
- التوريق كأداة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة؛
- التصكيك كآلية لتطوير الأنظمة التمويلية في الاقتصاد الجزائري.

أما بالنسبة للجزائر فهناك فرصا هامة للتوريق الإسلامي بدءاً من استغلال تجربة شركة إعادة التمويل للرهن العقاري (SRH)، ومنح الفرصة بإنشاء شركة فرعية أو لجنة فرعية تابعة لها مختصة بالتوريق الإسلامي، وهذا بغرض استغلال الظروف الاقتصادية والمالية التي تعيشها الجزائر في ظل النمو الملاحظ في قطاع العقارات والبنى التحتية بجذب المستثمرين المهتمين بذلك، وفي جميع الميادين كقطاع المعادن النفسية والطاقة والزراعة والصناعة بهدف تطوير الانتاج الجزائري، عن طريق سن قوانين تشريعية ونصوص تنظيمية للتوريق الإسلامي في الجزائر بصفة خاصة والمالية الإسلامية بصفة عامة عبر تعديل ما هو متوفر من قوانين وإصدار قوانين تكميلية جديدة.

ويتم ذلك باقتراح آلية ومخطط تحترم فيه الخصوصية الاقتصادية الجزائرية، ولا تبقى المبادرات في الأدرج وحبرا على ورق من التوصيات والمناشدات كدراسات جدوى الصكوك ودورها في تفعيل أداء بورصة الجزائر، وهذا كله يتأتى من خلال اعتماد الضغط على مختلف الفعاليات والهيئات الوطنية والمجتمع المدني سواء أفراد أو شركات بإعطاء البديل المادي بمشروع ملموس متكامل للمالية الإسلامية في الجزائر وتحدي إقراره.

وتتجلى مجالات وإمكانيات التصكيك في الجزائر في قطاعات عدة المذكورة أعلاه كإصدار صكوك المزارعة والاستصناع في القطاعين الزراعي والصناعي أين يمثل تطويرهما أكبر تحدٍ للاقتصاد الجزائري.

وانطلاقاً من طبيعة المجتمع الجزائري وإيمانه بالثقافة الإسلامية وأعرافه المنسجمة مع قيمه الحضارية، أثبتت نتائج دراسة أمريكية حديثة أن 50% من الجزائريين يطالبون بتوفير معاملات مالية إسلامية في الاقتصاد الجزائري، وربما تكون هذه النسبة أكبر إذا كانت هناك دراسات شاملة لجميع القطاعات الاقتصادية وتمس مختلف فئات المجتمع الجزائري.

الملحوظ رقم (1): تصنيف الأسهم وتكليفها الفقهي

التكليف الفقهي	الشرح	تصنيف الأسهم	من حيث الشكل
يجوز إصدارها شرعا، لأن الأصل أن يملك المساهم السهم في الشركة بتقديم حصته فيها وبالتالي له الحق في أن تحمل الصكوك المثبتة لحصته اسمه.	هي الأسهم التي تحمل اسم مالكيها وذلك بأن يدون اسمه على شهادة السهم، وتثبت ملكيته له بقيد اسمه في سجل خاص سجل المساهمين، يتعين على الشركة المصدرة إمساكه، ويتم تداولها ونقل ملكيتها إلى مشتريها بتقييد اسمه في تلك السجلات.	الأسهم الاسمية	
لا يجوز إصدار وتداول هذا النوع من الأسهم لجهالة اسم صاحبها وهو ما يؤدي إلى النزاع والخصومة وضياع الحقوق، لأن أي شخص وقعت يده عليه سواء عن طريق السرقة أو الغصب أو غيرها يعتبر صاحبه، ولا شك أن كل ما يفضي للنزاع والضرر ممنوع شرعا، ضف إل ذلك أن جهالة صاحبها قد يجعلها في يد فاقد الأهلية الذي لا يجوز اشتراكه بنفسه.	هي الأسهم التي لا يذكر فيها اسم المساهم، ويتم تداولها ونقل ملكيتها بالتسليم المادي أي من يد إلى يد، ويعتبر حامل السهم هو المالك في نظر الشركة.	الأسهم لحاملها	
هذا النوع من الأسهم نادر الوقوع ولا مانع منها شرعا، لأنها تكون محددة بمعرفة الشريك الأول، فالجهالة منتفية ولا يفضي إصدارها وتداولها إلى منازعة أو ضرر، فنقل الملكية من شريك إلى شريك جديد بالبيع أو التنازل جائز شرعا.	هي الأسهم التي يذكر فيها اسم مالكيها مع النص على كونها لإذنه أو لأمره، وتداول بطريقة التظهير حيث يدون البائع على ظهر شهادة السهم ما يدل على انتقال ملكيتها للمشتري.	الأسهم الإذنية	

<p>هي أسهم مباحة شرعا، لأنها في الحقيقة تمثل حصة الشريك في الشركة، وهذه الحصة هي التي تعطي صاحبها الحق في الربح وغيره، وحيث أن الأسهم متساوية في قيمتها الاسمية فليس لأي سهم الحق في زيادة الربح.</p>	<p>وهي التي تتساوى في قيمتها وتعطي لحاملها التزامات وحقوق تتناسب مع نسبة مساهمته في رأس مال الشركة، دون أن يتمتع بزيادة أي حق أو يلتزم بأي التزام زائد.</p>	<p>الأسهم العادية</p>	<p>من حيث الحقوق</p>
<p>لا يجوز إصدار هذه الأسهم التي لها أولوية وأفضلية على الأسهم العادية، وذلك لتساويها في القيمة وبالتالي ينبغي تساويها في الحقوق، فلا يجوز أن تكون لها أولوية في نسبة معينة من الأرباح أو أولوية في التصويت.</p>	<p>وهي أسهم تختص بمزايا لا تتمتع بها الأسهم العادية، ومن هذه المزايا تقرير بعض الامتيازات لهذه الأسهم في الأرباح أو ناتج التصفية أو التصويت.</p>	<p>الأسهم الممتازة</p>	<p>من حيث الحقوق</p>
<p>هذه الأسهم جائزة بالاتفاق، وذلك لأن الأصل أن تكون الحصة المقدمة في رأس مال الشركة من النقدين الذهب والفضة، أو ما يقوم مقامهما من الأوراق النقدية في عصرنا.</p>	<p>هي الأسهم التي تمثل حصصا نقدية في رأس مال الشركة.</p>	<p>الأسهم النقدية</p>	<p>من حيث طبيعة الحصة</p>
<p>يعبر الفقهاء عن الاشتراك بالحصة العينية بالاشتراك بالعروض، وقد اختلفوا في جواز ذلك على ثلاثة أقوال:</p> <ul style="list-style-type: none"> - جواز الاشتراك بالعروض مقومة، وبه قال المالكية وأحمد في إحدى الروايتين عنه؛ - جواز الاشتراك بالمثلثات كالحبوب، وبه قال الشافعي ومحمد بن الحسن من الحنفية؛ - عدم الاشتراك بالعروض مطلقا، وهو قول أبو حنيفة وظاهر مذهب أحمد. <p>غير أنه يمكن القول بجواز الاشتراك بالحصة العينية ما دامت هناك إمكانية معاينتها وتقويمها تقويما صحيحا بالنقد وذلك نظرا لوجود معايير دقيقة للتقويم وظهور دور النقود كوسيلة للتبادل ومقياس للقيمة.</p>	<p>هي الأسهم التي تمثل حصصا عينية في رأس مال الشركة.</p>	<p>الأسهم العينية</p>	<p>من حيث طبيعة الحصة</p>

<p>وهي بذلك تمثل الصورة العادية المألوفة للأسهم الجائزة شرعا، لأن الأصل بقاء المساهم في الشركة إلى حين انقضاءها.</p>	<p>هي الأسهم التي لم تستهلك قيمتها، أي أن المساهم يقدمها للشركة ولا تعود إليه إلا عند التصفية النهائية للشركة، وهذا هو الغالب في معظم الشركات.</p>	<p>أسهم رأس مال</p>
<p>أسهم التمتع لا تجوز شرعا، حيث أنها تححف بالذين أنشئت لهم هذه الأسهم وتنقص من ربح أسهمهم الحقيقية، والأصل أن يتساوى جميع الشركاء في الربح والخسارة، واستهلاك الأسهم لا يجوز إلا في صورة واحدة، وهي أن تستهلك جميع الأسهم بصورة تدريجية وبنسبة معينة من قيمة الأسهم حتى تستهلك جميعها في وقت واحد، وبذلك تتم العدالة والمساواة بين جميع الشركاء، وتصرف الأرباح بنسبة واحدة على أن يأخذ كل نصيبهم من موجودات الشركة عند التصفية.</p>	<p>وهي الأسهم التي استهلكت قيمتها وذلك بأن ترد قيمتها الاسمية لمالكها أثناء حياة الشركة دون الانتظار حتى موعد حل الشركة وتصفيتها. وهناك حالات تضطر الشركة إلى إخراج أسهم تمتع منها:</p> <ul style="list-style-type: none"> - إذا كانت موجودات الشركة مما يهلك بالاستعمال بعد مدة من الزمن، وبالتالي يستحيل حصول المساهمين على قيمة الأسهم عند انقضاء الشركة؛ - إذا كان مشروع الشركة يقوم على حقوق مؤقتة، كالحصول على امتياز من الدولة تؤول ممتلكات الشركة بعد انتهاء المدة المتفق عليها إلى الدولة، كشركات الكهرباء واستخراج البترول وغيرها؛ - إذا كان نشاط الشركة يتعلق باستغلال مورد من موارد الثروة الطبيعية والتي تنتهي بعد فترة من الزمن، كاستخراج المعادن وغيرها. 	<p>أسهم التمتع</p>

هي أسهم جائزة شرعا.	هي أسهم تجمع بين حقوق الملكية وحق الإدارة والتصويت والانتخاب.	الأسهم المصوتة	من حيث التصويت
هي أسهم غير جائزة شرعا.	هي أسهم تمثل حقوق المشاركة في أرباح المشروع دون أن يكون لمالكها حق الإدارة أو التصويت أو الانتخاب أو الترشيح لعضوية مجلس إدارة الشركة.	الأسهم غير المصوتة	
هي جائزة شرعا.	هي أسهم يقوم مالكوها بدفع قيمتها.	أسهم غير مجانية	من حيث المنح وعدمها
هذا النوع من الأسهم جائزة شرعا إذا تم المنح بالتساوي حسب الأسهم، لأن ذلك مال المساهمين ولهم الحق في الحصول عليه.	هي أسهم تمنحها الشركة للمساهمين مجانا في حالة زيادة رأس مالها على شكل ترحيل جزء من الأرباح المحتجزة أو الاحتياطي إلى رأس المال الأصلي، ويتم توزيعها حسب قدر الأسهم.	أسهم منح (مجانية)	

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على:

- شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، - دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر، دمشق، ص:118؛
- سيد حسن عبد الله، الأسواق المالية والبورصات من المنظور الشرعي والقانوني، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، آفاق وتحديات، الإمارات العربية المتحدة، 2007، ص: [35-37].

الملحق رقم (2): سلم التصنيف الوكالة الإسلامية الدولية للمحسِنين

الدرجة	الشرح
SQR AAA	في رأي الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف، فإن المؤسسة أو الصك بمعدل SQR AAA يلتزم بمستوى ممتاز جدا بمعايير ومتطلبات الشريعة طبقا لمنهجية تصنيف الجودة الشرعية المعتمدة من مجلس تصنيف الجودة الشرعية للوكالة
SQR AA	في رأي الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف، فإن المؤسسة أو الصك بمعدل SQR AA يلتزم بمستوى ممتاز بمعايير تصنيف الجودة الشرعية ومتطلبات طبقا لمنهجية المعتمدة من مجلس تصنيف الجودة الشرعية للوكالة
SQR A	في رأي الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف، فإن المؤسسة أو الصك بمعدل SQR A يلتزم بمستوى مرتفع جدا بمعايير ومتطلبات طبقا لمنهجية تصنيف الجودة الشرعية المعتمدة من مجلس تصنيف الجودة الشرعية للوكالة، ويعاني من أوجه قليلة جدا من الضعف في بعض مجالات الالتزام الشرعي.
SQR BBB	في رأي الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف، فإن المؤسسة أو الصك بمعدل SQR BBB يلتزم بمستوى مرتفع بمعايير ومتطلبات تصنيف الجودة الشرعية طبقا لمنهجية تصنيف الجودة الشرعية للوكالة. ويعاني من أوجه قليلة من الضعف في بعض مجالات الالتزام الشرعي.
SQR BB	في رأي الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف، فإن المؤسسة أو الصك بمعدل SQR BB يلتزم بمستوى مرض بمعايير ومتطلبات تصنيف الجودة الشرعية طبقا لمنهجية تصنيف الجودة الشرعية للوكالة. ويعاني من بعض أوجه الضعف في بعض مجالات الالتزام الشرعي
SQR B	في رأي الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف، فإن المؤسسة أو الصك بمعدل SQR B يلتزم بمستوى مقبول بمعايير ومتطلبات تصنيف الجودة الشرعية طبقا لمنهجية تصنيف الجودة الشرعية للوكالة. ويعاني من أوجه الضعف في بعض مجالات الالتزام الشرعي

المصدر: الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف، البحرين، ماي 2006 www.irating.com/methodologies/sharia_method_arb.pdf

الملحق رقم (3): مقارنة بين قائمة الدخل بين المصرف الإسلامي والمصرف التقليدي

المصرف الإسلامي	المصرف التقليدي
<p>يتم إعداد قائمة الدخل والتوزيع في المصارف الإسلامية على ثلاث مراحل:</p> <p>المرحلة الأولى: (توزيع أرباح المودعين):</p> <p>تضم كافة العوائد الصافية الناتجة عن أنشطة التوظيف، ويقوم المصرف بإنشاء مجموعة حسابات تفصيلية عن كل نشاط ترحل إليه عناصر الإيرادات المحققة منه وعناصر التكلفة ويتم عمل مقابلة بين هذه العناصر وترحل الناتج منها سواء ربح أو خسارة للحسابات الختامية.</p> <p>ويمكن استعراض حسابات المرحلة الأولى كما يلي:</p> <ul style="list-style-type: none"> - صافي أرباح المضاربات؛ - صافي أرباح المشاركات؛ - صافي أرباح المربحات - الخ <p>يخصم منها:</p> <ul style="list-style-type: none"> - حصة المصرف المضارب ترحل مرحلة ثانية - حصة المصرف في رأس المال ترحل مرحلة ثانية - حصة المودعين في الأرباح ترحل لحساباتهم <p>المرحلة الثانية: (قياس أرباح المساهمين):</p> <p>تضم عوائد التوظيف والاستثمار الخاص بالمساهمين من المرحلة الأولى وتشمل:</p> <ul style="list-style-type: none"> • عائد المصرف حصة العمل • عائد المصرف حصة رأس المال <p>ويضاف إليها عوائد الخدمات المصرفية والأرباح الأخرى ويخصم منها المصروفات الإدارية والعمومية والمصروفات الأخرى ثم يخصم مكافأة الإدارة والرقابة الشرعية والعاملين ويمكن استعراض حسابات المرحلة الثانية كما يلي:</p>	<p>يتم إعداد قائمة الدخل في المصارف التقليدية كما يلي:</p> <p>عائد القروض</p> <p>(+) عائد أذون الخزانة والسندات وشهادات البنك المركزي</p> <p>(-) تكلفة الودائع</p> <p>= صافي العائد</p> <p>(+) إيرادات خدمات مصرفية</p> <p>(-) مصروفات خدمات مصرفية</p> <p>= صافي إيرادات الفترة</p> <p>(+) إيرادات غير متعلقة بالنشاط</p> <p>(-) مصروفات غير متعلقة بالنشاط</p> <p>= صافي أرباح أو خسائر العام</p> <p>• يتم ترحيل صافي أرباح أو خسائر العام إلى حقوق الملكية في المركز المالي</p>
<p>ح/ الدخل والتوزيع - حق المصرف مضاربة عن العمل والإدارة</p> <p>(+)</p> <p>ح/ الدخل والتوزيع - حق المصرف في رأس المال عن رأس المال</p> <p>(+)</p> <p>- أرباح رأسمالية</p> <p>- عوائد الخدمات المصرفية</p>	

الملخص

لقد أصبح التطوير والابتكار في الأدوات المالية الإسلامية ضرورة حتمية للمصارف الإسلامية، خاصة مع تزايد الطلب على هذه المنتجات في ظل التوجه العالمي المتنامي نحو الاستثمار الأخلاقي المتوافق مع المعاملات الإسلامية، حيث تحتاج المصارف الإسلامية إلى الاحتفاظ بتشكيلة متنوعة من الأدوات والمنتجات المالية التي تمكنها من إدارة سيولتها بصورة مُربحة، وهو ما يستدعي تطوير أدوات مالية مستحدثة تضمن لها نصيباً سوقياً يساعدها على الاستمرار بفعالية. كما أن وجود سوق مالية إسلامية متطورة يسمح لهذه المصارف من الاستفادة من نتائج الهندسة المالية الإسلامية في سبيل ابتكار الطرق والعمليات التمويلية التي تضمن لها التميز في تقديم أدواتها المالية، حيث أحدث إصدار وتداول الصكوك الإسلامية بأنواعها المختلفة تغييراً جوهرياً في الهيكل التمويلي للمصارف الإسلامية.

يتميز التوريق الإسلامي عن التوريق التقليدي بالتزامه بأحكام الشريعة الإسلامية التي لا تجزئ بيع الديون، وفيه يتم تحويل الأصول المدرة للدخل إلى صكوك، وعليه يقوم التوريق الإسلامي على أصول عينية وعلى قدرة التدفقات النقدية للموجودات الأساسية على سداد الجهات الدائنة.

وقد تضمن هذا البحث دراسة مقارنة بين عمليات التوريق التقليدي والتوريق الإسلامي وأثر كل منهما على أداء المصارف التقليدية من جهة والمصارف الإسلامية من جهة أخرى، وتبيان أوجه الشبه والاختلاف في سبيل تطوير وترشيد عمليات التوريق التقليدية وفق المنهج الإسلامي وهو ما تم تدعيمه من خلال دراسة الحالة في الجانب التطبيقي. الكلمات الدالة: الهندسة المالية، الهندسة المالية الإسلامية، التمويل المُهيكل، التمويل الإسلامي المُهيكل، التوريق، الصكوك، التصكيك، السوق المالية الإسلامية.

Abstract

The development and innovation of the Islamic financial tools become a compelling need for the Islamic banks, particularly with the increasing demand in the growing global trend toward ethical investment compatible with Islamic banking. To ensure its place in the market and to remain effective, Islamic banks should provide a variety as well as modern financial tools and products that enable them to manage their liquidity profitably. The existence of a sophisticated Islamic financial market enables the Islamic banks to benefit from the results of financial engineering to create and to innovate methods and processes funding like Sukuk which guarantees its excellence in the provision of financial instruments. The issues and the circulation of Sukuk represent a fundamental change in the funding structure of these banks.

Featuring Islamic securitization from the traditional one by its commitment to Islamic law which prohibits the sale of the debt and its conversion from income-producing assets to Sukuk, and therefore Islamic securitization is built on assets in kind, not in debt and on the ability of the cash flows of the assets to pay creditors.

This research includes comparative study between traditional and Islamic securitization and their respective impacts on the performance of conventional banking on one side and Islamic banking on the other side, as well as identifying similarities and differences used in the development and rationalization of traditional securitization based on Islamic methodology, which is enclosed with in a case study in the applied chapter.

Key words: financial engineering, Islamic financial engineering, structured finance, structured Islamic finance, securitization, Sukuk, sukukisation, Islamic financial market.

الملخص

لقد أصبح التطوير والابتكار في الأدوات المالية الإسلامية ضرورة حتمية للمصارف الإسلامية، خاصة مع تزايد الطلب على هذه المنتجات في ظل التوجه العالمي المتنامي نحو الاستثمار الأخلاقي المتوافق مع المعاملات الإسلامية، حيث تحتاج المصارف الإسلامية إلى الاحتفاظ بتشكيلة متنوعة من الأدوات والمنتجات المالية التي تمكنها من إدارة سيولتها بصورة مُربحة، وهو ما يستدعي تطوير أدوات مالية مستحدثة تضمن لها نصيباً سوقياً يساعدها على الاستمرار بفعالية. كما أن وجود سوق مالية إسلامية متطورة يسمح لهذه المصارف من الاستفادة من نتائج الهندسة المالية الإسلامية في سبيل ابتكار الطرق والعمليات التمويلية التي تضمن لها التميز في تقديم أدواتها المالية، حيث أحدث إصدار وتداول الصكوك الإسلامية بأنواعها المختلفة تغييراً جوهرياً في الهيكل التمويلي للمصارف الإسلامية.

يتميز التوريق الإسلامي عن التوريق التقليدي بالتزامه بأحكام الشريعة الإسلامية التي لا تجزى بيع الديون، وفيه يتم تحويل الأصول المدرة للدخل إلى صكوك، وعليه يقوم التوريق الإسلامي على أصول عينية وعلى قدرة التدفقات النقدية للموجودات الأساسية على سداد الجهات الدائنة.

وقد تضمن هذا البحث دراسة مقارنة بين عمليات التوريق التقليدي والتوريق الإسلامي وأثر كل منهما على أداء المصارف التقليدية من جهة والمصارف الإسلامية من جهة أخرى، وتبيان أوجه الشبه والاختلاف في سبيل تطوير وترشيد عمليات التوريق التقليدية وفق المنهج الإسلامي وهو ما تم تدعيمه من خلال دراسة الحالة في الجانب التطبيقي. الكلمات الدالة: الهندسة المالية، الهندسة المالية الإسلامية، التمويل المُهيكل، التمويل الإسلامي المُهيكل، التوريق، الصكوك، التصكيك، السوق المالية الإسلامية.

Abstract

The development and innovation of the Islamic financial tools become a compelling need for the Islamic banks, particularly with the increasing demand in the growing global trend toward ethical investment compatible with Islamic banking. To ensure its place in the market and to remain effective, Islamic banks should provide a variety as well as modern financial tools and products that enable them to manage their liquidity profitably. The existence of a sophisticated Islamic financial market enables the Islamic banks to benefit from the results of financial engineering to create and to innovate methods and processes funding like Sukuk which guarantees its excellence in the provision of financial instruments. The issues and the circulation of Sukuk represent a fundamental change in the funding structure of these banks.

Featuring Islamic securitization from the traditional one by its commitment to Islamic law which prohibits the sale of the debt and its conversion from income-producing assets to Sukuk, and therefore Islamic securitization is built on assets in kind, not in debt and on the ability of the cash flows of the assets to pay creditors.

This research includes comparative study between traditional and Islamic securitization and their respective impacts on the performance of conventional banking on one side and Islamic banking on the other side, as well as identifying similarities and differences used in the development and rationalization of traditional securitization based on Islamic methodology, which is enclosed with in a case study in the applied chapter.

Key words: financial engineering, Islamic financial engineering, structured finance, structured Islamic finance, securitization, Sukuk, sukukisation, Islamic financial market.

شكر وتقدير

قال الله تعالى:

﴿قَالَ رَبِّ أَوْزِعْنِي أَنْ أَشْكُرَ نِعْمَتَكَ الَّتِي أَنْعَمْتَ عَلَيَّ وَعَلَى وَالِدِيَّ وَأَنْ أُوْحَلَ صَالِحًا تَرْضَاهُ وَأَصْلِحْ لِي فِي دِينِي لِإِنِّي تَبْتُ إِلَيْكَ وَإِنِّي مِنَ الْمُسْلِمِينَ﴾
الأحقاف: 15

وقال رسول الله - ﷺ -: ﴿مَنْ لَا يَشْكُرُ النَّاسَ لَا يَشْكُرُ اللَّهَ﴾

رواه الترمذي

يطيب لي أن أقدم بحزب شكري وعظيم امتناني وفائق تقريبي للأستاذي المشرف الأستاذ الدكتور محمد بوجلل - حفظه الله - على تكريمه بقبول الإشراف على هذه الأطروحة، وعلى توجيهاته القيمة وما أحاطني به من رعاية وإرشاد حتى وصلت إلى ما هي عليه اليوم.

كما أتوجه بالشكر الجزيل إلى الأساتذة الأفاضل أعضاء لجنة المناقشة الموقرين لتلطفهم بقبول مناقشة هذه الأطروحة، مسروين ومصوبين.

والشكر كذلك لكل من سار في سبيل إنجاز وإتمام هذا العمل المتواضع

فهرس الأشكال

فهرس الجداول

فهرس المحتويات

قائمة المراجع

أولاً: الكتب:

- 1- إبراهيم عبد الحليم عباد، مؤشرات الأداء في البنوك الإسلامية، دار النفائس، الأردن، 2008؛
- 2- أحمد أبو الفتوح الناقة، نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية، الإسكندرية، مؤسسة شباب الجامعة، 2003؛
- 3- أحمد بن محمد الجليل، سندات الاستثمار وحكمها في الفقه الإسلامي، مكتبة المعارف، الرياض، 1998؛
- 4- أحمد سفر، البنوك الإسلامية، العمليات، إدارة المخاطر، والعلاقة مع البنوك المركزية والتقليدية، إتحاد البنوك العربية، لبنان، 2005؛
- 5- أحمد سفر، المصارف والأسواق المالية التقليدية والإسلامية في البلدان العربية، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2006؛
- 6- أحمد شعبان محمد علي، الصكوك والبنوك الإسلامية - أدوات لتحقيق التنمية-، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2013؛
- 7- أحمد صبحي العيادي، أدوات الاستثمار الإسلامية - البيوع- القروض- الخدمات المصرفية-، دار الفكر، الأردن، 2010؛
- 8- أحمد محمد علي داود، الصكوك والتوثيق في المحاكم الشرعية- تنظيمها وتوثيقها وفقها المقارن ونصوصها القانونية وتطبيقات قضائية-، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، 2010؛
- 9- أحمد معجب العتيبي، المحافظ المالية الاستثمارية، أحكامها وضوابطها في الفقه الإسلامي، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2007؛
- 10- أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلامة، الاستثمار بالأوراق المالية - تحليل وإدارة -، دار المسيرة، عمان، 2004؛
- 11- أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية - إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، 2010؛
- 12- أشرف محمد دوابه، صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، دار السلام للنشر والتوزيع والترجمة، الإسكندرية، 2004؛
- 13- أشرف محمد دوابه، دور الأسواق المالية في تدعيم الاستثمار طويل الأجل في البنوك الإسلامية، دار السلام، القاهرة، 2006؛
- 14- أيمن عبد الرحمن فتاحي، المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، دار البشائر، دمشق، 2009؛
- 15- ثامر البكري، أحمد الرحومي، تسويق الخدمات المالية، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2008؛
- 16- جلال جويده القصاص، دراسات الجدوى الاقتصادية للمشروع في اقتصاد إسلامي، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2010؛
- 17- جميل السعودي، إدارة المؤسسات المالية المتخصصة، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، 2008؛
- 18- حاكم الربيعي، ميثاق الفتلاوي وآخرون، المشتقات المالية، عقود المستقبلات، الخيارات والمبادلات، دار اليازوري للنشر والتوزيع، الأردن، 2011؛
- 19- حاكم محسن الربيعي، حمد عبد الحسين راضي، حوكمة المصارف وأثرها في الأداء والمخاطرة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2011؛
- 20- حامد بن حسن بن محمد علي ميرة، عقود التمويل المستجدة في البنوك الإسلامية - دراسة تأصيلية تطبيقية-، دار الميمان للنشر والتوزيع بالاشتراك مع شركة جدوى للاستثمار، الرياض، 2011؛
- 21- حربي محمد عريقات، سعيد جمعة عقل، إدارة المصارف الإسلامية - مدخل حديث-، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2010؛
- 22- حسين بلعجوز، مخاطر صيغ التمويل في المصارف الإسلامية والمصارف الكلاسيكية - دراسة مقارنة-، مؤسسة الثقافة الجامعية، الإسكندرية، 2009؛
- 23- حسين بني هاني، الأسواق المالية، طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة، بدون ذكر دار النشر، عمان، 2002؛
- 24- حسين محمد سمحان وآخرون، إدارة الاستثمار في المصارف الإسلامية، منشورات المنظمة العربية للتنمية الإدارية، القاهرة، 2012؛
- 25- حسين محمد سمحان وآخرون، إدارة الاستثمار في المصارف الإسلامية، منشورات المنظمة العربية للتنمية الإدارية، القاهرة، 2012؛
- 26- حمد بن عبد الرحمان الجنيدل، إيهاب حسين أبو دية، الاستثمار والتمويل في الاقتصاد الإسلامي، دار جرير للنشر والتوزيع، الأردن، الجزء الأول، 2009؛
- 27- حمزة عبد الكريم محمد حماد، مخاطر الاستثمار في المصارف الإسلامية، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2008؛
- 28- حيدر يونس الموسوي، البنوك الإسلامية أداءها المالي وآثارها في سوق الأوراق المالية، دار اليازوري للنشر والتوزيع، الأردن، 2011؛

- 29- خالد أمين عبد الله، الخلفية العلمية والعملية للتوريق، منشورات اتحاد المصارف العربية، لبنان، 1995؛
- 30- دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري، الأردن، 2009؛
- 31- الزحيلي وهبة، المعاملات المالية المعاصرة، دار الفكر، سوريا، 2002؛
- 32- سامر مظفر قنطقجي، التأمين الإسلامي التكافلي، أسسه ومحاسبته، شعاع للنشر والتوزيع، سوريا، 2008؛
- 33- سامي بن إبراهيم السويلم، التحوط في التمويل الإسلامي، جدة، مكتبة الملك فهد الوطنية للنشر، 2007؛
- 34- سامي يوسف كمال محمد، الصكوك المالية الإسلامية الأزمة-المخرج، دار الفكر العربي، القاهرة، 2010؛
- 35- سعد الدين محمد المكي، المعاملات المالية المعاصرة في ضوء الإسلام، المكتب الإسلامي، بيروت، 2002؛
- 36- سعيد سامي الحلاق، المصارف الإسلامية -الواقع والتحديات-، الملتقى العربي الأول، منشورات المنظمة العربية للتنمية الإدارية، القاهرة، 2011؛
- 37- سمير الخطيب، قياس وإدارة المخاطر بالمصارف-منهج علمي وتطبيق عملي، منشأة المعارف، الإسكندرية، الطبعة الثانية، 2008؛
- 38- سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها- دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية-، دار النشر للجامعات، القاهرة، 2005؛
- 39- سيد عبد الفتاح صالح حسن، منهج محاسبي مقترح لإدارة المخاطر المصرفية في ضوء حوكمة تكنولوجيا المعلومات - دراسة حالة - المنظمة العربية للتنمية الإدارية، جامعة الدول العربية، مصر، 2011؛
- 40- السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر ناشرون وموزعون، الأردن، 2010؛
- 41- شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي- دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر، دمشق، 2002؛
- 42- شقيري نوري موسى، محمود إبراهيم نور وآخرون، إدارة المخاطر، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، 2012؛
- 43- شهاب أحمد سعيد العززي، النظام المحاسبي للبنوك الإسلامية، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2012؛
- 44- صادق راشد الشمري، أساسيات المصرفية الإسلامية، أنشطتها، التطلعات المستقبلية، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، 2008؛
- 45- صالح بن مقبل بن عبد الله العصيمي التميمي، الأسهم المختلطة في ميزان الشريعة، بحث منشور بتاريخ 2008/8/17، الرياض؛
- 46- صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية - علميا وعمليا -، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 2000؛
- 47- صلاح جودة، توريق الديون علميا وعمليا، منشورات اتحاد المصارف العربية، 1995؛
- 48- ضياء مجيد الموسوي، البورصات، أسواق المال وأدواتها - الأسهم والسندات-، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2003؛
- 49- طارق عبد العال حماد، التطورات العالمية وانعكاساتها على أعمال البنوك، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002؛
- 50- طارق عبد العال حماد، دليل المحاسب إلى تطبيق معايير التقارير المالية الدولية الحديثة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006؛
- 51- عادل محمد رزق، الاستثمارات في البنوك والمؤسسات المالية من منظور إداري ومحاسبي، دار طيبة للنشر والتوزيع والتجهيزات العلمية، الأردن، 2004؛
- 52- عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008؛
- 53- عبد الحميد محمود البعلي، الاستثمار والرقابة الشرعية في البنوك والمؤسسات المالية - دراسة فقهية وقانونية ومصرفية-، دار التوفيق النموذجية للطباعة، القاهرة، 1991؛
- 54- عبد الرحمان بن سعد آل سعود، الأزمة الاقتصادية العالمية في ضوء الشريعة الإسلامية (الوقف الخيري أنموذجا)، إصدارات جامعة نايف العربية للعلوم الأمنية، الرياض، 2010؛
- 55- عبد الرحمن بن عبد العزيز النفيسة، صناديق الاستثمار، الضوابط الشرعية والأحكام النظامية، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2010؛
- 56- عبد القادر قائد سعيد المجيدي، مسؤولية المصارف الإسلامية عن خدماتها المصرفية وأعمالها الاستثمارية، دار الفكر والقانون، المنصورة، 2013؛
- 57- عبد الله المصلح، صلاح الصاوي، ما لا يسع التاجر جهله، مؤسسة الرسالة، سوريا، 2005؛
- 58- عبد الله بن محمد العمراني، العقود المالية المركبة، كنوز اشبيلية، السعودية، 2006؛
- 59- عبد المجيد المخلافي، واقع وتحديات الصناعة البنكية الإسلامية، مأخوذة من منشورات اتحاد البنوك العربية: دور الصيرفة الإسلامية في تعبئة الموارد والأدوات المالية الإسلامية الحديثة، بيروت، لبنان، 2005؛

- 60- عبد المطلب عبد الحميد، الإصلاح المصرفي ومقررات بازل 3، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2013؛
- 61- عبيد علي أحمد الحجازي، التوريق ومدى أهميته في ظل قانون الرهن العقاري، الطبعة الثانية، القاهرة، دار النهضة العربية، 2001؛
- 62- عدنان الهندي وآخرون، التوريق كأداة مالية حديثة، اتحاد المصارف العربية، 1995؛
- 63- علي أحمد السالوس، موسوعة القضايا الفقهية المعاصرة والاقتصاد الإسلامي، مكتبة دار القرآن، مصر، 2002؛
- 64- علي محي الدين القره داغي، التأمين التكافلي الإسلامي، دراسة فقهية تأصيلية مقارنة بالتأمين التجاري مع التطبيقات العملية، دار البشائر الإسلامية، بيروت، الطبعة السادسة، الجزء الأول، 2011؛
- 65- عمر شابر، نحو نظام نقدي عادل، ترجمة سيد محمد سكر، عمان، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، دار البشير، ط2، 1990؛
- 66- عمر مصطفى جبر إسماعيل، سندات المقارضة وأحكامها في الفقه الإسلامي - دراسة مقارنة تطبيقية -، عملن، دار النفائس، 2006؛
- 67- الغالي بن إبراهيم، أبعاد القرار التمويلي والاستثماري في البنوك الإسلامية، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2012؛
- 68- فارس مسدور، التمويل الإسلامي: من الفقه إلى التطبيق المعاصر لدى البنوك الإسلامية، دار هومة، الجزائر، 2007؛
- 69- فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1999؛
- 70- فريد النجار، المشتقات والهندسة المالية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2009؛
- 71- فؤاد الفسفوس، المصارف الإسلامية، دار كنوز المعرفة العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2010؛
- 72- فيصل محمود الشواور، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية - الأسس النظرية والعملية -، دار وائل للنشر، عمان، 2008؛
- 73- قتيبة عبد الرحمان العاني، التمويل ووظائفه في المصارف الإسلامية والتجارية - دراسة مقارنة - دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2013؛
- 74- قطب مصطفى سانو، الاستثمار أحكامه وضوابطه في الفقه الإسلامي، دار النفائس، الأردن، 2000؛
- 75- مائير كوهين، ترجمة عبد الحكم أحمد الحزامي، الأسواق والمؤسسات المالية، الفرص والمخاطر، دار الفجر للنشر والتوزيع، القاهرة، 2007؛
- 76- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، الجزء الأول، كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض، 2005؛
- 77- محمد أشرف دواية، نحو سوق مالي إسلامي، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 2006؛
- 78- محمد الشحات الجندي، القرض كأداة للتمويل في الشريعة الإسلامية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، 1996؛
- 79- محمد بن مبارك البصمان، صكوك الإجارة الإسلامية، دراسة قانونية مقارنة بالشريعة الإسلامية، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2011؛
- 80- محمد سليمان الأشقر، محمد عثمان شبير، ماجد محمد أبو رحية، عمر سليمان الأشقر، بحوث فقهية في قضايا اقتصادية معاصرة، الأردن، دار النفائس للنشر والتوزيع، م2، 1998؛
- 81- محمد صبري هارون، أحكام السوق المالية، الأسهم والسندات ضوابط الانتفاع والتصرف بها في الفقه الإسلامي، دار النفائس للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، 1999؛
- 82- محمد عثمان شبير، المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي، دار النفائس، عمان، الطبعة السادسة، 2007؛
- 83- محمد كمال عطية، نظم محاسبية في الإسلام، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1989؛
- 84- محمد مجد الدين باكير، محافظ الاستثمار، إدارتها واستراتيجياتها، شعاع للنشر والعلوم، سوريا، 2008؛
- 85- محمد محمود المكاوي، المصارف الإسلامية ومآزق بازل من منظور المطلوبات والاستيفاء مقررات بازل 1 2 3، دار الفكر والقانون، المنصورة، مصر، 2011؛
- 86- محمد مطر، إدارة الاستثمارات - الإطار النظري والتطبيقات العملية -، دار وائل للنشر، الأردن، الطبعة الثالثة، 2004؛
- 87- محمد ندا ندا لبد، الاستثمار العقاري ودوره في حدوث الأزمة المالية العالمية - دراسة فقهية اقتصادية مقارنة -، مكتبة الوفاء القانونية، الإسكندرية، 2013؛
- 88- محمد وجيه حنيني، تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2010؛
- 89- محمود حسين الوادي، عبد الله إبراهيم نزال، تسويق الخدمات المصرفية الإسلامية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، 2012؛
- 90- محمود حسين الوادي، عبد الله إبراهيم نزال، حسين محمد سمحان، إدارة الجودة الشاملة في الخدمات المصرفية، دار صفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، 2010؛
- 91- مدحت صادق، أدوات وتقنيات مصرفية، القاهرة، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع، 2001؛

- 92- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، الإسكندرية، منشأة المعارف، 2003؛
- 93- منير إبراهيم هندي، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2000؛
- 94- المومني غازي فلاح، إدارة المحافظ الاستثمارية، عمان، دار المناهج، 2002؛
- 95- مؤيد عبد الرحمن الدوري، سعيد جمعة عقل، إدارة المشتقات المالية، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2012؛
- 96- نبيل محمد مختار، إعادة التأمين، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2011؛
- 97- نذير عدنان عبد الرحمن الصالح، القروض المتبادلة، مفهوماً وحكمها وتطبيقاتها المعاصرة في الفقه الإسلامي، دار النفائس، الأردن، 2011؛
- 98- نزيه عبد المقصود محمد مبروك، صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006؛
- 99- هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على إستراتيجيات الخيارات المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2008؛
- 100- الهاشمي صياغ، الإسلام وعالم الأعمال، ترجمة موسى أشرشور، منشورات ألفا، قصر المعارض، الجزائر، 2008؛
- 101- هشام أحمد عبد الحي، الصناديق والصكوك الاستثمارية الإسلامية، دراسة تطبيقية فقهية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2010؛
- 102- هشام السعدني خليفة بدوي، عقود المشتقات المالية دراسة فقهية اقتصادية مقارنة -، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2011؛
- 103- هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، عمان، دار صفاء، 2003؛
- 104- وائل محمد عربيات، المصارف الإسلامية والمؤسسات الاقتصادية - أساليب الاستثمار - الإستصناع - المشاركة المتناقصة (المنتهية بالتملك) (النظرية والتطبيق)، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، 2009؛
- 105- وفاء محمد عزت الشريف، نظام الديون بين الفقه الإسلامي والقوانين الوضعية - أسباب الركود الاقتصادي ودور المصارف الإسلامية في تنشيط الاقتصاد، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2010؛
- 106- زين خلف سالم العطيات، تحول البنوك التقليدية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، دار النفائس، الأردن، 2009؛
- 107- يسري عبد الرحمن، قضايا إسلامية معاصرة في النقود والمصارف والتمويل، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001؛
- 108- يسري محمد أبو العلا، المعاملات الاقتصادية للأسواق في النظام الإسلامي، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008؛

ثانياً: الدوريات:

- 1- أحمد سعيد باخمزة، تأثير مستجدات الأزمة المالية العالمية على مؤسسات التمويل الإسلامية، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، حوار الأرباء، إعداد خالد سعد محمد الحربي، عبيد الله محمد حمزة عبد الغني، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، 2009؛
- 2- أحمد محمد النجار، الصكوك الإسلامية - مدخل ومفاهيم أولية -، مجلة الجمعية المصرية للتمويل الإسلامي، العدد الأول، 2011؛
- 3- أحمد محمد محمود نصار، التكييف الفقهي للعقود المالية المستجدة وتطبيقاتها على نماذج التمويل الإسلامية المعاصرة، المصرف الإسلامي الأردني، 2004/2005؛
- 4- أحمد محي الدين أحمد، أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي، مجموعة دالة البركة، جدة، الكتاب الثاني، 1995؛
- 5- إقبال منور وآخرون، التحديات التي تواجه العمل المصرفي الإسلامي، المملكة العربية السعودية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، د.ت؛
- 6- حازم بدر الخطيب، دور وأهمية العائدات والأوراق المالية في أسواق المال الإسلامية، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خضير بسكرة، العدد 11، ماي 2007؛
- 7- حبيب أحمد، محمد عمر شابر، الإدارة المؤسسية في المؤسسات المالية الإسلامية، للمصرف الإسلامي للتسمية، فهرسة مكتبة الملك فهد الوطنية، 2006؛
- 8- خالد أمين عبد الله، الإفصاح ودوره في تنشيط التداول في أسواق رأس المال العربي، مجلة المحاسب القانوني، عمان، العدد 92، 1995؛
- 9- خولة فريز النوباني، تصنيف الجودة الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، المصرفية الإسلامية، العدد 09 يناير 2010؛
- 10- سامي السويلم، صناعة الهندسة المالية، نظرات في المنهج الإسلامي، شركة الراجحي البنكية للاستثمار، ديسمبر 2000؛

- 11- سامي السويلم، عزان حسن، الوساطة المالية ومبدأي المداينة والمشاركة-دراسة نقدية في ضوء مقاصد الشريعة- مجلة إسرائ الدولية للمالية الإسلامية، المجلد الأول، العدد3، ديسمبر 2011؛
- 12- سامي السويلم، غياب المشتقات الشرعية يعطل نمو المؤسسات المالية الإسلامية، مجلة المصرفية الإسلامية، 2009/12/1، العدد 8؛
- 13- صالح بن مقبل بن عبد الله العصيمي التميمي، الأسهم المختلطة في ميزان الشريعة، بحث منشور بتاريخ 2008/8/17، الرياض؛
- 14- الصديق محمد الأمين الضرير، الغرر في العقود وآثاره في التطبيقات المعاصرة، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، 1993؛
- 15- الصديق محمد الأمين الضرير، الغرر في العقود وآثاره في التطبيقات المعاصرة، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، المصرف الإسلامي للتنمية، 1993؛
- 16- طارق الله خان، حبيب أحمد، إدارة المخاطر- تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، المصرف الإسلامي للتنمية، جدة، مكتبة الملك فهد الوطنية، 2003؛
- 17- عبد الجبار السبهاني، الأسهم والتسهيم: الأهداف والآلات، المحلة الأردنية في الدراسات الإسلامية، المجلد الخامس، العدد (2/أ)، 2009؛
- 18- عبد الحليم غربي، الابتكار المالي في البنوك الإسلامية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 2009/09؛
- عبد الحميد عبد الفتاح المغربي، الإدارة الاستراتيجية في البنوك الإسلامية، بحث رقم 66، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، 2004؛
- 19- عبد الحميد محمود البلي، المشتقات المالية في الممارسة العملية وفي الرؤية الشرعية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، 1999؛
- 20- عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، مستقبلات مقترحة متوافقة مع الشريعة، بحث في مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، م15، 2003؛
- 21- عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، مشتقات إسلامية لإدارة المخاطر التجارية، بحث في مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، م11، 1999؛
- 22- عبد الستار أبو غدة، الأجوبة الشرعية في التطبيقات المصرفية، جدة، مجموعة دلة البركة، 2002، ج2؛
- 23- عبد العزيز بن محمد بن عثمان الربيش، المدة في خيار الشرط في البيع، مجلة المجمع الفقهي الإسلامي برباطة العالم الإسلامي، مكة المكرمة، العدد الخامس عشر، 2002؛
- 24- عبد العزيز بن محمد بن عثمان الربيش، المدة في خيار الشرط في البيع، مجلة المجمع الفقهي الإسلامي برباطة العالم الإسلامي، مكة المكرمة، العدد الخامس عشر، 2002؛
- 25- عبد العليم محمد علي، التحوط لمخاطر صيغ التمويل، مجلة اتحاد المصارف العربية، العدد 299، تشرين الأول، 2005؛
- 26- عبد الكريم أحمد قندوز، إدارة المخاطر بالصناعة المالية الإسلامية - مدخل الهندسة المالية-، مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد 9-2012؛
- 27- عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز للاقتصاد الإسلامي، مجلة 20، عدد2، 2007؛
- 28- علي قره داغي، أثر ديون ونقود الشركة أو المحفظة على حكم تداول الأسهم والصكوك والوحدات الاستثمارية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 2003؛
- 29- فتح الرحمن علي محمد صالح، أدوات سوق النقد الإسلامية- مدخل للهندسة المالية الإسلامية-، مجلة المصري، المجلد رقم 26، بنك السودان، الخرطوم؛
- 30- قطب مصطفى سانو، صكوك الإجارة، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، الدورة الخامسة عشرة، العدد الخامس عشر، الجزء الثاني، 2004؛
- 31- كنجو عبود كنجو، الإبداع المصرفي في ظل الاقتصاد المعرفي، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، تصدر عن المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، العدد 7، ديسمبر 2012؛
- 32- لطيف زيود، عقبة الرضا، رولا لابقة، الإفصاح المحاسبي في القوائم المالية للمصارف وفقا للمعيار المحاسبي الدولي رقم30، حالة تطبيقية في المصرف التجاري السوري، مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية المجلد (28) العدد (2) 2006؛

- 33- مجلس الخدمات المالية الإسلامية IF5B-15، المعيار المعدل لكفاية رأس المال للمؤسسات التي تقدم خدمات مالية إسلامية (عدا مؤسسات التأمين الإسلامي (التكافل) وبرامج الاستثمار الجماعي الإسلامي)، ديسمبر 2013؛
- 34- مجلس الخدمات المالية الإسلامية، متطلبات كفاية رأس المال للصكوك، والتصكيك، والاستثمارات العقارية، يناير 2009؛
- 35- مجلس الخدمات المالية الإسلامية، معيار كفاية رأس المال للمؤسسات (عدا مؤسسات التأمين) التي تقتصر على تقديم خدمات مالية إسلامية، ديسمبر 2005؛
- 36- محمد أكرم لال الدين، النظام القانوني لإصدار الأوراق المالية - دراسة مقارنة بين الفقه الإسلامي وقانون التوريق المالي، مجلة إسرا للمالية الإسلامية، العدد الثاني، يونيو 2011؛
- 37- محمد أكرم لال الدين، النظام القانوني لإصدار الأوراق المالية - دراسة مقارنة بين الفقه الإسلامي وقانون التوريق المالي، المجلة الدولية للمالية الإسلامية، الجزء الأول، الإصدار الأول، 2009؛
- 38- محمد علي القري، نحو سوق مالية إسلامية، مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 1993؛
- 39- محمد مختار السلامي، الإيجار المنتهي بالتمليك وصكوك التأجير، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد الثاني عشر، المجلد الأول، 2002؛
- 40- مشروع المنتجات والأدوات المالية في الفقه الإسلامي، المصرف الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، يناير 2008؛
- 41- مصطفى إبراهيم عبد النبي، الهندسة المالية الإسلامية، مجلة المصرفي الصادرة عن بنك السودان، العدد 52، يونيو 2009؛
- 42- مصطفى أحمد الزرقا، عقد الاستصناع ومدى أهميته في الاستثمارات الإسلامية المعاصرة، جدة، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، المصرف الإسلامي للتنمية، 1422هـ؛
- 43- مصطفى الزرقا، عقد الاستصناع في الفقه الإسلامي، جدة، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، 1995؛
- 44- المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، 2003، المنامة، البحرين؛
- 45- منذر قحف، سندات الإجارة والأعيان المؤجرة، المملكة العربية السعودية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، المصرف الإسلامي للتنمية، الطبعة الثانية، 2000؛
- 46- ناصر الزيادات، المراجعة الشرعية تبعد صناعة البنوك الإسلامية عن جوهرها الحقيقي، مجلة البنكية الإسلامية، العدد 9، يناير 2010، الرياض؛
- 47- ناصر الزيادات، حذار المبالغة في تقليد المنتج التقليدي، جريدة القبس، الكويت، 2008/01/20؛
- 48- نوال بن عمارة، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية، تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية - البحرين -، مجلة الباحث، عدد 2011/09؛
- 49- هماميون دار، الوعود أداة فاعلة في هيكله المنتجات المالية الإسلامية، مجلة المصرفية الإسلامية، 2010/03/1، العدد 11؛
- 50- هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار الشرعي رقم 46، الصادر في 29 ماي 2011؛

نالتا: الرسائل العلمية:

- 1- أسامة عبد الحليم الجورية، صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد، بحث لنيل درجة الماجستير في الدراسات الإسلامية، معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية، بيروت، غير منشورة، 2009؛
- 2- خولة فرينز النوباني، هيكله الصكوك بين الفقه والممارسة، أطروحة دكتوراه الفلسفة، قسم المصارف الإسلامية، كلية العلوم المالية والمصرفية، غير منشورة، الأردن، 2011؛
- 3- زاهرة علي محمد بني عامر، التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية، مذكرة مقدمة في إطار نيل شهادة الماجستير في الاقتصاد والمصارف الإسلامية، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، منشورة، الأردن، 2008؛
- 4- صالح جمعة عبد الله، مدى التزام الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية بتطبيق معيار المحاسبة الدولي رقم 39: الأدوات المالية الاعتراف والقياس، أطروحة ماجستير في المحاسبة والتمويل، غير منشورة، جامعة عمان العربية للدراسات العليا، 2007؛

- 5- عبد الكريم قندوز، صناعة الهندسة المالية بالمؤسسات المالية الإسلامية، مذكرة تدخل ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، منشورة، جامعة حسبية بن بوعلي، الشلف، 2007؛
- 6- عبد الله مرشد الصليلي، تطبيقات عقود الاستصناع في مشروعات البناء والتشغيل والتحويل ودور المؤسسات المالية الإسلامية في تمويلها، الكويت حالة تطبيقية، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، الأردن، 2006؛
- 7- محمد عبد الحميد عبد الحي، استخدام تقنيات الهندسة المالية في إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، أطروحة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم المالية والمصرفية، كلية الاقتصاد، غير منشورة، جامعة حلب، سوريا، 2014؛
- 8- موسى عمر مبارك أبو محميد، مخاطر صيغ التمويل الإسلامي وعلاقتها بمعايير كفاية رأس المال للمصارف الإسلامية من خلال معيار بازل 2، أطروحة دكتوراه فلسفة غير منشورة، تخصص مصارف إسلامية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، الأردن، 2008؛
- 9- نور ليا مت سعيد جعفر، سوق المشتقات المالية - تقدير اقتصادي وشرعي-، رسالة ضمن متطلبات الحصول على درجة الماجستير، جامعة اليرموك، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، قسم الاقتصاد والبنوك الإسلامية، غير منشورة، 2006-2007؛

رابعاً: الملتقيات:

- 1- إبراهيم أحمد أونور، عقود الخيارات وإدارة المخاطر في أسواق رأس المال، مداخلة في ملتقى الخرطوم للمنتجات المالية الإسلامية، الخرطوم، السودان، مركز بيان للهندسة المالية الإسلامية، 6-7 أبريل 2011؛
- 2- أحمد بوشنافة، حاجي كريمة، الضوابط الشرعية للمزيج التسويقي المصرفي الإسلامي، مداخلة مقدمة في إطار الملتقى الدولي للاقتصاد الإسلامي الواقع ورهانات المستقبل، جامعة غرداية، 23-24 فيفري 2011؛
- 3- أختار زيتي عبد العزيز، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، منظمة المؤتمر الإسلامي ومجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة التاسعة عشرة، إمارة الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، 2009؛
- 4- أسيد الكيلاني، الصكوك (آليات وتحديات وترشيد)، الملتقى الثاني للصناعة المالية الإسلامية (آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية)، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 8-9 ديسمبر 2013؛
- 5- أكرم لال الدين، سعيد بوهراوة، إدارة السيولة في المصارف الإسلامية - دراسة تحليلية نقدية-، الدورة العشرون للمجمع الفقهي الإسلامي، المنعقدة في مكة المكرمة في الفترة 25-29 ديسمبر 2010؛
- 6- بدر الدين برحاييلية، إدراج الصكوك الإسلامية في القانون الجزائري، مداخلة مقدمة في إطار الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية - آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، الملتقى الثاني للصناعة المالية الإسلامية (آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية)، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، يومي 8/9 ديسمبر 2013؛
- 7- بن علي بلعزوز ومداني أحمد، التصنيف الائتماني بين مسبب للأزمة المالية العالمية والبحث عن مخرج لها، دراسة وضعية وشرعية، مداخلة مقدمة للمؤتمر الدولي الرابع بالكويت حول الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي، كلية العلوم الإدارية بالكويت، 15-16 ديسمبر 2010؛
- 8- بن علي بلعزوز، عبد الكريم قندوز، استخدام الهندسة المالية الإسلامية في إدارة المخاطر بالبنوك الإسلامية، مداخلة مقدمة في إطار المؤتمر العلمي الدولي السنوي السابع إدارة المخاطر واقتصاد المعرفة، جامعة الزيتونة الأردنية كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، الأردن، 2007؛
- 9- حسن محمد الرفاعي، سوق الأوراق المالية: من المخاطر إلى الأزمات قراءة في أبعادها المالية وأحكامها في الاقتصاد الإسلامي، بحث مقدم إلى الملتقى الدولي الثاني: "متطلبات التنمية في أعقاب إفراغات الأزمة المالية العالمية" جامعة بشار، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، 2010؛
- 10- حسين حسين شحاتة، الأحكام الفقهية والأسس المحاسبية للتنقيح الحكمي في المعاملات المالية المعاصرة، الدورة السادسة عشرة لمجمع الفقه الإسلامي، مكة المكرمة، أبريل 2002؛

- 11- حسين سعيد، علي أبو العز، كفاية رأس المال في المصارف الإسلامية في الواقع وسلامة التطبيق، المؤتمر الدولي الأول للمالية الإسلامية، الجامعة الأردنية، كلية الشريعة، 6-7/8/2014، حسين سعيد، علي أبو العز، كفاية رأس المال في المصارف الإسلامية في الواقع وسلامة التطبيق، المؤتمر الدولي الأول للمالية الإسلامية، الجامعة الأردنية، كلية الشريعة، 6-7/8/2014؛**
- 12- حسين فتحي عثمان، التوريق المصرفي للديون - الممارسة والإطار القانوني، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، آفاق وتحديات، الإمارات العربية المتحدة، 2007؛**
- 13- حمزة بن حسين الفجر الشريف، ضمانات الصكوك الإسلامية، ندوة الصكوك الإسلامية، عرض وتقويم، المنعقدة في رحاب جامعة الملك عبد العزيز بجدة خلال الفترة 24-25 ماي 2010، بالتعاون مع مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي ومجمع الفقه الإسلامي الدولي والمعهد الإسلامي للبحوث والتدريب؛**
- 14- خالد محمد بودي، إدارة الأصول والخصوم في المصارف الإسلامية، المؤتمر المصرفي الإسلامي الأول، شركة الفجر للاستثمارات، الكويت، 2003؛**
- 15- حولة فريز النوباني، الصكوك تجارب عالمية، بحث مقدم لورشة العمل التي أقامتها شركة BDO بعنوان (الصكوك الإسلامية؛ تحديات، تنمية، ممارسات دولية)، عمان، المملكة الأردنية الهاشمية، 18-19/7/2010؛**
- 16- رفيق شرياق، الصكوك الإسلامية - كمشروع تمويلي - لتوسيع المشاركة الشعبية في عملية التنمية الاقتصادية، التجريبتين الماليزية والسودانية أنموذجاً؛ مؤتمر الصكوك الإسلامية وأدوات التمويل الإسلامي، جامعة اليرموك، الأردن، 12-13 نوفمبر 2013.**
- 17- سالم محمد عبود، الأزمة المالية العالمية بين مبدأ الإفصاح والشفافية، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الثالث، الفترة 28-29 أفريل، 2009، الأردن؛**
- 18- سامي السويلم، المنتجات المالية الإسلامية بين الإبداع والتقليد، كوالامبور، المؤتمر العالمي الرابع لعلماء الشريعة، الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية، 18-20/12/2009؛**
- 19- سعيد بوهراوة، تجربة المالية الإسلامية الماليزية، ورقة مقدمة في إطار الملتقى السنوي للمجلس الفرنسي للمالية الإسلامية حول تجارب ناجحة للمالية الإسلامية في العالم، 6 فيفري 2012؛**
- 20- سعيد محمد بوهراوة، أشرف وجددي دسوقي، تقويم نقدي للقضايا الشرعية المتعلقة بملكية الصكوك القائمة على الأصول، مداخلة مقدمة في إطار ندوة الصكوك الإسلامية - عرض وتقويم - المنعقدة في جامعة الملك عبد العزيز بجدة، خلال الفترة 24-26 ماي 2010؛**
- 21- سيد حسن عبد الله، الأسواق المالية والبورصات من المنظور الشرعي والقانوني، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، آفاق وتحديات، الإمارات العربية المتحدة، 2007؛**
- 22- شوقي جباري، فريد خيلي، دور الهندسة المالية الإسلامية في علاج الأزمة المالية، المؤتمر العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، عمان، 1-2 ديسمبر 2010؛**
- 23- صالح صالح، عبد الحليم غربي، دور المنتجات المالية الإسلامية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي، ورقة مقدمة في إطار الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والبنكية، النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً، المركز الجامعي بحميس مليانة، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، يومي 5/6 ماي 2009؛**
- 24- صالح صالح، عبد الحليم غربي، كفاءة صيغ وأساليب التمويل الإسلامي في احتواء الأزمات والتقلبات الدورية، بحوث وأوراق عمل الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية - السياسات والإستراتيجيات البديلة لعلاج الأزمة المالية والاقتصادية، 20-21 أكتوبر 2009، جامعة سطيف، منشورات مخبر الشراكة والاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفضاء الأورو-مغاربي؛**
- 25- صفية أحمد أبو بكر، الصكوك الإسلامية، ورقة مقدمة في إطار مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دبي، يونيو 2009؛**
- 26- صليحة عماري، آسيا سعدان، المنتجات المالية الإسلامية بين التقليد والابتكار، مداخلة مقدمة في إطار الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والبنكية - النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً - يومي 5-6 ماي 2009، المركز الجامعي بحميس مليانة، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، الجزائر؛**

- 27- عبد الباري مشعل، العقود النمطية للأدوات المالية الإسلامية، أما آن الأوان؟، ورقة مقدمة في إطار المؤتمر السادس للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بمملكة البحرين، 14-15 جانفي 2007؛
- 28- عبد الباري مشعل، تقويم المنتجات المالية الإسلامية من منظور المصادقية الشرعية، ورقة مقدمة في إطار المؤتمر الدولي السابع للمؤسسات المالية الإسلامية - تطوير المنتجات المالية الإسلامية، مصادقية شرعية وكفاءة اقتصادية -، الكويت، 13-14 جانفي 2007؛
- 29- عبد الباري مشعل، دور المعايير الشرعية والمحاسبية في توجيه وتنظيم المصرفية الإسلامية، مؤتمر الخدمات المالية الإسلامية الثاني، طرابلس، ليبيا، 27-28 أبريل 2010؛
- 30- عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، الوظائف الاقتصادية للصكوك - نظرة مقاصدية-، عرض وتقييم، المنعقدة في رحاب جامعة الملك عبد العزيز بجدة خلال الفترة 24-26 ماي 2010، بالتعاون مع مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي وجمع الفقهاء الإسلامي الدولي والمعهد الإسلامي للبحوث والتدريب؛
- 31- عبد الستار أبو غدة، صناديق الاستثمار الإسلامية، دراسة فقهية تأصيلية موسعة، بحوث المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر: المؤسسات المالية الإسلامية معالم الواقع وآفاق المستقبل، جامعة الإمارات العربية المتحدة، مجلد 2، 2005؛
- 32- عبد الستار أبو غدة، تصنيف المصارف الإسلامية ومعايير الجودة الشاملة، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المؤتمر الرابع للهيئات الشرعية، البحرين، 3-4/10/2004؛
- 33- عبد الستار أبو غدة، ضوابط تطوير المشتقات المالية في العمل المالي: العربون - السلم - تداول الديون، مداخلة في إطار المؤتمر الثامن للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، 18-19 ماي 2009؛
- 34- عبد الستار أبو غدة، مخاطر الصكوك الإسلامية، بحث مقدم إلى ندوة إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، 2004؛
- 35- عبد العظيم أبو زيد ومعبد الجارحي، الصكوك: قضايا فقهية واقتصادية، ورقة مقدمة إلى الدورة 19 لجمع الفقهاء العالمي، الشارقة، من 26-30 أبريل 2009؛
- 36- عبد القادر زيتوني، النصيكية الإسلامي ركب المصرفية الإسلامية في ظل الأزمة العالمية، ورقة مقدمة في إطار المؤتمر العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، عمان، أيام 1-2 ديسمبر 2010؛
- 37- عبد القوي ردمان محمد عثمان، الصكوك الإسلامية وإدارة السيولة، ورقة بحث مقدمة في إطار المؤتمر الرابع للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، دمشق، جوان 2009؛
- 38- عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز للاقتصاد الإسلامي، مجلة 20، عدد 2، 2007؛
- 39- عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية واضطراب النظام المالي العالمي، بحث مقدم في إطار مؤتمر العلوم الإدارية الدولي الرابع: اتجاهات عالمية، الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي، جامعة الكويت، 15-16 ديسمبر 2010؛
- 40- عبد الله بن محمد المطلق، الصكوك، ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقييم، المنعقدة في رحاب جامعة الملك عبد العزيز بجدة، خلال الفترة 24-25 ماي 2010، بالتعاون مع مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي وجمع الفقهاء الإسلامي الدولي والمعهد الإسلامي للبحوث والتدريب؛
- 41- عبد الله عطية، التدقيق الشرعي المبني على المخاطر، مداخلة مقدمة في إطار مؤتمر التدقيق الشرعي الخامس، فندق راديسون ساس الدبومات - مملكة البحرين - 20-21 أبريل 2015؛
- 42- عبد الملك منصور، العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جديدة، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، 31 ماي-3 جوان 2009؛
- 43- عجاجي خديجة، الإبداع ودوره في الرفع من أداء المنظمات الحديثة، ورقة بحثية مقدمة في إطار الملتقى الدولي حول الإبداع والتغيير التنظيمي في المنظمات الحديثة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سعد دحلب، البليدة، يومي 12-13 ماي 2010؛
- 44- عدنان أحمد يوسف، الأدوات المالية الإسلامية الحديثة - الواقع وتحديات التشغيل-، المؤتمر الثالث للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية في سوريا، 10 مارس 2008؛
- 45- عز الدين خوجة، المصرفية الإسلامية، المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية وهيئة الإسلامية العالمية للاقتصاد والتمويل، 2007.

- 46- عز الدين خوجة، تطوير المنتجات المالية الإسلامية-المنهجية والآلية، مداخلة مقدمة في إطار ملتقى الخرطوم للمنتجات المالية الإسلامية، الخرطوم، السودان، مركز بيان للهندسة المالية الإسلامية، 6-7 أبريل 2011؛
- 47- علاء الدين زعتري، الصكوك تعريفها، أنواعها، أهميتها، دورها في التنمية، حجم إصداراتها، تحديات الإصدار، بحث مقدّم لورشة العمل التي أقامتها شركة BDO بعنوان (الصكوك الإسلامية؛ تحديات، تنمية، ممارسات دولية) عمان، المملكة الأردنية الهاشمية، 18 - 2010/7/19؛
- 48- علي مال الله عبد الله، إسرائ يوسف ذنون، المحاسبة عن عمليات التوريق (التسديد) وفق المعايير المحاسبية الإسلامية والدولية ودورها في نشوء الأزمة المالية الأخيرة، المؤتمر العلمي الثالث، "الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على اقتصاديات الدول - التحديات والأفاق المستقبلية- كلية العلوم الإدارية والمالية-، جامعة الإسراء الخاصة وبالاشتراك مع كلية بغداد للعلوم الاقتصادية 29-2009/4/28؛
- 49- عمار عودة، إخفاق/إعسار بعض إصدارات الصكوك: الأسباب والآثار، ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقويم، المنعقدة بجامعة الملك عبد العزيز بجدة خلال الفترة 25/24 مايو 2010؛
- 50- عمر عبد الله كامل، العولمة وتأثيرها على العمل المصرفي الإسلامي، ندوة البركة الثانية والعشرون للاقتصاد الإسلامي، يونيو 2002، البحرين؛
- 51- فتحة إسماعيل محمد مشعل، التوريق وعلاقته بالأزمة المالية العالمية الراهنة -رؤية فقهية معالجة-، ورقة بحثية مقدمة في إطار المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر لكلية الحقوق - جامعة المنصورة- الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية، 1-2 أبريل 2009؛
- 52- فرحات الصافي علي، مخاطر صيغ الاستثمار في البنوك التقليدية والإسلامية دراسة تحليلية مقارنة، بحث مقدم في إطار الملتقى الدولي حول أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، كلية الآداب والعلوم الإنسانية، قسنطينة، يومي 6-7/4/2009؛
- 53- فؤاد محمد محسن، البنوك الإسلامية الواقع والتطلعات، المؤتمر الأول للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية في سورية، تحت شعار: آفاق الصيرفة الإسلامية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، 13-14 مارس 2006؛
- 54- فؤاد محمد محسن، الصكوك الإسلامية ومجالات التطبيق، ورشة عمل الصكوك الإسلامية، تحديات وممارسات دولية، عمان، المملكة الأردنية الهاشمية، 18-2010/7/19؛
- 55- قتيبة عبد الرحمان العاني، صكوك المضاربة الإسلامية، الترخيص الفقهي والتصوير الفني، ورقة مقدمة في إطار مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، الإمارات العربية المتحدة، 6-8 مارس، 2006؛
- 56- كمال توفيق حطاب، نحو سوق مالية إسلامية، بحث مقدم للمؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي الذي نظّمته كلية الشريعة، جامعة أم القرى، مكة المكرمة، 2003؛
- 57- كمال توفيق حطاب، الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، 31 ماي - 3 جوان 2009؛
- 58- محمد الهاشل، الصناعة المالية الإسلامية، الواقع والتحديات وتجربة دولة الكويت في مجال هذه الصناعة، مداخلة مقدمة في إطار مؤتمر عمان الثاني للصيرفة الإسلامية، مسقط، سلطنة عمان، 17-18 مارس 2013؛
- 59- محمد تقي العثماني، الصكوك كأداة لإدارة السيولة، ورقة مقدمة في إطار الدورة العشرون للمجمع الفقهي الإسلامي المنعقدة في مكة المكرمة في الفترة من 25-29 ديسمبر 2010؛
- 60- محمد عبد المطلب بدوي، التوريق كأداة من أدوات تطوير البورصة المصرية، بحث مقدم في إطار مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، الإمارات العربية المتحدة، 6-8 مارس 2006؛
- 61- محمد علي القرني، كيف تتوافق الصكوك مع أحكام الشريعة الإسلامية، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر السابع للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 27-28 ماي 2008؛
- 62- محمد عمر جاسر، نحو منتجات إسلامية مبتكرة، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر البنوك الإسلامية اليمنية المقام تحت عنوان " الواقع وتحديات المستقبل"، تنظيم نادي رجال الأعمال اليمنيين في الفترة 20-21 مارس 2010 صنعاء - الجمهورية العربية اليمنية؛

- 63- محمد نور الدين غادمن، تطور سوق الأوراق المالية الإسلامية، مركز الملك فهد للمؤتمرات، الفندق القاري بالرياض، 2008/10/25؛
- 64- محمد يونس البيرقدار، نحو تطوير عقود اختيارات في ضوء مقررات الشريعة الإسلامية، مداخلة في: المؤتمر الثامن للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، 18-19 ماي 2009؛
- 65- محمود المرسي لاشين، التنضيق الحكمي، مكة المكرمة، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة أم القرى، 1421/8/23 هـ،
- 66- محمود عباينة، مداخلة مقدمة في إطار ندوة متخصصة حول: التوريق في إطار السعي لتطبيق تجربة التوريق إلى الأردن، المصرف العقاري وجمعية البنوك، الأردن، 2008؛
- 67- موسى آدم عيسى، تطوير المضاربة لتكون منتجاً مصرفياً، ورقة بحث مقدمة في إطار الندوة الثالثة لبنك أبو ظبي الإسلامي، يناير 2011؛
- 68- موسى بلا محمود، صكوك الاستصناع من البدائل الشرعية لسندات القروض الربوية، International Conference On Islamic Banking & Finance : Cross Border Practices & Litigations (15-16 June 2010)، ماليزيا
- 69- نادية أمين محمد علي، صكوك الاستثمار الشرعية، خصائصها وأنواعها، المؤتمر الرابع عشر عن المؤسسات المالية الإسلامية، معالم الواقع وآفاق المستقبل، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 2005؛
- 70- ناصر خليل جلال، عقد البوت بين القانون الخاص والقانون العام وأثره على استقطاب الاستثمارات - بحث مقارنة - المؤتمر الثامن عشر عقود البناء والتشييد بين القواعد القانونية التقليدية والنظم القانونية المستحدثة، كلية القانون بجامعة الإمارات العربية المتحدة، 19-21 أبريل 2010؛
- 71- ناصر شارفي، دور الابتكارات المالية في الرفع من أداء البنوك والمؤسسات المالية، ورقة بحثية مقدمة في إطار الملتقى الدولي حول الإبداع والتغير التنظيمي في المنظمات الحديثة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سعد دحلب، البليدة، يومي 12-13 ماي 2010؛
- 72- هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية بالتركيز على الخيارات نحو سوق مالي/مدخل إسلامي، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الكوفة، 2009؛
- 73- هناء محمد هلال الخنيطي، دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمات المالية، المؤتمر العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، عمان، الأردن، 1-2 ديسمبر 2010، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي؛

خامساً: المعاجم والقواميس

- 1- أحمد الشرباصي، المعجم الاقتصادي الإسلامي، دار الجيل، بدون ذكر بلد النشر، 1981؛
- 2- تحسين التاجي الفاروقي، قاموس الأسواق والأوراق المالية - إنجليزي-عربي، مراجعة تيسير عبد الجابر، مكتبة لبنان ناشرون، لبنان، 2004؛
- 3- محمد بن يعقوب الفيروزي آبادي، القاموس المحيط، مؤسسة الرسالة، بيروت، 2005؛
- 4- معجم إسرا (الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية) للمصطلحات المالية الإسلامية، عربي-إنجليزي؛
- 5- موسوعة بازل 2 - الجزء السادس - دليلك إلى التعديلات على بازل 2 لمواجهة الأزمة المالية العالمية، إدارة البحوث ومركز البيانات والمعلومات، اتحاد المصارف العربية، الاتحاد الدولي للمصرفيين العرب، 2010؛

سادساً: الجرائد الرسمية:

- 1- الأمر الوزاري رقم 351/01 الصادر في فيفري 2001 المحدد للقواعد المحاسبية المطبقة على صندوق التوظيف الجماعي للتوريق، الصادر في الجريدة الرسمية رقم 5884، 2010/10/21؛

- 2- الأمر الوزاري لوزارة الاقتصاد والمالية رقم 10-2562 الصادر في 6 سبتمبر 2010 في الجريدة الرسمية للمملكة المغربية، عدد رقم 5884 ل 21 أكتوبر 2010؛
- 3- الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، المؤرخة في 12 صفر 1427هـ، الموافق ل 12 مارس 2006، العدد 15؛
- 4- الظهير رقم 1.13.47 الصادر في مارس 2013 بتنفيذ القانون رقم 119.12 المعدل والمتمم للقانون 33/06 المتعلق بتسديد الديون والقانون 24.01 المتعلق بعمليات الاستحفاظ بالمغرب، الجريدة الرسمية المغربية، عدد رقم 6184، 2013/9/5؛
- 5- ظهير شريف رقم 1.15.02 الصادر في 20 يناير 2015 بتميم الظهير الشريف رقم 1.03.300 الصادر في 22 أبريل 2004 والمتعلق بإعادة تنظيم المجالس العلمية، الجريدة الرسمية للمملكة المغربية، عدد 6333، 2015/2/9؛
- 6- القانون رقم 10/98 المتعلق بتوريق قروض الرهن العقاري بالمغرب الصادر في الجريدة الرسمية للمملكة المغربية (النشرة العامة)، عدد 4726، 16 سبتمبر 1999؛
- 7- قرار عن وزير الاقتصاد والمالية رقم 832.14 في 2014/8/4 والقاضي بتحديد الحالات والكميات التي يجوز من خلالها لصندوق توظيف جماعي للتسديد تفويت الأصول المؤهلة قبل نهاية عملية التسديد والديون غير المستحقة وغير الحال أجلها التي تملكها من مؤسسة أو عدة مؤسسات مبادرة في إطار عملية التسديد المنصوص عليها في القانون 33.06 المتعلق بتسديد الأصول، الجريدة الرسمية، المملكة المغربية، عدد 6303، 2014/10/27؛
- 8- قرار لوزير الاقتصاد والمالية رقم 4072.15 الصادر في 2015/12/7، الجريدة الرسمية، المملكة المغربية، عدد 6430، 2016/1/14؛
- 9- قرار وزير الاقتصاد والمالية رقم 4246.14 الصادر في 25 نوفمبر 2014، الجريدة الرسمية المغربية، عدد رقم 6322، 1 يناير 2015؛
- 10- قرار وزير الاقتصاد والمالية والخصوصية رقم 11.02 الصادر في 2 يناير 2002، الجريدة الرسمية، المملكة المغربية، عدد 4980، 21 فبراير 2002؛

سابعا: التقارير السنوية

- 1- إصدارات صندوق الإيداع والتدبير، مجموعة رائدة في مغرب متنامي، من أجل مغرب المستقبل، 2012؛
- 2- بيت التمويل الكويتي، التقرير السنوي الخامس والثلاثون، 2013؛
- 3- بيت التمويل الكويتي، دليل حوكمة الشركات، يونيو 2015؛
- 4- التقرير السنوي 2012، مصرف قطر الإسلامي، 30 عاما من الريادة؛
- 5- التقرير السنوي لمجلس القيم المنقولة بالمغرب، 2014؛
- 6- التقرير السنوي لمصرف قطر الإسلامي 2012؛
- 7- التقرير السنوي لمصرف قطر الإسلامي، 2011، التحول نحو التميز المستدام؛
- 8- شركة صكوك القابضة، منظومة عقارية متكاملة، التقرير السنوي 2012؛
- 9- محفظة الصكوك العالمية، التقرير الربع سنوي، أكتوبر 2013؛
- 10- محفظة الصكوك العالمية، نشرة عامة للمحفظة، بتاريخ 26 ديسمبر 2012، مصرف قطر الإسلامي المملكة المتحدة؛
- 11- محمد الهاشل (مخاض بنك الكويت المركزي)، ضمان الاستقرار النقدي والسلامة المالية في الكويت، بنك الكويت المركزي، 20 أبريل 2014؛
- 12- المدونة العامة للضرائب، المديرية العامة للضرائب، وزارة الاقتصاد والمالية، المملكة المغربية، نموذج رقم 2605، 2010؛
- 13- المصرف التزام بالريادة، مصرف قطر الإسلامي، البيانات المالية الموحدة 2013/12/31؛
- 14- مصرف قطر المركزي، تقرير الاستقرار المالي، 2014؛
- 15- المصرف، تقرير الحوكمة، نهج الإدارة، 2013؛
- 16- نشرة الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال بيت التمويل الكويتي، 2013؛

1- السبب:

- 1- Abdelkadar Beltas, Le développement du marché des capitaux et la structure des taux d'intérêts, Alger, édition El-Borhane, 2002 ;
- 2- Abdelkader Beltas, la titrisation (instrument efficace pour la gestion du risque du crédit bancaire), maison d'Édition Legende, Alger, 2007 ;
- 3- Amélie Ober, IFRS, Instruments financiers, Paris, Editea, 2005 ;
- 4- Ammour Benhalima, Lexique de Banque, Alger, éditions Dahlab, 2000 ;
- 5- Anouar Hassoune, la finance islamique à la française – un moteur pour l'économie, une alternative éthique, Edition Secure Finance, paris, 2008 ;
- 6- Antoine Frachot, Christian Gouriéroux, Titrisation et remboursements anticipés, Paris, Economica, 1995 ;
- 7- Antoine Sardi, Audit et Contrôle interne Bancaires, Paris, édition Afges, 2002
- 8- Antoine Sardi, Bâle II, Paris, Afges éditions, 2004 ;
- 9- Arnaud de Servigny, Le risque de crédit, nouveaux enjeux bancaires, 2^{ème} édition, Paris, Dunod, 2003 ;
- 10- Bernard Barthélemy et autres, Gestion des risques, Méthode d'optimisation globale, 2^{ème} édition, Paris, éditions d'organisation, 2002 ;
- 11- Bernard de Polignac, Jean-Pierre Monceau, Expertise immobilière, guide pratique, 2^{ème} édition, Paris, édition Eyrolles, 2003 ;
- 12- Bertrand Jacquillat, Bruno Solnik, Marchés financiers, Gestion de portefeuille et des risques, 4^{ème} édition, Paris, Dunod, 2002 ;
- 13- Charlotte Ferté, Philippe Cassette, de la « Securitization à la Titrisation », Paris, éditions ESKA, 1992 ;
- 14- Christian et Mireille Zambotto, Gestion Financière, Finance de marché, 3^{ème} édition, Paris, Dunod, 2002 ;
- 15- Christophe Godowski, management de la banque, risques, relation, client et organisation, Pearson Education, paris, 2005 ;
- 16- Didier Marteau, David Dehache, Les produits dérivés de crédits, Paris, édition ESKA, 2000 ;
- 17- Dominique Legeais, Surétés et garanties du crédit, 2^{ème} édition, librairie générale de droit et de jurisprudence, 1999 ;
- 18- Éric Lamarque, Gestion bancaire, Paris, Pearson Education, 2002 ;
- 19- François Desmicht, Pratique de l'activité bancaire, Paris, Dunod, 2004 ;
- 20- François Quittard-Pinon, Thierry Rolando, La gestion du risque de taux d'intérêt, Paris, Economica, 2000 ;
- 21- Françoise Bussac et autres, Le bilan d'une banque ou comment comprendre les états financiers bancaires, Paris, Banque éditeur, 2000 ;
- 22- Frank Moreau, Comprendre et gérer les risques, édition D'organisation, Paris, 2002 ;
- 23- Frederic Mishkin & autres, Monnaie, Banque et Marchés financiers, 7^{ème} édition, Paris, Pearson Education, 2004 ;
- 24- Guy Caudamine, Jean Montier, Banque et Marchés financiers, Paris, Economica, 1998 ;
- 25- Harold Rose, L'Art de la finance, La titrisation : Un concept porteur de valeur, Paris, Village Mondiale éditions, 1999 ;
- 26- Hubert de la Bruslerie, Analyse financière et risque de crédit, Paris, Dunod, 1999 ;
- 27- Ian P.N.Hugue, Numéro spécial IAS/IFRS, Revue Française de comptabilité, IASB 2005 ;
- 28- Jacques charbonnier, Islam : Droit, Finance Et Assurance, Edition LARCIER, 2011 ;

- 29- Jean- Paul Laramée et autres, la finance islamique à la française – un moteur pour l'économie, une alternative éthique, Edition Secure Finance, paris, 2008 ;
- 30- Jean-François Goux, Economie monétaire et Financière, 3^{ème} édition, Paris, Economica, 1998 ;
- 31- Jean-Louis Besson, marchés, banques et politique monétaire en Europe, Paris, Presses Universitaire de Grenoble, 2003 ;
- 32- Jean-Pierre Daloz, Maryse Martin, Stratégies pour la gestion du risque de taux, Paris, Economica, 1995 ;
- 33- Jean-Pierre Gourlaouen , Les nouveaux instruments financiers, Paris, éditions Vuibert gestion, 1989 ;
- 34- Jézabel Soubeyran, Les désordres de la finance, Crises boursières, Corruption, Mondialisation, dirigé par Dominique Plihon, Alger, O.P.U, 2004 ;
- 35- Joël Bessis, Gestion des risques et Gestion actif-passif des banques, Paris, Dalloz, 1995 ;
- 36- John Hull et autres, Options, Futures et autres actifs dérivés, 5^{ème} édition, Paris, édition Pearson, 2005 ;
- 37- Kamel Eddine Bouatouata, l'ingénierie financière-définitions, objectif et finalités, modalités et instruments de mise en œuvre, Editions Grand-Alger Livres, Alger, 2006 ;
- 38- Kamel Eddine Bouatouata, Présentation de l'activité de capital risque, guide techniques et pratiques bancaires financières et Boursières, textes présentés par Kamel Chehrit, éditions Grand-Alger-Livres, 2003 ;
- 39- Laurence Scialom, Economie bancaire, Paris, la découverte éditions, 2000 ;
- 40- Laurent L.Jacque, les produits dérivés et les grands désastres financiers, ingénierie défailante et supercherie, édition Economica, paris, 2011 ;
- 41- Luc Bernet-Rollande, Principes de technique bancaire, 23^{ème} édition, Paris, Dunod, 2004 ;
- 42- Mahmoud el-Gamal, traduction et adaptation de Jacqueline HAVERALS, finance islamique, aspects légaux, économique et pratiques, de Boeck, Bruxelles, 2011 ;
- 43- Marc Montoussé et autres, Economie monétaire et financière, Paris, Bréal éditions, 2000.
- 44- Marie Delaplace, Monnaie et financement de l'économie, Paris, Dunod, 2003 ;
- 45- Marjorie Demazy, Value-at-Risk, et contrôle prudentiel des banques, Belgique, Academia Bruylant, 2000 ;
- 46- Michel Dietsch, Joël Petey, Mesure et gestion du risque de crédit dans les institutions financières, Paris, revue banque éditions, 2003 ;
- 47- Michel Dubernet, Gestion Actif-Passif et tarification des services bancaires, Paris, Economica, 1997 ;
- 48- Michel Jura, Techniques financières Internationales, 2^{ème} édition, Paris, Dunod, 2003 ;
- 49- Michel Mathieu, L'exploitant bancaire et le risque crédit, Paris, la revue banque éditeur, 1995 ;
- 50- Michel Sion, Gérer la trésorerie et la relation bancaire, Paris, Dunod, 2000 ;
- 51- Michèle Ceresoli, Michel Guillaud, Titrisation, Gestion financière de la banque, Paris, Editions ESKA, 1992 ;
- 52- Mondher Bellalah, Gestion des risques et produits dérivés classiques et exotiques, Paris, édition Dunod, 2003 ;
- 53- Patrice Fontaine, Carole Gresse, Gestion des risques internationaux, Paris, Dalloz, 2003 ;
- 54- Patrick Navette, Instruments et Marchés financiers, Paris, Mtec éditions, 1998 ;
- 55- Paul Jorion, la crise des subprimes au séisme financier planétaire, Fayard, Paris, 2008 ;
- 56- Philippe D'arvisenet, Finance internationale, Paris, Dunod, 2004 ;
- 57- Philippe D'arvisenet, Jean-Pierre Petit, Economie internationale, la place des banques, Paris, Dunod, 1999 ;
- 58- Philippe Desbrières, Evelyne Poincelot, Gestion de trésorerie, Paris, édition Management, 1998 ;
- 59- Philippe Garsuault, Stéphane Priami, La banque, Fonctionnement et Stratégies, 2^{ème} édition, Paris, Economica, 1997 ;
- 60- Pierre Genesse, Patrick Topsacalian, Ingénierie financière, 2^{ème} édition, Paris, Economica, 2001 ;
- 61- Pierre-Charles Pupion, Economie et Gestion bancaire, Paris, Dunod, 1999 ;
- 62- Richard Bruyère, Les produits dérivés de crédit, Paris, Economica, 1998 ;
- 63- Robert Ferrandier, Vincent Kôen, Marchés de capitaux et Techniques financières, 4^{ème} édition, Paris, Economica, 1997 ;
- 64- Robert Vedeilhé, Tout Savoir Sur Les Produits Structurés, Gualino éditeur, 2^{ème} édition, paris, 2005
- 65- Samia Oulounis, Gestion financière internationale, Alger, O.P.U, 2005 ;
- 66- Sophie Brana et autres, Economie monétaire et financière, Paris, Dunod, 2003 ;

- 67- Sylvie de Coussergues, Gestion de la banque, de diagnostic à la stratégie, 3^{ème} édition, Paris, Dunod, 2003 ;
- 68- Sylvie Diatkine, Les fondements de la théorie bancaire, Paris, Dunod, 2002 ;
- 69- Thierry Granier, Corynne Jaffeux, La titrisation, aspects juridique et financier, 2^{ème} édition, Paris, Economica, 2004 ;
- 70- Thierry Grannier, Corynne Jaffeux, La Titrisation, Aspects juridique et financier, Paris, Economica, 1997 ;
- 71- Thierry Roncalli, La gestion des risques financiers, Paris, Economica, 2004 ;
- 72- Zuhayr Mikdashi, Les banques à l'ère de la mondialisation, Paris, Economica, 1998 ;

2- الملحق:

- 1- Ahmed Jaballah, la gestion du risque vue d'un conseil de surveillance shariatique, Conseil Français de la Finance Islamique (CFFIS), 28/01/2010 ;
- 2- conférence titrisation, titrisation au Maroc, bilan et perspectives, Maghreb Titrisation, groupe CDG, 2011 ;
- 3- Georges Dionne, Finance structurée, gestion des risques et récente crise financière, Forum canadien sur le management tenu à Montréal le 30 septembre 2009 ;
- 4- Hicham karzazi, La titrisation, Séminaire sur « La titrisation : Une Stratégie de distribution », organisé par la Banque Internationale Arabe de Tunisie (BIAT), Tunis le 7/2/2006 ;
- 5- Jimmy A. Zou, évolution de la titrisation dans le cadre du nouveau contexte international, conférence titrisation, nouvelle loi : enjeux et perspectives, Maghreb Titrisation, groupe CDG, 2011 ;
- 6- Mehdi Ababou, « Les financements structurés : l'approche Moody's », séminaire sur « Titrisation: une Stratégie de distribution », organisé par la Banque Internationale Arabe de Tunisie (BIAT), Tunis le 7/2/2006 ;
- 7- Mohamed Damak, le rôle de Standard & Poor's dans le cadre de la finance islamique, II^{ème} forum français de la finance islamique, paris, 26/11/2008 ;

3- المجلد:

- 1- Alexandre Scherer, **La titrisation des risques d'assurance : le marché des "Insurance Linked Securities" (ILS)**, revue d'économie financière, 29/10/ 2000 ;
- 2- Bource de Casablanca, fiche technique, extraction publiée le jeudi 7 avril 2016 ;
- 3- Christian De Boissieu, **La titrisation une mise en perspective**, revue d'économie financière, N° 62, Septembre 2000 ;
- 4- Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières (CDVM), **la titrisation**, janvier 2011 ;
- 5- David T. Llewellyn, Luisa Anderloni, Reinhard H. Schmidt, "**Financial Innovation in Retail and Corporate Banking**", USA, Edward Elgar Publishing, 2009 ;
- 6- FPCT SAKANE, **Extrait de note d'information**, janvier 2012 ;
- 7- Guide pratique pour **Le refinancement des crédits au logement**, SRH, 2004 ;
- 8- Hamza Lounici, market news, publication mensuelle de l'activité commercialisation de Sonatrach, Alger, 2004, N° 8, « **Les agences de notation financière, un pouvoir considérable** » ;
- 9- Ian P.N.Hugue, **Numéro spécial IAS/IFRS**, Revue Française de comptabilité, IASB 2005 ;
- 10- Jean-Pierre De Cormis, Isabelle Roseau, **L'Arrangeur conseiller du cédant**, Revue d'économie financière, N°61, Septembre 2000 ;
- 11- Jean-Yves Caminade, Paul Mazataud et autres, **La valeur ajoutée de la notation dans les opérations de titrisation**, Revue d'économie financière, N°60, Septembre 2000 ;
- 12- **les Sukuks une nouvelle alternative de financement pour le Maroc**, travail réalisé par Al-Khawarizmi group, 28/12/2012 ;
- 13- Mohd. Akbar Ali Khan, Gulam Muntaqua and Mohad. Abdul Samad, **Shariah's Drive Against Derivatives**, Islamic Capital Markets Products Regulation & Development, Islamic Research Training Institute, IDB, Saudi Arabia, 2008 ;

- 14- Naji Freiha, Rami Feghali, **Le développement des dérivés de crédit se confirme**, Banque Magazine, N°648, Juin 2003 ;
- 15- Note d'information, **FPCT TITRIT**, 14 juin 2013, N VI/ TI / 001/ 2013 ;
- 16- Range Mark Financial Services, **measuring risk of securitized products**, 2010;
- 17- SRH bulletin, N° 5, 2006, **Le marché hypothécaire en quoi est-il important ?** ;
- 18- SRH bulletin, N°7, **Le marché hypothécaire secondaire**, Mars 2006 ;
- 19- Sylvie Matherat, Philippe Troussard, "**La titrisation et le système financier**", Revue d'économie financière, N° 59, Septembre, 2000 ;
- 20- Thierry Azarchs, **Titrisation quel impact sur la solvabilité des banques ?**, Banque Magazine, N° 638 juillet/août 2002 ;
- 21- Yuan K. Chou and Martin S. Chin "**Financial Innovations and Technological Innovations as Twin Engines of Economic Growth** " _University of Melbourne, Australia, January 9, 2004 ;

4- الموسوعات والمعاجم:

- 1- Alain-Ch.Martinet, Ahmed Silem et autres, **Lexique de gestion**, 5^{ème} édition, Paris, Dalloz, 2000 ;
- 2- Ammour Benhalima, **Lexique de Banque**, Alger, éditions Dahlab, 2000 ;
- 3- Jean- Michel Cicile, **Terminologie bancaire, économique et financière**, 3^{ème} édition, Paris, Revue Banque édition, 2002 ;
- 4- Joseph Antoine, Marie-Claire CAPIAU-HUART, **dictionnaire des marchés financiers**, 2^{ème} édition, de Boeck, Bruxelles, 2008 ;
- 5- Nadia Antonin, comité française d'organisation et de normalisation bancaires, **Terminologie bancaire et financière multilingue**, Paris, revue banque éditions, 2005 ;
- 6- Yves Simon, Patrick Yoffre, **Encyclopédie de gestion**, 2^{ème} édition, Paris, Economica, 1997 ;

تانيا: اللغة الإنجليزية:

1- الكتب:

- 1- Angelo M. Venardos, **Islamic Banking & Finance In South-East Asia, Its Development & Future**, World Scientific Publishing, USA, 2005 ;
- 2- David L. Western, **Booms, Bubbles and Busts in US Stock Markets**, published by Routledge, New York, 2004;
- 3- David T. Llewellyn, Luisa Anderloni, Reinhard H. Schmidt, "**Financial Innovation in Retail and Corporate banking** ", USA, Edward Elgar Publishing, 2009;
- 4- Ioannis Akkizidis, Sunil Kumar Khandelwal, **Financial Risk Management for Islamic Banking and Finance**, palgrave macmillan, Great Britain, 2008;
- 5- James Rosenthal, Juan Ocompo, **Securitization of credit: insider the new technology of finance**, New York, John Wiley & Sons, 1988;
- 6- James Rosenthal, Juan Ocompo, **Securitization of credit: Insider the new technology of finance**, New york, John Wiley & Sons, 1988;
- 7- Janet Tavakoli, **Collateralized Debt Obligations & Structured Finance, New developments in cash & synthetic securitization**, New York, John Wiley & Sons, 2003;
- 8- Mahmoud A.EL-Gamal, **Islamic Finance, Law, Economics, and Practice**, Cambridge University Press, UK, 2006;
- 9- Muhammad Ayub, **Understanding Islamic Finance**, John Wiley & Sons, USA, 2007
- 10- Nangi Sardehi, **Islamic Capital Markets, Developments and Challenges**, VDM Verlag Dr. Muller, Germany, 2008;
- 11- Perry H.Beaumont, **Financial Engineering Principles –A Unified Theory for Financial Product Analysis and Valuation**, John Wiley & Sons, Inc, New Jersey, USA, 2004;

- 12- Rashid Khalid Alkhan, **Islamic Securitization, a revolution in the banking industry**, published by Miracle Graphics Co. W.L.L, kingdom of Bahrain;
- 13- Saiful Azhar Rosly, **Islamic Banking and Financial Markets**, author House, India, 2006;
- 14- Stefano Caselli, Stefano Gatti, **Structured Finance : Techniques, Products and Market**, Springer, Germany, 2010;
- 15- Steven L. Schwarcz, Sruce A. Markell and Lissa Lamkin Broome, **Securitization, Structured Finance and Capital Markets**, Lexis Nexis, San Francisco, 2004;
- 16- Syed Alwi Mohamed Sultan, Aznan Hasan, **A Mini Guide To Islamic Derivatives : A Primer To Islamic FX Forwards, Profit Rate Swaps and Options**, Published by CERT, Kuala Lumpur, 2012;
- 17- Vinod Kothari, **Securitization The Financial Instrument of the Future**, John Wiley & Sons (Asia), Singapore, 2006;

2- المجلدات والبحوث:

- 1- Ahmad Mudahir Omar, **An Overview OF Shariah Contract Practice In Malaysian Islamic Banks**, Seminar on Islamic Finance, bank ISLAM& Malaysian Press Institute, 17/03/2010;
- 2- Ahmed Khalid al-Maghlouth, **Sukuk an inside study of its background, structures, challenges & cases**, open university of Malaysia, 2009;
- 3- An Investor's **Guide to Asset-Backed securities**, the bond market association, 2004, New York;
- 4- An Investor's **Guide to pass-throughs and Collateralized mortgage securities**, the bond market association, 2002, New York;
- 5- Andreas A. Jobst, **what is structured finance ?**, the securitization conduit, Vol 8, (2005/6);
- 6- Arturo Estella, Federal Reserve Bank of New York, Economic policy review executive summary, volume 8, N°1, May 2002, **Securitization and the Efficacy of Monetary Policy**;
- 7- Azmi Omar, **Sukuk Market and Its Recent Developments**, Islamic Research and Training Institute, 11 august 2015;
- 8- Habib Ahmed, **financial crisis : risks and lessons for Islamic finance**, ISRA, International Journal of Islamic Finance Vol 1, Issue 1, 2009;
- 9- Hoda Ahmed Ibraheem, **Mechanisms of Financial Engineering as new alternatives**, International Refereed Research Journal, Vol.-IV, issue-3, July 2013;
- 10- **Insights Sukuk begins 2014 with momentum**, Malaysia's International Islamic Financial Centre, January 2014;
- 11- Jonathan Lawrence and Remsen kinne, **Islamic structured finance**, Thursday 4 February 2010, k I/ GATES;
- 12- **Market Risk in Islamic Banking**, unit 7, International Centre for Education in Islamic Finance, Malaysia, 2013;
- 13- **market risk in Islamic banking**, unit7, International Center for Education in Islamic Finance, 2013;
- 14- Mohammed Obaidullah, **Islamic Financial Services**, scientific Publishing Centre, king Abdulaziz university, Jeddah, 2005;
- 15- Mohd. Akbar Ali Khan, Gulam Muntaqua and Mohad. Abdul Samad, **Shariah's Drive Against Derivatives**, Islamic Capital Markets Products Regulation & Development, Islamic Research Training Institute, IDB, Saudi Arabia, 2008;
- 16- Nidal Alsayyed, **Sukukization : Islamic Economic Risk, Factors in Shari'ah view**, International Shari'ah Research Academy For Islamic Finance, Malaysia, 2010;
- 17- Rafe Haneef, **from asset-backed to asset-light structures : the intricate history of Sukuk**, ISRA international journal of Islamic finance, Vol 1. Issue 1, 2009;
- 18- Research Quarterly, Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA), Washington, February 2007;
- 19- Shabanam Mokhtar, **function of wa'd in Asset Backed Sukuk**, International Shari'ah Research Academy For Islamic Finance, Bulletin/ VOL04/ DEC09;

- 20- Souphala Chomsisengphet and Anthony Pennington-Cross, **The evolution of subprime mortgage market**, Federal Reserve Bank of ST.Louis Review (January/February 2006), volume 88, number 1;
- 21- **Structured finance**, news wire issue 14, June 2008, BSEC, special edition on Islamic structured finance;
- 22- Sultan Emir Hidayat, **challenges in applying conventional accounting standards for Islamic finance**, University College of Bahrain, 24/10/2011;
- 23- Tariq Ali Arsalan, **Managing Financial Risks of Sukuk Structures**, Dissertation of Master of science at Loughborough University, UK, 2004;
- 24- The annual business economic and political review, **Emerging Algeria 2006**, Oxford Business Group;
- 25- Yuan K. Chou and Martin S. Chin "**Financial Innovations and Technological Innovations as Twin Engines of Economic Growth**" University of Melbourne, Australia, January 9, 2004;

3- المقارن:

- 1- Alix Faure, Edward Bowden, Moody's Investors Service, **Global Research Credit Opinion: Banque Internationale Arabe de Tunisie**, 7 juin 2006 ;
- 2- Association for Financial Market in Europe, **securitisation data report, Q4: 2015, p : 7, Data Snapshot, AFME Securitisation: Q1, 2016;**
- 3- ideal ratings newsletter, Islamic investors, 1/2012;
- 4- International Sukuk Portfolio, **QINVEST**, November 2015;
- 5- Islamic Financial Services Board, **Islamic Financial Services Industry: Stability Report**, Bank Negara Malaysia, 2016.
- 6- Iyad Georges Boustany and others, Bemo Securitisation, News WIRE, issue 24, May 2005;
- 7- Iyad Georges Boustany and others, **Securitisation world Middle East, Deal of the year Emerging Markets, Caravan I**, Bemo Securitisation, News WIRE, issue 22, February 2005;
- 8- Mahinaz El-Aasser, **global Sukuk market report**, 2012, Islamic Finance Information Service, Euro week;
- 9- Malaysian Rating Corporation Berhad, **credit analysis, structured finance (property annual review-2012**, AMAN SUKUK Berhad;
- 10- Qatar Islamic Bank (S.A.Q), investor presentation, February 2013;
- 11- Rick Waston and others, European Securitisation forum, Data Report, London, spring 2006;

قالنا: مواقع الانترنت

- 1-www.albaitalkuwaiti.files.wordpress.com/2009/08/drawing1.jpg
- 2-www.fiqhacademy.org/qrarat/7-1.htm
- 3- www.investorwords.com/18160/financial_asset_securitization_investment_trust_FASIT.html
- 4-www.europeansecuritisation.com/esfcurrentISS.shtml#legReg
- 5-www.maghrebtitirisation.ma/jsp/produits/titirisation.jsp
- 6-www.aawsat.com/details.asp?section=58&issueno=11382&article=554386
- 7-Jobst Anderas, **The Economics of Islamic Financial and Securitization**, 2007, IMF, working paper from the website: www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2007/w07117.pdf.
- 8-ar.idealratings.com/who-we-are.
- 9-www.zawya.com/ar/story/zawya20140513090136.

- 10- www.maghrebtitrisation.ma/jsp/qui-sommes/index.jsp
- 11- www.maghrebtitrisation.ma/jsp/qui_somme/présentation.jps.
- 12- www.Maghrebtitrisation.ma/servlet/immolv/servletsnapshotFonds?tache=pagesnapshot
- 13- www.cdvm.gov.ma/instruments-financiers/opc/ft-immovert-compartiment-i
- 14- www.cdvm.gov.ma/ar/instruments-financiers
- 15- www.cihbank.ma/corporate/cih-bank/historique
- 16- [www.maghrebtitrisation.ma/intervention de Hicham Karzazi, la titrisation enjeux et opportunités,](http://www.maghrebtitrisation.ma/intervention%20de%20Hicham%20Karzazi,%20la%20titrisation%20enjeux%20et%20opportunités)
- 17- [www.maghrebtitrisation.ma/Securization "The North African experience" Asset Backed Finance, Dubai Conference 15-19/5/2005](http://www.maghrebtitrisation.ma/Securization%20%20The%20North%20African%20experience%20Asset%20Backed%20Finance,%20Dubai%20Conference%2015-19/5/2005)
- 18- www.cdvm.gov.ma/instruments-financiers/opc/ft-credilog-IV
- 19- www.ammc.ma/entreprises-de-marché/societes-de-gestion/attijari-titrisation
- 20- [www.ammc.ma/entreprises-de-marché/societes-de-gestion/ bmce- capital- titrisation](http://www.ammc.ma/entreprises-de-marché/societes-de-gestion/bmce-capital-titrisation)
- 21- www.maghrebtitrisation.ma/servletsnaphsotfonds?tache=pagesnaphsot&idclass=1&c=6
- 22- www.maghrebtitrisation.ma/servletsnaphsotfonds?tache=pagesnaphsot&idclass=1&c=6
- 23- [www.qcb.gov.qa/arabic/public debt Tools/documents/sukuk_2103_arb.pdf.](http://www.qcb.gov.qa/arabic/public%20debt%20Tools/documents/sukuk_2103_arb.pdf)
- 24- [www.qcb.gov.qa/arabic/public debt Tools/documents/sukuk_012015_arb.pdf.](http://www.qcb.gov.qa/arabic/public%20debt%20Tools/documents/sukuk_012015_arb.pdf)
- 25- www.qib.com/ar/footer/about-us/our-profile.aspx
- 26- www.qib.com.qa/ar/investments/investment-products/investment-products-performance-reports.aspx
- 27- www.qib.com.qa/ar/investor-relations/investor-presentation.aspx
- 28- www.qib.com.qa/ar/media-centre/news-updates/qib-launches-sukuk-portfolio.aspx
- 29- www.kfh.com/ar/about/investor-relations/subsidiaries-affiliates/kfh-investments.aspx
- 30- www.maghrebtitrisation.ma/credilog1_évolution.jsp

قائمة الملاحق