جامعـــــــــــة حسيبة بن بوعلي الشـــلف

كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير

التصكيـــك ودوره في إدارة السيـــولة بالبنـــوك الإسلامية

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير

تخصص: محاسبـــة ومالية

إعداد الطالب:

حكيم براضية

تحت إشراف الدكتور:

أ.د. بن علي بلعزوز

لجنة المناقشة

د.منير نوري	أستاذ محاضر	رئيساً
أ.د. بن علي بلعزوز	أستاذ التعليم العالي	مقررا
د. علي بطاهر	أستاذ محاضر	ممتحنا
د. جمال الدين سحنون	أستاذ محاضر	ممتحنا
أ. عبد الرزاق حبار	أستاذ مساعد	ممتحنا

السنة الجامعية: 2011/2010

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

" وَقلِ اعملُوا فَسَيرى اللهُ عَمَلكُم ورَسُوُله والمُومِنُون وسَتُرَدُّونَ إلى عَالم الغَيبِ والشَّهَادةِ فَينبّئُكُم بما كُنتم تَعمَلُونَ " (التوبة:105)

الحمد لله رب العالمين حمدًا يليق بجلال وجهه وعظيم سلطانه، والصلاة والسلام على محمد النبي الكريم وعلى آله وصحبه ومن تبعهم إلى يوم الدين.

أتقدم بجزيل الشكر وكامل العرفان، ووافر الامتنان إلى مقام أستاذي ومشرفي الدكتور **بن علي بلعزوز** لتفضله بالإشراف على هذه الرسالة، ولِما بذله معي من جهد وإرشاد.

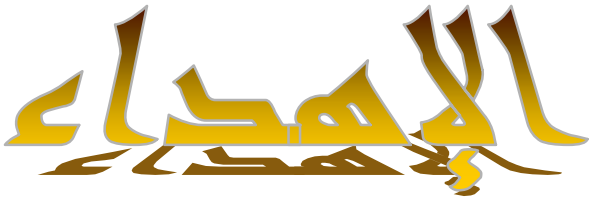
كما أتقدم بالشكر للدكتور **محمد زيدان** والدكتور **سليمان ناصر** والأستاذ **عبد الكريم قندوز**.

كما أتوجه بالشكر والعرفان إلى أعضاء لجنة المناقشة الذين تفضلوا بالموافقة على مناقشة هذه المذكرة وإبداء ملاحظاتهم وتوجيهاتهم... وأشكر جميع من ساعدني من أستاذة وزملاء وإخوة في إنجاز هذا العمل، سائلاً الله عز وجل أن يجزيهم عني كل خير.

وفي الأخير أسأل الله العلي القدير أن ينفع بهذا العمل قارئه، وأن يتقبله في ميزان الحسنات، إنه سميع قريب مجيب الدعوات.

الطالب: حكيم براضية

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com



أهدي ثمرة هذا العمل المتواضع:

إلـى من أعطى فلم يكل العطاء وبذل فكان أسمـى من السخاء "أبي"
إلى من قاسمتني السهر والعناء فكانت لأسقامي خير دواء "أمي"
إلى كل إخوتي وأخواتي.

إلى من كانوا لي القدوة الحسنة ولدربي النبراس المضيء "أساتذتي"
إلى من كانوا نعم الأصدقاء والإخوة "زملائي في الجامعة"

إلى كل زملائي فـلبة ماجستير دفعة –محاسبة ومـالية-
بجامعة الشلف مع تمنياتي لهم بالتوفيق جميعاً.

إلى كل من أحاطني بالمحبة والاهتمام.

اللهم أغننا بالعلم و زينا بالحلم و أكرمنا بالتقوى و جملنا بالعافية.

الطالب:حكيم براضية

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

قـــائمة الأشكال

رقم الشكل	عنوان الشكل	رقم الصفحة
الشكل (1-1)	تقنيات وأدوات إدارة السيولة بالبنوك التقليدية	29
الشكل (1-2)	مصادر واستخدامات الأموال في البنك الإسلامي	39
الشكل (1- 3)	نسبة الأصول السائلة إلى إجمالي الأصول لدى بعض البنوك الإسلامية	45
الشكل (1- 4)	نسبة الأصول السائلة إلى إجمالي الأصول لدى بعض البنوك الإسلامية	46
الشكل (1- 5)	معوقـــات السيولة بالبنوك الإسلامية	50
الشكل (2- 1)	مراحل تقويم المنتج المالي	69
الشكل (3- 1)	هيكل صكوك الإجارة عمليـــاً	108
الشكل (3- 2)	هيكل تصكيك المرابحة	113
الشكل (3- 3)	مكونات السوق المالية	126
الشكل (4- 1)	تطور حجم الصكوك الإسلامية عالميـــا (2001-2008)	144
الشكل (4- 2)	أكبر المصدرين للصكوك في العالم	145
الشكل (4- 3)	الصكوك أسرع نمواً في العالم	146
الشكل (4- 4)	إصدارات الصكوك الفصلية في المنطقة والعالم لسنة 2008 والربع الأول من 2009	147
الشكل (4- 5)	أكبر الدول إصداراً للصكوك خلال فترة2009/2008	147
الشكل (4- 6)	إصدارات الصكوك حسب النوع في 2009/2008	148
الشكل (4- 7)	النمو في الصكوك الإسلامية	150
الشكل (4- 8)	تطور الإصدارات الاستثمارية الحكومية للفترة2001-2008	158
الشكل (4- 9)	أنواع الصكوك في ماليزيا	159
الشكل (4- 10)	تطور سندات المديونية الخاصة الإسلامية للفترة 1997-2005	162
الشكل (4- 11)	حجم تداول البنوك في سوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة 2005 إلى 2009	171
الشكل (4- 12)	معدل نمو شهادات البنك المركزي "شمم"	173
الشكل (4- 13)	هيكل شهادات المشاركة الحكومية "شهامة"	174
الشكل (4- 14)	تطور الشهادات التي بحوزة البنوك مقارنة بعددها الإجمالي للفترة 2005-2009.	176
الشكل (4- 15)	معدل نمو شهامة للفترة 2005-2009	176
الشكل (4- 16)	عدد شهادات صرح التي بحوزة البنوك مقارنة بعددها الإجمالي	178
الشكل (4- 17)	عدد شهادات شهاب التي بحوزة البنوك مقارنة بعددها الإجمالي	180

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

قـــائمة الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	رقم الصفحة
الجدول (2-1)	أوجه الاختلاف بين التوريق والتصكيك	86
الجدول (2-2)	أنواع صكوك الاستثمار	91
الجدول (2-3)	الفرق بين الصكوك الإسلامية وأدوات الاستثمار التقليدي	94
الجدول (3-1)	مخاطر السيولة في صيغ التمويل الإسلامية	104
الجدول (3-2)	مخاطر الائتمان في صيغ التمويل الإسلامية	105
الجدول (3-3)	درجات تقييم الائتمان عند وكالتي التصنيف S&P وMoody	135
الجدول (4-1)	عدد البنوك والمؤسسات المالية بماليزيا	155
الجدول (4-2)	تطور البنوك العاملة في السودان من الفترة 2003 إلى 2009	169
الجدول (4-3)	الميزانية الموحدة للبنوك العاملة لسنة2007، 2008، 2009.	169
الجدول (4-4)	تطور شركات الصرافة في السودان من الفترة 2002 إلى 2009	170
الجدول (4-5)	تطور شهادات مشاركة البنك المركزي خلال الفترة 1999-2004	173
الجدول (4-6)	تطور شهادات المشاركة الحكومية للفترة1999-2002	175
الجدول (4-7)	تطور شهادات مشاركة الحكومة للفترة2005-2009	175
الجدول (4-8)	تطور صكوك الاستثمار الحكومية "صرح" للفترة 2003-2008	178
الجدول (4-9)	تطور شهادات إجارة البنك المركزي من 2005 إلى 2008	179
الجدول (4-10)	مقارنة بين شهادات (شمم، شهامة، صرح وشهاب)	181

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

الفهـــــرس

التشكرات .....

الإهداء.....

الفهرس I

قائمة الجداول VII

قائمة الأشكال..... VIII

مقدمـــة..... أ-خ

الفصل الأول: إدارة السيولة المصرفية 01-51

تمهيد..... 01

المبحث الأول: مدخل إلى السيولة المصرفية 02

المطلب الأول: السيولة المصرفية، علاقتها بالربحية ومخاطرها..... 02

الفرع الأول: مفاهيم السيولة المصرفية وعلاقتهـــا بالربحية..... 02

الفرع الثاني: خطر السيولة وعلاقته بخطر الملاءة. 06

المطلب الثاني: نظريات إدارة السيولة..... 09

الفرع الأول: نظرية القرض التجاري..... 09

الفرع الثاني: نظرية التحول..... 10

الفرع الثالث: نظرية الدخل المتوقع..... 10

المطلب الثالث: سيولة السوق والسيولة المصرفية..... 11

الفرع الأول: السوق النقدي ودوره في تأمين السيولة المصرفية 11

الفرع الثاني: الأفعال المتبادلـــة بين سيولـــة السوق والسيولـــة المصرفية..... 14

المبحث الثاني: السيولة في البنوك التقليدية وأساليب إدارتها..... 14

المطلب الأول: مصادر الأموال واستخداماتها في البنوك التقليدية 15

الفرع الأول: مصادر الأموال..... 15

الفرع الثاني: استخدامات الأموال 17

الفرع الثالث: هيكل التمويل وأثره على إدارة السيولة في البنوك التقليدية 18

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

المطلب الثاني: مكونات إدارة السيولة وتقييم كفاءتها 18
الفرع الأول: مكونات إدارة السيولة 19
الفرع الثاني: مؤشرات تقييم كفاءة إدارة السيولة 21
المطلب الثالث: استراتيجيات وتقنيات وأدوات إدارة السيولة بالبنوك التقليدية 23
الفرع الأول: استراتيجات إدارة السيولة بالبنوك التقليدية 23
الفرع الثاني: أدوات وتقنيات إدارة السيولة بالبنوك التقليدية 25
المبحث الثالث: السيولة في البنوك الإسلامية ومعوقات إدارتها 30
المطلب الأول: مصادر واستخدامات الأموال في البنوك الإسلامية 30
الفرع الأول: مصادر الأموال 30
الفرع الثاني: استخدامات الأموال 33
الفرع الثالث: مقارنة بين هيكل ميزانية البنوك التقليدية وهيكل ميزانية البنوك الإسلامية وأثر ذلك على إدارة السيولة 38
المطلب الثاني: إستراتيجية إدارة السيولة في البنوك الإسلامية 39
الفرع الأول: عناصر السيولة في البنوك الإسلامية 40
الفرع الثاني: سياسة إدارة السيولة في البنوك الإسلامية 40
الفرع الثالث: قياس السيولة ومراقبتها 41
الفرع الرابع: متطلبات الإدارة الفعالة للسيولة في البنوك الإسلامية 42
المطلب الثالث: واقع السيولة في البنوك الإسلامية ومعوقات إدارتها 43
الفرع الأول: واقع السيولة في البنوك الإسلامية 43
الفرع الثاني : الآثار المختلفة لمشكل السيولة في البنوك الإسلامية 46
الفرع الثالث: معوقات إدارة السيولة في البنوك الإسلامية 48
خلاصة الفصل الأول 51
الفصل الثاني: آلية التصكيك ومنتجـــاته 52-100
تمهيد 52
المبحث الأول: دور الهندسة المالية الإسلامية في ابتكار أدوات مالية 53
المطلب الأول: ماهية الهندسة المالية والابتكار المالي 53
الفرع الأول: مفهوم الهندسة المالية وأسباب ظهورها 53

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

الفرع الثاني: الابتكار المالي 56
المطلب الثاني: الهندسة المالية الإسلامية 58
الفرع الأول: مفهوم الهندسة المالية الإسلامية، تاريخها وخصائصها 59
الفرع الثاني: مبادئ الهندسة المالية الإسلامية 61
الفرع الثالث: مناهج تطوير المنتجات المالية الإسلامية 63
المبحث الثاني: آلية التصكيك الإسلامي 66
المطلب الأول: المفاهيم الأساسية للتوريق، أساليبه وأنواعه 66
الفرع الأول: المفاهيم الأساسية للتوريق 66
الفرع الثاني: أساليب التوريق 70
الفرع الثالث: التوريق في ميزان الفقه الإسلامي 72
المطلب الثاني: المفاهيم الأساسية للتصكيك، إجراءاته وأنواعه 74
الفرع الأول: مفهوم التصكيك 74
الفرع الثاني: ضوابط التصكيك 75
الفرع الثالث: أركان عملية التصكيك 76
الفرع الرابع: إجراءات التصكيك 78
الفرع الخامس: أنواع التصكيك 80
المطلب الرابع: فوائد التصكيك والفرق بينه وبين التوريق 81
الفرع الأول: فوائد التصكيك 82
الفرع الثاني: الفرق بين التصكيك والتوريق 84
المبحث الثالث: منتجـــات التصكيك الإسلامي 87
المطلب الأول: ماهية الصكوك، أنواعها وخصائصها 87
الفرع الأول: مفهوم الصكوك 87
الفرع الثاني: أنواع الصكوك 89
المطلب الثاني: مقارنة الصكوك الإسلامية بأدوات الاستثمار التقليدي 92
الفرع الأول: الصكوك الإسلامية والسندات 92
الفرع الثاني: الصكوك الإسلامية والأسهم 93
المطلب الثالث: آلية إصدار وتداول الصكوك وضوابطها 94

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

الفرع الأول: آلية إصدار الصكوك وعناصر تقييمها 94
الفرع الثاني: الضوابط الشرعية للصكوك الإسلامية 97
الفرع الثالث: الضوابط الاقتصادية للصكوك الإسلامية 99
خلاصة الفصل الثاني 100
الفصل الثالث: التصكيك كآلية لإدارة سيولة البنوك الإسلامية 101-140
تمهيد 101
المبحث الأول: دور التصكيك في استثمار فائض السيولة وإدارة مخاطرها 102
المطلب الأول: الطرق التي حُلت بها مشكلة فائض السيولة بالبنوك الإسلامية ونقدها 102
الفرع الأول: الاعتماد على التمويل قصير الأجل 102
الفرع الثاني: إيداع الفائض لدى البنوك الأجنبية بغرض الاستثمـــار 102
الفرع الثالث: المضاربة في البورصات والأسواق المالية العالمية 103
المطلب الثاني: مخاطر السيولة في صيغ التمويل الإسلامية 103
الفرع الأول: مصادر مخاطر السيولة في صيغ التمويل الإسلامية 104
الفرع الثاني: المخاطر ذات العلاقة بمخاطر السيولة 104
المطلب الثالث: دور منتجات التصكيك في استثمار فائض السيولة وتفعيله 106
الفرع الأول: منتجات التصكيك وأهميتها 106
الفرع الثاني: دور التصكيك في تفعيل الاستثمار وإدارة مخاطر السيولة والائتمان 114
المبحث الثاني: دور التصكيك في تفعيل وظيفة المقرض الأخير للسيولة 115
المطلب الأول: منتجات التصكيك كبديل لخصم الأوراق التجارية 115
الفرع الأول: عملية خصم الأوراق التجارية 116
الفرع الثاني: الآلية البديلة لخصم الأوراق التجارية 116
الفرع الثالث: صكوك الإجارة وصكوك الأعيان المؤجرة 116
المطلب الثاني: منتجات التصكيك كبديل لأدوات السوق المفتوحة 117
الفرع الأول: نظرية عمليات السوق المفتوحة وأهدافها 117
الفرع الثاني: أدوات عمليات السوق المفتوحة وبدائلها 118
المبحث الثالث: دور التصكيك في تطوير السوق المالية الإسلامية 123
المطلب الأول: ماهية السوق المالية الإسلامية 123

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

الفرع الأول: مدخل إلى السوق المالية 124
الفرع الثاني: مدخل إلى السوق المالية الإسلامية 126
الفرع الثالث: دور السوق المالية الإسلامية في الاقتصاد الإسلامي 129
المطلب الثاني: دور التصكيك في إضافة أدوات ومؤسسات مالية إسلامية 131
الفرع الأول: دور التصكيك في إضافـــة أدوات مالية إسلامية..... 131
الفرع الثاني: دور التصكيك في إضافـــة مؤسسات مالية إسلامية 133
المطلب الثالث: المؤسسات المالية الداعمة لعملية التصكيك ودورها في إدارة السيولة 136
الفرع الأول: السوق المالية الإسلامية الدولية 136
الفرع الثاني: مركز إدارة السيولة الإسلامية..... 137
الفرع الثالث: الوكالـــة الإسلامية الدولية للتصنيف 138
الفرع الرابع: شركة رساميل للتصكيك 139
خلاصة الفصل الثالث..... 140
الفصل الرابع: واقع صناعة الصكوك مع عرض تجارب بعض الدول 141-189
تمهيد..... 141
المبحث الأول: واقع وآفاق صناعة الصكوك الإسلامية 142
المطلب الأول: تطور حجم الصكوك الإسلامية..... 142
الفرع الأول: إصدارات الصكوك والمؤسسات المالية الإسلامية..... 142
الفرع الثاني: تطور حجم الصكوك الإسلامية 143
المطلب الثاني: تداعيات الأزمة المالية العالمية على سوق الصكوك الإسلامية..... 146
الفرع الأول: أثر الأزمة المالية العالمية على سوق الصكوك..... 146
الفرع الثاني: دور الصكوك الإسلامية في معالجة آثار الأزمة المالية وتوفير السيولة 149
المطلب الثالث: آفاق سوق الصكوك الإسلامية وتحدياتها..... 150
الفرع الأول: الحالة الراهنة والنظرة المستقبلية لسوق الصكوك الإسلامية 150
الفرع الثاني: أبرز العقبات والتحديات المعاصرة للصكوك الإسلامية..... 152
المبحث الثاني: تجربة ماليزيـــا في مجال استخدام التصكيك لإدارة السيولة..... 154
المطلب الأول: النظام المصرفي والمالي في ماليزيا 154
الفرع الأول: قطاع البنوك والمؤسسات المالية في ماليزيا 154

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

الفرع الثاني: مؤسسات البنية التحتية الإسلامية في ماليزيا..... 155
المطلب الثاني: منتجات التصكيك بماليزيا ودورها في إدارة السيولة 157
الفرع الأول: الصكوك الإسلامية الحكومية والخـــاصة 157
الفرع الثاني: صكوك أخرى مستعملة لإدارة السيولة..... 162
المطلب الثالث: تقييم التجربة الماليزية..... 163
الفرع الأول: ملامح وخصوصية التجربة الماليزية 163
الفرع الثاني: مرتكزات حسن إدارة السيولة التي وفرتها منتجات التصكيك بماليزيا..... 164
الفرع الثالث: سلبيات وتحديات استخدام منتجات التصكيك كآلية لإدارة السيولة 165
المبحث الثالث:تجربة السودان في مجال استخدام التصكيك لإدارة السيولة 166
المطلب الأول: النظام المصرفي والمالي في السودان..... 166
الفرع الأول: تطور الجهاز المصرفي السوداني ومراحل إصلاحه 166
الفرع الثاني: واقع قطاع البنوك والمؤسسات المالية في السودان 168
المطلب الثاني: التصكيك في السودان ودوره في إدارة السيولة..... 171
الفرع الأول: الجيل الأول من الأوراق المالية الإسلامية 171
الفرع الثاني: الجيل الثاني من الأوراق المالية الإسلامية 181
المطلب الثالث: تقييم التجربة السودانية 184
الفرع الأول: مـــلامح وخصوصية التجربة السودانية 185
الفرع الثاني: تقييم تجربة السودان في مجال استخدام التصكيك كآلية لإدارة السيولة 185
خلاصة الفصل الرابع 187
خاتمة..... 188
قائمة المراجع 192

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

توطـــئة

بدأت البنوك الإسلامية في الظهور منذ بداية الستينيات من العقد الماضي في إطار تلبية رغبـــات المستثمرين والمدخرين الإسلاميين، واستجابة لنداءات العديد من المؤسسات المالية الإسلامية ذات الطـــابع الإقليمي والدولي، كان التحدي الأساسي لهذه المؤسسات هو كيفية إجراء مختلف عمليات الوساطة المالية من حشد للمدخرات وتوظيفها دون اللجوء لآلية سعر الفائدة، لذلك بدأت حركة دؤوبة وواسعة مـــن الاجتهاد المالي لابتكار وتطوير أدوات مالية إسلامية تخدم أهداف هذه المؤسسات بجانـــب الاســـتجابة لاحتياجات العملاء المتزايدة من المنتجات والخدمات المصرفية الملائمة، ولهذا كانـــت البدايـــة مـــصرفية بصياغة العقود الإسلامية للتمويل والبيوع والاستثمار في جانبي حشد وتوظيف الموارد بالبنوك الإسلامية.

ومع التطور الكبير للبنوك الإسلامية ونجاحها عالمياً، والذي صاحبه زيـــادة حجـــم الودائـــع والحسابات الاستثمارية عما كان متوقعاً ومخططاً له وترتب على ذلك زيادة التدفقات النقدية الداخلة عن التدفقات النقدية الخارجة وعن رصيد السيولة الواجب الاحتفاظ به. نجم مـــا يـــسمى بمـــشكلة **"إدارة السيولة"**، خصوصاً أن البنوك الإسلامية لا تستطيع التصرف في فائض السيولة مثلمـــا تـــصنع البنـــوك التقليدية التي تتعامل بالأساليب والأدوات القائمة على الفائدة الربوية، إذ تستطيع هذه الأخيرة أن تودع فائض السيولة لديها في أي وقت وحسب أي مدة تريدها لدى بنوك أخرى بسعر الفائـــدة الـــسائد في السوق، أو تودعها لدى البنك المركزي أو توظفها في الأسواق المالية. وكذلك الأمر بالنسبة لحالة العجز في السيولة، حيث يمكنها الاقتراض من المؤسسات المالية والبنوك بما فيها البنك المركزي أو من الأســـواق المالية.

أما البنوك الإسلامية فهي تجد عوائق كبيرة في إدارة السيولة نظراً لصعوبة الحصول على نقديـــة بتكلفة معقولة إما بالاقتراض أو بيع الأصول، لأن القروض بفوائد لا تجوز في الشريعة الإسلامية، لـــذلك فإنها لا تستطيع أن تقترض أموالا بفوائد لمقابلة متطلبات السيولة عند الحاجة، ولا يمكنـــها اللجـــوء إلى أدوات السوق النقدي. كما أن الأدوات المتاحة في تعاملها مع البنك المركزي للاستفادة مـــن وظيفـــة المقرض الأخير للسيولة غير متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية. لذا كان من التحديات التي تواجههـــا هذه البنوك هو ابتكار أدوات مالية إسلامية تخدم أغراض إدارة السيولة والربحية.

ويشمل البحث عن استرتيجيات وتقنيات وأدوات إدارة السيولة بالمؤسسات التي تقدم الخدمات المالية الإسلامية محاكاة بعض الأدوات التقليدية والتي يمكن إعادة هيكلتها وتصميمها بطريقة تتوافق مـــع مبادئ الشريعة الإسلامية أو إيجاد أدوات مبتكرة لإدارة السيولة لم تكن موجودة من قبل.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

فيما يتعلق بالجانب الأول (المحاكاة للصناعة المالية التقليدية) وهو إن كان مدخلا غير مستحب إلا أنه لا مناص منه خاصة وأن الصناعة المالية التقليدية قد خطت خطوات ومراحل كبيرة في مجـــال إدارة السيولة، وهو ما يجعل عدم الاستفادة من تلك التجربة نوعا من التفريط. ويبقى الجانب الآخر، (إيجـــاد أدوات مبتكرة لإدارة السيولة) فهو يعتبر الأساس الذي ينبغي أن تعتمد عليه الصناعة الماليـــة الإســـلامية للتخلص من التبعية للصناعة التقليدية.

وكانت منتجات **"التصكيك"** من أبرز منتجات الهندسة المالية الإسلامية، والتي ما إن طرحـــت في أسواق المال حتى لقيت رواجاً وانتشاراً واسعاً. والتي تمت هيكلتها للمساهمة وبشكل أساسي في إدارة السيولة لدى البنوك الإسلامية، لتمكين المؤسسات المالية الإسلامية من تسييل الأصول غـــير الـــسائلة في ميزانيتها وتحويلها إلى أصول قابلة للتداول في الأسواق المالية، واستخدام الـــسيولة المتـــوفرة في إعـــادة الاستثمار، وزيادة حجم عملياتها وأنشطتها دون الحاجة إلى زيادة رأس المال أو زيادة حجـــم الودائـــع. وتنبع فكرة إصدار منتجات التصكيك من صيغ المعاملات الشرعية المعهـــودة مـــن مـــشاركة وإجـــارة واستصناع وسلم وغيرها لمواكبة متطلبات العصر التمويلية وكبديل لأدوات الاستثمار التقليدي.

أهمية الدراسة

يستمد البحث أهميته من أهمية الموضوع بحد ذاته، فموضوع السيولة وطرق إدارتها يعتـــبر مـــن أكبر التحديـــات التي تواجه العمل المصرفي، التقليدي والإســـلامي على حـــد سواء، وذلك لصعوبـــة التوفيـــق بين متطلبات السيولـــة الواجب الاحتفاظ بها، واعتبـــارات الربحية المرجو تحقيقها، ومما زاد من أهمية السيولة وضرورة التعامل معها بحيطة وحذر شديدين، تكرار الأزمات المالية التي أصبحت تـــصيب الأنظمة المالية المحلية والعالمية، ففي الأزمة المالية الأخيرة بدا جلياً مدى عمق انقطاعات الـــسيولة ومـــدة استمرارها في أسواق التمويل الرئيسية، مما عرّض البنوك لمشكلات التمويل بسبب عدة عوامـــل منهـــا جوانب الضعف في البنية التحية للأسواق المالية، ترابط هذه الأخيرة فيما بينها ما يـــسهل مـــن انتقـــال العدوى، نقص المعلومات عن مخاطر الطرف المقابل، تنامي استخدام القروض قصيرة الأجل لتمويل أصول أطول أجلاً. الأمر الذي يستدعي جعل إدارة السيولة من الأهداف العليا للبنوك وخـــصوصاً في البنـــوك الإسلامية.

ومن الجانب الآخر، ظهرت منتجات التصكيك كإحدى أهم الأدوات الاستثمارية الواعدة والتي تشهد انتشاراً واسعاً لا يقتصر على العـــالم العربي والإسلامي فحسب، بل أصـــبحت هـــذه الأدوات متـــاحة للجميع، ضف إلى ذلك قدرة التصكيك على تنويع الأدوات الاستثمارية القابلة للتداول والمتاحة للمستثمرين وبالتالي فتح قنوات استثمارية جديدة تساهم في توظيف السيولة الفائضة، هـــذا إلى جانـــب

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

قدرته على تحريك وتنشيط السوق المالية الإسلامية بما يتيح للبنوك الإسلامية القدرة على إدارة موجوداتها والتزاماتها بفعالية

أهداف البحث

يسعى هذا البحث إلى الوصول إلى أهداف الآتية:

1. بيان الأساليب والأدوات التي تستخدمها البنوك التقليدية في إدارة سيولتها واستثمارها، ومعرفة مدى ملائمة هذه الأساليب والأدوات للبنوك الإسلامية.
2. معرفة واقع السيولة البنوك الإسلامية وانعكاساتها.
3. تسليط الضوء على الخلفيات الأساسية لعملية التصكيك.
4. إبراز دور التصكيك في توفير البنية التحتية للبنوك الإسلامية من أجل إدارة سيولتها.
5. معرفة واقع صناعة التصكيك وتداعيات الأزمة المالية العالمية عليها.
6. عرض تجربتي ماليزيا والسودان في مجال استخدام منتجات التصكيك لإدارة السيولة.

الإشكالية

تواجه البنوك الإسلامية صعوبات كبيرة في إدارة سيولتها بسبب عدم توفر فرص إستثمارية كافية وصعوبة الحصول على سيولة بطريقة لا تتعارض مع الشريعة الإسلامية، ومرد ذلك عدم توفر أدوات مالية تتمتع بالسيولة الكافية تستخدمها البنوك الإسلامية لإدارة سيولتها. وسعياً للتغلب على هذه المشكلة وإيجاد الحلول توجهت الأنظار إلى آلية التصكيك الإسلامي.

على ضوء ما تقدم فإن إشكالية البحث تدور حول السؤال الرئيس الموالي:

- ما هي الحلول التي تتيحها آلية التصكيك الإسلامي للتغلب على مشكلة إدارة السيولة ومخاطرها في البنوك الإسلامية؟

ومن هذا السؤال الرئيس ثم طرح الأسئلة الفرعية الآتية:

- هل تتعرض البنوك الإسلامية لأزمات السيولة مثل البنوك التقليدية؟ وهل تملك الآليات والأدوات الكافية لإدارتها ؟

- هل الهندسة المالية الإسلامية قادرة على ابتكار وتطوير آليات وأدوات مالية تساهم في إدارة السيولة بالبنوك الإسلامية؟

- ما الذي يمكن أن يضيفه التصكيك للبنوك الإسلامية من أجل حل مشكلة السيولة والتحكم فيها؟

- هل نجحت البنوك الإسلامية في استخدام الصكوك الإسلامية كوسيلة لاستثمار فائض السيولة وكملجأ لتغطية العجز عند الحاجة للسيولة؟

- ما هي التحديات التي تواجه عملية التصكيك ومنتجاتها وتحد من فعاليتها في إدارة السيولة؟

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

الفرضيـــات

انطلاقاً من الأسئلة السابقـــة المطروحة، فإن هذا البحث يقوم على اختبار الفرضيات الآتية:

- تعتبر البنوك الإسلامية أقل تعرضاً لأزمات السيولة لأن نموذج الوساطة المالية الإسلامية يـــنص علـــى اقتسام المخاطرة بين البنك الإسلامي والمودع أو العميل، مما يحد من حالات الاندفاع المصرفي مـــن قبـــل المودعين مقارنةً بنموذج الوساطة المالية التقليدية. إلا أن البنوك الإسلامية تفتقر إلى البنية التحتية المساعدة في إدارة السيولة بشكل يضمن استقرارهـــا على المدى الطويل.

- الهندسة المالية الإسلامية قادرة على ابتكار آليات وأدوات مالية جديدة تمثل حلولاً إبـــداعية لمـــشاكل الإدارة التمويلية، ومنها إدارة السيولة.

- يمكن للتصكيك الإسلامي أن يضيف للصناعة المـــالية الإسلامية العديد مـــن الأدوات المـــــالية ذات آجال استحقاق مختلفة التي من شأنها تطوير وتـــفعيل البنية التحتية للنظام المـــالي الإسلامي من أســـواق ومؤسسات.

- تستطيع البنوك الإسلامية استثمار فائض السيولة بالاكتتاب في الصكوك الاستثمارية المختلفة وفق مبدأ المشاركة والمضاربة في المشاريع التنموية والاستفادة من سيولة هذه الصكوك عند الحاجة بـــــتداولها في السوق المالية الإسلامية أو بخصمها لدى البنك المركزي أو لدى البنوك الإسلامية الأخرى.

- تعتبر الضوابط الشرعية والتشريعية وغياب الأسواق الثانوية من أبرز التحديات التي تواجـــه صـــناعة التصكيك بالبنوك الإسلامية.

منهج البحث

للإجابة على الإشكالية المطروحة والوصول إلى الأهداف المرجوة، تتم معالجة موضوع البحـــث بإتباع المنهج الوصفي التحليلي لتوضيح مختلف العناصر المرتبطة بإدارة السيولة في البنوك، وكذا مختلـــف العناصر المرتبطة بالتصكيك ومخرجاته، ودور هذه الأخيرة في إدارة ســـيولة البنوك الإسلامية.

الدراسات السابقة

1- (دراسة سوسن محمد سليم السعدي: 2010)

الدراسة عبارة عن رسالة ماجستير في كلـــية الشريعة والدراســـــات الإســـلامية بجامـــــعة اليرموك، الأردن تحت عنوان: **المخاطر الناتجة عن السيولة في البنوك الإسلامية في الأردن- دراسة مقارنة.**

توصلت الدراسة إلى وجود ارتفاع في نسبة السيولة بـــالبنوك الإســـلامية العاملـــة في الأردن واضطرارها لإيداع احتياطي نقدي بدون عوائد، وكذا عدم استفادتها من تسهيلات المقـــرض الأخـــير للسيولة. كما خلصت الدراسة إلى أن البنوك الإسلامية تركز على التمويل بالمرابحة للآمر بالشراء وعـــدم لجوءها إلى التمويل بالمضاربة والمشاركة إلا بنسب منخفضة. واقترحت الباحثة جملـــة من الحلول أهمها:

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

قيام البنك المركزي بتقديم السيولة للبنوك الإسلامية على أساس المضاربة، تقديم السيولة لمن يحتاجها من البنوك الإسلامية في شكل قرض حسن، إنشاء صندوق مشترك للسيولة تساهم فيه البنوك.

2- (دراسة أكرم لال الدين: 2010)

الدراسة عبارة عن بحث مقدم في الدورة العشرون لمجمع الفقه الإسلامي، المملكة العربية السعودية، تحت عنوان: **إدارة السيولة في المصارف الإسلامية.**

هدف الباحث إلى دراسة إدارة السيولة في البنوك الإسلامية مع التركيز على التجربة الماليزية. وقد تم بحث هذا الموضوع من خلال التعريف بالسيولة وإدارتها، وبيان أهميتها، وأهم مكوناتها، والمرتكزات الأساسية لنجاحها. كما تم عرض الأدوات النقدية الإسلامية لإدارة السيولة وفحص نجاعتها وانضباطها بالضوابط الشرعية. وكانت الصكوك الإسلامية محل تركيز هذه الورقة بالنسبة لهذه الأدوات، وذلك من خلال بحث أهميتها في إدارة السيولة وضوابط تداولها. وخلص الباحث إلى جملة من النتائج أهمها: أن السوق الإسلامية تعاني من شح الأدوات النقدية المالية لإدارة السيولة، وأن أهم عائق يواجه استخدام الصكوك كأداة لإدارة السيولة هو الضوابط الشرعية.

3- (دراسة عبد الملك منصور: 2009)

الدراسة عبارة عن بحث مقدم في مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، تحت عنوان: **العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جديدة.**

تطرق الباحث في هذه الدراسة إلى ماهية الصكوك الإسلامية وأنواعها وخصائصها، وأسس إصدارها وتداولها، ودورها في تطوير السوق المالية وتوفير الموارد للاحتياجات الاستثمارية للمؤسسات الخاصة والحكومية، كما تناول الباحث تجارب إصدار هذه الصكوك علي مستوى الدول، والمشكلات التي واجهتها، ودراسة الإطار التشريعي اللازم لتفعيل التعامل بالصكوك الإسلامية في مجال توفير الاحتياجات الرسمية، وعرض مقترح تشريعي للصكوك.

4- (دراسة سليمان ناصر: 2008)

الدراسة عبارة عن بحث مقدم في الملتقى الدولي حول إستراتيجية إدارة المخاطر في المؤسسات: الآفاق والتحديات بكلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، تحت عنوان: **التوريق كأداة مالية لتسيير مخاطر السيولة في البنوك-تجربة توريق القروض العقارية في الجزائر.**

توصل الباحث من وراء هذه الورقة البحثية إلى أن التوريق يعتبر أداة مالية حديثة تعمل على إدارة مخاطر تجميد الأموال ونقص السيولة في البنوك، ولنجاح هذه العملية يتطلب الأمر توفر جملة من

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

الشروط، كالشركة ذات الغرض الخاص وسوق مالية نشطة. وإلا يبقى خطر السيولة قائم في البنوك والمؤسسات المالية خصوصاً تلك التي تمنح قروضاً عقارية.

5- (دراسة زاهرة علي محمد بني عامر: 2008)

الدراسة عبارة عن رسالة ماجستير في كلية الشريعة والدراسات الإسلامية بجامعة اليرموك الأردن، تحت عنوان : **التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية.**

خلصت الباحثة في هذه الدراسة إلى أن التصكيك الإسلامي يشابه التصكيك التقليدي من حيث كونه آلية لتجزئة الأصول والحصول على السيولة، ولكنه يختلف عنه من حيث انضباط الأول بأحكام المعاملات المالية الإسلامية. كما بينت الباحثة أنه يمكن أن يكون للتصكيك الإسلامي تأثير على مستوى الاقتصاد الكلي من حيث قدرته على جذب المدخرات وتمويل المشاريع الاستثمارية ومشاريع البنى التحتية، وحل مشكلة المديونية من خلال استبدال سندات الدين العام بصكوك استصناع وصكوك منافع عامة إسلامية، والتأثير على كفاءة العمل المصرفي الإسلامي، كما أن التصكيك الإسلامي قد يعمل على تطوير الأسواق المالية الإسلامية من خلال الزيادة الكمية والنوعية للأدوات المالية الإسلامية المطروحة فيها، وإيجاد مؤسسات مالية جديدة متعاملة في الأسواق المالية.

ما يلاحظ من خلال استعراض الدراسات السابقة أنها تناولت جوانب متعددة:

- موضوع إدارة السيولة في البنوك الإسلامية وفق الشريعة الإسلامية وتحدياته.
- التعريف بالصكوك ودورها على المستوى الكلي والجزئي، التحديات التي تواجهها.
- أهيمة التوريق المصرفي في معالجة مخاطر السيولة بالبنوك التجارية التقليدية.
- دور التصكيك في تطوير السوق المالي الإسلامي.
- المخاطر والتحديات التي تواجهها الصناعة المالية الإسلامية.

أما ما تضيفه الدراسة الحالية فهو:

- السيولة في البنوك التقليدية، استراتيجيات وتقنيات وأدوات إدارتها.
- معرفة الحالة الراهنة للسيولة المصرفية الإسلامية وآثارها.
- تحديات إدارة السيولة بالبنوك الإسلامية.
- دراسة مختلفة العناصر المتعلقة بالتصكيك الإسلامي ومنتجاته.
- إبراز أهمية التصكيك الإسلامي في إدارة سيولة البنوك الإسلامية.
- عرض تجارب بعض الدول الرائدة في مجال التصكيك.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

حدود الدراسة

من حيث البعد العلمي نتناول فيه إدارة السيولة بالبنوك (التقليدية والإسلامية) والخلفيات الأساسية للتصكيك ودور هذا الأخير في إدارة السيولة وخصوصاً دوره في حل مشكلة فائض السيولة. أما فيما يخص البعد المكاني فنركز دراستنا على البعض الدول التي تتعامل بالصكوك الإسلامية وهي دولة ماليزيا باعتبارها دولة رائدة في ميدان التصكيك ودولة السودان لما لها من تجربة جادة في هذا المجال.

صعوبات البحث

لقد واجهتنا عدة صعوبات تمثلت في نقص المراجع المتخصصة والمحكمة في معالجة موضوع إدارة السيولة بالبنوك الإسلامية، بالإضافة إلى نقص الإحصائيات حول استخدام منتجات التصكيك الإسلامي من طرف البنوك الإسلامية.

أقسام البحث

لمعالجة هذا البحث تم تقسيمه إلى أربعة فصول، يتعرض **الفصل الأول** الخلفية الأساسية للسيولة المصرفية، وذلك في المبحث الأول. أما المبحث الثاني فيتناول السيولة في البنوك التقليدية مع التطرق لأساليب إدارتها. بينما يدرس المبحث الثالث السيولة في البنوك الإسلامية ومعوقات إدارتها.

أما **الفصل الثاني** فتم تقسيمه إلى ثلاثة مباحث، يتناول المبحث الأول دور الهندسة المالية الإسلامية في ابتكار وتطوير أدوات مالية، أما المبحث الثاني فيدرس آلية التصكيك، أطرافه وأركانه، وبيان أهم الفروق بينه وبين التوريق التقليدي، والمبحث الأخير يستعرض منتجات التصكيك والمتمثلة في الصكوك الاستثمارية.

بينما **الفصل الثالث** يدرس دور التصكيك في إدارة السيولة بالبنوك الإسلامية، حيث تم تقسيمه إلى ثلاث مباحث. يتعرض المبحث الأول إلى دور التصكيك في استثمار فائض السيولة وإدارة مخاطرها. في حين يدرس المبحث الثاني دور التصكيك في تفعيل وظيفة المقرض الأخير للسيولة. أما المبحث الثالث فيتناول دور التصكيك في تطوير السوق المالية الإسلامية.

وفي **الفصل الرابع** والأخير يتم التطرق لواقع وآفاق صناعة الصكوك وتجارب بعض الدول الرائدة في مجال التصكيك. وذلك من خلال تقسيم الفصل إلى ثلاث مباحث، يستعرض المبحث الأول واقع وآفاق صناعة الصكوك. والمبحث الثاني تجربة ماليزيا، والثالث تجربة السودان.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

تمهيد

يعتبر موضوع إدارة السيولة في البنوك من أكبر التحديات التي تواجه العمل المصرفي، سواءً التقليدي أو الإسلامي، وذلك لصعوبة التوفيق بين متطلبات السيولة الواجب الاحتفاظ بها، واعتبارات الربحية المرجو تحقيقها، إذ أن زيادة السيولة عن المستوى المناسب في أي بنك يعني ضعف قدرته في استثمار هذا الفائض وتحقيق الأرباح المنشودة منه، إلى جانب ضعف مساهمته في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية، في مقابل ذلك فإن نقص السيولة عن الحد الواجب الاحتفاظ به يمكن أن يعرض البنك لفقدان ثقة عملائه وهذا بدوره يهدد استقرار النظام المصرفي والمالي بأكمله. لذا على البنوك البحث عن مستوى السيولة الذي يُمكِنها من تعظيم الأرباح والقيام بدورها على أكمل وجه، وفي نفس الوقت تحافظ على الحد الأدنى المناسب من السيولة.

ومن خلال هذا الفصل سيتم التعرض لمفهوم السيولة المصرفية والعوامل المؤثرة فيها ومخاطرها، وكذا أهم النظريات التي حاولت تفسير مشكلة السيولة في البنوك، إلى جانب التعرض إلى دور السوق النقدي في تأمين السيولة المصرفية وذلك في المبحث الأول. أما المبحث الثاني فيتناول السيولة في البنوك التقليدية وطرق إدارتها. بينما يدرس المبحث الثالث السيولة في البنوك الإسلامية ومعوقات إدارتها.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

المبحث الأول: مدخل إلى السيولة المصرفية

تقوم البنـــوك بدور هام في النشاط الاقتصادي، حيث تعمل على تجميع وتعبئة الموارد المالية مـــن الوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالي، وتوجيهها في شكل قروض وسلفيات إلى الوحـــدات الاقتصادية ذات العجز المالي في النشاط الاقتصادي. الأمر الذي يترتب عليه تأمين السيولـــة المناسبة بالمبلغ المطلـــوب وفي الوقت اللازم من أجل القيام بمهام الوساطة الماليـــة.

المطلب الأول: السيولة المصرفية، علاقتها بالربحية ومخاطرها

تسعى البنوك التجارية لتحقيق الأرباح من خلال توظيفهـــا للأموال، ومن ثم فإن تحقيـــق هـــذا الهدف يدفعها إلى التوسع في حجم التوظيفات والائتمان، دون مراعاة مصالح المودعين، أو توفير ضمانات ضد مخـــاطر السيولة، وعليه فإنه على البنوك التوفيق بين الأهداف الثلاثة: حماية أموال المودعين، الـــسيولة والربحيـــة.

الفرع الأول: مفاهيم السيولة المصرفية وعلاقتهـــا بالربحية

تعتبر السيولة المصرفية ضرورية لمقابلة احتياجات الأموال وأي تقلبات قد تحدث في الميزانية سواء كانت متوقعة أو غير متوقعة، فهي تمثل قدرة البنك على الوفاء بالالتزاماته وتغطية زيادات التمويل في محفظة القروض والاستثمار.

أولاً: مفهوم السيولة المصرفية

وردت عدة تعاريف للسيولة المصرفية، يمكن ذكر البعض منها فيما يلي:

1. **تعريف** "نتش فلا وميريال تيست" ***Natacha Valla et Muriel Tiesset*** : يعرف الباحثـــان الـــسيولة المصرفية بطريقتين هما:[1]

التعريف الأول: يُعْرف **"بسيولة التمويل"**، يغطي هذا المصطلح الأموال الساخنة (نقدا)، والأصول القابلة للتسييل بسرعة، أي السيولة الضرورية التي تستجيب لطلبات سحب الأموال أو الودائع في الأجل القـــصير بهدف تسوية العمليات الاعتيادية والتجارية للزبائن، هذا البعد من السيولة هو المهيمن في إطـــار الأنـــشطة التقليدية للبنوك (الوساطة المالية).

التعريف الثاني: أوسع نوعا ما ويعتبر أن البنوك تساهم هي الأخرى-وأحيانا بقوة- في سير المفاوضـــات (التبادل) حول الأصول في السوق المالي، هذا البعد الثاني أقرب إلى **"سيولة السوق"**، أي قدرة البنـــــوك على تسييل أصول غير نقديـــة.

[1] *Natacha Valla et Muriel Tiesset,* ***Liquidité bancaire et stabilité financière,*** *banque de France, revue de stabilité financière, numéro spécial liquidité, N 09, décemdre2006. p 94 -95.*

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

ما يلاحظ على هذين التعريفين أنـــهما يعكسان نوعين من السيولة، سيولة التمويل التي تظهر من خلالها المهمة التقليدية والأساسية للبنوك وهي الوساطة المالية التي اقترنت بظهور البنوك، والسيولة السوقية أي قدرة البنوك على الحصول على السيولة عن طريق التعامل في الأسواق المالية باستخدام الأصول الماليـــة، ويرتبط هذا النوع من السيولة بظهور وتطور الأسواق المالية سواء المحلية أو الدولية.

2. **تعريف** "أندرو" ***Andreu*** : "يمكن وصف السيولة بأنها السهولة التي بها يمكن استخراج القيمة مـــن الأصول، هذا الاستخراج للقيمة قد يتحقق من خلال استعمال الملاءة للحصول على تمويل خارجي أو من خلال بيع الأوراق الماليـــة في السوق"[1].

لكن هذا التعريف غير كامل إذ ركز على جانب السهولة، أي المقدرة على بيع أو تسييل الأصول (سيولة السوق) والقدرة على الاقتراض، وأهمل المعنى المطلق للسيولة والمتمثل في النقدية.

3. **تعريف** "بنك جمايكا" ***Bank of Jamaica*** "السيولة هي توفر الأموال، أو التأكد من تـــوفر الأمـــوال للوفاء بجميع التزامات التدفقات النقدية الخارجة عند تاريخ استحقاقها. هذه الالتزامات يتم الوفـــاء بهـــا عموماً من خلال التدفقات النقدية الداخلة، على أن تُستكمل من حيث أن الأصول قابلة للتحويل بسهولة إلى نقد، أو من خلال قدرة المؤسسة المالية على الاقتراض"[2].

ما يلاحظ على هذا التعريف هو أنه تناول ثلاث طرق لتوفير السيولة للبنوك، التدفقات النقديـــة الداخلة، قابلية الأصول للتحويل إلى نقد بسهولة والقدرة على الاقتراض.

4. **تعريف محمد سعيد أنور سلطان:** "السيولة المصرفية تعني احتفاظ البنك بجزء مـــن أصـــوله في شكل سائل بدرجات متفاوتة، وذلك لمواجهة الزيادة في سحب الودائع والسحب من الاعتمادات المفتوحة للعملاء، بحيث يتمكن البنك في ذات الوقت من استغلال ودائعه بما يحقق له أكبر ربح ممكن، مع الاحتفاظ بنقود كافية تمكنه من مقابلة طلبات السحب دون أدنى تأخير، ومن غير أن يـــنجم في ذلـــك ارتبـــاك في أعماله"[3].

انطلاقاً مما سبق يمكن تعريف السيولة المصرفية بأنها القدرة على مواجهة الالتزامات قصيرة الأجل في مواعيد استحقاقها وعلى الاستجابة لطلبات الائتمان. وهذا يستدعي احتفاظ البنك بجزء من أصـــوله في شكل سائل إضافة إلى أصول شبه سائلة، أي تلك التي يمكن تحويلها إلى نقد سائل بسرعة وسهولة بـــدون

---

[1] *Andreu Crockett, **Liquidité de marché et stabilité financière,** banque de France, revue de stabilité financière, numéro spécial liquidité, N 11, février2008, p 01.*

[2] *Standards of sound business practices, "**liquidity management**", Bank of Jamaica, 2005, p02.*
http://www.boj.org.jm/pdf/Standards-Liquidity%20Management.pdf. 12/04/2010.

[3] محمد سعيد أنور سلطان،"**إدارة البنوك**"، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2005، ص141.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

خسائر في قيمتها، وكذا قدرته على الاقتراض، وذلك لمقابلة حركة السحوبات العادية والمفاجئة، أو لمـــنح قروض جديدة.

ثانياً: العوامل المؤثرة في السيولة المصرفية

أهم العوامل المؤثرة في السيولة المصرفية ما يلي:[1]

1. **عمليات الإيداع والسحب على الودائع:** في الوقت الذي تؤدي فيه عمليات السحب على الودائـــع نقدا، أي قلب الودائع إلى نقود قانونية لإنجاز المعاملات اليومية إلى تخفيض نقدية الـــصندوق واحتياطـــات البنك التجاري لدى البنك المركزي، وبالتالي إلى تقليص سيولته فإن عمليات الإيـــداع (تحويـــل النقـــود القانونية إلى ودائع مصرفية) تعمل على تحسين سيولة البنك التجاري.
2. **معاملات الزبائن مع الخزينة العامة:** سيولة البنك التجاري يمكن أن تتأثر من خلال علاقة الجمهور بالخزينة العامة، وعموما تتحسن السيولة المصرفية في حالة كون عملاء المصرف التجاري دائنين للخزينـــة ودائنية الزبائن بالنسبة للخزينة تتحقق في حالات عديدة أهمها:
   - أن الزبائن يعملون في أجهزة الدولة ويودعون ما يتقاضون من أموال لدى بنك تجاري.
   - استرداد مبالغ السندات الحكومية التي إبتاعها الزبائن في فترة سابقة.
   - عقد صفقة توريد سلع وخدمات إلى الدولة.
3. **رصيد عمليات المقاصة بين البنوك:** تزداد سيولة البنك التجاري إذا ظهر رصيد حسابه الجاري دائن لدى البنك المركزي نتيجة تسوية حساباته مع البنوك التجارية الأخرى العاملة في البلد، ففي هـــذه الحالـــة تضاف موارد نقدية جديدة إلى احتياطاته النقدية التي يحتفظ بها لدى البنك المركزي، مما يزيد من أرصـــدته النقدية. فعمليات المقاصة التي تجري على مستوى الجهاز المصرفي التجاري، تؤدي إلى إحداث تغير في توزيع السيولة المتاحة بين البنوك دون أن يصاحب ذلك أي تغيير في الكمية الإجمالية للسيولـــة المصرفية، أما على مستوى البنك التجاري الواحد فإن حجم السيولة المتوفرة سيتأثر نتيجة عمليات المقاصة، فالبنك الذي يحقق رصيداً دائنا اتجاه البنوك الأخرى سيشهد تحسناً في سيولته، والعكس صحيح.
4. **علاقة البنك المركزي بالبنوك التجارية:** يمتلك البنك المركزي كممثل للسلطة النقدية قدرة التأثير في السيولة المصرفية، من خلال تزويده البنوك التجارية بالنقد المطلوب من النقود الورقية والمعدنية، فإذا اعتمد البنك المركزي على سياسة تقليص عرض العملة، فإنه سيعمل على تخفيض حجم الأرصدة النقدية الحاضرة أو الاحتياطات النقدية المتوفرة لديها، يقلل قابلتها على منح القروض، وتعتمد سياسة البنك المركزي هـــذه على رفع سعر إعادة الخصم، وبيع السندات الحكومية في السوق المفتوحة، ورفع نسبة الاحتياطي النقـــدي القانوني، ويحصل العكس في حالة توسيع عرض العملة، لأن ذلك يؤدي على زيادة الأرصدة النقدية للبنوك،

[1] رضا صاحب أبو أحمد، **"إدارة المصارف"**، دار الفكر للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2002، ص185-186.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

ويوسع سيولتها المصرفية، مما يسمح في التحليل الأخير قدرتها الإقراضية ومواجهة مختلف السحوبات من العملة.

ثالثاً: إيجابيات السيولة المصرفية

يمكن استخلاص إيجابيات احتفاظ البنوك بالسيولة في النقاط الموالية:

1. تمثل السيولة عنصر الأمان والحماية تجنب البنوك خطر عدم الدفع ومن ثم الإفلاس.
2. تتيح عملية التحكم في إدارة السيولة للبنوك المرونة في الخيار، حيث توفر السيولة إمكانية البحث عن الاستثمار الأفضل.
3. تعتبر السيولة مؤشراً لقدرة البنك على الوفاء بالتزاماته اتجاه المودعين، وبالتالي تعزيز عنصر الثقة في البنك.
4. مواجهة الظروف الطارئة غير المتوقعة وغير الواردة في الخطة، حيث نجد أنه رغم وجود خطط للسيولة إلاّ أن البنك قد يواجه بظروف طارئة تدعوا إلى وجود تدفقات نقدية خارجة.
5. تجنب البنك البحث عن مصادر تمويل تكون في الغالب مكلفة.
6. تعتبر مؤثراً إيجابياً للبنك في السوق المالي وللمحللين والمصنفين والجهات الرقابية.

رابعاً: سلبيات السيولة المصرفية

إن للسيولة المصرفية سلبيات إذا لم تكن الحاجة إليها، مثل عدم القدرة على استثمارها بالشكل المطلوب، حيث يضطر البنك إما لعدم استثمارها أصلا أو توظيفها في استمارات ذات أرباح أقل، وبالتالي تظهر نتائج البنك في الأخير على شكل غير مرض. مما يؤثر على سمعته أمام البنك المركزي، وهيئات التصنيف، المودعين، وهذا بدوره قد يؤدي بالمودعين للاتجاه لبنوك أخرى، ولا سيما في ظل وجود منافسة قوية.

خامساً: علاقة السيولة بالربحية

تؤدي عملية احتفاظ البنك بسيولة كبيرة إلى تعرضه لفقدان فرصة الحصول على أرباح كان من الممكن الحصول عليها لو قام بتوظيف تلك السيولة التي احتفظ بها، ومن هنا يتجلى التعارض بين الربحية والسيولة، وهي المشكلة الرئيسية في الأعمال المصرفية، ويمكن إيضاح طبيعة هذا التعارض عند مقارنة مسك النقد في الصندوق واستخدامه بشكل أو آخر، فالنقد كما هو معلوم يمثل السائل المطلق الذي تقارن به سيولة باقي الأصول، وكل استخدام آخر للنقد يبتعد به عن السيولة المطلقة لدرجة ما. وتمتاز بعض أنواع الاستخدام بكونها قريبة جدا من النقد بحيث يمكن تحويلها له بسرعة ودون تحقق خسارة، غير أن هذا الاستخدام يتطلب التضحية بجزء من دخل البنك.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

ولهذا تعتبر في كثير من الحالات "الربحية هي الهدف والسيولة هي القيد على هذا الهدف"[1]. فعلى البنك أن يسعى "لتحقيق هدف زيادة قيمة ثروة مالكيه عن طريق تحقيق أرباح ملائمة لا تقل عن تلك التي تحققها المشاريع الأخرى، والتي تتعرض لنفس الدرجة من المخاطرة"[2]مع الحفاظ بقدر ملائم من الأصـــول السائلة لمواجهة طلبات العملاء. وذلك بالبحث عن التوازن الأمثل بين الربحية والسيولة في إدارة الأصـــول والخصوم.

الفرع الثاني: خطر السيولة وعلاقته بخطر الملاءة

تعتبر مخاطر السيولة من أهم المخاطر التي تواجهها البنوك، وتتمثل في عدم قدرة البنك على سداد الالتزامات المالية عند استحقاقها.

أولاً: خطر السيولة

يربط العديد من الاقتصاديين بين هزات النظام المصرفي وهيكـــل ميزانية البنوك، ذلك أنه وبمجرد عدم وجود توافق زمني بين الأصول والخصوم المصرفية، فإن البنوك تعرض نفسها لخطر الـــسيولة، وعليـــه يمكن تعريف خطر السيولة كما يلي:

1. "تتمثل مخاطر السيولـــة في عدم قدرة البنك على سداد الالتزامات المـــالية عند استحقاقها، والبنك الذي لا يستطيع الوفاء بالتزاماته قصيرة الأجـــل تكون البداية لحدوث ظاهرة العجز الذي إذا استمر يمكن أن يؤدي إلى إفلاسه"[3].
2. "يعبر خطر السيولة عن عدم كفاية أرصدة المصرف النقديـــة لمواجهـــة مـــسحوبات احتياجـــات المقترضين، ويتعاظم هذا الخطر حينما لا يستطيع المصرف توقع الطلب الجديد على القروض أو مسحوبات الودائع ولا يستطيع الوصول إلى مصادر جديدة للنقدية"[4].

ممـــا سبق يتبين أن خطر السيولـــة ينتج عن عدم كفاية الأصول القصيرة الأجل لمقابلة المطلوبات القصيرة الأجل، فهو يحدث نتيجة فجوة استحقاق بين الأصول والخصوم، ويزداد هذا الخطر عندما يصعب على البنك تـــوفير الأموال بتكلفة معقولة، ويمكن أن ينتهي إلى إفلاس البنك.

وأهم الأسبـــاب التي تؤدي إلى حدوث خطر السيولـــة في البنـــوك ما يلي:

---

[1] ميلود بن مسعودة، "**مـــعايير التمويل والاستثمار في البنوك الإسلامية**"، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاجتماعيـــة والعلـــوم الإســـلامية، جامعـــة باتنـــــة، الجزائر، 2008، ص160.

[2] زياد رمضان ومحفوظ جودة، "**الاتجاهات المعاصرة في إدارة البنوك**"، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الثالثة، 2006، ص91.

[3] عبد الغفار حنفي،"**إدارة المصارف**"، دار الجامعة الجديدة للنشر، مصر، 2002، ص 162.

[4] بن علي بلعزوز وهدى عبو، "**الأخطار المالية في البنوك التقليدية والبنوك الإسلامية-دراسة مقارنة**"، الملتقى الدولي الثاني: الأزمة الماليـــة الراهنـــة والبدائل المالية والمصرفية، المركز الجامعي بخميس مليانة، الجزائر،5-6ماي 2009، ص14.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

- صدمات السحب المفاجئ التي تتعرض لها البنوك نتيجة اهتزاز عامل الثقة لدى جمهور المودعين على إثر النكسات التي تصيب البنوك التجارية أثناء مزاولة نشاطها الائتماني. (الاندفاع على البنوك الذي يتـــأتى من السلوكات غير المستقرة للمودعين)*.

- غياب التعاون بين البنوك والقدرات المحدودة للاتصال والنقل، فمثلا أحداث ســـبتمبر2001 الـــتي ضربت الولايات المتحدة الأمريكية أدت إلى إتلاف أنظمة الإعلام والنقل، والمؤسسات الماليـــة أغلقـــت أبوابها وتوقفت أنظمة الدفع، على الرغم من أن بعض البنوك كانت لها فوائض كبيرة والأخرى كانت لها عجوزات كبيرة[1].

- خطر السيولة يمس بصفة رئيسية النظام المصرفي للبلاد الناشئة، التي تكون الأسواق النقدية بها ما تزال في طور التشكيل[2].

- ظاهرة التغير المتسارع وغير المستقر لقيم الأصول، فمثلا تقييم محفظة الأوراق المـــالية بالقيمة السوقية قد يؤدي بالمؤسسة إلى تفضيل التنازل عن هذه الأصول عوض الاحتفاظ بهـــا، لأن قيمتها السوقية متدنية ولا تحقق مردودية في الأجـــل القريب والمتوسط، الشيء الذي يؤدي إلى الإفلاس وقد تنتشر هذه العدوى بين البنوك[3].

- صعوبة الحصول على السيولة بتكلفة معقولة عن طريق الاقتراض، أو صعوبة تسييل الأصول.
- رغبة البنوك في الحصول على عوائد أكبر، وذلك لأن العوائد تتناسب طردياً مع المخاطرة.
- تمويل البنوك لاستثمارات طويلة الأجل بموارد قصيرة الأجل.

ثانيًا: خطر الملاءة

يكون البنك في حالة ملاءة إذا كان قادرا على الإيفاء بجميع ديونه، وهذا يعني بقاء أصوله أكثـــر من خصومه، والعكس هو الإفلاس أو اللاملاءة[4]. وتقاس ملاءة البنك بقسمة القيمة السوقية لأصوله على

---

* إفلاس بنك أنترا في لبنان من الأمثلة على ما حدث لبنك نتيجة الطلب المفاجئ لأموال بعض العملاء في أكتوبر عام 1966، لقد أعلن عن الأزمـــة رسميا ببيان أول أصدره مجلس إدارة بنك أنترا يوم 14 أكتوبر 1966 ذكر فيه أسفه لاضطراره للتوقف عن الدفع وإقفال أبواب المصرف ابتداء مـــن صباح اليوم التالي بسبب فقدان السيولة نتيجة للسحب الكثيف على صناديقه والذي وصل خلال شهر واحد فقط إلى100مليون ليرة لبنانية. وفي بيانه الثاني أكد مجلس الإدارة البنك أن إقفاله لم يكن بسبب عجز في الميزانية ولكن السبب الوحيد هو فقدان السيولة.

[1] *Mihaela Costisor, "**comment appréhender le risque d'illiquidité dans le system bancaire**?", University Paris, Xll Val de Marne, october 2006, p03.*

[2] *Idem.*

[3] *Natacha Valla et Muriel Tiesset, "**Liquidité bancaire et stabilité financière**", Op-Cit. p 95.*

[4] عمر محمد فهد شيخ عثمان،"**إدارة الموجودات / المطلوبات لدى المصارف التقليدية والمصـــارف الإســـلامية (دراسة تحليلية تطبيقية مقارنة)**"، أطروحة دكتوراه، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، جامعة دمشق، 2009، ص 28.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

خصومه بعد طرح الاحتياطات من خصومه، فإذا كانت النتيجة تساوي أو أكثر من الواحد الصحيح دل ذلك على ملاءة البنك[1].

وعليه يكون البنك في حالة اللاملاءة أو خطر الملاءة عندما تكون قيمة الأصول أقل من الخصوم، وتدهور القيمة الأصول* تعود إما إلى انخفاض قيمة الأصول غير السائلة عند تقييمها بسعر السوق، أو تدهور محفظة القروض، وفي هذه الحالة رأس المال غير كاف لتغطية الخسائر، والبنك غير قادر على الوفاء بالتزاماته تجاه المودعين وأصحاب الحقوق[2]، فوضعية اللاملاءة هذه تستدعي تطبيق قرار إفلاس البنك وتصفيته.

ثالثاً: العلاقة بين خطر السيولة وخطر الملاءة

1. علاقة خطر السيولة بخطر الملاءة على مستوى البنك الواحد

يمكن لمشكل السيولة أن يتحول سريعا إلى مشكل ملاءة، فعندما يصبح البنك بحاجة إلى سيولة تبعا لسحوبات المودعين، فإنه لن يكون هناك مصدر آخر للسيولة، فسيفضل البنك تقييد القرض بدلا من بيع الأصول طويلة الأجل، وتبعا لهذا فإن المقاولين لا يمكنهم مواصلة أنشطتهم وبالتالي خلق قيمة حتى يتمكنوا من سداد القرض[3]. والنتيجة أن قيمة محفظة القروض للبنك تنخفض مما يستدعي ضرورة زيادة مؤونات أخرى، وفي الأخير تتسبب في عدم ملاءة البنك.

من جهة أخرى يمكن لحالة عدم الملاءة أن تعمق من حالة اللاسيولة، ففي حالة وقوع بنك في فخ التهافت عليه وكونه غير مليء، فإن تسييل الأصول طويلة الأجل ضروري لمواجهة صدمات السيولة، وهو ما يعمق الفجوة بين أصول وخصوم ميزانية المصرف ويزيد من خطر السيولة، وإضافة إلى ذلك فمن المحتمل أن لا يتم استرداد الودائع كليا.

2. علاقة خطر السيولة بخطر الملاءة على مستوى النظام المصرفي كله

التفاعل بين خطر السيولة وخطر الملاءة يظهر في مشكل العدوى، فتحت أثر الارتباط بين البنوك عن طريق سوق ما بين البنوك، أو التوقع بعدم ملاءة بنك ما يمكن أن يمتد بالعدوى إلى بنوك أخرى مليئة، مما يسبب اندفاع المودعين على سحب أموالهم، وفي النهاية إفلاس أو انهيار النظام المصرفي، وهنا يمكن للبنك المركزي أن يتدخل عموما لمساعدة البنوك لتتجاوز مشكلة السيولة. إذ أن" مسألة السيولة من

---

[1] زياد رمضان ومحفوظ جودة، **"الاتجاهات المعاصرة في إدارة البنوك"**، مرجع سبق ذكره، ص122.

* تدهور قيمة الأصول لها أثرها السيئ على جانب الخصوم أو التزامات البنك قبل الغير، بحيث أن قيمة الأصول تعادل دائما الخصوم، وأي انخفاض في قيمة الأصول لابد وأن يؤثر على قيمة الخصوم، وبانخفاض هذه القيمة يعجز البنك عن الوفاء بالتزاماته، وإن حدث شك من جانب عملاء البنك في قدرته على الوفاء بالتزاماته، فإن ذلك يؤدي إلى اندفاعهم نحو البنك لسحب ودائعهم مما يؤدي بالبنك إلى الانهيار أو الإفلاس.

[2] *Mihaela Costisor, '' **comment appréhender le risque d'illiquidité dans le system bancaire**?'', Op_Cit, p 05.*

[3] *Ibid, p05-06.*

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

أولى اهتمامات الدائن الأخير لأنها ترتبط مباشرة بسيولة السوق، من هنا يأتي حرص الملاذ الأخير الذي يتجسد عادة في البنوك المركزية في إنقاذ البنوك الآهلة للإفلاس حتى لا تؤثر أداء القطاع المصرفي وحتى القطاع الاقتصادي الحقيقي"[1]، بالإضافة إلى كونه المشرف على السوق النقدي والذي يمثل المكان الذي ينفذ فيه سياساته، وبالتالي يسعى إلى ضمان استقراره.

المطلب الثاني: نظريات إدارة السيولة

لقد ظهرت عدة نظريات متوالية، حاولت تفسير مشكلة السيولة في البنك التجاري وتحديد مصدر هذه المشكلة وتقديم البدائل الكفيلة التي يمكن الاعتماد عليها في ذلك، ومن بين أهم هذه النظريات التي اهتمت بإدارة السيولة، نظرية القرض التجاري، نظرية التحول ونظرية الدخل المتوقع.

الفرع الأول: نظرية القرض التجاري

نشأت هذه النظرية من خلال الممارسات البنوك الانكليزية، حيث يقول مؤيدوها بأن سيولة البنك تعتبر جيدة ما دامت أمواله يتم استخدامها في قروض قصيرة الأجل، بما يتناسب مع طبيعة الودائع التي لديها والتي تكون معظمها من ودائع جارية يمكن سحبها في أي وقت[2]. وكذلك لأن البنوك التجارية تتعامل بالمعاملات التجارية والنشاطات ذات الأمد القصير[3].

وفي الأساس ترى هذه النظرية بأن سيولة الأصل تتوقف على إمكانية تحويل الأصل إلى نقد جاهز عند الحاجة، وهذه الإمكانية تستند على وجود سوق تباع فيها هذه الأصول. أي أن سيولة الأصل أصبحت تتوقف على:[4]

- وجود سوق يباع فيها الأصل.
- قابلية الأصل للبيع بدون خسارة تذكر.
- مدى استخدام الأصل كضمان للحصول على ائتمان البنك المركزي أو إعادة خصمه لديه.

إلا أن هذه النظرية تعرضت للعديد من الانتقادات منها:

1. عدم ضمان سهولة بيع السلع الممولة وتحويلها عند الحاجة إلى نقود، وخصوصا في وضع الكساد الاقتصادي[5].

---

[1] *Natacha Valla et Muriel Tiesset, "**Liquidité bancaire et stabilité financière**", Op-Cit. p 96.*

[2] رضا صاحب أبو أحمد، "**إدارة المصارف**"، مرجع سبق ذكره، ص193.

[3] فلاح حسن الحسيني ومؤيد عبد الرحمن الدوري،"**إدارة البنوك مدخل كمي واستراتيجي معاصر**"، دار وائل للنشر، عمان، الطبعة الثالثة، 2006، ص 99.

[4] زياد رمضان ومحفوظ جودة، "**الاتجاهات المعاصرة في إدارة البنوك**"، مرجع سبق ذكره، ص96.

[5] عمر محمد فهد شيخ عثمان، "**إدارة الموجودات / المطلوبات لدى المصارف التقليدية والمصارف الإسلامية (دراسة تحليلية تطبيقية مقارنة)**"، مرجع سبق ذكره، ص 29.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

2. هذه النظرية لم تأخذ بعين الاعتبار الثبات النسبي للودائع بمختلف أنواعها، فالودائع الجارية لا يتم سحبها جميعا في وقت واحد، بل إن عملية الإيداع والسحب لهذا النوع من الودائع يكون بصورة مستمرة، أما بالنسبة لودائع التوفير فكثرة عدد تلك الحسابات وطبيعتها من حيث أنها في الوضع الطبيعي تنمو وتكبر مما يجعلها تتمتع بالثبات النسبي، أما الودائع الثابتة فتواريخ استحقاقها معرفة للبنك، ولا يحق لصاحبها السحب منها إلا في مواعيد استحقاقها[1].

3. فشلها في سد احتياجات التنمية الاقتصادية خاصة في البلدان النامية، فالتقيد بهذه النظرية يمنع البنوك من تمويل التوسعات في المصانع، زيادة خطوط الإنتاج، شراء آلات جديدة، وغير ذلك من المجالات الضرورية لعملية التنمية الاقتصادية والتي تمتد لفترة زمنية طويلة.

الفرع الثاني: نظرية التحول

هذه النظرية هي تطور لنظرية القرض التجاري، وتهتم بتوسيع قاعدة التوظيف أو الأصول التي يحوزها البنك التجاري، فهي لا ترى في القروض التجارية أنها غير صالحة ولكنها لا تريد أن تقتصر عمليات البنوك على تلك الأصول، فعندما يقوم البنك بعمليات عديدة من قروض قصيرة أو استثمارات في السوق المفتوحة أو تدعيم محفظة أوراقه المالية، ثم يطالب أصحاب الودائع بسحب أموالهم فإن مركز البنك التجاري لن يتأثر إذا كان يتمتع بمرونة التحويل أو التبديل والقدرة على بيع الأوراق أو إعادة خصم بعض الأوراق الخاصة أو تسييل بعض الأصول، للمحافظة على سيولة وتدعيم مركزه المالي، وهذه المرونة في التحويل والتبديل تتوقف على تنوع وتعدد حجم الأصول والعمليات التي يقوم بها البنك[2].

وتعتبر هذه النظرية الأساس في امتلاك البنك التجاري للاحتياطات الثانوية.

الفرع الثالث: نظرية الدخل المتوقع

تستند هذه النظرية إلى توظيف أموال البنك بشكل عام في مختلف الأنشطة المالية والمصرفية ولآجال مختلفة، ولذلك فإن ما تعتمد عليه هذه النظرية هو الدخل المحقق للمؤسسة المقترضة أي قدرتها على توليد نقدية والتي ستمنحها بتسديد أقساط القرض في مواعيد الاستحقاق، وهذه النظرية تساهم في زيادة حجم الأرباح المحققة للبنك، وذلك لأنها تستخدم كل الأموال المتاحة باستثناء الاحتياطات القانونية في أنشطة استثمارية مختلفة[3].

---

[1] رضا صاحب أبو أحمد، **"إدارة المصارف"**، مرجع سبق ذكره، ص193.

[2] رايس حدة، **"دور البنك المركزي في إعادة تجديد السيولة في البنوك الإسلامية"**، إيتراك للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 2009، ص90.

[3] فلاح حسن الحسيني ومؤيد عبد الرحمن الدوري، **"إدارة البنوك "مدخل كمي واستراتيجي معاصر"**، مرجع سبق ذكره، ص100.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

المطلب الثالث: سيولة السوق والسيولة المصرفية

تم التطرق في المطلب الســـابق لنظريات إدارة السيولة، وقد ركزت بعض النظريات على ضرورة وجود سوق تباع فيه الأصـــول، وخاصة السوق النقدي باعتباره أحد المعابر الرئيسية للحـــصول علـــى السيولة، أو لتسييل بعض الأصـــول. وفي هـــذا الصدد يأتي المطلب الثالث ليوضح دور السوق النقدي في توفيـــر السيولة المصرفية، والعلاقة المتبادلة بين سيولـــة السوق والسيولـــة المصرفـــية.

الفرع الأول: السوق النقدي ودوره في تأمين السيولة المصرفية

يعتبر السوق النقدي أحد المصادر الأساسية في تأمين سيولة البنوك التجارية، إذ تجد هذه الأخيرة المجال المناسب في عرض قدر هام من مواردها المالية لتوظيفها، كما يساعد البنوك على خلق خط دفاعي في حالات العجز في السيولة ويشكل جزءا مكملاً لعملية إدارة السيولـــة.

أولاً: تعريف السوق النقدي

يشير مصطلح السوق النقدي إلى "السوق الذي يتم التعامل فيه على الأوراق المالية قصيرة الأجل (بأجل استحقاق أقل من سنة)، وهي تمثل أدوات مديونية بالأساس. وفي إطار السوق النقدي التقليدي فإنه يتم فيه التداول في الأدوات المستندة علي الفائدة. وتتعدد أنواعها، سندات الشركات، سندات الحكومات، شهادات الإيداع، الكمبيالات المصرفية، الأوراق التجارية، وغيرها من الأدوات"[1].

كما يمكن تعريف السوق النقدي على أنه: " السوق الذي يتعامل في القروض قـــصيرة الأجـــل، والسلعة التي يتم التعامل عليها في هذا السوق هي الائتمان، وأما المشترون فهم وسطاء الأوراق التجاريـــة، وبيوت القبول والخصم، وأما البائعون فهم البنوك"[2].

وفقاً للتعريفين السابقين، السوق النقدي هو السوق الذي يتخصص في الأدوات قصيرة الأجـــل والتي تتمتع بدرجة عالية من السيولة، حيث يمكن تسييل أدواته بسرعة وبأدنى قدر من الخسارة.

ثانياً: خصائص السوق النقدي

يتميز السوق النقدي بالخصائص الآتية:[3]

1. موضوع المبادلة في هذا السوق يتعلق بنوع خاص من الأصول سماتها الأساسية هي سيولتها النسبية، وأهمها أذونات الخزانة*، الأوراق التجارية وجميعها تعبر عن مديونية قصيرة الأجل.

---

[1] فتح الرحمن علي محمد صالح، "**أدوات سوق النقد الإسلامية: مدخل للهندسة المالية الإسلامية**"، مجلة الصيرفي، العدد 26، بنك السودان، 2002.

[2] منير إبراهيم هندي، "**أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار**"، المكتب العـــربي الحـــديث، القـــاهرة، مـــصر، 2003، ص6-7.

[3] عبد الله خبابة، "**لاقتصاد المصرفي**"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2008، ص74-76.

* تعتبر أذون الخزينة أهم أدوات سوق النقد لقصر أجلها، ولأن عائدها معروف مسبقاً ويجري التعامل عليها في أسواق نـــشطة، ويمكـــن خـــصمها أو الاقتراض بضمانها، وكذلك تعد من أقل أدوات السوق مخاطرة وأكثرها سيولة.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

2. المؤسسات التي تتعامل فيها تتكون أساساً من المؤسسات النقدية والمالية (البنك المركـــزي، البنـــوك التجارية، شركات التأمين...) كونهم وسطاء بين الأفراد والمشروعات والحكومة.

3. سعر الفائدة هو سعر التوازن في السوق النقدي، فهو يعبر عن الخيار بين الإنفاق الحالي والحـــصول على السلع في اللحظة ذاتها، الإنفاق المستقبلي والحصول على السلع ذاتها في مرحلة ثانية.

4. السوق النقدي هو المركز الذي تتجمع فيه الأصول التي تبحث عن استثمارات مؤقتـــة تكـــون في متناول أولئك الذين يرغبون في الحصول على هذه الأصول القصيرة الأجل، أي الإقراض والاقتراض قصير الأجل. ويمكن أن يتم إقراض الأصول في السوق النقدي لمدة تتراوح بين يوم وأسبوع أو بين ثلاثة أشـــهر وستة أشهر.

ثالثاً: تجزئة السوق النقدي

يتكون السوق النقدي بصفة عامة من مجموعة أسواق فـــرعية على حسب نوع العمليات التي تتم في كل منها، وعادة ما تتمثل في ما يلي:

1. سوق النقد ما بين البنوك*

سوق النقد ما بين البنوك هو جزء خاص من السوق النقدي مخصص للمؤسسات المالية، يلعـــب على الأقل دورين في الأنظمة المالية الحديثة، فهو بمثابة قناة لانتقال السيولة من البنـــوك ذات الفـــائض في الخزينة نحو البنوك ذات العجز في الخزينة. ومكان لتدخل البنك المركزي لممـــارسة سياستـــه.

وللسوق ما بين البنوك ثلاث وظائف أساسية تتمثل في:[1]

- إعادة توزيع السيولة بين البنوك التي لديها فائض والبنوك التي لديها عجز.
- التعديلات الهيكلية للخزينة بين البنوك.
- تنظيم سيولة البنوك من قِبل البنك المركزي.

2. سوق الأصول المالية القابلة للتداول في السوق النقدية**

يشمل هذا السوق نشاط مختلف المؤسسات المالية المصرفية وغير المصرفية، ويتم تـــداول مختلـــف الأصول المالية حسب نوعية المؤسسة الاقتصادية والمالية المصدرة لها، وتتمثـــل في مجمـــل الأوراق الماليـــة والتجارية ذات الأجل القصير والمتوسط، ويكون قوامها الأساسي من المشروعات والأفـــراد مـــن ناحيـــة

* يُصطلح عليه بالسوق النقدي بالمفهوم الضيق.

[1] *Mario Dehove, "**Le marché monétaire**", Institutions Et Théorie De La Monnaie, Septembre 2001. 15/04/2010.*
http://pagesperso-orange.fr/mario.dehove/chap6.pdf .

** يُصطلح عليه بالسوق النقدي بالمفهوم الواسع.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

والبنوك التجارية وبعض مؤسسات الإقراض المتخصصة في منح ائتمان قصير ومتوسط الأجل مـن ناحيـة أخرى[1].

3. السوق النقدية الدولية

وهي أسواق تختص بعمليتي اقتراض وإقراض العملات الأجنبية، وتتضمن رؤوس الأموال الـسائلة قصيرة الأجل من العملات الصعبة التي تحصل عليها المؤسسات والحكومات وتتمثل هذه السوق في مختلف الصفقات التجارية والمالية والتي تتم بواسطة العملات الصعبة، ويمكن أن تأخذ شكل ودائع لأجل تتـراوح مدة استحقاقها من أيام إلى خمس سنوات، أو في شكل أصول أو شهادات دين تتراوح مدة استحقاقها من شهر إلى سنة كاملة، ويقوم بهذا النوع كل من البنوك التجارية والبنك والمركزي والـشركات المتعـددة الجنسيات وبعض الدول ذات الفوائض المالية[2].

رابعاً: دور السوق النقدي في توفير السيولة المصرفية

ترجع أهمية السوق النقدي بشكل أسـاسي إلى دوره في توفير السيولة للبنوك التجارية وفي تلبية متطلبات الاقتصاد بصفة عامة، فمن وجهة نظر الاقتصاد القومي يؤمن السوق النقدي سـرعة حـصول المقترض على الأموال التي يحتاجها، كما يؤمن له إمكانية تحويل أصوله المالية القصيرة الأجل بسرعة إلى نقد سائـل.

وتتمثل أهمية السوق النقدي للمؤسسات المالية في أنه يعتبر أحد المعـابر الأساسية للحصول علي التمويل قصير الأجل لسد احتياجات المؤسسات المالية من السيولة، بجانب أن السوق يتميز بالسيولة العالية للأدوات المالية المتداولة فيه وذلك لاعتبارات قصر آجال الأوراق المتداولة، إضافة إلى زيادة عدد المتعاملين فيه من الأفراد والمؤسسات وبالتالي انخفاض المخاطر السوقية لهذه الأدوات. هذه المزايا، وغيرهـا تمكـن المؤسسـات من الاحتفاظ بتوليفة مناسبة من الموجودات تساعدها على تقليل مخاطر عدم التماثل بين آجال الموارد والاستخدامات بالنسبة للمؤسسات. بالإضافة إلى أن وجود السوق النقدي يسـاعد المؤسسات في الموازنة باستمرار بين اعتبارات الربحية والسيولـة للمؤسسات وبصورة تحقق أهدافها[3].

فإذا كانت المؤسسـات المـالية تحرص على دعم مركز السيولـة لديها، فإن توظيف جزء من أموالها في أصول مالية قصيرة الأجل يسهل تحويلها إلى نقدية في فترة وجيزة، من شـأنه أن يزيـد قـدرة البنـك على مواجهـة طلبات السحب من قبل أصحاب الودائع، إضافة إلى إمكانية تحقيق أربـاح مـن جراء الاستثمار في هذه الأصول المـالية.

---

[1] رايس حدة، **"دور البنك المركزي في إعادة تجديد السيولة في البنوك الإسلامية"**، مرجع سبق ذكره، ص178.

[2] نفس المرجع السابق، ص179.

[3] فتح الرحمن علي محمد صالح، **"أدوات سوق النقد الإسلامية: مدخل للهندسة المالية الإسلامية"**، مرجع سبق ذكره.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

وخـــلاصة القـــول، يعتبر الســـوق النقدي مصدراً أساسي تلجأ إليه البنوك التجاريـــة بهـــدف الحصـــول على السيولـــة في حالة العجز، واستثمار فوائضها النقدية في حـــالة الفـــائض عـــن طريـــق عرضها في هذا السوق.

الفرع الثاني: العلاقـــة بين سيولـــة السوق والسيولـــة المصرفية

من بين الدراسات التي سلطـــت الضوء على التماثل والارتباط بين سيولة البنوك وسيولة السوق المالي دراسة بوريو (Borio،2004) التي حسبه "أن جينات(مورثات) أزمـــة السيولة في السوق قريبـــة (تشبه إلى حد بعيد) مورثات أزمة السيولة المصرفية، لذا يعتبر من الضـــروري فهم طرق معالجة (تصرف) مختلف الأطراف الفاعلة في السوق المالي، والارتباط بين الهيئات المالية وأثرها على ديناميكية السوق بهـــدف الاستجابة لمتطلبات الاستقرار النقدي والمـــالي[1].

ويشير كذلك توبياس Tobias إلى أنه رغم الدور الفعال الذي يلعبه سوق مـــا بـــين البنـــوك باعتباره أحـــد مكونات السوق النقدي في دعم السيولـــة للمودعين من خـــلال البنوك، فإنه يمثل بالمقابل قناة انتقـــال الأزمة التي تصيب مصرفاً إلى بقية النظام المصرفي[2].

وعليـــه فإن العلاقة الموجودة بين تسيير السيولة على مستوى البنوك والممارسات على مـــستوى السوق(النقدي) بمفهومه الواسع تصبح ذات مفعول أو أثر حاسم، خاصة أثناء حالات الأزمة، أين يـــؤدي تضاؤل السيولة على مستوى البنوك إلى انعكاسات خطيرة على السوق.

المبحث الثاني: السيولة في البنوك التقليدية وأساليب إدارتها

ممـــا لا شك فيه أن إدارة البنك تسعى إلى تعظيم العائد من خلال توجيه الأموال نحو الأصـــول التي تعطي عوائد أكبر من غيرها داخل نطاق الخطر الذي تقبله الإدارة، ولكن يجـــب الأخـــذ بمتطلبـــات السيولـــة. إذ تعتبر كمية السيولة التي يجب أن تحتفظ بها البنوك التجارية مشكلة من المشكلات الرئيسية في إدارة البنـــوك، ذلك لأن زيادة السيولـــة في البنوك التجارية يجعلها تضحي بأربـــاح كان مـــن الممكـــن تحقيقها لو تم توظيف تلك الأموال السائلة، أو معناه من ناحية أخرى أن تلك البنـــوك لا تقوم بواجبـــها على الوجه الأكمل في تحريك وتدعيم متطلبات الاقتصاد.

---

[1] *Natacha Valla et Muriel Tiesset, "**Liquidité bancaire et stabilité financière**", Op-Cit. p 95.*

[2] *Tobias Adrian Et Hyun Song Shin, "**Liquidité Et Contagion Financière**", Banque De France, Revue De La Stabilité Financière, Numéro Spécial Liquidité, N° 11, Février 2008, P20.*

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

المطلب الأول: مصادر الأموال واستخداماتها في البنوك التقليدية

يمكن التعرف على موارد واستخدامات البنك التقليدي من خلال دراسة عناصر الأصول والخصوم في ميزانيته. فالأصول تمثل موجودات البنك التي في حيازته وجميع حقوقه، وتمثل الخصوم بعناصرها المختلفة الموارد التي يحصل عليها من مصادر مختلفة.

الفرع الأول: مصادر الأموال

وهي عبارة عن المجالات الأساسية لحصول البنك على الأموال، وغالبا ما تحدد بثلاث جوانب رئيسية، الأموال الذاتية، الودائع بمختلف أنواعها والاقتراض من الغير.

أولاً: المصادر الداخلية

تتكون المصادر الداخلية للأموال من رأس المال المدفوع، والاحتياطات بأنواعها، والأرباح غير الموزعة.

1. **رأس المال المدفوع:** يمثل رأس المال المدفوع مجموع المبالغ التي قام بدفعها أصحاب البنك والمساهمين في تكوين رأسماله، وهو يعد بمثابة حماية لأموال المودعين في حالة إفلاس البنك، وبالتالي وظيفته وقائية قبل أن تكون تشغيلية، ثم تتفرع بعد ذلك عدد من الوظائف في هذا الإطار وأهمها:[1]
   - مواجهة تكاليف بدأ النشاط.
   - مقابلة الطلب غير المتوقع على السيولة.
   - مقياس لحقوق الملكية في البنك.
   - مواجهة الخسائر غير المتوقعة.
2. **الاحتياطات:** هي مبالغ تقتطع من صافي أرباح البنك لتدعيم مركزه المالي، فالاحتياطات بذلك حق من حقوق الملكية، وتنظم التشريعات المصرفية لهذا المصدر وتضع نسباً وحدوداً له، وكيفية اقتطاعه والتصرف فيه، وقد أضحت الاحتياطات مصدراً هاماً للتمويل نظراً للمرونة التي يتسم بها هذا المصدر عن رأس المال حيث يمكن سنوياً الإضافة إليه أو الخصم منه.
3. **الأرباح غير الموزعة:** وهي الأرباح غير الموزعة من السنوات السابقة للبنك التجاري، وتسمى بالأرباح المدورة لأن البنك يجمعها في كل عام ويضيفها إلى الميزانية بشكل دوري[2].

ثانياً: الودائع

تعد الودائع المصدر الرئيسي لمكونات موارد البنك التقليدي، وهي عبارة عن ديون مستحقة لأصحابها على ذمة البنك التجاري، ويمكن تقسيمها إلى الأنواع الآتية:

---

[1] عبد المطلب عبد الحميد، **"البنوك الشاملة: عملياتها وإدارتها"**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2000، ص232.

[2] سامر بطرس جلدة، **"النقود والبنوك"**، دار البداية ناشرون وموزعون، عمان، الأردن، 2009، ص87.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

1. **الودائع الجارية:** الوديعة الجارية (الوديعة تحت الطلب) عبارة عن مبلغ من المال يودع لدى البنـك التجاري، ويتعهد هذا الأخير بدفعه في أي وقت يشاء فيه صاحب الوديعة، فهي بمثابة التزام مصرفي بالدفع عند الطلب لذلك فإن البنوك لا تدفع أسعار فائدة على الودائع الجارية إلا في بعض الحالات الاستثنائية كأن يكون مقدار الوديعة كبيراً أو يكون بالعملة الصعبة مثلا[1]، إذ القاعدة العامة في البنوك التجاريـة لا تـدفع فوائد على هذا النوع من الودائع رغم أنها تشكل مصدراً أساسياً لسيولة البنوك وأهميتها النسبية من إجمالي الودائع لدى البنوك، فكلما زادت الأهمية النسبية للودائع الجارية إلى إجمالي الودائع كان على المـصرف أن يعطي اهتماماً لاعتبار السيولة، وعلى العكس كلما كانت الأهمية النسبية للودائع الثابتة أكبر مـن الأهميـة النسبية للودائع الجارية من إجمالي الودائع اطمأن البنك أكثر لمركز السيولة.

2. **الودائع الثابتة (لأجل):** يقصد بها تلك الودائع التي يلتزم البنك بموجبها بالدفع في وقت لاحق يـتم الاتفاق على هذا الوقت بين البنك والمودع، أو بعد مدة من الإشعار المقدم للبنك لسحبها، وأنواعها:[2]

1.2. الودائع لأجل: والتي تعد التزاما بالدفع لمبلغ الوديعة مع فائدة معينة، بعد انقضاء الفترة المتفق عليهـا بين المودع والبنك.

2.2. الودائع بإشعار (بإخطار): تقتضي التزام المودع بإخطار أو إشعار البنك بالسحب قبل وقت مناسب من تاريخ سحبها. ويقوم البنك بدفع فائدة عنها كما هو الحال بالنسبة للوديعة الآجلة لأن المودع في كلتا الحالتين يضحي بحرية سحب وديعته عند الطلب ويتلقى لقاء ذلك ثمن هذه التضحية والمتمثـل في سـعر الفائدة المصرفي.

3. **ودائع التوفير:** تهدف حسابات الادخار لجذب صغار المدخرين، وهي تمثـل إدخـارات يودعهـا أصحابها إلى حين الحاجة إليها بدلاً من تركها في خزائنهم الخاصة، وتفويت فرصة الحصول علـى عائـد مقابل لها، حيث تدفع فائدة على هذا النوع من الودائع، ويكون سعر الفائدة قريباً من سعر فوائد الودائـع الآجلة، ويزود صاحب الوديعة بدفتر يسجل فيه قيمة الإيداع أو السحب من الحساب والرصيد، وعادة ما يكون السحب من حسابات التوفير أقل من حسابات تحت الطلب، وتمتاز بالثبات والاستقرار[3].

ثالثاً: الاقتراض

من بين الاتجاهات الحديثة في تنمية مصـادر أموال البنوك، اللجـوء إلى الاقتراض، ومن أبـرز المصادر* التي تلجأ إليها البنـوك في هذا الصدد هي: السوق المـالي، البنـوك التجارية والبنك المركـزي

---

[1] نظم محمد نوري الشمري، **"النقود والمصارف والنظرية النقدية"**، دار زهران للطباعة والنشر، عمان، 2006، ص146.

[2] نفس المرجع السابق، ص147.

[3] عمر محمد فهد شيخ عثمان،" **إدارة الموجودات / المطلوبات لدى المصارف التقليدية والمصارف الإسلامية (دراسة تحليلية تطبيقيـة مقارنـة)**"، مرجع سبق ذكره، ص 30.

* سيتم التفصيل في هذه المصادر في المطلب الثالث من هذا المبحث، باعتبارها مصادر تلجأ إليها البنوك التقليدية لإدارة السيولـة.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

وغيرها من المؤسسات المالية المقرضة، وعادة ما تكون نسبة الاقتراض ضئيلة مقارنة بالمصادر الأخرى.

الفرع الثاني: استخدامات الأموال

إذا كانت مصادر أموال البنوك التقليدية هي عناصر جانب الخصوم في ميزانية البنوك، فإن دراسة عناصر جانب الأصول تتيح لنا معرفة استخدامات الأموال في البنوك التقليدية التي يتم بها أو في ضوئها توزيع الموارد المالية المتاحة للبنك بين مختلف مجالات الاستثمار المتعددة. ويمكن تقسيم هذه الاستخدامات إلى ثلاث مجموعات وفق معايير السيولة والربحية:[1]

المجموعة الأولى: تحتوي على موجودات كاملة للسيولة، حيث يضحى بعامل الربحية مقابل عامل السيولة، ومنها الأرصدة النقدية.

المجموعة الثانية: وتحتوي على مجموعات يتغلب فيها عامل السيولة على عامل الربحية، مثل أذونات الخزينة والكمبيالات التجارية المخصومة.

المجموعة الثالثة: ويتغلب فيها عامل الربحية على عامل السيولة، ومنها الموجودات المتمثلة في التسهيلات الائتمانية والقروض المتوسطة أو الطويلة الأجل.

أولاً: الأرصدة النقدية

تعتبر الأرصدة النقدية الجاهزة أكثر العناصر سيولة، وتتألف من جزئين: الجزء الأول يتمثل في كمية النقود الحاضرة التي يتحتم على البنك الاحتفاظ بها في الصندوق لمواجهة طلبات سحب المودعين، والجزء الثاني يمثل الأرصدة النقدية الدائنة التي يجب أن يحتفظ بها البنك التجاري لدى البنك المركزي وتكون بنسبة معينة من الودائع.

ثانياً: محفظة الحوالات المخصومة

تتمتع الحوالات المخصومة بدرجة عالية من السيولة، باعتبارها تمثل قروضاً قصيرة الأجل، ويتم ذلك بشراء أذونات الخزينة والأوراق التجارية.

1. **أذونات الخزينة:** هي نوع من السندات الأذنية التي تصدرها الدولة لأجل قصير، تتعهد بموجبها بدفع مبلغ معين في تاريخ معين لاحقاً، ويمكن بيعها بخصمها في السوق النقدي، وفي أي مرحلة قبل تاريخ استحقاقها.

[1] عمر محمد فهد شيخ عثمان،" **إدارة الموجودات / المطلوبات لدى المصارف التقليدية والمصارف الإسلامية (دراسة تحليلية تطبيقية مقارنة)**"، مرجع سبق ذكره، ص 46.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

2. **الأوراق التجارية:** عبارة عن صكوك تتضمن التزاماً بدفع مبلغ من النقود يستحق الوفاء بعد أجل قصير محدد، وهي وسيلة تجارية متعارف عليها لتسوية الديون[1]، وتأتي أهميتها من سهولة تحويلها إلى نقود قبل حلول أجل الوفاء بخصمها لدى البنوك.

ثالثاً: القروض والسلف

تستثمر البنوك التقليدية الجانب الأهم من مصادرها النقدية في منح قروض وسلف لعملائها، باعتبارها "أكثر أنواع الأصول ربحية، فربحية البنك التقليدي تتوقف على مقدار القروض والسلف التي يمنحها البنك لعملائه، ولكن من وجهة نظر الأمان والسيولة فإن القروض والسلفيات يعتبرا أصولاً غير مفضلة"[2]، وذلك لتعذر تحويلها إلى نقود قبل أجل استحقاقها، واحتمال تعرضها لمخاطر عدم سداد قيمة القروض مع فوائدها.

الفرع الثالث: هيكل التمويل وأثره على إدارة السيولة في البنوك التقليدية

تمثل الودائع نسبة كبيرة في هيكل التمويل بالبنوك التقليدية، والبنك الذي يتمتع بودائع متنوعة ومستقرة يحتمل أن يكون لديه مشكلات سيولة أقل من البنك الذي ينقصه، وتقييم هيكل التمويل ونوع الودائع ومدى استقرارها هي نقطة البدء لتقييم مدى تعرض البنك لمخاطر السيولة.

تعتمد البنوك التقليدية بشكل أكبر على الودائع الثابتة لجذب الأموال التي تتميز بالثبات، مما يجعلها أكثر استقرار نسبياً من جهة، ومن جهة أخرى تسمح الودائع الثابتة للبنوك التقليدية بوضع جدول يبين تواريخ استحقاقها، وهذا الإجراء يساعد البنوك على التنبؤ بالأحداث المحتملة مستقبلاً، مما يعطيها إمكانيات أكبر لتوظيف مواردها، وتحقيق التوافق بين الربحية والسيولة.

أما من وجهة نظر مدى تحمل أصحاب الودائع للمخاطرة، فإن البنوك التقليدية تعتبر ضامنة لجميع الودائع دون استثناء، مما يجعلها ملزمة بردها لأصحابها مهما كانت الظروف التي تمر بها، حتى ولو على حساب إفلاسها وتصفية ممتلكاتها. مما يعرضها لاحتمالات الهلع والاندفاع المصرفي لسحب الودائع.

المطلب الثاني: مكونات إدارة السيولة وتقييم كفاءتها

يتناول هذا المطلب مكونات إدارة السيولة في البنوك التقليدية، المتمثلة أساساً في الاحتياطات الأولية والاحتياطات الثانوية، إلى جانب ذكر أهم المؤشرات والنسب المالية التي تستخدمها البنوك لمعرفة وضع السيولة لديها ومن ثم تقييم كفاءتها.

---

[1] سامر بطرس جلدة، **"النقود والبنوك"**، مرجع سبق ذكره، ص89.

[2] نفس المرجع السابق، ص 90.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

الفرع الأول: مكونات إدارة السيولة

تتكون عناصر السيولة لدى البنك التقليدي من الأصول السائلة، التي يمكن بيعها أو تحويلها إلى نقود بسرعة معقولة، ودون أن يتحمل البنك خسائر كبيرة في هذا السبيل، وتسمى هذه الأصول باحتياطات السيولة، ومن هذه الاحتياطات ما يعبر عنه بالاحتياطات الأولية، وهي تلك الموجودات النقدية التي يمتكلها البنك التجاري دون أن يكتسب منها عائد، وتوجد احتياطات ثانوية وهي عبارة عن موجودات سائلة تدر عائد، وعليه يمكن تقسيم إدارة السيولة إلى جزئين:

أولاً: إدارة الاحتياطات الأولية

تتألف الاحتياطات الأولية على مستوى البنك التقليدي من حيث مشروطيتها القانونية إلى نوعين:

1. **الاحتياطات القانونية:** تمثل حجم الأموال النقدية السائلة والتي يحتفظ بها البنك لمواجهة الالتزامات القانونية والتشريعية وفقاً للسياسة النقدية التي يحددها البنك المركزي، وهذه تدخل ضمن إطار قيام البنك المركزي بمسؤوليته نحو مراقبة البنوك وبيان درجة التزاماته بتعليماته، ولذلك فهي تشتمل على النقد في الصندوق، والودائع لدى البنك المركزي[1].

وتحقق عملية الاحتفاظ بالاحتياطات القانونية الفوائد الآتية:

- تعد الاحتياطات القانونية وسيلة وقائية لسيولة البنك*، ولتدعيم المركز التنافسي من خلال تأدية الالتزامات المستحقة عليه في مواعيدها المحددة.
- تعتبر الاحتياطات القانونية دعامة أسياسية للنظام المصرفي في البلاد.
- تعمل الاحتياطات القانونية على زيادة ثقة السلطات الرقابية، وثقة المودعين بقدرة المصرف على المحافظة على أموالهم، وعدم المبالغة في توظيفها في استثمارات معينة ينجم عنها مخاطر.

أما سلبيات الاحتياطات القانونية فإنها تتمثل في تقييد قابلية البنك في منح القروض والقيام بالاستثمارات، وهذا يؤدي إلى تقليل الربحية، لذا فكلما زادت هذه الاحتياطات انخفضت قابلية البنك على الإقراض والاستثمار وبالتالي نقصت ربحيته، أما إذا انخفضت زادت قابلية البنك على الإقراض والاستثمار وبالتالي زادت ربحيته.

---

[1] رضا صاحب أبو أحمد، **"إدارة المصارف"**، مرجع سبق ذكره، ص189.

* كان الغرض الأساسي من الاحتياطات القانونية تاريخيًّا هو ضمان السيولة للبنوك، والاستجابة الفوريَّة لطلبات المودعين حفاظاً على ثقتهم، أمَّا في النظم المصرفيَّة الحديثة في الدول المتقدِّمة فلم يعد هذا هو الهدف الأساسي من هذه السياسة، لوجود أسواق ماليَّة متَّسعة ومتقدِّمة تضمن هذه السيولة، وكذا وجود نظام التأمين على الودائع، لذلك أضحى الهدف الأساسي لهذه السياسة هو استخدامها كأداة للتأثير على المتغيِّرات النقديَّة المختلفة كالتضخُّم وحجم الائتمان، أمَّا في الدول النامية حيث لا توجد أسواق ماليَّة نشطة، فلا زالت سياسة الاحتياطي القانوني تلعب دوراً هامًّا في الحفاظ على سيولة البنك والحفاظ على حقوق المودعين، ولذلك تكون نسبة هذا الاحتياطي في الدول النامية عادة أكثر ارتفاعاً منها في الدول المتقدِّمة.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

2. الاحتياطات العاملة: هي الأموال النقدية والشبه النقدية التي يحتفظ بها البنك بموجب تشريعات السلطة النقدية والتي يمكن توظيفها في أنشطة استثمارية وإقراضية متعددة وفقا لسياسته المصرفية، ويمكن تحديد مكونات الاحتياطات العاملة على مستوى الجهاز المصرفي ككل طبقا للمعادلة الموالية:[1]

الاحتياطات العاملة = النقد في الصندوق لدى البنك المركزي+ الودائع لدى البنوك الأجنبية - المجمد من الودائع لدى البنك المركزي

أما بالنسبة لتحديد مكونات الاحتياطات العاملة على مستوى البنك الواحد فإن المعادلة تكون وفقاً لما يلي:[2]

الاحتياطات العاملة = النقد في الصندوق+ الحساب الجاري لدى البنك المركزي+ الودائع لدى البنوك التجارية الأخرى+ الصكوك برسم التحصيل+ الودائع لدى المصارف الأجنبية

ويمكن توضيح الفقرات المكونة للاحتياطات العاملة كما يلي:

1.2. النقد في الصندوق: هو مجموع ما يوجد في حوزة البنك من نقد، ويشمل الأوراق النقدية بالعملة المحلية والأجنبية والمسكوكات، وتسعى البنوك التجارية إلى تقليل هذا المجموع إلى حد أقل يمكنها من مواجهة التزاماتها المصرفية تجاه الآخرين، وذلك لأن هذا الرصيد لا يدر أي عائد، كما أنه قد يتعرض إلى التلاعب والسرقة.

2.2. الحساب الجاري لدى البنك المركزي: يحتفظ البنك المركزي بحسابين أحدهما مجمد والآخر جارٍ يستخدم في مجالات متعددة أهمها:[3]

- مقاصة الصكوك بواسطة البنك المركزي.
- تغطية الاعتمادات المفتوحة للمستوردين بواسطة البنوك.
- تعديل الحساب المجمد بما ينسم مع تغير مقدار الودائع المعرفة بالقانون.
- تعزيز الرصيد النقدي في صندوق البنك التجاري.

3.2. الشيكات (الصكوك) تحت التحصيل: هي الشيكات الصادرة لأمر عملاء البنك الذين يقدمونها إليه ليحصلها ويقيد قيمتها في حساباتهم.

4.2. الحسابات الدائنة لدى البنوك الأخرى: وهي الأموال التي يودعها البنك التجاري لدى البنوك المحلية أو الأجنبية من أجل مقاصة الشيكات، وتحصيل فقرات من الديون، أو بغرض تسوية معاملاته مع

---

[1] فلاح حسن الحسيني ومؤيد عبد الرحمن الدوري، **"إدارة البنوك "مدخل كمي واستراتيجي معاصر"**، مرجع سبق ذكره، ص 95.

[2] نفس المرجع السابق.

[3] رضا صاحب أبو أحمد، **"إدارة المصارف"**، مرجع سبق ذكره، ص190.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

الخارج، وتتمتع هذه الأرصدة بسيولة عالية، حيث أنها تكون مستحقة السداد عند الطلب ويستغرق استردادها وقتاً ليس بالطويل إذا كانت بعملات قابلة للتحويل، كما يمكن تحويل هذه الأرصدة إلى نقد سائل بسرعة فائقة عن طريق بيعها إلى البنك المركزي[1].

ثانياً: إدارة الاحتياطات الثانوية

الاحتياطات الثانوية في البنوك التجارية هي عبارة عن أصول سائلة تدر لها عائد، وتستخدم البنوك هذه الاحتياطات الثانوية في عمليات خصم الأوراق التجارية أو تستثمر أموالها في أوراق مالية قصيرة الأجل فتستفيد من عوائد هذه الأوراق بدلا من الاحتفاظ بالنقد بصورته المطلقة،كما أنها تساهم في تدعيم الاحتياطات الأولية، وفي استيعاب ما يفيض منها عن متطلبات البنك. حيث يلزم البنك المركزي البنوك في بعض الأحيان أن تساهم في إقراض مؤسسات الدولة، من خلال شراء حوالات الخزينة خاصة عندما تحتاج الدولة إلى تمويل جزء من العجز الحاصل في ميزانيتها، نتيجة زيادة حجم الإنفاق عن الإيرادات المحققة.

ومن حيث درجة السيولة، فحوالات (أذون) الخزينة تتمتع بدرجة عالية من السيولة حيث يمكن خصمها في أي وقت لدى البنك المركزي. أما الأوراق التجارية المخصومة فتتمتع بسيولة نسبية لا بأس بها، وذلك بشرط أن تكون الورقة جيدة، بمعنى أن تكون قصيرة المدة[2].

إن البنوك التجارية كغيرها من مؤسسات الأعمال، تسعى إلى زيادة أرباحها، وبالتالي ليس من مصلحتها الاحتفاظ باحتياطات أولية تفوق حاجتها الفعلية، وعليه يمكن أن تستثمر جزء من أموالها في استثمارات قصيرة الأجل، التي تحقق هدفين: السيولة والربحية. وهذا ما توفره الاحتياطات الثانوية.

الفرع الثاني: مؤشرات تقييم كفاءة إدارة السيولة

تستخدم البنوك العديد من المؤشرات المالية للحكم على مدى كفاءة السيولة النقدية فيها، وبما يمكنها من الوفاء بالتزاماتها المالية في مواعيدها المتفق عليها، خاصة وأن السيولة سلاح ذو حدين، فإذا زاد حجمها عن الحد المطلوب تؤثر سلباً على ربحية البنك، ومن ناحية أخرى فإن انخفاض السيولة عن الحد المطلوب والكافي سوف يؤدي إلى حالات العسر المالي.

ومن أبرز المؤشرات في مجال تقييم كفاءة إدارة السيولة مايلي:

---

[1] محمد سعيد أنور سلطان، **"إدارة البنوك"**، مرجع سبق ذكره، ص149-150.

[2] نفس المرجع السابق، ص150.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

أولاً: نسبة الرصيد النقدي

تشير هذه النسبة إلى مدى قدرة الأرصدة النقدية الموجودة في الصندوق، ولدى البنك المركـــزي، والبنوك الأخرى، وأية أرصدة أخرى كالعملات الأجنبية والمصكوكات الذهبية الموجودة في البنـــك على الوفاء بالتزامات المـــالية المترتبة على ذمة البنك والواجبة التسديد في مواعيدها المحددة، ويمكن التعبير عـــن هذه النسبة بالمعادلة الموالية:[1]

$$\text{نسبة الرصيد النقدي} = \frac{\text{النقد في الصندوق+ النقد لدى البنك المركزي+ الأرصدة السائلة الأخرى} \times 100}{\text{الودائع وما حكمها}}$$

كلما زادت نسبة الرصيد النقدي زادت مقدرة البنك على الوفاء بالتزاماته في مواعيـــدها المتفـــق عليها، وعليه يوجد علاقة طردية بين نسبـــة الرصيد النقدي والسيولة.

ويمكن تحسين نسبة الرصيد النقدي من خلال مايلي:[2]

- إيداع نقود جديدة من جانب الأفراد والمنظمات.
- سداد قروض سبق أن أقرضها البنك للعملاء.
- الاقتراض من البنك المركزي بضمان الأوراق المالية مثلا.
- زيادة رأس مال البنك في شكل نقدي، وليس عن طريق تجميد الاحتياطات.

ثانياً: نسبة الاحتياطي القانوني

تحتفظ البنوك التجارية برصيد نقدي لدى البنوك المركزية بدون فائدة، ويتمثل هـــذا الرصـــيد في نسبة معينة من ودائع البنك وما في حكمها، ويحدد البنك المركزي هذه النسبة وفقاً للمـــصلحة العامـــة، وينبغي على البنوك التجارية الالتزام بها، وقد يلجأ البنـــك المركزي إلى تغيير هذه النسبة تبعاً لظروف البلد الاقتصادية. ويمكن حساب هذه النسبة رياضياً من خلال المعادلة الآتية:[3]

$$\text{نسبة الاحتياطي القانوني} = \frac{\text{النقد لدى البنك المركزي} \times 100}{\text{الودائع وما حكمها}}$$

---

[1] رضا صاحب أبو أحمد، "**إدارة المصارف**"، مرجع سبق ذكره، ص195.

[2] عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، "**الأسواق والمؤسسات المالية**"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2001، ص45-46.

[3] رضا صاحب أبو أحمد، "**إدارة المصارف**"، مرجع سبق ذكره، ص196.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

كلما كانت هذه النسبة أكبر كلما زادت مقدرة البنك التجاري على الوفاء بالتزاماته، خاصة في الظروف غير العادية وأوقات الأزمات والتي تعجز فيها الأرصدة الموجودة لدى البنوك التجارية عن سداد الالتزامات المالية، كما أن الاحتفاظ بنسبة أكبر مما هو مقرر من طرف البنك المركزي يعتبر من زاوية أخرى تجميد للأموال مما ينعكس سلباً على ربحية البنك التجاري.

ثالثاً: نسبة السيولة القانونية

تمثل هذه النسبة مقياساً لمدى قدرة الاحتياطات الأولية والاحتياطات الثانوية على الوفاء بالالتزامات المالية المستحقة على البنك في جميع ظروف وحالات البنك، لذلك تعد هذه النسبة من أكثر نسب السيولة موضوعيةً واستخداماً في مجال تقويم كفاية إدارة السيولة[1]، ويعبر عنها رياضياً وفق الصيغة الموالية:

$$\text{نسبة السيولة القانونية} = \frac{\text{الاحتياطات الأولية + الاحتياطات الثانوية} \times 100}{\text{الودائع وما حكمها}}$$

المطلب الثالث: استراتيجيات وتقنيات وأدوات إدارة السيولة بالبنوك التقليدية

تعتمد إدارة السيولة في تحديد حجم السحوبات النقدية المتوقعة وغير المتوقعة على التنبؤ، ولما كان التنبؤ لا يسفر عن نتائج دقيقة، فالسحوبات النقدية معرضة للارتفاع أو الانخفاض عن مستوى السيولة النقدية الموجودة في البنك، على الرغم من احتفاظه باحتياطي قانوني واستيفائه للسيولة القانونية وبتوظيفه للأموال المتبقية في مجالات مخطط لها كالاستثمار في الأوراق التجارية والمالية والقروض القصيرة الأجل، إلا أنه قد يتعرض البنك التجاري إلى عجز أو فائض نقدي، ونتيجة لذلك يصبح من الضروري وضع إجراءات محددة يمكن للبنك اتخاذها أثناء وجود عجز أو فائض في السيولة.

وتستخدم البنوك التقليدية تشكيلة متنوعة من الاستراتيجيات والتقنيات والأدوات لإدارة السيولة والتعامل مع مخاطرها، وفيما يلي عرض لأهم تلك الاستراتيجيات والتقنيات والأدوات:

الفرع الأول: استراتيجيات إدارة السيولة بالبنوك التقليدية

تمتلك كل البنوك أصولا يمكن بيعها فوراً بسعر يقترب من القيمة السوقية وذلك لتلبية احتياجات السيولة، وكذلك فإن الالتزامات قد تكون سائلة إذا كان ممكنا إصدار ديون بسهولة للحصول على النقد بتكلفة معقولة، ولهذا فحينما يحتاج البنك إلى النقود فإنه يمكنه بيع الأصول أو زيادة القروض، وتبعاً

[1] رضا صاحب أبو أحمد، "**إدارة المصارف**"، مرجع سبق ذكره، ص196.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

لذلك توجد ثلاثة استراتيجيات لإدارة السيولة* هي: إدارة سيولة الأصول وإدارة سيولة الخصوم (الالتزامات) والإدارة المتوازنة للسيولة.

أولاً: إدارة سيولة الأصول

البنوك التي تعتمد على إدارة الأصول** للحفاظ على السيولة في مواجهة التحولات في أصول العملاء وتفضيلات السيولة، تركز على ضبط الأسعار وتوافر الائتمان ومستوى الأصول السائلة لديها[1]. وتقوم هذه الاستراتيجية على أساس أن الأصول السائلة تعتبر مصدراً بديلا للنقد. والأصول السائلة فهي التي تتميز بـ:

- إمكانية التحويل إلى سيولة بسرعة.
- سعرها مستقر نسبيا
- قابلة للمناقلة (التحول من نقد إلى أصل أو العكس) بدون خسارة أو مع خسائر منخفضة.

وعلى الرغم من المزايا التي تتمتع بها إدارة سيولة الأصول إلا أنها مكلفة نوعا ما، ويظهر ذلك في الجوانب التالية:

- خسارة الأرباح المستقبلية على الأصول التي يتم تصفيتها (تسييلها)
- تكاليف المعاملات على الأصول التي تتم تصفيتها (تكاليف الدخول في المعاملات)
- الخسائر المحتملة في رأس المال في حالة ارتفاع أسعار الفائدة
- الأصول السائلة تكون عوائدها في العادة منخفضة

ثانياً: إدارة سيولة الخصوم

تعتمد على لجوء البنك إلى السوق النقدي (للشراء أو الاقتراض) لتغطية احتياجاته للسيولة، وتلجأ إلى هذه الاستراتيجية البنوك الكبيرة والراسخة في السوق المصرفية، أي أن هذه الاستراتيجية تعتمد على سمعة البنك ووضعه المالي. ومن أدواتها اتفاقيات إعادة الشراء (***Repos***)، الاقتراض من المؤسسات المالية الأخرى...وتعتبر هذه الاستراتيجية*** جد خطيرة، ومرد ذلك إلى:

---

* إدارة السيولة تعني القدرة على تحقيق التوازن بين الحفاظ على كمية السيولة المطلوبة للوفاء بالالتزامات، وبين استغلالها في التمويل والاستثمار بما يحقق أقصى ربح ممكن داخل نقاط الخطر المسموح به.

** تعتبر إدارة سيولة الأصول أو الموجودات أقدم مدخل لمواجهة احتياجات السيولة المصرفية وفي أبسط أشكاله يقوم المدخل على تخزين السيولة بصورة موجودات سائلة وخاصة النقدية والأوراق المالية القابلة للبيع، وعندما تنشأ الحاجة للسيولة يتم بيع موجودات مختارة وتسييلها نقداً حتى يتم الوفاء بطلبات السيولة المنصبة على البنك.

[1] طارق عبد العال حماد، **"حوكمة الشركات"**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005، ص 603.

*** استراتيجية إدارة البنوك لجانب الخصوم بمجموعة من القواعد والأسس العلمية التي يخضع لها نشاط البنك في الحصول على الأموال اللازمة لأغراض السيولة المختلفة، كان ينظر إلى هذه الأموال في بداية عمل البنوك التجارية وحتى منتصف القرن العشرين، إلا أن هذه الخصوم مسألة تخص الأجل

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

- تذبذبات أسعار الفائدة
- تزيد من اللايقين فيما يتعلق بالدخل الصافي للمصرف
- في العادة يتوافق لجوء المؤسسات المالية إلى الاقتراض أن تكون الأسواق في أسوأ حالاتها (من حيث توفر التمويل وتكلفته).

ثالثاً: الإدارة المتوازنة

تقع الإستراتيجية المتوازنة لإدارة السيولة وسطاً بين إدارة سيولة الأصول وإدارة سيولة الالتزامات، بمعنى آخر أن على البنك الاحتفاظ بأصول سائلة (دون إفراط) مع لجوئه عند الضرورة إلى الاقتراض (من السوق النقدي). ويمكن اعتبار الإدارة المتوزانة للسيولة شكلا من أشكال إدارة الأصول والخصوم، وهي بحسب تعريفها فن وعلم اختيار أفضل مزيج من الأصول لمحفظة أصول المنشأة، وأفضل مزيج من الخصوم لمحفظة الخصوم،[1] لكنها تهتم فقط بجانب السيولة دون بقية الجوانب (كالربحية والنشاط والمديونية).

الفرع الثاني: أدوات وتقنيات إدارة السيولة بالبنوك التقليدية

فيما يلي أهم الأدوات المتبعة في إدارة السيولة بالبنوك التقليدية:

أولاً: اللجوء إلى البنك المركزي

تلجأ البنوك التقليدية للبنك المركزي في حالة العجز لتوفير السيولة اللازمة، إما عن طريق استدعاء جزء من الاحتياط الفائض المودع لدى البنك المركزي، وإما عن طريق الاقتراض منها، كما تلجأ إليها في حالة الفائض لإيداعه لديها.

1. في حالة العجز

يتم اللجوء إلى البنك المركزي في حالة العجز في السيولة بإحدى الطرق التالية:

1.1. استدعاء الاحتياط في الفائض من البنك المركزي

إذا احتاج البنك التقليدي لتغطية احتياجاته من السيولة لمواجهة أي ظروف تكون قد طرأت فإنه يمكن استدعاء جزء من الاحتياطي الفائض لديه الذي يكون مودعاً لدى البنك المركزي، حيث إن الاحتياطي النقدي المودع لدى البنك المركزي ينقسم إلى قسمين: احتياطي نقدي قانوني ويمثل نسبة من

القصير، وأن الأفراد قد يلجؤون إلى سحب أموالهم في أي وقت، وبالتالي لا بد من البحث عن أفضل الاستخدامات لهذه الأموال في ضوء الفرضية القائلة بأن خصوم البنك تمثل نشاط مصرفي قصير الأجل. وبداية من النصف الثاني من القرن العشرين، بدأ الاهتمام بالحصول على خصوم سائلة في حالة احتياج البنك التجاري إليها أكثر من مجرد البحث والتفكير في إيجاد التوازن بين اعتبارات السيولة ومقتضيات تحقيق الربحية، ولعل من أهمها ما يعرف باصطلاح شهادات الإيداع، التي تمثل وسيلة هامة وسريعة في حالة احتياج البنك إلى أموال خاصة وكذلك تتميز بتنوع وتعدد آجال استحقاقها. (أنظر: عبد المطلب عبد الحميد، **"اقتصاديات النقود والبنوك: الأساسيات والمستحدثات"**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر،2007، ص213-214).

[1] فريد النجار، **"البورصات والهندسة المالية"**، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 1999، ص238.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

الودائع يحددها البنك المركزي، ويسمى بالاحتياطي الإلزامي، وما يزيد عن هذا المبلغ فإنه يسمى بالاحتياطي الفائض، والذي يستطيع البنك استدعائه أو المطالبة به عند الحاجة وخاصة أنه لا يدر فائدة[1].

2.1. توفير الائتمان قصير الأجل

يتم اللجوء إلى البنك المركزي باعتباره بنك البنوك الذي يقوم بوظيفة المقرض الأخير، ويتم ذلك إما في صورة إعادة خصم الأوراق التجارية التي توجد في محافظ البنوك التقليدية[2]، أو الاقتراض بضمان تلك الأوراق، كذلك قد يأخذ الاقتراض صورة أخرى تتمثل في خصم القروض لدى البنك المركزي، غير أن البنك التجاري قد يتردد في استخدام هذا الأسلوب لخوفه من تصرفات المقترض إذا علم بذلك وعدم رضاه. فخصم القرض يعني أن العلاقة أصبحت بين الزبون وبين البنك المركزي وهو ما قد لا يرضى عنه الزبون، كما قد يعتبره مؤشراً لضعف المركز المالي للبنك[3].

2. في حالة الفائض

قد يفكر البنك في إضافة الفائض إلى رصيده لدى البنك المركزي، وإن كان هذا الأخير لا يدفع فوائد على هذا الرصيد حتى ولو زاد عن الاحتياطي القانوني، فإن البنك قد يلجأ إلى هذا الإجراء لتعويض نقص في الاحتياطي القانوني عن فترة سابقة، أو يلجأ إليه تحسباً لعجز نقدي مرتقب في فترة لاحقة، كذلك يلجأ البنك إلى هذا الإجراء على أمل استخدام هذا الفائض في إقراض بنوك أخرى* تعاني من نقص في الاحتياطي القانوني. ويعد هذا الإجراء مرغوب فيه خاصة إذا لم يستطيع البنك التجاري استثمار ذلك الفائض في أوراق مالية.

ثانياً: الاقتراض من المؤسسات المالية

ظهرت خلال الستينيات من القرن العشرين مراكز مالية في دول مختلفة تحتفظ بودائع ضخمة بالعملات الرئيسية، وهي ما عرفت بسوق الدولار الأوروبي للإشارة إلى الدولارات الأمريكية التي تحتفظ بها بنوك في خارج الولايات المتحدة وعلى الأخص البنوك الأوروبية. هذا و لم يعد الأمر قاصراً على الدولار، إذ أصبح هناك سوق للعملات الأوروبية موازياً لسوق الدولار الأوروبي، يمكن أن تلجأ إليه البنوك وغيرها من المؤسسات المالية بهدف الاقتراض، وتتسم القروض التي تقدمها هذه البنوك بضخامة قيمتها

---

[1] رايس حدة، **"دور البنك المركزي في إعادة تجديد السيولة في البنوك الإسلامية"**، مرجع سبق ذكره، ص183

[2] نفس المرجع السابق، ص182.

[3] رضا صاحب أبو أحمد، **"إدارة المصارف"**، مرجع سبق ذكره، ص209.

* يمكن للبنوك التي يوجد لديها فائض في الاحتياطي الإلزامي أن تقرضه لبنوك أخرى تعاني من عجز فيه، ويكون مضمون من البنك المركزي الذي يدير ذلك الاحتياط، ويلتزم فيه البنك المقترض بسداد قيمة القرض مسحوباً بفائدة تتحدد وفقاً لقانون العرض والطلب.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

وقصر تاريخ استحقاقها[1]. وقد أدى وجود مثل هذه البنوك التي عرفت باسم مركز النقد إلى توفير مـصدر بديل للسيولة.

ثالثاً: الاقتراض من الأسواق المالية

قد تلجأ البنـوك إلى الاقتراض من سوق رأس المال عن طريق إصدار سندات بلا ضمان تطرح للاكتتاب العام وتباع للمستثمرين لتوفير السيولة لدعم طاقتها الاستثمارية، وطرح السندات للبيـع يعـنى اقتراضاً طويل الأجل.

رابعاً: تخفيض أو زيادة حجم الاستثمار في القروض

يقصد بذلك قيام البنـك بمواجهة العجز في التدفقات النقدية، عن طريق تصفية محفظة القروض، وذلك ببيع جزء منها إلى طرف آخر (فرد، شركة، بنك آخر...) غير أن هذا الإجراء من شأنه أن يعـرض البنك لخسائر رأسمالية، إذ سيباع القرض بقيمة أقل من قيمته المبينة في العقد، والتي سبق أن قدمها البنـك للزبون.

أمـا في حالة وجود فـائض فيمكن للبنك استخدامه في تمويل قرض جديـد، ويكـون هـذا الإجراء ملائماً فقط إذا كان العجز أو الفائض لفترة طويلة[2].

خامساً: بيع أو شراء الأوراق المالية

عادة ما يحتفظ البنك التقليدي بأوراق مالية قصيرة الأجل بدافع الحيطة، وعندما يواجه سحوبات نقدية غير متوقعـة، فإنه يلجأ إلى بيع جزء من هـذه الأوراق واسـتخدام حـصيلتها في تغطيـة تلـك السحوبات، وإذا لم يكف الاحتياطي الثانوي، قد يلجأ البنك إلى تصفية جزء من محفظة أوراقه المالية، وهو إجراء غير مرغوب فيه لثلاثة أسباب:

- احتمال تعرض البنك لخسارة كبيرة.
- قد لا يناسب البنوك الصغيرة بسبب ارتفاع تكلفة بيع الأوراق المالية، نظراً لعدم الاسـتفادة مـن اقتصاديات الحجم الكبير.
- جزء كبير من هذه الأوراق قد يتمثل في رهونات لودائع حكومية، ومن ثم يصعب التصرف فيهـا بالبيع.

أما في حالة الفائض فيمكن للبنك استثماره في شراء أوراق تجارية ومالية التي هي إضافة إلى أنهـا تحقق عائداً للبنك فإنها تدعم احتياطاته الأولية[3].

---

[1] منير إبراهيم هندي، "**أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار**"، مرجع سبق ذكره، ص64.

[2] رضا صاحب أبو أحمد، "**إدارة المصارف**"، مرجع سبق ذكره، ص210.

[3] نفس المرجع السابق.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

سادساً: اتفاقية إعادة الشراء

هي عقد بين طرفين للبيع ومن ثم إعادة الشراء لأدوات مالية غالباً ما تكون أذونات خزانة ولذلك فهي تعتبر اقتراضا قصير الأجل باستخدام أذونات الخزانة كضمان. ومن خلال هذه الاتفاقيات تـــستطيع البنوك التقليدية أو منشآت الأعمال سد العجز الطارئ في السيولة لديها. فإذا كانت إحدى الشركات على سبيل المثال لديها رصيد نقدي في البنوك وليست في حاجة إليه لمدة قصيرة فإنها تستطيع اســـتخدام هـــذا الفائض النقدي في شراء أذونات خزانة من البنك لحاجته للسيولة وفي الوقت نفسه يتم الاتفـــاق علـــى أن يقوم بإعادة شرائها بسعر أعلى بقليل من سعر الشراء في موعد مستقبلي محدد[1].

سابعاً: التوريق المصرفي*

يقصد به تحويل الأصول المالية غير السائلة والمتمثلة أساساً في القروض المصرفية إلى أوراق ماليـــة قابلة للتداول في أسواق المال، بهدف التقليل من مخاطر العجز عن الوفاء بهذه الديون وضمان التدفق المستمر للسيولة النقدية للبنك.

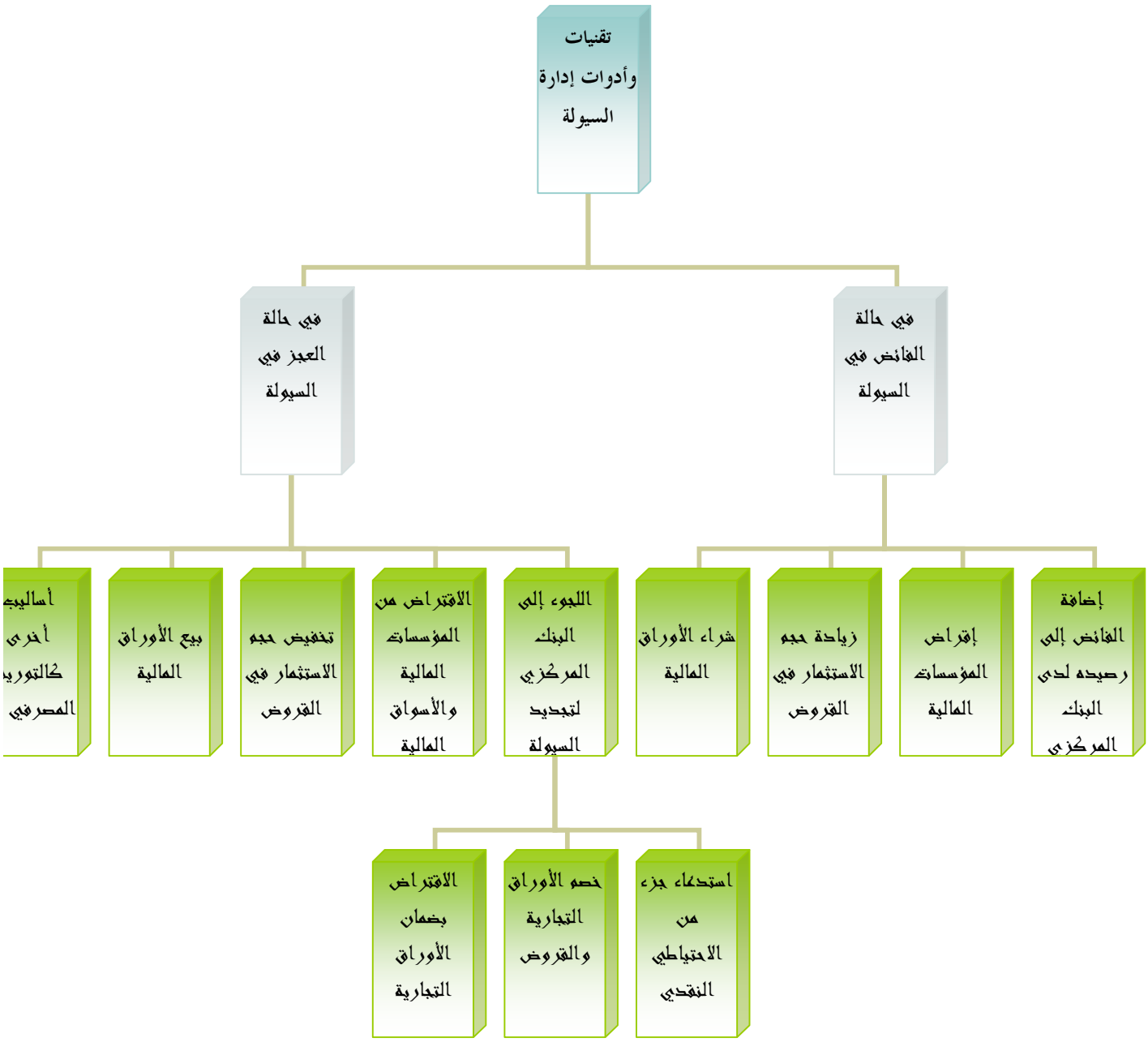
مما سبق يمكن إيجاز تقنيات وأدوات إدارة السيولة وصدمـــاتها بالبنوك التقليديـــة في المخطـــط التالي:

[1] سعيد بن حسين بن على المقرفي، **"الاستثمار قصير الأجل في البنوك الإسلامية"**، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد والإدارة، جامعة الملك عبد العزيـــز، المملكة العربية السعودية، 2005، ص88-89.

* سيتم التفصيل فيه في الفصل الثاني المخصص للتصكيك الإسلامي، وذلك من خلال المقارنة بينمها وبيان فوائد هذه الآلية المبتكرة من التمويل المهيكل.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

الشكل (1-1): تقنيات وأدوات إدارة السيولة بالبنوك التقليدية



المصدر: من إعداد الطالب.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

المبحث الثالث: السيولة في البنوك الإسلامية ومعوقات إدارتها

أحرزت البنوك الإسلامية نجاحاً في مجال ترسيخ الأدوات والقيم الإســـلامية في التعامل المصرفي، منذ بداية عملها مطلع السبعينيات، ويستدل على ذلك بنمو حجم المعاملات الإسلامية وانتشارها في معظم أنحاء العالم*. إلا أن هذا النجـــاح لم يكتمل بعد و لم يأخذ مداه المأمول بسبب المعوقات التي حالت دون إدارة الأمـــوال المتجمعة لديها بصورة كفؤة، وخاصة فيما يتعلق بإدارة السيولـــة في ظل الرقابة المـــصرفية ومنافسة البنوك التقليدية، وضعف مؤسسات البنية التحتية.

المطلب الأول: مصادر واستخدامات الأموال في البنوك الإسلامية

تتشابه البنـــوك الإسلامية مع التقليدية من حيث نظرتها إلى أهمية تدوير رأس المال واستخدامه في تمويل أوجه النشاط الاقتصادي، فكلا النوعين من البنوك يساهم في عمليات التنمية الاقتـــصادية وتمويلـــها بشكل أو بآخر. غير أن طبيعة مصـــادر الأموال وأسس توظيفها في البنوك الإسلامية تختلـــف عنـــها في البنـــوك التقليدية.

الفرع الأول: مصادر الأموال

يقصد بها تلك الموارد التي تتدفق من خلالها الأموال المختلفة إلى البنـــك الإسلامي، ولا تخـــرج هذه المصادر – كما في البنوك التقليدية – عن نوعين رئيسيين من المصادر أولهما : المـــصادر الداخليـــة أو الذاتية، وثانيهما : المصادر الخارجية.

أولاً: المصادر الداخلية للأموال

1. **رأس المال:** والذي يتم الحصول عليه من الموارد التي تتجمع في المصرف من قبل المساهمين، شأنها في ذلك شأن البنوك التقليدية، وهو يشكل نسبة ضئيلة من المصادر المالية للبنك الإسلامي.
2. **الاحتياطات:** وهي الأموال التي يتم الاحتفاظ بها من الأرباح التي يحققها البنك بشكل احتياطـــات سواء كانت احتياطات قانونية، أي أن القوانين ذات العلاقة بالبنوك تفرض الاحتفاظ بها، أو احتياطـــات عامة تفرضها طبيعة عمل البنوك والظروف العامة المحيطة بعمله، أو احتياطات خاصة تفرضها سياسة البنك من أجل دعم مركزه المالي وضمان سلامته[1].

* حيث أكد محمد الحاسر محافظ مؤسسة النقد السعودي أن حجم أصول المؤسسات المالية الإسلامية تجاوز 822مليار دولار، وحجم إصدار الصكوك الإسلامية بلغ نحو 100 مليار دولار في نهاية العام 2009، وان نحو 430 مصرفاً ومؤسسة مالية تعمل في أكثر من 75 دولة. (أنظر: جريدة العرب الدولية، الشرق الأوسط، العدد 11431، 30ربيع الأول 1431هـــ، 16 مارس 2010).

[1] فليح حسن خلف،**"البنوك الإسلامية"**، جدارا للكتاب العالمي، عمان، الأردن، 2006، ص194.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

3. **الأرباح غير الموزعة:** وهي تلك الأرباح التي لا يتقرر توزيعها على المساهمين، بل يحتفظ بها في نهاية الأمر في زيادة رأس مال البنك لأهداف معينة كالتوسع والنمو.

ثانياً: المصادر الخارجية للأموال

هي المصادر المالية التي يتم الاعتماد فيها على أموال الغير، أي الآخرين من دون أصحاب المشروع المالكين له، وتمثل عادة النسبة الأكبر من مصادر أموال البنوك بصفة عامة.

1. الودائع

تشكل الودائع التي تجتذبها البنوك الإسلامية المصدر الرئيسي للأموال المجتمعة لديها، شأنها في ذلك شأن البنوك التقليدية، وإذا كانت العلاقة بين المودعين والبنوك التقليدية علاقة الدائن بالمدين، فإن علاقة المدخرين بالبنوك الإسلامية تختلف باختلاف صيغ الأوعية الادخارية. وتتمثل في:

1.1. الودائع الجارية*

هي الحسابات الجارية، وهي الودائع التي تكون مضمونة بقيمتها الرأسمالية، رغم عدم دفع أية عائدات عليها، والسبب الذي يبرر ضمان القيمة الرأسمالية هو أن حسابات الائتمان (الودائع تحت الطلب) تعتبر كأمانة لدى البنك الإسلامي ولا تتحمل أي مخاطرة، وبالتالي تكون تحت تصرف المودعين في أي وقت.

ويوفر البنك لأصحاب هذه الودائع دفاتر الصكوك (الشيكات) لتسهيل عملية السحب منها في أي وقت وفي حدود الرصيد الموجود، إضافة إلى إجراء التحويلات من حساب لآخر، مقابل اقتطاع عمولة معينة لتغطية تكاليف إصدار الشيكات أو تحويل النقود[1]، فلا حرج على البنك في أن يتقاضى الأجر (العمولة) الذي يتناسب مع الخدمات الفعلية التي يقدمها لصاحب الوديعة[2].

2.1. الودائع الاستثمارية

تعتبر الودائع الاستثمارية البديل للودائع الآجلة لدى البنوك التقليدية التي تلتزم بردها في مواعدها مع الفوائد ضامنة للأصل والفوائد معاً وتتحمل جميع مخاطرها، بينما "الوديعة الاستثمارية في البنوك الإسلامية هي عقد مضاربة بين البنك والعميل المودع، إذ أن هذا الأخير، يعتبر بمقتضى عقد المضاربة الشرعية بمثابة رب المال، والبنك بمثابة المضارب. ولا يضمن البنك الوديعة الاستثمارية ولا أرباحها إلا في

---

* الودائع الجارية تعتبر مصدر للسيولة بدون تكلفة، لكنها تعيق التخطيط للتدفقات النقدية لتميزها بعدم الاستقرار من حيث طلبات السحب.

[1] ميلود بن مسعودة، "**معايير التمويل والاستثمار في البنوك الإسلامية**"، مرجع سبق ذكره، ص26-27.

[2] أحمد سقر، "**المصارف الإسلامية: العمليات، إدارة المخاطر، والعلاقة مع المصارف المركزية والتقليدية**"، إتحاد المصارف العربية، بيروت، لبنان، 2005، ص78.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

حالة التقصير والتعدي أو في حالة مخالفة شروط العقد، وتوزع نتائج الأرباح حسب النتائج الفعلية وحسب نسبة المضاربة المتفق عليها في العقد"[1].

وعادة ما تستثمر أو تمول بهذا النوع من الودائع المشاريع الطويلة والمتوسطة الأجل، وتنقسم إلى:

1.2.1. حسابات الاستثمار المشترك "المطلقة": وهي أكثر أنواع الحسابات أهمية من حيث حجمها كودائع تستعملها البنوك الإسلامية في استثماراتها واستخداماتها التمويلية، فالمودع يعهد للبنك باستثمار الوديعة دون ضمان ردها، ويصبح شريكا في الربح والخسارة[2].

2.2.1. حسابات الاستثمار المخصص "المقيد": وهي حسابات للراغبين في استثمار أموالهم في مشروع محدد أو غرض معين، حيث يتولى البنك إدارة الاستثمار بصفته مضارباً، "ويقوم البنك بتشغيل هذه الودائع الاستثمارية حسب الاتفاق وعلى ضمانة أصحابها الذين يتحملون مخاطر الاستثمار التي قد تحدث خلال الفترة الاستثمارية، وفي حال الربح المتحقق فإنه يوزع بين أصحاب الودائع والبنك حسب النسب المتفق عليها والتي تحدد عند فتح الحساب، أما في حالة حدوث خسارة، فإن الخسارة يتحملها أصحاب حسابات الاستثمار المخصص بالكامل بشرط عدم حدوث تقصير أو تعدي من البنك الإسلامي"[3].

2. الصكوك الإسلامية

هي 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 قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله.

وأهم الصكوك* التي تستخدمها البنوك الإسلامية في مجال جذب الأموال هي:

1.2. صكوك الإجارة الإسلامية: وهي أدوات مالية تمثل أصولا يصدرها البنك ويدعو المستثمرين للاكتتاب بها، ومن ثم يقوم البنك بتملك أصول وتأجيرها بموجب عقود إجارة، والأرباح المحققة من ذلك يتم اقتسامها بين المستثمرين والبنك وفقاً الأسس المثبتة في نشرة الإصدار الخاصة بذلك[4].

---

[1] فادي محمد الرفاعي، **"المصارف الإسلامية"**، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، الطبعة الأولى،2004، ص101.

[2] عمر محمد فهد شيخ عثمان،" **إدارة الموجودات / المطلوبات لدى المصارف التقليدية و المصارف الإسلامية (دراسة تحليلية تطبيقية مقارنة)**"، مرجع سبق ذكره، ص41.

[3] تهاني محمود محمد الزعابي، **"تطوير نموذج لاحتساب كفاية رأس المال للمصارف الإسلامية في إطار مقررات لجنة بازل"**، رسالة ماجستير، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية غزة، فلسطين، 2008، ص32.

* سيتم التفصيل فيها في المبحث الثالث من الفصل الثاني.

[4] أحمد سقر، **"المصارف الإسلامية: العمليات، إدارة المخاطر، والعلاقة مع المصارف المركزية والتقليدية"**، مرجع سبق ذكره، ص144.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

2.2. صكوك السلم الإسلامية: وهي أداة مالية تمثل أصولا يصدرها البنك ويدعو المستثمرين للاكتتاب بها، حيث يقوم البنك بشراء سلع يتم استلامها في المستقبل ومن ثم بيعها، والأرباح المتحققة من ذلك يتم اقتسامها بين المستثمرين والبنك وفقاً للأسس المثبتة في نشرة الإصدار الخاصة بذلك[1].

3. **صناديق الاستثمار:** تعتبر صناديق (محافظ) الاستثمار مصدر جيد من مصادر أموال البنك الإسلامي وتمثل أوعية استثمارية تلبي حاجات ومتطلبات المودعين من استثمار أموالهم وفق المجالات التي تناسبهم لتحقيق عوائد مجزية. حيث يقوم البنك باختيار أحد مجالات الاستثمار المحلية أو الدولية وينشأ لهذا الغرض صندوق يطرح للاكتتاب العام للمستثمرين ويقوم البنك بأخذ نسبة معروفة من الربح مقابل إدارته لهذا الصندوق، كما بإمكان البنك أن يقوم بتوكيل أحد الجهات المختصة بهذا النشاط بإدارة هذا الصندوق مقابل نسبة معينة من الأرباح[2].

4. **ودائع المؤسسات المالية الإسلامية**

قد تقوم بعض البنوك الإسلامية بتحويل جزء من الفوائض النقدية لديها إلى البنوك، إما في صورة ودائع استثمار تأخذ عنها عوائد أو في صورة ودائع جارية لا تستحق عنها عوائد وذلك لتسوية بعض المعاملات بينها.

الفرع الثاني: استخدامات الأموال

قدم الفكر الإسلامي عدداً متنوعاً من الصيغ التي تصلح لتشغيل الموارد في مجالات النشاط الاقتصادي المختلفة، مثل المضاربة والمشاركة والإتجار المباشر وبيوع المرابحة والسلم، والمزارعة والمساقاة والإجارة وغيرها.

وفيما يلي أهم الأساليب والصيغ التمويلية التي تستخدمها البنوك الإسلامية في استثمار مواردها:

أولاً: صيغ التمويل الإسلامية الطويلة الأجل

يقصد بصيغ التمويل الإسلامية الطويلة الأجل تلك الصيغ التي تطبقها البنوك الإسلامية في آجال تتعدى خمس سنوات، وتتمثل أساساً في المضاربة والمشاركة.

1. **المضاربة:** المضاربة هي شركة في الربح والمال وتنعقد بين أصحاب حسابات الاستثمار (أرباب المال) والبنك (المضارب) الذي يعلن القبول التام لتلك الأموال للقيام باستثمارها واقتسام الربح حسب الاتفاق وتحميل الخسارة لرب المال، إلا في حالات تعدي المضارب (البنك) أو تقصيره أو مخالفته للشروط،

---

[1] أحمد سقر، **"المصارف الإسلامية: العمليات، إدارة المخاطر، والعلاقة مع المصارف المركزية والتقليدية"**، مرجع سبق ذكره، ص144.

[2] صادق راشد الشمري، **"أساسيات الصناعات المصرفية الإسلامية"**، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص48-49.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

فإنه يتحمل ما نشأ بسببه، وتنعقد أيضا بين البنك بصفته صاحب رأس المال* بالأصالة عن نفسه أو بالنيابة عن أصحاب حسابات الاستثمار وبين الحرفيين وغيرهم من أصحاب الأعمال من زراعيين وتجار وصناعيين[1].

2. المشاركة: تعتبر صيغة التمويل بالمشاركة من أهم صيغ التمويل في البنوك الإسلامية، باعتبارها الصيغة الاستثمارية الأساسية المجسدة لأهداف ومبادئ الاقتصاد الإسلامي، وخاصة أنها تقوم أساساً على القاعدة الفقهية "الغنم بالغرم"، إذ هي إحدى وسائل توظيف الأموال بالبنوك الإسلامية، وهي أكثر الصيغ مرونة وملاءمة وشمولا، فهي عقد بين اثنين أو أكثر على أن يتاجروا في رأس المال[2]، يقتسمان نتائج المشروع من ربح حسب ما اتفقا عليه أو خسارة بحسب مساهمة كل منهم في رأس المال.

وتتعدد أشكال المشاركة، إلا أن أكثرها استخداماً في البنوك الإسلامية، المشاركة الثابتة، والمشاركة المتناقصة والمنتهية بالتمليك.

1.2. **المشاركة الثابتة:** هي نوع من المشاركة تقوم على مساهمة البنك الإسلامي في تمويل جزء من رأسمال معين، مما يترتب عليه أن يكون شريكاً في ملكية هذا المشروع ومن ثم إدارته وتسييره والإشراف عليه.

وفي هذا الشكل يبقى لكل طرف من الأطراف حصة ثابتة في المشروع إلى حين انتهاء مدة المشروع أو الشركة أو المدة التي تحددت في الاتفاق[3]، وتنقسم المشاركة الثابتة بدورها إلى قسمين:

1.1.2 . **المشاركة الثابتة المستمرة:** وفيها يشترك البنك الإسلامي مع طرف آخر أو أكثر دون تحديد مدة للشركة، حيث يبقى البنك الإسلامي شريكاً في المشروع طالما أنه موجود ويعمل، وهذا النوع من المشاركة يجب أن يوضع في الإطار القانوني الذي يكفل له الاستمرار، وعند ذلك تتحدد العلاقة بين الأطراف في ضوء القواعد القانونية الواردة على مثل هذه الأشكال القانونية وبما لا يتعارض مع الشريعة الإسلامية[4].

2.1.2. **المشاركة الثابتة المنتهية:** وفيها يشترك البنك مع طرف آخر أو أكثر لفترة معينة يتم في النهاية تصفية الشركة وحصول كل طرف على حقوقه.

---

* وتسمى بالمضاربة ذات المستويين (المزدوجة) وفيها يتم تجميع جانبي الخصوم والأصول في ميزانية البنك تجميعا شاملا، فعلى جانب الخصوم، يدخل المودعون في عقد مضاربة مع البنك لاقتسام مجمل الأرباح التي حققتها أعمال البنك. ومن ثم يقوم المودعين بدور الممولين عن طريق توفير الأموال، ويقوم البنك بدور المقاول المنفذ لقبوله هذه الأموال. وعلى جانب الأصول، يدخل البنك، بدوره في عقود مضاربة مع مقاولين يسعون للحصول على أموال استثمارية ويوافقون على اقتسام الأرباح مع البنك وفقاً لنسبة مئوية معينة ينص عليها في العقد.

[1] مجيد جاسم الشرع، **"المحاسبة في المنظمات المالية: المصارف الإسلامية"**، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص205.

[2] أحمد سقر، **"المصارف الإسلامية: العمليات، إدارة المخاطر، والعلاقة مع المصارف المركزية والتقليدية"**، مرجع سبق ذكره، ص166.

[3] فادي محمد الرفاعي، **"المصارف الإسلامية"**، مرجع سبق ذكره، ص133.

[4] الياس عبد الله أبو الهيجاء، **"تطوير آليات التمويل بالمشاركة في المصارف الإسلامية: دراسة حالة الأردن"**، أطروحة دكتوراه، الاقتصاد والمصارف الإسلامية، جامعة اليرموك، الأردن، 2007، ص 63-64.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

2.2. **المشاركة المتناقصة أو المنتهية بالتمليك***: هي عبارة عن قيام الممول(البنك) بتقديم رأس المال اللازم لطالبي التمويل على أن يسترد الممول رأس المال تدريجيا خلال فترة معينة[1]، ويميل إلى هذا النوع الكثير مـــن طالبي التمويل الذين لا يرغبون في استمرار مشاركة البنك لهم.

ثانياً: صيغ التمويل الإسلامية المتوسطة الأجل

1. **الإجارة:** الإجارة عقد يراد به تمليك منفعة مشروعة لمدة متفق عليها مقابل عَوَض مشروع ومعلوم. وتعتمد البنوك الإسلامية على صيغة الإجارة لما تحققه من فوائد تتمثل في:[2]

- توفير السيولة من خلال تسديد أقساط الإيجار والقدرة على تسييل الأصول الثابتة، وتعد من أحسن الصيغ للتطبيق من طرف البنوك الإسلامية، لأنها تساعد على حل مشكلة امتـــصاص المدخرات والودائع لهذه البنوك.
- تحسين مركز السيولة للمستأجر وعدم إرهاقه بالديون، مما يسمح له بتوسيع نشاطه والمحافظة على استقلاليته الماليـــة.
- تدر الإجـــارة عائد مقبول للمؤجر لأمواله المستثمـــرة، وليس عـــــائد افتراضـــياً (ســـعر الفائدة).

2. **الاستصناع:** هو عقد بين المستصنع (المشتري) والصانع (البائع) حيث يقوم الثاني بناءً على طلـــب المشتري بصناعة سلعة موصوفة أو الحصول عليها عند أجل التسليم على أن تكون مادة الـــصنع وتكلفـــة العمل من الصانع (البائع)، وذلك مقابل الثمن الذي يتفقان عليه وعلى كيفية ســـداده عنـــد التعاقـــد أو مقسطاً أو مؤجلاً وفي حالة عدم اشتراط المستصنع (المشتري) على الصانع أن يصنع بنفسه فيجوز بهـــذه الحالة للصانع أن ينشئ عقد استصناع ثان ويعرف بالموازي لغرض تنفيذ التزامه في العقد الأول[3].

ويعتبر عقد الاستصناع صيغة من صيغ التمويل الإسلامي الأكثر حيوية، ينبغي أن تأخـــذ حيـــزاً كبيراً من نشاط البنوك الإسلامية من أجل خدمة قطاع الصناعة وتطويره لخدمـــة التنميـــة في الـــــدول الإسلامية.

* إطلاق لفظ المشاركة المتناقصة يشير إلى تبني وجهة نظر البنك الذي يمول بحيث إن مشاركته تتناقص كلما استرد جزء من تمويله، ويطلق البعض لفظ المشاركة المنتهية بالتمليك إلى يشير إلى تبني وجهة نظر طالب التمويل أو الشريك لأنه يتملك المشروع في نهاية الأمر بعد أن يتمكن من رد التمويل إلى المصرف.

[1] الياس عبد الله أبو الهيجاء، **"تطوير آليات التمويل بالمشاركة في المصارف الإسلامية: دراسة حالة الأردن"**، مرجع سبق ذكره، ص64.

[2] ميلود بن مسعودة، **"معايير التمويل والاستثمار في البنوك الإسلامية"**، مرجع سبق ذكره، ص47.

[3] صادق راشد الشمري، **"أسياسيات الصناعات المصرفية الإسلامية"**، مرجع سبق ذكره، ص70.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

ثالثاً: صيغ التمويل الإسلامية القصيرة الأجل

1. **المرابحة:** المرابحة هي اتفاق بين مشترٍ لسلع معينة وبائع لها، وبموصفات محدودة على أســـاس كلفـــة السلعة، إضافة إلى هامش ربح يتفق عليه المشتري والبائع[1]، أي هو البيع الذي يدفع فيه المشتري مبلغاً زائداً على ما قامت به السلعة ولذا سمي مرابحة[2].

ويعتبر بيع المرابحة من أكثر صيغ التمويل استخداماً في البنوك الإسلامية*، وبالـــذات في التجـــارة والاستيراد، حيث تعتبر الصيغة المفضل التعامل بها مع صغار المتعاملين بشكل خاص، ولذلك فـــإن الجـــزء الأكبر من النشاط الاستثماري للبنوك الإسلامية واستخدام مواردها يتم من خلال صيغة المرابحـــة، حيـــث تفوق نسبتها في ذلك لدى بعض البنوك الإسلامية 30%.

ويرجع سبب اعتماد البنوك الإسلامية على صيغة المرابحة بشكل كبير مقارنة بالـــصيغ التمويليـــة الأخرى للعديد من الأسباب من أهمها:

- أن المرابحة سهلة الفهم والتطبيق سواء للمتعاملين أو العاملين بالمصارف الإسلامية.
- أن مخاطر المرابحة منخفضة بالمقارنة مع الصيغ الأخرى (المضاربة، المشاركة).
- المرابحة يمكن أن تؤدي إلى تحقيق ربح مناسب للبنك وللمودعين، خلال فترة زمنية في الغالب قصيرة الأجل، ومن ثم فإنها تتيح توزيع العوائد على المتعاملين مع البنك، وهو الأمر الذي يشجع ويحفز أصحاب الأموال على إيداعها لدى البنك، مما يخلق لها فرصة البنوك التقليدية في جذب الودائع.

2. **السَلَم:** السلم عقد يتم بموجبه دفع ثمن سلعة معينة في الحال على أن يتم استلام السلعة لاحقـــاً، أي بموعد معين، ومن ثم فإن الثمن يدفع عاجلاً والسلعة آجلا، أو هو بيع موصوف في الذمة بِبَدل يتم دفعـــه فورا[3].

3. **القرض الحسن****: معناه تقديم البنك مبلغاً محدداً من المال لفرد من الأفراد أو لأحد عملائه، ولـــو كان شركة أو حكومة، حيث يلتزم المقترض بإعادة المبلغ المقترض في تاريخ أو تواريخ ثابتة ومحددة وبدون فوائد مطلقا، من منطق ﴿**وإن كان ذُو عُسرَةٍ فنَظِرةٌ إلى مَيسُرة وأن تَصدقُوا خيراً لكُمْ،إن كنتم**

---

[1] فليح حسن خلف، "**البنوك الإسلامية**"، مرجع سبق ذكره، ص293.

[2] أحمد سقر، "**المصارف الإسلامية: العمليات، إدارة المخاطر، والعلاقة مع المصارف المركزية والتقليدية**"، مرجع سبق ذكره، ص172.

* وهذا دليل على اعتماد البنوك الإسلامية على الاستمارات القصيرة الأجل، وذات العائد الثابت والمخاطرة المحدودة. ويدعوا في نفس الوقت إلى تفعيـــل صيغ الاستثمار المتوسطة والطويلة الأجل.

[3] فليح حسن خلف، "**البنوك الإسلامية**"، مرجع سبق ذكره، ص331.

** تضاف كلمة حسن إلى القرض لكي لا يدخل في هذا المفهوم الإقراض بفائدة.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

تعلمُـــون﴾[1]. كما أن الله تعالى حث عليه في أكثر من موضع في القرآن الكريم، فقوله تعـــالى ﴿**مـــن ذا الذي يقرض اللهَ قرضاً حسناً فيُضاعفهُ له أضعَافاً كثيرةً واللهُ يقبضُ ويبسطُ وإليه تُرجعونَ﴾**[2].

رابعاً: الخدمات المصرفية

تعتبر الخدمات المصرفية مكوناً هاماً من مكونات العمل في أي بنك، بل أنها تعتبر الآن من أكثر الأنشطة التي تنال الاهتمام والتطوير، حتى أضحت ميداناً رئيساً للتنافس فيما بين البنوك، ويقـــوم الفكـــر المصرفي المعاصر على تطوير تلك الخدمات بحيث تكون وسيلة وهدفاً في نفس الوقت، فهـــي تهـــدف إلى تحقيق جانب من الإيرادات نتيجة أداء الخدمة، كما أنها أداة لجذب أكبر عدد من المتعاملين سواء في نظـــم الودائع أو في نظم التوظيف والاستثمار التي يمارسها البنك وهو ما يؤدي إلي تحقيق إيرادات أكبر للبنك.

والخدمات المصرفية الإسلامية لا تخرج كثيراً عن هذا الفهم، فهي تعتبر وسيلة لخدمة المتعـــاملين وتيسير مهمتهم، وبما يساعد على جذب متعاملين جدد مع المحافظة على المتعاملين الحاليين، وذلك بالنسبة للإيداعات أو التوظيفات.

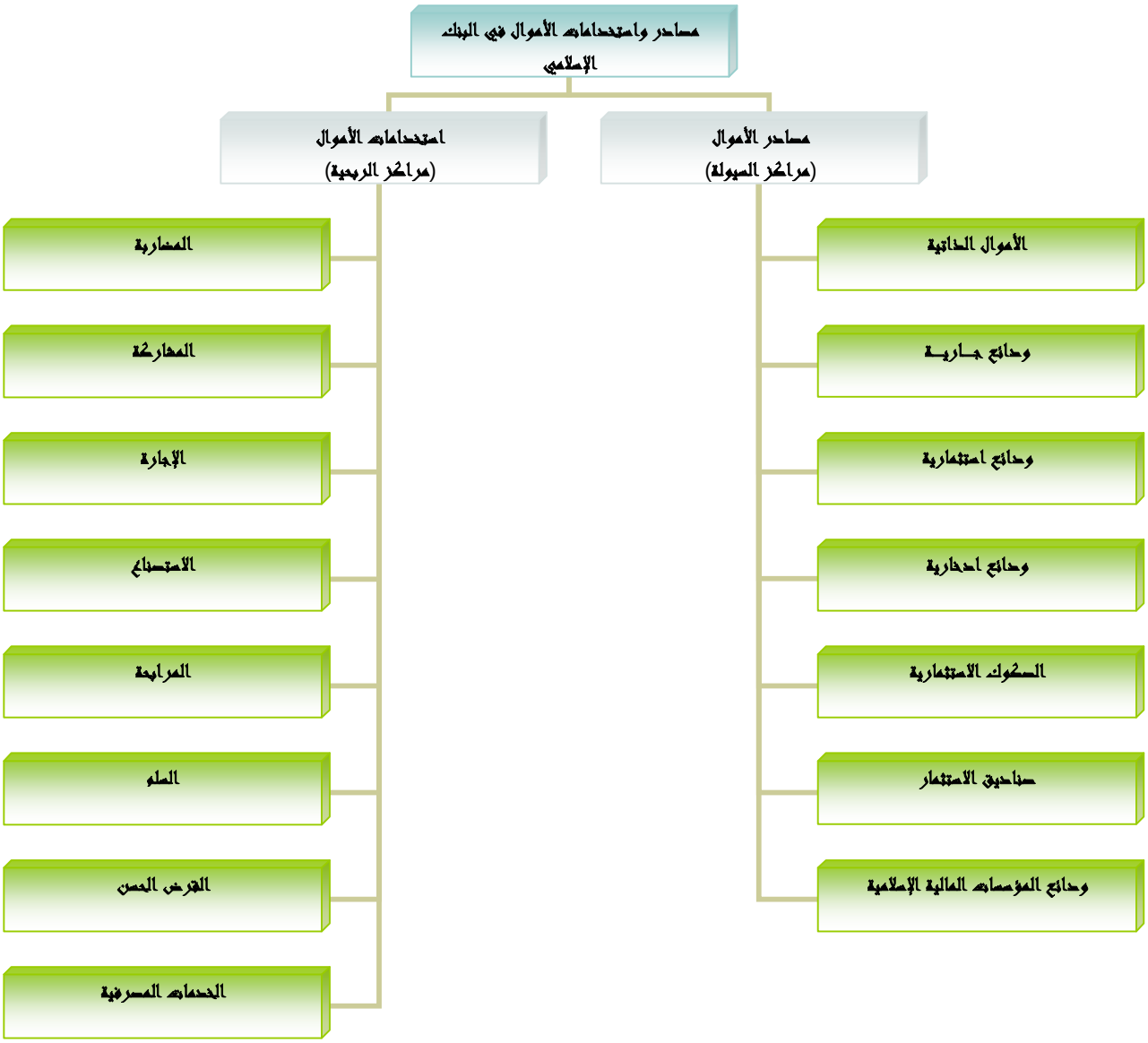
من خلال ما سبق يمكن عرض مصادر واستخدامات الأموال في البنك الإســـلامي في الـــشكل الأتـــي:

[1] سورة البقرة، الآية 280.

[2] سورة البقرة، الآية 245.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

الشكل (1-2): مصادر واستخدامات الأموال في البنك الإسلامي



المصدر: من إعداد الطالب.

الفرع الثالث: مقارنة بين هيكل ميزانية البنوك التقليدية وهيكل ميزانيـــة البنـــوك الإسلامية وأثر ذلك على إدارة السيولة

في البنوك التقليدية التي تحمل الخصوم متضمنة الودائع تحت الطلب ولأجل والادخارية والتي تعتبر مضمونة كلية، وكذا أصولها وبصفة رئيسية تكون ديوناً خطيرة فإن خسارة أحد الأصول على مـــستوى البنك إذا كانت كبيرة فإنه يجعل البنك غير قادر على الوفاء بالتزاماته المتواجدة على مستوى الخصوم[1]، أما في ظل الوساطة المالية الإسلامية فالودائع تحت الطلب فقط هي التي تكـــون مـــضمونة، بينمـــا الودائـــع الاستثمارية يتم توظيفها على أساس اقتسام الأرباح والخسائر، فأصحابها يساهمون في تحمل المخاطر، هـــذا

[1] عبد القادر فاضل وعبد الله بلهادية، "**النظام المالي الإسلامي: مستوعب أم معمق للصدمات (دور الإنضباط السوقي الذاتي)**"، المؤتمر الدولي الرابـــع المعني بالصيرفة الإسلامية والتمويل الإسلامي: إدارة المخاطر، والتنظيم والإشراف، بنك السودان المركزي، الخرطوم، السودان، أفريل 2010، ص6.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

يعني أن البنك الإسلامي تكون احتمالات إفلاسه ضعيفة والتعرض لحالات الاندفاع المصرفي لسحب الودائع يكون نسبياً أكثر استقرار مقارنة مع نموذج الوساطة المالية التقليدية.

ففي نموذج الوساطة المالية التقليدية يعتبر البنك ضامناً لكل أموال المودعين، وعليه عندما يقع البنك التقليدي في أزمة سيولة قد يتعرض لحالات الاندفاع المصرفي من قبل المودعين. أما في نموذج الوساطة المالية الإسلامية فتلك الحالات غير متوفرة باعتبار أن جميع الودائع باستثناء الودائع تحت الطلب طبيعة العقود فيها تنص على اقتسام المخاطرة بين البنك الإسلامي والمودع أو العميل، واتفاق مسبق على هذا الأمر من شأنه ألا يحدث هلعاً في نفوس المودعين.

لكن، على الرغم من أن طبيعة الودائع تتضمن بنوداً لاقتسام المخاطر بشكل عادل بين المودعين والبنك الإسلامي، هناك من يرى إمكانية تعرض البنوك الإسلامية لحالات الاندفاع المصرفي لصعوبة تقييم التوظيفات التي ذهبت إليها أموال المودعين والضبابية التي تشوبها، فبالرغم من إمكانية كفاية الأرباح الموزعة على المودعين إلا أنه من المحتمل أن يقرر المودعين سحب أموالهم عند نهاية الأجل المتفق عليه[1]، وهذا الإجراء قد يكون نتيجة لما يلي:[2]:

- معدل عائد أقل مما هو متوقع أو مما هو مقبول.
- القلق حول المركز المالي لتلك المؤسسة.
- عدم الالتزام بالشريعة من قبل تلك المؤسسات في العقود والأنشطة المختلفة.

هذا السحب إذا كان جماعياً فإنه يمكن أن يؤدي إلى وقوع البنك الإسلامي في خطر الإفلاس، وهو ما يتطلب إدارة جيدة للسيولة ورأسمال كاف.

المطلب الثاني: إستراتيجية إدارة السيولة في البنوك الإسلامية

تبرز العناصر الرئيسية للإدارة الفعالة للسيولة ضمن نطاق المخاطر التي تتعرض لها البنوك الإسلامية. حيث تسعى هذه الأخيرة للحصول على مختلف مصادر الأموال واجتذابها لتوجيهها إلى أنشطتها التمويلية والاستثمارية. ويمكن أن تتحمل هذه البنوك أنواعاً مختلفة من الالتزامات.

وقبل التطرق إلى سياسات إدارة السيولة بالبنوك الإسلامية، لابد من التعرف على عناصر السيولة في البنوك الإسلامية.

---

[1] عبد القادر فاضل وعبد الله بلهادية، **"النظام المالي الإسلامي: مستوعب أم معمق للصدمات (دور الإنضباط السوقي الذاتي)"**، مرجع سبق ذكره، ص7.

[2] مجلس الخدمات المالية الإسلامية، **"المبادئ الإرشادية لإدارة المخاطر للمؤسسات (عدا المؤسسات التأمينية) التي تقتصر على تقديم خدمات مالية إسلامية"**، ديسمبر2005، ص 32.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

الفرع الأول: عناصر السيولة في البنوك الإسلامية

تشير السيولة إلى قدرة البنك الإسلامي على مواجهة طلبات العملاء للسحب من الودائع، وسداد المستحقات الدورية وغير الدورية على البنك، بالإضافة إلى إتمام عمليات التمويل والاستثمار الواجب على البنك ممارستها.

وتتمثل عناصر السيولة في البنوك الإسلامية في كافة الأصول النقدية وشبه النقدية، بما يسهم في سداد الالتزامات قصيرة الأجل بسرعة وبدون أو بـــأقل الخسائر. وتنقسم إلى مجموعتين جوهريتين هما:[1]

1. المجموعة الأولى: السيولة النقدية

تتكون هذه المجموعة من الأصول السائلة بشكل كامل والتي تتميز بسيطرة البنـــك الإســـلامي عليها وإمكانيته من التحكم فيها بصورة مباشرة، وتشتمل علي النقدية بخزينة البنك سواء كانت بالعملـــة المحلية أو العملات الأجنبية، والودائع التي لدى البنوك الأخرى، والودائع التي لدى البنـــوك الإســـلامية . ويضيف البعض إلى ذلك الشيكات تحت التحصيل.

2. المجموعة الثانية: السيولة شبه النقدية

وتتكون هذه المجموعة من مجموعة الأصول التي يمكن للبنك الإسلامي التصرف فيها وتحويلها إلى سيولة كاملة دون أو بأقل الخسائر، وبطبيعة الحال فإن سيطرة البنك عليها لا تصل سيطرته على مكونات المجموعة الأولى، وتشتمل هذه المجموعة على الأسهم والمستحقات المضمونة لدى العملاء خـــلال ثلاثـــة شهور، والشهادات القابلة للتداول التي يصدرها البنك الإسلامي، والأوراق الحكومية وغيرها مما يقبلـــه البنك المركزي.

الفرع الثاني: سياسة إدارة السيولة في البنوك الإسلامية

على البنـــوك الإسلامية أن تحتفظ بسيولـــة كافية للوفاء بالتزاماتها في جميع الأوقات. وفي هـــذا الصدد ومع الأخذ في الاعتبار طبيعة عمل تلك البنوك، وأنشطتها، وبيئة أسواق رأس المال التي تعمل فيها، فـــإنه يتوجب عليها انتهاج سياسات ملائمة لإدارة السيولة يتم مراجعتها بشكل دوري وتشمل الآتي:[2]

- إستراتيجية لإدارة السيولة تشمل رقابة فعالة من قبل مجلس الإدارة والإدارة العليا.
- إطار لوضع وتطبيق إجراءات سليمة لقياس السيولة ومراقبتها.
- نظم وافية لمراقبة التعرض لمخاطر السيولة، وإعداد تقارير عنها على أساس دوري.

---

[1] عبد الحميد عبد الفتاح المغربي، **"الإدارة الإستراتيجية في البنوك الإسلامية"**، الطبعة الأولى، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإســـلامي للبحـــوث والتدريب، مكتبة الملك فهد الوطنية أثناء النشر، المملكة العربية السعودية، 2004، ص143.

[2] مجلس الخدمات المالية الإسلامية، **"المبادئ الإرشادية لإدارة المخاطر للمؤسسات (عدا المؤسسات التأمينية) التي تقتصر على تقديم خدمات ماليـــة إسلامية"**، مرجع سبق ذكره، ص 33-34.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

- قدرة تمويل كافية، مع المراعاة بشكل خاص رغبة المساهمين وقدرتهم على تقديم رأسمال إضافي عند الضرورة.
- الحصول على سيولة من خلال بيع الموجودات الثابتة ومن خلال ترتيبات مثل البيع وإعادة الاستئجار.
- إدارة أزمات السيولة.

كما يجب أن تشمل سياسات البنوك الإسلامية عوامل كمية ونوعية. أما العوامل الكمية فتتضمن مدى تنويع الأموال ومصادرها، ودرجة التركيز في قاعدة التمويل، والاعتماد على الموجودات المتداولة، أو توفر تسهيلات احتياطية للتمويل الخارجي. وأما العوامل النوعية فتتضمن تقييم القدرة العامة للإدارة، والمهارات الخاصة في كل من إدارة الخزينة والعلاقات العامة، ونوعية نظم المعلومات الإدارية، وسمعة تلك المؤسسات في السوق، ورغبة المساهمين وقدرتهم في تقديم رأس مال إضافي، وقدرة ورغبة المركز الرئيسي أو الشركة الأم في توفير السيولة للفرع أو الشركة التابعة.

ونظراً لكون البنية الأساسية للسيولة تختلف من دولة إلى أخرى، فيُتوقع من مؤسسات الخدمات المالية الإسلامية العاملة في أكثر من دولة أن تلتزم بالمتطلبات المحلية المحددة لإدارة السيولة. وعليه، فإنه يُتوقع من تلك المؤسسات التي تشكل جزءاً من مجموعة شركات أن تكون لديها القدرة على التصرف بشكل مستقل عن المجموعة، وبالتالي يجب أن تراقب تلك المؤسسات وتدير سيولتها بشكل منفصل. ومع ذلك يجوز لها، بموافقة السلطات الإشرافية، أن تأخذ في الاعتبار إمكانية توفير السيولة للفرع أو الشركة التابعة من قبل المركز الرئيسي أو الشركة الأم.

الفرع الثالث: قياس السيولة ومراقبتها[1]

لا بد أن تحدد مؤسسات الخدمات المالية الإسلامية أي عجز مستقبلي في السيولة، وذلك بإنشاء جداول استحقاق وفق أطر زمنية ملائمة. ويجوز أن يكون لدى تلك المؤسسات مقاييسها الخاصة لتصنيف التدفقات النقدية، بما في ذلك طرق سلوكية، ويمكن أن تأخذ في الاعتبار التمييز بين أنواع التدفقات النقدية كما هو مبين فيما يلي:

- تدفقات نقدية معروفة، أي أن تواريخ الاستحقاق والمبالغ تكون معروفة مسبقاً. وتشمل هذه الفئة ذمماً مدينة من المرابحة، والإجارة، والإجارة المنتهية بالتمليك، والمشاركة المتناقصة.
- تدفقات نقدية مشروطة ولكن يمكن توقعها (السلم والاستصناع)، ويتوقف تحقق ذلك الاشتراط على نوع العقد أو تنفيذ العمل حسب الشروط والأحكام المتفق عليها خلال فترة زمنية متفق عليها.

[1] مجلس الخدمات المالية الإسلامية، **"المبادئ الإرشادية لإدارة المخاطر للمؤسسات (عدا المؤسسات التأمينية) التي تقتصر على تقديم خدمات مالية إسلامية"**، مرجع سبق ذكره، ص 34-36.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

- تدفقات نقدية مشروطة ولا يمكن توقعها في بعض الحالات، كالاستثمار في عملية مشاركة لمدة غير محددة.

عند حساب صافي متطلبات التمويل، يتأثر وضع سيولة مؤسسات الخدمات المالية الإسلامية بقدر كبير بكيفية إدارة توقعات أصحاب حسابات الاستثمار. ومع أن أساس حساب صافي متطلبات التمويـــل يفترض أن تسدد الأموال لأصحابها في موعد استحقاقها التعاقدي، فقد لا يكون واقعياً افتراض أن جميـــع أصحاب حسابات الاستثمار سوف يحتفظون بأموالهم لدى تلك المؤسسات حتى موعد استحقاقها. وعليه، فإن تقييم تلك المؤسسات الداخلي وفقاً لتوقعات أصحاب حسابات الاستثمار، والحوافز التي تمـــنح لهـــم للاحتفاظ بأموالهم لدى تلك المؤسسات، يصبح جزءاً من عملية حساب صافي متطلبات التمويل.

نظراً للدور المزدوج الذي تضطلع به مؤسسات الخدمات المالية الإسلامية في الوفـــاء بالتزاماتهـــا حيال أصحاب الحسابات الجارية، وإدارة توقعات أصحاب حسابات الاستثمار، فإنه ينبغي علـــى تلـــك المؤسسات إجراء تحليلات دورية للتدفقات النقدية وفق سيناريوهات وظروف السوق المتنوعة. ويمكـــن أن تختلف سيناريوهات السوق وفق ظروفه المحلية، كما يمكن أن تعتمد على الآتي:

- بيئة تشغيل عادية، (على سبيل المثال، الحالة التي يكون فيها السوق مستقراً).
- سيناريوهات لحالات غير مواتية، (على سبيل المثال، أحداث غير منتظمة أو اضطرابات).

الفرع الرابع: متطلبات الإدارة الفعالة للسيولة في البنوك الإسلامية

توجد عدة متطلبات تسهم في إدارة السيولة بفعالية بالبنوك الإسلامية من بينها:

أولاً: تخطيط التدفقات النقدية في البنك الإسلامي

يجب العمل على تصنيف وتحليل التدفقات النقدية، والتوفيق بينهما حتى يتمكن البنك من تـــوفير درجة معينة من السيولة، وذلك لمقابلة الاحتياجات التالية:[1]

1. الطلبات العادية والجارية لأصحاب الودائع الجارية.
2. الطلبات العادية والفجائية لأصحاب الودائع الادخارية.
3. الطلبات العادية والفجائية لأصحاب الودائع الاستثمارية إذا كان من الممكن سحبها قبل الموعد.
4. المصروفات العادية للبنك.
5. طلبات التمويل المختلفة للمشاركة، المضاربة والمرابحة.
6. انتهاز الفرص الاستثمارية المتاحة أمام البنك.

[1] عبد الحميد عبد الفتاح المغربي، **"الإدارة الإستراتيجية في البنوك الإسلامية"**، مرجع سبق ذكره، ص 144.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

ثانياً: تطبيق قاعدة تناسب الآجال كمدخل لإدارة السيولة

تقوم البنوك بخلط جميع مواردها معاً في وعاء واحد، ثم تعمل على توزيعها على كافة مجالات الاستخدام دون البحث في مواعيد استحقاقها وآجالها المتباينة. وهذا لا يمثل أسلوب مناسب لإدارة الموارد المتاحة لما يمثله من عبء كبير على إدارة السيولة في البنك وإمكانية تعرضه للإفلاس[1] . وعلية يجب على البنوك تخصيص المصادر المالية على الاستخدامات بحسب آجالها بنسب معينة وذلك على النحو الموالي:[2]

1. الودائع الجارية تخصص للأرصدة النقدية والأرصدة لدى البنوك والتمويل قصير الأجل مثل المرابحة.
2. الودائع الاستثمارية تخصص نسبة منها للنقدية والتمويل قصير الأجل أيضاً، هذا فضلاً عن التمويل طويل الأجل مثل مجالات المشاركة والمضاربة.
3. ودائع التوفير تخصص للنقدية والأرصدة لدى البنوك والتمويل قصير الأجل والاستثمارات طوية الأجل.
4. الأموال المملوكة للبنك، وتخصص للأصول الثابتة في البنك، والاستثمارات طويلة الأجل.

بالإضافة إلى ما سبق، كذلك على البنوك الإسلامية التحديد الدقيق والواضح لمصادر الأموال ومجالات الاستخدامات، والتعرف على مواطن التعارض بين الربحية والسيولة والتوفيق بينهما.

المطلب الثالث: واقع السيولة في البنوك الإسلامية ومعوقات إدارتها

تواجه البنوك الإسلامية مثلها مثل باقي البنوك التقليدية معوقات ومشاكل في إدارتها للسيولة ولكن بدرجات مختلفة، وفيما يلي محاولة لتسليط الضوء على واقع السيولة في البنوك الإسلامية ومعوقات إدارتها.

الفرع الأول: واقع السيولة في البنوك الإسلامية

لكي تحقق البنوك الإسلامية نوع من التوازن بين مصادر الأموال واستخداماتها في جميع الظروف، فإنه لا مناص أمامها من الاعتماد على إدارة متيقظة ومحفظة للموارد المالية، وتخطيط دقيق للتدفقات النقدية الداخلة والخارجة، وفي ظل عدم وجود منافذ كافية يمكن من خلالها الحصول على السيولة النقدية، وتحوطاً لطلبات السحب المفاجئ، فإن البنوك الإسلامية مضطرة للاحتفاظ باستمرار بجزء من مواردها المالية على شكل نقد جامد أو ودائع مصرفية بدون عوائد، تفوق نسب السيولة المقررة من البنوك المركزية، مضحية بذلك بعوائد توظيف هذه الأموال في سبيل حماية أموال المودعين والحفاظ على استقرارها.

---

[1] رايس حدة، **"دور البنك المركزي في إعادة تجديد السيولة في البنوك الإسلامية"**، مرجع سبق ذكره، ص271.

[2] عبد الحميد عبد الفتاح المغربي، **"الإدارة الإستراتيجية في البنوك الإسلامية"**، مرجع سبق ذكره، ص 145-146.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

ووفقاً للدراسة التي أجراها أحد الباحثين على عشر من المؤسسات المالية الإسلامية من منطقة الخليج العربي بالإضافة إلى ماليزيا، ومقارنة كل واحدة من تلك المؤسسات مع ما يماثلها من البنوك التقليدية من حيث حقوق الملكية. أكد الخبير المصرفي مسفر آل دحيم مع أبي حجلة في أن نسب الأصول السائلة إلى إجمالي الأصول في المؤسسات المالية الإسلامية زادت عن مثيلاتها في البنوك التقليدية بنحو 9.45%[1].

وأجمع كل من أبي حجلة وآل دحيم على أن المصارف تقوم بشكل عام باستخدام ثلاث استراتيجيات لإدارة السيولة: إدارة سيولة الأصول، وإدارة سيولة الالتزامات، والإدارة المتوازنة للسيولة. وتتبع غالبية البنوك الإسلامية الإستراتيجية الأولى (إدارة سيولة الأصول)* ، حسب النسب المالية التي توصلت إليها نفس الدراسة عن طريق تحليل عينة من القوائم المالية للمؤسسات المالية الإسلامية محل الدراسة، حيث وصلت فيها نسبة النقد وأشباه النقد إلى الحسابات الجارية وحسابات الادخار إلى 144%[2].

كما أوضحت دراسة قامت بها مؤسسة نقد البحرين أن للبنوك الإسلامية بصورة عامة فائض سيولة، فقد بلغ مجموع أصول البنوك المكونة للعينة محل الدراسة 13.6 بليون دولار، منها 6.3 بليون دولار أصول سائلة. وبالنسبة للمؤسسات المالية الإسلامية، فقد بلغت الأصول السائلة18.61 بليون دولار من مجموع الأصول البالغ 40 بليون دولار...كما أبانت الدراسة كذلك أن مجموعة البنوك التقليدية المناظرة لهذه المؤسسات المالية الإسلامية في عينة الدراسة، تحتفظ في المتوسط بأصول سائلة تقل عن الأصول السائلة للبنوك الإسلامية بنسبة 46.5%[3].

ويشير زامر إقبال وأخرون إلى أن حجم السيولة قصيرة الأجل في المؤسسات المالية الإسلامية تم تقديرها في بعض البحوث بحوالي 20 إلى 30 بليون دولار متاحة لاستثمارات قصيرة الأجل خصوصاً التمويل التجاري[4].

---

[1] جريدة الشرق الأوسط، **"غياب البنية التحتية يعزز استخدام المصارف الإسلامية للأصول لإدارة السيولة"**، العدد 11410، 23 فيفري 2010.

[*] من بين الأسباب التي تجعل البنوك الإسلامية تعتمد على إدارة سيولة الأصول هو افتقارها إلى البنية التحتية لنقل الأموال بسبب غياب الأسواق الثانوية الإسلامية، وهذا بدوره يدعوا إلى أهمية وضرورة وجود سوق مالية إسلامية وإمدادها بالأدوات، ومن بين أهم الأدوات الاستثمارية الواعدة في هذا المجال نجد الصكوك.

[2] نفس المرجع السابق.

[3] طارق الله خان، وحبيب أحمد، ترجمة عثمان بابكر أحمد، **"إدارة المخاطر: تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية"**، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، مكتبة الملك فهد الوطنية أثناء النشر، المملكة العربية السعودية، 2003، ص 185.

[4] *Dahlia El-Hawar, Zamir Iqbal, "**Diversity in the regulation of Islamic financial institutions**", The Quarterly Review of Economics and Finance 46,2007,p 778–779.*

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

ولغرض معرفة الحالة الراهنة للسيولة في البنوك الإسلامية، سيتم استخدام بعض المؤشرات والنسب لقياس السيولـــة هذه البنوك، وهي:

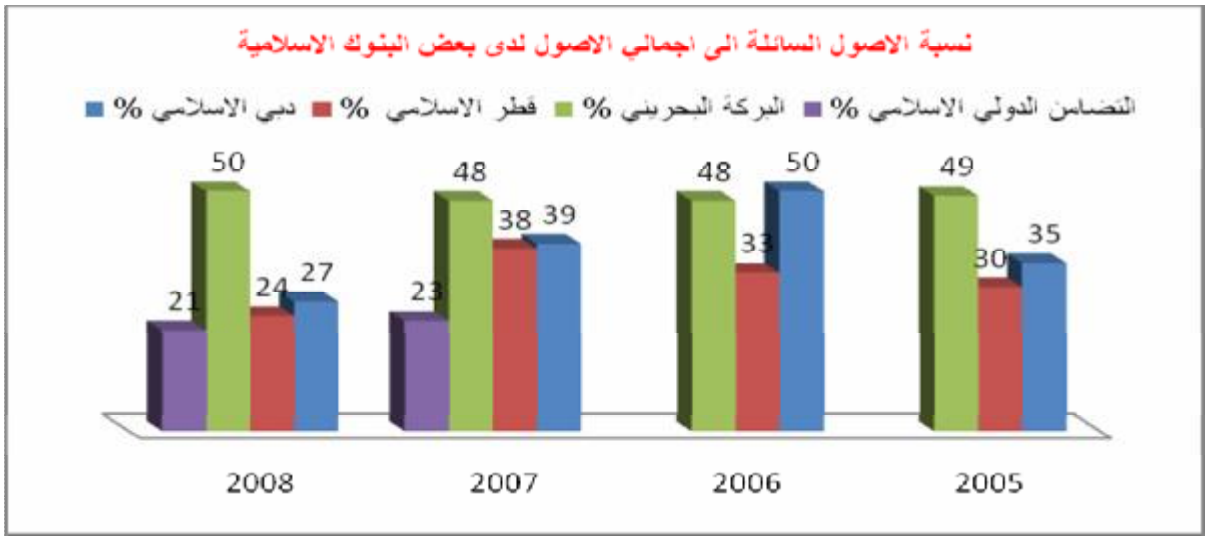
1. نسبة الأصول السائلة إلى إجمالي الأصول

ويتم الحصول على هذه النسبة بقسمة الأصول السائلة (النقدية وشبه النقدية) لدى البنك علـــى إجمالي الأصول بما فيهـــا الأصول السائلة. وتفيد هذه النسبة للوقوف على الأهمية النسبية للأصول السائلة بين مجمعة الأصول الكليـــة للبنك، بما يسهم في التعرف أولاً فأول على موقف السيولـــة بالنـــسبة لبقيـــة استخدامات البنك المختلفـــة. وتحسب وفق الصيغة الموالـــية:[1]

$$\text{نسبة الأصول السائلة إلى إجمالي الأصول} = \frac{\text{إجمالي الأصول السائلـــة (النقدية وشبه النقدية)}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

والشكل الموالي يبين هذه النسبة لدى بعض البنوك الإسلاميـــة.

الشكل (1-3): نسبة الأصول السائلة إلى إجمالي الأصول لدى بعض البنوك الإسلامية



المصدر: عبد القادر الدويك، **إدارة السيولة في البنوك الإسلامية**، المؤتمر الخامس للمـــصارف والمؤســـسات الماليـــة الإسلامية، سوريا، 25 مارس 2010.

2. نسبة الأصول السائلة إلى إجمالي الودائع

تحسب بقسمة مجموع الأصول السائلة بميزانية البنك الإسلامي على إجمالي الودائع لديه، وتتمثـــل الأصول السائلة لدى البنك في النقدية بالخزينة والأرصدة لدى البنك المركزي والأرصـــدة لـــدى البنـــوك الأخرى، إضافة إلى ما يمكن تحويله إلى سيولة بصورة سريعة بدون أو بأقل الخسائر.

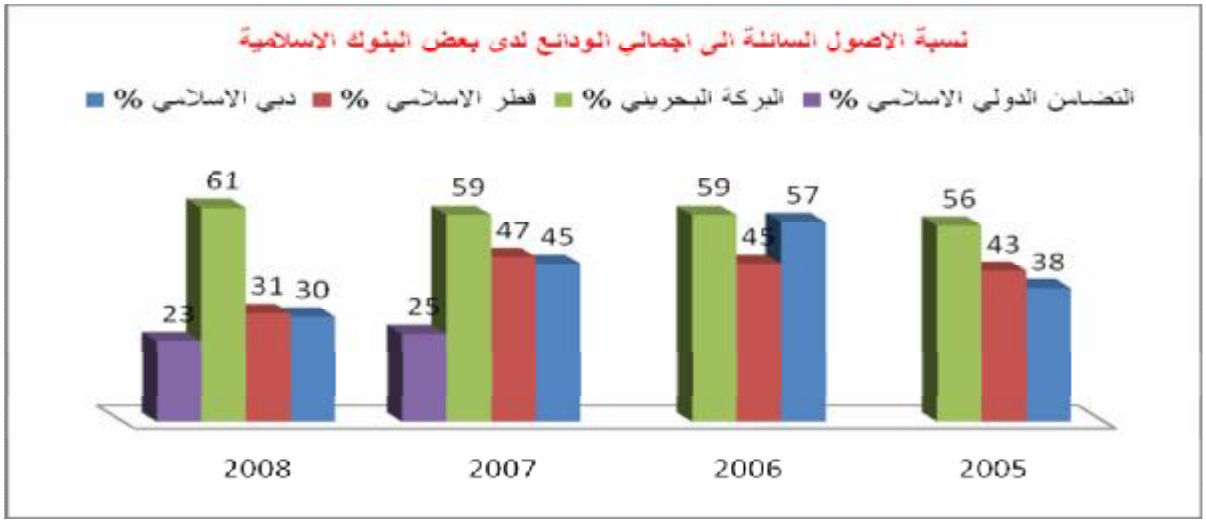
[1] عبد الحميد عبد الفتاح المغربي، **"الإدارة الإستراتيجية في البنوك الإسلامية"**، مرجع سبق ذكره، ص149.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

وتقيس هذه النسبة مدى إمكانية البنك على رد الودائع سريعة الطلب من قبل العملاء، وتحـــسب على النحو التالي:[1]

$$\text{نسبة الأصول السائلة إلى إجمالي الودائع} = \frac{\text{إجمالي الأصول السائلـــة (النقدية وشبه النقدية)}}{\text{إجمالي الودائع}}$$

الشكل (1-4): نسبة الأصول السائلة إلى إجمالي الودائع لدى بعض البنوك الإسلامية



المصدر: عبد القادر الدويك، **إدارة السيولة في البنوك الإسلامية**، مرجع سبق ذكره.

من خلال ما سبق يتضح أن البنوك الإسلامية تحتفظ بنسب سيولة تزيد كثيراً عن المعدلات الـــتي تفي بها المتطلبات الرقابية، وذلك يعني أن تلك الفوائض السائلة الموجودة لدى البنوك الإســـلامية لا تـــدر عوائد إطلاقاً أو أنها تدر عوائد متدنية جداً مقارنةً بمعدلات الســـوق، ولأجل ذلك فإن وضـــع الـــسيولة الفائضـــة للبنوك الإسلامية يجر لها مخاطر عمل ذات آثار كبيرة، يتم توضيحها في الفرع الموالي مع الإشارة إلى مخاطر العجز في السيولة التي قد تعترض بدورها نشاط البنوك الإسلامية.

الفرع الثاني : الآثار المختلفة لمشكل السيولة في البنوك الإسلامية

تعتبر كل من الفائض النقدي أو العجز في السيولة غير مرغوب فيهما لأنهما يسببان جملـــة مـــن الآثار المتتالية التي تؤدي في النهاية إلى نقص العائد على الأموال المستثمرة من ناحية، وإلى نقـــص المنـــافع الاقتصادية والاجتماعية التي يقدمها البنك الإسلامي من ناحية أخرى.

أولاً: آثار فائض السيولة النقدية في البنوك الإسلامية

يقصد بالفائض في السيولة النقدية لدى البنك الإسلامي زيادة رصيد النقدية الفعلي عن رصـــيد النقدية الواجب الاحتفاظ به، والذي ينشأ عن زيادة التدفقات النقدية الداخلة، أو نقص التدفقات النقديـــة الخارجة أو كلاهما معاً، وينتج عن ذلك الفائض سلسلة من الآثار التي يمكن تلخيصها فيما يلي:

[1] عبد الحميد عبد الفتاح المغربي، **"الإدارة الإستراتيجية في البنوك الإسلامية"**، مرجع سبق ذكره، 149.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

- قد يسبب فائض السيولة إساءة إلى سمعة البنك الإسلامي، بدليل أن إدارته غير قادرة على استثمار الأموال بما ينفع المجتمع.

- ينتج عن فائض السيولة تجميد الأموال، وهو ما يتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية التي تنهى عن اكتناز الأموال لقوله تعالى ﴿**وَالذِينَ يَكْنزونَ الذهبَ والفِضَّة ولا يُنفِقونها فِي سَبيل اللهِ فبشرهم بِعذابٍ أليمٍ**﴾[1].

- تتأثر الأموال النقدية الزائدة عن الحاجة وغير المستثمرة بالانخفاض في قيمتها بسبب التضخم النقدي وهذا بدوره يؤثر على الربحية وعلى القيمة الحقيقية لرأس المال[2].

- ينعكس فائض السيولة على الأرباح وعوائد الاستثمار لدى البنوك الإسلامية في ظل المنافسة الكبيرة مع البنوك التقليدية.

ثانياً: آثار انخفاض السيولة في البنوك الإسلامية

يقصد بانخفاض السيولة في البنوك الإسلامية ذلك العجز النقدي الذي يمكن أن يحصل في رصيد النقدية الفعلي عن الرصيد الواجب الاحتفاظ به، وينشأ بسبب زيادة التدفقات النقدية الخارجة أو انخفاض التدفقات النقدية الداخلية أو كلاهما معاً، حيث يؤدي إلى:

- الإساءة إلى سمعة البنك الإسلامي، بأنه يعاني من نقص في السيولة، فيؤثر ذلك على استمرار نشاطه، والأمر هنا أكثر صعوبة في حالة بنك إسلامي منه في حالة بنك تقليدي، فالبنوك الإسلامية لا يوجد لها مصرف إسلامي مركزي يوفر لها السيولة في حالة العجز في السيولة النقدية[3].

- تضييع فرص استثمارية كان من الممكن الاستفادة منها لو توفرت لديه أموالاً سائلة، ولاسيما في الأعمال قصيرة الأجل.

- تؤدي نقص السيولة أيضا إلى اضطرار البنك الإسلامي للتصرف في بيع أصول متداولة بثمن منخفض، مما يسبب حدوث خسارة أو ضياع ربح كان من الممكن أن يتحقق في ظل الظروف العادية.

- يؤثر انخفاض مستوى السيولة على قرارات إدارة البنوك الإسلامية وبالتالي التراجع في دور هذه الأخيرة كجزء من النظام المصرفي.

---

[1] **سورة التوبة**، الآية 34.

[2] رايس حدة، "**دور البنك المركزي في إعادة تجديد السيولة في البنوك الإسلامية**"، مرجع سبق ذكره، ص273.

[3] نفس المرجع السابق، ص272.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

الفرع الثالث: معوقات إدارة السيولة في البنوك الإسلامية

تواجه البنوك الإسلامية عدة صعوبات في مجال إدارة سيولتها وتتمثل أساساً فيما يلي:

أولاً: معوقات في تعاملها مع البنك المركزي

تم إخضاع البنوك الإسلامية في معظم البلدان إلى السياسة النقدية التي تقررها البنوك المركزية، وإخضاعها إلى نفس الضوابط وقواعد الرقابة والأعراف التي تحكم أعمال البنوك التقليدية، وذلك رغم اختلاف طبيعة العلاقة بين المودعين والمستثمرين وغيرهم من العملاء، ومن بين هذه الصعوبات التي تعرقل نشاط البنوك الإسلامية في مجال إدارة السيولة والتي تفرضها علاقتها بالبنك المركزي ما يلي:

1. لا تسمح القوانين في معظم الدول بأن تساهم البنوك التجارية وقد اعتبرت البنوك الإسلامية منها في رؤوس أموال الشركات بما يزيد عن حقوق الملكية، وفي المقابل البنوك الإسلامية تحاول أن تكون بنوك شاملة وبصورة فعلية أي بنوك تجارية وبنوك استثمار في آن واحد[1]، وهو ما لا يمكن في ظل هذه القوانين*.
2. لا تفرق البنوك المركزية بين البنوك الإسلامية والبنوك التقليدية في مجال فرض نسبة الاحتياطي القانوني الإجباري، بينما لا تمانع البنوك الإسلامية في خضوع الودائع الجارية لديها لهذه النسبة كما هو الحال في البنوك التقليدية، فإنها ترى ضرورة إعفاء الودائع الاستثمارية فيها من تلك النسبة، لأنها ليست ملزمة شرعاً بردها كاملة لأصحابها حال وقوع خسائر، بل هي مؤتمنة على إدارتها واستثمارها للمودعين، ولا تضمن إلا حال التعدي والتقصير، خلافاً للودائع الآجلة في البنوك التقليدية[2]. إذ تشكل حوالي 80 من مجموع الودائع وبالتالي تطبيق نسبة احتياطي القانوني على هذه الودائع سوف يؤدي إلى انخفاض العائد الموزع على أصحابها. كما أن حسابات الاستثمار تفتح على أساس المضاربة والمشاركة، واحتجاز نسبة منها يعد تعطيلا للأموال عن الاستثمار[3].
3. فيما يتعلق بالرقابة على منح الائتمان وتحديد السقوف الائتمانية من البنوك المركزية على البنوك التجارية، فإن البنوك الإسلامية ترى أنه من الواجب إعفائها من الخضوع للعمليات المرتبطة بهذه السياسة، لأن هذه السياسة تهدف إلى الحد من قدرة البنوك على التوسع في منح الائتمان، مما قد يعرض

---

[1] رايس حدة، **"دور البنك المركزي في إعادة تجديد السيولة في البنوك الإسلامية"**، مرجع سبق ذكره، ص265.

[*] توجد ثلاث مجموعات من المؤسسات المالية الإسلامية، **المجموعة الأولى:** وتضم معظم هذه المؤسسات، وهي تلك التي نشأت في بلاد إسلامية تسود فيها النظم المصرفية التقليدية، لكن يتم إعفاء هذه المؤسسات الإسلامية بمقتضى قوانين خاصة عن قواعد النظام المصرفي السائد وقوانينه، مثل ماليزيا والأردن... **المجموعة الثانية:** وتضم المؤسسات التي توجد في بلاد إسلامية قامت بتغيير نظامها المصرفي كلياً إلى النظام الإسلامي، مثل باكستان وإيران والسودان... **المجموعة الثالثة:** وتضم مجموعة المؤسسات المالية التي سمح لها بممارسة أنشطة الصيرفة الإسلامية دون أي إعفاء من القوانين المصرفية السائدة، مثل الجزائر...وتقع غالبية المؤسسات المالية الإسلامية في المجموعة الثالثة. (أنظر: عبد الكريم قندوز، **صناعة الهندسة المالية بالمؤسسات المالية الإسلامية**، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الشلف، الجزائر، 2007، ص171-172).

[2] محمد نور علي عبد الله، **تحليل مخاطر الاستثمار في المصارف الإسلامية بين النظرية والتطبيق**، عمان، 1998، ص46.

[3] رايس حدة، **"دور البنك المركزي في إعادة تجديد السيولة في البنوك الإسلامية"**، مرجع سبق ذكره، ص266.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

سيولتها للخطر حال مواجهتها لطلبات السحب المفاجئة، هذا بالإضافة إلى أن قدرتها على توليد النقود يمكن أن يعرض الاقتصاد القومي لمشكلة التضخم النقدي، وبما أن البنوك الإسلامية لا تمنح قروضاً بل تقدم استثمارات فإنها لا تحدث إلا أثراً طفيفاً على عرض النقود، مما يعني أن على البنوك المركزية أن تأخذ ذلك في عين الاعتبار عند تطبيق هذه السياسة[1].

4. أضف إلى ذلك البنوك التقليدية يمكنها اللجوء إلى البنوك المركزية للاقتراض في حال حاجتها للسيولة، باعتبار أن البنوك المركزية تعمل على ضخ السيولة في البنوك التي لديها عجز في السيولة من أجل حماية النظام المصرفي في البلاد ومن أجل تعزيز ثقة المتعاملين مع البنوك التقليدية. غير أن هذه الميزة غير متاحة للبنوك الإسلامية لارتباطها بالفائدة.

ثانياً: معوقات في تعاملها مع الأسواق المالية

1. التوافر المحدود للسوق النقدي وسوق ما بين البنوك المتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية هو السبب الرئيسي لمخاطر السيولة. فتحريم الشريعة الإسلامية الاقتراض على أساس الفائدة وعدم وجود سوق نقدي ما بين البنوك نشيط، قَيَد خيارات البنوك الإسلامية لإدارة سيولتها على نحو فعال[2].

2. سطحية الأسواق الثانوية هي مصدر آخر من مخاطر السيولة، حيث إن الأدوات المالية التي يمكن تداولها في السوق الثانوية محدودة، والشريعة الإسلامية تفرض بعض القيود على تداول الأدوات المالية، ما لم تستند تلك الأدوات إلى أصول حقيقية، لذا هناك حاجة إلى لتطوير الأدوات المالية القابلة للتداول المدعمة بالأصول الحقيقية، والمعروفة بالصكوك. وحتى عندما تتوفر هذه الأدوات المالية فإن عدد المشاركين في السوق محدود[3].

ثالثاً: معوقات في الأدوات المالية المتاحة وطبيعة الصيغ التمويلية المستخدمة

1. غياب أدوات السيولة القصيرة الأجل التي يمكن أن تستثمر فيها البنوك الإسلامية جزءاً من سيولتها، وكذا غياب آلية الريبو أو التسليف لمدة يوم.

2. القيود الشرعية على بيع الديون والتي تمثل جزء كبير من أصول البنوك الإسلامية.

3. من أهم المشكلات التي تواجه إدارة السيولة بالبنوك الإسلامية هو العمل على تدبير مصادر الأموال لعمليات التمويل وخاصة للعمليات طويلة الأجل، حيث تتميز معظم الأوعية الادخارية لدى البنوك الإسلامية بأنها ودائع قصيرة الأجل، في حين يوجد لدى البنك عمليات تمويل تحتاج إلى فترات متوسطة وطوية الأجل.

---

[1] محمد نور علي عبد الله، **تحليل مخاطر الاستثمار في المصارف الإسلامية بين النظرية والتطبيق**، مرجع سبق ذكره، ص46

[2] *Hennie Van Greuning and Zamir Iqbal, "**risk analysis for Islamic banks**", Op-Cit, the world bank, 2008.p154.*

[3] *Idem.*

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

رابعاً: معوقات أخرى

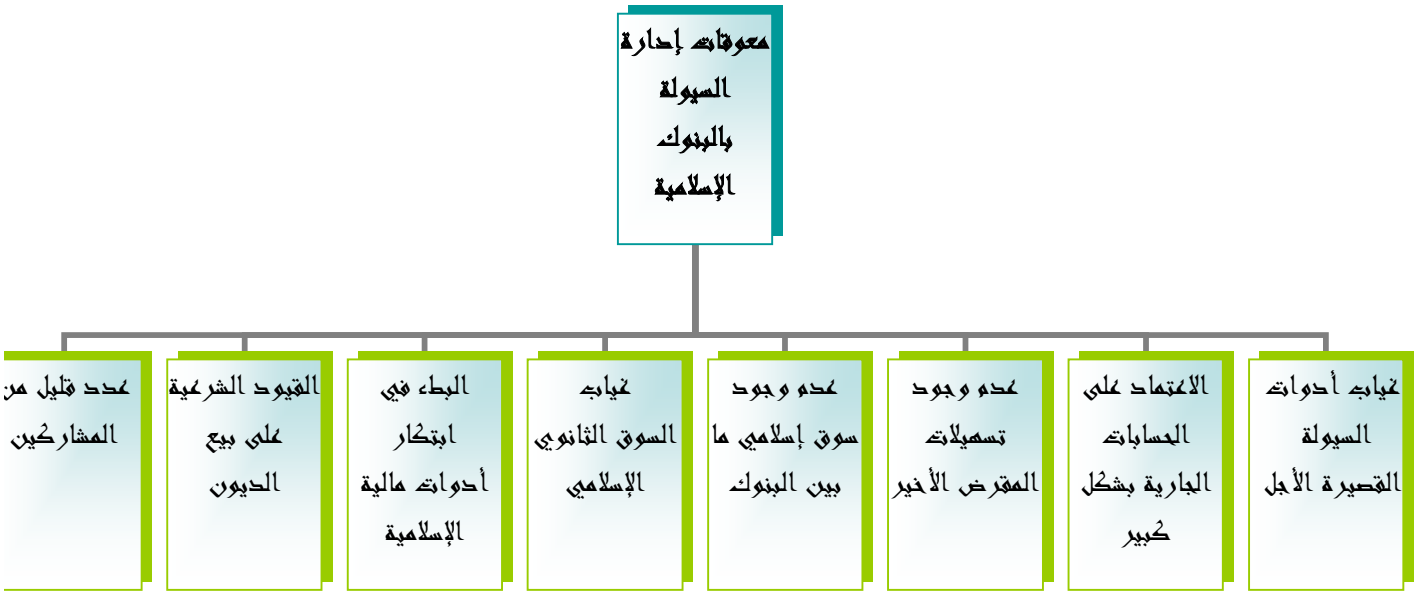
1. انعدام الفرص المحلية لاستثمار السيولـــة، لذا تلجأ البنوك الإسلامية للاستثمار خارجياً حيث ارتفعـــت أرصدة البنـــوك الإسلامية في الخارج، فمثلا ارتفعت استثمارات البنـــوك الإسلامية اليمنية في الخارج إلى 202,000مليون ريال يمني خلال العام 2009. ومع ذلك تواجـــه البنـــوك الإســـلامية المخـــاطر والمصاعب التالية في إدارة سيولتها الخارجية وهـــذه المصاعب هي:

- مخاطر الأزمة العـــالمية حيث معظم الأرصدة في الخارج توجد لدى بنـــوك معظمها مصنفة تصنيفات عالية ولكن جاءت الأزمة لتثبت أن هذه التصنيفات ليست إلا حبراً على ورق.
- ارتباط أرباح البنـــوك الإسلامية الخارجية بأسعار الليبور العـــالمي وبالتالي انخفاض هـــذه الأربـــاح بانخفاض أسعار الليبور حتى أصبحت لا تغطي 30% من واجبات الزكـــاة على هذه الأمـــوال[1].

2. انعدام الخبرة المصرفية في مجال إدارة السيولـــة لدى العاملين بالبنـــوك الإسلاميـــة.

ويمكن إيجاز أهم معوقـــات السيولة بالبنوك الإسلامية في الشكل التالي:

الشكل (1-5): معوقـــات السيولة بالبنوك الإسلامية



المصدر: من إعداد الطالب.

[1] عبد الله الروضي، **"معوقات الاستثمار وإدارة السيولة في البنوك الإسلامية المحلية"**، مؤتمر المصارف الإسلامية اليمنية: الواقع... وتحديات المستقبل، صنعاء، الجمهورية العربية اليمنية، 20-21 مارس2010. ص06.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

خلاصة الفصل الأول

من خلال هذا الفصل تم التوصل إلى اعتبار إدارة السيولة من أهم القضايا التي تشغل أعمال البنوك، خاصة الإسلامية منها وذلك لحداثة عهدها وقلة أساليب إدارتها، فليس سهلا على البنوك الإسلامية إدارة سيولتها في ضوء الظروف المحيطة بها والأدوات المالية التي تستخدمها. بينما تستطيع البنوك التقليدية استعمال الآليات التقليدية لإدارة السيولة والصدمات التي تعترضها . أما البنوك الإسلامية لها خصائص معينة وصيغ تستخدمها تختلف عن البنوك التقليدية باعتبار حرمة التعامل بالفائدة، كذلك محدودية السوق النقدي ما بين البنوك الإسلامية أثر على إدارة السيولة بها. الأمر الذي أدى بها إلى التحفظ في استثمار أموالها لفقدان الآليات الإسلامية لإدارة سيولتها، فعانت من مشكلة الفائض في السيولة، مما أدى إلى ضياع كثير من الفرص الاستثمارية عليها، ومن ثم انخفاض أرباح المودعين، كما أن ذلك أضعف دورها في تحقيق التنمية الاقتصادية، وأثر على قوتها التنافسية.

ومنه كانت الحاجة ماسة إلى إيجاد آليات ومنتجات تتوافق مع ضوابط الشريعة الإسلامية، والتي يمكن من خلالها إدارة سيولة البنوك الإسلامية وتنويع استثماراتها. تمتاز بالمرونة في التعامل وتحقق لمالكيها درجة معقولة من الربحية والأمان، وإمكانية التسييل السريع وبتكلفة معقولة، وهذا ما سوف يتم تناوله في الفصل الثاني المخصص للتصكيك الإسلامي ومنتجاته باعتباره آلية يمكن عن طريقه إيجاد أدوات مالية تمتاز بالصفات السابقة، وتعمل على إدارة السيولة بالبنوك الإسلامية بشقيها الفائض منها و العجز.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

تمهيد

لقد أصبح التطوير والابتكار في المنتجات المصرفية والأدوات المالية ضرورة حتمية للبنوك الإسلامية، إذ تراكمت لديها أصولاً ضخمة في الذمم والتمويل والاستثمارات إلى جانب الموجودات الأخرى في ميزانياتها السنوية بصورة جعلت العائد على هذه الموجودات يتناقص باستمرار بسبب صعوبة تدوير هذه الأصول وتسييلها لإعادة استخدامها استجابة لحاجات العملاء المتزايدة من المنتجات والخدمات المصرفية، وكان التحدي الأكبر لهذه البنوك هو استنباط أدوات مالية إسلامية تخدم أغراض إدارة السيولة والمخاطر والربحية فيها، وكذا توفير تمويلات مستقرة في الأجلين المتوسط والطويل لمشروعات الكبرى.

تزامن مع هذه الظروف تطور حركة التوريق في الأسواق المالية الدولية، لذا كانت الفرصة ملائمة للمؤسسات المالية الإسلامية للاستفادة من هذه التقنية المهمة والمساعدة في عمليات تحرير الأصول وتسييلها في شكل أدوات تساعد المستثمرين في تنويع محافظهم الاستثمارية بصورة مثلى.

ولتوضيح آلية التصكيك ومنتجاته الذي يعد البديل المشروع للتوريق، تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث، يتناول المبحث الأول دور الهندسة المالية الإسلامية في ابتكار أدوات مالية تحقق الأهداف الاقتصادية كالسيولة والربحية وتقلل من المخاطر، أما المبحث الثاني فيدرس آلية التصكيك الإسلامي، أطرافه وأركانه، وبيان أهم الفروق بينه وبين التوريق التقليدي، والمبحث الأخير يستعرض منتجات التصكيك الإسلامي والمتمثلة في الصكوك الاستثمارية.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

المبحث الأول: دور الهندسة المالية الإسلامية في ابتكار أدوات مالية

تحتاج المؤسسات المالية الإسلامية دوماً إلى الاحتفاظ بتشكيلة متنوعة من الأدوات والمنتجات المالية التي تمكنها من إدارة سيولتها بصورة مربحة، بالإضافة إلى توفيرها للمرونة المناسبة استجابة لمتغيرات البيئة الاقتصادية. ومن هنا تظهر الحاجة بما يسمى **"الهندسة المالية الإسلامية"** التي تعتمد على البحث والتطوير ويرتكز اهتمامها على ابتكار أدوات مالية جديدة تمثل حلولاً إبداعية للإدارة التمويلية، تجمع بين موجهات الشريعة الإسلامية واعتبارات الكفاءة الاقتصادية.

المطلب الأول: ماهية الهندسة المالية والابتكار المالي

ارتبطت الهندسة المالية الإسلامية في نشأتها بظهور المعاملات المالية الإسلامية، وبالرغم من قدم هذه الأخيرة إلا أنه لا يمكن التأريخ للهندسة المالية الإسلامية كمصطلح وتخصص اقتصادي، إلا في بداية الثمانينات من القرن الماضي، أي بعد ظهور الهندسة المالية والابتكارات المالية بشكل عام، وعليه وجب التعرض لهما أولاً.

الفرع الأول: مفهوم الهندسة المالية وأسباب ظهورها

يتناول هذا الفرع مفهوم الهندسة المالية من وجهة نظر المؤسسات المالية، والعوامل التي ساهمت في ظهور واتساع هذا المفهوم، ثم الابتكارات المالية التي هي موضوع الهندسة المالية.

أولاً: تعريف الهندسة المالية*

يمكن وصف الهندسة المالية بعدة مفاهيم منها:

1. **تعريف فينرتي**"finnerty": "هي التصميم والتطوير لأدوات وآليات مالية مبتكرة، وصياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل"[1].

التعريف السابق يشير إلى أن الهندسة المالية تتضمن ثلاثة أنواع من الأنشطة:[2]

- ابتكار أدوات مالية جديدة مثل بطاقات الائتمان.

---

* تُعرف الهندسة المالية من عدة وجهات، إلا أنه يتم فقط التعرض لها من وجهة نظر المؤسسات المالية.

[1] *Finnerty , "**financial engineering in corporate finance- an overview**", financial management, vol17, no44, p14.*

[2] سامي السويلم، **"صناعة الهندسة المالية –نظرات في المنهج الإسلامي"**، شركة الراجحي المصرفية للاستثمار، بيت المشورة للتدريب، الكويت، أفريل 2004، ص5.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

- 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 إعادة صيغ تمويلية لمشاريع معينة تلائم الظروف المحيطة بالمشروع.

2. **تعريف هاشم فوزي دباس العبادي:** "الهندسة المالية هي توليد أوراق مالية جديدة، لمقابلة احتياجات المستثمرين أو طالبي التمويل المتجدد لأدوات التمويل التي تعجز الطرق الحالية عن الإيفاء بها"[1].

من خلال هذا التعريف يتبين أن الهندسة المالية تعمل على ابتكار أدوات مالية جديدة تلبي احتياجات المستثمرين لعجز الأدوات التقليدية عن الإيفاء بهذه الاحتياجات.

والابتكار* المقصود ليس مجرد الاختلاف عن السائد، بل لا بد أن يكون هذا الاختلاف مميزاً إلى درجة تحقيقه لمستوى أفضل من الكفاءة والمثالية. ولذا لابد أن تكون الأداة أو الآلية التمويلية المبتكرة تحقق ما لا تستطيع الأدوات والآليات السائدة تحقيقه.

3. **تعريف سمير عبد الحميد رضوان:** "الهندسة المالية هي القدرة على الخلق والابتكار من جانب بنوك الاستثمار في تصميم ورقة مالية"[2].

إذن فالهندسة المالية يقصد بها مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتزود بتقنيات مالية مبتكرة ومحاولة تطوير الأدوات القديمة لمقابلة احتياجات المستثمرين، ولصياغة حلول عملية لمشاكل المالية.

ثانياً: أسباب ظهور الهندسة المالية

أهم العوامل التي ساعدت على ظهور الهندسة المالية ما يلي:[3]

1. **الاحتياجات المختلفة للمستثمرين وطالبي التمويل:** تقوم الوسائط المالية (البنوك، شركات تأمين، شركات استثمار، وسماسرة...) عموماً بتسهيل تحويل الأموال من وحدات الفوائض النقدية لوحدات العجز

---

[1] هاشم فوزي دباس العبادي، **"الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية"**، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2008، ص23.

* الهندسة المالية والابتكار المالي هما عمليتان متكاملتان تعتمد كل منها على الأخرى، فالحاجة تدفع إلى الابتكار، والابتكار يعتمد على الهندسة المالية. إذن فالهندسة المالية هي وسيلة لتنفيذ الابتكار المالي.

[2] سمير عبد الحميد رضوان، **"المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها"**، دار النشر للجامعات، مصر، الطبعة الأولى، 2005، ص90.

[3] أحمد الجلي أبو ذر محمد ، **"الهندسة المالية: الأبعاد العامة والأسس للتمويل الإسلامي"**، مجلة المقتصد، العدد السابع عشر، بنك التضامن الإسلامي، سبتمبر1996.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

المالي. ويمكن القول بأن هذه المهمة كان من الممكن للأفراد القيام بها بأنفسهم على الأقل نظرياً، من دون الحاجة لوجود هذه المؤسسات والوسائط المالية. ولكن أصبح من المُسَلم به الآن أن قيام الأفراد بهذا العمل يؤدي إلى نقص الفعالية وقلة في الكفاءة المدركة.

وعلى الرغم من ذلك فإن ظهور الاحتياجات الجديدة والمتطورة لوسائل تمويل مختلفة من حيث التصميم وتواريخ الاستحقاق جعل من العسير على هذه الوسائط المالية بصورتها التقليدية ومهامها القديمة من إشباع رغبات المستثمرين والمشاركين في أسواق المال عموماً. ولذلك ظهرت الحاجة للابتكار ولابتداع وسائل جديدة لمقابلة هذه الاحتياجات.

2. **تقنية المعلومات ومفهوم السوق العريض:** أثرت تقنية الحاسوب على القطاع المالي بصورة كبيرة، سواء حدوده ومفهومه أو طريقة عمله. فقد أثر الحاسوب على أشياء أساسية في هذا السوق مثل ماهية النقود نفسها، وعلى أشياء فرعية مستحدثة مثل كيفية عمل التحويلات النقدية بين العملاء. ولكن ظهور شبكات الاتصال بالذات ساعد على تحويل الأسواق العالمية المتعددة والمنفصلة إلى سوق مالي كبير، تنعدم فيه الحواجز الزمنية والمكانية ويصل مداه إلى مدى وصول المعلومة المرسلة. ونظراً لأن هناك احتياجات مختلفة في أجزاء مختلفة من العالم المترابط بواسطة هذه الشبكات فقد أصبح من السهل تصميم الاحتياجات ومقابلتها بالاعتماد على قاعدة عريضة وواسعة من المشاركين في هذا السوق العالمي الكبير، وبالطبع كلما زاد عدد المشاركين في هذه الأسواق، كلما تمكن مبتكرو ومصممو الأوراق والأدوات المالية من العمل بصورة اقتصادية مقبولة.

3. **ظهور مفهومي الكفاءة والفعالية:** يعني مفهوم الفعالية في سوق المال مدى مقدرة السوق على مقابلة احتياجات المشاركين فيه، بينما تعني الكفاءة المدى الذي تستطيع فيه هذه الأسواق مقابلة هذه الاحتياجات بتكلفة قليلة أو بوفورات ملحوظة، وبسرعة ودقة عاليتين وهذين المعيارين (الكفاءة و الفعالية) يأخذان أهمية أكبر في حالة توسع قاعدة المشاركين، وتوجه الأسواق عموما نحو درجات عالية من تجويد وتقديم الخدمات للعملاء. ولذلك يوجد في هذا الجو أدوات أو وسائل مالية (مثل تبادل أسعار الفائدة) تحل محل طرق تمويل قديمة نسبياً مثل إعادة تمويل القروض.

وخلاصة القول الإبداعات لم تولد من العدم، بل هناك مجموعة من الأسباب التي أدت إلى ظهورها وتطورها، حيث أدركت مختلف المؤسسات المالية من خلال التغير الجذري الحاصل على مستوى المحيط الاقتصادي الذي تعمل في إطاره منذ السبعينيات أن كثيراً من الأساليب التقليدية لم تعد مربحة، كما أن الكثير من المنتجات المالية التي تقدمها لم تعد تلقى إقبالاً من قبل المتعاملين، وأصبح الكثير من الوسطاء الماليين غير قادرين على تجميع الموارد المالية المطلوبة بالأدوات المالية التقليدية، ولكي تتمكن من البقاء في إطار البيئة

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

الاقتصادية الجديدة كان لزاماً على المؤسسات المالية أن تبحث وتطور منتجات تكون مربحة وتعمل على توزيع المخاطر وتقليلها، وهذا ما تأتى لها من خلال الهندسة المالية.

الفرع الثاني: الابتكار المالي

قدمت الهندسة الماليـــة العديد من الابتكارات الماليـــة ابتداءً من اليورودولار واليوروبونـــد، مـــروراً ببطاقات الائتمان ثم الشركات متعدية الجنسيات، وتعتبر هذه الابتكارات السبب الرئيسي وراء ازدهار الأسواق والمؤسسات المالية نسبياً فيما مضى.

أولاً: مفهوم الابتكار المالي

يشير الابتكار المالي إلى أي تطور في النظام المالي الوطني أو النظام المـــالي الدولي يعمل على تحـــسين الكفاءة التشغيلية للنظام المالي عن طريق خفض التكاليف أو تخفيض خطر المعـــاملات في الأســـواق الأوليـــة والثانوية التي يتم تداول فيها الأدوات المالية[1].

وقد شهدت السنوات الثلاثينيـــات الماضية تسارعاً في عملية الابتكار المالي، ويمكـــن تـــصنيف نتـــائج الابتكارات المالية فيما يلي:[2]

1. الأدوات المالية الجديدة مثل التزامات الرهن العقاري ومشتقات الائتمان.
2. الأسواق المالية الجديدة مثل مشتقات التأمين.
3. خدمات مالية جديدة مثل التجارة الالكترونية أو الأعمال المصرفية الالكترونية.
4. تقنيات مالية جديدة.
5. وسطاء ماليين جدد.

ثانيًا: أسباب الابتكار المالي

هناك العديد من الأسباب التي دعت إلى نشأة الابتكار المالي، ويمكن تلخيص هذه الأسباب في أنهـــا كانت استجابة لقيود معينة تعوق تحقيق الأهداف الاقتصاديـــة كـــالربح والسيولة وتقليل المخاطرة.

هذه القيود قد تكون قانونية، مثل منع إنشاء عقود أو معاملات معينة بمقتضى القانون، أو قيود فنيـــة مثل صعوبة نقل منتجات معينة، أو قيود اجتماعية مثل تفضيل نوع معين من المنتجات على أخرى. ولذلك فإن الرغبة في تجاوز هذه القيود لتحقيق الأهداف هي التي تدفع المتعاملين للابتكار[1].

---

[1] *Laurent l. Jacque, "**financial innovations and the dynamics of emerging capital markets**",p2. http://fletcher.tufts.edu/faculty/jacque/pdf/financial-innovations.pdf. 08/08/2010.*

[2] *Idem.*

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

ثانياً: الآثار الاقتصادية للابتكار المالي

ربما كان منسكي* من أوائل الذين درسوا أثر الابتكار المالي على فعالية السياسة النقدية، يرى منسكي أن أدوات السياسة النقدية، مثل نسبة الاحتياطي الإلزامي أو معدل الفائدة، سوف لا تجدي كثيراً على المدى المتوسط، نظراً لقدرة المؤسسات المالية على ابتكار أدوات مالية تمكنها من تجاوز قيود السياسة النقدية. على سبيل المثال، استخدمت المؤسسات المالية عمليات "إعادة الشراء" لحل مشكلة الاحتياطي الإلزامي، حيث يبيع البنك سندات حكومية بثمن محدد على أن يشتريها من نفس البائع بثمن أعلى، فهاتان البيعتان في الحقيقة قرض بفائدة تساوي الفرق بين سعر البيع والشراء مع رهن السندات، لكن البنك لا يحتاج عند ممارستها إلى حجز احتياطي نظامي مقابل السيولة التي يحصل عليها. كما يمكن للبنوك الاقتراض من سوق الدولار الأوروبية أو اللجوء إلى غيرها من الأدوات والوسائل التي تمكنها من الحصول على السيولة دون حجز احتياطي نظامي. النتيجة هي نقص فعالية السياسة النقدية وضعف أثرها الاقتصادي.

ولعله لهذا السبب قد يساهم الابتكار في عدم الاستقرار الاقتصادي، وذلك أن الأنظمة والسياسات الاقتصادية تهدف إلى ضبط التعاملات وتحقيق الاستقرار. بينما الابتكار، هو خروج عن السائد المستقر، ومن ثم حدوث قدر من عدم الاستقرار. وهذا لا يعني أن الابتكار عمل سلبي، بل هو سلاح ذو حدين. فهو نافع ومفيد حينما يحقق المصالح المشروعة، إذ يرفع من الكفاءة الاقتصادية والإنتاجية، ومن ثم يزيد من مستوى الرفاهية. لكن إذا خلا الابتكار من هذه الإيجابيات، وكان المقصود منه هو مجرد تجاوز الأنظمة وتخطي السياسات لزيادة الربحية، فسوف يؤدي إلى عدم استقرار الأسواق المالية دون مقابل الرفاه الاقتصادي، ويزداد الأمر سواءً عندما تتبنى البنوك المركزية** موقفاً محابياً لهذا النوع من التعاملات[2].

ثالثاً: الابتكار المالي وطبيعة المؤسسات المالية***

ولقد أدى هذا الابتكار إلى تلاشي الحدود الفاصلة بين المؤسسات المالية المختلفة، وإلى اضمحلال الحاجة لبعضها في مقابل بروز الحاجة لأنواع أخرى. لقد ساهم التطور المستمر في الأدوات والآليات التمويلية،

---

[1] سمير عبد الحميد رضوان، **"المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها"**، مرجع سبق ذكره، ص88.

* منسكي هيمان (1919-1996)، اقتصادي أمريكي وضع نظريته التي تقوم أساسًا على أن النظام الرأسمالي هش وحسبه فإن عدم استقرار النظام المالي أمر طبيعي في النظام الرأسمالي ومما يزيد من ذلك الابتكارات المالية.

** مثال على ذلك، موقف الاحتياطي الاتحادي الأمريكي من صندوق *التحوط* - ***long term capital management fund*** - LCTM الذي تعثر عام 1998 حيث قرر التدخل لإنقاذه والتضافر مع 14 من المؤسسات المالية لضخ نحو 3.6 بليون دولار لمنعه من السقوط.

[2] سامي السويلم، **"صناعة الهندسة المالية –نظرات في المنهج الإسلامي"**، مرجع سبق ذكره، ص6-7.

*** المؤسسات المالية هي المؤسسات الوسيطة التي تقوم بضخ المدخرات الفردية والمؤسسية والحكومية في قنوات الاستثمار والإقراض، وتضم البنوك التجارية، بنوك الادخار، شركات التأمين، صناديق المعاش، صناديق الاستثمار...

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

مع التقدم المذهل في تقنية المعلومات، إلى تراجع الفوارق بين المؤسسات المالية المختلفة، ويتأكد هذا الاتجاه في ظل الاندماجات المختلفة بين مختلف أنواع المؤسسات المالية،حيث تصبح محصلة الدمج ذوبان الفوارق بين المؤسسات قبل الاندماج، هذا من جهة، ومن جهة أخرى أدى هذا التقدم والتطور إلى تراجع الدور التقليدي للبنوك، وهو قبول الودائع تحت الطلب ثم إقراضها لآجال مختلفة، أو ما يسمى "تحويل الآجال"أو "تحويل الأصول". ولقد كان هذا التناقض بين آجال الأصول والمطلوبات مصدر خطر وقلق للنظام المصرفي، ترتب عليه إنشاء البنوك المركزية والتأمين على الودائع، ولا تزال تنظيمات البنوك تحت الدراسة والتعديل والمراجعة، لأن أصل النظام غير مستقر[1].

ومن خلال التطور التقني والابتكار المالي، تبدو الحاجة لعمل البنوك تتناقص مع الزمن، فمن ناحية صار بإمكان ذوي الفائض الاتصال مباشرة مع ذوي العجز، من خلال السوق الأوراق المالية وآلية التوريق، وانحسر من ثم دور البنوك في تحقيق الوساطة بين الطرفين، وهو ما أدى إلى ما يسمى انكماش الوساطة. ومن ناحية أخرى ساهم التطور التقني والمالي في إمكانية الموازنة بين آجال الأصول والمطلوبات المالية للأفراد والمؤسسات، بحيث تقلص دور البنوك حتى في هذا الجانب[2].

إن التحول في طبيعة الوساطة المالية من تحويل الآجال إلى وساطة سمسرة مبنية على الرسوم والعمولات، يتفق على الاقتصاد الإسلامي، وعليه فإن البيئة مهيأة الآن أكثر من ذي قبل لقبول المنتجات المالية الإسلامية والتفاعل معها، وتبقى مسؤولية الهندسة المالية الإسلامية رسم سياسات مالية قوية، وابتكار منتجات وأدوات مالية، واستراتيجيات مالية مرنة تستفيد منها.

المطلب الثاني: الهندسة المالية الإسلامية

إن ظهور الهندسة المالية أعطى وسوف يعطي مجالات ابتكار متعددة ومتطورة في المستقبل المنظور والبعيد. وهذا الاتجاه أحوج من يحتاج له علماء المالية أو التمويل الإسلامي في سعيهم الحثيث للتخلص من الأوراق المالية الربوية واستبدالها بأخرى توافق الشرع الإسلامي من حيث المنشأ والاستمرارية والانتهاء. وذلك من خلال الهندسة المالية الإسلامية.

[1] سامي السويلم، **"صناعة الهندسة المالية –نظرات في المنهج الإسلامي"**، مرجع سبق ذكره، ص7.

[2] نفس المرجع السابق، ص7-8.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

الفرع الأول: مفهوم الهندسة المالية الإسلامية، تاريخها وخصائصها

يتعرض هذا الفرع إلى مفهوم الهندسة المالية الإسلامية وتاريخها، بالإضافة إلى تناول الخصائص التي تقوم عليها وتميزها عن الهندسة المالية التقليدية.

أولاً: مفهوم الهندسة المالية الإسلامية

يقصد بالهندسة المالية الإسلامية: " مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة، بالإضافة إلى صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل وكل ذلك في إطار موجهات الشرع الحنيف"[1].

ما يلاحظ على هذا المفهوم أنه لا يختلف عن مفهوم الهندسة المالية التقليدية من حيث الهدف، إلا أنه يتميز عنه بالمصداقية الشرعية.

وعليه هذا التعريف يشير إلى أن الهندسة المالية الإسلامية تضمن العناصر الموالية:

1. تصميم أدوات مالية مبتكرة، مثل بطاقة الائتمان، وتصميم عقود تحوط مبتكرة.
2. تطوير الأدوات المالية، أي تلبية هذه الأدوات المبتكرة لحاجات تمويلية جديدة، أو التغيير الجذري في العقود الحالية لزيادة كفاءتها فيما يخص المخاطرة وفترة الاستحقاق والعائد.
3. تنفيذ الأدوات المبتكرة، أي ابتكار إجراءات تنفيذية من شأنها أن تكون منخفضة التكلفة ومرنة وعملية.
4. أن تكون العناصر السابقة الذكر تتميز بالمصداقية الشرعية.

وكمقارنة بين مفهوم الهندسة المالية التقليدية والهندسة المالية الإسلامية، يتبين مايلي:

1. الهندسة المالية التقليدية تهدف إلى إيجاد وتطوير منتجات وأدوات مالية تحقق الكفاءة الاقتصادية، أي تسعى لتحقيق مصلحة المتعاملين بأقل قدر ممكن من التكاليف الإجرائية أو التعاقدية. بينما الهندسة المالية الإسلامية تهدف إلى إيجاد منتجات وأدوات مالية تجمع بين الكفاءة الاقتصادية والمصداقية الشرعية، أي ضرورة توافق المنتجات الإسلامية مع الشرع.
2. مهندس عملية التطوير والابتكار المنتجات المالية في الهندسة المالية التقليدية يكفي أن يكون من ذوي الخبرة بالعمليات البنكية التقليدية فقط. في حين أن القائم بهذه العملية في الهندسة المالية الإسلامية يجب أن يكون ملماً بمقاصد الشريعة الإسلامية، إضافة إلى خبرته وفهمه للعمليات البنكية التقليدية.

[1] فتح الرحمن علي محمد صالح، **"أدوات سوق النقد الإسلامية: مدخل للهندسة المالية الإسلامية"**، مرجع سبق ذكره.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

ثانياً: تاريخ الهندسة المالية الإسلامية

من حيث الواقع فالصناعة المالية الإسلامية وُجدت منذ أن جاءت الشريعة الإسلامية بأحكامها المطهرة، وربما كان توجيه النبي صلى الله عليه وسلم لبلال المازني رضي الله عنه، حين أراد أن يبادل التمر الجيد بالتمر الرديء، فقال له صلى الله عليه وسلم: **" لا تفعل. بع الجمع بالداهم واشتر بالداهم جنيباً"** إشارة إلى أهمية البحث عن حلول تلبي الحاجات الاقتصادية دون إخلال بالأحكام الشرعية، لكن الملاحظ لم تأت بتفصيل هذه الحلول، وإنما جاءت بتفصيل ما لا يحل من المعاملات المالية. وهذا ما يتفق مع القاعدة الفقهية "الأصل في المعاملات الحل" إلا ما عارض نصاً أو حكماً شرعياً ثابتًا. وعليه فالشريعة الإسلامية لم تحجز دائرة الابتكار وإنما بالعكس، حجزت دائرة الممنوع، وأبقت على دائرة المشروع متاحة للجهد البشري في الابتكار[1].

ثالثاً: خصائص الهندسة المالية الإسلامية

تهدف الهندسة المالية الإسلامية إلى إيجاد أدوات ومنتجات مالية تجمع بين المصداقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية.

1. **المصداقية الشرعية:** المقصود بالمصداقية الشرعية أن تكون المنتجات والأدوات المالية الإسلامية موافقة للشرع الحنيف مع الابتعاد قدر الممكن عن الخلاف الفقهي. إذ ليس الهدف الأساس من الصناعة المالية الإسلامية ترجيح رأي فقهي على الآخر، وإنما التوصل لحلول مبتكرة تكون محل اتفاق قدر الإمكان[2].
2. **الكفاءة الاقتصادية:** المقصود بالكفاءة الاقتصادية تحقيق مقاصد المتعاملين بأقل قدر ممكن من التكاليف الإجرائية أو التعاقدية[3]، ويمكن للهندسة المالية الإسلامية زيادة الكفاءة الاقتصادية عن طريق توسيع الفرص الاستثمارية في مشاركة المخاطر وتخفيض تكاليف المعاملات للحصول على المعلومات وعمولات الوساطة والسمسرة.

بالإضافة إلى خاصيتي المصداقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية، يمكن إضافة الخصائص الموالية التي تتميز بها الهندسة المالية الإسلامية:

3. أساس الهندسة المالية الإسلامية هو مبدأ المشاركة في المخاطر، أي تقاسم الأعباء بين مختلف الأطراف وليس مبدأ درأ المخاطر وتحويلها لأطراف أخرى.

---

[1] سامي السويلم، **"صناعة الهندسة المالية –نظرات في المنهج الإسلامي"**، مرجع سبق ذكره، ص10.

[2] نفس المرجع السابق، ص17.

[3] نفس المرجع السابق.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

4. 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 القرض، في حين أن كل أداة من الأدوات الإسلامية لها طبيعة تعاقدية وخصائص تميزها عن غيرها من الأدوات الأخرى سواءً كان ذلك من حيث المخاطر أو الضمانات.

5. الهندسة المالية الإسلامية تهدف إلى جذب رؤوس الأموال المتوفرة لدى فئة معينة من الأفراد الذين يرفضون التعامل بالهندسة المالية التقليدية واستخدامها في عمليات التمويل بدلاً من الاستثمار لأنها أقل مخاطرة، بمعنى هدفها الرئيسي هو إدارة السيولة على عكس الهندسة المالية التقليدية التي تهدف أساساً إلى إيجاد أدوات مالية جديدة لغرض الاستثمار والتَحَوّط والمضاربة والمجازفة.

الفرع الثاني: مبادئ الهندسة المالية الإسلامية

يمكن تحديد أربعة مبادئ للهندسة المالية الإسلامية، اثنان يتعلقان بالأهداف، وهما التوازن والتكامل. واثنان يختصان بالمنهجية، وهما الحِلّ والمناسبة[1].

أولاً: مبدأ التوازن

والمقصود به التوازن بين مختلف الحوافز الإنسانية، ما يتعلق منها بالمصالح الشخصية وما يتعلق بالمصالح الاجتماعية، ما يتعلق بالربح وما يتعلق بالأعمال الخيرية، ما يتعلق بالمنافسة وما يتعلق بالتعاون. فالشريعة الإسلامية نجحت في تحقيق التوازن بين مختلف الرغبات والميول والحوافز ووضعت لكلٍ الإطارَ المناسب له دون إفراط.

من حيث الواقع لا يوجد اقتصاد يمكن أن يقوم على الحوافز الربحية وحدها، ولا على الحوافز الخيرية وحدها، بل لا بد منهما معاً، وهذا يعني أنه من الممكن تحقيق أهداف اقتصادية من خلال المؤسسات والمنظمات غير الربحية. ومن أوضح الأمثلة على ذلك قضية إدارة المخاطر، فحافز الربح يولد المجازفة، وهو ما يمكن أن يُحوِل إدارة المخاطر إلى مقامرة. لكن الأساليب الخيرية تتلافى المشكلة لانتفاء عنصر الربح فيها.

---

[1] سامي السويلم، **"التَحَوط في الاقتصاد الإسلامي"**، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، مكتبة الملك فهد الوطنية أثناء النشر، المملكة العربية السعودية، 2007، ص110-124.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

ثانياً: مبدأ الحِلّ

ينص هذا المبدأ على أن الأصل في المعاملات الحِل والجواز، إلا إذا خالفت نصاً أو قاعدة شرعية، فالمعاملات المالية والاجتماعية عموماً هدفها إشباع الاحتياجات الفطرية، ولذلك كان الأصل فيها الحل والجواز.

وقاعدة الحِل تقتضي أن يكون محور الدراسة والعناية في المعاملات المالية هو أصول المحرمات، وهي الربا والغرر، وليس أحكام البيع وشروطه وأركانه، كما هو شائع. فالمحرمات إذا تم اجتنابها فالعقد صحيح بناءً على هذه القاعدة. ولذلك قاعدة الحل هي أساس الابتكار المالي، لأنها تدل على أن دائرة المسموح لا حدود لها، بخلاف المحرم فإنه محصور ومحدّدْ، وعليه تعد هذه القاعدة أساسية في فهم وتطوير المنتجات المالية الإسلامية.

ثالثاً: مبدأ التكامل

المبدأ الأساسي الذي يحكم تطوير المنتجات المالية الإسلامية هو التكامل بين التفضيلات الشخصية مع الاعتبارات الموضوعية، بين تفضيلات الزمن والمخاطرة وبين توليد الثروة الحقيقية. فالربا عزل لتفضيلات الزمن عن توليد الثروة، بينما الغرر عزل لتلك المتعلقة بالخطر. وفصل الزمن والمخاطرة عن توليد الثروة يؤدي إلى انحراف القطاع المالي عن القطاع الحقيقي.

رابعاً: مبدأ المناسبة

المراد به تناسب العقد مع الهدف المقصود منه، بحيث يكون العقد مناسباً وملائماً للنتيجة المطلوبة من المعاملة. وهذا معناه لابد من ملائمة الشكل مع المضمون، وتوافق الوسائل مع المقاصد، فالصورة وحدها لا تكفي وحدها لتقويم المنتج المالي، فالصورة تعد مقبولة ما لم تتعارض مع الحقيقة، فإن وُجد تعارض بالعبرة بالحقيقة. وهذا مدلول القاعدة الفقهية: "العبرة بالمقاصد والمعاني لا بالألفاظ والمباني".

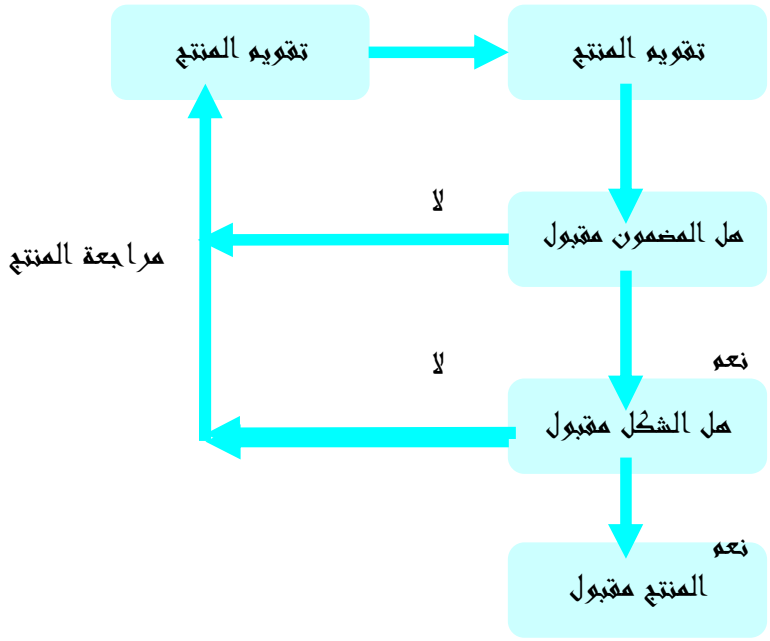
وبناءً على ذلك فإن تقويم المنتج المالي يجب أن يمر بمرحلتين:

1. النظر إلى الهدف والغاية من المنتج. فإن كانت مقبولة، فينظر حينئذ في الإجراءات، وإن لم تكن مقبولة فالمنتج ابتداءً غير مقبول.
2. النظر في الإجراءات التعاقدية، فإن كانت صحيحة، كان المنتج مقبولاً.

والشكل الموالي يوضح مراحل تقويم المنتج المالي.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

الشكل (2-1): مراحل تقويم المنتج المالي



المصدر: سامي السويلم، "**التَحَوط في الاقتصاد الإسلامي**"، مرجع سبق ذكره، ص125.

الفرع الثالث: مناهج تطوير المنتجات المالية الإسلامية

يمكن أن يكون لصناعة الهندسة المالية الإسلامية عدة مناهج، وهي تتعـــدد تبعـــاً للطـــرق الممكـــن استخدامها من طرف المؤسسات المالية الإسلامية في إقامة هذه الصناعة. لكنها في الغالب لا تخرج عن إحـــدى المقاربتين التاليتين:

أولاً: المنهج الأول: المحاكاة

ويعني أن يتم سلفاً تحديد النتيجة المطلوبة من منتج الصناعة المالية الإسلامية، وهي عادة النتيجة نفسها التي يحققها المنتج التقليدي.

وبغض النظر عن الحكم الشرعي لهذه المنتجات حيث تثير الكثير من الجدل فإن المنهجية التي تتبعهـــا قائمة على المحاكاة والتقليد للمنتجات المالية التقليدية. وإذا كان من أبرز مزاياها السهولة والسرعة في تطويـــر المنتجات، إذ أنها لا تتطلب الكثير من الجهد والوقت في البحث والتطوير، بل مجرد متابعة المنتجات الرائجة في السوق وتقليدها من خلال توسيط السلع، فإن سلبياتها كثيرة منها:[1]

1. أن تصبح الضوابط الشرعية مجرد قيود شكلية لا حقيقة تحتها ولا قيمة اقتصادية من ورائها. وهـــذا مـــا يضعف قناعة العملاء بالمنتجات الإسلامية، ويجعل التمويل الإسلامي محل شكٍ وريبةٍ، بل وتصبح تلك الضوابط

[1] سامي السويلم، "**المنتجات المالية الإسلامية بين الإبداع والتقليد**"، جريدة الاقتصادية الالكترونية، 2009.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

عبئاً وعائقاً أمام المؤسسات المالية، إذ هي لا تحقق أي قيمة مضافة، بل مجرد تكلفة إضافية. ومن الطبيعي في هذه الحالة أن تحمِّل المؤسسات المالية هذه التكلفة على العميل، لتكون المنتجات الإسلامية المقلدة في النهاية أكثر كلفة من المنتجات التقليدية، مع أنها تحقق في النهاية النتيجة نفسها.

2. حيث إن المنتجات التقليدية تناسب الصناعة التقليدية وتحاول معالجة مشكلاتها وأمراضها، فإن محاكاة هذه المنتجات تستلزم التعرض لنفس المشكلات، وهذا بدوره يستلزم محاكاة المزيد من المنتجات التقليدية بحيث تصبح الصناعة المالية الإسلامية في النهاية تعاني من نفس الأمراض والأزمات التي تعاني منها الصناعة المالية التقليدية.

3. أي مُنتَج لصناعة الهندسة المالية التقليدية هو جزء من منظومة متكاملة من الأدوات والمنتجات القائمة على فلسفة ورؤية محددة. فمحاولة تقليد جوهر هذه المنظومة وأساسها، يجر الصناعة الإسلامية لمحاكاة سائر أدوات المنظومة وعناصرها، وهو ما يجعل الصناعة المالية الإسلامية مهددة بأن تفقد شخصيتها وتصبح تابعة بالجملة للصناعة التقليدية، وبذلك فإن كل الأمراض والمشكلات التي تعاني منها الصناعة التقليدية ستنتقل بدورها إلى الصناعة المالية الإسلامية. فبدلاً من أن يكون التمويل الإسلامي هو الحل للمشكلات الاقتصادية التي يعاني منها العالم اليوم، يصبح مجرد صدى وانعكاس لهذه المشكلات.

من خلال ما سبق يتبن أن منهج المحاكاة أو التقليد يعتمد على متابعة المنتجات الرائجة في السوق وتقليدها، غير أن منتجات الهندسة المالية التقليدية جاءت لتعالج مشكلات خاصة بالنظام التي تتداول فيه، لتمثل جزء من منظومة متكاملة ذات فلسفة ورؤية محددة ومختلفة تماماً عن الفلسفة والرؤية الإسلامية. الأمر الذي يجعل من الهندسة المالية الإسلامية جزء تابع للهندسة المالية التقليدية، فتريح عن هدفها الأساسي والمتمثل في إيجاد البديل للمنتجات المالية التقليدية*. وعليه فمنهج المحاكاة أو التقليد هو عملية غير مكلفة إلا أنها غير قادرة على استقطاب أكبر للعملاء المسلمين، لذا وجب العمل على ابتكار أدوات مالية جديدة تتميز بالمصداقية الشرعية وتحقق الكفاءة الاقتصادية.

ثانياً: المنهج الثاني: الأصالة و الابتكار

المدخل الثاني لتطوير المنتجات المالية الإسلامية هو البحث عن الاحتياجات الفعلية للعملاء والعمل على تصميم المنتجات المناسبة لها، شرط أن تكون متوافقة ومبادئ الشرع الإسلامي. وهذا المنهج يتطلب دراسة مستمرة لاحتياجات العملاء والعمل على تطوير الأساليب التقنية والفنية اللازمة لها، وذلك لضمان

* هذا لا يعني أن جميع المنتجات التي تقدمها الصناعة المالية التقليدية غير مناسبة للتمويل الإسلامي، فالحكمة ضالة المؤمن أنى وجدها فهو أحق بها. ولكن يجب التمييز بين اقتباس ما يتلاءم مع فلسفة التمويل الإسلامي ومبادئه، وبين محاكاة الأساس الذي تقوم عليه المنظومة التقليدية.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

الكفاءة الاقتصادية للمنتجات المالية، كما يتطلب وضع أسس واضحة لصناعة مالية إسلامية مستقلة عن الصناعة المالية التقليدية. ولا ريب أن هذا المنهج أكثر كلفة من التقليد والمحاكاة، لكنه في المقابل أكثر جدوى وأكثر إنتاجية (التكلفة غالباً تكون مرتفعة في بداية التطبيق، ثم بعد ذلك تنخفض)، هذا من جهة. ومن جهة ثانية فإن هذا المنهج يحافظ على أصالة المؤسسات المالية الإسلامية، كما يسمح لها بالاستفادة من منتجات الصناعة المالية التقليدية ما دامت تفي بمتطلبات المصداقية الشرعية، كما يساعد ذلك على استكمال المنظومة المعرفية للصناعة المالية الإسلامية.

يعد الابتكار المالي من أهم المجالات التي تهتم بها إدارات البنوك الناجحة، لأن الابتكار المالي يجعل البنك متواجدا بشكل فعال في السوق المصرفية، لما فيه من تجديد منتجاته المالية لتلبية الاحتياجات التمويلية المعاصرة، لكن الأهم من ذلك أن تكون لدى البنوك الإسلامية استراتيجيات واضحة وهادفة بهذا الخصوص، لأن هذه الاستراتيجيات تضبط عملية الابتكار المالي، بعيدا عن التخبط والتناقض بين الأهداف والتطبيق، وفيما يلي بعض الاستراتيجيات الهامة التي ينبغي على البنوك الإسلامية الاهتمام بها في عملية الابتكار المالي:[1]

1. **استراتيجية الخروج من الخلاف الفقهي:** الخلاف الفقهي إحدى الظواهر الإيجابية في الفقه الإسلامي، ويتميز الخلاف الفقهي في الإسلام بأنه لم يأت نتيجة انتقاء الآراء الفقهية من العلماء المسلمين، وإنما هناك أسباب موضوعية علمية أوجدت هذا الخلاف مثل اختلاف الزمان والمكان والظروف للوقائع محل البحث الفقهي، لكن وجد في التاريخ الإسلامي وللأسف الكثير من حالات التعصب والتشدد وتسفيه الآخر بسبب الخلاف الفقهي مما جعل جهود الفقهاء تنصب في الرد على المذهب الآخر وليس التوفيق مع المذهب الآخر أو إيجاد حلول للخروج من هذا الخلاف الفقهي، وأعزو سبب ذلك إلى جهل الناس بطبيعة الفقه الإسلامي لا بالفقه الإسلامي ذاته، واليوم أحوج إلى التوفيق بين المذاهب الفقهية والخروج من مواطن الخلاف أكثر من ذي قبل بسبب عوامل كثيرة أهمها عدم وجود عناصر الوحدة الفكرية لدى الأمة الإسلامية، لذلك يجب على أي مشروع إسلامي معاصر أن يحاول إيجاد ما استطاع من هذه العناصر، وهذا التصور عن الخلاف الفقهي يقود إلى إثبات أن من أهم الاستراتيجيات لدى البنوك الإسلامية بخصوص المبتكرات والمنتجات المالية التي تطرحها للعملاء أن تكون خالية من الخلاف الفقهي ما أمكن، لتوسيع قاعدة العملاء لديها.

---

[1] عبد السلام زيادي ، **"الهندسة المالية: مدخل لتطوير الصناعة المالية الإسلامية"**، مجلة علوم إنسانية، السنة السادسة، العدد 38، صيف 2008.
Http:// www.ulum.nl/d94.html.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

2. **استراتيجية التميز في الكفاءة الاقتصادية:** لا يكفي اليوم أن يكون للمبتكرات المالية التي تقوم بها البنوك الإسلامية تكييف فقهي معين، وإنما يجب أن تكون ذات كفاءة اقتصادية عالية مقارنة بالمبتكرات المالية التقليدية، لأن المنافسة وعدم وجود فوارق جوهرية بين المنتجات المالية التي تطرحها المؤسسات المالية بشكل عام تجعل الطلب على هذه المنتجات مرنا جداً، أي أن هذه المنتجات النمطية تتسم بمخاطر السوق العالية لحساسيتها لأي تغير في السوق، كذلك يجب على المبتكرات المالية في البنوك الإسلامية أن تتجنب المساعدة في زيادة الآثار الاقتصادية السلبية مثل التضخم والبطالة وسوء توزيع الثروة والآثار السلبية للعولمة.

3. **استراتيجية الاتفاق مع السياسات والتشريعات الحكومية:** السياسات والتشريعات الحكومية جاءت لتحقيق هدفين رئيسيين، الأول تحقيق مصلحة الفرد والمجتمع في شتى مجالات الحياة والثاني جعل مصلحة المجتمع متطابقة مع مصلحة الفرد، وهو ما تسعى كل الشعوب والأمم لتحقيقه، لذلك يجب على البنوك الإسلامية عند إعدادها للمبتكرات المالية التأكد من أنها لن تخرج عن إطار هذين الهدفين لأن الاقتصاد كل لا يتجزأ وأي خلل في جزء يظهر في الآخر، أي أن تحقيق مصلحة فردية دون النظر أو الاهتمام إلى أثرها على المجتمع، هو بحد ذاته تخطيط مضر وغير سليم.

المبحث الثاني: آلية التصكيك الإسلامي

يعتبر التوريق من أهم الإبداعات الجديدة في الهندسة المالية التقليدية منذ العقد الأخير من القرن الماضي، حيث كان لمثل هذه الأدوات المالية الجديدة أثر مباشر في أسلوب التمويل للأسواق المالية العالمية، إذ دفعت مخاطر الأنشطة الاستثمارية البنوك إلى البحث عن مجالات أكثر أماناً والتي وجدت ضَّالتها في نشاط التوريق في ظل التوسع الكبير في هذا المجال.

المطلب الأول: المفاهيم الأساسية للتوريق، أساليبه وأنواعه

برز التوريق كظاهرة بشكل خاص في نهاية الثمانينات بالولايات المتحدة، وكان غرضه حل مشكلة القروض العقارية ثم تحول كأداة مالية للوفاء بمتطلبات كفاية رأس المال، وأصبح وسيلة أساسية بالنسبة للمؤسسات المالية لزيادة سيولتها من خلال تحويل الأصول غير السائلة إلى أصول سائلة.

الفرع الأول: المفاهيم الأساسية للتوريق

درجت في الآونة الأخيرة عدة مصطلحات كالتوريق، التسنيد، التسهيم والتصكيك، وتشير جميعها إلى أسلوب تمويلي حديث ذو طبيعة مغايرة لانتقال الأموال من عارضي التمويل إلى طالبيه.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

أولاً: الفرق بين التوريق والإصدار المباشر للأوراق المالية

حينما يريد شخص طبيعي أو معنوي إنشاء مشروع اقتصادي فإنه يحتاج لتمويل يقدمه من ماله الخاص ويسمى المشروع (مشروع فردي) وحينما لا تكفي موارده الذاتية فإنه يلجأ للغير إما للمشاركة معه بعدد محدود من الأشخاص في صورة شركة أشخاص، وإما بالاقتراض من شخص أو بنك، وبعد بداية الثورة الصناعية وزيادة حجم النشاط وجد أصحاب المشروعات صعوبة في تجميع الأموال من عدد محدود من الأشخاص، وبدأت تظهر شركات المساهمة التي ينقسم رأسمالها إلى أسهم بقيمة اسمية متساوية ثم تطرح للاكتتاب بواسطة الجماهير، ومن هنا وجدت فكرة الأوراق المالية، فعندما تحتاج الشركات إلى تمويل إضافي من غير المساهمين تقترض من الجمهور بواسطة ورقة مالية تدعى السندات، "ويطلق على عملية التوجه للجماهير للحصول على التمويل بموجب أوراق مالية مصطلح (ديمقراطية التمويل) في مواجهة (ديكتاتورية التمويل) بالاقتراض من البنوك"[1]، وبالتالي فالأوراق المالية إما تمثل حق شائع في ملكية صافي أصول شركة إن كانت سهماً ينتج عنه الحق في الحصول على نصيب من الربح الذي تحققه الشركة إن وجد، أو حق شائع في قرض في ذمة شركة مع الحق في الحصول على فائدة تحسب بنسبة من قيمة القرض.

وهناك طريقة أخرى للحصول على التمويل وذلك من خلال قيام مؤسسة أو شركة ما ببيع أحد أصولها الذي يُدر تدفقاً مالياً في صورة دخل منفرد عن باقي الأصول الأخرى، وهذا البيع إن كان لجهة واحدة فهو بيع عادي، وإن كان للجمهور بحيث يملك كل منهم حصة شائعة في هذا الأصل محل البيع بموجب أوراق مالية فهو التوريق أو التصكيك[2].

وعليه يتبين أن الطرح الأولي للأوراق المالية في شكل أسهم أو سندات يختلف عن عملية التوريق، فعلى الرغم من أن كِلاهما يقوم على أساس طرح أوراق مالية بهدف الحصول على التمويل، إلا أن التوريق يسبقه امتلاك المؤسسة أو الشركة لأصل مدر للدخل بمفرده، فالتوريق /التصكيك يطلق على "عملية تحويل أصول موجودة إلى أوراق مالية"[3]. بينما الإصدار الأولى للأوراق المالية يكون من أجل استخدام التمويل لاقتناء

---

[1] علاء الدين زعتري، "**الصكوك، تعريفها، أنواعها، دورها في التنمية، حجم إصداراتها، تحديات الإصدار**" ورشة عمل تحت عنوان: الصكوك الإسلامية؛ تحديات، تنمية، ممارسات دولية، عمان، الأردن، 18-19 /2010/07، ص2.

[2] محمد عبد الحليم عمر، "**الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها**"، "، الدورة التاسعة عشر لمنظمة المؤتمر الإسلامي، دولة الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص2.

[3] محمد علي القري بن عيد،"**الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها**"، الدورة التاسعة عشر لمنظمة المؤتمر الإسلامي، دولة الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص4.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

أصول، كما يطلق على الإصدار الأولي للأوراق المالية بالتوريق العام أو المباشر أو البسيط، في حين يطلق على الإصدار بواسطة أصول مقتناة بالتوريق غير المباشر أو المركب.

ثانياً: تحرير المصطلحات

التوريق لغة مصدر وَرَّق. يقال وَرّق الشجرُ: إذا أخرج ورقه، وورّق الشجرَ: أخذ ورقه. وأورق الشجر: أي خرج ورقه أورق، وأورق الشخص: إذا كثر ورقه أي ماله. إذن التوريق في أصل اللغة الحصول على الورق، إما بظهوره، وإما بأخذه من محله. أما التوريق " *Securitisation* " اصطلاحاً: المقصود به تحويل الأدوات المالية الاستثمارية إلى أوراق مالية، يسهل تداولها بيعاً وشراء في سوق الأوراق المالية[1].

وقد اصطلح الفقهاء تسمية عمليات التوريق في الإطار الإسلامي بعمليات التصكيك، وذلك لسببين:[2]

1. كلمة تصكيك مشتقة من كلمة صكوك، وهي تمثل البديل الإسلامي لكلمة سندات التي تعني ضمنياً التعامل بأداة مالية قائمة علي المُداينة والفائدة المحرمة.

2. كلمة التوريق في الفكر المالي التقليدي قائمة بصفة أساسية علي مكون الديون وهو ما ينهي عنه الشَرْع في التبادل تفاضلا.

وعليه كلمة التصكيك والتوريق والتسنيد تستعمل كمفردات لمسمىً واحد، أي تشير إلى نفس المعنى. إلا أن مصطلح التصكيك قد انصب في عقول الجمهور على خصوص الاستثمار الإسلامي الذي ينسجم مع أصول وأحكام الشريعة الغَرّاء، وتمييزاً عن التوريق أو التسنيد اللذان لا يُشتهر استعمالهما عند الباحثين في الاقتصاد الإسلامي لارتباطهما بالاستثمار التقليدي*.

ثالثاً: تعريف التوريق

للتوريق تعاريف كثيرة ومنها ما يلي:

---

[1] محمد عبد الغفار الشريف، "**الضوابط الشرعية للتوريق والتداول للأسهم والحصص والصكوك**،" الدورة التاسعة عشر لمنظمة المؤتمر الإسلامي، دولة الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص3-4.

[2] فتح الرحمن علي محمد صالح، "**دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات الاستثمارية**"، إتحاد المصارف العربية، الجمهورية اللبنانية، 2008، ص3.

* وهو النهج الذي سار عليه المعيار 17 الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، حيث ورد فيه أن التوريق يطلق عليه التصكيك والتسنيد...غير أن البيان الختامي لندوة البركة الثانية والعشرين المنعقدة عام 1423ه (2002) قد أوصى باختيار تسمية التصكيك بديلاً عن التوريق، وهو ما يأخذ به التطبيق فعلاً في المؤسسات المالية الإسلامية.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

1. **تعريف حسين فتحي عثمان**: يُعَرفُ التوريق*على أنه "تكنولوجيا مالية مستحدثة تفيد إلى حشد بنك ما لمجموعة من الديون المتجانسة والمضمونة بأصول في صورة دين واحد معزز ائتمانيا ثم عرضه من خلال منشأة متخصصة للاكتتاب في صورة أوراق مالية للجمهور لتقليل مخاطر التأخير أو العجز عن الوفاء بهذه الديون وضمان التدفق المستمر للسيولة النقدية للبنك"[1].

2. **تعريف سليمان ناصر**: "التوريق يعني تحويل أصول مالية غير سائلة مثل القروض الأصول الأخرى إلى أوراق مالية قابلة للتداول في أسواق رأس المال"[2].

3. **تعريف كابير حسان**: التوريق** هو "إجراء ينطوي على حشد وتعبئة وتحويل الأصول إلى أوراق مالية. وهو وسيلة لإضفاء السيولة للأصول المالية القابلة للتداول بسهولة أكبر نسبيا من الموجودات"[3].

من خلال استعراض التعريفين السابقين للتوريق، يمكن استنباط النقاط التي ركزا عليها وهي:

- التخلص من الأصول الجامدة أو قليلة السيولة بتحويلها إلى أوراق مالية قابلة للتداول.
- ضمان التدفق المستمر للسيولة للمؤسسات المالية.
- توزيع وإدارة بعض المخاطر التي تواجهها المؤسسات المالية.
- الأصول محل التوريق، تشكل الديون*** المحور الذي تناولته مختلف المفاهيم السابقة.
- تتم عملية التوريق من خلال تقسيم الأصول إلى أجزاء متساوية، وإصدار سندات قابلة للتداول تمثل ملكية هذه الأجزاء.

---

* كانت بداية التوريق في البورصات المالية الأمريكية، وكان غرضها حل مشكلة القروض الإسكانية العقارية ثم تحولت أداة للوفاء بمتطلبات كفاية رأس المال، ثم لم يطل بمنتج التوريق العهد حتى انتشر في أوربا وبخاصة في بريطانيا وفرنسا ثم إلى كندا واستراليا ونيوزلندا والسويد.. وبدأ هذا المنتج يأخذ دوره في السنوات الأخيرة في الشرق الأوسط، وشهد بداية عام 2008 م توسعا كبيرا في أسواق الشرق الأوسط، كما شهدت الأسواق الجديدة والتي تشمل أوروبا الشرقية والوسطى وشمال إفريقيا 20 صفقة توريق في النصف الأول من عام 2008 م بقيمة إجمالية بلغت 5.8 مليار دولار أغلبها في روسيا وتركيا وفقا لتقرير" براق قره أوغلو "المحلل في وكالة موديز للتصنيف الائتماني.

[1] حسين فتحي عثمان، **التوريق المصرفي للديون: الممارسة والإطار القانوني**، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، جامعة الإمارات العربية المتحدة، مارس 2007، ص17.

[2] سليمان ناصر،**"مشكلة فائض السيولة لدى البنوك الإسلامية والحلول المقترحة لها"**، الملتقى الدولي حول الادخار المصرفي والتنمية في البلدان الإسلامية، تنظيم: المجلس الإسلامي الأعلى، الجزائر العاصمة، 25-26 جانفي 2004، ص2.

** تجدر التفرقة هنا بين التوريق والتورق . فيظهر من بيان مفهوم التوريق الفرق بينه وبين التورق فهما وإن اتفقا في هدف توفير السيولة إلا أن التوريق يقوم البنك بمقتضاه بنقل ملكية الأصول أو بيع المديونيات لطرف آخر، بينما التورق يشتري بمقتضاه العميل سلعة أو يشتريها له البنك وكالة بالأجل ثم يقوم ببيعها بنفسه أو البنك وكالة لطرف ثالث بالنقد .

[3] *Kabir Hassan, "**Handbook of Islamic Banking**", edward elgar publishing, cheltenham, UK,2007, p191.*

*** معظم عمليات التوريق التي تجريها البنوك والمؤسسات المالية التقليدية حول العالم تتم مقابل الديون التي في ذمة عملائها (المدينون)، بحيث تقوم البنوك والمؤسسات المالية بتحويل هذه الديون التي لديها إلى أوراق مالية قابلة للتداول في الأسواق المالية والاستفادة من حصيلتها.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

رابعاً: العناصر الرئيسية في عملية التوريق

يقوم التوريق على العناصر الرئيسية التالية:

1. **المقترض:** سواءً كان شخص طبيعي أو اعتباري، وقد يكون الغرض من الاقتراض هو مواجهة التعثر المالي أو إعادة الهيكلة، أو الاستعانة بالأموال المقترضة للوفاء بديون حل تاريخ استحقاقها أوإحلال دين طويل الأجل محل هذه الديون.
2. **الأصول محل التوريق:** يتجسد الدين في صورة سندات مديونية، والأصول الضامنة للدين محل التوريق دائما ما تكون أصولا ذات قيمة مرتفعة، لذلك غالبا ما تكون حقوق رهن رسمي للبنك على عقارات أو منقولات يملكها الراهن الذي يدين للبنك.
3. **الخطوات السابقة لعملية التوريق:** يسبق إجراء عملية التوريق خطوات متعددة تنتهي باتفاق البنك الذي ينشد الحصول على سيولة نقدية سريعة لديونه مقابل نقل ملكية الأصول، وتتمثل الخطوات التمهيدية لذلك في قيام البنك أو المؤسسة المالية باستطلاع رأي عملائه المدينين فيما ينوي عمله في شأن توريق ديونهم، وفي حالة موافقتهم فإن على البنك تنظيم تفاصيل العلاقة الجديدة بين المدينين والدائن الجديد[1].

هناك أيضاً العديد من المهام التي تتم في إطار عمليات التوريق، والتي تحتاج لعناية وتخصص، وفي مقدمتها: التقييم الواقعي لقيمة الأصول، وتحديد السعر الملائم للأوراق المالية المزمع طرحها للاكتتاب، والتخطيط لبرامج الترويج للاكتتاب، وإعداد الدراسات الخاصة بالتدفقات النقدية، ... الخ.

4. **إدارة الأصول:** على الرغم من انتقال ملكية الأصول الضامنة للوفاء بقيمة الأوراق المالية المصدرة من الذمة المالية للبنك القائم بالتوريق للدائنين الجدد، فإن الممارسة العملية أثبتت أنه في معظم الصفقات يناط بهذا البنك مهام إدارة واستثمار محفظة هذه الأصول وضماناتها أثناء إنجاز أو تنفيذ عمليات التوريق[2].

الفرع الثاني: أساليب التوريق

تقوم عمليات التوريق بالضرورة على أطر قانونية تُؤخَذ بعين الاعتبار لضمان إنجاز العقد أو الصفقة بالشكل السليم، إذ يتعين التعرف على الأساليب القانونية للتوريق التي تبنتها الممارسة لضمان حقوق كافة أطراف عملية التوريق.

ويتم التوريق بأحد الأساليب الموالية:

---

[1] مشعل عبد الباري، "**الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها**"، الدورة التاسعة عشر لمنظمة المؤتمر الإسلامي، دولة الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص3.

[2] نفس المرجع السابق.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

أولاً: حوالة الحق

حوالة الحق تمثل إحدى صور انتقال الالتزام، وفيها يتغير الدائن إلى دائن آخر يحل محله في هذا الحق، ويكون بذلك دائناً جديداً[1]، وهي تختلف عن حوالة الدين التي تعني نقل الدين من ذمة المحيل إلي ذمة المحال عليه. وفيها يتغير المدين إلى مدين آخر.

وطريقة استخدام حوالة الحق في التوريق هي أن تَحِيل المؤسسة البادئة للتوريق (الدائن الأصلي) حقوقها قبل المدينين أو المقترضين الدين بصفاته (القيمة ونوع العملة) وتوابعه (الأقساط والفوائد) وضماناته إلى شركة التوريق بمقابل أقل من قيمة الدين لتتولى توريقه بطرح أوراق مالية للاكتتاب العام، وتنقضي علاقة الدائن الأصلي المحيل بمجرد انعقاد الحوالة فلا يضمن سداد الدين ولا يحصله إلا إذا تم الاتفاق على قيامه بذلك بصفته نائباً عن شركة التوريق بمقابل[2].

ومن الأهمية قيام المصدر بإعلام المدين بالحوالة لأنه إذا لم يعلم بأمرها فسوف يستمر في الوفاء للمؤسسة المالية البادئة بالتوريق، ولن يكون من الممكن إجباره مرة أخرى في حالة عدم وفاء المؤسسة بالمبلغ المُوفى به لشركة التوريق نتيجة غش أو خطأ غير مقصود.

ثانياً: نقل الأصول عن طريق التجديد

وفقاً لهذا الأسلوب يتم تغيير الدائن الذي يصبح هو شركة التوريق والتي تسمى بالشركة ذات الغرض الخاص ♦(SPV)بدلاً من المؤسسة المالية البادئة للتوريق، وتكون هذه الصورة باتفاق ثلاثي بين المدين من جانب والمؤسسة المالية البادئة للتوريق وشركة التوريق من جانب آخر على انقضاء الالتزام الأصلي بين المدين والدائن الأصلي، ونشوء التزام جديد مكانه بين المدين وشركة التوريق. ولا تنتقل التأمينات التي تكفل تنفيذ الالتزام الأصلي إلا بالاتفاق على ذلك بين الأطراف الثلاثة[3].

بناءً على ما سبق يختلف هذا الأسلوب عن حوالة الحق في العناصر الموالية:

- المدين ليس طرفاً في حوالة الحق، فقط يتم إعلامه حتى لا يستمر في الوفاء للمؤسسة المالية البادئة للتوريق. بينما هو طرفاً أصلي في اتفاقية عقد التجديد.
- التأمينات المقدمة من المدين للدائن الأصلي تنتقل إلى شركة التوريق في عقد الحوالة، بينما في عقد التجديد لا تنتقل إلا بالاتفاق على ذلك.

---

[1] رساميل،" **3 أساليب للتوريق.. والهدف واحد**"، جريدة القبس الكويتية، السنة36، العدد 12451، 30 جانفي 2008.

[2] محمد عبد الحليم عمر، "**الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها**"، مرجع سبق ذكره، ص11.

♦ ***SPV***: *Special Purpose Vehicle*.

[3] نفس المرجع السابق.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

ثالثاً: المشاركة الجزئية

يُوجِد هذا الأسلوب علاقة بين المؤسسة المالية البادئة للتوريق ومؤسسة مالية أخرى تسمى المؤسسة المالية المشاركة، ويتضمن قيام المؤسسة المالية المشاركة بتقديم مبلغ من المال للمؤسسة المالية البادئة للتوريق مقابل سندات مديونية، على أن تسترد المؤسسة المالية المشاركة أموالها مع الفوائد عندما تستلم المؤسسة المالية البادئة للتوريق من المدينين أقساط الدين وفوائده.

في هذا الأسلوب تواجه المؤسسة المالية المشاركة العديد من المخاطر أهمها مايلي:[1]

- عدم استطاعة المؤسسة المالية المشاركة رفع دعوى لمطالبة المدين بالوفاء بقيمة المبلغ المدفوع للمؤسسة المالية البادئة للتوريق وفوائده، وذلك في حالة تأخر المدين عن الوفاء للمؤسسة المالية البادئة للتوريق في تاريخ الاستحقاق.
- تواجه المؤسسة المالية المشاركة خطراً ائتمانياً مزدوجاً.

الفرع الثالث: التوريق في ميزان الفقه الإسلامي

تعتبر الديون المولِدة للدخل الركن الأساسي الذي يقوم عليه التوريق، وتتمثل في الديون أو القروض التي تمنحها المؤسسة المالية للعملاء لتمويل اقتناء أو حيازة العقارات وشراء السيارات والأصول الرأسمالية وكذا بطاقات الائتمان.

أولاً: شرح آلية التوريق

صورته كما شرحها علماء الاقتصاد أن يكون لدى مؤسسة ما ديونا على الغير تظهر في قائمة المركز المالي تحت بند (مدينون) وهي إما أن تكون على أفراد عديدين كما في حالة ديون التمويل العقاري، أو تكون قرضا ممنوحا لجهة معينة فتتفق المؤسسة المالية مع شركة توريق على أن تنقل لها هذه الديون[2] وفق أحد الأساليب المشار لها سابقاً، وتدفع بموجبها شركة التوريق للمؤسسة المالية قيمة الديون بمبلغ أقل من القيمة الاسمية* فينتقل لها الدين مع ما عليه من التزامات مثل الضمانات والفوائد. وتقوم شركة التوريق بإصدار أوراق مالية بقيمة هذه الديون ثم تطرحها للاكتتاب العام ليشتري منها المستثمرون، ثم تتولى شركة التوريق مع المؤسسة متابعة تحصيل أقساط الدين وفوائده، وتسليمها لحملة هذه الأوراق المالية والتي مكن كذلك تداولها بالبيع في الأسواق المالية.

---

[1] رساميل،" **3 أساليب للتوريق.. والهدف واحد**"، مرجع سبق ذكره.

[2] حسن علي الشاذلي، "**التورق حقيقته وحكمه والفرق بينه وبين العينة والتوريق**"، الدورة التاسعة عشر لمنظمة المؤتمر الإسلامي، دولة الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص 36-37.

* تقوم المؤسسة المالية البادئة للتوريق بهذا الإجراء بغرض الحصول على سيولة مبكرة قبل حلول آجال ديونها على الغير.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

ثانياً: عناصر هذه الصورة (آلية التوريق)

- توجد مؤسسة لها ديون على أفراد أو جماعات، مضمونة برهونات عينية ومدرة لتدفقات نقدية.
- تبيع هذه المؤسسة الديون لشركة توريق تدفع بموجبها شركة التوريق لهذه المؤسسة قيمة الديون بمبلغ أقل من القيمة الاسمية نقداً.
- تنتقل الديون إلى هذه المؤسسة بما على الديون من التزامات مثل الضمانات والفوائد.
- تقوم شركة التوريق بإصدار "أوراق مالية" في صورة سندات بقيمة هذه الديون الاسمية.
- ثم تطرحها للاكتتاب العام ليشتري منها المستثمرون كل حسب رغبته وإمكاناته.
- تتولى شركة التوريق مع المؤسسة المالية البادئة للتوريق متابعة تحصيل فوائد هذه الديون، وتسليمها لحملة السندات، إضافة إلى تحصيل أقساط أصل الدين.
- يمكن لحملة هذه السندات تداولها في سوق الأوراق المالية بالبيع والشراء.
- تأخذ شركة التوريق عمولة على ما تقوم به من جهد في هذا السبيل.

ثالثاً: حكم هذه الصورة شرعا[1]

- تقوم هذه الصورة على بيع الدين المؤجل لغير من عليه الدين* والدين هنا يمثل نقوداً مؤجلة، تباع بنقود آنية بأقل من قيمة الدين لغير من عليه الدين ، وذلك لا يجوز شرعاً، لأنه يفضي إلى الربا، وكذا لا يجوز بيعه بنقدا آجل؛ لأنه يكون من بيع الكالئ بالكالئ ، وهو منهي عنه شرعاً.
- كما أنه يلاحظ في هذه الصورة أنها تحتوي على فوائد ربوية، وهذا ما حرمته الشريعة الإسلامية تحريماً قاطعاً.

كذلك، حسب قرار مجمع الفقه الإسلامي رقم 60(6/11)، التوريق أداة مالية لتحويل ديون متجانسة مضمونة مع فوائدها إلى أوراق مالية قابلة للتداول من خلال مؤسسة ذات غرض خاص يدخل ضمن سندات الدين المحرمة، سواء تم نقل الديون إلى المؤسسة ذات الغرض الخاص عن طريق الحوالة، أم عن طريق تجديد الديون أو عن طريق المشاركة الفرعية[2].

---

[1] حسن علي الشاذلي، **"التورق حقيقته وحكمه والفرق بينه وبين العينة والتوريق"**، مرجع سبق ذكره، ص37.

* وفي هذا جاء قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي في دورته الحادية عشرة، قرار رقم 101(11/4) : (لا يجوز بيع الدين المؤجل من غير المدين بنقد معجل من جنسه أو من غير جنسه، لاقتضائه على الربا، كما لا يجوز بيعه بنقد مؤجل من جنسه أو من غير جنسه، لأنه من بيع الكالئ بالكالئ المنهي عنه شرعاً، ولا فرق في ذلك بين كون الدين ناشئاً عن قرض أو بيع آجل).

[2] علي محي الدين القره داغي، **"الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة"**، الدورة التاسعة عشر لمنظمة المؤتمر الإسلامي، دولة الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص22.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

من خلال هذا القرار يتضح أن جميع الأساليب الثلاثة المستخدمة في عملية التوريق غير جائزة، وعليه لا يمكن تطبيق التوريق بصوره المعروفة بالمؤسسات المالية الإسلامية. والبديل الشرعي له هو التصكيك الذي ورد في قرار مجمع الفقه الإسلامي رقم 13(15/3) من خلال الصكوك القائمة على أساس المضاربة لمشروع، أو نشاط استثماري معين أو على أساس عقد المشاركة.

المطلب الثاني: المفاهيم الأساسية للتصكيك

ظهر في عالم التمويل في العقود الأخيرة ما يسمى بالتمويل المهيكل الذي يتم من خلاله توزيع مخاطر التمويل من خلال استحداث شركة ترتبط فيما بينهما ومع غيرها بمجموعة من الاتفاقيات، ومن أبرز أنواع التمويل المهيكل، التصكيك الإسلامي الذي يعد بديلا للتوريق التقليدي.

الفرع الأول: مفهوم التصكيك

تعددت مفاهيم الباحثين للتصكيك، ومنها مايلي:

1. **تعريف مجمع الفقه الإسلامي:** "يقصد بالتصكيك إصدار أوراق مالية قابلة للتداول، مبنية على مشروع استثماري يدر دخلا"[1].

ما يلاحظ على هذا التعريف أنه تناول مفهوم التصكيك المباشر أو البسيط والتصكيك غير المباشر أو المركب. وهذا معناه أن التصكيك في المؤسسات المالية الإسلامية يكون إما بالإصدار الأولي للصكوك، أو بواسطة أصول مقتناة يتم على أساسها إصدار الصكوك.

2. **تعريف مجلس الخدمات المالية الإسلامية***: "التصكيك يعني إجراءات إصدار الصكوك وتتضمن الخطوات التالية :

- إنشاء موجودات: في التمويل التقليدي تكون عادة عبارة عن قروض أو ذمم حقوق أخرى، بينما في التمويل الإسلامي تكون عبارة عن موجودات قابلة للتصكيك حسب أحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها كالموجودات موضوع الإجارة.
- نقل ملكية الموجودات إلى كيان ذي غرض خاص يتصرف بصفة المصدر وذلك بوضعها في شكل أوراق مالية (صكوك).

---

[1] مجمع الفقه الإسلامي، **"صكوك الإجارة"**، القرار رقم :137 (15/3)، 14-19محرم 1425هـ الموافق 6-11 مارس2004.

* تأسس مجلس الخدمات المالية الإسلامية عام 2002، وجذب عدداً كبيراً من المشاركين، حيث بلغ عدد أعضاءه عام 2009 بـ178عضوّا. وضع لتطوير معايير تنظيمية دولية وفق المواصفات المتميزة للمؤسسات المالية الإسلامية ومخاطرها، وللمساهمة في ضمان سلامة النظام المالي واستقراره، ومجال الخدمات التي يقدمها المجلس تشمل الأعمال المصرفية الإسلامية والأوراق المالية الإسلامية وكذلك التكافل الإسلامي.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

- إصدار الأوراق المالية (الصكوك) إلى المستثمرين"[1].

3. **تعريف "سليمان عبد الله"** Suleiman Abdi Dualeh: "عملية تقـسيم ملكية أصـول أو منـافع أو كليهما إلى وحدات متساوية القيمة، وإصدار أوراق تعبّر عن هذه الوحدات"[2].

4. **تعريف عجيل جاسم النشمي:** " يقصد بالتصكيك عملية تحويل جزء أو مجموعة من الأصول غير السائلة والمدرة لدخل يمكن التنبؤ به التي تمتلكها المؤسسة إلى أوراق مالية قائمة على الشراكة في منافع هذه الأصـول خلال فترة معينة، فهو يعني تحويل أو تقسيم أصل أو أكثر إلى صكوك"[3].

من خلال المفاهيم السابقة يمكن القول أن التصكيك هو آلية مالية مستحدثة تقوم على قيام مؤسـسة مالية بتحويل موجودات غير سائلة قابلة للتصكيك حسب أحكـام الـشريعة الإسـلامية إلى أوراق ماليـة (الصكوك) يمكن تداولها، بهدف التقليل من المخاطر وضمان التدفق المستمر للسيولة.

ويمكن التمييز بين نوعين من التصكيك، التصكيك البسيط الذي هو وسيلة للحصول على التمويـل من سوق المال، بإصدار صكوك لغرض جمع الأموال* وتمويل المشاريع. والتصكيك المهيكل والذي يقوم علـى إصدار صكوك تستند إلى وعاء يتضمن أصول موافقة للشريعة الإسلامية تتحول ملكيتها من المنشئ إلى الشركة ذات الغرض الخاص تسمى مصدر الصكوك.

الفرع الثاني: ضوابط التصكيك

تتمثل ضوابط التصكيك الذي تطبقه المؤسسات المالية الإسلامية فيما يلي:[4]

1. أن تكون نوعية الأصول المصككة من الأصول المباحة شرعا صالحة للتصكيك بدون وقوع المحظورات الشرعية كالربا والغرر. فلا يجوز مثلا توريق الديون المبنية على القروض الربوية لأنه توابع الربا وتوابع الشيء تأخذ حكمه.

---

[1] مجلس الخدمات المالية الإسلامية، **"متطلبات كفاية رأس المال للصكوك، والتصكيك والاستثمارات العقارية"**، جانفي2009، ص4.

[2] *Suleiman Abdi Dualeh, "**Islamic Securitization: Practical Aspects**", Unpublished paper presented in World Conference on Islamic Banling, Geneva, 1998.*

[3] عجيل جاسم النشمي، **"التوريق والتصكيك وتطبيقاتها"**، الدورة التاسعة عشر لمنظمة المؤتمر الإسلامي، دولة الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص3.

* ويجب التفريق بين هذه الطريقة (التصكيك البسيط) وبين طريقة مشابهة لها، وهي إصدار أدوات الدين لغرض جمع الأموال. والفارق الرئيـسي أن الطريقـة الثانية الدين فيها متعلق بالجهة المصدرة ولا يرتبط بالمشروع في حد ذاته حتى لو كان لغرض تمويل مشروع مولد للدخل، بينما في الطريقة الأولى (التـصكيك البسيط) تصدر الصكوك لغرض تمويل مشروع معين وتكون قدرة حاملها على استرداد حصته وعوائدها مرتبط بالإيرادات المتولدة من المشروع.

[4] *Suleiman Abdi Dualeh, "**Islamic Securitization: Practical Aspects**", Op-Cit.*

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

2. أن يكون بيع الأصول المراد تصكيكها مبنية على الديون في الذمم من المنشئ إلى شركة التوريق نقدا للابتعاد عن بيع الدين بالدين.
3. أن تكون الخطوات وهيكل التصكيك مقبولة شرعا، مع استيفاء جميع الأركان والشروط للبيع والشراء سواء في مرحلة الإصدار للصكوك أو في تداولها في السوق الثانوي.
4. عنصر الملكية للأصول حتى تصبح عملية البيع والشراء وتبرر الاستفادة من العوائد.
5. مشروعية الضمان الواردة على العوائد، إذا كان فيه الضمان على العوائد.

الفرع الثالث: أركان عملية التصكيك

التصكيك بصفته عقد له أركان تتمثل في الآتي:

أولاً: أطراف عملية التصكيك: للتصكيك أطراف ينشأ العقد لها حقوقاً ويترتب عليها التزامات، ويوجد أطراف رئيسية في هذا العقد إلى جانب أطراف أخرى تساعد هذه العملية.

1. **الأطراف الرئيسية التي تشارك في هذه العملية مباشرة**، وهي:

- **المنشئ:** الجهة مالكة المشروع المنوي إقامته أو توسيعه، وقد يكون المنشئ شركةً 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 معيّن، وقد يقوم المنشئ بإدارة المشروع بنفسه، أو أن يؤكل مدير استثمار بالقيام بذلك[1]. ودوره في عملية التصكيك تملكه للأصل ثم بيعه أو نقله لشركة التصكيك[2].

- **المصدر:** الجهة المصدرة أو شركة التصكيك أو المنشأة ذات الغرض الخاص SPV. وهذه الشركة تعتبر كوسيط في نقل ملكية الأصول من الشركة المنشئة إلى المستثمرين.

- **المستثمرون:** أي حملة الصكوك، يقومون بسداد قيمة الصكوك، ويستردوا أصل قيمتها بالإضافة إلى العائد عليها من حصيلة محفظة التصكيك.

- **محفظة التصكيك:** ومن خلالها يتم تحصيل الحقوق المالية والعائد عليها وإيداع المتحصلات بحساب خاص يستخدم لسداد مستحقات حملة الصكوك في تواريخ استحقاقها.

---

[1] زاهرة علي محمد بني عامر، **"التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية"**، رسالة ماجستير، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، الأردن، 2008، ص84.

[2] محمد عبد الحليم عمر، **"الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها"**، مرجع سبق ذكره، ص8.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

2. **الأطراف المساعدة في عملية التصكيك**، وهي:

- **وكالات التصنيف الائتماني:** تقوم هذه الوكالات بدور أساسي في تصنيف الإصدارات المالية التي تطرح في أسواق رأس المال، وتحديد السعر العادل للأوراق المالية المصدرة[1]، حيث تشترط القوانين المنظمة التصكيك ضرورة حصول الأصول محل التصكيك على شهادة التصنيف الائتماني لمحفظة التصكيك التي تصدر الصكوك في مقابلها، وهذا عنصر مهم لحماية حملة الصكوك. وأهم وكالات التنصيف الإسلامية الحالية نجد الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف* ومقرها البحرين، وكذلك الوكالة الماليزية للتصنيف، وتقدم هذه الوكالات إلى جانب ذلك خدمة تصنيف الجودة الشرعية.

- **مدير الاستثمار:** مدير ومستشار الإصدار يقوم بالتنسيق بين الأطراف المختلفة لعملية التصكيك والمساعدة في إعداد نشرة الاكتتاب.

- **الجهة المسئولة عن تحصيل محفظة التصكيك:** وهي الجهة التي تتولى تحصيل الحقوق المالية والمستحقات الآجلة الدفع التي استخدمت كمحفظة تصكيك وتحصيل العائد عليها.

- **أمين الحفظ:** 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، وقد يترافق وجود الأمين منذ الترتيبات الأولى لعملية التصكيك وقد يُعيّن لاحقاً، وذلك وفقاً للقوانين السارية والعرف المتفق عليه. والأمين بوصفه وكيلاً عن حملة الصكوك فإن إنهاء خدماته تتم بإرادتهم بصفتهم الموكِّلين له[2].

ثانياً: محل التعاقد

1. الأصل محل التوريق التقليدي القروض التي في المنشأة البادئة في ذمة الغير، أما في التصكيك الإسلامي الأصول المملوكة للمنشأة والتي تدر دخلا بصفة منفردة.
2. المقابل الذي تدفعه شركة التصكيك للمنشأة البادئة، ويكون أقل من قيمة الأصل محل التصكيك.

---

[1] عجيل جاسم النشمي، **"التوريق والتصكيك وتطبيقاتها"**، مرجع سبق ذكره، ص5.

* قام بتأسيسها عدد من البنوك الإسلامية ومؤسسات التصنيف الائتماني بقيادة البنك الإسلامي للتنمية عام 2006 (1425)، مقرها مملكة البحرين، تقدم نوعين من التصنيف، تصنيف فني (ائتماني) لإيضاح مدى القوة والملاءة المالية للبنك الإسلامي أو منتجاته. والثاني: تصنيف شرعي لإيضاح مدى موافقة البنك الإسلامي أو منتجاته للمتطلبات الشرعية والتزامه بتوجيهات هيئته الشرعية.

[2] زاهرة علي محمد بني عامر، **"التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية"**، مرجع سبق ذكره، ص85.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

3. الأوراق المالية المصدرة والتي يتم بيعها للمستثمرين، عادة ما تباع بعلاوة إصدار أي مبلغ زائد عن القيمة الإسلامية للصك، وتمثل العلاوة دخلاً لشركـة التصكيك بجانب الفرق بين القيمة الأصلية للأصل المورق وبين ما تدفعه للمنشأة البادئة[1].

ثالثاً: الصيغة

تعبر عن إرادة المتعاقدين في إبرام الصفقة، وتتمثل في التوقيع على العقود التي تبرم لذلك حسب طرق التصكيك المستخدمة.

رابعاً: سوق ثانوية

هي سوق متخصصة في التصكيك تدار فيها عملياتـه ، وتتداول فيها الصكـوك، وهـي تتميـز بالآتي:[2]

1. **شكلها:** لا يشترط فيها أن تكون سوق منظمة أي رسمية خاضعة لإشراف أجهزة الدولة ورقابتها، مـن بورصات وأوراق مالية وأسواق أولية وغيرها. بل إنها تتسع لتشمل الأسواق غير الرسمية أو غير المنظمـة مـن مكاتب سمسرة متخصصة في الوساطة للقيام بأعمال التصكيك.
2. **تداول الصكوك:** يشترط في صكوك التصكيك أن تكون قابلة للتداول في السوق وإلا فقدت صـفتها كتصكيك.

الفرع الرابع: إجراءات التصكيك

تتم إجراءات التصكيك وفق الخطوات الموالية:[3]

1. تَمَلُك المؤسسة البادئة للأصل محل التصكيك، وهذا شرط أساسي، ثم تحولـه إلى شـركة التـصكيك لتصدر عنها أوراق مالية (الصكوك) تطرحها للاكتتاب العام.
2. عملية حشد أموال هذا الأصل في حزمة واحدة تتشابه فيها معدلات العائد وأجل الاستحقاق حـسب الضوابط المتفق عليها.
3. تقييم الأصل محل التصكيك لتحديد مدى تطابق القيمة الدفترية له مع القيمة التي سيورق بها.
4. التقييم بواسطة إحدى وكالات التصنيف لتحديد الجدارة الائتمانية.

---

[1] محمد عبد الحليم عمر، **"الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها"**، مرجع سبق ذكره، ص8.

[2] صبري عبد العزيز إبراهيم، **"التوريق وأثره في وقوع الأزمة الماليـة العالمية في ضوء الفكر الإسلامي"**، المؤتمر العلمي الـسنوي الثالـث عـشر، كليـة الحقوق، جامعة المنصورة، 1-2 أفريل 2009، ص5.

[3] محمد عبد الحليم عمر، **"الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها"**، مرجع سبق ذكره، ص8.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

5. إجراءات اتفاق التعزيز الائتماني بواسطة الضامنين سواء مؤسسات حكومية أو شركة تأمين أو جهة أخرى.

6. الاتفاق مع شركة التوريق على كيفية تحويل الأصل لها حسب أساليب التوريق، وتحديد المبلغ التي ستدفعه مقابل هذه الأصول.

7. سداد شركة التوريق المستحق عليها للمنشأة البادئة، إما باقتراضها* المبلغ من إحدى المؤسسات المالية بفوائد أو من حصيلة الاكتتاب.

8. قيام شركة التوريق بإصدار الأوراق المالية الممثلة للأصل بالقيمة الاسمية زائد علاوة الإصدار وطرحها للاكتتاب العام على المستثمرين.

9. استلام شركة التوريق لحصيلة الاكتتاب في الأوراق المالية المطروحة من مستشار الطرح، وسداد القرض** الذي أخذته من المؤسسة المالية أو دفع مستحقات المنشأة البادئة.

10. قيام الجهة التي تم اختيارها بتحصيل العوائد والأقساط المستحقة لمدين الأصل وتسليمها لأمين الحفظ لتوزيعها على حملة الأوراق المالية، ثم إطفاء قيمة الأوراق تدريجياً برد جزء من قيمتها لهم.

11. يمكن للمستثمرين حملة الأوراق المالية لمن يرغب منهم بيع هذه الأوراق في السوق الثانوية، إما بنفس السعر الذي تم الشراء به أو أكثر أو أقل حسب أسعارها في الأسواق المالية.

12. في أجل الاستحقاق الأوراق المالية تكون العملية قد انتهت.

13. في حالة تأخر أو توقف الملتزمين بالأصل المورق عن دفع المستحق عليهم من أقساط أو فوائد أو عوائد تقوم الجهة الضامنة بالسداد بتسليمها للمستثمرين.

وعموماً تمر عملية التصكيك في المؤسسات المالية الإسلامية بثلاثة خطوات، وهي:[1]

أ- مرحلة إصدار الصكوك

ب- مرحلة إدارة محفظة الصكوك

جـ-مرحلة إطفاء الصكوك

أ- مرحلة إصدار الصكوك، وتتم هذه المرحلة بالخطوات التالية:

* هذا في حالة التوريق التقليدي، أي توريق الديون، أما الشريعة الإسلامية تنهى عن بيع الدين بالدين.

** يوجد هذا في التوريق التقليدي.

[1] *Adam, Nathif J. and Abdulkader Thomas,* ***Islamic Bonds: Your Guide to Issuing, Structuring and Investing in Sukuk,*** *(London: Euromoney Books), 2004, p56.*

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

الخطوة الأولى: الشركة المنشئة تعين الأصول التي يراد تصكيكها بحصر وتجميع ما لديه من الأصول المتنوعة في وعاء استثماري واحد يعرف بمحفظة التصكيك ونقلها إلى SPV وهي كيان مستقل تم تأسيسها من قبل الشركة المنشئة بقرار من هيئة سوق المال وفقا للشروط والإجراءات الخاصة.

الخطوة الثانية: تصكيك الأصول ثم بيعها. تقوم شركة SPV بإعادة تصنيف الأصول وتقسيمها إلى أجزاء أو وحدات تناسب وتلبي حاجات ورغبات المستثمرين، ثم تحويلها إلى صكوك وبيعها إلى المستثمرين.

ب- مرحلة إدارة محفظة الصكوك: بعد أن يتم بيع الصكوك للمستثمرين تقوم شركة SPV بإدارة هذه المحفظة نيابة عن المستثمرين طيلة مدة الإصدار بتجميع العائدات والدخول الدورية الناتجة من الأصول وتوزيعها للمستثمرين، كما تقوم بتوفير جميع الخدمات التي تحتاجها المحفظة.

جـ- مرحلة إطفاء الصكوك، بدفع قيمة الصكوك الاسمية في التواريخ التي تحددها نشرة الإصدار.

الفرع الخامس: أنواع التصكيك

يتم التعرض في هذا الفرع إلى أنواع التصكيك التي تطبقها المؤسسات المالية الإسلامية، والمتمثلة أساساً في تصكيك الأصول أو الموجودات وتصكيك ثمن السلعة المطلوبة.

أولاً: تصكيك الأصول

وصورته أن يكون لدى مؤسسة، أصل مدر للدخل (مثل أصول مؤجرة أو مشاركة، أو مضاربة مع عميل)، فتقوم المؤسسة مباشرة أو بالاتفاق مع شركة التصكيك على تحويل قيمة هذه الأصول إلى صكوك وتطرحها على عملائها، أو للاكتتاب العام؛ لتجميع ثمن هذه الأصول مرة واحدة من خلال هذه العملية، ويصبح بذلك حملة الصكوك مالكين للأصول المورقة بدلا من المؤسسة؛ ويحصلون على العائد المحقق منها، ويكون دور المؤسسة هو إدارة هذه الصكوك مقابل عمولة يتفق عليها. ويمكن لحملة الصكوك تداولها في سوق الأوراق المالية بالبيع والشراء.

أما حكم هذه الصورة شرعا فهو كالآتي:[1]

لا مانع من تصكيك الأصول شرعا إذ أصبح حملة الصكوك بعد شرائها مالكين لهذه الأصول بعد دفع قيمتها نقداً، وهم المستحقون لما تدره عليهم أملاكهم بطريق مشروع، وهم يملكون بذلك التصرف فيها بيعاً وشراءً في سوق الأوراق المالية وفي غيرها، إذ هو بيع لما يملكه المشتري من نصيب في السلع المورقة، سواءً ارتفع ثمنها أو قل، أو تساوى، كما هو الشأن في بيع الإنسان ما يملكه من سلع.

[1] محمد عبد الغفار الشريف، **"التوريق وبقية أدوات السيولة للسوق الإسلامية"**، ندوة البركة للاقتصاد الإسلامي، المنامة، البحرين،2002، ص6.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

وتستند مشروعية تصكيك الأصول إلى مشروعية الشركات المساهمة التي تقوم على تجزئة رأس مال الشركة إلى أجزاء متساوية يعبر عنها بوثائق قابلة للتداول، ذلك أن التصكيك في حقيقته لا يختلف عن مفهوم التسهيم إلا كون الصكوك الاستثمارية تصدر وفقا لصيغ التمويل الإسلامية المختلفة كالمشاركة والمضاربة وغيرها.

ثانياً: تصكيك ثمن السلعة المطلوبة[1]

وصورتها أن يطلب بعض العملاء من البنك الإسلامي شراء سلعة بطريق المرابحة، ويكون ثمنها كبيراً لا يستطيع البنك أن يقوم به، ولكن يمكن أن يغطي هذه الرغبة في تمويل هذه العملية عن طريق تصكيكه.

1. فيلجأ البنك الإسلامي إلى تقسيم المبلغ المطلوب لهذه العملية إلى فئات صغيرة ويصدر بها صكوك مرابحة، ويجمع بموجبها المبلغ المطلوب.
2. أصحاب هذه الصكوك، وهم الراغبون في الاشتراك في هذه العملية.
3. يشترى البنك نيابة عنهم بما جمعه من أموال هذه السلعة المطلوبة نقدا.
4. ثم يبيعها للعميل مرابحة بثمن مؤجل أعلى من ثمن الشراء، فالعميل أصبح مديناً بثمن معين مؤجل، احتوى هذا الثمن على ثمن السلعة الأصلي، مع إضافة الربح في البيع مرابحة.
5. يحصل حملة الصكوك على جزء من الثمن الذي بيعت به مرابحة شيئاً فشيئاً حسب ما اتفقوا عليه في تقسيط الثمن حتى يتم استهلاكها دوريا من كل قسط يسدده العميل.
6. ويحصل البنك على عمولة محددة مقابل إدارته لهذه العملية،كما أنه يمكنه شراء عدد من الصكوك.
7. وهذه الصكوك غير قابلة للتداول في السوق الثانوية، لأنها ديون، وبيع الدين لغير من عليه الدين في الشريعة الإسلامية له ضوابط تمنع من حصول حملة الصكوك على أرباح من عملية التداول.

المطلب الثالث: فوائد التصكيك والفرق بينه وبين التوريق

يستعرض هذا المطلب الفوائد التي يمكن أن تقدمها عملية التصكيك، إضافة إلى التطرق لبعض نقاط الاختلاف بين عملية التصكيك التي تقوم به المؤسسات المالية الإسلامية والتوريق التي تقوم به المؤسسات المالية التقليدية.

[1] حسن علي الشاذلي،**"التورق حقيقته وحكمه والفرق بينه وبين العينة والتوريق"**، مرجع سبق ذكره، ص38.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

الفرع الأول: فوائد التصكيك

إن عمليات تصكيك الأصول المختلفة التي تتمتع بها المؤسسات المالية الإسلامية تمثل أحـــد الأدوات المالية المهمة قصيرة الأجل والتي يمكن الاستفادة منها على مستوى إدارة المطلوبات والموجودات بصورة مثلـــى، ويمكن أن تعطي عملية التصكيك للمؤسسات المالية الإسلامية واحدة أو أكثر من المنافع التالية:

- زيادة السيولة؛ حيث إن موجودا غير قابل نسبيا للتسييل يتحول بسرعة إلى سيولة كالموجود الذي يملكه مؤجر في عقد الإجارة أو عقد الإجارة المنتهية بالتمليك إذ يتم تحويله إلى نقد يدفعه المستثمرون في الصكوك[1].
- التعزيز الائتماني في التصكيك وهو ترتيب تعاقدي حيث تحتفظ المؤسســـة المالية الإسلامية أو تتحمـــل جزءا من التعرض لمخاطر التصكيك، وبالتالي توفر درجة معينة من الحماية الإضافية للأطراف الأخرى. ويجب إعطاء عناية خاصة للتأكد من أن أي تعزيز ائتماني يكون متفقاً مع أحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها ويظهر من هذه الدوافع فوائد عديدة تعود لجميع الأطراف المشاركة[2] في عملية التوريـــق التقليـــدي أو التـــصكيك المشروع أهمهـــا مايلي:

أولاً: فوائد التصكيك بالنسبة للمصدر الأصلي

1. تعتبر عملية التصكيك هي المناخ الأكثر أمانا للكثير من المؤسسات وجمهور المتعاملين وذلـــك بـــسبب إجراءات الاحتياط والرقابة المتشددة التي تمارسها المؤسسات والأجهزة المسئولة عن عمليات التصكيك[3].
2. تعتبر التصكيك وسيلة جيدة لإدارة المخاطر الائتمانية للبنوك والمؤسسات المختلفة وذلك بسبب أن الأصل محل التصكيك مخاطره محددة بينما تكون المخاطر أكبر بالنسبة لنفس الأصل إذا كان موجودا ضـــمن خارطـــة أصول الشركة كلها[4].
3. تساعد عمليات التصكيك في المواءمة بين مصادر الأموال واستخداماتها بما يسهم في تقليل مخـــاطر عـــدم التماثل بين آجال الموارد واستخداماتها[5].

---

[1] عجيل جاسم النشمي، "**التوريق والتصكيك وتطبيقاتها**"، مرجع سبق ذكره، ص8.

[2] نفس المرجع السابق، ص8.

[3] كمال توفيق حطاب، "**الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة**"، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الـــشؤون الإســـلامية والعمل الخيري بدبي، 31ماي-3أفريل2009 ، ص10.

[4] فتح الرحمن علي محمد صالح، "**دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات الاستثمارية**"، مرجع سبق ذكره، ص6.

[5] نفس المرجع السابق، ص7.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

4. يساعد التصكيك في تحسين ربحية المؤسسات المالية والشركات ومراكزها المالية، وذلك لأن عمليات التصكيك تعتبر عمليات خارج الميزانية* ولا تحتاج لتكلفة كبيرة في تمويلها وإدارتها، كما أنه يؤدي إلى تحسين النسب المالية للمصدر[1].

5. لعل السبب الرئيسي الذي يدفع المؤسسات المالية للالتجاء لعمليات التصكيك يتمثل في التحرر من قيود الميزانية العمومية، حيث تقتضي القواعد المحاسبية والمالية مراعاة مبدأ كفاية رأس المال، وتكوين مخصصات للديون المشكوك فيها، وهو ما يعرقل أنشطة التمويل بشكل عام، ويبطئ بالضرورة من دورة رأس المال، ويقلل بالتبعية من ربحية البنك[2]. فالمعروف محاسبياً أن الأصول محل التصكيك تظهر كأحد بنود الميزانية، وعند حساب كفاية رأس المال وقياس مخاطر الائتمان، فإن قيمة الأصول محل التصكيك ترجح قيمتها بمقدار الخطر المتوقع بعدم تحصيل بعضها، وبالتالي تقل قيمتها المحسوبة، وبما أن هذه الأصول تكون بسطاً في معادلة حساب كفاية رأس المال، فسوف تتأثر هذه الكفاية بالانخفاض لنقص هذه الأصول بقيمة معدل الخطر، وعند تصكيك هذه الأصول تختفي قيمتها من الميزانية وتحول إلى شركة أنشأت لهذا الغرض (التصكيك) ويحل محلها الثمن الذي تدفعه هذه الشركة، فترتفع قيمة الأصول وبالتالي يزيد رقم معدل كفاية رأس المال.

6. زيادة حجم عدد الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية.

7. تصكيك الأصول تعتبر بديلاً لطرق التمويل الأخرى كالاقتراض أو زيادة رأس المال بإصدار أسهم جديدة، وما ينطوي على كلاهما من قيود ومشاكل.

8. إمكانية اشتراك أكبر عدد ممكن من الأفراد والمؤسسات في العملية الاستثمارية.

ثانياً: فوائد التصكيك بالنسبة للمستثمرين

1. ينتج التصكيك أداة قليلة التكلفة مقارنة بالاقتراض المصرفي وذلك بسبب قلة الوساطاء والمخاطر المرتبطة بالورقة المالية المصدرة.

2. تتميز أداة التصكيك بأنها غير مرتبطة بالتصنيف الائتماني للمصدر، حيث تتمتع الأوراق المالية المصدرة بموجب عمليات التصكيك بصفة عامة بتصنيف ائتماني عالي نتيجة دعمها بتدفقات مالية محددة عبر هياكل داخلية معرفة بدقة بالإضافة للمساندة الخارجية بفعل خدمات التحسين الائتماني، وهذا قد لا يتوفر للسندات المصدرة بواسطة مؤسسات الأعمال الأخرى. بالإضافة إلى أن مبدأ البيع الفعلي للأصل من المنشأة إلى الشركة

---

* حيث تهتم الهندسة المالية (التقليدية أو الإسلامية) بإدارة الأدوات المالية خارج الميزانية العمومية، بالإضافة إلى عناصر الميزانية العمومية وحسابات الأرباح والخسائر.

[1] فتح الرحمن علي محمد صالح، **"دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات الاستثمارية"**، مرجع سبق ذكره، ص7.

[2] عدنان رزان، **"التوريق الإسلامي"**، جريدة القبس الكويتيه، السنة36، العدد12343، 2007/10/10.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

ذات الأغراض الخاص في هيكل عملية التصكيك يتضمن أن المنشأة المصككة ليس لها الحق قانونيا في الرجوع لاستخدام التدفقات النقدية المتوقعة للأصل محل التصكيك[1].

3. توفر عمليات التصكيك فرصا استثمارية متنوعة للأفراد والمؤسسات والحكومات بصورة تمكنهم من إدارة سيولتهم بصورة مربحة.

ثالثاً: فوائد التصكيك بالنسبة للاقتصاد الكلي

1. إن انتشار صناعة التصكيك من شأنه أن يوفر مساحة لقيام مؤسسات ترفد هذه الصناعة بالمدخلات الأساسية لها وبالتالي تقوي بنيها التحتية. من هذه المؤسسات قيام شركات ذات الطبيعة الخاصة، وكالات التصنيف، خدمات المحاسبة والمراجعة الرقابة الشرعية، بالإضافة إلى خدمات بنوك الاستثمار وغيرها من الجهات ذات الصلة بنشاط التصكيك[2].

2. تفكيك دور الوساطة التقليدية وتقليص دورها بالنسبة للمقترضين كمصدر للتمويل، وذلك بعد انتقالها من أيدي مؤسسات مالية كبيرة إلى تلك التي تستثمر الأموال مباشرة لمصلحة الجمهور وحسابه، مثل صناديق الاستثمار المشترك إلى جانب توجه المقترضين بإصداراتهم مباشرة إلى السوق دون اللجوء إلى الوساطة المالية التقليدية من خلال البنوك التجارية وبنوك الأعمال وغيرها[3]. مما يزيد من درجة تعميق السوق المالية بالبلاد من حيث الأوراق المالية ومن حيث المتعاملين فيها.

3. يميل التصكيك الإسلامي إلى إحداث بيئة تنافسية نتيجةً لزيادة مصادر العرض[4].

الفرع الثاني: الفرق بين التوريق والتصكيك

يستخلص مما سبق أن التوريق التقليدي لا يختلف عن التصكيك الإسلامي من حيث الإجراءات وبعض الأهداف والدوافع ، غير أن التصكيك الإسلامي شأنه شأن أي معاملات أخرى منضبطة بأحكام الشريعة الإسلامية، مما يجعله يختلف عن التوريق التقليدي في عدة نقاط جوهرية.

أولاً: نوعية الأصول محل التصكيك

ترتكز عمليات التوريق غالباً على ديون وقروض يكون سعر الفائدة أساساً فيها، مثل القروض العقارية وكذا قروض السيارات وبطاقات الائتمان وغيرها. أما في النموذج الإسلامي فتستند عمليات

---

[1] فتح الرحمن علي محمد صالح، **"دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات الاستثمارية"**، مرجع سبق ذكره، ص9 - 10.

[2] نفس المرجع السابق، ص8.

[3] فؤاد محمد أحمد محسين، **"الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها"**، ملخص رسالة الدكتوراه، الأكاديمية العربية للعلوم المصرفية، 30 جويلية 2006.

[4] رساميل، **"التوريق الإسلامي هو الحل وليس سبب الأزمة"**، جريدة القبس الكويتية، السنة 37، العدد 12713، 2008/10/20.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

التصكيك على أعيان أو منافع أو خليط منهما والتي يكون أساسها عقد شرعي استناداً لصيغ التمويل الإسلامي كالمشاركة والمضاربة والإجارة وغيرها. ولا يتم تصكيك الديون إلا في نطاق ضيق عند من يقول بجوازه وفق أحكام وضوابط. كما أن الموجودات محل التصكيك في المؤسسات المالية الإسلامية تتميز بتوافقها مع الشريعة الإسلامية، لذا على المؤسسات المالية الإسلامية أن توجد أصولا مقبولة من الناحية الشرعية حتى يمكن تصكيكها.

ثانياً: تعزيز الائتمان

في النموذج التقليدي وفي اليوم الأول من المعاملة، تعمل الشركة ذات الغرض الخاص SPV على شراء الموجودات ذات الأداء الكامل فقط، إلا أنه وخلال فترة الاستثمار قد يتحول بعض هذه الموجودات إلى متأخرات، بمعنى عدم القدرة على تسديد الفوائد الدورية في الوقت المحدد، وهذه أول مشكلة أساسية تواجهها المعاملة المورقة، فالمستثمرون في التمويل المورق لا يرغبون في الحصول على الفوائد الدورية فقط عندما يكون المقترضون قادرون على السداد، أو عندما يشاء المقترضون ذلك، أي أن المستثمرين يريدون التوصل إلى حالة من التأكد من أنهم سوف يتسلمون دائماً الفوائد وأقساط أصل القرض وبالوقت المحدد (أي عند الاستحقاق)، وفي هذا المجال لا بدَّ أن تتوافر للشركة ذات الغرض الخاص SPV ما يطلق عليه تسهيل السيولة وهو يأخذ في الغالب، شكل تسهيل ائتمان دوار[1]، إذ تعتبر التعزيزات الائتمانية من أهم مكونات صفقة التوريق التقليدي وهذا تمليه طبيعة هذه الصفقة التي هي - في الغالب- عملية تحويل للديون من مصدرها إلى المستثمرين الجدد حملة الصكوك، ولابد لهؤلاء من ضمانات كافية للقروض التي قدموها. أما في التصكيك الإسلامي فالوضع يختلف تماماً إذ العلاقة ليست علاقة دائنية وإنما هي مشاركة في الأصول واستحقاق للربح أو الخسارة، بالتالي 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].

ثالثاً: أوجه اختلاف أخرى

إضافة إلى نقطتي الاختلاف السابقة الذكر بين التوريق والتصكيك، يمكن الإشارة على بعض الفروق الأخرى والمتمثلة في ما يلي:

1. استثمار فائض السيولة لدى الشركة ذات الغرض الخاص SPV عادة يتم في سندات ذات فوائد في ظل التوريق، بينما يتم الاستثمار في أدوات ومعاملات تتفق مع الشريعة في حالة التصكيك الإسلامي.

---

[1] فؤاد محمد أحمد محسين، **"الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها"**، مرجع سبق ذكره، ص48.

[2] زاهرة علي محمد بني عامر، **"التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية"**، مرجع سبق ذكره، ص83.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

2. يتم تمويل عجز السيولة لدى الشركة ذات الغرض الخاص SPV في إطار التوريق التقليدي من خلال أدوات تقليدية بفوائد، بينما في إطار الهيكلة الإسلامية يتم من خلال أدوات إسلامية[1].

3. لا يسمح في النظام الإسلامي للمورق الأصلي أن تكون له حصة في رأس مال الشركة ذات الغرض الخاص، بينما قد يسمح ذلك في إطار التجربة التقليدية.

4. في التصكيك الإسلامي يوجد رقابة شرعية تراقب عملية وهيكلة إصدار الصكوك الإسلامية.

5. العائد على الورقة المالية المصدرة قد يكون فائدة ثابتة في إطار التوريق التقليدي، بينما يكون العائد متغيرا أو مستقرا في إطار التصكيك الإسلامي.

6. يتم تداول السندات في السوق الثانوية في التوريق، بينما في التصكيك يتم تداول الصكوك في السوق إن كانت تمثل ملكية أعيان أو منافع، أما الصكوك التي تصدر عن ذمم بيوع آجلة فلا يقبل تداولها شرعاً.

والجدول الموالي يوضح أهم الفروق بين التوريق والتصكيك.

الجدول (2-1): أوجه الاختلاف بين التوريق والتصكيك

أوجه الاختلاف	التوريق التقليدي	التصكيك الإسلامي
تاريخ الاستخدام	1970	1990
نوعية الموجودات	الديون مثل قروض السيارات وبطاقات الائتمان	أصول عينية حقيقية صادرة وفق عقد شرعي
العائد من التوريق/التصكيك	فائدة ثابتة	عائد متغير أو مستقر
طبيعة العلاقة	علاقة دائنية	علاقة مشاركة
نوعية الرقابة	إصدار أوراق مالية تتوافق مع القوانين والمعايير الوضعية	إصدار صكوك تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، مع وجود رقابة شرعية
نوعية المساهمة	المساهمة في القطاع المالي	المساهمة في القطاع الحقيقي
تحمل المخاطرة	المستثمرين	العمل بمبدأ الغنم بالغرم
الصيغة العامة لهيكل التصكيك	عادة صيغة واحدة ويغلب عليها القرض	صيغ متعددة حسب صيغ التمويل الإسلامي
التداول	عملية خصم الديون	بيع حقيقي لحصة شائعة في ملكية موجودات
الشركة ذات الغرض الخاص	تكون شركة يمكن أن يساهم فيها المورق الأصلي	لا يسمح للمورق الأصلي أن يمتلك حصة حاكمة في الشركة لتعارض المصالح.
تقديم الضمانات	تقديم الضمانات لبعض المستثمرين	تقديم الضمانات لكل المستثمرين
قابلية التداول	كل الأوراق المالية المورقة قابلة للتداول	حسب نوعية الأصول المصككة

المصدر: من إعداد الطالب.

[1] فتح الرحمن علي محمد صالح، **"دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات الاستثمارية"**، مرجع سبق ذكره، ص 17.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

المبحث الثالث: منتجات التصكيك الإسلامي

تعد الصكوك الإسلامية من أبرز منتجات الصناعة المالية الإسلامية، وقد شهدت نمواً استثنائياً في السنوات الست الأخيرة* حتى أصبحت الشريحة الأسرع نمواً في سوق التمويل الإسلامي، وذلك باعتبارها من أفضل وسائل اجتذاب المدخرات الحقيقية وتجميع الأموال اللازمة لتمويل مشروعات البنية التحتية ذات الجدوى الاقتصادية والاجتماعية.

المطلب الأول: ماهية الصكوك وأنواعها

تشهد الأدوات المالية الإسلامية انتشارًا وازدهاراً واسعاً، ومن أبرز هذه الأدوات الصكوك الاستثمارية التي تمكنت من استقطاب العديد من المستثمرين، وأصبحت كواحدة من أهم الأدوات التي استطاعت أن تجد لها مكانة بارزة في الأسواق المالية.

الفرع الأول: مفهوم الصكوك وخصائصها

أولاً: تعريف الصكوك

تعددت تعاريف الصكوك في النظام المالي الإسلامي، وفيما يلي أهم هذه التعاريف:

1. **تعريف هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية**[**]: "الصكوك وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعةً في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدأ استخدامها فيما أصدرت من أجله"[1].

---

* حيث بلغت أحجام الإصدارات العالمية من الصكوك الإسلامية في نهاية العام 2007م مبلغ 97.3 مليار دولار، جاءت غالبيتها من ماليزيا والخليج العربي. وازداد حجم الإصدار الكلي للصكوك في أوروبا والشرق الأوسط وإفريقيا وآسيا بنسبة 71 في المائة ليبلغ 32.65 مليار دولار عام 2007م مقارنة بعام 2006م وارتفع عدد إصدارات الصكوك من 109 عام 2006م إلى 119 عام 2007. (انظر: أشرف محمد دوابه، **إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية**، مؤتمر المصارف الإسلامية اليمنية: الواقع... وتحديات المستقبل، صنعاء، الجمهورية العربية اليمنية، 20-21 مارس2010).

** هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية هي منظمة دولية غير هادفة للربح تضطلع بإعداد وإصدار معايير المحاسبة المالية والمراجعة والضبط وأخلاقيات العمل والمعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية خاصة والصناعة المصرفية والمالية الإسلامية على وجه العموم. كما تنظم الهيئة عدداً من برامج التطوير المهني في سعيها الرامي إلى رفع سوية الموارد البشرية العاملة في هذه الصناعة وتطوير هياكل الضوابط والحوكمة لدى مؤسساتها. ولقد تأسست الهيئة بموجب اتفاقية التأسيس التي وقعها عدد من المؤسسات المالية الإسلامية بتاريخ 1 صفر 1410هـ الموافق 26 فبراير 1990م في الجزائر. وقد تم تسجيل الهيئة في 11 رمضان 1411هـ الموافق 27 مارس 1991م في دولة البحرين (مملكة البحرين، الآن). وبصفتها منظمة دولية مستقلة، تحظى الهيئة بدعم عدد كبير من المؤسسات ذات الصفة الاعتبارية حول العالم (200 عضواً من أكثر من 45 بلداً، حتى الآن) ومنها المصارف المركزية والمؤسسات المالية الإسلامية وغيرها من الأطراف العاملة في الصناعة المالية والمصرفية الإسلامية الدولية. (أنظر: للموقع الرسمي للهيئة WWW.AAIOFI.ORG).

[1] هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، **"المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية"**، البحرين، 2007، ص288.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

2. **تعريف مجلس الخدمات المالية الإسلامية:** "الصكوك جمع صك ويشار لها عادة بـ (سندات إسلامية*)، وهي شهادات، يمثل كل صك حق ملكية لنسبة مئوية شائعة في موجودات عينية أو مجموعة مختلطة من الموجودات العينية وغيرها، وقد تكون الموجودات في مشروع محدد أو نشاط استثماري معين وفقا لأحكام الشريعة"[1].

3. **تعريف معبد علي الجارحي:** "هي 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 أرباح وخسائر الموجودات التي تمثلها. وهي قابلة للتداول، ما لم تمثل نقدا أو دينا محضا. ويعتمد إصدارها على عقد من العقود الشرعية، وتفصل نشرة إصدارها حقوق والتزامات أطرافها"[2].

وكتعريف شامل للصكوك الإسلامية، هي عبارة عن أوراق مالية متساوية القيمة، تمثل ملكية شائعة في أعيان أو منافع أو خدمات أو خليط منهما أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب، واستخدامها فيما أصدرت من أجله.

ثانياً: خصائص الصكوك

من هذه التعريفات يمكن استخلاص الخصائص التي تتميز بها الصكوك الإسلامية عن غيرها من أدوات الاستثمار الأخرى، ولعل أهم هذه الخصائص مايلي:

- الصك وثيقة تثبت لصاحبها حق ملكية شائعة في موجودات.
- تصدر الصكوك على شكل أوراق مالية متساوية القيمة.
- صاحب الصك يستحق المشاركة في أرباح المشروع الممول من أموال الصك، فيحصل على نصيبه من العائد ويتحمل نصيبه من الخسارة في حدود ما يمثله الصك.
- شروط التعاقد تحددها وثيقة إصدار الصك، وهي تشتمل على البيانات والمعلومات المطلوبة شرعا في التعاقد.

---

* تختلف الصكوك (السندات الإسلامية) عن الأوراق المالية التقليدية القائمة على أساس القائدة لعدد من الأسباب، سيتم الإشارة إليها لاحقا.

[1] مجلس الخدمات المالية الإسلامية، **"متطلبات كفاية رأس المال للصكوك، والتصكيك والاستثمارات العقارية"**، جانفي2009، ص3.

[2] معبد علي الجارحي وعبد العظيم جلال أبوزيد، **"الصكوك قضايا فقهية واقتصادية"**، الدورة التاسعة عشر لمنظمة المؤتمر الإسلامي، دولة الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص5.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

- الصكوك الإسلامية متوافقة مع أحكام الشريعة من حيث الأنشطة والاستثمارات التي تعمل فيها، أو من حيث طبيعة العلاقة بين أطرافها، فلا تتضمن دفع فائدة محددة مقابل التمويل، أو غير ذلك من المحظورات الشرعية في المعاملات[1].
- قابلية الصكوك للتداول ما لم تمثل نقدا أو دينا محضا.

الفرع الثاني: أنواع الصكوك

شهدت الدول الغربية تطورات هائلة في مجال التوريق، وكذلك شهدت المنطقة الإسلامية تطورات متسارعة في ميدان التصكيك، غير أن التجربة الغربية كانت في معظمها مجال توريق الديون، بعكس التجربة الإسلامية التي تشترط وجود الأصول قبل تصكيكها، وهو الأمر الذي يحتفظ لهذه الأصول قيمتها ويحول دون المقامرات والمضاربات التي رافقت توريق الديون.

وبشكل عام فقد أشارت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية إلى وجود أكثر من أربعة عشر نوعا من الصكوك الإسلامية، غير أن الصكوك الأكثر انتشاراً واستخداماً يمكن حصرها فيما يلي:

1. **صكوك الإجارة:** وهي صكوك تمثل ملكية شائعة في أعيان مؤجرة مملوكة لمالكي الصكوك ويتم توزيع عائد الإجارة على الملاك حسب حصص ملكيتهم، وهي قابلة للتداول وتقدر قيمتها حسب السوق[2].
2. **صكوك السلم:** هي وثائق متساوية القيمة تصدر لتحصيل رأس مال السلم، وعليه تصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك.
3. **صكوك الاستصناع:** وهي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة، ويصبح المصنوع مملوكاً لحملة الصكوك. والمصدر لتلك الصكوك هو الصانع (البائع) والمكتتبون فيها هم المشترون للعين المراد صنعها، وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة المصنوع.
4. **صكوك المرابحة:** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة مرابحة وتصبح سلعة المرابحة مملوكة لحملة الصكوك. ومصدر هذه الصكوك هو بائع بضاعة المرابحة، والمكتتبون فيها هم المشترون لهذه البضاعة، وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة شرائها، ويملك حملة الصكوك هذه البضاعة ويستحقون ثمن بيعها.

---

[1] عبد الملك منصور المصعي، "**العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جيدة**"، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، 31ماي-3أفريل2009، ص11.

[2] كمال توفيق حطاب، "**الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة**"، مرجع سبق ذكره، ص13.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

5. **صكوك المشاركة:** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع أو تطوير مشروع قائم، أو تمويل نشاط على أساس عقد من عقود المشاركة، ويصبح المشروع أو موجودات النشاط ملكاً لحملة الصكوك في حدود حصصهم، وتدار صكوك المشاركة على أساس الشركة أو على أساس المضاربة، أو الوكالة بالاستثمار، وتتخذ هذه الصكوك أشكالاً، منها: [1]

1.5. **صكوك الشركة:** وهي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الشركة بتعيين أحد الشركاء أو غيرهم لإدارتها.

والمصدر لتلك الصكوك هو طالب المشاركة معه في مشروع معين أو نشاط محدد، والمكتتبون هم الشركاء في عقد المشاركة، وحصيلة الاكتتاب هي حصة المكتتبين في رأس مال المشاركة، ويملك حملة الصكوك موجودات الشركة بغنمها وغرمها.

2.5. **صكوك المضاربة:** وهي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس المضاربة بتعيين مضارب من الشركاء أو غيرهم لإدارتها. والمصدر لتلك الصكوك هو المضارب، والمكتتبون فيها هم أرباب المال، وحصيلة الاكتتاب هي رأس مال المضاربة ويملك حملة الصكوك موجودات المضاربة والحصة المتفق عليها من الربح لأرباب المال، ويتحملون الخسارة إن وقعت.

3.5. **صكوك الوكالة بالاستثمار:** هي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الوكالة بالاستثمار بتعيين وكيل عن حملة الصكوك لإدارتها.

6. **صكوك المزارعة:** هي عبارة عن وثائق تصدر متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها لتمويل مشروع معين على أساس المزارعة، ويصبح لحملتها نصيب في المحصول وفق ما حدده العقد[2].

7. **صكوك المساقاة:** وهي 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 العقد.

8. **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.

ويمكن إيجاز أنواع الصكوك الإسلامية في الجدول الموالي:

---

[1] زاهرة علي محمد بني عامر، **"التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية"**، مرجع سبق ذكره، ص94-95.

[2] نفس المرجع السابق، ص97.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

الجدول (2-2): أنواع صكوك الاستثمار

صكوك الاستثمار				
أنواع الصكوك الإسلامية		تعريفها	مُصدر الصك	المكتتبون
صكوك الإجارة		وهي صكوك تمثل ملكية شائعة في أعيان مؤجرة مملوكة لمالكي الصكوك.	مالك العين المؤجرة	المشترون للعين المؤجرة
صكوك السلم		هي وثائق متساوية القيمة تصدر لتحصيل رأس مال السلم، وعليه تصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك.	بائع سلعة السلم	مشترون سلعة السلم
صكوك الاستصناع		وهي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة، ويصبح المصنوع مملوكاً لحملة الصكوك.	الصانع	المشترون للعين المراد تصنيعها
صكوك المرابحة		هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المرابحة، وتصبح سلعة المرابحة مملوكة لحملة الصكوك.	البائع لبضاعة المرابحة	المشترون لبضاعة المرابحة
صكوك المشاركة	صكوك الشركة	هي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الشركة بتعيين أحد الشركاء أو غيرهم لإدارتها.	طالب المشاركة معه في مشروع معين	الشركاء في عقد المشاركة
	صكوك المضاربة	هي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس المضاربة بتعيين مضارب من الشركاء أو غيرهم لإدارتها.	المضارب	أرباب المال
	صكوك الوكالة بالاستثمار	هي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الوكالة بالاستثمار بتعيين وكيل عن حملة الصكوك لإدارتها.	الوكيل بالاستثمار	الموكلون
صكوك المزارعة		هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في تمويل مشروع على أساس المزارعة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في المحصول وفق ما حدده العقد.	- مالك الأرض أو مالك منفعتها - المزارع صاحب العمل	- المزارعون أصحاب العمل - أصحاب الأرض المستثمرون
صكوك المساقاة		هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في سقي أشجار مثمرة والإنفاق عليها ورعايتها على أساس عقد المساقاة	- مالك الأرض أو منافعها - المساقي صاحب العمل	- المساقون في عقد المساقاة - أصحاب الأرض المستثمرون
صكوك المغارسة		هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في غرس أشجار وفيما يتطلبه هذا الغرس من أعمال ونفقات على أساس عقد المغارسة.	- مالك الأرض -المغارس صاحب العمل	- المغارسون في عقد المغارسة - أصحاب الأرض المستثمرون

المصدر: من إعداد الطالب.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

المطلب الثاني: مقارنة الصكوك بأدوات الاستثمار التقليدي

تعد الصكوك الإسلامية البديل الشرعي لأدوات الاستثمار التقليدي الأسهم والسندات، وهي تتفق معها في بعض الأمور وتختلف عنها في أمور أخرى.

الفرع الأول: الصكوك الإسلامية والسندات

أولاً: أوجه الاتفاق بين الصكوك والسندات

"السند هو صك قابل للتداول، يمثل قرضا، يعقد بواسطة الاكتتاب العام، وتصدره الشركة أو الحكومة أو فرعها، ويعتبر حامل سند الشركة دائناً لها، ولا يعد شريكاً فيها"[1]. وعليه يمكن إيضاح أوجه الاتفاق بينه وبين الصك في النقاط الموالية:

- كلاهما أوراق مالية يمكن تداولها، الغرض منها الحصول على التمويل.

- من خلال الصكوك والسندات يمكن أداء وتنفيذ كثير من الوظائف المهمة، كالتحكم في حجم السيولة النقدية[2].

- تُصنف الصكوك والسندات بشكل عام بأنها أوراق مالية ذات استقرار كبير، ومخاطر متدنية.

ثانياً: أوجه الاختلاف بين الصكوك والسندات

- السندات بجميع أنواعها تمثل ديناً في ذمة المدين مصدر الصك لصالح دائنه (حامل الصك) فالعلاقة بينهما علاقة مداينة. أما الصكوك الاستثمارية فهي تمثل حصة شائعة من جميع موجودات المشروع، وبالتالي فالعلاقة بين صاحب الصك والمصدر هي علاقة مشاركة وليست علاقة مداينة.

- عوائد الصكوك ليست التزاماً في ذمة المصدر، وإنما عوائد الصكوك ناشئة عن ربحٍ أو غلة العقود التي بُنيت هيكلة الصكوك عليها؛ فلو كان الصك صك أعيان مؤجرة فعائد الصك متحقق من الأجرة التي يدفعها مستأجر الأعيان المصككة، وإن كان صك مضاربة فعائد الصك يتحقق من ربح المضاربة والمتاجرة في المجال الذي أنشئت الصكوك لأجله، بينما عوائد السندات إنما هي التزام من المقترض (مصدر

---

[1] أحمد بن محمد الخليل، **"الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي"**، دار ابن الجوزي للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، الطبعة الثانية، 2005، ص32.

[2] أحمد صفية أبو بكر، **"الصكوك الإسلامية"**، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، 31ماي-3أفريل2009.ص14.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

السند) وهي ثابتة في ذمته يلزمه الوفاء بها في مواعيد استحقاقها؛ وعليه فيكون عائد السند التقليدي زيادة في القرض[1].

- السندات ورقة مالية محرمة، والصكوك ورقة مالية مباحة مبنية على عقود شرعية.

الفرع الثاني: الصكوك الإسلامية والأسهم

أولاً: أوجه الاتفاق بين الصكوك والأسهم

"الأسهم هي ما يمثل الحصص التي يقدمها الشركاء عند المساهمة في مشروع الشركة، ويتكون رأس المال من الأسهم، سواء كانت نقدية أو عينية"[2].

تشترك الصكوك مع الأسهم في خاصية أن كليهما يمثل حقوقا مشاعة في موجودات متنوعة، اقتنيا لغرض الاستثمار، ومن ثم توزيع الأرباح على حامليها. كما أن الموجودات تدار من جانب جهة معينة تكون مسؤولة من قبل حملة الأسهم والصكوك، وأن كلا من حاملي الأسهم والصكوك لهم الحق في بيع ما يملكون من الأسهم والصكوك إلى غيرهم متى أرادوا ذلك[3].

رابعاً: أوجه الاختلاف بين الصكوك والأسهم

تتميز الصكوك عن الأسهم في أن مالكي الأسهم يشتركون في إدارة الشركة عن طريق انتخاب مجلس الإدارة من بينهم، ولكل واحد منهم صوت في تعيين والإدارة وعزلها. أما مالكو الصكوك فإنهم لا يشاركون في إدارة الشركة بطريق مباشر، فهم لا ينتخبون مجلس الإدارة للشركة، فحامل الصك ليس له الحق في تعيين الإدارة ولا عزلها، "فالشريعة الإسلامية ترى أن هذه الصورة من صور الاستثمار تعتمد على أن رب المال لا يشارك في اتخاذ القرار الاستثماري، ولا يتدخل في إدارة الشركة (المشروع)، وله الحق فقط أن يختار المدير الذي يجمع بين الأمانة والخبرة"[4]. "إذ العلاقة بين حامل الصك والمضارب يحكمها عقد المضاربة الذي يقوم المضارب فيها باستثمار أموال عدد كبير من أصحاب الأموال الذين يدخلون ويخرجون من المضاربة عن طريق بيع وشراء الصكوك"[5].

---

[1] عثمان ظهير،"**الصكوك الإسلامية...بوادر الانتعاش تلوح في الأفق من جديد**"، صحيفة الاقتصادية الالكترونية، العدد6109، 2010/07/03.

[2] أحمد بن محمد الخليل، "**الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي**"، مرجع سبق ذكره، ص32.

[3] عبد الله بن محمد المطلق،"**الصكوك**"، ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقويم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، 10-11 جمادى الثاني 1431 الموافق 24-25 ماي 2010، ص5.

[4] فؤاد محمد أحمد محسين، "**الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها**"، مرجع سبق ذكره، ص18.

[5] معبد علي الجارحي وعبد العظيم جلال أبوزيد، "**الصكوك قضايا فقهية واقتصادية**"، مرجع سبق ذكره، 7.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

والجدول الموالي يوضح الفرق بين الصكوك وأدوات الاستثمار التقليدي (الأسهم والسندات).

الجدول(2-3): الفرق بين الصكوك الإسلامية وأدوات الاستثمار التقليدي.

عناصر المقارنة	الصكوك الإسلامية	السندات	الأسهم
تاريخ التطبيق	1990	1600	1600
مصدر العائد	العائد من استثمار الأصول	سعر الفائدة	العائد من استثمار الأصول
العلاقة بين المصدر والمستثمر	ملكية حق شائع من الأصول	مديونية	ملكية حصة شائعة من الأصول
قابلية التداول	يعتمد على طبيعة الأصول	قابلية التداول	قابلية التداول
درجة المخاطرة	تعتمد على صيغة استثمار الأصول	حسب نوع السند	مرتفعة

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مايلي:

1. أحمد صفية أبو بكر، **"الصكوك الإسلامية"**، مرجع سبق ذكره.

المطلب الثالث: آلية إصدار وتداول الصكوك وضوابطها

إن الصكوك الاستثمارية الإسلامية القائمة على أساس عملية التصكيك تصدر بالاستناد لعقد شرعي على أساس صيغة من صيغ التمويل الإسلامية، وتترتب على هذا العقد أحكام وآثار هذه الصيغة، وإصدار الصكوك يكون وفق آليات ومحكوم بضوابط شرعية واقتصادية عامة تنطبق على جميع عمليات التصكيك وضوابط شرعية خاصة وفقاً للصيغة التي تمت عملية التصكيك على أساسها.

الفرع الأول:آلية إصدار الصكوك وعناصر تقييمها

تشكل عملية إصدار الصكوك الإسلامية النافذة التي يطل من خلالها المصدرون أو وكلاؤهم على المستثمرين، لذلك لابد أن تكون على درجة عالية من الدقة والإتقان وحسن الإخراج، وكذا ضرورة تقييم هذه المرحلة.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

أولاً: آلية إصدار الصكوك

تشمل عملية إصدار الصكوك على خطوات أولية يطلق عليها (تنظيم الإصدار) أو (ترتيب الإصدار) تتلخص فيما يلي:[1]

1. إعداد التصور والهيكل التنظيمي الذي يمثل آلية الاستثمار بواسطة الصكوك، ودراسة المسائل القانونية، وتضمين ذلك في نشرة الإصدار، وربما يتزامن ذلك مع وضع النظام أو اللائحة أو الاتفاقيات التي تحدد حقوق وصلاحيات ووجبات الجهات المختلفة ذات الصلة.
2. تمثل حملة الصكوك من خلال تأسيس شركة ذات غرض خاص، وذلك لتمثيل المستثمرين في إيجاد العلاقات بالجهات المختلفة وتقوم هذه الشركة بشراء الموجودات التي ستغطي الوحدات المصدرة*.
3. طرح الصكوك للاكتتاب بهدف جمع الأموال التي ستمول بها الموجودات الممثلة بالصكوك.
4. تسويق الصكوك: وهو إما أن يتم بالطرح مباشرة إلى الجمهور، وإما أن يتم بيع الصكوك التي تمثل الموجودات إلى المستثمر الأول الذي يكون بنكاً أو مجموعة من البنوك وهو يقوم ببيعها وتسويقها إلى حاملي الصكوك.
5. التعهد بتغطية الاكتتاب: حيث تسعى الجهة المصدرة للصكوك إلى تأمين تغطية كاملة من قبل مؤسسة مالية أخرى مستعدة لذلك التعهد الذي يتطلب منها توفير السيولة وتستهدف منه الحصول على نصيب من الربح.

ثانياً: عناصر تقييم مرحلة إصدار الصكوك

تعتبر مرحلة التقييم مرحلة حاسمة ومهمة من مراحل إصدار صكوك الناتجة عن آلية التصكيك، نظراً لأنه يتم خلالها تحديد جدوى إصدار صكوك التصكيك بالنسبة للمؤسسة البادئة للتصكيك، كما يتم فيها تحديد العائد الذي ستحصل عليه المؤسسة المالية الوسيطة SPV التي ستقوم بتنفيذ العملية وإدارتها، وفيما يلي عرض لأهم عناصر ومتطلبات هذه المرحلة.

1. تحديد الهدف من عملية التصكيك

يقصد به تحديد الهدف من إصدار الصكوك، فبالنسبة للمؤسسة البادئة للتصكيك، قد يكون الهدف الحصول على ائتمان قصير الأجل لتمويل رأس المال العامل، أو لتوسيع خطوط الإنتاج وتقديم منتجات أو خدمات جديدة، وما يتطلبه ذلك من توفير تمويل إضافي لتمويل الاحتياجات الرأسمالية والتشغيلية الجديدة.

---

[1] أسامة عبد الحليم الجورية، **"صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد"**، مذكرة ماجستير، معهد الدعوى الإسلامي للدراسات الإسلامية، 2009، ص42-43.

* يلاحظ أن الشركة ذات الغرض الخاص تمثل ركناً أساسياً في عملية التصكيك، وذلك لكونها تحقق شرط انفصال الذمة المالية للمصكك الأصلي عن الجهة المصدرة الصكوك وذلك لضرورات تحسين الجدارة الائتمانية للصكوك المصدرة.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

وفي هذه الحالة لابد على المؤسسة البادئة للتصكيك أن توازن بين مزايا التمويل عن طريق إصدار صكوك التصكيك أو على طريق التمويل المباشر من البنوك ومؤسسات التمويل عن طريق المرابحات أو المضاربات، مع الأخذ بعين الاعتبار العوامل التالية:[1]

- **ü** حجم التمويل المطلوب: فكلما زاد حجم التمويل المطلوب زاد إمكانية لجوء المؤسسة البادئة للتصكيك لإصدار صكوك التصكيك كمصدر للتمويل، الاستفادة من مزايا اقتصادات الحجم الكبير وما يترتب عليه من انخفاض متوسط تكلفة التمويل مقارنةً بمصادر التمويل الأخرى خاصة في حالات حصول المؤسسة البادئة للتصكيك عن تصنيف ائتماني مرتفع من وكالات التصنيف العالية.
- **ü** تكلفة الإصدار: هذا يعني ضرورة المقارنة بين تكلفة التمويل المباشر من البنوك والمؤسسات التمويلية الأخرى بين تكلفة إصدار صكوك التصكيك بما في ذلك تكاليف الاستثمارات القانونية والفنية والإدارية، وتكاليف الاستشارات الشرعية اللازمة قبل تنفيذ العملية وأثنائها. وتكاليف استخراج الموفقات 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 إيجاباً على قيمة صكوك التصكيك المصدرة، وكذلك أتعاب وكيل الإصدار في حال الإدارة العملية على أساس الوكالة بأجر، وكذلك أتعاب أمين الاستثمار وغيرها من التكاليف اللازمة لإتمام عملية التصكيك.
- **ü** الضمانات المطلوبة: غالباً ما يرتبط قرار منح التمويل مع حجم ونوع الضمانات التي تستطيع أن تقدمها المؤسسة البادئة للتصكيك، وكلما زاد حجم التمويل المطلوب زاد حجم الضمانات التي تطلبها البنوك والمؤسسات المالية المانحة، مما يدفع المؤسسات التي تعجز عن تقديم تلك الضمانات إلى التفكير في تصكيك بعض أصولها للحصول على التمويل.

2. **تحديد نوع الأصول وحجمها:** بعد اتخاذ المؤسسة قرار تصكيك بعض أصولها، يجب على المؤسسة أن تحدد نوع وحجم الأصول القابلة للتصكيك، وقد تكون هذه الأصول عينية كالعقارات أو سيارات، أو ذمماً ناتجة عن بيوع مشروعة كالمساومة والمرابحة والاستصناع، أو خدمات، أو منافع وغيرها[2].

3. **إعداد دراسات جدوى أولية:** هذا يعني أن المفاضلة بين الأصول القابلة للتصكيك يجب أن تكون مبنية على دراسات وافية عنها، تشمل جميع الجوانب المتعلقة بأداء تلك الأصول، والتدفقات النقدية المتوقعة

[1] رساميل،"**5 عناصر لمرحلة تقييم إصدار الصكوك**"، جريدة القبس الكويتية، السنة37، العدد 12580، 7 يونيو 2008.

[2] نفس المرجع السابق.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

عنها، وبشكل عام يجب أن تتضمن دراسة الجدوى الأولية للأصول القابلة للتصكيك الدراسة الشرعية، الدراسة القانونية، الدراسة التسويقية، الدراسة الفنية والدراسة المالية[1].

4. **دور وكالات التصنيف العالمية:** تضطلع وكالات التصنيف العالمية بدور مهم في هذه المرحلة، حيث تقوم بتصنيف الأوراق المالية المطلوب إصدارها من قبل المؤسسة البادئة للتصكيك، والذي يتضمن تحديد السعر العادل لتلك الأوراق، وفرص نجاح تسويقها في أسواق رأس المال المحلية والعالمية. كما يشتمل التصنيف تقييم الأداء الفني والإداري والمالي للمؤسسة البادئة للتصكيك، والمنتجات والخدمات التي تقدمها في السوق مقارنةً بالمنافسين، ودرجة المخاطر المالية التي تواجهها[2].

5. **تقييم ومعالجة مخاطر الأوراق المالية:** يجب على المؤسسات المالية الوسيطة أن تقوم بتقييم المخاطر التي تواجه الأوراق المالية المتوقع إصدارها، والتي تمكن أن تؤثر على درجة إقبال المستثمرين عليها، واقتراح سبل معالجتها، مع الأخذ في الاعتبار قدرة الأصول على الوفاء[3].

الفرع الثاني: الضوابط الشرعية للصكوك الإسلامية

نظراً لاتساع تطبيق الصكوك عالمياً والإقبال المتزايد عليها، وما تناقلته وسائل الإعلام المختلفة من اتهامات وشبهات حول الصكوك الإسلامية، قام المجلس الشرعي بهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بإعادة بحث موضوع إصدار الصكوك وتداولها في عدة اجتماعات، ليوصي المؤسسات المالية الإسلامية وهيئات الرقابة الشرعية أن تلتزم بما يلي:

أولاً: عند إصدار الصكوك

1. يجب أن تمثل الصكوك القابلة للتداول ملكية حملة الصكوك بجميع حقوقها والتزاماتها، في موجودات حقيقية من شأنها أن تتملك وتباع شرعاً وقانوناً، سواءً كانت أعياناً أم منافع أم خدمات، كما يجب على مدير الصكوك إثبات نقل ملكية الموجودات في سجلاته وألا يبقيها في موجوداته.

2. لا يجوز أن تمثل الصكوك القابلة للتداول الإيرادات أو الديون، إلا إذا باعت جهة تجارية أو مالية جميع موجوداتها، أو محفظة لها ذمم مالية قائمة لديها، ودخلت الديون تابعة للأعيان والمنافع غير المقصودة في الأصل.

ثانياً: عند تحديد سعر الأصول[4]

أصدر المجلس الاستشاري الشرعي ضوابط بشأن تحديد سعر الأصول في الصكوك الإسلامية لتسهيل عملية تحديد سعر بيع الأصول المستخدمة باعتبارها الأصول التي تقوم عليها الصكوك، وقرر أن سعر بيع الأصول إذا

---

[1] . [2] . [3] .رساميل،"**5 عناصر لمرحلة تقييم إصدار الصكوك**"، مرجع سبق ذكره.

[4] أحمد صفية أبو بكر، "**الصكوك الإسلامية**"، مرجع سبق ذكره، ص23.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

كانت تباع بسعر أعلى من أسعارها فينبغي ألا تتجاوز 1.33 مرة من قيمة السوق، وعلى الجانب الآخر، إذا كانت الأصول تباع بسعر منخفض يجب ألا يقل سعر البيع عن 0.67 مرة من قيمة السوق، أي أن: **0.67 < ثمن بيع الأصول < 1.33**

ثالثاً: عند استخدام الإيرادات[1]

1. يمكن استخدام الإيرادات المتجمعة من إصدار الصكوك لأغراض تمويلية مادامت الأدوات المستخدمة موافقة مع الشريعة الإسلامية، وكذلك أن غرض التمويل يجب أن يكون في المشاريع والأنشطة المسموح بها من قبل الشريعة الإسلامية.
2. وكذلك يمكن استخدام هذه الإيرادات المتجمعة من إصدار الصكوك للعمليات التجارية العامة التابعة للمؤسسات المالية التقليدية طالما أنها لا تنطوي في أي الأنشطة والأدوات المخالفة للشريعة.
3. تمثل الصكوك حصة شائعة في حق صاحبها من الموجودات أو تمثل مشاركة في المشروع أو الاستثمار.
4. العائد بمثابة الربح وليس بمثابة الربا.
5. استعمال رأس مال الصكوك في ما يتوافق مع الشريعة اعتماداً على المبادئ الشرعية التي قررتها هيئة الرقابة الشرعية.

رابعاً: عند تداول الصكوك

من الناحية الشرعية فإن تداول الصكوك أي انتقال ملكية الصك من شخص إلى آخر هو من التصرفات الجائزة شرعاً، فليس الصك إلا وثيقة بما يمثله من أعيان ومنافع وديون، ويراعي في التعامل والتصرفات المتعلقة بالصكوك الأحكام الفقهية في التصرف في أنواع الملك التي يمثلها الصك، فالتصرف في الصك تصرف في العروض، ومعروف أن أحكام الشرع لا تضع قيوداً علي التصرفات في العروض إلا إذا كانت أعيانها محرمة (كالخمر) أو شاب التعاقد ظلم أو غش...، وإنما تضع أحكام الشريعة بعض القيود على التصرفات المتعلقة بالديون والنقود السائلة.

فالنقود تخضع في تبادلها لأحكام الربا فيما يعرف من أحكام عقد الصرف، كذلك فإن التصرف في الديون يخضع لبعض الضوابط في الشريعة مثل تحريم بيع الدين بالدين، وتحريم بيع الدين بدين أكثر إلى أجل أطول، إلى غير ذلك من التفصيلات الفقهية[2].

---

[1] أحمد صفية أبو بكر، **"الصكوك الإسلامية"**، مرجع سبق ذكره، ص24.

[2] عبد الملك منصور المصعبي، **"العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جيدة"**، مرجع سبق ذكره، ص22.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

والخلاصة هي أن المبدأ الذي يستقى من أحكام المعاملات المالية الإسلامية هو التوسع في التصرفات المتعلقة بالأعيان والتقييد في التصرفات المتعلقة بالنقود والديون.

الفرع الثالث: الضوابط الاقتصادية للصكوك الإسلامية

إن الضوابط الاقتصادية للصكوك الإسلامية والمنبثقة من الأعمال المصرفية الإسلامية هي كفيلة بحماية الصكوك والأسواق المالية الإسلامية وكذلك الأسواق المالية العالمية في الوقت الحاضر.

وفيما يلي أهم وأبرز الضوابط الاقتصادية للصكوك:[1]

1. التأكيد على توافر كافة ظروف ومستلزمات الإفصاح في السوق، وتجنب كافة العمليات المبنية على الربا أو الغرر والجهالة والخداع.
2. أن يكون التعامل مع مالكي الصكوك الحقيقيين، فالتعامل مع المالكين الحقيقيين يقلل من الوسطاء والمضاربين الذين قد يتلاعبون بأسعار الصكوك ارتفاعاً وانخفاضاً وفقاً لمصالحهم.
3. فرض قيود كبيرة على المؤسسات المالية الكبيرة مثل صناديق التقاعد وشركات التأمين وصناديق الاستثمار بحيث توجه أموالها للاستثمار وليس للمقامرة، ففي بورصة طوكيو مثلاً لا يسمح لمثل هذه المؤسسات باستثمار نسبة تزيد عما تحدده سلطة السوق.
4. المراقبة المستمرة لعمليات السوق بحيث تكون عمليات حقيقية وليست صورية.
5. التأكيد على ضرورة منع البيع بالهامش أو بزيادة المداينات على الأصول.
6. فرض قيود للحد من تقلبات الأسعار.
7. التحكم بأوقات تداول الصكوك بزيادتها في الأحوال الطبيعية وخفضها في الظروف الاستثنائية.
8. توفر سوق أوراق مالية كفؤة تتميز بالعمق والاتساع حتى تجد الصكوك مجالاً للتسييل، ودور سوق الأوراق المالية حيوي في توسيع قاعدة المتعاملين في الأدوات المالية وتشجيع المؤسسات على الاستثمار في الأوراق المالية لتحقيق عائد، أو اللجوء إليها لمعالجة نقص في السيولة، كما تقوم السوق المالية بالتسعير الكفؤ للأوراق المالية...الخ والتخصيص الأمثل للموارد المالية...[2]

وبدون توفير هذه السوق، وتمتع الصكوك بالتداول، فإن الاستفادة من الصكوك ستظل محدودة للغاية، ولا يقتصر الأمر علي الصكوك فقط، بل إن عدم توفر هذه السوق يؤثر بالسلب على أداء البنوك الإسلامية في مجموعها.

---

[1] كمال توفيق حطاب، **"الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة"**، مرجع سبق ذكره، ص25-26.

[2] عبد الملك منصور المصعبي، **"العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جيدة"**، مرجع سبق ذكره، ص29.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

خلاصة الفصل الثاني

بعد استعراض آلية التصكيك ومنتجاته، يتبين أن الهندسة المالية الإسلامية تهدف إلى إيجاد آليات وأدوات تمثل حلولاً إبداعية للإدارة التمويلية، تجمع بين الكفاءة الاقصادية والمصداقية الشرعية. ومن بين هذه الآليات والأدوات التي أوجدها الهندسة المالية الإسلامية من خلال منهجي المحاكاة والابتكار نجد التصكيك يعتبر البديل الشرعي للتوريق المحرم بجميع أساليبه وذلك وفق قرارات مجمع الفقه الإسلامي، وهو لا يختلف عنه من حيث بعض الإجراءات وكذا بعض الأهداف والدوافع، غير أن التصكيك يختلف عن التوريق في ضرورة وجود الأصول التي تقوم عليها عملية التصكيك، وهو الأمر الذي يحفظ لهذه الأصول قيمتها ويحول دون المقامرات والمضاربات التي رافقت التوريق.

أما بالنسبة لمنتجات التصكيك والمتمثلة في الصكوك الاستثمارية، فهي بدورها تختلف عن الأدوات المالية التقليدية، وتتعدد وتتنوع هياكل إصدارها، فتشمل كل من صكوك المشاركة، المضاربة، السلم والاستصناع، الإجارة، المرابحة، المساقاة والمزارعة...ويمكن استخدام هذه المنتجات في مجالات متنوعة سواءً كوسيلة لتمويل البنوك الإسلامية أو لاستثمار فائض سيولتها أو كأداة فاعلة من أدوات السياسة النقدية وتمويل المشروعات الحكومية وتوفير السيولة على مستوى الاقتصاد الكلي. وعلى وجه الخصوص استخدام هذه المنتجات كأدوات مالية لتطوير الأسواق المالية الإسلامية، وذلك لتوفير الموارد المالية لمؤسسات الاقتصاد الإسلامي. وهذا ما سيتم تناوله في الفصل الثالث والمخصص للتصكيك كآلية إدارة سيولة البنوك الإسلامية.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

تمهيـــد

خلال الفصـــل الأول تم التوصل إلى أن البنوك الإسلامية تواجهه في إدارتها للسيولـــة المصرفيـــة العديد من التحديات والمعوقات، أهمها ثلاثة معوقات رئيسية: الأولى، الصيغ التمويلية المستخدمة وما تتسم به من صعوبة تسييلها وما نتج عنه من ميل البنوك الإسلامية إلى التمويل قصير الأجل وخصوصاً صيغة المرابحـــة بنسب كبيرة، الأمر الذي أثر على مساهمتها في تحقيق التنمية الاقتصادية والأهداف المـــرجو منها. أما العائق الثاني الذي يحول دون إدارة محكمة للسيولـــة فيتجسد في عـــدم وجود تسهيـــلات المقرض الأخير نظراً لحـــرمة الاقتراض بفوائد وطبيعة القوانـــين والتشريعات التي تحكم نشاط وعلاقـــة البنوك الإسلامية بالبنوك المركزية. في حين يتمثل العائق الثالث في صعوبـــة الـــلجوء والاستفادة من سيـــولة الأسواق المالية الإسلامية بالإضافة إلى ضعف وقلة الأدوات المالية المتوافقة مع الشريعـــة الإسلامية والمتداولـــة في هذه الأسواق والمعمول بها كوسيلة تمويل. وعليه حتى يمكن إدارة السيولة بصورة محكمـــة توازن بين السيولة والربحية، وجب الأمر إيجاد آليات وأدوات ومؤسسات مالية إسلامية تعمل على التقليـــل من تلك المعوقات.

وبالنظر إلى المزايـــا التي يحققها التصكيك الإسلامي ومنتجاته في مجـــال إدارة السيولة بالبنوك الإسلامية، يـــأتي هذا الفصل موضحاً ذلك من خلال إبـــراز دوره في استثمـــار فائض السيولة وإدارة مخاطرها وهذا في المبحث الأول، ودوره في تقديم منتجـــات تُمكن البنوك الإسلامية من الاستفـــادة من تسهيلات المقرض الأخير للسيولة وهـــذا في المبحث الثاني، ودوره كذلك في تطوير السوق الماليـــة الإســـلامية باعتبارها طريق للحصول على السيولة عند الحـــاجة إليها ومكان ملائم لاستثمـــار الفائض منها بصورة مربحـــة وذلك في المبحث الثالث.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

المبحث الأول: دور التصكيك في استثمار فائض السيولة وإدارة مخاطرها

لا شك أن إحدى التحديات الرئيسية التي تواجه البنوك الإسلامية هي توظيف الحسابات الاستثمارية للعملاء من الأفراد والمؤسسات والحكومات، والتي عادة ما تكون قصيرة الأجل في مشاريع وموجودات حقيقية تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، بحيث يحقق هذا التوظيف العائد المجزي للعملاء من جهة ويساهم في توظيف السيولة وإدارة مخاطرها بالبنوك الإسلامية من جهة أخرى.

المطلب الأول: الطرق التي حُلت بها مشكلة فائض السيولة بالبنوك الإسلامية ونقدها

تعتبر مشكلة الفائض في السيولة من أهم المشاكل التي تواجهها البنوك الإسلامية منذ نشأتها، نظراً لحداثة عصرها وحرصها الشديد على الاستثمار في الفرص الاستثمارية المباحة. ومن بين الطرق التي حُلت بها مشكلة فائض السيولة بالبنوك الإسلامية ما يلي:

الفرع الأول: الاعتماد على التمويل قصير الأجل

يعتبر فائض السيولة أحد أهم الأسباب التي أدت بعدد من البنوك الإسلامية إلى استثمار هذا الفائض في المدى القصير وخاصة بصيغة المرابحة، ويعود ذلك إلى أسباب عديدة كالربح المضمون وانخفاض درجة المخاطرة فيها واتخاذ سعر الفائدة السائد لمؤشر لتحديد الربح... هذا بالإضافة إلى عدم وجود سوق مالية إسلامية لتسييل الأصول التي يمتلكها البنك الإسلامي في حالة دخوله في استمارات طويلة الأجل.

لكن الاعتماد على هذه الصيغة التمويلية يقلص من الدور التنموي الذي يعتمد على الاستثمارات المتوسطة والطوية الأجل، وكذا العمل بنظام المشاركة.

الفرع الثاني: إيداع الفائض لدى البنوك الأجنبية بغرض الاستثمار[1]

تلجأ بعض البنوك الإسلامية إلى إيداع الفائض من أرصدتها النقدية التي لا تحتاج إليها في الأجل القصير لدى بنوك أجنبية سعياً وراء الحصول على الفوائد، ولعل أول بنك إسلامي اتبع هذا الأسلوب هو البنك الإسلامي للتنمية بجدة، حيث أن البنك كان يعاني في بداية نشاطه من الفائض في السيولة النقدية، فكان يستثمر جزءاً منها بإيداعها في بنوك أجنبية عن طريق مؤسسة النقد العربي السعودي التي كانت أمينة على أمواله.

وتجدر الإشارة إلى أن البنك كان قد تبنى في عام1987/1986 سياسة ترمي إلى تحويل الأرصدة السائلة من موارده العادية من ودائع ثابتة لدى البنوك التقليدية إلى استثمارات متفقة مع أحكام

[1] سليمان ناصر،**"مشكلة فائض السيولة لدى البنوك الإسلامية والحلول المقترحة لها"**، الملتقى الدولي حول الادخار المصرفي والتنمية في البلدان الإسلامية، تنظيم: المجلس الإسلامي الأعلى، الجزائر العاصمة، 25-26 جانفي 2004، ص 7-8.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

الشريعة، وقد استمر البنك على هذا النهج خلال السنوات التالية، وحتى نهاية السنة المالية 1416 هـ بلغت الأرصدة النقدية 2091 مليون دينار إسلامي، منها1292 مليون دينار إسلامي موضوعة في استثمارات متفقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، والباقي 799 مليون دينار إسلامي استثمارات في بنوك تقليدية. وقد اعتمد البنك الإسلامي للتنمية في إباحته هذا الأسلوب على ما روي عن الرسول صلى الله عليه وسلم "لا ربا بين المسلم والحربي في دار الحرب".

لكن هذا الأسلوب لقي معارضة شديدة من الفقهاء المعاصرين، حيث يقول الدكتور **سامي حمود:** أن الإثم الأكبر ليس في ترك الفوائد للمصارف الأجنبية، بل يتمثل في إيداع أموال المسلمين في تلك البنوك، فهذه الأموال هي التي تُصنع بها الرفاهية في البلاد الأجنبية، بينما البلاد الإسلامية تعاني من نقص الموارد والإمكانيات المالية...ويقول الدكتور **محمد الصاوي** : "إن إيداع المسلم الأموال لدى المصارف الربوية إعانة لها على معصية الله عز وجل، ودعم لأنشطتها الربوية المحرمة، فهو كبيع العنب لمن يعصره خمراً، السلاح لمن يقاتل به معصوماً".

وفوق هذا يرى الدكتور **سليمان ناصر** أن هذه العملية خيانة للثقة الموضوعة من المودعين في المصرف الإسلامي، ذلك لأن المودعين لما اختاروا إيداع أموالهم لدى هذا البنك كان ذلك سعياً لطهارة المال وهروباً من إثم الربا، وإلا كان من السهل على هؤلاء أن يقصدوا المصارف الأخرى بأنفسهم لكثرة عددها لا بواسطة البنك الإسلامي.

الفرع الثالث: المضاربة في البورصات والأسواق المالية العالمية

وفقاً لهذه الطريقة تلجأ بعض البنوك الإسلامية بما لديها من فائض في الأموال إلى المضاربة بالأسهم والسندات والعملات والمعادن الثمينة في البورصات والأسواق المالية العالمية.

وهذا الأسلوب في الاستثمار يعتبر في وجهة نظر الفقهاء عملاً ربوياً إذ أنه تحقيق عائد بلا عمل منتج، بل إنه تحقيق عائد بتقديم عمل مخرب وذلك عندما يتدخل المضاربون في إفساد السوق بالإشاعات وتشويه سمعة بعض المؤسسات الإنتاجية لتنخفض أسعار أسهمها فيتم الشراء، وعندما تعود الثقة إلى طبيعتها في المؤسسة وترتفع أسعار الأسهم يتم البيع وتحقيق الأرباح. كما أن هذه العمليات تتم في الأسواق المالية الحديثة والبورصات العالمية التي معظمها مخالفة لأحكام الشريعة الإسلامية، مثل إبرام صفقات وهمية وبيع الإنسان ما لا يملك...

المطلب الثاني: مخاطر السيولة في صيغ التمويل الإسلامية

تحدث مخاطر السيولة في البنوك الإسلامية نتيجة لصعوبة الحصول على التمويل عند الحاجة وبتكلفة معقولة، فالاقتراض بفوائد لا يجوز في الشريعة الإسلامية، كما لا تسمح الشريعة الإسلامية

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

ببيع الديون إلا بقيمتها الاسمية، الأمر الذي يجعل البنوك الإسلامية تعرف صعوبة في تسييل صيغها التمويلية.

الفرع الأول: مصادر مخاطر السيولة في صيغ التمويل الإسلامية

حسب الدراسة التي قام بها الباحثان طارق الله خان وحبيب أحمد والموضحة في الجدول الموالي، يلاحظ أن صيغة المشاركة المتناقصة تعتبر من أكبر الصيغ اشتمالاً على مخاطر السيولة (3.33) وكذلك يلاحظ وجود ارتفاع هذه المخاطر في الصيغ التي يتأجل فيها تسليم السلعة مثل السلم والاستصناع حيث احتلاتا المرتبة الثانية والرابعة (3.2) و(3.0). كما تعتبر الإجارة أيضاً ذات درجة مخاطر سيولة عالية نسبياً (3.1).

أما بالنسبة لصيغة المضاربة فهي أقل الصيغ تعرضاً لمخاطر سيولة (2.46) وتتبعها صيغة المرابحة (2.67)، والسبب يعود إلى أن هذه الأخيرة تستخدم في التمويل قصير الأجل.

الجدول (3-1): مخاطر السيولة في صيغ التمويل الإسلامية

الصيغ	مشاركة متناقصة	السلم	إجارة	استصناع	مشاركة	مرابحة	مضاربة
مدى التصنيف*	3.33	3.20	3.10	3.00	2.92	2.67	2.46

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على:

- طارق الله خان، وحبيب أحمد، ترجمة عثمان بابكر أحمد، **"إدارة المخاطر: تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية"**، مرجع سبق ذكره، ص76.

الفرع الثاني: المخاطر ذات العلاقة بمخاطر السيولة

تعد المخاطر الائتمانية من أهم المخاطر التي لها علاقة بمخاطر السيولة، وهي تتعلق باحتمالات عدم قدرة المدين على الوفاء بالتزاماته أمام البنك في الوقت المحدد للسداد وبالشروط المتفق عليها. وهذا بدوره يترتب عليه زيادة مخاطر السيولة بالبنك، ويعرقل خطته المتبعة في مجال سياسات إدارة السيولة، ناهيك عن عدم قدرة البنوك الإسلامية على فرض غرامات مالية على التأخير والمماطلة.

وتنشأ هذه المخاطر نتيجة لعدم سداد القروض في تاريخ استحقاقها، إما لعجز سببه التعثر أو الإفلاس، أو مماطلة متعمدة، أو نتيجة لعدم توفر سياسة ائتمانية رشيدة لدى البنك، إضافة لوجود أسباب أخرى قد تساهم في حدوث مخاطر الائتمان، والمتمثلة في الأوضاع الاقتصادية، كالتضخم، اضطراب حركة السوق...

* مدى التصنيف من 1 إلى 5 : (1) تعني قلة خطورة المشكلة. (5) تعني شدة خطورتها وتأثيرها على البنوك الإسلامية.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

تواجه البنوك الإسلامية هذا النوع من المخاطر في الصيغ التي تعتمد على عقود المداينة، كصيغ المرابحة، والاستصناع، والإجارة وبيع التقسيط لأنها بيوع آجلة يتولد عنها ديون في دفاتر البنك الإسلامي. وفي صيغة السلم التي يتولد عنها دين سلعي لا نقدي يتضمن بدورة مخاطر ائتمانية، وفي صيغتي المضاربة والمشاركة لا تكون الأموال التي يدفعها البنك إلى عمليه ديوناً في ذمته، ولكنها تتضمن مخاطر ائتمانية. كما هو موضح في الجدول الموالي.

الجدول (3-2): مخاطر الائتمان في صيغ التمويل الإسلامية

الصيغ	مشاركة	مشاركة متناقصة	مضاربة	السلم	استصناع	إجارة	مرابحة
مدى التصنيف	3.69	3.33	3.25	3.20	3.13	2.64	2.56

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على:

- طارق الله خان، وحبيب أحمد، ترجمة عثمان بابكر أحمد، "**إدارة المخاطر: تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية**"، مرجع سبق ذكره، ص76.

من خلال الجدول أعلاه يلاحظ أن المخاطر الائتمانية تكون أكبر في صيغة المشاركة (3.69) تليها المشاركة المتناقصة والمضاربة (3.33) و(3.25) على التوالي، والسبب في ذلك يعود إلى أن الطرف الآخر المشارك في هذه الصيغ قد لا يدفع نصيب البنك في الأرباح المستحقة، كما أن هذه الأرباح لا تحدد سبقاً. أما السلم والاستصناع فقد جاء تصنيفهما بـ (3.20) و(3.13) على الترتيب من حيث درجة شدة هذه المخاطر بعد الصيغ القائمة على أساس المشاركة في الربح والخسارة المذكورة سابقاً، والسبب يعود إلى أن هذه الصيغ تعتمد على تأجيل المنتجات، وهذا قد ينتج عنه عدم معرفة قيمة المنتج في نهاية مدة العقد عند التعاقد، وبالتالي العائد غير مضمون، كما هناك احتمالات عدم قيام الطرف المقابل بتسليم المنتج في نهاية مدة العقد لعدة أسباب كالكوارث الطبيعية، أو تعطل الإنتاج...أو تسليمه نوعية مختلفة عما اتفق عليه في عقد السلم أو في عقد الاستصناع.

أما بالنسبة لمخاطر الائتمان في صيغتي الإجارة والمرابحة فهي قليلة، لأن العائد فيهما يكون محدداً، مع بقاء ملكية العين المؤجرة للبنك الإسلامي.

وبالنظر لآلية التصكيك الإسلامي ومنتجاته، يمكن للبنوك الإسلامية الاستفادة من هذه التقنية، حيث تقوم بحشد مجموعة من الأصول المدرة للدخل وتصدر أوراق مالية (الصكوك) مقابل هذه الأصول، وبهذه الطريقة يمكن تحول الأصول غير السائلة إلى أوراق مالية سائلة يمكن تدولها ما لم تمثل ديون محضة تقوم على هذه الأصول.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

المطلب الثالث: دور منتجات التصكيك في استثمار السيولة وتفعيله

استطاع علماء الصيرفة الإسلامية وضع حلول مبتكرة لإدارة سيولة البنوك الإسلامية واستثمارها في منتج إسلامي أثبت مع الوقت قدرته على تحقيق العديد من المزايا لهذه البنوك، وهذا المنتج* هو الصكوك التي تعد مخرجات تصكيك (تسنيد) الأصول الناتجة الصيغ التمويلية المختلفة كالمشاركة والإجارة والاستصناع والمرابحات...

الفرع الأول: منتجات التصكيك وأهميتها

إن عملية تصكيك صيغ التمويل الإسلامية المختلفة ينتج عنها تنوع الصكوك تبعاً لتنوع الصيغ التي تصدر على أساسها هذه الصكوك، هذه الأخيرة لها أهمية كبيرة بالنسبة للمؤسسات المالية الإسلامية من حيث تطوير وتفعيل الاستثمار وإدارة المخاطر بالصناعة المالية الإسلامية.

أولاً: صكوك الإجارة

تقوم فكرة صكوك الإجارة على مبدأ التصكيك الذي يقصد به إصدار أوراق مالية قابلة للتداول مبنية على مشروع استثماري يُدر دخلاً، العرض منها تحويل الأعيان والمنافع التي تتعلق بها عقد الإجارة إلى أوراق مالية يمكن أن تجري عليها عمليات التبادل في سوق ثانوية.

1. أنواع صكوك الإجارة

تمثل صكوك الإجارة ملكية أعيان مؤجرة أو منافع أو خدمات، وتنقسم إلى:

1.1. صكوك ملكية الموجودات المؤجرة:

هي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين مؤجرة أو عين موعود باستئجارها، أو يصدرها وسيط مالي ينوب عن المالك بغرض بيعها واستيفاء ثمنها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح العين مملوكة لحملة الصكوك.

2.1. صكوك ملكية المنافع: وتنقسم إلى:[1]

أ- صكوك ملكية منافع الأعيان الموجودة: وهي نوعان:

---

* يطلق على هذا المنتج في بنك الأمين الذي هو جزء من مجموعة مصرفية عريقة يقودها رجل الأعمال المعروف الشيخ صالح عبد الله كامل، بـ**"إصدارات الأمين"** وذلك لأنه نجح خلال التسعة عشر عاما الماضية من طرح نحو 600 إصدار بقيمة تجاوزت 3 مليار دولار وتغطي أكثر من 6800عميل. و لم يتعرض أي من هذه الإصدارات على الإطلاق إلى أي حالة تعثر أو تأخير في إعادة سداد مستحقات المساهمين. كما يعد بنك الأمين أول من سعي كبنك إسلامي لتطوير هذا النوع من المنتج وهيكلته ضمن أدوات إدارة السيولة الإسلامية. (أنظر: محمد المطاوعة، **"تسنيد الأصول منتج استراتيجي"**، موقع فقه المعاملات الإسلامية، فقه الأسواق، تاريخ الإطلاع: 2010/02/22).
www.kantakji.com/fiqh/Files/Markets/255

[1] أشرف محمد دوابه، **إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية**، مؤتمر المصارف الإسلامية اليمنية: الواقع... وتحديات المستقبل، صنعاء، الجمهورية العربية اليمنية، 20-21 مارس2010، ص8.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

أ- أ- وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين موجودة، أو عن طريق وسيط مالي، بغرض إجارة منافعها واستيفاء أجرتها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك.

أ- ب- وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك منفعة عين موجودة (مستأجر) بنفسه أو عن طريق وسيط مالي، بغرض إعادة إجارتها واستيفاء أجرتها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك.

ب- صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة: وهي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض إجارة أعيان موصوفة في الذمة واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين الموصوفة في الذمة مملوكة لحملة الصكوك.

3.1. **صكوك ملكية الخدمات:** وهي نوعان[1]:

أ- صكوك ملكية الخدمات من طرف معين: وهي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض تقديم الخدمة من طرف معين (كمنفعة التعليم من جامعة مسماة) واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح تلك الخدمات مملوكة لحملة الصكوك.

ب- صكوك ملكية الخدمات من طرف موصوف في الذمة: وهي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض تقديم الخدمة من مصدر موصوف في الذمة (كمنفعة التعليم من جامعة يتم تحديد مواصفاتها دون تسميتها)، واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها وتصبح تلك الخدمات مملوكة لحملة الصكوك.

2. **خصائص صكوك الإجارة**

- لا تمثل هذه الصكوك مديونية على الخزانة.
- قابلية هذه الصكوك للتداول، وقلة المخاطر وخضوعها لعوامل العرض والطلب في السوق المالي، ومرونتها العالية، حيث يمكن إصدارها بآجال متعددة لأعيان مؤجرة عند بيع الصك.
- تتمتع معظم صور هذه الصكوك بدرجة عالية من الاستقرار والثبات في العائد، وبدرجة أيضا من العلم المسبق بمقدار العائد عند شراء الصك.
- يرتبط العائد على هذه الصكوك بإنتاجية الأصول المؤجرة والمنافع المحققة منها.
- إن استخدام صكوك الإجارة يرفع عن الدولة عبء تخصيص موارد ضخمة لبناء وتمويل المشروعات الكبرى.
- تناسب صكوك الإجارة المشاريع متوسطة الأجل وطويلة الأجل.

[1] زاهرة علي محمد بني عامر، **التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية**، مرجع سبق ذكره، ص97.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

– يمكن استعمال صكوك الإجارة من قبل البنك المركزي في عمليات السوق المفتوحة شأنها في ذلك شأن سندات الدين.

– توفر صكوك الإجارة للدولة ميزة تملك الأصل أو المشروع في نهاية العقد وذلك بأن يتم الاتفاق على حق الدولة في شراء الأصول المستأجرة بسعر يتم الاتفاق عليه بعد فترة.

3. هيكل صكوك الإجارة

الشكل (3-1): هيكل صكوك الإجارة عملياً

المصدر: آندي جويست وأخرون، **"التمويل الإسلامي يشهد توسعا سريعا"**، نشرة صندوق النقد الدولي، إدارة النظم المالية وأسواق المال بصندوق النقد الدولي، 2007/09/19،ص3.

4. العوامل السوقية التي تؤثر على بيع صكوك الإجارة[1]

– قوى العرض والطلب: تتأثر قيمة خدمة الأصل المستأجر ارتفاعاً وانخفاضا بقوى العرض والطلب على تلك الخدمة في السوق، فإذا كان معدل الزيادة في الطلب على الخدمة موضوع الصك أكبر من معدل الزيادة على عرضها، فإن ذلك يؤدي إلى ارتفاع قيمة الصك، والعكس صحيح.

– عمر الخدمة: إذ تتأثر قيمة الصك بالعمر الافتراضي للأصل أو المدة الإيجارية المتبقية للخدمة المستأجرة، فمن المتوقع أن تتناقص قيمة الصك بتناقص العمر الافتراضي للأصل، والذي يتأثر بمجموعة من العوامل التي تؤثر على قيمة الأصل سلباً وإيجاباً. فطول أو قصر المدة الزمنية المتبقية للأصل المعاد استئجاره يؤثر على قيمة الصك، فإذا كان معدل الزيادة في قيمة الخدمة أكثر عن معدل النقص في القيمة من جراء انقضاء جزء من عمر الأصل، فإنه من المتوقع أن ترتفع قيمة الخدمة باعتبار باقي المؤشرات ثابتة.

[1] المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، " **صكوك الإجارة ما بين التشريع والواقع**، "، 2010/07/27، على الموقع الرسمي للمجلس: http:// www.cibafi.org/newscenter، تاريخ الإطلاع، 2010/10/31.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

– كفاءة الأصل الاقتصادي: إن كفاءة أداء الأصل تؤثر على قيمة الصك وسعره السوقي، ومما يزيد من الكفاءة توفر الصيانة اللازمة للأصل، وغير ذلك من الخدمات.

5. منافع وسمات صكوك الإجارة

يمكن تلخيص السمات والمنافع التي تحققها صكوك الإجارة فيما يلي:[1]

– صكوك الإجارة لا تمثل ديناً، إنها تمثل ملكية على الشيوع في الأصل المؤجر. وهي بهذا الوصف شهادات استئمانية مشاركة وتشبه المساهمات في رؤوس أموال المشروعات. وحيث أن الصكوك لا تمثل دينا ولا بأدوات نقدية، فإن الصعوبات الشرعية التي تنشأ عن بيع الديون أو النقود لا تظهر في هذه الحالة. ولكن هذه الصكوك سوف تفقد التزامها بالقواعد الشرعية إذا لم تكن هناك حصة في ملكية الأصل.

– إن كون المؤجر باق كمالك للأصول المؤجرة يجعله في وضع آمن دونما حاجة إلى ضمانات. وهذه ميزة هامة وبخاصة في الدول التي قد تنطوي فيها القوانين المتعلقة بالضمانات على نقاط ضعف تُمكن من التخلص منها...إن الإجارة تمنح ميزة عدم الضمان، وهكذا فإن إجراءات إعادة التملك تكون سهلة، حيث إن ملكية الأصل تكون مع المؤجر. إن المؤجر وحده الذي يتعرض لبعض المخاطر الائتمانية المنخفضة من جانب المستأجر، وذلك بسبب كون عملية الإجارة مستندة إلى أصل.

إن المنافع والسمات التي تتميز بها صكوك الإجارة تجعلها أداة استثمارية مهمة للبنوك الإسلامية، حيث تعمل هذه الصكوك على امتصاص نسبة عالية من السيولة الفائضة لدى البنوك الإسلامية، كما ستساهم في تدعيم ربط البنوك الإسلامية بالمؤسسات المالية التي لا تعمل بالنظام المالي والمصرفي الإسلامي من خلال تداول هذه الصكوك عالمياً.

ثانياً: صكوك المضاربة

إن فكرة المضاربة كانت اللبنة الأولى في مسيرة بناء الصكوك، وقد طرحت في وقت مبكر بالمقارنة مع الأنواع الأخرى من الصكوك الاستثمارية*. وهي تعبر عن وثائق يصدرها المضارب أو وسيط مالي ينوب عنه بغرض استغلالها باستثمار حصيلتها في مشروع معين أو نشاط خاص، تقوم على تجزئة رأس مال المضاربة بإصدار صكوك ملكية.

1. أنواع صكوك المضاربة

يمكن تصنيف صكوك المضاربة إلى عدة أنواع:

---

[1] محمد هاشم كمالي، **"تحليل شرعي لبعض مسائل الإجارة التمويلية الإسلامية"**، مجلة الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة المملكة العربية السعودية، المجلد22، العدد1، 2009، ص67-69. (بتصرف)

* طرحت فكرة الصكوك لأول مرة في المملكة الهاشمية الأردنية في عام 1977 بتقديم سامي حمود دراسة في هذا الصدد إلى لجنة الفتوى الأردنية لدراستها. وكان الهدف من طرح هذه الصكوك إعمار أراضي الأوقاف التابعة لوزارة الأوقاف والشؤون والمقدسات الإسلامية الأردنية.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

1.1. **صكوك المضاربة المطلقة:** وهي صكوك تصدرها المؤسسة التي ترغب في الحصول على الأموال لاستثمارها، وتعطي هذه الصكوك لحاملها الحق في الحصول على نسبة معينة من الأرباح الناتجة عن الاستثمارات المختلفة للمؤسسة[1].

2.1. **صكوك المضاربة المقيدة:** وفي هذه الحالة يخص حملة الصكوك مشروعاً معيناً أو مجال معين يستثمر فيه المضارب أموال المضاربة، ولا يحق له الخروج عنها، وتكون محددة بمدة معينة حسب عمر المشروع.

3.1. **صكوك التمويل القابلة للتحويل إلى أسهم:** وهي أوراق مالية قابلة للتحويل إلى أسهم بعد فترة بموافقة صاحبها، ومن ثم يتحول صاحب هذا الصك من مشارك مؤقت للشركة في عوائد استثماراتها إلى مساهم أو شريك[2].

2. **أهمية صكوك المضاربة**[3]

لصكوك المضاربة أهمية كبيرة تمكن في:

- تُطرح في مجالات التمويل الكبير والطويل الأجل الذي تحتاجه المشاريع الاقتصادية الكبرى.
- صيغة إسلامية تزاوج بين أصحاب رؤوس الأموال وذوي الخبرات الاقتصادية الذين لا يملكون المال.
- يعتبر التمويل بالمضاربة أكثر فعالية من حيث تخصيص الموارد وذلك بالمقارنة مع التمويل القائم على أساس نسبة الفائدة الذي لا يعكس في العادة ربحية المشروعات.
- تتعدد أنواع صكوك المضاربة فيمكن إصدار صكوك على حسب القطاع الذي يوجد فيه المشروع حيث يمكن استخدامها لتمويل المشاريع في القطاعات الزراعية، الصناعية، العقارية، وغيرها.

ثالثاً: صكوك المشاركة

صكوك المشاركة هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستثمار حصيلتها في إنشاء مشروع استثماري او تطوير مشروع قائم، تدار على أساس صيغة المشاركة بتعيين أحد الشركاء أو غيرهم لإدارتها بصيغة الوكالة بالاستثمار. ويكتتب الراغبون في المشاركة في هذه الصكوك بصفتهم شركاء، وتحدد نشرة إصدار الصكوك رأس مال المشاركة ونوع النشاط وطبيعة المشروع موضوع المشاركة، وطريقة إدارة المشروع وأرباحه المتوقعة وطريقة توزيع هذه الأرباح، أما الخسارة فهي على قدر نسبة المساهمة في المشروع.

أما في حال كون الصكوك صكوك الوكالة في الاستثمار، فبصدرها فرد أو مؤسسة بقصد استثمار حصيلتها في مشروع معين أو نشاط خاص بصفته وكيلاً بأجر مقطوع أو نسبة من رأس المال

---

[1] قتيبة عبد الرحمن العاني، **"صكوك المضاربة الإسلامية التخرج الفقهي والتصوير الفني"**، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، جامعة الإمارات العربية المتحدة، مارس 2007، ص28.

[2] نفس المرجع السابق، ص29.

[3] أسامة عبد الحليم الجورية، **"صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد"**، مرجع سبق ذكره، ص138.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

المستثمر، وتحدد نشرة إصدار الصكوك طبيعة المشروع ونوع النشاط ونوع المشروع الذي تستثمر فيه حصيلة هذه الصكوك ومدة الاستثمار وحدود صلاحيات الوكيل والأجرة التي يستحقها. وهي بذلك قريبة إلى صكوك المشاركة التي يدير مشروعها أحد الشركاء أو شخص خارجي يتقاضى أجرة محدد[1].

تعتبر صكوك المشاركة من أفضل الأدوات الاستثمارية التي يمكن أن تفعل دور البنوك الإسلامية في المجال الاستثماري والتنموي وذلك لما تتسم به من المزايا ومنها:

- المشاركة هي الأساس الذي يمكن الاقتصاد من ربط الدورة الاقتصادية (إنتاج السلع والخدمات) بدورة النقود مما يُقلص خطر الانزلاق بين هاتين الدورتين، ذلك الانزلاق الخطير الذي سبب كوارث كثيرة للبنوك والمؤسسات الاقتصادية والأسواق المالية العلمية.

- لا تحمل في طياتها آثار تضخمية (كما هو الحال في تمويل البنوك الربوية) فعدم اعتماد مؤسسات التمويل عن الفرق بين سعر الفائدة الدائنة والمدينة يؤدي إلى تنشيط عملية التنمية في المجتمع، إذ ليس أمام المؤسسة وهي تعمل بصيغة مشروعات التنمية، فهي أسلوب حتمي للتنمية الاقتصادية والاجتماعية باعتبار أن العائد المحقق لا ينتج فعلاً إلا من استثمار إنتاجي وتنمية حقيقية، مما يساهم في الحد من التضخم، فضلاً عن الحد من ارتفاع الأسعار وتخفيض تكاليف الإنتاج، وبالتالي سعر المنتج النهائي للمستهلك وذلك لعدم تحميل التمويل بتكاليف أو أعباء كما في القروض[2].

- تعتبر صكوك المشاركة مرنة وملائمة لكل أوجه تمويل النشاط الاقتصادي مما يساعد البنوك الإسلامية أن تؤدي الدور المرجو منها[3].

رابعاً: صكوك السلم

تعبر صكوك السلم عن وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتحصيل رأس مال السلم، وتصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك، "فالمصدر 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 بيع هذه البضاعة بعد قبضها بثمن أعلى وتوزيع الثمن بينهم"[4].

لصكوك السلم أهمية كبيرة بالنسبة للمؤسسات المالية الإسلامية ومنها:[5]

---

[1] أحمد إسحاق الأمين حامد، **"الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها"**، رسالة ماجستير، الاقتصاد والمصارف الإسلامية، اليرموك، الأردن، 2005، ص43-44.

[2] أسامة عبد الحليم الجورية، **"صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد"**، مرجع سبق ذكره، ص138

[3] فخري حسين عزي، **"صيغ تمويل التنمية في الإسلام"**، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، المملكة العربية السعودية، الطبعة الثانية، 2002، ص54.

[4] أحمد إسحاق الأمين حامد، **"الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها"**، مرجع سبق ذكره، ص45.

[5] أسامة عبد الحليم الجورية، **"صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد"**، مرجع سبق ذكره، ص138.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

1. إعطاء دور أكبر للمؤسسات المالية الإسلامية لتوفير التمويل اللازم للاحتياجات الحكومية قصيرة الأجل، الأمر الذي يخفف من العبء عن كاهل الحكومات في تدبير هذا التمويل، وفي نفس الوقت تساهم في تنمية الإنتاج الغذائي.
2. تطوير أدوات مالية ذات جودة عالية للمؤسسات المالية الإسلامية لاستخدامها في معالجة فوائض السيولة النقدية قصيرة الأجل عوضاً عن استثمارها في الأسواق الدولية في معاملات تشوبها الربا.
3. استخدام صكوك السلم كأداة هامة لإنجاح فكرة إنشاء سوق مالية ونقدية عالمية.
4. قدرة السلم على استقطاب وإدخال فئات جديدة من المزارعين المحجمين عن المشاركة في التنمية الزراعية ممن لا يملكون التمويل اللازم لقيام مشروعاتهم الزراعية.

خامساً: صكوك الاستصناع

صكوك الاستصناع عبارة عن شهادات أو وثائق يتم إصدارها باسم المكتتب مقابل المبلغ الذي اكتتب فيه في شركة معينة وفقاً لقواعد وشروط معينة. وهي بذلك تمثل حصصاً شائعة في شركات متخصصة لممارسة نشاط الصناعة.

1. أنواع صكوك الاستصناع

يمكن تقسيم صكوك الاستصناع من عدة زوايا:

1.1. **من حيث جهة الإصدار:** تقسم صكوك الاستصناع من حيث جهة الإصدار إلى صكوك الاستصناع الحكومية وهي التي تقوم الحكومة أو من ينوب عنها بإصدارها. وصكوك الاستصناع الأهلية أو الخاصة والتي يتم إصدارها من قبل الهيئات أو المؤسسات الأهلية غير الحكومية مثل الشركات والمصارف والمؤسسات المالية وغيرها.

2.1. **من حيث الأجل:** وتوجد صكوك الاستصناع قصيرة الأجل وتستخدم حصيلتها في مشروع قصير الأجل، وصكوك الاستصناع متوسطة الأجل التي تستخدم حصيلة في مشروع متوسط الأجل وكذلك الأمر بالنسبة لصكوك الإستصناع طويلة الأجل.

2. خصائص صكوك الاستصناع

- إن صكوك الاستصناع تصدر خاصة لاستخدام حصيلة الاكتتاب في تصنيع سلعة معينة موصوفة في الذمة.
- يتم إصدار صكوك الاستصناع على أساس عقد الاستصناع.
- تترتب على عقد إصدار صكوك الاستصناع جميع آثار عقد الاستصناع، وذلك بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

3. أهمية صكوك الاستصناع

لا تخفى الأهمية الاقتصادية لصكوك الاستصناع في الوقت الراهن سواء للصانع (المنتج) أو المستصنع (المشتري أو المستهلك) فالقطاع الصناعي يحتاج إلى من يمده بالتمويل اللازم لتمكينه من ممارسة نشاطه الإنتاجي وضمان أسواق واسعة لتصريف إنتاجه. بينما تحتاج المستصنع إلى تأمين احتياجاته من السلع الصناعة بالمواصفات المطلوبة واستثمار أمواله بحصوله على الربح الناتج بين سعر البيع والشراء إذا كان تاجراً، وهذا ما توفره صيغة الاستصناع لكلا الطرفين[1].

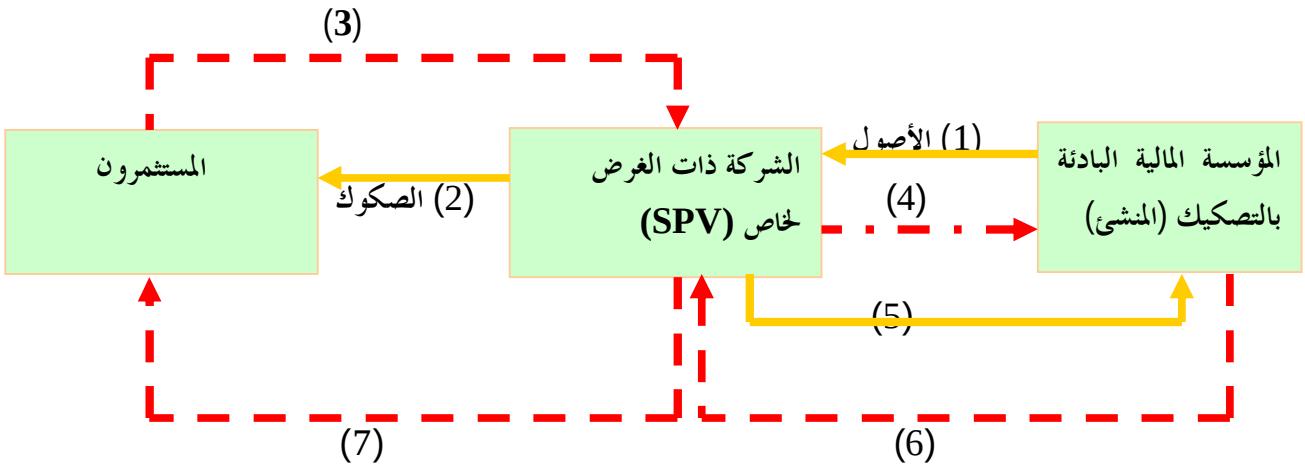
سادساً: صكوك المرابحة

تعتبر المرابحة من أهم القنوات الاستثمارية في البنوك الإسلامية، نظراً لإمكان هذه الصيغة من تمويل متطلبات التنمية كالأدوات الإنتاجية وسهولة التنفيذ والمتابعة، هذا بالإضافة إلى العائد المعلوم والمضمون في أغلب الحالات خصوصاً في حال امتلاك البنوك للضمانات الجيدة لتغطية مخاطر عدم السداد.

أما بالنسبة لصكوك المرابحة فيمكن أن تسهل للبنوك الإسلامية والدول تمويل شراء السلع والمستلزمات والمعدات عن طريق طرح الصكوك للمشتثمرين للاكتتاب فيها والمشاركة في التمويل عن طريق هذه الصيغة، بحيث يحصل كل طرف ومستثمر على نسب معينة من الربح وفق ما يمتلك من صكوك.

كما يمكن تحويل المرابحات إلى صكوك ذات استحقاقات متتالية، بحيث تخدم هدف السيولة البنوك الإسلامية. ويبين الشكل الموالي أحدى طرق تصكيك المرابحة.

الشكل (3-2): هيكل تصكيك المرابحة



*Ref: Kabir Hassan, "**Handbook of Islamic Banking**", op-cit,p195.*

وتتم العلاقة بين هذه الأطراف كما يلي:[2]

1. تحدد المؤسسة المالية البادئة بالتصكيك (المنشئ) الأصول المادية ثم تبيعها للشركة ذات الغرض الخاص (SPV).

---

[1] أسامة عبد الحليم الجورية، "**صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد**"، مرجع سبق ذكره، ص140.

[2] *Kabir Hassan, "**Handbook of Islamic Banking**", op-cit, p195.*

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

2. تقدم الشركة ذات الغرض الخاص (SPV) بإصدار أوراق مالية (صكوك) للمستثمرين مقابل هذه الأصول.
3. تقوم الشركة ذات الغرض الخاص (SPV) بتجميع الأموال من المستثمرين المكتتبين.
4. تدفع الشركة ذات الغرض الخاص (SPV) للمؤسسة المنشئ ثمن بيع الأصول.
5. المنشئ يعيد شراء الأصول مرة أخرى على أساس الدفع المؤجل.
6. الشركة ذات الغرض الخاص تقوم بتحصيل ثمن بيع الأصل للمنشئ في المستقبل.
7. تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بتمرير المدفوعات المتحصل عليها من المنشئ إلى للمستثمرين بعد خصم حصة المضارب أو رسوم عقد الوكالة.

الفرع الثاني: دور التصكيك في تفعيل الاستثمار وإدارة مخاطر السيولة والائتمان

من بين الطرق التي حلت بها مشكلة فائض السيولة بالبنوك الإسلامية هو الاعتماد على الاستثمار قصير الأجل الذي يمثل السمة البارزة لهذه البنوك على حساب الاستثمار طويل الأجل الذي لم يحظ لحد الآن بأهمية تذكر، "فمدخلات البنوك الإسلامية تعامل في الغالب معاملة الحسابات الجارية في حق السحب، الأمر الذي أوقع تلك البنوك في أزمة، فبينما كانت مدخلاتها قصيرة الأجل كانت أهدافها الاستثمارية طويلة الأجل فتحولت من الأسلوب الاستثماري طويل الأجل إلى الأسلوب التجاري قصير الأجل بحثاً عن السيولة والربحية"[1] المحدودة وهذا ما تجلى لها بالاعتماد على صيغة المرابحة التي تعد مخاطر السيولة بها قليلة مقارنة بالصيغ التمويلية والاستثمارية الأخرى. فأصبح الواقع العملي لهذه البنوك مناقض تماماً للتصورات النظرية القائمة عليها، وفرطت في دورها التنموي ومن مبادئها والتي كان من أهمها الاعتماد على الاستثمار طويل الأجل وفق مبدأ المشاركة والمضاربة.

ولمعالجة هذا القصور وإعادة التوازن لاستثماراتها من خلال الاستفادة من منتجات التصكيك، بتوظيف أموالها في استثمارات مختلفة متوسطة وطويلة الأجل، إذ أنه يمكن للصكوك الإسلامية الناتجة عن آلية التصكيك أن تقدم استثماراً متوسط وطويل الأجل من شأنه إعادة الاعتبار للدور الاستثماري والتنموي للصرفية الإسلامية. حيث تقوم البنوك الإسلامية بتقديم التمويل للمشروعات الاقتصادية في الزراعة والصناعة والخدمات الإنتاجية على أساس إصدار الصكوك.

كما يمكنها تفعيل الاستثمار طويل الأجل باستخدام تقنية التصكيك المركب الذي يعتمد نجاحه على وجود أصول مدرة للدخل غير قائمة على المداينات، إذ يمكن للبنوك الإسلامية التوسع في الاستثمارات

[1] عبد القادر زيتوني، **"التصكيك الإسلامي ركب المصرفية الإسلامية في ظل الأزمة العالمية"**، المؤتمر العلمي الدولي، الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصاد إسلامي، عمان، الأردن، 1-2/12/2010، ص7.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

متوسطة والطويلة الأجل بالاعتماد على صيغ المشاركة والمضاربة والإجارة... ثم تقوم بتصكيك جزء من محفظة أصولها القائمة على موجودات حقيقية وتنقلها إلى الشركة ذات الغرض الخاص والتي بدورها تقوم بإصدار صكوك تباع للمستثمرين، وتقوم بتحصيل عوائد الأصول المدرة للدخل المجمعة، أو تقوم جهة أخرى تتولى عملية التحصيل والتحويل وتقديم الضمانات. ومن خلال هذه الآلية يمكن للبنك الإسلامي أن يوزع مخاطر الائتمان التي يتعرض لها، وأن يقلل من الحاجة لمتابعة المدفوعات الناتجة عن كل أصل على حدة.

ويرى الدكتور والمتخصص في المصرفية الإسلامية **لاحم الناصر** أن هذه الآلية ستوفر للبنوك الإسلامية "السيولة النقدية الكافية للدخول في عمليات تمويل جديدة أو للتوسع في نشاطها، كما أنه يساعد المؤسسة المالية على تحسين قوائمها المالية وذلك بالتحرر من قيود مبدأ كفاية رأس المال ومخصصات الديون، كما أنها تساعد في توزيع المخاطر الائتمانية على قاعدة عريضة من الدائنين وإيجاد سوق لها يخدم القطاعات التي تحتاج إلى تمويل طويل الأجل مثل تمويل الرهن العقاري وغيره من أنواع التمويل القائم على الأصول، وهذا يشجع المؤسسات التمويلية على الدخول في عمليات التمويل طويلة الأجل"[1].

المبحث الثاني: دور التصكيك في تفعيل وظيفة المقرض الأخير للسيولة

يقوم البنك المركزي بوظيفة المقرض الأخير، وذلك من خلال توفير السيولة لمن يحتاجها من البنوك التجارية التقليدية باستخدام أدواته والمتمثلة في إعادة خصم الأوراق التجارية والإقراض بفائدة. والبنوك الإسلامية لا يمكنها استخدام هذه الأدوات عند حاجتها للسيولة، لأن هذين الأسلوبين غير مقبولين في النظام الإسلامي لكونهما يقومان على الربا المحرم شرعاً*، وعليه وجب البحث عن بديل لهذه الأدوات.

المطلب الأول: منتجات التصكيك كبديل لخصم الأوراق التجارية

يعتبر سعر (معدل) الخصم من الأدوات التي يلجأ إليها البنك المركزي للتأثير على حجم الائتمان المصرفي وبالتالي على حجم المعروض النقدي، وذلك في إطار السياسة النقدية التقليدية. ومعدل الخصم هو السعر الذي يحسم به البنك المركزي الأوراق التجارية التي تقدم إليه من البنوك التجارية. وقبل التطرق لبدائلها في النظام المالي الإسلامي وجب شرح آليتها في البنوك التقليدية.

---

[1] لاحم الناصر، "**التوريق**"، جريدة الأسواق العربية،2007/05/08.
http://www.alaswaq.net/views/2007/05/08/7810.html

* أنظر: قرار مجمع الفقه الإسلامي بجدة رقم 7/2/66 في دوره مؤتمره السابع لعام 1992 ونصه: إن حسم (خصم) الأوراق التجارية غير جائز شرعاً لأنه يؤول إلى ربا النسيئة المحرم.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

الفرع الأول: عملية حسم الأوراق التجارية

لما تحتاج البنوك التقليدية إلى السيولة لتدعم أرصدتها النقدية عند تضاؤلها فتعمد إلى إعادة حسم الأوراق التي لديها أو بعضها لدى البنك المركزي، أو لدى بنك تقليدي آخر لديه فائض نقدي. وتتم عملية إعادة الحسم هذه بمعدل الفائدة الذي يقل في العادة عن المعدل الذي طبقه البنك التقليدي عندما تلقى الأوراق التجارية من العميل، وبذلك يكون ربح البنك هو فارق سعر الخصم عن جميع مبلغ وفوائد الفترة الزمنية الفاصلة بين عمليتي الخصم وإعادة الخصم.

ولما كانت عملية إعادة الخصم هذه تؤثر على مقدار السيولة لدى البنوك، اعتبرت من الأدوات المهمة في السياسة النقدية التي يستعملها البنك المركزي في العادة ليضغط على البنوك التجارية للتأثير على ما تقوم به من تمويل، وذلك برفع كلفة إعادة الخصم عندما يرغب في رفع كلفة التمويل، أو بخفض كلفة إعادة الخصم لزيادة التمويل.

الفرع الثاني: الآلية البديلة لخصم الأوراق التجارية

تحتاج البنوك الإسلامية لمثل هذه الوسائل لتأمين السيولة ولاستثمار فائض أموالها النقدية، وخاصة أن عملية خصم الأوراق التجارية تعتبر في العادة وسيلة استثمار قصيرة الأجل، ووسيلة لوصول دعم البنك المركزي إلى البنوك التجارية.

ويمكن للصكوك الاستثمارية القابلة للتداول أن تكون البديل الملائم للبنوك الإسلامية، حيث تستطيع هذه البنوك أن تبيع الصكوك التي بحوزتها للبنك المركزي عند حاجتها للسيولة بدلاً من عرضها مباشرة في الأسواق الثانوية، وذلك لئلا تحدث انخفاضا في أسعارها نتيجة زيادة المعروض منها، فيشتريها البنك المركزي[1]. ومن جملة هذه الصكوك التي يمكن أن تكون البديل الملائم يوجد صكوك الإجارة وصكوك الأعيان المؤجرة.

الفرع الثالث: صكوك الإجارة وصكوك الأعيان المؤجرة

يمكن عن طريق صكوك الإجارة طرح أسلوب جديد خال من الربا بديل عن خصم الأوراق التجارية، حيث يشتري البنك عيناً ويضيف إلى ثمنها مقداراً معيناً من الربح ثم يؤجرها بأقساط متساوية على عدد من السنوات، ثم يحصل القسط الأول في أول عملية الإجارة، فإذا اضطر إلى بيعها باعها للبنك المركزي مع خصم قيمة القسط الأول، فيعمد البنك لتحصيل أقساطها المتبقية وفق الخطوات التالية:[2]

[1] زاهرة علي محمد بني عامر، **"التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية"**، مرجع سبق ذكره، ص172.

[2] أسامة عبد الحليم الجورية، **"صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد"**، مرجع سبق ذكره، ص178-179.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

1. يعمد البنك أو المؤسسة المالية الإسلامية المالك لعين إلى إجارتها لزبون، ولنفرض أن ثمن العين حالاً 10000 دينار، ومعدل الأجرة الذي يرغب البنك في الحصول عليه من المستأجر لقاء التمويل هو 10%، وأن العين تفقد كل جدوى وتصبح معدومة القيمة بعد خمس سنوات وأن أقساط الأجرة متساوية وتستحق في آخر كل سنة، عندئذ يكون مقدار قسط الأجرة 2638دينار.
2. يصبح البنك أو المؤسسة المالية الإسلامية بحاجة إلى سيولة عقب تحصيل القسط الأول مباشرة فيعمد إلى البنك المركزي ليبيعه هذه العين. هذا الأخير سيقبل أن يشتري هذه العين بعد انقضاء السنة الأولى بمبلغ 8362 دينار، وهي القيمة الحقيقية للأقساط الأربعة المتبقية محسوبة على أساس معدل الخصم 10%. ويقوم بقبض العين المؤجرة. وبما أن صكوك الإجارة الأربعة المتبقية تمثل أجرة تُستحق للمشتري- المالك الجديد- فإنه سيأخذها من البائع حيث تصبح هذه الصكوك ملكاً له، ويلاحظ أن قيمتها الاسمية هي 10552 دينار وبذلك يكون البنك المركزي قد امتلكها بدفع مبلغ 8362 دينار. أما البنك الإسلامي فيكون قد حصل على ثمن الآلة إضافة إلى عائد التمويل عن سنة كاملة بمبلغ 11000دينار.
3. وفي إطار السياسة النقدية للبنك المركزي قد يعمد إلى بيع العين المؤجرة، فإذا حصل ذلك عقب القسط الإجاري الثاني فإن البنك الإسلامي سيدفع 6560 دينار ثمناً للعين، وهذا الثمن يعادل القيمة الحالية للصكوك الثلاثة المتبقية، في حين أن القيمة الاسمية لهذه الصكوك الثلاثة هي7914دينار.

وهكذا يكون البنك المركزي قد استفاد من العائد التمويلي لمدة سنة وباع العين بعد ذلك في إطار سياسته النقدية التي يتبعها و لم يستخدم أداة خصم الأوراق التجارية.

المطلب الثاني: منتجات التصكيك كبديل لأدوات السوق المفتوحة

تعد علميات السوق المفتوحة من أهم أدوات السياسة النقدية في اقتصاد السوق في العصر الحالي، ويقصد بها دخول البنك المركزي بائعاً أو مشترياً للأوراق المالية الحكومية بهدف التأثير على عرض النقود بما يتلاءم والظروف الاقتصادية.

الفرع الأول: نظرية عمليات السوق المفتوحة وأهدافها

أولاً: نظرية عمليات السوق المفتوحة

وفق هذه النظرية تؤدي مشتريات ومبيعات الأوراق المالية من قبل البنك المركزي مباشرة وبصورة آنية إلى زيادة أو نقصان السيولة لدى البنوك التجارية، وبالتالي تؤثر في قدرتها على خلق الائتمان، وأن التغير في قيم الائتمان يحتمل أن يؤدي إلى حصول التعديلات المطلوبة في المستويات المحلية للأسعار والتكاليف، الإنتاج والتجارة.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

وقد استندت افتراضات نظرية السوق المفتوحة إلى الآتي:[1]

1. إن كمية النقود والاحتياطات النقدية للبنوك التجارية ستزداد أو ستنقص وفقاً لمدى أو هدف البنك المركزي من عمليات السوق المفتوحة.
2. إن البنوك التجارية ستحاول زيادة أو تخفيض خصم قروضها واستثماراتها تماشياً مع زيادة أو انخفاض احتياطاتها النقدية.
3. مقدار الطلب على الائتمان المصرفي سيزداد أو ينقص وفقاً لزيادة أو نقص التوفر المتوقع للائتمان أو زيادة أسعار النقود.

ثانياً: أهداف عمليات السوق المفتوحة

الأهداف المنتظر تحقيقها من جراء استخدام هذه الأداة تتحدد في الأبعاد التالية:[2]

1. التأثير على حجم الاحتياطات الفائضة لدى البنوك التجارية بالزيادة أو النقص مما ينعكس على حجم الائتمان وحجم المعروض النقدي والطلب على الاستثمار بالشكل الذي يتماشى مع الأهداف الاقتصادية للدولة.
2. محاولة إيجاد علاقة مستقرة بين سعر الفائدة في كل من السوق النقدي وسوق رأس المال، بحيث يتم تحركهما بطريقة متسقة، سواءً بالارتفاع أو بالانخفاض، للتأثير على تكلفة منح الائتمان المصرفي، وبالتالي على حجم الاستثمار في الدولة.
3. التغلب على أية تقلبات موسمية أو عرَضِية قصيرة الأجل في حجم المعروض النقدي، والناتجة عن عوامل السوق.

الفرع الثاني: أدوات عمليات السوق المفتوحة وبدائلها

أولاً: أدوات عمليات السوق المفتوحة

من أكثر الأدوات المالية شيوعاً في عمليات السوق المفتوحة في مختلف أرجاء العالم، سندات الخزانة، وهي أوراق مالية تصدر بخصم وذات آجال استحقاق متباينة، وأذون الخزانة، وهي سندات كوبون تُدِر فوائد ثابتة حتى آجال الاستحقاق. ولسندات وأذون الخزانة* وكذلك العملة النقدية وغيرها

---

[1] عبد الرحيم شريف أحمد، **"إمكانية استحداث أداة أو أدوات نقدية ومالية لإدارة السيولة"**، سلسلة الدراسات والبحوث، بنك السودان المركزي، ديسمبر2003، ص20.

[2] حسين كامل فهمي، **"أدوات السياسة النقدية التي تستخدمها البنوك المركزية في اقتصاد إسلامي"**، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، مكتبة الملك فهد الوطنية أثناء النشر، جدة، المملكة العربية السعودية، 2006، ص15-16.

* مما ذكر فإن سندات الخزانة تحمل عناصر الربا ، وعليه فهي غير جائزة شرعا ، ولقد قام مجمع الفقه الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي بعقد العديد من الندوات ، كان الهدف من ورائها تبصير المفكرين بضرورة البحث عن البدائل ، نظراً لأهمية هذه السندات في المساق المالي وحاجة الحكومات إليها.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

من الأوراق المالية الحكومية غير الشائعة بُنيَة مشتركة، فهي جميعها وعود من الحكومة بتسديد مبالغ معينة من المال عند آجال استحقاق مختلفة[1].

ثانياً: الصكوك كبديل للأدوات التقليدية

يمكن لصكوك الاستثمار أن تكون بديلاً للسندات الحكومية المتعامل بها في الأسواق النقدية كأدوات للتحكم في حجم المعروض النقدي، إذ يستطيع البنك المركزي "إجراء توسع في كمية النقود من خلال قيامه بشراء الصكوك من المؤسسات المالية والأفراد وذلك بقيمتها الاسمية أو بأعلى منها ويدفع قيمة هذه الصكوك نقداً لأصحابها، أو يقوم البنك المركزي بشراء الصكوك الحكومية مباشرة لأن الحكومة ستستخدم قيمتها في الإنفاق العام. كما يمكن للبنك المركزي إحداث تقلص في كمية النقود من خلال احتفاظه بكمية من الصكوك ليبيعها عند الحاجة بسعر السوق أو أقل للبنوك الإسلامية ويستلم قيمتها نقداً مما يؤدي إلى انخفاض في الأرصدة النقدية السائلة لدى تلك البنوك"[2].

ومن جملة هذه الصكوك صكوك الإجارة والأعيان المؤجرة لأنها تتمتع بالاستقرار، قد يصل قريباً إلى درجة الثبات في عوائدها الصافية، وبما أنه يفترض أن صكوك الإجارة التي تصدرها الحكومة تتمتع بدرجة عالية من الثقة والضمان، فإنها تصلح كبديل جيد لسندات الخزينة في السياسة النقدية للبنك

وقد أصدر المجمع قرارات حول هذا الموضوع منها قرار 6/11/62 المتخذ في دورته المنعقدة في 17-23 شعبان 1410هـ الموافق 14-20 مارس 1990م هذا نصه: "إن مجلس مجمع الفقه الإسلامي المنعقد في دورة مؤتمره السادس بجدة في المملكة العربية السعودية من 17 – 23 شعبان 1410هـ الموافق 14-20 مارس 1990م. بعد اطلاعه على الأبحاث والتوصيات والنتائج المقدمة في ندوة (الأسواق المالية) المنعقدة في الرباط 20-24 ربيع الثاني 1410هـ الموافق 20 - 24 أكتوبر 1989م بالتعاون بين هذا المجمع والمعهد الإسلامي للبحوث والتدريب بالبنك الإسلامي للتنمية وباستضافة وزارة الأوقاف والشؤون الإسلامية بالمملكة المغربية. وبعد 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 مبلغا مقطوعا أم خصمه.

قـــرر:

1. أن 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 ربحا أو ريعا أو عمولة أو عائدا.
2. تحرم أيضا السندات ذات الكوبون الصفري باعتبارها قروضا يجري بيعها بأقل من قيمتها الاسمية ويستفيد أصحابها من الفروق باعتبارها خصما لهذه السندات.
3. كما تحرم أيضا السندات ذات الجوائز باعتبارها قروضا اشترط فيها نفع أو زيادة بالنسبة لمجموع المقرضين او لبعضهم لا على التعيين فضلا عن شبهة القمار.

ويرى المجمع أنه من البدائل الشرعية للسندات المحرمة – إصداراً أو شراء أو تداولاً – السندات أو الصكوك القائمة على أساس المضاربة لمشروع أو نشاط استثماري معين، بحيث لا تكون لمالكيها 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 فعلا.

[1] محمود الجمل، **"إشراك المصارف الإسلامية في معاملات السوق المفتوحة للبنوك المركزية"**، مجلة الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، المجلد 15، 2003، ص4.

[2] زاهرة علي محمد بني عامر، **"التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية"**، مرجع سبق ذكره، ص173.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

المركزي، من خلال ما يسمى بعمليات السوق المفتوحة. إذ يستطيع البنك المركزي أن يشتري صكوك الإجارة الحكومية من السوق، عندما ترغب زيادة المعروض النقدي، وبيعها عندما يرغب في تقليص كمية النقود[1].

ويهدف التعامل بهذه الصكوك إلى الحصول على مجموعة من الميزات، يمكن إجمالها فيما يلي:

1. إيجاد بديل شرعي لإدارة السيولة عبر عمليات السوق المفتوحة عوضاً من الصيغ التقليدية، واستخدامها من طرف البنوك المركزية في إدارة السيولة على المستوى القومي أو على مستوى الجهاز المصرفي. وكذلك كأداة للتمويل الحكومي[2].
2. استخدام الصكوك بواسطة البنوك المركزية يتوقع له تحقيق درجة من الفعالية في التحكم في كمية النقود المتداولة في الفترة قصيرة الأجل سواءً تعلق ذلك بمشاكل التقلب الموسمي في حجم النقد المتداول، أو بالمشاكل الأخرى بصفة عامة[3].

ثالثاً: الصكوك الحكومية كبدائل للأدوات الحكومية التقليدية

لما كان التعامل بالسندات وأذون الخزانة كوسيلة لجذب المدخرات وجمع الأموال وإدارة السيولة لا يتفق والضوابط الشرعية كان من الضروري البحث عن أدوات استثمارية إسلامية لتحل محل الأدوات التقليدية وتكون بمثابة وسيلة لسد العجز في الموازنة العامة للدولة وتمويل التنمية.

وفي هذا الصدد هنالك عدة أدوات شرعية يمكن أن تلجأ إليها الدول لإدارة السيولة في الاقتصاد ولسد الموازنة العامة وتمويل التنمية، كالصكوك الإسلامية الحكومية التي تعد بديل عن السندات وأذون الخزينة.

1. أنواع الصكوك الإسلامية الحكومية

1.1. صكوك السلم الحكومية

صكوك السلم الحكومية هي عبارة عن صكوك قصيرة الأجل تعبر عن عملية استثمارية أطرافها الحكومة أو من ينوب عنها، والمشتري بصيغة السلم (شركة وساطة أو بنك)، وذلك بصفته مديراً لمحفظة الصكوك، وحاملي الصكوك، حيث يقوم مدير المحفظة باستيفاء حصيلة الصكوك من المستثمرين ودفع ثمن السلعة عاجلاً للحكومة، واستلام السلعة أو قيمتها لاحقاً.

---

[1] منذر قحف، **"سندات الإجارة والأعيان المؤجرة"**، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، مكتبة الملك فهد الوطنية أثناء النشر، المملكة العربية السعودية، الطبعة الثانية، 2000، ص103.

[2] مصطفى بدر الدين قريش، **" إصدار وإدارة الصكوك الحكومية- التطور والتحديات"**، ورشة عمل: الصكوك الإسلامية، تحديات...تنمية وممارسات دولية، الأردن، 18-19 تموز2010.

[3] أسامة عبد الحليم الجورية، **"صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد"**، مرجع سبق ذكره، ص 165.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

هذا الأسلوب مناسب للدول التي لديها موارد طبيعية تبيعها كالنقط..."حيث تستطيع استعمال حصيلة صكوك البترول لتغطية عجز الميزانية بشكل عام دون ارتباط هذه الحصيلة بمشروع معين، وعند استحقاق الأجل تقوم الدولة نفسها ببيع البترول –نيابة عن صاحب الصك بموجب وكالة ينص عليها الصك نفسه- إلى الغير وإعطاء ثمن البيع لمالك الصك، ويكون ربح الصك هو الفرق بين سعر شراء البترول الذي تحدده الحكومة بحيث يغري المشتري وسعر بيعه عند استحقاق أجله، الذي يحدده السوق في حينه"[1].

ومن أمثله ذلك ما قامت به مؤسسة نقد البحرين، حيث باعت الألمنيوم بتسليم آجل مع قبض الثمن عاجلا وورد في مقدمة بيان الإصدار بتاريخ 2001/6/5 تحت عنوان طبيعة الصكوك وأساسها الشرعي ما يلي: صكوك السلم الإسلامية الحكومية، هي أداة تمثل أصولا (ألمنيوم خام) موصوفة في الذمة، مؤجلة التسليم، تصدرها حكومة مملكة البحرين بغرض إيجاد مجالات جديدة لاستثمار فائض الموارد المالية في المجتمع ولتمويل الإنفاق والاحتياجات قصيرة الأجل لمشروعات التنمية المختلفة. وتقوم حكومة مملكة البحرين بموجب هذا الإصدار ببيع سلم سيتم تسليمها في المستقبل إلى المستثمرين في هذا الإصدار باعتباره وعاءً استثمارياً مشتركاً بينهم بنسبة ما اكتتب به كل منهم. ويتم الشراء بثمن عاجل هو قيمة إصدار الصكوك، كما يتم الاحتفاظ بالصكوك إلى موعد التسليم، وتمكين المستثمر من قبض قيمة السلع المستحقة له، الناتج عن بيعها إلى طرف مستقل غير معلوم مملوك لا كليا ولا جزئيا بثمن يزيد عن ثمن الشراء بالسلم[2].

2.1. صكوك المضاربة الحكومية

صكوك المضاربة الحكومية هي أداة مالية، تعني عقد بين طرفين الحكومية أو من ينوب عنها كمضارب والمستثمرين كأصحاب المال، حيث يقدم المستثمرين رأس المال للحكومة والتي بدورها تقوم بتوظيفه في مشروع متفق عليه مسبقاً على أن يتم تقاسم الأرباح وفقاً لنسب معنية، أما في حال خسارة المشروع فتخسر الحكومة أو من ينوب عنها الجهد المبذول، في حين لا يتحصل المستثمرين على الأرباح وهذا في حالة إذا لم يحدث تقصير من طرف الحكومة.

وفيما يلي مميزات صكوك المضاربة الحكومية:

- تناسب صكوك المضاربة المشروعات المدرة للدخل، مثل محطات الطاقة الكهربائية والموانئ والمطارات وغيرها، كما يمكن للدولة أن تشتري نسب من حملة الصكوك بالتدرج وفق برنامج محدد.

---

[1] منذر قحف، **"تمويل العجز في الميزانية العامة للدولة من وجهة نظر إسلامية "**، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، مكتبة الملك فهد الوطنية أثناء النشر، المملكة العربية السعودية، الطبعة الثانية، 2000، ص48.

[2] عبد اللطيف عبد الرحيم جناحي، **"البدائل الشرعية للسندات التقليدية"**، موسوعة التمويل والاقتصاد الإسلامي، ص593-593.
http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2009/07.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

- أكثر فعالية من حيث تخصيص الموارد.
- لا يترتب على الدولة التزامات ثابتة اتجاه الممولين على اعتبار أن صكوك المضاربة تقوم على مبدأ تقاسم الربح والخسارة.
- يتم بيان نسبة الأرباح لكل طرف في نشرة الإصدار.
- قابلية التداول في الأسواق المالية.

3.1. صكوك الإجارة الحكومية

يتم إصدار صكوك الإجارة الحكومية بهدف توفير الأصول مثل المعدلات والآلات، بحيث يتم إصدار الصكوك بقيمة هذه المعدات، وتخصيص حصيلة الاكتتاب فيها في توفير هذه المعدلات والآلات للحكومة للانتفاع بخدماتها مقابل حصول حملة الصكوك على الأجر السنوي الذي يوزع بينهم وفقاً للحصص النسبية، وتختلف صكوك الإجارة الحكومية عن صكوك المشاركة والمضاربة الحكومية في أن العائد ثابت في الإجارة.

2. مدى الحاجة الصكوك الإسلامية الحكومية

يشهد دور الحكومات في الاقتصاديات الحديثة توسعاً في مجال الأدوار التي تمارسها، والتي تشمل ضبط الأسواق ومعالجة أوجه قصورها، والتوسع في برامج الرفاه الاقتصادي والاجتماعي، وبالتالي التمويل المتزايد لأنشطة التعليم والبحث والاهتمام الكبير ببرامج الصحة والتدريب ومعالجة المشكلات الاجتماعية. وهذه الأدوار المتزايدة تتطلب المزيد من النفقات العامة وبالتالي البحث عن مصادر تمويل أخرى بخلاف الموارد العامة للدولة، وهنا يأتي دور الصكوك كإحدى أكثر الأدوات المالية فعالية وكفاءة، بدليل اتجاه بعض السلطات المحلية في أوروبا وألمانيا على وجه الخصوص لاستخدامها في توفير الموارد لتمويل بعض أوجه الإنفاق العام، كما توسعت ماليزيا في هذا المجال، وشهد هذا التوسع مجالات متنوعة وأغراض حكومية يمكن توفير التمويل اللازم لها وبمقادير كبيرة من خلال استخدام آلية التصكيك الإسلامي[1].

وتمثل الصكوك الإسلامية اتجاهاً حديثاً في هذا الصدد، نظراً لما تتميز به عن الأوراق المالية التقليدية ذات الفائدة الثابتة، والتي تبرز آثارها في تزايد العبء على الموازنة العامة لارتفاع تكلفة الفوائد الثابتة، وخصوصاً على تلك الأنشطة الحكومية التي لا يكون لها عائد، أو يقل عن الفائدة المقررة[2].

---

[1] عبد الملك منصور المصعبي، **"العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جيدة"**، مرجع سبق ذكره، ص40.

[2] نفس المرجع السابق، ص41.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

3. الصكوك الحكومية لدعم الموازنة العامة للدولة وتمويل التنمية

تقوم الجهات المعنية في الدولة بتحديد احتياجات الدولة من الأموال ثم تزود البنك المركزي بهذه الاحتياجات مع بيان وقت الاحتياج وفترة التمويل المطلوبة أو وفقاً للإجراءات المتبعة.

ويجب وفقاً لهذا البديل أن تحدد االدولة المشاريع المطلوب تمويلها أو الأصول المطلوب شراؤها أو استئجارها، وتكلفة هذه المشاريع أو الأسعار المعروضة للأصول موضوع الشراء أو الاستئجار. وبعد استكمال البيانات اللازمة ومراجعتها يقوم البنك المركزي بتصنيف المشاريع والأصول في مجموعات متشابهة من حيث النوع وفترة التمويل المطلوبة، ثم يقوم بطرح الصكوك الخاصة بالاستصناع، أو المرابحة، أو الاستئجار وفقاً للقواعد الشرعية والفنية المعتمدة. وتقوم الجهة الممثلة لحملة الصكوك بصفتها وكيلاً عنهم بشراء الأصول، ثم بيعها أو تأجيرها للدولة، كما تقوم بإبرام عقود الاستصناع مع الدولة، وذلك بالتنسيق مع البنك المركزي[1].

وتهدف الحكومة من إصدار الصكوك إلى إنعاش اقتصادها واستقطاب الأموال الأجنبية، وتوسيع قاعدة مواردها التي توفر تمويلاً مستقراً مرتبطاً باقتصاد حقيقي مما يقلل من الآثار التضخمية، وفي المقابل تهدف كذلك الحكومة إلى الربط بين الوعي الادخاري والوعي الاستثماري، فتحمي صغار المستثمرين من تلاعب الأسواق، كما للصكوك الحكومية أثر بالغ في تطوير الأسواق المالية وتنميتها وتوسيع دائرة نشاطها ومستثمريها مما يخلق كياناً اقتصادياً ذا قاعدة صلبة قادرة على التعامل مع الأزمات بشكل احترافي. وكذا لتأمين أقصى درجات إدارة السيولة التي تشجع وتعزز مكانة الاقتصاد وتحرك عجلة التنمية والاستثمار.

المبحث الثالث: دور التصكيك في تطوير السوق المالية الإسلامية

يأتي هذا المبحث للتركيز على إمكانية تطوير الأسواق المالية الإسلامية من خلال آلية التصكيك التي يمكن أن تُوجِد أدوات ومؤسسات مالية إسلامية، وكذا أطراف جدد في العملية التمويلية. مما سيكون له الأثر البالغ على تطوير الأسواق المالية الإسلامية ورفع كفاءتها، الأمر الذي يسهل على البنوك الإسلامية زيادة حجم مواردها المالية وإدارة سيولتها وتوظيفها في أدوات مالية متوافقة مع الشريعة الإسلامية ومتطورة.

المطلب الأول: ماهية السوق المالية الإسلامية

تظهر السوق المالية نتيجة لتحقيق بعض الوحدات الاقتصادية في مجتمع ما لبعض الفوائض المالية التي قد لا تحتاج إليها في زمن معين، وقد ترغب في استثمارها بدلاً من الاحتفاظ بها، في حين توجد في

[1] الشركة الأولى للاستثمار، **"البدائل الشرعية لمشاركة القطاع الخاص في تمويل الموازنة العامة للدولة"**، مارس1999، ص23.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

الجانب الآخر وحدات اقتصادية أخرى تعاني عجزاً في مواردها المالية، وتسعى لطلب تلك الفوائض لمواصلة نشاطها الاقتصادي، مما يترتب عليه انتقال الموارد المالية من قطاع لآخر عبر تلك السوق.

الفرع الأول: مدخل إلى السوق المالية

تعبر السوق المالية عن نوعين من الأسواق هما: أسواق النقد وأسواق رأس المال، وتختلف الأولى عن الثانية من حيث آجال استحقاق الأدوات المالية التي تجري فيها، إضافة إلى طبيعة المؤسسات المالية العاملة في كلا السوقين.

أولاً: ماهية السوق المالية*

تعرف السوق المالية** بأنها "السوق الأم لكافة الأسواق التي تتعامل في الأصول والأدوات المالية قصيرة الأجل، كالأوراق التجارية وأذون الخزينة، والأدوات طويلة الأجل كالأسهم والسندات. وتعد سوق النقد وسوق رأس المال الرافدين الأساسيين لهذه السوق"[1].

وفقاً للتعريف المقدم فإن السوق المالية تنقسم إلى:

1. **سوق النقد:** وهي تلك السوق التي يجري فيها التعامل على الأدوات قصيرة الأجل، كالأوراق التجارية وأذون الخزانة، والتي تستحق عادة خلال عام أو أقل***.
2. **سوق رأس المال:** تسمى غالباً بسوق رؤوس الأموال طويلة الأجل، وهي سوق يتم فيها التعامل بالأدوات المالية طويلة الأجل كالأسهم والسندات، "والغرض الأساسي منها هو تحويل المدخرات إلى استثمارات"[2]. وتؤدي هذه السوق دوراً كبيرا في تمويل الاحتياجات المالية للمؤسسات والمشاريع الاقتصادية، مقابل التخلي المؤسسات عن جزء أو كل من ملكيتها بطرح الأسهم، أو بإصدار سندات دين.

وينقسم سوق رأس المال إلى أسواق حاضرة أو فورية وأسواق العقود المستقبلية، ويقصد بالأسواق الحاضرة تلك الأسواق التي تتعامل في أوراق مالية طويلة يتم تسليمها وتسلمها فور إتمام الصفقة، هذا إلى جانب أسواق أخرى تتمثل أساساً في وزارة الخزانة أو البنك المركزي اللذين يحتكران التعامل في الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة. أما أسواق العقود المستقبلية فهي أيضا تتعامل في الأسهم والسندات، ولكن من خلال عقود واتفاقات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق.

---

* هناك خلط بين السوق المالية وسوق رأس المال، حيث إن مفهوم السوق المالية يشمل جميع الأصول المالية، سواء تلك التي تتصف بالسيولة المالية، أو الأصول التي تتسم بالسيولة المؤجلة.

** يطلق عليها مصطلح السوق المالية بالمفهوم الواسع.

[1] سمير عبد الحميد رضوان، **"المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها"**، مرجع سبق ذكره، ص21.

*** قد تم الإشارة لمفهوم السوق النقد ودوره بالنسبة للمؤسسات المالية في المبحث الأول من الفصل الأول.

[2] سمير عبد الحميد رضوان، **"المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها"**، مرجع سبق ذكره، ص24.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

وصفوة القول تؤدي سوق رأس المال دوراً مهماً في الحياة الاقتصادية، وأن أحد مكونات هذه السوق هي سوق الأوراق المالية التي تندرج تحت الأسواق الفورية أو الحاضرة، وهي تحتل موقعاً مهماً على خريطة سوق رأس المال.

ثانياً: سوق الأوراق المالية ومكوناته

1. **مفهوم سوق الأوراق المالية:** يعرف سوق الأوراق المالية بأنه "عبارة عن نظام يتم بموجبة الجمع بين البائعين والمشترين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين، حيث يتمكن بذلك المستثمرون من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق، إما عن طريق السماسرة والمؤسسات العاملة في هذا المجال، لكن مع نمو شبكات ووسائل الاتصال، فقد أدى ذلك إلى التقليل من أهمية التواجد في مقر سوق الأوراق المالية المركزي، وبالتالي يمكن التعامل خارج السوق من خلال شركات السمسرة المنتشرة في مختلف الدول"[1].

من خلال التعريف السابق يمكن استخلاص أن سوق الأوراق المالية يتعامل بالأوراق المالية (الأسهم وسندات)، والأسواق قد تكون منظمة أو غير منظمة. ففي الأسواق المنظمة تتم صفقات بيع وشراء الأوراق المالية في مكان جغرافي واحد معين يسمى **"البورصة"**، أما السوق غير المنظم، فإنه يتكون من عدد من التجار والسماسرة يباشر كل منهم نشاطه في مقره، ويتصلون ببعضهم بواسطة أجهزة الاتصال المختلفة.

2. **مكونات سوق الأوراق المالية:** ينقسم سوق الأوراق المالية بدوره إلى:

1.2. سوق الإصدار (السوق الأولية): وهو السوق الذي يتم من خلاله إصدار الأوراق المالية الجديدة، والتي أصدرتها الشركات والمؤسسات والوحدات الاقتصادية لأول مرة بغرض الحصول على الأموال لتمويل احتياجاتها. ويتم تصريف وبيع هذه الأوراق المالية من خلال ما يسمى ببنوك الاستثمار أو الأسلوب المباشر للبيع.

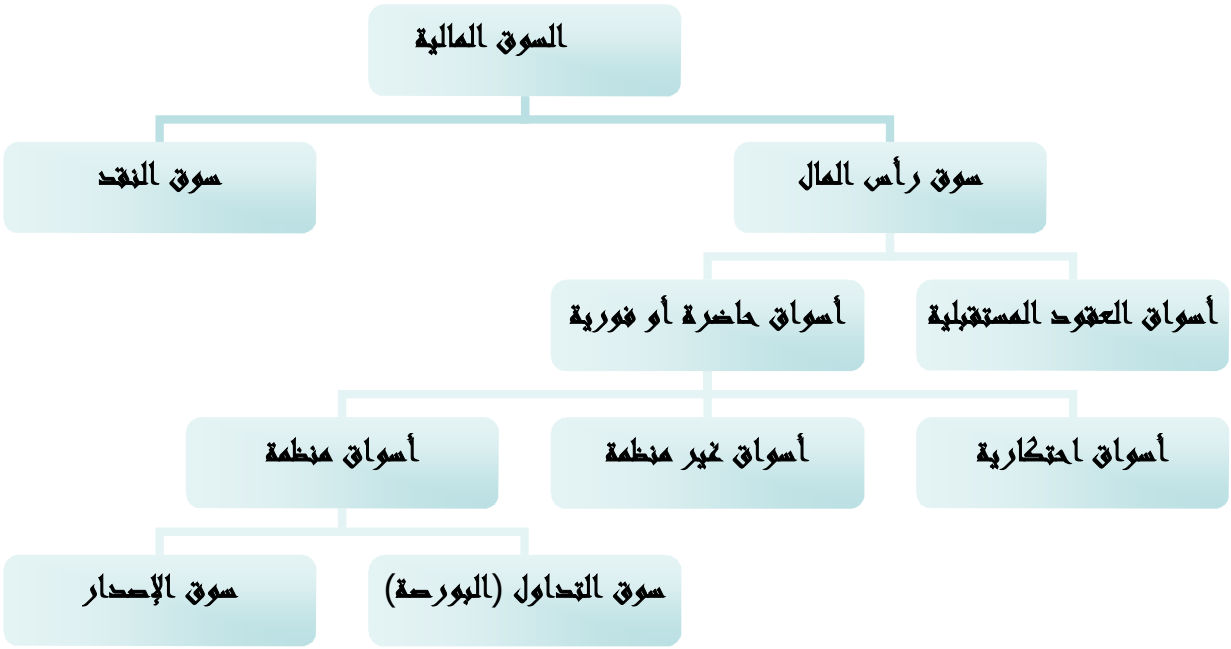
2.2. سوق التداول (السوق الثانوية): وهو عبارة عن سوق يتم فيه تداول الأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية، وهذه السوق إما أن تكون منظمة والتي تدعى بالبورصة أو غير منظمة وفي هذه الحالة يتم التداول خارج البورصة عن طريق الوسطاء والسماسرة.

من خلال ما سبق يمكن استخلاص مكونات السوق المالية في الشكل الموالي.

[1] حسين عصام، **"أسواق الأوراق المالية (البورصة)"**، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2008، ص17-18.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

الشكل (3-3): مكونات السوق المالية



المصدر: من إعداد الطالب.

الفرع الثاني: مدخل إلى السوق المالية الإسلامية

يعتمد الاقتصاد الإسلامي على التمويل بالمشاركة، ما يجعله بالضرورة بحاجة إلى سوق مالية إسلامية تمد المؤسسات المالية والتجارية بالتمويل اللازم للمشروع، وتُقدم السيولة للمستثمرين الذين لا يستطيعون الاحتفاظ بأسهم المشاركة التي اشتروها، أو لا يرغبون في ذلك بحثاً عن الربحية.

أولاً: نشأة وتطور السوق المالية الإسلامية

بدأت تظهر فكرة إنشاء سوق مالية إسلامية منذ حوالي عقدين من الزمن، وطرح هذه الفكرة الدكتور **سامي حمود** وذلك في ندوة البركة الثانية في تونس عام 1984، حيث اقترح تداول الحصص الاستثمارية في حالات السلم والإيجار والمرابحة، واقترح فكرة إنشاء شركة مساهمة تابعة لبنك البركة البحريني الإسلامي تكون متخصصة في تمويل المرابحة وتكون أسهمها قابلة للبيع والشراء وفق أسعار معلنة مسبقاً على أساس محسوب تبعاً للعملية المنفذة والأرباح المستحقة[1]. وتم فعلاً ذلك في البحرين عام 1986 بتأسيس شركات مساهمة إسلامية، وعدة شركات استثمارية للأوراق المالية.

تواصلت التجارب بعد ذلك، في إنشاء سوق مالية إسلامية والتي بدأت تظهر بوادرها في إصدار عدد من البنوك الإسلامية لبعض أنواع الصكوك والشهادات، وبدأت المؤسسات المالية الإسلامية بالتعاون لإيجاد أدوات مالية مستمدة من الشريعة الإسلامية، تشكل أساساً لإقامة سوق مالية إسلامية.

[1] سليمان ناصر، "**السوق المالية الإسلامية-كيف تكون في خدمة النظام المصرفي الإسلامي**"، مجلة مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي، دورية ربع سنوية يصدرها مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر، القاهرة، العدد الحادي والعشرون، السنة السابعة، 2003، ص7.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

كما أكد المرحوم الدكتور **محمد سيد منـــاعي** هذه الفكرة، في بحث مقدم في ندوة عقدت بألمانيا سنة 1986 وأكد على تطوير أدوات مالية إسلامية جديدة وتـــأسيس سوق ثانوية لهذه الأدوات، وهو ما أعيد التركيز عليه في القاهرة سنة 1988 بضرورة إنشاء سوق مالية إسلامية لتـــسهيل عمليـــة انتقـــال واستثمار الأموال المشروعة في البلاد الإسلامية[1].

وقد كانت نتيجة هذه النداءات المتكررة صدور العديد من الأدوات المالية الإسلامية من صناديق استثمارية أو من بنوك إسلامية، حيث قامت العديد من الدول المؤسسات المالية الإسلامية بإصـــدار أوراق مالية إسلامية وطرحها للتداول، مثل سنـــدات السلم وسندات المقارضة في الأردن، شـــهادات القـــرض الحسن بماليزيا، شهادات المشاركة في باكستان وشهادات صناديق التمويل في السودان...وكذلك تأسيـــس السوق المالية الإسلامية العالمية في البحرين سنة 2002 التي تسعى أن تكون لاعباً فعالاً في تطوير ســـوق رأس المال وسوق النقد الإسلاميين، ومركز إدارة السيولة المالية سنة 2002 وهو شركة مساهمة بحرينيـــة حصل على ترخيص كبنك استثماري إسلامي والذي من بين مهامه مساعدة المؤسسات المالية الإســـلامية على إصدار الصكوك*...

ثانياً: مفهوم السوق المالية الإسلامية

يقصد بالسوق المالية الإسلامية بالمعنى الواسع مجموع المعاملات المالية في البلد المنضبطة مع أحكام الشريعة الإسلامية. أما مفهوم السوق المالية الإسلامية بالمعنى الضيق فيعني السوق التي يتم فيهـــا التعامـــل بالأوراق المالية المشروعة.

ثالثاً: مبادئ وضوابط السوق المالية الإسلامية

يوجد مجموعة من المبادئ والضوابط الشرعية العامة التي تميز السوق المالية الإسلامية وتجنبها مـــن الوقوع في الأزمات منها ما يلي:[2]

1. الالتزام بالضوابط الأخلاقية والشرعية : بشكل عام تَدَخل الإسلام بهيكل السوق حيث حرَّم كل عقد يؤدي إلى الربا والظلم والغرر والغبن والتدليس، وفلسفة الإسلام في ذلك أنها شروط أساســـية للمنافـــسة الكفؤة الشريفة، وبطبيعة الحال ينطبق هذا المبدأ على السوق المالية الإسلامية، أي السوق المنضبطة بالضوابط الشرعية، و لم يتدخل الإسلام بآلية السوق (العرض والطلب) لأنها من الحريات الطبيعية التي أقرتها الشريعة الإسلامية كشرط مكمل وكافي لأداء السوق بكفاءة.

---

[1] رايس حدة، **"دور البنك المركزي في إعادة تجديد السيولة في البنوك الإسلامية"**، مرجع سبق ذكره، ص471.

* سيتم التوسع فيهما في المطلب الثالث من هذا المبحث .

[2] أحمد محمد نصار،**"الأسواق المالية الإسلامية"**، تاريخ الإطلاع: 2010/06/05.
http://www.kantakji.com/fiqh/Files/Markets/135.doc.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

2. الاستثمار الحقيقي وليس الوهمي: في الأسواق المالية المعاصرة تكثر المضاربات غير الأخلاقية من بعض المتعاملين بالسوق المالي فيقومون بشراء الأوراق المالية وبيعها ليس بغرض الاستثمار أو الاسترباح ولكن بغرض التأثير على الأسعار لصالحهم وهذا ما يؤدي إلى ظهور ميول احتكارية في هذه الأسواق، لكن في السوق الإسلامية لا توجد مثل هذه المضاربات لأن الناظر في العقود الإسلامية يرى أنها عقود تهدف إلى الاستثمار الحقيقي وليس الوهمي كالمشاركات والبيوع والإجارات وغيرها من العقود، بالإضافة إلى ذلك فإن الإسلام قد حرَّم الاحتكار.

3. المساهمة الحقيقية في التنمية الاقتصادية: إن من شروط تحقيق قيمة مضافة في الاقتصاد أن تكون الاستثمارات فيه حقيقية، وهذا ما تتميز به الأسواق المالية الإسلامية، وهذا مبدأ مهم من مبادئ الاقتصاد الإسلامي، حيث أنه لا يوجد تناقض بين الأهداف الكلية للمجتمع في التنمية الاقتصادية وآلية تعامل الأفراد في السوق الإسلامية.

4. الإفصاح عن المعلومات بشكل دقيق وكافٍ ومتساوي: حيث أعطى الإسلام أهمية كبيرة لدور المعلومات في السوق، فحرَّم إعطاء معلومات غير صحيحة للمشتري، يقول الرسول صلى الله عليه وسلم "البيعان بالخيار ما لم يتفرقا فإن صَدقا وبينا بُورك لهما في بيعهما وإن كتما وكذبا محقت بركةُ بيعهما". فيجب إعطاء معلومات صادقة عن السلعة محل التعاقد، وبالتالي فإن تأسيس سوق مالي إسلامي يتسم بالإفصاح والشفافية هو أمر في غاية الأهمية.

رابعاً: مقومات إقامة سوق مالية إسلامية

لإقامة سوق مالية إسلامية يجب توافر المقومات الآتية: [1]

1. المال: وهو متوفر في الدول الإسلامية، لكنه يستثمر في غير بلاد المسلمين.

2. الأوراق المالية الإسلامية: لقد تكمن علماء المالية والاقتصاد الإسلامي من ابتكار وصياغة أدوات مالية إسلامية كبديل للأوراق المالية التقليدية المتداولة.

3. المؤسسات والشركات: التي تصدر الأوراق المالية عندما تكون في حاجة إلى تمويل إسلامي وإلى حماية من تلاعب المضاربين والمقامرين.

4. المؤسسات المالية الإسلامية وصناديق الاستثمار: والتي تستطيع أن تقوم بدور هام في دعم المعاملات في الأسواق المالية الإسلامية.

5. علماء الفقه الإسلامي وخبراء المال والأسواق والاقتصاد الإسلامي: الذين يجمعون بين علوم الفقه والعلوم الفنية التجارية، لأداء الأعمال الفنية وفق الضوابط الشرعية.

---

[1] حسين حسن شحاتة، " **المنهج الإسلامي لتشخيص ومعالجة أزمات سوق الأوراق المالية** "، مجلة الاقتصاد الإسلامي، الصادرة عن بنك دبي الإسلامي بدولة الإمارات العربية المتحدة، العدد 216، ربيع الأول 1420/ يونيو 1999، ص 13.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

بالإضافة إلى المقومات السابقة الذكر، يمكن إضافة المقومات الموالية:

6. وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي داخل الدولة: تعتبر هذه النقطة من أهم العوامل لجذب رؤوس الأموال وتحويلها.

7. الاهتمام بوسائل الإعلام ومراقبتها: تكوين الشركات وطرح الأدوات المالية لابد أن يكون مصحوب بإعلان مناسب حتى يعلم كل مستثمر وكل مدخر الفرصة التي قد تحتاج لتوظيف أمواله، وكذلك لابد من وجود مراقبة لهذه البيانات الواردة حتى يحافظ على مصلحة صغار المدخرين ويضمن استقرار الأسواق المالية الإسلامية.

وحتى يتم إنشاء سوق مالي إسلامي بمقوماته السابقة يتطلب الأمر ما يلي:[1]

1. إعادة صياغة القوانين التي تحكم أسواق الأوراق المالية القائمة في البلاد الإسلامية لتتفق مع قواعد ومبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية.

2. إصدار أوراق مالية جديدة كبديل للأوراق المالية الحالية والتي تبين أنها مخالفة للشريعة الإسلامية، وفي الفقه الإسلامي متسع لذلك.

3. وضع ميثاق لقيم المتعاملين في أسواق الأوراق المالية الإسلامية يتضمن الدوافع والزواجر (الثواب والعقاب)، حتى يمكن ضمان عدم انحرافهم عن شرع الله.

4. وضع ميثاق بين كافة الدول الإسلامية للتعاون والتنسيق بينهم في التعامل في أسواق الأوراق المالية الموجودة لديهم.

5. التوسع في إنشاء المؤسسات المالية الإسلامية (بنوك إسلامية- شركات استثمار إسلامية- صناديق استثمار إسلامية- شركات سمسرة إسلامية...) لدعم التعامل في أسواق الأوراق المالية الإسلامية.

الفرع الثالث: دور السوق المالية الإسلامية في الاقتصاد الإسلامي

أولاً: حاجة الاقتصاد الإسلامي إلى الأسواق المالية

الأسواق المالية هي إحدى أجهزة الوساطة المالية الهامة في الاقتصاديات المعاصرة، لأن هذا الجهاز يوفر للمستثمر الضمان والسيولة والربحية، والتوازن بين هذه الأهداف هو طموح أي مستثمر، وبشكل أخص بالنسبة للمستثمر في الاقتصاد الإسلامي، وذلك للأسباب التالية:

1. لكون الاقتصاد الإسلامي اقتصاد مشاركة وليس القرض فيه وسيلة تمويل، ولذلك كانت الأوعية التي تؤدي إلى تعبئة المدخرات بطريقة المساهمة في رأس المال والمشاركة في مخاطر الاستثمار وفي الأرباح، هي

[1] جمال لعمارة ورايس حدة، **"تحديات السوق المالي الإسلامي"**، الملتقى الدولي: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات-دراسة حالة الجزائر والدول النامية، بسكرة، الجزائر، 21-22 نوفمبر2006، ص8-9.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

مؤسسات ملائمة للاقتصاد الإسلامي ومناسبة لطبيعته لأنها توفر الصيغ التي تُمَكن من توفير الأموال للمستثمرين وتحقيق السيولة للمدخرين ضمن الحدود الشرعية[1].

2. لاعتماد نشاطات البنوك الإسلامية على الاستثمار وليس على الإقراض في توظيف فائض السيولة، ومن ثم يمكن أن تعلب الأسواق المالية الإسلامية دوراً في تحقيق الاستخدام الأمثل للموارد المالية المتاحة لبنك دون الإخلال بالتوازن المطلوب بين السيولة والربحية[2].

3. حاجة الصناعة المالية الإسلامية لتعميق وتوسيع سوق الأوراق المالية الإسلامية، مما يعود بالفائدة على جميع المؤسسات العاملة في الاقتصاد الإسلامي، ويجعل لها جاذبية أكبر في توفير التمويل المختلف الاحتياجات والآجال، وثمة علاقة إيجابية قوية بين تنمية سوق الأوراق المالية الإسلامية وتنمية البنوك، وكذلك فيما بين سيولة السوق والنمو الاقتصادي[3].

4. يضاف إلى ذلك مساهمة تكنولوجيا الإعلام والاتصال في تطوير نشاط السوق المالية الإسلامية من خلال استعراض اتجاهات الأسواق المالية العربية والأوربية ومعاملاتها المتوافقة مع الشريعة الإسلامية. وفي ظل النجاح يمكن أن ترتفع قدرة السوق الملية الإسلامية على تحدي مستويات المنافسة التي تفرضها الأسواق المالية المعاصرة.

ثانياً: دور وأهمية السوق المالية الإسلامية في النشاط الاقتصادي

أضحت السوق المالية الإسلامية ضرورة حتمية استلزمتها المعاملات الاقتصادية والمالية بين الأفراد والمؤسسات والشركات والحكومات، وتتبلور ضرورتها وأهميتها في خدمة النشاط الاقتصادي من خلال ما يلي:

1. تنمية المدخرات الوطنية عن طريق تشجيع الاستثمار في الأدوات المالية وتوجيهها نحو القطاعات الاقتصادية المختلفة على أسس كفؤة[4].

2. تحقيق المواءمة بين تفضيلات المدخرين والمستثمرين، حيث تمنح السوق المالية للمقترضين إمكانية الحصول على عوائد من خلال توظيف أموالهم، وفي المقابل تمنح للمقترضين فرصة الحصول على الموارد المالية اللازمة[5].

---

[1] إسماعيل أون، **"تطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا"**، ملتقى التجربة الماليزية في العمل المصرفي الإسلامي، الكويت، 9-12 مارس1997، ص221.

[2] نفس المرجع السابق.

[3] فياض عبد المنعم حسانين، **"آليات تطوير المنتجات والخدمات في صناعة الخدمات المالية الإسلامية"**، مؤتمر الخدمات المالية الإسلامية طرابلس، تونس، 29-30جوان 2008، ص89.

[4] نبيل خليل طه سمور، **"سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق(دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا)"**، رسالة ماجستير، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية غزة، فلسطين، 2007، ص30.

[5] جمال لعمارة ورايس حدة، **"تحديات السوق المالي الإسلامي"**، مرجع سبق ذكره، ص4.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

3. تساعد السوق المالية على منح قروض بشروط مناسبة وتكاليف قليلة بالمقارنة مع قروض البنوك، أو القروض الخارجية، فالبنوك التجارية لا تستطيع القيام بأعمال التمويل متوسط الأجل لأسباب منها المخاطرة، خاصة أن هذه البنوك ملزمة بقوانين وأنظمة البنك المركزي.

4. جذب الاستثمارات الأجنبية لتسهم في تسريع عملية التنمية الاقتصادية وتقليص الاعتماد على الاقتراض الخارجي.

5. تمكين الإدارة المالية من إدارة المخاطر وتوزيعها من خلال التفضيل الزمني لإيراداتها حسب الحاجة، بالإضافة إلى تنويع الاستثمارات والتوسع فيها.

6. تقديم أداة فعالة لمراقبة أداء القطاع الخاص لاسيما شركات المساهمة وتوفير طريقة لتبادل المعلومات حول فرص الاستثمار، الأمر الذي يزيد من ترشيد قرارات المستثمرين.

7. توفير جو المنافسة الضرورية لتأمين حرية المبادلات بفضل ما يسود السوق المالية من انتظام في التعامل ومعرفة الأسعار وكبر عدد المتعاملين، مما يؤدي إلى زيادة حجم المبادلات، وبالتالي تحقيق معدل نمو مقبول في النشاط الاقتصادي.

المطلب الثاني: دور التصكيك في إضافة أدوات ومؤسسات مالية إسلامية

يعتمد تطوير السوق المالية الإسلامية على أمرين، تطوير جانب العرض وذلك بتشجيع إنشاء شركات الأموال وخلق أدوات مالية جديدة، وتطوير جانب الطلب من خلال توفير الجو المناسب للمستثمرين، ويمكن لعملية التصكيك أن تساهم في ذلك من خلال إضافتها لأدوات ومؤسسات مالية جديدة.

الفرع الأول: دور التصكيك في إضافة أدوات مالية إسلامية

أصبحت السوق المالية الإسلامية من أهم مؤسسات الاقتصاد الإسلامي، إذ هي أداة مناسبة لجمع المدخرات وتوجيهها بطريقة فعالة نحو المشاريع الاستثمارية، وخاصة في ظل التوجه والاعتماد إلى الأسواق المالية كآلية للتمويل ضمن ما يسمى **باقتصاديات الأسواق المالية**. وتتكون السوق المالية الإسلامية بصفة أساسية من الممولين الذين يمثلون جانب العرض، والمستثمرين الذين بدورهم تمثلون جانب الطلب.

وتزخر الأسواق المالية في الدول الغربية بأنواع مختلفة من الأدوات المالية ذات المخاطر المتنوعة التي طُورت حتى تحقق رغبات وتفضيلات أكبر قدر من المتعاملين في هذه الأسواق في جانبي العرض والطلب.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

إن رغبات وتفضيلات المتعاملين في الأسواق المالية الإسلامية متباينة، لذا تحتاج إلى تنوع الأدوات المالية حتى يمكن تلبية أقصى قدر من رغبات وتفضيلات المتعاملين، من خلال العمل على تنويع الأدوات المالية وعدم الاقتصار على الأسهم فقط، لأن هذا يقلل من قدرة السوق على جذب المدخرات الكافية لغرض الاستثمار، ومن قدرة المؤسسات على اختيار هيكل التمويل المناسب.

وعليه يمكن توضيح الفوائد التي يمكن أن تقدمها منتجات التصكيك من جانبين:

أولاً: من جانب العرض

1. إن إصدار الصكوك أقل كلفة على المؤسسة من إصدار الأسهم لأن صاحب السهم يحصل على نصيب من الربح الناتج عن كامل نشاط الشركة، في حين أن صاحب الصك تدفع المؤسسة له عائد مرتبط بعائد المشروع المساهم فيه فقط. وهي أفضل من الحصول على الأموال من البنوك لأنها تشتري من الجمهور مباشرة بينما أموال البنك التي مصدرها مدخرات الجمهور يفرض البنك لنفسه جزءاً من عائد الوساطة المالية مما يزيد في تكلفة الإقراض.
2. تمتلك المؤسسة مجموعة من الأصول الصالحة التصكيك لتستفيد من سيولتها عند الحاجة عوض البحث عن مصادر تمويل أخرى تكون في الغالب مكلفة وأحيانا منعدمة أمام المؤسسات المالية الإسلامية في ظل الضوابط الشرعية التي تحكمها.
3. يؤدي إصدار المزيد من الأسهم إلى زيادة عرضها في السوق وبالتالي انخفاض قيمتها السوقية وهذا ما يؤثر على حملة الأسهم القدامى.

ثانياً: من جانب الطلب

يتمثل جانب الطلب في المستثمرين الذين يشترون الصكوك من السوق، وللمستثمرين تفضيلات لا تحقق إلا في أدوات مالية ذات عائد ثابت ومخاطر متدنية، فالكثير منهم يحبذ عائد متدني مقبول مقابل تجنب المخاطر، خصوصا في التمويل الإسلامي الذي يقوم على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة، وهذا ما تتيحه الصكوك الإسلامية[1].

[1] محمد علي القري بن عيد،"**الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها**"، مرجع سبق ذكره، ص6.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

الفرع الثاني: دور التصكيك في إضافة مؤسسات مالية إسلامية

يحتاج تطوير السوق المالية الإسلامية إلى وجود مؤسسات مالية تتخصص كل منها بأدوار تعد ضرورية لتطوير السوق المالية الإسلامية. ويمكن للتصكيك إضافة مؤسسات مالية من شأنها أن تساهم في عملية التطوير.

أولاً: الحاجة إلى مؤسسات مالية جديدة في السوق المالية الإسلامية

من بين المعوقات التي تقف دون تحقيق الأهداف المرجوة من الأسواق المالية، هو تزايد الاهتمام بالأسواق الثانوية على حساب الأسواق المالية الأولية، وهذا يؤدى إلى عدم اكتشاف الفرص الاستثمارية الجديدة وبلورتها في شكل مشروعات محددة مدروسة الجدوى، وضعف الاهتمام بإيجاد مؤسسات متعهدة الإصدارات الجديدة. لذا حتى يتم تطوير السوق المالية الإسلامية لا بد من الاهتمام بإنشاء العديد من المؤسسات والشركات لإدارة عملية الاكتتاب والتعهد بتغطية إصدارها، وتصنيف المؤسسات المشاركة في عملية التصكيك، ويعتبر ذلك المعيار الأساسي للحكم على نجاح عملية التصكيك وتطور السوق المالية الإسلامية.

وأهم المؤسسات المالية التي يمكن أن يضيفها التصكيك في هذا المجال هي:

ثانياً: الشركة ذات الغرض الخاص

هي الجهة التي تتولى مرحلة ما قبل إصدار الصكوك ومرحلة الإصدار وإدارة المشروع طوال فترة حياة هذا المشروع. والشركة ذات الغرض الخاص**SPV** لها مسؤولية محدودة يتم تأسيسها لغرض معين، إذ تنشئها بعض الشركات لتنقل إليها أصولها ومن ثم تبدأ الشركة ذات الغرض الخاص في إصدار الصكوك الإسلامية، وبعد ذلك يتم تصفيتها، وتتمثل فوائدها خلال الأزمات فيما يلي:[1]

1. إمكانية تأسيس شركة ووضع مجموعة من الأصول تحت مظلتها، وعلى أساسها يتم إصدار صكوك توفر للشركة السيولة.
2. إمكانية إصدار صكوك قابلة للتداول، وبيعها وشرائها وهو ما يشجع على إيجاد تمويل.
3. عند تأسيس الشركة **SPV** فإن الشركة التي تضع أصولها تحت مظلتها لا يكون لها أي سلطة عليها تتعلق بالبيع والشراء.
4. يمكن إصدار صكوك بعائد يتم احتسابه على أساس الأصول.

[1] جريدة الجريدة، "**ال S.P.V ...(ماراتون) التصكيك انطلق...وهناك رغبة في التحليق عالياً**"، العدد 591، الأربعاء 15 أفريل2009.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

ثالثاً: وكالات التصنيف

يعد التصنيف من العمليات الواجب توفرها لإتمام عملية التصكيك، إذ يتعين قبل البدء في إجراءات التصكيك التعرف على الجدارة الائتمانية لأطراف هذه العملية (البنك المنشئ، المصدر، المدين) وتقوم بهذه العملية وكالات متخصصة في التصنيف.

وأهم العمليات التي تقوم بها وكالات التصنيف ما يلي:[1]

1. التقديرات الدقيقة حول تقييم الدعم الائتماني والمخاطر الائتمانية لمحفظة الأوراق المالية للبنك المنشئ والمصدر.
2. إمكانية وفاء المصدر بأصل الدين والفوائد في تواريخ الاستحقاق للمستثمرين.
3. جدارة الشركة ذات الغرض الخاص في دعم عمليات الاكتتاب.
4. دراسة الجوانب القانونية للصفقة وملائمة هيكل التنظيم المعتمد لإتمام الصفقة.
5. الأداء التاريخي لمقبوضات الصك والتوقعات المحتملة لأزمات التضخم والركود.
6. تحديد السعر العادل للأوراق المالية المصدرة.

ومن أشهر وكالات التصنيف، شركة ستاندرد آند بورز(S&P -*standard and poors*) وموديز (*Moody*) و فيتش(*fitch*). كما وتوجد في الوقت الحالي وكالات تصنيف إسلامية تقدم إلى جانب ذلك خدمة تصنيف الجودة الشرعية، مثل: الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف ***IIRA***♦ ومقرها البحرين، وكذلك الوكالة الماليزية للتصنيف. ويعبر عن الجدارة الائتمانية برموز تبدأ من درجة الائتمان الممتاز AAA وTriple A وتنتهي بالتصنيف C الذي يشير إلى أدنى درجات التقييم. هذا وقد "منحت وكالة التصنيف ستاندرد آند بورز (s & p) أعلى تصنيفاتها وهي *AAA لبرامج الصكوك الذي يعتزم البنك الإسلامي للتنمية** إصدارها بقيمة 3.5بليون دولار، وعليه يكون البنك الإسلامي للتنمية قد حصل للمرة التاسعة على التوالي على أعلى التصنيفات الائتمانية من الوكالة للمدى الطويل وتصنيف A1+ للمدى القصير مع نظرة مستقبلية مستقرة حيث تستند هذه التصنيفات بشكل كبير إلى تمتع البنك بدعم قوي من المساهمين ومستويات مرتفعة جداً من رأس المال والسيولة ومحفظة

---

[1] زاهرة علي محمد بني عامر، **"التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية"**، مرجع سبق ذكره، ص78-79.

♦ **IIRA**: *international Islamic rating agency.*

* AAA: تصنيف يعني أن قدرة العميل على الوفاء بالتزاماته المالية قوية لأبعد حد، وأن وزن المخاطرة هو 0%.

** بدأ البنك نشاطه عام 1975م كمؤسسة تمويل دولية لدعم التنمية الاقتصادية والتقدم الاجتماعي للدول الأعضاء والمجتمعات الإسلامية بالدول غير الأعضاء وفقا لمبادئ الشريعة الإسلامية، ويعد البنك الإسلامي للتنمية إحدى مؤسسات التمويل متعددة الأطراف القلائل التي يتم تصنيفها من مؤسسات التصنيف الدولية الثلاث الرئيسية وهي ستاندرد آند بورز وفيتش وموديز بأعلى التصنيفات الائتمانية المتاحة إضافةً إلى ذلك حاز البنك على اعتماده كمؤسسة مالية تنموية متعددة الأطراف مؤهلة لوزن مخاطرة صفر من لجنة بازل للإشراف المصرفي والمفوضية الأوروبية. (أنظر: http://www.moheet.com/newsSave.aspx، تاريخ الإطلاع: 2010/09/14)

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

أصول جيدة"[1]. أما مجموعة البركة المصرفية قد أعادت وكالة التصنيف العالمية ستاندرد آند بورز تأكيد تصنيفها للالتزامات طويلة الأجل بدرجة فئة استثمار BBB-/ A-3 للالتزامات قصيرة الأجل مع توقع مستقبلي مستقر*[2].

ويبين الجدول التالي هذه الدرجات عند كل من الوكالتين S&P وMoody.

الجدول (3-3): درجات تقييم الائتمان عند وكالتي التصنيف S&P وMoody

وكالة التقييم	
S & P	Moody
AAA	Aaa
AA+	Aa1
AA	Aa2
AA-	Aa3
A+	A1
A	A2
A-	A3
BBB+	Baa1
BBB	Baa2
BBB-	Baa3
BB+	Ba3
BB	Ba2
BB-	Ba3
B+	B1
B	B2
B-	B3
CCC+	Caa1
CCC	Caa2
CCC-	Caa3
CC	Ca
C	C

المصدر: زاهرة علي محمد بني عامر، **"التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية"**، مرجع سبق ذكره، ص79.

[1] المصرفية الإسلامية، **"تثبيت التصنيف الإئتماني للإسلامي للتنمية عند AAA و A1+ للمديين الطويل والقصير"**، العدد8، 2009/12/01.

* شهدت نتائج الربع الأول من عام 2010 نموا مشجعا لمجموعة البركة المصرفية حيث حققت أرباحا صافية بلغت 48.3 مليون دولار، أي بزيادة قدرها 13 في المائة مقارنة بالربع الأول من عام 2009، كما بلغت إجمالي أصول المجموعة 13.7 مليار دولار في 31 آذار (مارس) 2010 مشفوعة بزيادة في ودائع العملاء والحسابات الأخرى. بينما بلغت حقوق المساهمين 1.7 مليار دولار في نهاية مارس 2010. (أنظر: http://www.cibafi.org/newscenter/، تاريخ الإطلاع:2010/09/14.)

[2] الشيخ صالح كامل، **"ستاندرد آند بورز تعيد تأكيد التصنيف الاستثماري لـ البركة المصرفية البحرينية"**، الموقع الرسمي للمجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، 2010/07/28. على الموقع http://www.cibafi.org/newscenter/. تاريخ الإطلاع: 2010/09/07.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

المطلب الثالث: المؤسسات المالية الداعمة لعملية التصكيك ودورها في إدارة السيولة

يتناول هذا المطلب أهم المؤسسات المالية الإسلامية التي لها دور بارز في نجاح عملية التصكيك وتسويق منتجاته، بالإضافة إلى أنها تشكل بيئة داعمة للعمل المصرفي الإسلامي، ويكمن دورها الإيجابي في تطوير البنية التحتية لعمل البنوك الإسلامية من أسواق ومؤسسات.

وأهم هذه المؤسسات المالية ما يلي:

الفرع الأول: السوق المالية الإسلامية الدولية

تأسست السوق المالية الإسلامية الدولية في البحرين لتوفير ما تحتاجه البنوك الإسلامية الدولية من سيولة ومنتجات مصرفية إسلامية. بفضل الجهود المشتركة من قبل بنك البحرين المركزي وبنك اندونيسيا المركزي وبنك السودان المركزي وهيئة لابوان للخدمات المالية الخارجية (ماليزيا) ووزارة المالية (بروناي دار السلام) والبنك الإسلامي للتنمية (المملكة العربية السعودية)[1] ووقعت الاتفاقية عام 2001 لإنشاء هذه السوق. تسعى إلى أن تكون لاعباً فعالاً في تطوير سوق رأس المال وسوق النقد الإسلامي، وخاصة أن سوق الصكوك الإسلامية في تطور مستمر منذ البدء بإصدارها، حيث تشير الإحصائيات إلى أنه قد تضاعف ثلاث مرات* بنهاية 2004.

لهذا السبب تسعى السوق المالية الإسلامية لتكون لها دور فعال في تطوير سوق رأس المال وسوق النقد الإسلامي وفي عمليات الإدراج المتبادلة، والدخول في تحالفات مع المؤسسات العالمية الفاعلة في مجال رأس المال، ومعالجة التحديات العملية والشرعية لإصدار الصكوك الإسلامية، وخاصة أنه سيركز على دور الصكوك الإسلامية في تنمية سوق رأس المال الإسلامي[2].

ويتمثل دورها في مجال التصكيك، في العمل على خلق أدوات استثمارية وإيجاد سوق ثانوية لمنتجات التصكيك، وهذا لمعالجة مشكلة السيولة لدى البنوك الإسلامية، حيث تنصب معظم نشاطات هذه الأخيرة في التعامل في السلع بينما هناك أدوات استثمارية عديدة متاحة أمامها كالصكوك الإسلامية التي تعتبر من بين الأدوات الواعدة في مجال إدارة السيولة المصرفية. "لذا تنصب جهود السوق المالية الإسلامية الدولية في جذب كل المؤسسات ذات العلاقة خصوصاً المؤسسات المالية الإسلامية المهتمة بمسائل تطوير سوق الأوراق المالية إلى هذه السوق"[3].

---

[1] صحيفة الوقت البحرينية، **"نبذة عن السوق المالية الإسلامية الدولية"**، العدد1509، 2010/05/09.

http:// www.alwaqt.com/art.php?aid=205670.

* سيتم دراسة تطور الصكوك وواقع في المبحث الأول من الفصل الموالي.

[2] سامر مظهر قنطقجي، **"مؤسسات البنية التحتية للصناعة المالية الإسلامية"**،2006، ص29.

http: / / www.kantakji.org.

[3] أسامة عبد الحليم الجورية، **"صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد"**، مرجع سبق ذكره، ص190.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

الفرع الثاني: مركز إدارة السيولة الإسلامية

مركز إدارة السيولة هو شركة بحرينية تأسست في 2002، حصلت على ترخيص كمصرف استثماري إسلامي، تهدف إلى تمكين المؤسسات المالية الإسلامية من إدارة سيولتها من خلال استثمارات قصيرة ومتوسطة الأجل وفقاً لمبادئ الشريعة الإسلامية، ومعالجة مشكلة زيادة أو نقص السيولة لدى تلك المؤسسات باستخدام منتجات التصكيك الإسلامي وتشجيع التعامل مع مركز إدارة السيولة. كما يساهم في وضع خطط إستراتيجية لإدارة السيولة والتقليل من مخاطرها والموازنة بين موارد البنك واستخداماته[1].

ويعد أحد المساهمين بفاعلية في سوق الإصدارات الأولية للصكوك، وذلك من خلال ترتيب هذه الإصدارات أو العمل كمستشار، كما يعمل على تطوير سوق ثانوية نشطة للصكوك الإسلامية متوافقة مع الشريعة الإسلامية، وذلك لتسهيل إدارة السيولة في المؤسسات المالية الإسلامية[2].

هذا، وأطلق مركز إدارة السيولة المالية بالبحرين في أكتوبر 2005 موقعه على الإنترنت الذي يُعنىَ بتسجيل ورصد حركة العرض والطلب على الصكوك، وذلك لتطوير قطاع الصيرفة الإسلامية وتوسعة السوق الأولي والثانوي بغية تنمية السوق المالية الإسلامية. كما يقوم بعرض مؤشرات أسعار مجموعة منتقاة من الصكوك المسجلة[3]. وفيما يلي بعض إصدارات هذا المركز:[4]

1. قام مركز إدارة السيولة المالية بإصدار الصكوك للعديد من المؤسسات المالية الإسلامية، كبنك الاستثمار الإسلامي الأول بطرح أول إصدار له بقيمة 75 مليون يورو في 2006/10/03 والذي عرف باسم **فرسان يورو**، مشيراً إلى أن الاكتتاب في الصكوك فائق التوقعات بقيمة 25 مليون يورو.
2. اختار مرفأ البحرين المالي مركز إدارة السيولة المالية لإدارة عملية تمويل المرحلة الأولى من مشروع المرفأ، والتي تشمل البرجين والمجمع المالي وبيت المرفأ والبالغة تكلفتها 250 مليون دولار، حيث يقوم المركز بإدارة وتنظيم عملية التمويل الإسلامي، حيث تم إصدار صكوك إجارة لمدة 5 سنوات تستحق الدفع في 2010، وتقدم عائدات فصلية.
3. كما زاد المركز ومصرف الإمارات الإسلامي القوة الهامة لعائدات صكوك **أريبكو** لشركة مشروع الأهلية للعقارات، وهي صكوك مستمرة لسنتين مع معدل ربح 8% واجب الدفع كل نصف سنة.

---

[1] سامر مظهر قنطقجي، **"مؤسسات البنية التحتية للصناعة المالية الإسلامية"**، مرجع سبق ذكره، ص36.

[2] *Abdul Rais Abdul Majid, "**Development Of Liquidity Management Instruments: Challenges And Opportunities**", International Conference on Islamic Banking: Risk Management, Regulation and Supervision, Sept 30- to October 3, 2003, p4.*

[3] سامر مظهر قنطقجي، **"مؤسسات البنية التحتية للصناعة المالية الإسلامية"**، مرجع سبق ذكره، ص36.

[4] أسامة عبد الحليم الجورية، **"صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد"**، مرجع سبق ذكره، ص188.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

4. نظم المركز عرض صكوك مشـــاركة مدينة **لاكون**، كجزء من مـــشروع مدينـــة **خـــيران يـــيرل** الأوســـع.

5. أعلن المركز عن اختتام أضخم إصدار في الكويت سنة 2006 لصالح الشركة القابضة الأهلية التابعـــة لمدينة **لاكون** والبالغة 200مليون دولار.

الفرع الثالث: الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف

تأسست الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف(IIRA)* كشركة مساهمة مقرها البحرين، برأسمال مصرح قدره 10 ملايين دولار بدعوة من البنك الإسلامي للتنمية في المنامة عام 2000، ويمتلـــك منـــها 42% من رأسمال الشركة. وتتوزع النسبة المتبقية على عدد من الشركات والمؤسسات المالية ووكـــالات التصنيف[2]. وتتمثل مهمتها في إدخال معايير الحوكمة لشفافية أكبر في المـــصرفية الإســـلامية. ومـــساعدة العملاء على فهم وإدارة المخاطر مع الامتثال لمبادئ الشريعة الإسلامية[3].

أنشـــأت الوكالة للقيام بأعمال البحوث والتحليل والتقييم والمتعلقة بالأدوات الماليـــة الإسلامية لإتاحة استخدامها من قبل أي شخص أو كيان بما في ذلك المستثمرين وشـــركات التـــأمين والوكـــالات الحكومية والمؤسسات المالية والباحثين وغيرهم، وهي تهدف إلى:[4]

- مواصلة أعمال تحليل البحوث، التصنيف، التقييم، .
- إجراء تقييم مستقل وإبداء الرأي عن خسائر الكيان أو الأداة الماليـــة المصنفة المحتملة مسبقاً.
- أن تكون أداة فعالة لإدخال معايير تحقق المزيد من الإفصاح والشفافية.
- المساهمة في تعزيز سوق رأس المال الإسلامية الدولية والأدوات المالية الإسلامية.

وبناءً على ما سبق فـــالهدف من إنشاء الوكالة هو مساعدة البنوك الإسلامية على تنمية أعمالهـــا وطرح أوراقها في السوق المالية، بعد أن تتمكن من الحصول على تصنيف دولي من قبل الوكالة، كما أنهـــا

---

* يختلف التصنيف الائتماني عن التصنيف الشرعي، فالتصنيف الائتماني هو تقويم قدرة المؤسسات المالية الإسلامية سواء البنوك أو الـــصناديق والمحـــافظ الاستثمارية أو شركات التأمين التكافلي على الوفاء بالتزاماتها اتجاه الغير وقوة ملاءتها المالية. أما التصنيف الشرعي فهو لا يتعلق بالملاءة أو القدرة الماليـــة للمؤسسة أو النوعية الائتمانية للورقة المالية ولا بالكفاءة الإدارية، وإنما يختص بإصدار رأي مستقل الأداء الشرعي، من حيث الالتزام بأحكام ومبـــادئ الشريعة الإسلامية، وتوافر الصفات المحققة لهذا الغرض سواءً في آليات الضبط الشرعي، أو إجراءات ومراحل التدقيق الشرعي الداخلي.

- للمزيد من التفصيل، أنظر: عبد الستار أبو غدة، **"تصنيف المصارف الإسلامية ومعايير الجودة الشاملة"**، المؤتمر الرابع للـــهيئات الـــشرعية، هيئـــة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 3-4 /2004/10.

[2] سامر مظهر قنطقجي، **"مؤسسات البنية التحتية للصناعة المالية الإسلامية"**، مرجع سبق ذكره، ص38.

[3] *Tariqullah Khan And Dadang Muljazan, "**islam financial architecture risk management and financial stability**", king fahad national library cataloging in publication data.2006, p268.*

[4] *Ibid.*

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

تضفي الشفافية المطلوبة على أعمـــال المؤسسات المالية الإسلامية وتمكنها من تقييم حجم المخـــاطر الـــتي تواجهها.

الفرع الرابع: شركة رساميل للتصكيك

هي شركة مساهمة كويتية مقفلة بدأت أعمالها في 2006/01/04 لتكون أول شركـــة كويتيـــة من نوعها تتخصص في أنشطة التوريق والهيكلة المالية التي باتت من أكثر القطاعـــات جاذبية للمـــستثمرين على المستويين المحلي والعالمي. تعمـــل على زيادة الوعي بمفهوم التوريق الذي يعتمد على تسييل الأصـــول لإعادة توظيف أموالها وتوزيع المخاطر الاستثمارية على قاعدة عريضة من المستثمرين.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

خلاصة الفصل الثالث

بعد التعرض في هـذا الفـصـل إلى دور التـصكيك ومنتجاتـه في إدارة سيولـة البنـوك الإسـلاميـة، تم التوصل إلى أنه يمكن للتـصكيك ومنتجاتـه المسـاهمة في إدارة السيولة بـالبنوك الإسلاميـة من خلال دوره في توظيف فـائض السيولة في الصكوك الاستثمـارية المتنوعة من صـكوك إجارة ومضاربـة، ومشاركة، سلم واستصناع...بما يحقق معدلات ربحية مقبولـة وتجنب البنوك الإسلامية تجميد الأمـوال وتكلفتها، وبوجود التصكيك ستعمل البنوك الإسلامية على الـدخول في اسـتثمارات متوسطة وطـويلة الأجل والتوسع فيها عوض الاعتماد على التمويل قصير الأجل وخصوصاً الاعتماد على صيغة المرابحة بنسب كبيرة. وعند حاجتها للسيولة أو لما ترغب في توزيع مخاطر الائتمان تقوم بتـصكيك جزء من تلك الاستثمارات القائمة على أصول حقيقية والمدِرة للدخل من خلال تحويل تلك الأصـول إلى أوراق مالية على جملـة عريضة من المستثمرين.

كما يساهم التصكيك في إدارة السيولة من خلال استعمال منتجاتـه والمتمثلـة في الـصكوك كوسيلة للاستفـادة من تسهيلات المقرض الأخير للسيولة –البنـك المركـزي- وكـأداة مـن أدوات السيـاسة النقدية والمالية للدولة بهدف التأثير على حجـم السيولة المتداولة في البلاد ولتـوفير الـسيولة اللازمـة للبنوك الإسلامية بـاستخدام الصكوك كبديل عن آليـة خصم الأوراق التجـارية وضـمن عمليات السوق المفتوحة، وكوسيلة تمويلية حكومية للمشاريع الضخمة والتنموية وإدارة الـسيولة علـى المستوى الكلي.

أما بالنسبة للأسواق المالية الإسلامية، سيساعد التصكيك البنوك الإسلامية على قابلية تـسييـل موجوداتها والاستفادة من سيولـة الأسواق المالية الإسلامية من خلال توفيره لأدوات مـالية إسـلامية - الصكوك الإسلاميـة- يمكن تداولها في السوق الثانـوي، وكذا مسـاهمته في إضافة مؤسسات ماليـة إسلامية من الشركة ذات الغـرض الخاص، هيئات التصنيف والرقابـة الشرعية، وشركات متخصصة في التصكيك ومنتجاته كشركة رساميل للهيكلة المالية، مركز إدارة السيولة الإسـلامية والـسوق الماليـة الإسلامية الدولية...وهذا كله من شأنه أن يدعم وتطور مؤسسات البنية التحتية للنظـام المالي الإسلامي.

والفصـل الموالي سيحاول استعراض تطـور وواقع الصكوك الإسلاميـة، بالإضافة لاستعراض تجارب بعض الدول الرائدة في إصدار الصكوك واستخدامها كأداة لإدارة السيولة على المـستوى الكلـي والجزئي.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

تمهـــيد

تناول الفصل الأول إدارة السيولة المصرفية، بداية بأساليب إدارة السيولـــة بالبنـــوك التقليديـــة وصولاً إلى معوقات إدارتهـــا بالبنك الإسلاميـــة، في حين خصص الفصل الثاني لـــسرد وتبيـــان أهميـــة التصكيك الإســـلامي ومزاياه الاقتصادية وعرض منتجاتـــه الإسلامية، وتم التوصـــل إلى ضرورة عمـــل البنوك الإسلامية بهذا الابتكـــار للاستفـــادة من مزاياه الاقتصاديـــة. أما الفصل الثالث فحاولنا فيه تبيان ما يكمن أن يضيفه التصكيك ومنتجاته للبنوك الإســـلامية لإدارة سيولتها من تفعيل الاستثمـــار طويـــل الأجل وتوزيع مخاطر السيولة والائتمان، توفير أدوات بديلة لخصم الأوراق التجارية وعمليـــات الـــسوق المفتوحة وتطـــوير الأسواق المالية الإسلامية.

وهذا الفصل مخصص لمعرفة واقع ومستقبل صناعة الصكوك وأهم التحديات التي يجب الأخذ بهـــا لضمان نمو هذه الصناعة، ثم محاولـــة عرض تجارب دولتين في مجال استخدام منتجـــات التصكيك ضـــمن أدوات إدارة السيولة بالبنوك الإسلامية. تجربة ماليزية رائـــدة ومتطورة مدعومة بوجـــود مؤسسات البنية التحتية القوية التي تعمل على رقي الصناعة المالية الإسلامية وتطويرها على المستوى المحلي والدولي. وتجربـــة سودانية وإن كانت ليست بالرائدة والمتطورة إلا أنهـــا تجربة ناجحة نظراً للبيئة الاقتصادية والمصرفيـــة التي تعمل وفق المنهج الإسلامي. الأمر الذي استدعى منها ابتكار أدوات نقدية ومالية لإدارة السيولة وتطـــوير السياســـة النقدية وزيادة فعاليتها لتتماشى وفق أدبيـــات النـــظام المـــالي الإسلامي.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

المبحث الأول: واقع وآفاق صناعة الصكوك الإسلامية

تعتبر الصكوك الإسلامية من أبرز المنتجات التي ابتكرتها الهندسة المالية الإسلامية، والتي ما إن طرحت في أسواق المال حتى لقيت رواجاً كبيراً، وهذا المبحث يدرس تطور هذه الصكوك والعوامل التي ساعدت على ذلك، وكذا أثر الأزمة المالية العالمية على صناعة الصكوك، ودور هذه الصناعة في علاج مشكلة جفاف السيولة بالأسواق، إضافة إلى أبرز العقبات التي تواجه تطور الصكوك الإسلامية.

المطلب الأول: تطور حجم الصكوك الإسلامية

تشهد أدوات الاستثمار الإسلامي انتشاراً واسعاً لا يقتصر على العالم العربي والإسلامي فحسب، بل أصبحت هذه الأدوات المنسجمة مع الشريعة الإسلامية متاحة للجميع، إذ تسعى العديد من الدول إلى الاستفادة منها، وهي في تطور مستمر منذ بدأ العمل بها.

الفرع الأول: إصدارات الصكوك والمؤسسات المالية الإسلامية

يشهد سوق الأدوات المالية رواجاً واسعاً في السنوات الأخيرة، ويرى صندوق النقد الدولي أنه نظراً لفيض السيولة الذي أغرقت به المؤسسات المالية الإسلامية بفضل ارتفاع أسعار النفط، تسعى هذه المؤسسات إلى العثور على فرص لتوظيف رأسمالها الفائض في استثمارات تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، وبالمثل هناك إقبال متزايد من صناديق التحوط ومؤسسات الاستثمار التقليدي على الأوراق المالية الإسلامية سعياً لزيادة العائد و تنويع الاستثمارات. أدى ذلك إلى طفرة في معاملات التوريق الإسلامي (التصكيك) تمخضت في زيادة إصدارات الصكوك بمقدار أربعة أضعاف من 7.2 مليار دولار في عام 2004 إلى 27 مليار دولار في عام2006[1].

ويعلل أحد الباحثين أسباب النمو الملحوظ في الصكوك الإسلامية التي شهدت نمواً كبيراً في الآونة الأخيرة بعدة نقاط، أهمها ما يلي:[2]

1. الانتعاش الاقتصادي الذي عرفته المنطقة العربية على وجه العموم والانتعاش الذي تعرفه دول الخليج على وجه الخصوص هو أحد أهم الأسباب التي أدت إلى ذلك النمو وخاصة الانتعاش

---

[1] آندي جويست وأخرون، **"التمويل الإسلامي يشهد توسعا سريعا"**، نشرة صندوق النقد الدولي، إدارة النظم المالية وأسواق المال بصندوق النقد الدولي، 2007/09/19.

http:// www.imf.org/external/arabic/pubs/ft/survey/so/2007.

[2] الهيئة الإسلامية العالمية للاقتصاد والتمويل، **" مزايا جديدة للصكوك الإسلامية كأدوات استثمار وتمويل"**، 2007، على الموقع الرسمي للهيئة: *http://www.iifef.com/node/592*، تاريخ الإطلاع: 2010/10/23.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

في مجـــال العقار الذي يُشكل ركيزة أساسية للاستثمار الإسلامي باعتبار الاستثمارات الإســـلامية تتمركز حول وجود أصول داعمة لهذا النوع من الصكوك.

2. زيادة السيولـــة واتجاه الأفراد للاستثمارات في المنطقة لها تأثير كبير على النمو.
3. الانتشار الملحوظ للبنوك في السنوات الخمس الأخيرة وبالذات البنوك الإسلامية وزيادة اهتمامهـــا بالصكوك من أحد أسباب نمو حجم الصكوك الإسلامية.

كما يرى صندوق النقد الدولي* أن الطلب الحالي قد يتضمن عنصراً دورياً نـــاشئاً عن الإيرادات النفطية في دول مجلس التعاون الخليجي، فإن هذا الطلب يأتي مكملاً لاتجاه صعودي طويل الأجل في الطلب على الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية. فسوف يظل إصدار الصكوك من الخيـــارات المفـــضلة لتمويل المنتجات المهيكلة في هذه الأسواق. وإضافة إلى ذلك بدأت صناديق التحوط ومؤسسات الاستثمار التقليدي في الطلب على الصكوك، إما لأغراض زيادة العائد أو تنويع الاستثمار[1].

أما بالنسبة لحصة المؤسسات المالية الإسلامية من الحجم الكلي لإصدارات الصكوك عالمياً فقـــد وصلت في عام 2003 إلى 58%، في حين كان نسبة الحكومات 42%، و لم يكن للشركات نصيب مـــن الإصدار في تلك الفترة. وفي عام 2007 انخفضت نسبة المؤسسات المالية إلى 42% والحكومات إلى 3%، وارتفع نصيب الشركات ليصل إلى 58% من حجم الإصدار الكلي[2].

الفرع الثاني: تطور حجم الصكوك الإسلامية

يتناول هذا الفرع تطـــور الصكوك حتى عام 2007 من حيث الحجم، أكبر الدول المصدرين لها وكذا أسرع أنواع الصكوك تطوراً.

أولاً: تطور حجم الصكوك حتى 2007

برزت الصكوك الإسلامية كواحدة من أهم الأدوات الاستثمارية الإسلامية لحـــد الآن، حيـــث بلغت أحجام الإصدارات العالمية من الصكوك الإسلامية في نهاية العام 2007 مبلغ 97.3 مليـــار دولار، جاءت غالبيتها من ماليزيا والخليج العربي. وازداد حجم الإصدار الكلي للـــصكوك في أوروبـــا والـــشرق الأوسط وإفريقيا وآسيا بنسبة 71% ليبلغ 32.65 مليار دولار عام 2007 مقارنة بعام 2006[3]. وارتفـــع

---

* وفي هذا السياق، يستقبل صندوق النقد الدولي عددا متزايدا من طلبات المشورة الفنية في إطار عمله الموسع بشأن إدارة مخاطر الالتزامـــات الـــسيادية وتطوير أسواق رأس المال، وقد قدم المشورة بالفعل لعدد من البلدان الأعضاء بشأن إصدار الصكوك كبديل لأدوات التمويل الأكثر تقليدية. ومن المتوقع أن يزداد التوسع في سوق الصكوك مع ارتفاع الطلب وتوحيد معايير الأوراق المالية الإسلامية. (أنظر: **"الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة"**، صـــحيفة الوقت البحرينية، العدد650، 2007/12/02).

http://www.alwaqt.com/art.php?aid=87137.

[1] آندي جويست وأخرون، **"التمويل الإسلامي يشهد توسعا سريعا"**، مرجع سبق ذكره.

[2] التقرير الشهري لشركة سبائك، **"صكوك الإجارة من بين أكثر أنواع السندات نمواً في العلم"**، جوان 2008. (بتصرف)

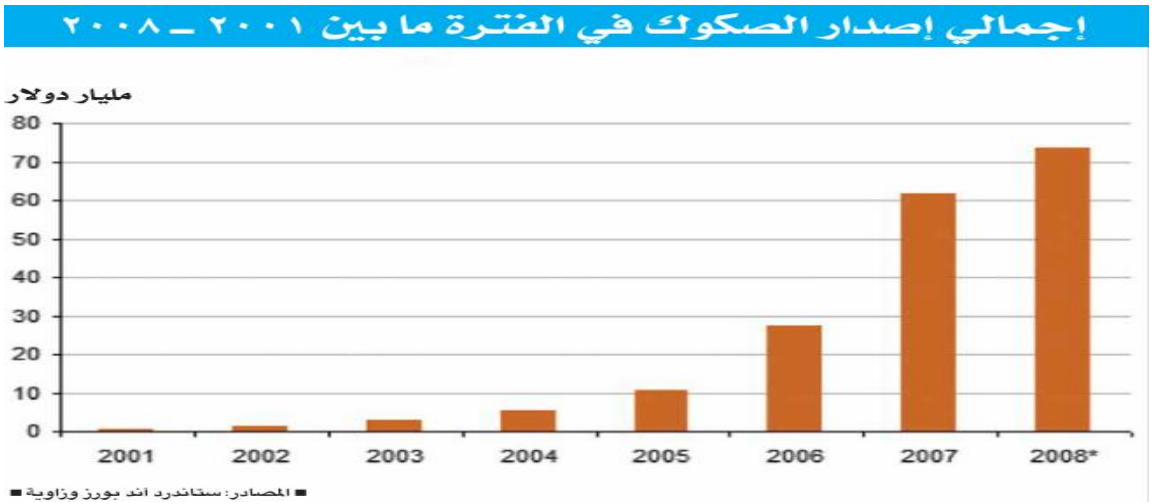
[3] أشرف محمد دوابه، **"إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية"**، مرجع سبق ذكره، ص2.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

عدد إصدارات الصكوك من 109 عام 2006 إلى 119 عام 2007، بينما زاد متوسط حجم الصفقات من 175 مليون دولار عام 2006 إلى 270 مليار دولار عام 2007[1]، حيث تم إصدار الحصة الأكبر من الصكوك في قطاع الخدمات المالية، وبلغت 31% من الحجم الإجمالي، تلتها العقارات بنسبة 25%، والطاقة والخدمات بنسبة 12 في المائة. وفي الوقت نفسه عززت صكوك المشاركة مركزها كبنية الصكوك المهيمنة من ناحية حجم الإصدار، بإصدارات بلغت 12.9 مليار دولار، تلتها صكوك الإجارة بإصدارات بلغت 10.13 مليار دولار، لكن صفقات صكوك الإجارة المصدرة وصلت إلى 54 مقارنة بـ 22 إصدارا لصكوك المشاركة.

وفيما يلي تطور حجم الصكوك الإسلامية عالميا خلال الفترة من 2001 إلى 2008*:

الشكل (4-1): تطور حجم الصكوك الإسلامية عالميا (2001-2008)



المصدر: عدنان رزان، "**25 مليار دولار حجم الصكوك المتوقع إصدارها في عام2008**"، جريدة القبس الكويتية، السنة 37، العدد12681، 2008/09/16.

من خلال الإحصائيات المتوفرة والشكل السابق الذي يبين تطور حجم الصكوك الإسلامية من 2001 إلى غاية2007 والحجم المقدر لسنة 2008 يستخلص الآتي:

1. حجم الإصدار الكلي للصكوك في تزايد مستمر.
2. ارتفع عدد إصدارات الصكوك الإسلامية من 109 سنة 2006 إلى 119 سنة 2007.
3. غالبية الإصدار كان لدولة ماليزيا ودول الخليج العربي.
4. الحصة الأكبر لإصدار الصكوك كانت لقطاع الخدمات المالية بنسبة 31%.

[1] *Andreas jobast and others , "**Islamic bond issuance-what sovereign debt managers need to know** ", , international monetary fund working paper, july 2008, p4.*

* بالنسبة لحجم الصكوك في عام2008 فهو تقديري، وسيتم دراسته في المطلب الموالي المخصص لأثر الأزمة المالية العالمية على سوق الصكوك الإسلامية.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

ثانياً: أكبر الدول المصدرة للصكوك في العالم

هذا، وفيما يلي أكبر المصدرين للصكوك في العالم.

الشكل (4-2): أكبر الدول المصدرة للصكوك في العالم.

المصدر: معبد علي الجارحي وعبد العظيم جلال أبوزيد، **"أسواق الصكوك الإسلامية وكيفية الارتقاء بها"**، ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقويم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، 10-11 جمادى الثاني 1431 الموافق 24-25 ماي 2010، ص11.

من خلال الشكل السابق يتبين أن تاريخ الصكوك بدأ في ماليزيا منذ عام 2002 ونما حجم إصدارها بمعدلات مرتفعة، واستمرت ماليزيا في الاحتفاظ بمركز المقدمة بين مصدري الصكوك حتى عام 2006. وذلك راجع للخبرة التي اكتسبتها ماليزيا وتطور قطاعها المالي الذي ساعدها كثيراً في احتلال هذا المركز والسبق في الإصدار. وفي عام 2006 تمكنت الإمارات من الوصول إلى المقدمة وتفوقت على ماليزيا* بفارق قليل، وجاءت السعودية بعد ماليزيا في الترتيب بفارق كبير. وفي عام 2007 بقيت الإمارات في الصدارة وبفي الفارق بينها وبين ماليزيا قليل بحوالي اثنان مليار دولار، كما حلت الكويت محل السعودية في المركز الثالث. ولكن في عام 2009 عادت دولة ماليزيا** لاحتلال الصدارة.

ثالثاً: الصكوك الأسرع نمواً في العالم

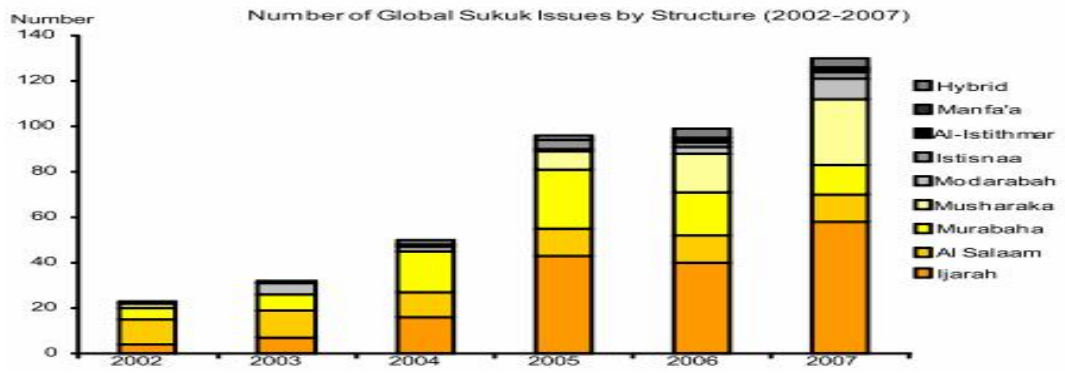
بالنسبة للصكوك الأسرع نمواً في العالم فهي صكوك الإجارة وتليها صكوك المشاركة والمضاربة، مثلما هو موضح في الشكل الموالي:

* من بين الأسباب التي أثرت على حجم الإصدار في ماليزيا بعد سبب أزمة الديون العقارية الرديئة في العالم، هو أن الصكوك الماليزية بدأت في الغالب مبنية على البيوع العينة المحرمة وبيع الدين، وقيل لتبرير ذلك حينئذ أن المذهب الشافعي يسمح ببيوع العينة. (أنظر: معبد علي الجارحي وعبد العظيم جلال أبوزيد، **"أسواق الصكوك الإسلامية وكيفية الارتقاء بها"**، ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقويم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، 10-11 جمادى الثاني 1431 الموافق 24-25 ماي 2010، ص10).

** سيتم التوسع في هذا المجال أكثر في المبحث الثالث المخصص لعرض تجربة دولة ماليزيا.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

الشكل (4-3): الصكوك أسرع نمواً في العالم



ref: *zawya, "**collaborative sukuk report**", 2010, p104.*

المطلب الثاني: تداعيات الأزمة المالية العالمية على سوق الصكوك الإسلامية

ما تزال الأزمة المالية العالمية التي تطورت إلى أزمة اقتصادية عالمية ناشبة بأخطارها في اقتصاديات دول العالم الصناعية والنامية على وجه سواء، غير أن الصناعة المالية الإسلامية كانت أقل تأثراً بهـــا*. وفي هذا المطلب سيتم التعرف على أثر الأزمة المالية العالمية على صناعة الصكوك، ودور هذه الأخيرة في معالجة آثار الأزمة.

الفرع الأول: أثر الأزمة المالية العالمية على سوق الصكوك

أولاً: من حيث حجم الإصدار

في ظل الأزمة المالية العالمية ومع تفاقم حالة الركود العالمي على كافة دول العالم، انخفض الطلـــب على الأصول المساندة للصكوك، مما انعكس على العوائد المتوقعة لهذه الصكوك. أما بالنسبة لسوق الصكوك الإسلامية فقد "واجه كغيره من أسواق الدين صعوبات كبيرة عام 2008، أبرزها تداعيـــات الأزمة المالية العالمية وارتفاع كلفة الاقتراض والخســـائر الضخمة التي تكبدها المستثمرون جراء انهيار أسعار الأصـــول المالية والعقارية. إذ واجه إصدار الصكوك الإسلامية تحديات غير مسبوقة عام 2008. فمن نمو كبير بلـــغ 71% عام 2007 (33.5 مليار دولار تقريبا)، تراجع في عـــام 2008 بأكثر من 50% ليبلغ 15.1 مليـــار دولار فقط"[1]. ليعود للارتفاع مع بداية عام 2009 كما يوضح الشكل الموالي.

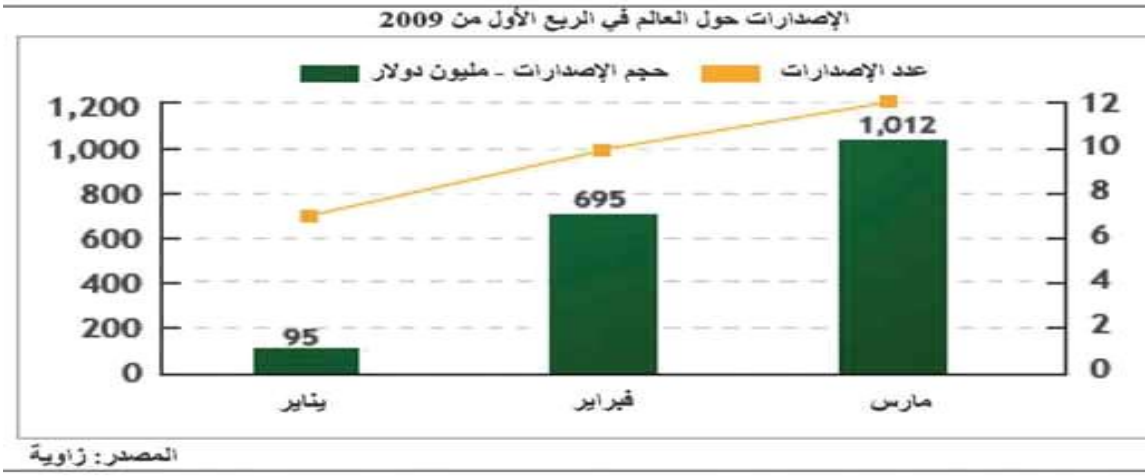
---

* حيث أشارت منظمات ومؤسسات مالية دولية، كصندوق النقد الدولي والبنك العالمي وميريل لينش ومؤشرات داوجونز الإسلامية إلى أن مؤسسات التمويل الإسلامي كانت أقل تأثراً بالأزمة المالية، ذلك أن جوهر الأسباب المؤدية إلى الإعسار المالي هو التوسع في منح الائتمان، والمتـــاجرة بـــالقروض وخلق الودائع بنسب مفرطة والتعامل بالمشتقات المالية القائمة على المقامرة والمراهنة، والدخول في عمليات استثمارية ذات مخاطر عالية لا تتناسب وقدرة تحمل المؤسسات التمويلية، ولا تتسق وتتصنيفها الائتماني. في حين تقوم المؤسسات المصرفية والتمويلية الإسلامية على حظر المتاجرة بالقروض واعتمـــاد مبدأ العدل بتقاسم المخاطر بين البنك والعميل، وتحريم الربح دون مخاطرة، وتوخي المعايير الأخلاقية في المعاملات...(أنظر: مصطفى العرابي، **"تـــداعيات الأزمة المالية العالمية على المصارف الإسلامية"**، مجلة بحوث عربية اقتصادية، العدد51، صيف2010، ص10.)

[1] عبد القوي ردمان محمد عثمان، **الصكوك الإسلامية و إدارة السيولة**، المؤتمر الرابع للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، دمشق،سوريا، جويليـــة 2009.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

الشكل (4-4) : الإصدارات حول العالم في الربع الأول من سنة 2009

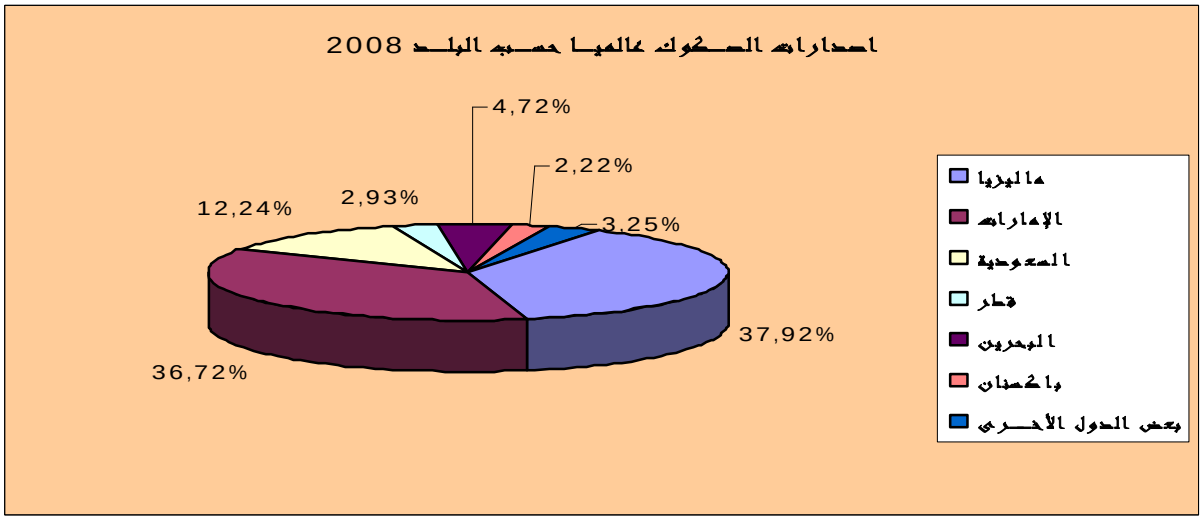


المصدر: عبد القوي ردمان محمد عثمان، **الصكوك الإسلامية و إدارة السيولة**،مرجع سبق ذكره.

هذا، وتعتبر سنة 2009 عام عودة نمو الصكوك خصوصاً بعد أن شهدت صناعة الصكوك نكسة في عام2008، بسبب الأزمة المالية العالمية التي عصفت بقطاع المال وأسواق الائتمان على حد سواء. فحسب وكالة التصنيف الائتماني العالمية ستاندرد أند بورز "شهد عام 2009 إصدار صكوك بقيمة 23.3 مليار دولار مقابل 15.5 مليار دولار عام2008، أي بنسبة نمو تقارب 34%. كما سجل عام 2009 أكبر رقم في تاريخ الإصدارات بعد عام2007. وبذلك يكون سوق الصكوك الإسلامية قد تجاوز 110 مليارات دولار"[1].

ثانياً: من حيث أكبر الدول إصداراً للصكوك خلال فترة2009/2008

الشكل (4-5) : أكبر الدول إصداراً للصكوك خلال فترة2009/2008



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على:

-رزان عدنان، "**25 مليار دولار حجم الصكوك المتوقع إصدارها في عام2008**"، مرجع سبق ذكره.

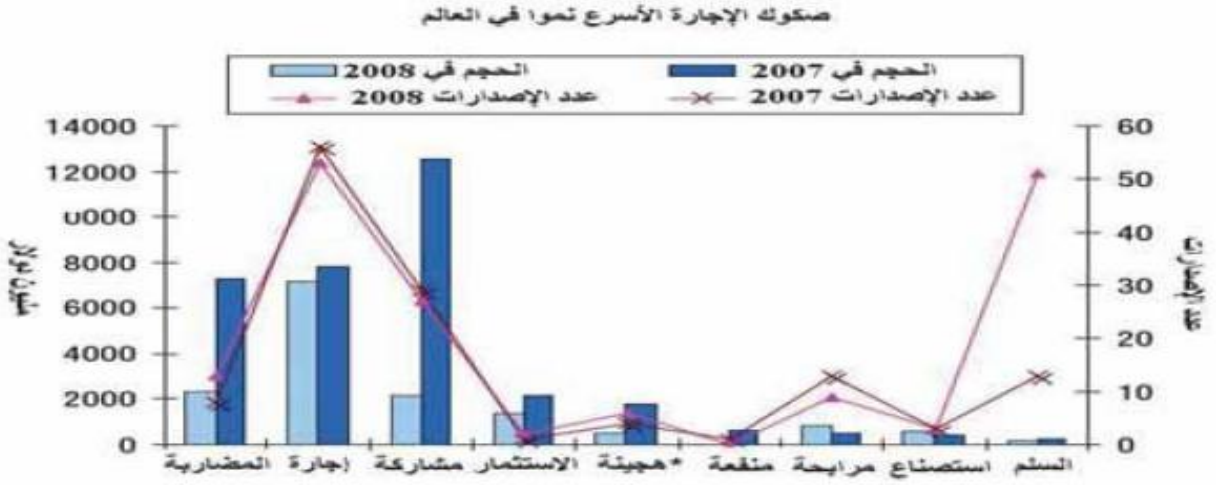
[1] تقرير شركة سبائك الشهري، "**سوق التمويل الإسلامي ينمو 34% في 2009**"، جريدة القبس الكويتية، السنة 38، العدد13189، 2010/02/15.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

بعد أن تمكنت الإمارات من الوصول إلى المقدمة وتفوقت على ماليزيا في حجم إصدارات الصكوك عام2006 و2007 على التوالي بفارق صغير، وجاءت السعودية بعد ماليزيا في الترتيب بفارق كبير عام2006. وحلت الكويت محل السعودية في المركز الثالث عام2007، (**أنظر: الشكل(4-2): أكبر الدول المصدرة للصكوك في العالم**) تمكنت ماليزيا في احتلال الصدارة عام2008 و2009 من جديد. أما المركز الثاني فكان من نصيب الإمارات ليبقى المركز الثالث من نصيب المملكة العربية السعودية. وهذا يعني أن ماليزيا والإمارات سيطرا على أكثر من 65% من الصكوك في العالم.

ثالثاً: من حيث الصكوك الأسرع نمو خلال فترة2009/2008

الشكل (4-6) : إصدارات الصكوك حسب النوع في 2009/2008 بمليارات الدولارات



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على:

- *zawya,* "***collaborative sukuk report***"*,op-cit, p116.*

من خلال الشكل السابق يلاحظ أن صكوك الإجارة بقيت مستحوذة على أكثر من 50% من إجمالي أنواع الصكوك بقيمة إصدارحوالي14 مليار دولار، وهو رقم قياسي مقارنةً بالهياكل الأخرى. "وقد أدت تعليقات بعض علماء الشريعة حول صكوك المشاركة* إلى شكوك بشأن مطابقتها للشريعة، فانصرف المستثمرون عنها"[1].

---

* ففي سنة 2007 أصدر فضيلة الشيخ تقي عثماني تصريح مشهور انتقد فيه واقع الصكوك وخصوصاً صكوك المشاركة التي رأى أن 85 % منها ليس إسلامياً في الحقيقة، وفي ورقة له وصف الصكوك بأنها اجتمعت فيها معظم خصائص السندات الربوية، وانتقد مسيرة هذه الصناعة. واستجابة لهذه الورقة أعد المجلس الشرعي لهيئة المعايير المحاسبية في سبتمبر 2007 بياناً لتصحيح الكير من الانحرافات التي شابت الصكوك، خاصة صكوك المشاركة. ومن ذلك منع تعهد المضارب او الشريك أو وكيل الاستثمار بشراء الأصول بقيمتها الإسمية وكذلك منع إقراض المضارب أو الشريك حمة الصكوك عند تراجع الأرباح.

- للمزيد من التفصيل، أنظر: سامي السويلم، "**منتجات صكوك الإجارة**"، ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقويم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، 10-11 جمادى الثاني 1431 الموافق 24-25 ماي 2010.

[1] تقرير شركة سبائك الشهري، "**صكوك الإجارة تنمو رغم الأزمة وتبلغ 14 مليار دولار**"، جريدة الدار، السنة الثانية، العدد632، 2010/01/15.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

وكخلاصة لأثر الأزمة المالية العالمية على سوق الصكوك، تأثر سلباً كغيرة من أسواق الدين نظراً لانخفاض قيم الأصول وخاصة العقارية إذ لم يتجاوز 17 مليار دولار في 2008 و32 مليار دولار في 2009، لكن سرعان ما استعاد توازنه وثقة المدخرين منذ بداية النصف الثاني من عام 2009 "بعدما أظهرت ثبات في مواجهة الأزمة وتحقيقها لعائدات مجزية وصلت خلال الأزمة 7% وهي معدلات مرتفعة حيث لم تحققها أي أداة مالية أخرى في ظل الأزمة"[1].

أما عن الأسباب التي أدت إلى تراجع إصدارات الصكوك فهي تتمثل أساساً فيما يلي:

1. تراجع أسعار النفط وعوائده: إذ يعتبر النفط مصدراً أساسياً لأموال القطاع العام في الدول الخليجية، كما يعتبر الممول الرئيسي لمشاريع عديدة ينفذها القطاع الخاص الشرق الأوسط وشمال إفريقيا. ومع الهبوط الحاد في الأسعار العالمية بشكل لم يتوقعه أحد، أصبح أحد أهم مصادر الدخل بالنسبة للصناعة المالية الإسلامية مهدداً. فالنفط بمثابة القائد الرئيسي لطفرة هذه الصناعة.
2. شح السيولة نتيجة الأزمة المالية العالمية.
3. تراجع آفاق النمو الاقتصادي.
4. تزايد الشكوك بشأن شرعية الصكوك المصدرة.

الفرع الثاني: دور الصكوك الإسلامية في معالجة آثار الأزمة المالية وتوفير السيولة

أفرزت الأزمة المالية العالمية أزمة سيولة خانقة تضررت جراءها العديد من الشركات الغربية، وهنا توجهت الأنظار إلى أساليب التمويل الإسلامي التي باتت تحظى بقبول واسعٍ من قبل الغربيين خصوصاً ما يعرف بالصكوك الإسلامية التي تعد واحدة من أهم الأدوات التي باتت تعطي دعماً قوياً للصناعة المالية الإسلامية، في وقت قيدت فيه الأزمة المالية العالمية وسائل التمويل التقليدية لتلك الشركات. هذا وترى وكالة التصنيف ستاندرد آند بورز أن الدول الغربية تحاول الاستفادة من الطلب على المنتجات الإسلامية في منطلقة الخليج لإطلاق صكوك إسلامية بغية الحصول على السيولة لتمويل المؤسسات العالمية التي تضررت من أزمة الرهن العقاري، حيث أصدرت شركة التجزئة البريطانية (تيسكو) أول صكوك لها في عام 2007 لصالح وحدتها الماليزية[2].

ومن جانب آخر، كان من أبرز أسباب الانهيارات التي حدثت في أسواق المال العالمية والإفلاسات التي لحقت بالعديد من البنوك والشركات الكبرى في العالم، ضعف الضوابط التشريعية التي تحكم عمل هذه المؤسسات، حيث أشارت تقارير عديدة إلى أن صناديق الاستثمار وصناديق التحوط وشركات السمسرة لم

---

[1] تقرير لوحدة البحوث والدراسات في بنك بوبيان، **"بوبيان: هل يمثل النمو القوي للصكوك في 2010 بداية العودة والانطلاق بعد عامين من الركود؟"**، جريدة الأنباء، 2010/10/18.

[2] عبد القادر زيتوني، **"التصكيك الإسلامي ركب المصرفية الإسلامية في ظل الأزمة العالمية"**، مرجع سبق ذكره، ص16.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

تكن تخضع للبنك المركزي، كما أن العديد من البنوك الكبرى لم تكن تخضع أيضاً لمعايير بازل1 وبـــازل2 وبعد أن انكشفت الحقائق والتجاوزات، نادى كثيرون بالاستفادة من ضوابط التصكيك الإسلامي المنبثقة من الأصول المصرفية الإسلامية. "حيث أصدرت الهيئة الفرنسية العليا الماليـــة قراراً يقضي بمنـــع تـــداول الصفقـــات الوهميـــة والبيوع الرمزية التي يتميز بها النظام الرأسمالي، كما أصدرت الهيئة نفسها قراراً يسمح للمؤسسات والمتعاملين في الأسواق الماليـــة بالتعامل مع نظام التصكيك في السوق المنظمة الفرنسية"[1].

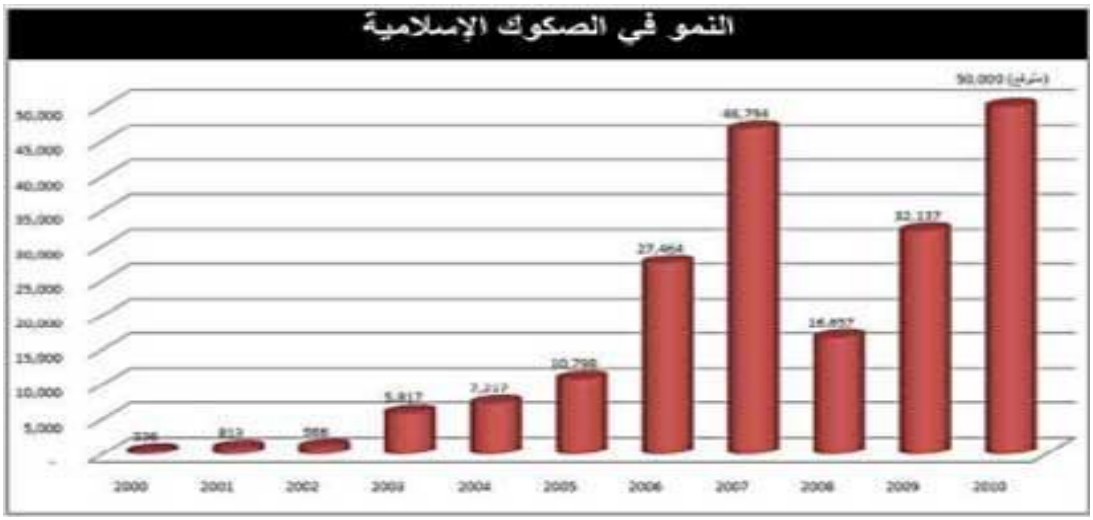
المطلب الثالث: آفاق سوق الصكوك الإسلامية وتحدياتها

يتناول هـــذا المطلب الحالة الراهنة والنظرة المستقبليـــة لسوق الصكوك، وكذا أهم التحـــديات التي تواجه صناعـــة الصكوك، والتي يجب الأخذ بها من أجـــل ضمـــان نمو هذه الصناعـــة في المستقبل.

الفرع الأول: الحالة الراهنة والنظرة المستقبلية لسوق الصكوك الإسلامية

بدأ انتعاش إصدار الصكوك من منتصف 2009 وازدادت وتيرته مع بداية عام2010 متزامنـــاً مع إعلان بعض الدول عن بروز فجر التعـــافي الاقتصادي حيث عاد النـــشاط مـــن جديـــد إلى ســـوق الصكوك، ليصل إجمالي الإصدارات حتى نهاية سبتمبر 2010 حوالي 34 مليار دولار، وفي شهر أكتـــوبر وحده بلغ إجمالي إصدار الصكوك فيه 5.3مليار دولار، ليبلغ حجم إصدار الصكوك عالمياً إلى غاية نهايـــة أكتوبر حوالي 39 مليار دولار، في ظل توقعات ببلوغها مستوى 50 مليار دولار بحلول نهاية عـــام 2010 ليكون بذلك هو الأعلى من حيث عدد وقيم الإصدارات وأفضل الأعوام في تاريخ الصكوك على الإطلاق وفقاً لتقارير تورومنى وكذلك مؤسسة خدمة معلومات التمويل الإسلامي.

الشكل (4-7): النمو في الصكوك الإسلامية



المصدر: تقرير لوحدة البحوث والدراسات في بنك بوبيان، **"بوبيان: هل يمثل النمو القـــوي للـــصكوك في 2010 بداية العودة والانطلاق بعد عامين من الركود؟"**، جريدة الأنباء، 2010/10/18.

[1] عبد القادر زيتوني، **"التصكيك الإسلامي ركب المصرفية الإسلامية في ظل الأزمة العالمية"**، مرجع سبق ذكره، ص17.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

ففي النصف الأول من عام 2010 بلغ إجمالي عدد الصكوك التي تم إصدارها عالمياً ما قيمته 16.5 مليار دولار، مشكلاً زيادة 16.3% قيمتها 7.6 مليار دولار على أساس النصف الأول من عام2009 بسبب الانتعاش الاقتصادي للأسواق الناشئة وبرامج التحفيز الحكومية الضخمة والإنفاق على البنية التحتية. هذا و"تسيطر دولة ماليزيا على سوق الصكوك الإسلامية كما وساهمت فيما نسبته 60.5% من إجمالي قيمة الصكوك الصادرة في النصف الأول من عام 2010، وتراجعت كل من المملكة العربية السعودية وأندنوسيا بنسبة 14.1%. أما حسب نوع العملة سيطر الرينجيت الماليزي على صفقات الصكوك بنسبة 53.4%، يليه الدولار بنسبة 10.3% والريال القطري بنسبة8.3%".[1]

أما بالنسبة لمتوسط عائد الصكوك فقد بلغ 12.6% في عام 2010، وهو أعلى بكثير من متوسط العائد على سندات الخزانة الأمريكية الذي يتراوح ما بين 1.5% إلى 3% على مواعيد استحقاق مختلفة[2].

هذا، وتنوي الكثير من الدول الرائدة في مجال إصدار الصكوك إلى اتخاذ خطوات وإجراءات من شأنها أن تعزز مكانتها في أسواق الصكوك، بحيث تنوي ماليزيا إصدار مؤشر للصكوك المحلية والعمل على تشجيع الشركات على القيام ببيع صكوك لصغار المستثمرين، وتعمل بورصة ماليزيا على هذا الموضوع. وفي منطقة الخليج العربي، فقد أعلنت بورصة البحرين عن إطلاق بيت البورصة وهي أول بورصة في المنطقة متخصصة بمنتجات التمويل الإسلامي، فيما تنوي بورصة قطر البدء في تداول السندات والصكوك خلال الربع الأول من عام 2011.

وحول المستقبل الصكوك من المتوقع أن يزداد التوسع في سوق الصكوك الإسلامية مع ارتفاع الطلب ووجود الضوابط والمعايير الشرعية. ويتوقع مركز دبي المالي العالمي أن تقفز قيمة الإصدارات إلى 300 بليون دولار في غضون السنوات المقبلة. وحسب ما أفادت التقارير عن أسواق الصكوك الإسلامية، هناك كثير من التقارير المتفائلة حول مصير صناعة الصكوك الخليجية على المدى الطويل، في خطوة أرادت من ورائها بعض مؤسسات التصنيف تطمين عملائها عن قوة وصلابة أسواق الصكوك الإسلامية.

كما يُتوقع ظهور شركات جديدة تنظم عمل السوق مما يجعلها أداة مربحة لعمليات الاستثمار وعمليات التمويل، حيث إن الصكوك تعتبر بديلاً للسندات التقليدية، كما أنها تعتبر تطوراً جديداً للمستثمرين الذين يرغبون في منتجات استثمارية تتوافق مع التقاليد الإسلامية. ونفس الشيء تتوقع

---

[1] تقرير لوحدة البحوث والدراسات في بنك بوبيان، **"بوبيان: هل يمثل النمو القوي للصكوك في 2010 بداية العودة والانطلاق بعد عامين من الركود؟"**، جريدة الأنباء، 2010/10/18.

[2] بيتك، **"34.2 مليار دولار حجم الصكوك المصدرة في 2010"**، جريدة القبس الكويتية، السنة39، العدد13493، 2010/12/22.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

وكالات التصنيف والمؤسسات العالمية نمـــوا كبيراً في حجم إصدار هـــذه الصكوك لتصل إلى ثـــلاث تريليونات دولار عام2015[1]. وهذا ما أشار إلية كذلك البنك الدولي في موقعه علـــى الإنترنـــت أي أن حجم إصدارات الصكوك الإسلامية سيصل إلى ثلاثة تريليونات دولار بنهاية عام 2015[2]. أمـــا نائـــب الرئيس التنفيذي ورئيس مجموعة تطوير العمل المصرفي الإسلامي في البنك الأهلي الـــسيد **عبـــد الـــرزاق الخريجي** فيتوقع أن تصل الأصول المستثمرة في خلال الخمس السنوات القادمة 130 مليار دولار[3].

الفرع الثاني: أبرز العقبات والتحديات المعاصرة للصكوك الإسلامية

بالرغم ما للصكوك الإسلامية من مميزات وتوقعات للانتشار، إلا أن هناك مجموعة من التحديات والعراقيل التي تحد من نمو سوق الصكوك الإسلامية والتي يجب أخذها بعين الاعتبار لتحقيـــق الـــصكوك الإسلامية المزيد من أهدافها المنشودة، وأهم هذه التحديات هي ما يلي:

1. **الأزمـــة الشرعية:** تواجه الصكوك الإسلامية كسائر المنتجـــات المالية الإسلامية حملات متزايـــدة من قبل الحريصين على الصيرفة الإسلامية وغيرهم، وهو ما يؤدي إلى فقدان الثقة بهذه الصكوك وبالتـــالي تراجع الإقبال عليها وتحقيق خسائر أو انخفاض في الأرباح.
2. **ارتفاع تكاليف الإصدار:** على مدير الاستثمار أو مدير الصندوق وهو عبارة عن شركة أو مؤسسة مالية أو بنك أن يعمل على تولي الإصدار وإدارة عمليات الاكتتاب وتغطية الإصدار...وفي هـــذا زيـــادة التكلفة وزيادة شبه بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية[4].
3. **التصنيف الائتماني ورقابة المؤسسات المالية الدولية:** لا بد قبل إصدار الصكوك الإســـلامية مـــن تصنيفها ائتمانيا من قبل وكالات تصنيف ائتمانية دولية، وكذلك مشورة صندوق النقد الدولي وغيره من المؤسسات المالية الدولية، وفي ذلك كلفة كبيرة على حملة الصكوك تخفض كثيرا من العوائد المتوقعة[5].
4. **نقص الشفافية في بعض الإصدارات:** وهو ما دعا العديد من مؤسسات الإصـــدار إلى الحـــصول تصنيف ائتماني من مؤسسات تصنيف الائتماني العالمية، وذلك لتقليل المخاطر ومخاوف الاكتتاب في بعض الإصدارات[6].

---

[1] أحمد بن عبد الرحمن الجبير، "**الصكوك.. الاختلافات الفقهية تثير شكوكاً حول الصناعة المصرفية**"، المصرفية الإسلامية، العدد 8، 2009/12/01.

http://www.almasrifiah.com/2009/12/01/article_310104.print

[2] عثمان ظهير،"**الصكوك الإسلامية...بوادر الانتعاش تلوح في الأفق من جديد**"، مرجع سبق ذكره.

[3] أمل الحمدي، "**130 مليار دولار الأصول المستثمرة في الصكوك خلال ال5 المقبلة**"، جريدة الاقتصادية الالكترونية، العدد6252، 2010/11/23.

[4] كمال توفيق حطاب، **الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة**، مرجع سبق ذكره، ص28.

[5] نفس المرجع السابق،.

[6] أحمد صفية أبو بكر، **الصكوك الإسلامية**، مرجع سبق ذكره، ص30.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

5. **عدم وجود سوق ثانوية:** مما يجعل تداول هذه الصكوك بين مجموعة محدودة من المؤسسات المالية وبعض الشركات والأفراد، بالإضافة إلى قلة عدد الصكوك المطروحة، عدم وجود سماسرة وصناع سوق متخصصين في تقديم عروض وطلبات مستمرة.

6. **ريادة البنوك الأجنبية:** لإصدار الصكوك الإسلامية، مع قلة عدد البنوك الاستثمارية الإسلامية المشاركة فيها، بسبب عدم توفر الموارد البشرية المؤهلة.

7. **سيطرة الدولار الأمريكي على سوق الصكوك:** بالرغم من عروبة وإسلامية الدول المصدرة لها، ومن المعلوم أن عملة الدولار أكثر العملات تأثراً بالأزمة المالية العالمية.

8. **العرض والطلب:** ما زال العرض والطلب على الصكوك يقتصر بشكل كبير على جنوب آسيا والشرق الأوسط، بينما لا تزال هناك أسواق تزخر بفرص عديدة لإصدار الصكوك لم تستغل بعد كدول شمال إفريقيا.

9. **مخاطر الصكوك:** باعتبارها تمثل موجودات تحتوي على خليط من النقود والديون والأعيان والمنافع أو بعض هذه المكونات منفردة، ونظرا لآليات إصدارها القائمة على صيغ التمويل الإسلامية، فإنها تتعرض للمخاطر التي تتعرض لها المشروعات الاستثمارية الإسلامية، ومن خلال النظر إلى مصادر المخاطر بصفة عامة نجد أن الصكوك الإسلامية تتعرض للعديد من المخاطر الكلية، والتي يتمثل مصدرها الأساسي مخاطر الائتمان، مخاطر السوق ومخاطر التشغيل...

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

المبحث الثاني: تجربة ماليزيا في مجال استخدام التصكيك لإدارة السيولة

يشهد النظام المالي الماليزي تطوراً ملموساً في بيئة تتصف بالمزيد من الحرية والتنافس، إذ تعتبر دولة ماليزيا صاحبة تجربة عريقة في هذا المضمار، وقد أصبحت من بين الدول الرائدة في الصيرفة الإسلامية وخصوصاً في إصدار والعمل بالصكوك الإسلامية، حيث قامت بتوفير كل أسباب النجاح فأوجدت القوانين والأدوات والمؤسسات والمراكز التي تتفق وطبيعة النظام المالي الإسلامي.

المطلب الأول: النظام المصرفي والمالي في ماليزيا

اهتمت ماليزيا اهتماما كبيرا بالصناعة المالية الإسلامية، فعلى مستوى التشريعات أصدر البنك المركزي التشريعات الضرورية لتمكين البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية من ممارسة أنشطتها بصورة طبيعية. فقد تأسس أول بنك إسلامي في ماليزيا* سنة 1983م وقبله تأسس قبله صندوق الحج** وهو اليوم إحدى كبريات المؤسسات المالية في ماليزيا.

الفرع الأول: قطاع البنوك والمؤسسات المالية في ماليزيا

يشمل قطاع البنوك في ماليزيا بنك ماليزيا المركزي والبنوك التجارية والاستثمارية والإسلامية، والتي تمثل المحرك الأساسي للموارد المالية في ماليزيا. أما المؤسسات المالية فهي تضم مؤسسات التنمية وشركات تأمين صناديق الادخار والمعاشات والقائمين على التكافل والتي تقوم بدور مكمل للمؤسسات المصرفية في تحريك المدخرات وتلبية الاحتياجات المالية للاقتصاد.

أولاً: بنك ماليزيا المركزي

يمثل بنك ماليزيا المركزي (بنك نيغار المركزي *BNM* *) قمة الهيكل المالي والمصرفي في الدولة. وتتمثل أهدافه الرئيسية حسب تعريفها في قانون بنك ماليزيا المركزي لعام 1958 في :[1]

1. إصدار العملة وحفظ الاحتياطات التي تضمن قيم العملة.
2. القيام بدور صاحب البنك والمستشار المالي للحكومة.

---

* بنك إسلام ماليزيا (Bank Islam Malaysia) اختصاراً (*BIMB*) بدأ أعماله في ماليزيا كأول بنك إسلامي في 1983. وأنشئ أساسا للمساعدة على تلبية الاحتياجات المالية للمسلمين في البلاد، ومواصلة تقديم خدماتها للسكان ككل. يعد من أهم البنوك الإسلامية التي تقدم ابتكارات مالية إسلامية، مما جعل له مكانه مميزة لدى عملائه.

** وجاء تأسيسه استجابة لرغبة الحجاج الماليزيين في إيجاد قناة مقبولة شرعا يحفظون فيها مدخراتهم المخصصة لأداء الركن الخامس بعدما قاطعوا المؤسسات المصرفية التقليدية التي تتعامل بالربا.

* ***BNM*** *: Bank Nagara Malaysia.*

- للمزيد من المعلومات عن البنك، أنظر الموقع الرسمي له: *www.bnm.gov.my*

[1] الموقع الرسمي لهيئة تنمية الصناعة الماليزية، **"نظام البنوك في ماليزيا"**، تاريخ الإطلاع: 2010/12/11.
http://www.mida.gov.my/arabic/index.php?page=banking-system

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

3. تعزيز الاستقرار المالي والهيكل المالي السليم.
4. تعزيز التشغيل الموثوق والكفء للأنظمة الوطنية للمدفوعات والتسويات وضمان توجيه سياسة أنظمة المدفوعات والتسويات لصالح ماليزيا.
5. التأثير على الوضع الائتماني لصالح ماليزيا.

ومن أجل تحقيق هذه الأهداف تم تخويله طبقاً لعدة قوانين للتنظيم والإشراف على المؤسسات المالية والوسطاء الماليين الآخرين من غير البنوك، كما يدير لوائح التحكم في تبادل النقد الأجنبي ويقوم بوظيفة المقرض الأخير للبنوك.

ثانياً: البنوك والمؤسسات المالية

الجدول أدناه يوضح عدد البنوك والمؤسسات المالية بـــ 2008:

الجدول (4-1): عدد البنوك والمؤسسات المالية بماليزيا

المؤسسات المالية	العدد الإجمالي
البنوك التجارية	22
البنوك الاستثمارية / التجارية	15
البنوك الإسلامية	15
البنوك الإسلامية الدولية	1
شركات التأمين	41
شركات التأمين الإسلامية (القائمون على التكافل)	8
شركات التأمين الإسلامية (القائمون الدوليون على التكافل)	1
شركات إعادة التأمين	7
شركات إعادة التأمين (القائمون على إعادة التكافل)	3
المؤسسات المالية للتنمية	13

المصدر: الموقع الرسمي لهيئة تنمية الصناعة الماليزية، **"نظام البنوك في ماليزيا"**، مرجع سبق ذكره.

ازداد عدد البنوك الإسلامية في ماليزيا (بنوك إسلامية ومؤسسات تكافل-تأمين) خلال السنوات الماضية. وتبلغ حصة المؤسسات المالية الإسلامية من السوق المصرفية اليوم 17.4 %، من ضمنها ما يعرف بنظام النوافذ *(Windows)*[*].

الفرع الثاني: مؤسسات البنية التحتية الإسلامية في ماليزيا

تملك ماليزيا مؤسسات وتشريعات قوية وجدت من أجل ضمان نجاح الصناعة المالية الإسلاميـــة، وقد تجلى ذلك في الاهتمام بالنواحي التشريعية والتنظيمية، وتأسيس عديد من المؤسسات المالية والتعليمية والتدريبية والبحثية الداعمة والمتخصصة في مجال التمويل الإسلامي.

[*] يلبس الموظفون العاملون في القسم الإسلامي زيا أخضر اللون بينما يلبس موظفو المنتجات التقليدية زيا أحمر اللون.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

أولاً: البنك المركزي الماليزي: من العناصر الهامة في نمو الصناعة المالية الإسلامية بماليزيا هو دور البنك المركزي الماليزي والتعزيزات التي قام بها ومنها:

- تعزيز المرافق الشرعية القانونية: حيث يعد وجود إطار شرعي ملائم وفعال مقترن بنظام قانوني سليم من أهم عنصر لنظام مالي إسلامي متكامل، ومن بين جهود البنك المركزي الماليزي في هذا المجال إصداره للضوابط الخاصة بحكم اللجنة الشرعية للمؤسسات المالية في 2004.
- تعزيز المرافق المالية المؤسسية: من خلال تنوع المشاركين بما فيهم الأجانب وذلك بتعجيل عملية تحرير القطاع المصرفي الإسلامي.
- تعزيز الإطار الشرعي والقانوني والتنظيمي والتشغيلي، بالإضافة إلى تنمية رأس المال الفكري.

ثانياً: رابطة المؤسسات المصرفية الإسلامية ماليزيا(AIBIM)[¡]: وتهدف إلى تشجيع إنشاء البنوك بنظام إسلامي وممارسته في ماليزيا بالتعاون والتشاور مع البنك المركزي الماليزي والهيئات التنظيمية الرقابية بماليزيا.

ثالثاً: المعهد الماليزي للصيرفة والتمويل الإسلامي(IBFIM)[#]: أسس في فيفري 2001 ويهدف إلى تعزيز تنمية رأس المال الفكري وتعليم المستهلكين لتطوير صناعة مصرفية إسلامية ديناميكية ومتنافسة بإيجاد مجموعة كبيرة من المصرفيين الجيدين.

رابعاً: مجلس الخدمات المالية الإسلامية[♦](IFSB): وهو هيئة دولية تم تأسيسه عام 2002 ليضع معايير لتطوير صناعة الخدمات المالية الإسلامية، وذلك بإصدار معايير رقابية ومبادئ إرشادية لهذه الصناعة التي تضم قطاع البنوك، وسوق المال والتأمين (التكافل) الإسلامي لضمان سلامة النظام المالي الإسلامي واستقراره. ومن بين أعضائه مؤسسات مثل البنك الأسيوي للتنمية وصندوق النقد الدولي وبنوك مثل بيت التمويل الكويتي ومصرف الشارقة الإسلامي.

خامساً: الهيئة العالمية لإدارة السيولة الإسلامية: تم في نهاية العام 2010 إنشاء الهيئة العالمية لإدارة السيولة الإسلامية ومن أهدافها الأساسية إصدار الأدوات المالية التي تتفق مع الشريعة الإسلامية بغرض مساعدة البنوك الإسلامية على إدارة السيولة بكفاءة وفعالية والتشجيع على المزيد من الاستثمارات العالمية. كما يؤمل أن يؤدي إنشاء هذه الهيئة إلى إيجاد سوق نقدية إسلامية لا تستوعب فقط السيولة الفائضة لدى

¡ ***AIBIM** : Association Of Islamic Banking Institutions Malaysia.*

\# ***IBFIM** : Islamic Banking And Finance Institute Malaysia.*

♦ ***IFSB**: Islamic Financial Service Board.*

- للمزيد من المعلومات عن المجلس أنظر للموقع الرسمي له: www.ifsb.org

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

البنوك التي تقدم الخدمات المصرفية الإسلامية، بل تهدف كذلك إلى زيادة كفاءة عمل قطاع الخزانة في تلك البنوك، وهو القطاع الذي لا يزال يحتاج إلى ابتكار أدوات مالية إسلامية*.

سادساً: مركز تنمية صناعة الأوراق المالية (SIDC)[i]: ويهتم بالتعليم والتدريب في مجال الأسواق المالية، وكذا توفير الموارد في آسيا، وقد تم إنشاؤه عام1994.

سابعاً: المركز الدولي للتعليم المالي الإسلامي (INCEIF)♦: يهدف إلى إيجاد مجموعة كبيرة من الخبراء العالميين والمحترفين في مجال الصرفية الإسلامية للوفاء باحتياجات الصناعة على الصعيدين المحلي والدولي.

ثامناً: الجامعة الإسلامية الدولية بماليزيا: إضافة لهذه المؤسسات والمراكز تقدم الجامعة الإسلامية الدولية التي تعد إحدى حسنات الدكتور مهاتير محمد إذ إنه هو صاحب فكرتها، وضمن منهجها برنامجا خاصا للمالية الإسلامية من مرحلة البكالوريوس إلى مرحلة الدكتوراه.

تاسعاً: هيئة الأوراق المالية الماليزية (SC)[g] : أنشئت هيئة الأوراق المالية الماليزية بموجب قانون الأوراق المالية عام 1993، تهدف إلى تعزيز وتطوير أسواق الأوراق المالية والعقود الآجلة بماليزيا وحماية المستثمرين. تعمل هيئة الأوراق المالية على قيادة وتنمية سوق رأس المال الإسلامي.

المطلب الثاني: منتجات التصكيك بماليزيا ودورها في إدارة السيولة

عملية التوريق (التصكيك) في ماليزيا تقوم على نظامين: نظام تقليدي بالنسبة للتوريق، ونظام إسلامي بالنسبة للتصكيك، وبناءً على هذا تصدر هيئة الأوراق المالية بماليزيا إرشادات مختلفة لكل من التوريق التقليدي وأخرى للتصكيك الإسلامي. وفي هذا المطلب سيتم عرض منتجات التصكيك الإسلامي المستخدمة لإدارة السيولة بالبنوك الإسلامية الماليزية.

الفرع الأول: الصكوك الإسلامية الحكومية والخاصة

في التجربة الماليزية، تعرف الصكوك الإسلامية بأنها الصكوك التي يتم إصدارها وفقاً لمبادئ الشريعة الإسلامية المسموح بها من اللجنة الاستشارية الشرعية في هيئة الأوراق المالية الماليزية[1]. والصكوك

---

* ذكر مجلس الخدمات المالية الإسلامية IFSB في بيان له أن الهيئة العالمية لإدارة السيولة الإسلامية ستقدم أدوات سيولة قصيرة الأجل وتتفق مع الشريعة من شأنها أن تشجع بصورة أكبر القدرات التنافسية والمرونة التي تتحلى بها المؤسسات التي تقدم خدمات التمويل الإسلامي على المستوى العالمي.

[i] ***SIDC**: Securities Industry Development Corporation.*

♦ ***INCEIF**: International Centre For Education In Islamic Finance.*

- لمزيد من المعلومات عن المركز، أنظر الموقع الرسمي له: www.inceif.org

[g] ***SC**: Securities Commission.*

- لمزيد من المعلومات عن الهيئة، أنظر الموقع الرسمي له: www.sc.com.my

[1] نبيل خليل طه سمور، **"سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق(دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا)"**، مرجع سبق ذكره، ص110.

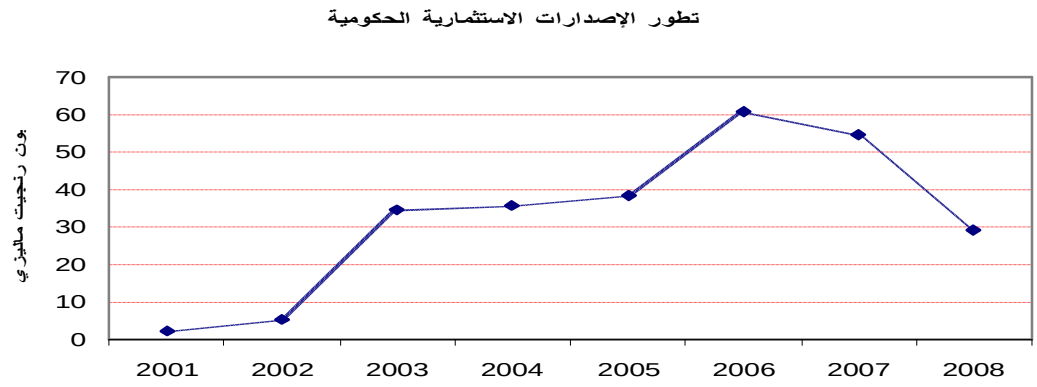
PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

التي تصدرها الشركات الخاصة تخضع لرقابة اللجنة الاستشارية، أما الصكوك الإسلامية الحكومية فهي خاضعة لرقابة البنك المركزي الماليزي.

أولاً: الصكوك الإسلامية الحكومية*

هي تلك الصكوك التي أصدرتها الحكومة الماليزية وتعد بمثابة شهادات استثمارية حكومية، وتعرف بالإصدارات الاستثمارية الحكومية (*GII*)♦ وهي شهادات استثمارية تم تطويرها وفق مبدأ القرض الحسن من قبل الحكومة الماليزية كخطوة لمساندة حركة الأعمال المصرفية الإسلامية في ماليزيا. بغرض توفير الأموال اللازمة للحكومة الماليزية لتمويل المشاريع التنموية. وحالياً يتم صرح الإصدارات الاستثمارية الحكومية الجديدة المستندة إلى الربح وفقاً لمبدأ البيع بالثمن الآجل كأداة إضافية، وأدى هذا إلى إضفاء المزيد من العمق على سوق المال الإسلامي، والجدول الآتي يبين تطور هذه الإصدارات من عام 2001 إلى 2008.

الشكل (4-8): تطور الإصدارات الاستثمارية الحكومية للفترة2001-2008



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على:

- أكرم لال الدين، **"إدارة السيولة في المصارف الإسلامية"**، الدورة العشرون لمجمع الفقه الإسلامي، المملكة العربية السعودية، 25-2010/12/29، ص11.

يشير الشكل السابق إلى ارتفاع الإصدارات الاستثمارية الحكومية خصوصاً في عام2003، إذ ارتفعت قيمتها من 5.5 بليون رينجيت ماليزي في عام2002 إلى ما قيمته34.5 بليون رينجيت ماليزي عام 2003بمعدل نمو يقدر 527.27%. أما بالنسبة لعامين 2004 و2005 فيلاحظ ارتفاع في حجم الإصدارات الاستثمارية الحكومية لكن بمعدل نمو بطيء.

* عندما بدأ أول مصرف إسلامي في ماليزيا مزاولة نشاطه عام 1983، لم يكن المصرف مخولاً من بين أشياء أخرى للشراء أو الاتجار في السندات المالية الماليزية الحكومية أو أذونات الخزانة الماليزية قصيرة الأجل أو أي من السندات المالية ذات الفائدة. وهنا اتضحت الحاجة الملحة إلى إنشاء مصرف إسلامي لحيازة هذه الأوراق المالية السائلة بهدف تحقيق المتطلبات التي شرعها القانون والمتعلقة بالسيولة، هذا بالإضافة إلى تشغيل الأموال غير المستخدمة لديه. وللوفاء بهذه الشروط والمتطلبات، صدق البرلمان الماليزي على قانون الاستثمار الذي قدمته الحكومة عام 1983 لتتمكن الحكومة الماليزية من إصدار شهادات دون فوائد محددة تعرف باسم شهادات الاستثمار الحكومية (GIC). وتعرف الآن باسم الإصدارات الاستثمارية الحكومية (GII).

♦ ***GSI :*** *Government Investment Issues.*

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

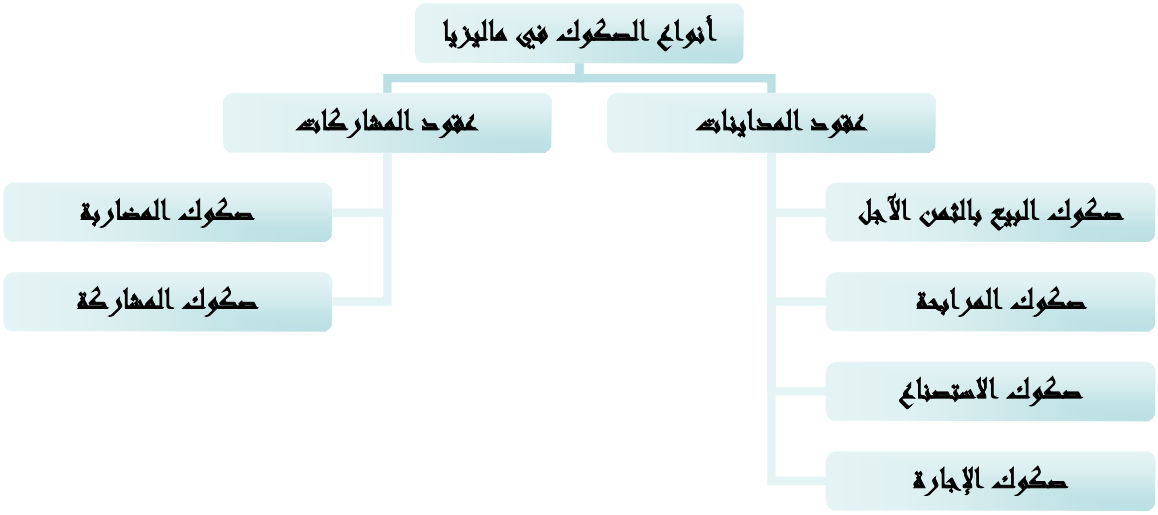
هذا، وتعتبر الإصدارات الاستثمارية الحكومية في ماليزيا البديل الإسلامي لأذونات وسندات الخزانة، وفي نفس الوقت يمكن للبنك المركزي استخدامها كأداة من أدوات عمليات السوق المفتوحة، وأداة يستخدمها البنك الإسلامي لاستثمار فوائضه من السيولة النقدية... الخ.

ثانياً: الصكوك الإسلامية للشركات

تعد الصكوك الإسلامية للشركات أحد الأدوات الاستثمارية متوسطة وطويلة الأجل والتي تقوم الشركات الخاصة بإصدارها. طُرحت فكرة هذه الصكوك في عام 1990 وتصدر وفقاً لصيغ التمويل الإسلامية، المرابحة، البيع بالثمن الآجل، الاستصناع، الإجارة، المضاربة والمشاركة[1].

وتنقسم هذه الصكوك من حيث عقودها إلى قسمين عقود المداينات وعقود المشاركات* كما يوضحه الجدول الموالي:

الشكل (4-9): أنواع الصكوك في ماليزيا



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على:

- نبيل خليل طه سمور، "**سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق(دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا)**"، مرجع سبق ذكره، ص111.

1. صكوك البيع بالثمن الآجل وصكوك المرابحة في التجربة الماليزية

معظم صكوك البيع بالثمن الآجل والمرابحة الصادرة عن الشركات الخاصة في ماليزيا بنيتهما عبر عقود المداينات مثل البيع بالثمن الآجل والمرابحة. ومن الناحية التطبيقية في ماليزيا تعرف صكوك البيع بالثمن

[1] نبيل خليل طه سمور، "**سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق(دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا)**"، مرجع سبق ذكره، ص111.

* بالنسبة للصكوك القائمة على عقود المشاركات فهي حديثة النشأة (منذ عام2005) ولا يتم التعامل بها كثيراً، إذ أن معظم الصكوك الماليزية قائمة على عقود المداينات.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

الآجل والمرابحة: بأنها الوثائق أو الشهادات الممثلة لقيمة الأصول التي تصدرها الجهة المصدرة للجهات الأخرى لإثبات المديونية فيها. وإصدارهما قائم على أساس البيع بالثمن الآجل أو المرابحـــة[1].

والاختلاف الأساسي بين صكوك البيع بالثمن الآجل والمرابحة هي من حيث آجال الاستثمار ومدة الاستحقاق لتـــلك الصكوك. إذ أن إصدار صكوك البيع بالثمن الآجل يكون للاستثمارات طويلة الأجـــل، وتكون مدة استحقاقها من خمسة سنوات فصاعدا، وأما إصدار صكوك المرابحة للاستثمارات فتكون متوسطة وقصيرة الأجل، وتكون مدة استحقاقها من ثلاثة أشهر إلى سنة تقريبا (قصيرة الأجل) ومن سنة إلى خمسة سنوات تقريبا (متوسطة الأجل).

تتم خطوات إصدار صكوك البيع بالثمن الآجل أو المرابحة ما يلي:

- تقوم الجهة المصدرة بمعانية الأصول التي ستحرزها من قبل جهة المكتتب الأول.
- تشتري جهة المكتتب الأول تلك الأصول بقيمة 100 مليون رينجيت نقداً مثلاً.
- تقوم ببيعها مرة ثانية إلى الجهة المصدرة "الصاحب الأول للأصول" بثمن أعلى من الثمن الأول أقساطاً مؤجلة بقيمة 124 مليون رينجيت مثلاً على أساس البيع بالثمن الآجل أو المرابحة.

غير أنه يثار الكثير من الشبهات حول طريقة إصدار صكوك البيع بالثمن الآجل أو المرابحة، لأنها تصدر وفق مبدأ بيع* العينة**. كما أن الجهة المصدرة تهدف للحصول على النقد وليس للحصول على السلع، وتعود هذه الأصول إلى الجهة المصدرة بدون فقدانها. وهي حلية للحصول على النقد.

2. صكوك الاستصناع في التجربة الماليزية

تعتبر صكوك الاستصناع من منتجات سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، وتعرف حسب التجربة الماليزية بأنها الوثائق أو الشهادات التي تمثل قيمة الأصول ويتم إصدارها على أساس بيع الاستصناع لإثبات المديونية من الجهة المصدرة (المستصنع) للجهة الممولة[2].

يتم إصدار صكوك الاستصناع لتمويل المشاريع وفق الخطوات الموالية:

---

[1] [1] نبيل خليل طه سمور، **"سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق(دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا)"**، مرجـــع ســـبق ذكره، ص113.

* من صور بيع العينة عند المالكية حسب ذكرهم لها: إذا قال طالب السلعة للتاجر المعروف بمثل هذه المعاملة، اشتر سلعة كذا بعشرة نقداً وأنا آخذها منك باثني عشر لأجل، كشهر مثلا هذا فلا يجزر لما في ذلك من سلف جر نفعاً...(أنظر: أحمد ريان، **"فقه البيوع المنهي عنها مع تطبيقاتها الحديثة في المصارف الإسلامية"**، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، المملكة العربية السعودية، الطبعة الثالثة، 2003، ص34)

** أهم ما انتقدت فيه ماليزيا فيما يتعلق بالمنتجات المالية العينة وبيع الدين. أما العينة فقد أفتت هيئة الرقابة الشرعية بالبنك المركزي الماليزي وهيئة الأوراق الماليـــة الماليزية بجوازها تمشياً مع المذهب الشافعي المجيز لها. وقد استند هذا النقد إلى أن المذهب الشافعي لا يجيز العينة إذا كانت مشروطة في العقد. والجدير بالـــذكر أن التوجه الحالي لمعظم المصارف الإسلامية الماليزية هو الابتعاد عن منتج العينة من خلال إيجاد بدائل لها. أما بيع الدين فقد أفتت الهيئة الشرعية للبنك المركزي والهيئـــة الشرعية لسوق الأوراق المالية الماليزية بجوازه إذا كان مبنى الدين على بيع وليس قرض، واشترطوا فيه انتفاء الغرر والتأكد من القدرة على التسليم. (أنظر: أكرم لال الدين، **"إدارة السيولة في المصارف الإسلامية"**، الدورة العشرون لمجمع الفقه الإسلامي، المملكة العربية السعودية، 25-2010/12/29، ص12)

[2] نبيل خليل طه سمور، **"سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق(دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا)"**، مرجع سبق ذكره، ص157.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

- إبرام عقد الاستصناع بين الجهة المصدرة "المستصنع" والمقاول "الصانع" على شيء موصوف كما في الاستصناع للبناء، فمشروع المباني هو المصنوع.

- تبيع الجهة المصدرة المصنوع إلى الجهة الممولة نقداً بمثن تكلفة المصنوع للحصول على تمويل لهذا المشروع.

- تقوم الجهة الممولة بدفع ثمن تكلفة المصنوع إلى الجهة المصدرة عاجلاً. وفي هذه الحالة، تدفع الجهة الممولة إلى المقاول نقداً ليصنع المصنوع نيابة عن الجهة المصدرة. وفي الغالب يكون المقاول شركة تابعة للجهة المصدرة.

- تقوم الجهة الممولة بإعادة بيع المصنوع للجهة المصدرة فوراً بمثل الثمن الأول مع زيادة ربح معلوم على دفعة واحة أو أقساط بحسب مراحل تصنيع المشروع.

- لإثبات أن الجهة المصدرة سوف تلتزم بسداد ثمن شراء المصنوع، فإنها تصدر صكوك الاستصناع باعتبار المصنوع موجودات أصلية لها وتسلمها إلى الجهة الممولة كإثبات مديونية لها على الجهة الممولة.

بناءً على الخطوات السابقة يمكن ملاحظة أن إصدار صكوك الاستصناع في ماليزيا يتم إصدارها عن طريق الدين ، أي تصكيك الدين النقدي المحرم شرعاً[1].

3. صكوك الإجارة في التجربة الماليزية

تشير صكوك الإجارة في التجربة الماليزية إلى صكوك ملكية الموجودات المؤجرة، وهي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين مؤجرة أو عين موعود باستئجارها، أو يصدرها وسيط مالي ينوب عن المالك.

تتم خطوات معاملة صكوك الإجارة في ماليزيا كما يلي:

- تبيع شركة ما (البائع) أصولها إلى شركة صكوك (الجهة المصدرة).
- تقوم الجهة المصدرة بإعادة تأجير أصولها إلى الشركة البائعة لمدة معينة بدفع الأجرة على أقساط.
- لتمويل شراء الأصول من الشركة البائعة تقوم الجهة المصدرة بإصدار صكوك الإجارة لاستفاء ثمن الشراء لتلك الأصول، وتمثل هذه الأصول حق شائق في ملكية الأصول المؤجرة.
- يدفع المستثمرون ثمن شراء الصكوك دفعة واحدة بثمن الحال، وفي تاريخ الاستحقاق، تقوم الجهة المصدرة بإعادة بيع الأصول إلى الشركة البائعة. ومن حصيلة بيع الأصول، حيث يتم استخدام الحصيلة لاستيفاء القيمة الإسمية للصكوك التي بحوزة المستثمرون.

[1] نبيل خليل طه سمور، **"سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق(دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا)"**، مرجع سبق ذكره، ص159

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

إن عملية إصدار صكوك الإجارة في ماليزيا تتم وفقاً للمعايير اللازمة لإصدار صكوك الاستثمار الشرعية المعتمدة من هيئة المراجعة والمحاسبة، كما تم اعتمادها أيضاً من اللجنة الاستشارية الشرعية في ماليزيا.

الفرع الثاني: صكوك أخرى مستعملة لإدارة السيولة

أولاً: صكوك إجارة البنك المركزي الماليزي (*SBNMI*[ٱ])

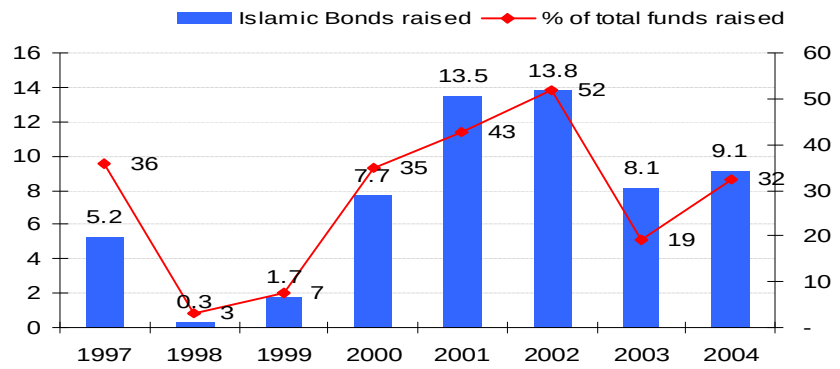
بالنسبة لإدارة السيولة، فقد قدم البنك المركزي الماليزي أداة مالية إسلامية جديدة تعرف باسم "**صكوك إجارة البنك المركزي الماليزي**". "تم إصدار هذه الصكوك في فيفري 2006 بواسطة شركة لغرض خاص *BNM Sukuk Berhad*. ويبلغ حجم هذا الإصدار 400 مليون رينجيت ماليزي"[1]. ولقد تم استخدام إيرادات هذه الصكوك لشراء أصول البنك المركزي الماليزي التي تم إيجارها من جديد للبنك مقابل رسوم استئجار ستوزع بين المستثمرين كعوائد على أساس نصف سنة.

ثانياً: سندات المديونية الخاصة الإسلامية (*IPDS*)♦

طرحت فكرة سندات المديونية الخاصة في ماليزيا منذ 1990، وقد أصدرت هذه السندات التي تعد أحد أشكال التعاملات البارزة في السوق بناءً على مبدأ البيع بثمن آجل والمرابحة والمضاربة المتوافقة مع الشريعة. وتصدر هذه السندات من الشركات الكبيرة لفترة تتراوح بين 3-15 سنة.[2]

والشكل الآتي يبين تطور هذه السندات الإسلامية للفترة 1997-2005.

الشكل (4-10): تطور سندات المديونية الخاصة الإسلامية للفترة 1997-2005



*REF: Muhammad bin Ibrahim," **Management of Short Term Liquidity: The Malaysian Experience**", Conference on Islamic Banking Central Bank of the UAE, Abu Dhabi, 10 December 2005.*

[ٱ] ***SBNMI**: Sukuk Bank Negara Malaysia Ijarah.*

[1] *http://www.malaysiaarab.com/forums/archive/index.php/t-843.html.*

♦ ***IPDS** : Islamic Private Debt Securities.*

[2] *Muhammad bin Ibrahim," **Management of Short Term Liquidity: The Malaysian Experience**", Conference on Islamic Banking Central Bank of the UAE, Abu Dhabi, 10 December 2005.*

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

يلاحظ ارتفاع حجم سندات المديونية الخاصة الإسلامية من 5.2 بليون رينجيت ماليزي في عام 1997 إلى 9.1 بليون رنيجيت ماليزي بنهاية عام 2004.

ثالثاً: صكوك كاجاماس للمضاربة *(BMC)*[٢]: أصدرت شركة كاجاماس بيرهاد صكـــوك كاجاماس للمضاربة في الأول من مارس عام 1994 بهدف تمويل شراء ديون الإسكان الإسلامي من المؤسسات المالية التي توفر سبل تمويل الإسكان الإسلامي إلى السكان المحليين. وتعتمد هـــذه الصكوك على مبدأ المـــضاربة حيث يتقاسم حاملو الصكوك الأرباح مع شركة كاجاماس وفقًا للنسب المتفق عليها.

رابعاً: صك الدين الإسلامي القابل للتداول *(NIDC)*[٣]: يتضمن هذا النوع من المعاملات بيـــع أصول المؤسسات المصرفية للعميل نقداً بسعر متفق عليه، حيث يتم فيما بعد شراء الأصول من العميل بالقيمة الأصلية مضافاً إليها المكسب، على أن تتم التسوية في ميعاد متفق عليه في المستقبل.

المطلب الثالث: تقييم التجربة الماليزية

يتناول هذا المطلب أهم ملامح وخصوصية التجربة الماليزية في مجال استخدام منتجات التصكيك ضمن أدوات إدارة السيولة بالمؤسسات المالية الإسلامية، وكذا تقييم مدى فعالية ذلك وكيف تساهم الصكوك في تحسين إدارة السيولة. بالإضافة إلى تحديات استخدام الصكوك لإدارة السيولـــة.

الفرع الأول: ملامح وخصوصية التجربة الماليزية

1. اهتمام ماليزيا بالنواحي التشريعية والتنظيمية من خلال تأسيس مجموعة من المؤسسات والمراكز البحثية المتطورة بهدف دعم صناعة التمويل الإسلامي لتكوين الكوادر التي تحتاج إليها وإكسابهم المهارات والمعارف المتخصصة في هذا المجال.
2. نظـــام الإعفاءات الضريبية الذي جعل من البورصة الماليزية وِجهة مفضلة لإدراج الصكوك الإسلامية المحلية والدولية.
3. توضح التجربة الماليزية ضرورة التعامل مع قضية العمل المالي والمصرفي الإسلامي باعتبارها قضية شرعية ومصرفية في آن واحد، وليس باعتبارها قضية سياسية على غرار ما حدث في باكستان وإيران والسودان، فإلى جانب الناحية الشرعية نجد أن الفكر المصرفي كان هو الحاكم لكافة الخطوات التنظيمية لمسيرة العمل المصرفي الإسلامي في ماليزيا، فمنذ الخطوة الأولى مع إنشاء بنك أسلام ماليزيـــا عام 1983، تزامن معه في ذات الوقت إصدار قانون الاستثمار الحكومي، الذي خول الحكومة إصدار شهادات الاستثمار الحكومية الإسلامية مع اعتبارها من الأصول عالية السيولة الضرورية للبنك الإسلامي الجديـــد

---

[٢] ***BMC :*** *Cagamas Mudharabah Bonds.*

[٣] ***NIDC :*** *Negotiable Islamic Debt Certificate.*

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

لاستثمار فوائضه من السيولة النقدية، ولتمكين البنـــك المركزي من القيام بعملياته الخاصة بالسوق المفتوح من خلالها، باعتبارها البديل الإسلامي للأذون وسندات الخزانة بالنسبة إلى المؤسسات المصرفية التقليديـــة[1].

4. تقييم مدى التزام المؤسسات المالية الإسلامية بمبادئ الشريعة والإجراءات الإدارية الرشيدة. حيث يقوم البنك المركزي الماليزي بالتأكد من قيام اللجان الشرعية بدورها بصورة فاعلة في تقديم النصائح المناسبة والتأكد من التزام العمليات المصرفية اليومية بالشريعة الإسلامية في إجراءاتها اليومية، كمراقبة مدى فاعلية جدار الحماية للتأكد من عدم وجود أي اختلاط بين الأموال الإسلامية والأموال التقليدية في عمليات "النافذة الإسلامية".

5. تعتبر ماليزيا من أوائل وكبار الدول التي تنشط فيها السوق المالية الإسلامية حيث تمثل الإصدارات الإسلامية فيها أكثر من ثلثي الإصدارات الخاصة في سوقها المالي.

الفرع الثاني: مرتكزات حسن إدارة السيولة التي وفرتها منتجات التصكيك بماليزيا

ثمة مرتكزات يجب أن تتوفر عليها البنوك الإسلامية لترقـــى إلى المـــستوى المطلـــــوب في إدارة السيولة، وقد ساهمت منتجات التصكيك بتطوير وتوفير هذه المرتكزات وأهمها:

أولاً: توفر السوق على عدد كبير من المتعاملين النشطين

ذلك أن توفر السوق المالية على عدد كبير من المتعـــاملين النـــشطين يعطـــي متنفـــساً للبنـــوك الإسلامـــية، ويقوي من كفاءة السوق المالية لاسيما السوق الثانوية (سوق التداول). والبنـــك المركـــزي الماليزي وحرصاً منه على استيعاب عدد كبير من المشـــاركين في هـــذه الســـوق الماليـــة رخص لـــ 11 بنكاً إسلامياً محلياً و6 بنوك إسلامية أجنبية خالصة، كما رخص لـــ 9 نوافذ إسلامية لبنوك تقليدية محليـــة ونافذتين لبنوك أجنبية. وقد نشّطت هذه الخطوة المصرفية الإسلامية، وجذبت إليها متعاملين مسلمين وغير مسلمين*.

ثانياً: تنويع وتطوير الأدوات المالية

يعد تنويع وتطوير الأدوات المالية عاملاً مهما في إدارة السيولة، ومواكبة تطور المصرفية الإسلامية المتسارع ونسبة نموها التي تجاوزت في بعض الدول الإسلامية 50% سنويا. وقد حرصت ماليزيا على أخذ الريادة في هذا الجانب، فقد تقدمت الدول في نسبة إصدار الصكوك، كما توفرت على حزمة متنوعة مـــن المنتجات المالية التي صممت أساساً لتسهيل إدارة السيولة بين البنوك الإسلامية.

---

[1] عبد الكريم قندوز،**"صناعة الهندسة المالية بالمؤسسات الماليـــة الإسلامية"**، مرجع سبق ذكره، ص212.

* بلغت نسبة المتعاملين غير المسلمين في عدد من البنوك الإسلامية 60% من مجموع المتعاملين.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

ثالثاً: ضمان شفافية السوق[1]

إن ضعف أو غياب الشفافية في السوق المالية يجعل من الحصول على المعلومات المطلوبة لانتقاء الأوراق المالية المناسبة مكلفة مادياً ومستهلكة للوقت، مما يؤدي إلى تضييق المجال على المستثمرين وضعف الإقبال على هذه الأوراق بسبب غياب الشفافية المفضية في غالب الأحيان إلى وجود تلاعبات ومضاربات غير مشروعة لا تعكس السعر الحقيقي للورقة المالية. وفي هذا الشأن ولضمان الشفافية قام البنك المركزي الماليزي بتأسيس موقع لسوق النقد بين المصارف الإسلامية، كما وضع نظاماً متكاملاً وآلية فعالة للعرض والتسويات المالية ونشر المعلومات، من خلال هذا الموقع.

وقد وضع البنك المركزي الماليزي قيد العمل منذ 1996م نظاماً آلياً شاملاً للإصدارات والمناقصات يضمن الشفافية الكاملة لعمليات الإصدار والتداول. إلى جانب البنك المركزي، أسست هيئة الأوراق المالية الماليزية نظاماً للمتاجرة الإلكترونية "*(ETP)* لسوق الصكوك الماليزية في 10 مارس 2008.

رابعاً: دعم الحكومات للسوق النقدي

إن أهم عامل لتفعيل وتطوير إدارة السيولة في البنوك الإسلامية دعم الحكومات لهذه السوق من خلال التسهيلات الضريبية والمشاركة الفعالية في هذه السوق من خلال إصدار الأوراق المالية المتطابقة مع الشريعة الإسلامية. وقد خطت الحكومة الماليزية خطوات إيجابية في هذا الجانب حيث أعفت إصدارات الأوراق الاستثمارية الإسلامية من الضريبة.

الفرع الثالث: سلبيات وتحديات استخدام منتجات التصكيك كآلية لإدارة السيولة بماليزيا

1. معظم عمليات التصكيك تقوم على المدينات.
2. إصدار وتداول صكوك البيع بالثمن الآجل وصكوك المرابحة في التجربة الماليزية لا يقوم وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية، لأنه يقوم على أساس تطبيق بيع العينة، والذي اجمع الفقهاء على تحريمه.
3. إصدار وتداول صكوك الاستصناع في التجربة الماليزية لا يتم وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية، لأنه يشتمل على بيع الدين والذي حرمة جمهور العلماء، كما يقوم على مبدأ تصكيك الدين النقدي المحرم شرعاً.

---

[1] أكرم لال الدين، "**إدارة السيولة في المصارف الإسلامية**، مرجع سبق ذكره، ص9.

♦ ***ETP :*** *Electronic Trading Platform.*

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

المبحث الأول: تجربة السودان في مجال استخدام التصكيك لإدارة السيولة

تعمل دولة السودان في بيئة اقتصادية ومصرفية وفق المنهج الإسلامي، الأمر الذي يتطلب منها ابتكار أدوات ووسائل تتماشى وهذا المنهج، بديلة للأدوات التقليدية القائمة على سعر الفائدة بغرض تطوير السياسة النقدية وزيادة فعاليتها ومنها خلق أدوات لإدارة السيولة تعمل وفق مبدأ المشاركة الذي يقره الشرع الإسلامي الحنيف. وفي هذا المبحث يتم التعرض لمنتجات التصكيك المستخدمة لإدارة السيولة بالبنوك الإسلامية السودانية وتقويم مدى فعاليتها وذلك بعد سرد تطور وواقع الجهاز المصرفي والمالي السوداني في المطلب الأول.

المطلب الأول: النظام المصرفي والمالي في السودان

يرجع قيام النظام المصرفي السوداني إلى أوائل القرن العشرين عندما بدأت بعض البنوك العالمية بفتح فروع لها، حيث أُنشئ فرع لبنك الأهلي المصري عام1903 الذي كان يقوم ضمن مهامه بدور البنك المركزي، تلاه فرع باركليز بنك عام 1913، بالإضافة إلى فروع أجنبية أخرى.

الفرع الأول: تطور الجهاز المصرفي السوداني ومراحل إصلاحه

فيما يلي المراحل التي مر بها تطور الجهاز المصرفي السوداني وهي:[1]

أولاً: مرحلة النظام المصرفي الربوي بالكامل

تمثل هذه الفترة التي امتدت منذ الاستقلال في عام 1956 بداية عهد البنوك التجارية الوطنية حتى عام 1978. وكانت السيادة في هذه المرحلة للفكر الاقتصادي الرأسمالي والنظام المصرفي يقوم على قاعدة العمل بالربا. فارتكز عمل كل البنوك التجارية في علاقاتها المصرفية وتعاقداتها المالية على سعر الفائدة، فهوالحافز على الادخار والحق الذي يمنح لحملة الودائع. حيث يُعرّف البنك في ظل النظام المصرفي الرأسمالي بأنه تاجر ديون (يقترض بفائدة أدنى ويقرض بفائدة أعلى ويجني الفرق بين السعرين). وبهذا يصبح سعر الفائدة والتحكم فيه ارتفاعاً وهبوطاً هو المؤشر الذي يحدد اتجاهات السياسة النقدية والتمويلية. وهكذا كانت السياسة النقدية والتمويلية تعتمد على آلية سعر الفائدة في كل الإجراءات التي ترتكز عليها السياسة النقدية، فكان سعر الفائدة على الودائع هو المحرك الأساسي الذي تعتمد عليه البنوك في استقطاب

[1] أحمد مجذوب أحمد، **"تطبيق الصيغ الإسلامية في النظام المصرفي وأثره على السياسات النقدية"**، موقع فقه المعاملات الإسلامية، فقه الأسواق، تاريخ الإطلاع: 2010/11/10.

http://www.kantakji.com/fiqh/Files/Economics/262.doc

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

الودائع. كما كان سعر الفائدة للمقترضين هو المحدد لحركة توزيع موارد البنوك بين الاستخدامات المختلفة يضاف إلى ذلك في أدوات السياسة النقدية الأخرى كنسب الاحتياطي القانوني والتدخل المباشر.

ثانياً: مرحلة النظام المصرفي المزدوج

في هذه المرحلة الممتدة من منتصف السبعينات (ما بعد عام 1976) إلى منتصف الثمانينات عام 1983 أصدر الرئيس **نميري** التشريعات الإسلامية وتكاملت بهذه الإجراءات التشريعية القناعة لدى العديد من أرباب الأموال في استثمار أموالهم وفق أحكام الشريعة الإسلامية، ثم بدأ تأسيس البنوك الإسلامية بدءاً ببنك فيصل الإسلامي وبنك التضامن ثم لحقته مجموعة من البنوك الأخرى. وبهذا أصبح النظام المصرفي يعمل بنظامين- النظام الربوي تمثله البنوك التجارية التقليدية والنظام الإسلامي وتمثله باكورة البنوك الإسلامية. وهكذا كان المرتكز الغالب على السياسة النقدية في تلك الفترة هو الأدوات الربوية، و لم تكن للبنك المركزي وقتها توجهات ولا آليات يتعامل بها مع النظام المصرفي الإسلامي سوى نسب الاحتياطي النقدي واحتياطي السيولة الداخلية وسياسة التدخل المباشر وسياسات توزيع السقوف الائتمانية.

ثالثاً: مرحلة النظام المصرفي الإسلامي

بدأت هذه المرحلة في عام 1983 بعد تطبيق الشريعة الإسلامية وبعد صدور قانون المعاملات الذي أَلزمَ كل النشاط الاقتصادي في السودان بالمعاملات الشرعية حيث أصدر بنك السودان بموجب هذا القانون منشوراً ألزم فيه البنوك التجارية بالتحول إلى الصيغ الإسلامية وإزالة الربا من كل معاملاتها واستمرت هذه المرحلة حتى عام 1991. وقد أصبح الربا محرماً بالقانون و لم تعتبره المحاكم حقاً يطالب به، وعاقبت من يتعامل به. وفي هذه المرحلة بدأت البنوك التجارية في الانتقال الشكلي إلى النظام المصرفي الإسلامي ولكنها جابهتها جملة من العقبات أهمها:

1. عدم قدرة العاملين في هذه البنوك على استيعاب طرق التمويل الإسلامي.
2. عدم القناعة لدى بعضهم بمفهوم النظام الإسلامي وبالتالي شيوع التعامل الصوري في هذه البنوك.
3. صعوبات الانتقال القانوني واللائحي والمهني و الإجرائي في هذه البنوك حيث كانت تسود فيها ثقافة النظام الربوي.

رابعاً: مرحلة تعميق وإصلاح النظام المصرفي الإسلامي

بدأت هذه المرحلة مع بداية التسعينيات وتختلف برامجها عن المحاولات السابقة في عدة نواحي منها، حيث بنيت برامجها على دراسة لطبيعة المصاعب وعوامل الضعف التي يعاني منها النظام المصرفي، كما ميز هذه البرامج الاستمرارية والتناسق وتطبيقها على مراحل. بحيث:

1. شملت **المرحلة الأولى** جوانب عديدة منها الجوانب القانونية والإدارية والمالية والتأصيلية والمؤسسية، "ففي مجال التأصيل هدفت الإصلاحات إلى تعميق أسلمة الجهاز المصرفي بالبلاد من أجل

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

الوصول إلى ممارسة قائمة على أسس الشريعة الإسلامية، ولتحقيق ذلك اتخذت عدة خطوات شملت إنشاء الهيئة العليا للرقابة الشرعية في بنك السودان وقيام هيئة شرعية في كل بنك من أجل الإشراف على الأداء والتأكد من شرعية وسلامة المعاملات. كما تم اعتماد هوامش المرابحات ونسب المشاركات كآليات إسلامية لإدارة السيولة بدلاً عن أسعار الفائدة وتطوير أوراق مالية قائمة على الأصول للتوافق مع الأسس الشرعية (شمم وشهامة) كبديل للسندات الحكومية"[1].

2. أما **المرحلة الثانية** فشملت إصدار وتطبيق السياسة المصرفية الشاملة للجهاز المصرفي والمؤسسات المالية، والتي تهدف إلى خلق كيانات مصرفية كبيرة بمراكز مالية قوية قادرة على الصمود والمنافسة والاستمرار في تعميق أسلمة العمل المصرفي.

خامساً: مرحلة تطبيق النظام المصرفي المزدوج

ابتداءً من عام 2006 لم يعد النظام المصرفي السوداني إسلامياً بالكامل، وذلك بعد توقيع اتفاقية السلام بين الحكومة المركزية وحكومة الجنوب، حيث ينص الدستور الجديد على أن يكون النظام المصرفي إسلامياً في الشمال، تقليدياً في الجنوب، أي أصبح النظام المصرفي نظاماً مزدوجاً. وقد أشارت الاتفاقية بصورة واضحة وَجلية إلى تطبيق النظام التقليدي، وكان من ذلك إغلاق البنوك الإسلامية في الجنوب، وإنشاء بنك حكومة جنوب السودان وإصدار العملة الجديدة الموحدة، حيث تم اعتماد الجنية السوداني بديلاً للدينار السوداني*.

الفرع الثاني: واقع قطاع البنوك والمؤسسات المالية في السودان

يشمل قطاع البنوك بنك السودان المصرفي والبنوك العاملة، أما المؤسسات المالية فتشمل شركات الصرافة، شركة السودان للخدمات المالية المحدودة، صندوق ضمان الودائع المصرفية، سوق الخرطوم للأوراق المالية، سوق التأمين والوكالة الوطنية لتأمين وتمويل الصادرات.

أولاً: الجهاز المصرفي

1. **بنك السودان المركزي:** صدر أول قانون لبنك السودان المركزي عام 1959 وتم تعديل القانون عدة مرات ليواكب التطورات الاقتصادية والمالية، وكان آخر تعديل في عام 2005، وتتلخص مهامه في إصدار العملة السودانية بفئاتها المختلفة ووضع السياسات النقدية والتمويلية، وتنظيم ورقابة العمل المصرفي والإشراف عليه وتنميته ورفع كفاءته بما يحقق التنمية الاقتصادية والاجتماعية المتوازنة والسعي لتحقيق الاستقرار الاقتصادي وسعر الصرف، بالإضافة إلى عمله كبنك الحكومة ومستشاراً ووكيلاً لها.

---

[1] صابر محمد حسن، **" تقييم محالات إصلاح الجهاز المصرفي ودوره في تمويل التنمية"**، سلسلة الدراسات والبحوث، الإدارة العامة للبحوث والإحصاء، بنك السودان، الاصدار3، جوان 2004، ص13.

* أنظر، التقرير السنوي لبنك السوداني المركزي لعام2006.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

2. **البنوك العاملة:** بلغ عدد البنوك العاملة في السودان 38 بنكاً في عام 2009 تنتشر فروعها في ولايات السودان المختلفة، مقارنةً بـ35 بنكاً في عام 2008، حيث انظم لمنظومة البنوك العاملة خلال عام 2009 كل منَ البنك العربي السوداني والبنك الأثيوبي وبنك أكويتي. والجدول الموالي يوضح تطور البنوك العاملة في السودان من الفترة 2003 إلى 2009.

الجدول (4-2): تطور البنوك العاملة في السودان من الفترة 2003 إلى 2009

السنوات	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
العدد	23	26	29	29	32	35	38

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على:

- التقارير السنوية لبنك السودان المركزي 2003، 2004، 2005، 2006، 2007، 2008، 2009.

كما يوضح الجدول الموالي الميزانية الموحدة للبنوك العاملة لسنة2007، 2008، 2009. الذي يلاحظ منه أن أصول وخصوم البنوك العاملة في تطور مستمر. حيث ارتفعت جملة أصول وخصوم البنوك العاملة من 26197.4 مليون جنيه بنهاية عام 2007 إلى 30650 مليون جنيه بنهاية عام2008 أي معدل 17%، وارتفعت من 30650 مليون جنيه بنهاية العام 2008 إلى 36666.9 مليون جنيه بنهاية العام2009 بمعدل 19.6%.

الجدول (4-3): الميزانية الموحدة للبنوك العاملة لسنة2007، 2008، 2009.

	2007	2008	2009
نقد محلي	582	564.6	766.2
أرصدة لدى بنك السودان المركزي	2353.6	2889	4983.6
مصارف أخرى	298.2	402.6	1120.1
المراسلون بالخارج	2114.4	2690.5	2221.2
إجمالي التمويل	12998.5	14961.1	18163.5
حسابات أخرى	7850.7	9142.2	9412.3
مجموع الأصول	26197.4	30650.0	36666.9
ودائع	13942.4	16508.5	20848.0
الجمهور	11685.2	15020	18526.9
الحكومة	320.1	982.1	986.6
المؤسسات العامة	1937.1	506.4	1334.5
المصارف	1217.5	1682.1	3534.2
بنك السودان المركزي	389.6	465.0	1657.3
مصارف أخرى	236.7	611.8	824.3
مراسلون بالخارج	591.2	614.3	1052.6
رأس المال والاحتياطات	4606.9	5248.5	6678.0
الحسابات الأخرى	6430.6	7210.9	5606.7
مجموع الخصوم	26197.4	30650.0	36666.9

المصدر: التقارير السنوية لبنك السودان المركزي لسنة2007، 2008، 2009.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

ثانياً: المؤسسات المالية

1. **شركات الصرافة:** شركات الصرافة أنشئت بموجب لائحة تنظيم الصرافة الصادرة في سبتمبر 2005، وتعمل في مجال التعامل الآني في النقد الأجنبي بيعاً وشراءً ومجال التحويلات الخارجية وقد بلغ عددها 20 شركة صرافة بنهاية عام 2009. والجدول الموالي يوضح تطور الشركات الصرافة في السودان من الفترة 2002 إلى 2009.

الجدول (4-4):تطور شركات الصرافة في السودان من الفترة 2002 إلى 2009

السنوات	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
العدد	8	10	14	15	17	18	22	20

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على:

- التقارير السنوية لبنك السودان المركزي2002، 2003، 2004، 2005، 2006، 2007، 2008، 2009.

2. **شركة السودان للخدمات المالية:** التي تم إنشاؤها بواسطة بنك السودان ووزارة المالية والاقتصاد الوطني في عام 1998 بموجب قانون الشركات لعام 1925 لتعمل في مجال إصدار وتسويق الصكوك والأوراق المالية الحكومية مثل شهادات مشاركة البنك المركزي وشهادات مشاركة الحكومة. بالإضافة إلى مساعدة البنك المركزي في تنظيم السيولة وتكوين صناديق متخصصة في قطاع الخدمات المالية.

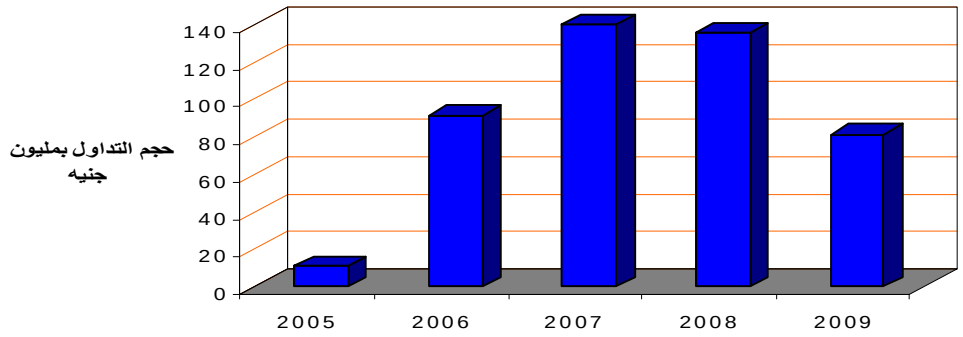
3. **صندوق ضمان الودائع المصرفية:** أنشئ بموجب قانونه الصادر في فيفري 1996 وذلك لتدعيم الثقة في الجهاز المصرفي عن طريق حماية حقوق المودعين، والمحافظة على استقرار وسلامة البنوك، بالإضافة إلى جبر الأضرار عند حدوث انهيار لأحد البنوك وذلك بالتنسيق مع البنك المركزي واتحاد المصارف السودانية ويعمل على أساس شرعي.

4. **سوق الخرطوم للأوراق المالية:** أنشئ في أكتوبر 1994 وبدأ العمل في السوق الأولية في ذات العام، بينما تم افتتاح السوق الثانوية في 1995، ويقوم هذا السوق بدور أساسي في الاقتصاد من خلال وظيفته في تجميع المدخرات واستثمارها عبر آلية تداول الأسهم والسندات. ورفع الوعي الاستثماري لدى المواطنين.

والشكل الموالي يوضح حجم تداول البنوك في سوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة 2005 إلى 2009.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

الشكل (4-11): حجم تداول البنوك في سوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة 2005 إلى 2009.



المصدر: من إعداد الطالب الاعتماد على:

- التقارير السنوية **لبنك السودان المركزي**2005، 2006، 2007، 2008، 2009.

5. شركات التأمين: والتي تقوم بتوظيف مواردها في تغطية المخاطر والاستثمار في حالة قيامها بنشاطات تمويلية وإصدار خطابات ضمان، ويبلغ عددها حتى نهاية عام 2009 بـ15 شركة تأمين.

6. الوكالة الوطنية لتأمين وتمويل الصادرات: تأسست الوكالة الوطنية لتأمين وتمويل الصادرات بموجب قانونها الصادر في العام 2005 برأسمال مال قدره 60 مليون جنيه، وبدأ العمل بها في عام 2006، وقد أنشئت الوكالة ككيان متخصص في تأمين وتمويل وترويج الصادرات السودانية المؤهلة.

المطلب الثاني: التصكيك في السودان ودوره في إدارة السيولة

في ظل انتهاج السودان النظام المصرفي الإسلامي الذي يقضي بعدم التعامل بالأدوات التقليدية القائمة على الفائدة، كان لابد للبنك المركزي السوداني أن يستخدم أدوات تتوافق مع الشريعة الإسلامية لإدارة السيولة تتمتع بكفاءة وفعالية، ومن بين هذه الأدوات شهادات مشاركة البنك المركزي وشهادات مشاركة الحكومة التي تعمل وفق مبدأ المشاركة، إضافة إلى ابتكاره واستحداثه لأدوات أخرى يمكنها أن تساهم في تحسين إدارة السيولة.

الفرع الأول: الجيل الأول من الأوراق المالية الإسلامية

بعد بحث استمر عام ونصف بجهد مشترك بين البنك المركزي السوداني والهيئة العليا للرقابة الشرعية للمصارف والمؤسسات المالية، وخبير من صندوق النقد الدولي استطاعت دولة السودان ابتكار وتطوير نوع جديد من الشهادات الإسلامية التي تصلح لإدارة السيولة أطلق عليها اسم شهادات شمم وشهادات شهامة، والتي تمثل في أساسها نوع من التصكيك لأصول البنك المركزي ووزارة المالية.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

أولاً: شهادات مشاركة البنك المركزي "شمم"

من التجارب الناجحة في ابتكار وتطوير أدوات مالية غير ربوية لإدارة السيولة، ما قدمه البنك المركزي في السودان من صكوك إسلامية أطلق عليها اسم "شهادات شمم". وهذه الشهادات هي عبارة عن صكوك تمثل أنصبة محددة في صندوق خاص يحتوي على الأصول المملوكة للبنك المركزي ووزارة المالية في القطاع المصرفي. وهي بذلك نوع من تصكيك الأصول. وتعتبر أول أداة نقدية إسلامية لإدارة السيولة وتم أول إصدار لها في عام 1998.

1. أهم خصائص شهادات مشاركة البنك المركزي "شمم"[1]

- تستخدم من قبل البنك المركزي كأداة للتحكم في إدارة السيولة، فإذا رأى البنك المركزي أن النشاط الاقتصادي في حاجة إلى سيولة عرضَ شراء الشهادات من مالكيها، وإذا كانت هناك السيولة زائدة في الاقتصاد عرض بيع ما عنده من شهادات لامتصاص فائض السيولة.

- حامل الشهادة لا يشارك في ملكية البنوك التي أصدرت الشهادة مقابل قيمتها المحاسبية وإنما يشارك في الأرباح والخسائر الرأسمالية.

- للشهادة قيمة اسمية محددة تكون مظهرة في الشهادة وقيمة محاسبية يتم إعلانها كل شهر وسعر للتبادل ويتحدد عن طريق التفاوض عند التبادل بين البائع والمشتري.

- ليس لها فترة سريان محددة ومفتوحة الأجل، وليس لها تاريخ استحقاق وقابلة للتداول وسهلة التسييل، ويمكن اعتبارها من الأصول السائلة لأن بنك السودان على استعداد لشرائها في أي وقت. ويمكن بيعها لطرف آخر غير بنك السودان.

- عمليات المزاد تحكمها أسس وضوابط محددة منها أن يحتوي الطلب على عروض لا تزيد عن خمسة وبأسعار مختلفة يتم ترتيبها بطريقة تنازلية، وأن لا يزيد مجموع العروض للبنك عن 25% من جملة المزاد ولا يسمح لأي بنك يتقدم بعرض نيابة عن بنك آخر.

2. تطور شهادات مشاركة البنك المركزي "شمم"

يبين الجدول الأتي تطور شهادات مشاركة البنك المركزي*.

الجدول (4-5): تطور شهادات مشاركة البنك المركزي خلال الفترة 1999-2004

الأعوام	1999		2000		2001		2002		2003		2004	
	عدد الشهادات	القيمة بمليون دينار	عدد الشهادات	القيمة بمليون دينار	عدد الشهادات	القيمة بمليون دينار	عدد الشهادات	القيمة بمليون دينار	عدد الشهادات	القيمة بمليون دينار	عدد الشهادات	القيمة بمليون دينار

[1] عبد الرحيم شريف أحمد وآخرون، "**إمكانية استحداث أداة أو أدوات نقدية ومالية لإدارة السيولة**"، مرجع سبق ذكره، ص12-13.

* تمت تصفية شهادة مشاركة البنك المركزي "شمم" في نوفمبر 2004.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

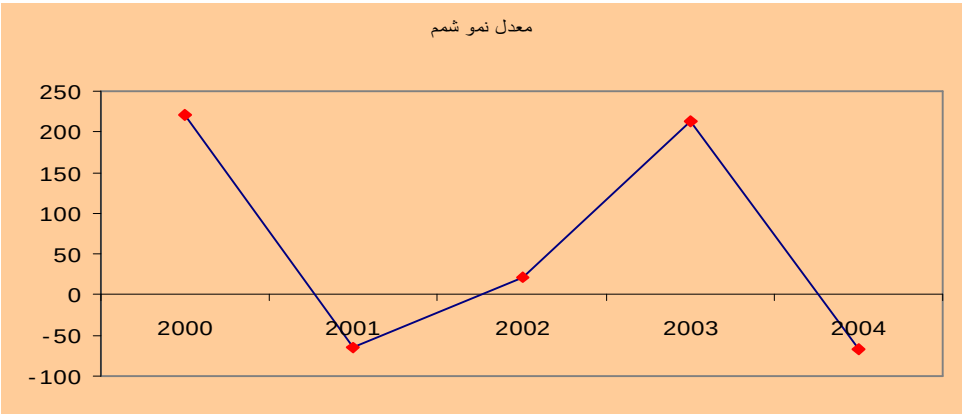
الشهادات المباعة	5163	5168	16598	16713	5974	6049	7234	7460	22583	22901.5	7455	4046.5
الشهادات المشتراة	5936	5941	15564	15725	5964	-	8234	8403	19123	19291.7	7455	7639
الشهادات بحوزة البنوك	_	_	1305	1318	10	10	10	10	-	-	-	-

المصدر: من إعداد الطالب الاعتماد على:

- التقارير السنوية لبنك السودان المركزي 2002، 2003، 2004.
- عبد الرحيم شريف أحمد وآخرون، "**إمكانية استحداث أداة أو أدوات نقدية ومالية لإدارة السيولة**"، مرجع سبق ذكره، ص13.

من الجدول السابق يتضح أن قيمة الشهادات المباعة بلغت 5168 مليون دينار، ثم ارتفعت إلى 16713 مليون دينار في العام 2000، بينما انخفضت في الأعوام 2001 و 2002 عن العام 2000. لتعود إلى الارتفاع في عام 2003ولكن في عام 2004 عادت إلى الانخفاض. أما الشهادات التي بحوزة البنوك في العام 2000 فقد بلغت قيمتها 1318 مليون دينار، بينما تراجعت القيمة إلى 10 مليون دينار في العامين 2001 و2002، وهذا يدل على أن البنوك الإسلامية أصبحت تميل إلى التخلص منها أكثر من حيازتها وذلك لأسباب منها خصخصة جزء من بنوك القطاع العام، ضعف العائد عليها، كما أن عائداتها في شكل أرباح رأسمالية وليست نقدية.

الشكل (4-12): معدل نمو شهادات البنك المركزي "شمم"



المصدر: من إعداد الطالب.

يشير الشكل السابق إلى أعلى نسبة نمو لإصدارات شمم كانت 221.45% في عام 2000 وأدنى نسبة كانت -64% في عام 2001، كما يشير الشكل إلى أن نسبة نمو إصدارات شمم بدأت في الارتفاع في عام 2002 و2003 على التوالي. لكن عادت إلى الانخفاض من جديد وسجلت نسبة -67%. وهذا ما أدى إعادة النظر فيها وكان ذلك في عام 2004 حيث تم تصفيتها وإيجاد بديل لها والمتمثل في شهادات إجارة البنك المركزي "شهاب".

ثانياً: شهادات المشاركة الحكومية "شهامة"

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

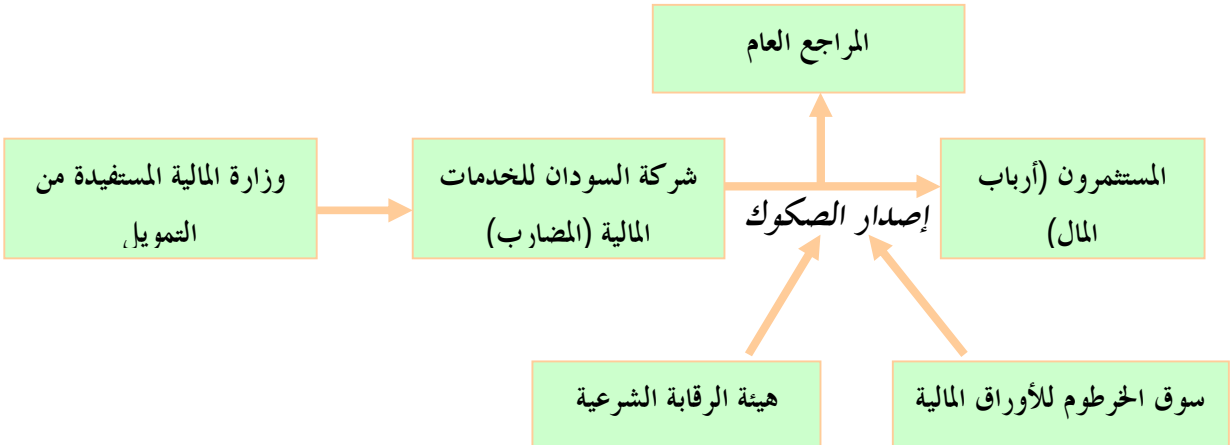
هي عبارة عن صكوك قائمة على أصول حقيقية يتم إصدارها مقابل حقوق ملكية الدولة في عدد من المؤسسات التي تتمتع بإدارة كفؤة وذات أرباح مجدية. وكان أول إصدار لها في ماي 1999[1]. وعلى الرغم من أن الهدف من إصدارها هو توفير آليات للبنك المركزي تعينه على إدارة السيولة، إلا أنها أصبحت خلال فترة وجيزة وسيلة فعالة لتمويل الميزانية العامة، حيث تستطيع من خلالها الحكومة الحصول على موارد حقيقية من الجمهور لتغطية عجز الميزانية العامة بدلاً من الاستدانة من القطاع المصرفي.

1. خصائص شهادات المشاركة الحكومية "شهامة"

- تمثل وسيلة لتمويل عجز الموازنة وآلية لإدارة السيولة من قبل البنك المركزي. ولتجميع المدخرات القومية وتشجيع المؤسسات والأفراد على استثمار فوائضهم وتساعد في تطوير سوق النقد.
- لها عائد مرتفع يتراوح بين 28-33% وهي عائدات حقيقية تمثل الأرباح التشغيلية والرأسمالية للمؤسسات المكونة الكبرى.
- لها فترة سريان محددة بعام كامل وهناك خطوات لإصدار شهادات بفترة سريان أقل.
- قابلة للتحويل ويتم تداولها في سوق الخرطوم للأوراق المالية.
- تعرض عن طريق مزادات في فترات محددة وتحكم عملية المزاد ضوابط محددة.

2. هيكل شهادات المشاركة الحكومية "شهامة"

الشكل (4-13): هيكل شهادات المشاركة الحكومية "شهامة"



المصدر: فتح الرحمن علي محمد صالح، **"التجربة السودانية في مجال الصكوك الإسلامية"**، ورشة عمل: الصكوك الإسلامية، تحديات...تنمية وممارسات دولية، الأردن، 18-19 تموز2010.

3. تطور شهادات المشاركة الحكومية "شهامة"

يوضح الجدول الموالي تطور شهادات المشاركة الحكومية منذ (1999) حتى عام 2002.

الجدول (4-6): تطور شهادات المشاركة الحكومية للفترة1999-2002

الأعوام	عدد الشهادات	القيمة الاسمية	متوسط العائد

[1] عبد الرحيم شريف أحمد وآخرون، **"إمكانية استحداث أداة أو أدوات نقدية ومالية لإدارة السيولة"**، مرجع سبق ذكره، ص14.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

			القيمة	النسبة
1999	2945	1472.5	477.3	33.4
2000	15353	7676.5	2098.8	30.3
2001	87583	43791.5	13196.5	30.1
2002	128804	64402.0	11854.5	30.2

المصدر: عبد الرحيم شريف أحمد وآخرون، **"إمكانية استحداث أداة أو أدوات نقدية ومالية لإدارة السيولة"**، مرجع سبق ذكره، ص14.

يتضح من خلال الجدول رقم (4-6) أن عدد وقيمة شهادات مشاركة الحكومة "شهامة" في ارتفاع، حيث ارتفع عددها من 2945 في عام 1999 (منذ بدأ العمل بها) إلى 128804 في عام 2002 وكذلك الأمر بالنسبة لقيمتها الاسمية، وهذا يبين الإقبال المتزايد عليها.

والجدول الموالي يبين تطور هذه الشهادات للفترة 2005 إلى 2009.*

الجدول (4-7): تطور شهادات مشاركة الحكومة للفترة2005-2009

الأعوام	2005		2006		2007		2008		2009	
	الكلي	بحوزة البنوك	الكلي	بحوزة البنوك	الكلي	بحوزة البنوك	الكلي	بحوزة البنوك	الكلي	بحوزة البنوك
الشهادات المباعة	4562379	1214140	7288217	2177103	8446201	3405174	11022653	3938776	14864268	6534761
القيمة بمليارات الدينارات	228.12	60.71	36.4	10.9	4223.1	1702.6	5511.33	1969.39	7432.13	3267.38
متوسط العائد السنوي	20.9		22.4		15.9		15.8		16	
معدل النمو			59.74		15.88		30.51		34.83	

المصدر: من إعداد الطالب الاعتماد على:

- التقارير السنوية **لبنك السودان المركزي**2005، 2006، 2007، 2008، 2009.

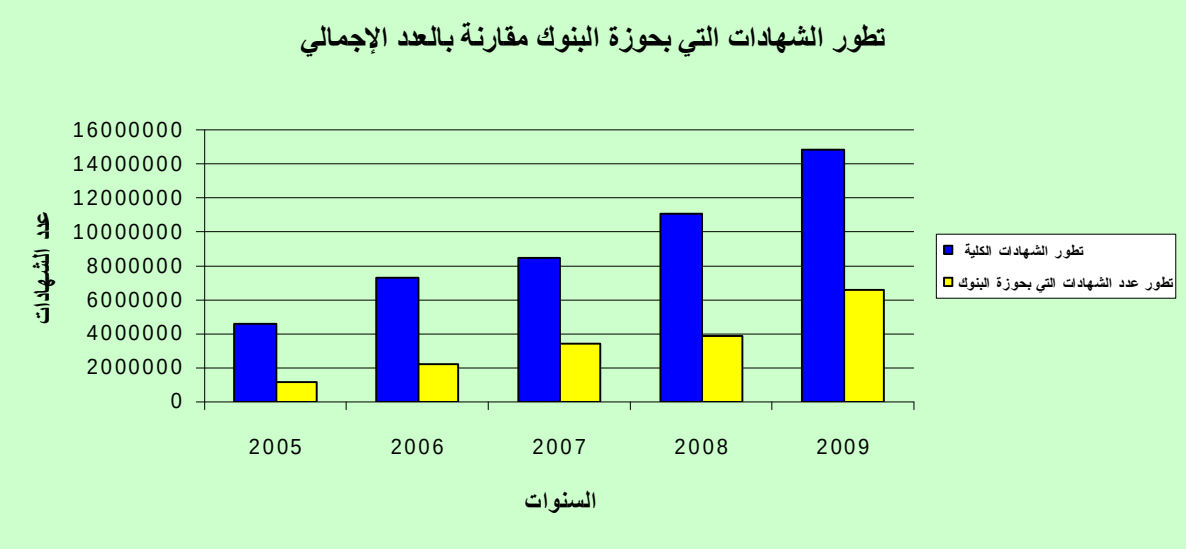
يشير الجدول السابق إلى أن شهادات مشاركة الحكومة في ارتفاع مستمر حيث ارتفعت عدد الشهادات المباعة من 4562379 عام 2005 إلى 14864268 في عام 2009. ونقس الشيء بالنسبة لقيمتها، أما بالنسبة لعدد وقيمة الشهادات التي بحوزة البنوك الإسلامية فهو في ارتفاع حيث بلغت قيمتها 3267.38 مليار دينار في عام 2009، أي بنسبة 43.96% من القيمة الكلية، والباقي (56.04%) هو بحوزة الشركات والصناديق، الجمهور، والبنك السوداني المركزي على التوالي بنسب متفاوتة.

والشكل الموالي يوضح الشهادات التي بحوزة البنوك مقارنة بالعدد الإجمالي.

الشكل (4-14): تطور الشهادات التي بحوزة البنوك مقارنة بعددها الإجمالي للفترة 2005-2009

* بالنسبة للعامين 2003 و2004 الإحصائيات المتوفرة في التقرير السوي لبنك السودان المركزي ناقصة.

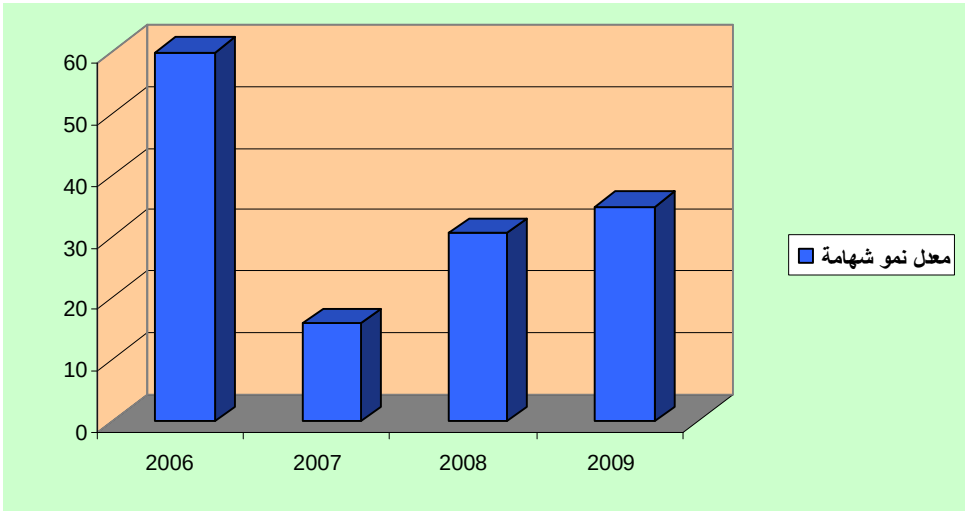
PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com



المصدر: من إعداد الطالب.

أما بالنسبة لمعدل نموها حتى عام2009 (كما هو مبين في الشكل رقم (4-15) الموالي) فـــيلاحظ أنه انخفض في عام 2007حيث بلغ أدنى مستوياته بمعدل 15.88%، ثم عاد إلى الارتفاع مـــن جديـــد في العامين 2008 و2009 على التوالي.

الشكل (4-15): معدل نمو شهامة للفترة 2005-2009



المصدر: من إعداد الطالب.

ثالثا: صكوك الاستثمار الحكومية "صرح"

هي عبارة عن وثائق اسميه تتيح لحاملها المشاركة في تمويل أصول حكومية عن طريق عقود الإجارة والمرابحة والاستصناع بغرض تحقيق الربح. وتتألف آلية عملها من ثلاث أطراف:

- المستثمر (رب المال).

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

- شركة السودان للخدمات المالية (المضارب).
- وزارة المالية والاقتصاد الوطني (المستخدمة للتمويل). تقوم العلاقة بين رب المال والمضارب على عقد المضاربة الشرعي. أما العلاقة بين رب المال والجهة المستخدمة للتمويل فتقوم على مجموعة عقود (الإجارة والمرابحة والاستصناع). حيث تكون الغلبة للإجارة حتى يمكن تداول الصكوك في السوق الثانوي[1].

1. خصائص وسمات صكوك الاستثمار الحكومية[2]

- يحدد الربح على استثمارات الصندوق بمجموع عوائد عقود استثمارية ويتم توزيع الأرباح بين رب المال (المستثمر) بنسبة 92% والمضارب (الشركة) بنسبة8%.
- يمكن تسييلها عبر سوق الخرطوم للأوراق المالية في السوق الثانوية.
- تدفع الأرباح دورياً كل ثلاثة /ستة أشهر في حدود 16%-20% سنوياً.
- يمكن استخدامها كضمان من الدرجة الأولى للحصول على التمويل الممنوح من البنوك التجارية السودانية.
- يحمل كل صك قيمة مالية اسمية تحسب بالعملة الوطنية ويمثل نصيب من استثمارات الصندوق.
-يمثل الصك بعد استثمار أمواله موجودات قائمة وحقيقية مكونة من مجموعة من العقود التمويلية الإسلامية.

2. تطور صكوك الاستثمار الحكومية "صرح"

الجدول أدناه يوضح تطور صكوك الاستثمار الحكومية.

الجدول (4-8):تطور صكوك الاستثمار الحكومية "صرح" للفترة 2003-2008

الأعوام	2003		2004		2005		2006		2007		2008	
	الكلي	بحوزة البنوك	الكلي	بحوزة البنوك	الكلي	بحوزة البنوك	الكلي	بحوزة البنوك	الكلي	بحوزة البنوك	الكلي	بحوزة البنوك
الشهادات المباعة	600000	128839	1280000	311600	5660000	1801782	12990816	1388296	17050795	5125988	18725819	6314541

[1] عبد الرحيم شريف أحمد، **"إمكانية استحداث أداة أو أدوات نقدية ومالية لإدارة السيولة"**، مرجع سبق ذكره، ص16.

[2] بدر الدين قرشي، **"التجربة السودانية في إصدار وإدارة الصكوك الإسلامية"**، مرجع سبق ذكره، ص6.

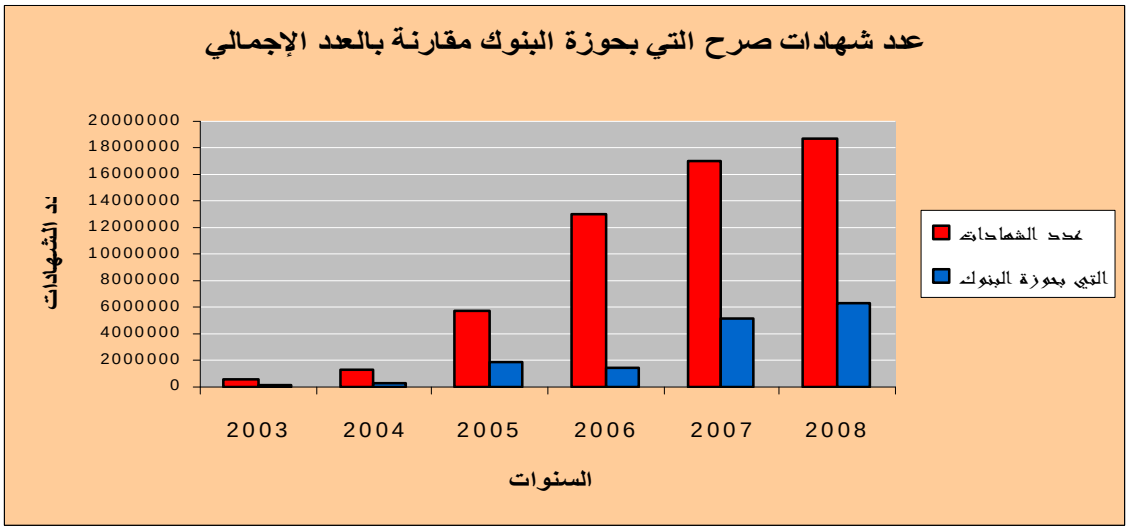
PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

القيمة بمليـــــارات الدينارات	6000	1100	12800	311.6	56.60	18.2	13	1.4	1705.1	512.6	1872.5	631.4
متوسط العائد السنوي	-		-		-		10 نصف سنوي		16 سنوي		16 سنوي	
معدل النمو			113.34		342.2		129.5		31.2		9.8	

المصدر: من إعداد الطالب الاعتماد على:

- التقارير السنوية لبنك السودان المركزي 2003، 2004، 2005، 2006، 2007، 2008.

الشكل (4-16): عدد شهادات صرح التي بحوزة البنوك مقارنة بعددها الإجمالي



المصدر: من إعداد الطالب.

يشير التحليل السابق إلى ارتفاع حجم شهادات الاستثمار الحكومية "صرح" منذ بدأ أول إصدار لها وبدأ العمل بها عام 2003 حيث ارتفع عددها من 600000 بنهاية عام 2003 إلى 18725806 بنهاية عام 2008. وبالنسبة لحجم الشهادات التي بحوزة البنوك فهو في ارتفاع وبنسب معتبرة، فمن خلال الشكل السابق نستنتج أن قطاع البنوك يملك في المتوسط ما بين 20 إلى 40%. أما بالنسبة لمعدل النمو فهو في انخفاض مستمر منذ 2005 فمن 342.2% والذي يعتبر أعلى نمو إلى أدنى نمو لها بنهاية العام2008 والمقدر بـــ 9.8%.

رابعاً: شهادات إجارة البنك المركزي "شهاب"*

* بموجب الفتوى الصادرة من الهيئة في يوم الثلاثاء 10 ربيع أول 1426هـــ الموافق له 2005/4/19م والمؤيدة من الهيئة العليا بعد مراجعتها وتعديلها النهائي بتاريخ 29 جمادى الأولى 1426هـــ الموافق 6 يوليو 2005م، فقد تم بيان شرعية هذا الإصدار وعدم تعارضه مع أحكام ومـــبادئ الشريعة الإسلامية. كما أن الصكوك تخضع لمراقبة وإشراف الهيئة المستمـــر. (أنظر: المـــوقع الرسمي لشركة السودان للخدمات الماليـــة، www.shahama-sd.com/ejara_shehab)

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

تعد شهادات إجارة البنك المركزي "شهاب" كبديل عن شهادات البنك المركزي التي كانت تصدر مقابل نسبة محددة من الأصول المملوكة لبنك السودان ووزارة المالية في القطاع المصرفي، يتم إصدارها على أساس عقد الإجارة، وكان أول إصدار لها عام 2005.

1. خصائص ومميزات شهادات إجارة البنك المركزي "شهاب"

- تستخدم بواسطة البنك المركزي كآلية لإدارة السيولة لدى الجهاز المصرفي والمؤسسات المالية.
- توفير فرص استثمارية تحقق أرباحاً لحملتها، وذلك بتصكيك أصول البنك المركزي وعرضها للمستثمرين.
- تمثل نقلة جديدة في هيكلية الصكوك في السودان.
- أسهمت في تعميق السوق المالية بإضافة أوراق مالية جديدة.
- تمثل بديل لشهادات مشاركة البنك المركزي.

2. تطور شهادات إجارة البنك المركزي "شهاب"

استحدث بنك السودان المركزي شهادات إجارة البنك المركزي السوداني في سبتمبر 2005 بدلاً عن شهادات مشاركة البنك المركزي "شمم" كأداة من أدوات إدارة السيولة، وكان أداء هذه الشهادات خلال الفترة 2005 -2008 بملايين الجنيهات كما هو موضح في الجدول أدناه.

الجدول (4-9): تطور شهادات إجارة البنك المركزي من 2005 إلى 2008

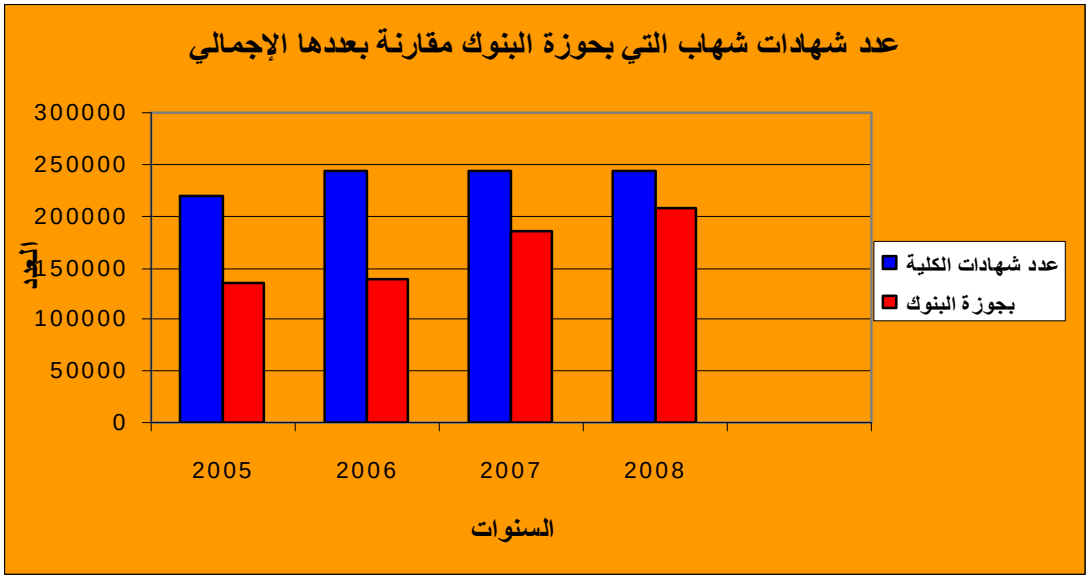
الأعوام	2005		2006		2007		2008	
	عدد الشهادات	القيمة بملايين الجنيهات	عدد الشهادات	القيمة بملايين الجنيهات	عدد الشهادات	القيمة بملايين الجنيهات	عدد الشهادات	القيمة بملايين الجنيهات
إجمالي الشهادات لدى بنك السودان والبنوك	219800	22	243871	24.4	243871	243.9	243871	243.9
الشهادات المباعة	177400	17.7	336500	33.7	867000	867.0	521365	521.4
الشهادات المشتراة	42400	4.3	333000	33.3	682600	682.6	314740	314.7
صافي الشهادات لدى البنوك	135000	13.4	138500	13.9	184400	184.4	206625	206.6

المصدر: من إعداد الطالب الاعتماد على:

- التقارير السنوية لبنك السودان المركزي 2005، 2006، 2007، 2008.

الشكل (4-17):عدد شهادات شهاب التي بحوزة البنوك مقارنة بعددها الإجمالي

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com



المصدر: من إعداد الطالب.

من خلال الجدول والشكل أعلاه يلاحظ أن شهادات إجارة البنك المركزي المستحدثة في عام 2005 ارتفعت قيمتها من 219800 في عام2005 إلى243871 بنهاية عام 2006 ثم عرف هذا النوع من الشهادات ثبات في القيمة بالنسبة للأعوام 2007 و2008. أما بالنسبة صافي الشهادات لدى البنوك فقد ارتفع من 13500 بنهاية عام 2005 إلى 206625 بنهاية 2008 رغم ثبات القيمة الكلية لعدد الشهادات في السنوات الأخيرة، وهذا يدل على أن البنوك أصبحت تميل إلى الاستثمار في هذه الشهادات، وقد ارتفعت قيمتها من 13.4 مليون جنيه إلى 206.6 مليون جنيه في ظرف أربعة أعوام فقط.

3. تكييف العلاقات التعاقدية للصكوك

تقوم العلاقات التعاقدية بين الأطراف التالية:[1]

- المستثمر.
- الشركة (الوكيل المؤجر).
- البنك وهو البائع للأصل والمستأجر له.
- تقوم العلاقة بين المستثمرين والشركة على أساس عقد الوكالة، وبين الشركة والبنك على أساس شراء الأصل وتأجيره له (إجارة العين لمن باعها المجازة من الهيئة العليا).
- تدعو الشركة المستثمرين للاكتتاب في الصندوق بغرض شراء أصول البنك وفق الجدول المعد، وذلك بقيم محددة وتصدر الشركة لكل مستثمر صكوكاً بقيمة استثماره.
- تُكوّن الأموال المكتتب بها الصندوق ويوضع تحت إدارة الشركة بصفتها الوكيل.
- تقوم الشركة باستثمار أموال الصندوق بصفتها وكيلاً عن المستثمرين لشراء أصول البنك وتأجيرها له.

[1] الموقع الرسمي **لشركة السودان للخدمات المالية**، تاريخ الإطلاع:2010/12/03. www.shahama-sd.com/ejara_shehab

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

- يمثل الصك بعد استثماره موجودات قائمة حقيقية وهي الأصول المملوكة للصندوق.
- يجوز لحملة الصكوك تداول صكوكهم في السوق أو بيعها في سوق ما بين البنوك.
- تتمثل مستحقات حامل الصك في الأجرة الشهرية وقيمة الصك في السوق. يوزع العائد من الإجارة على النحو التالي: 95% لحملة الصكوك و5% للشركة (الوكيل).

خامساً: مقارنة بين شهادات (شمم، شهامة، صرح وشهاب)

الجدول (4-10): مقارنة بين شهادات (شمم، شهامة، صرح وشهاب)

نوع الصكوك	شمم	شهامة	صرح	شهاب
الهدف	التحكم في السيولة عند البنوك	تمويل التمويل للحكومة، وإدارة السيولة	إدارة السيولة في الجهاز المصرفي	إدارة السيولة في الجهاز المصرفي
الجهة المصدرة	بنك السودان المركزي	وزارة المالية	شركة السودان للخدمات المالية	بنك السودان المركزي
أول إصدار	1998	1999	2003	2005
السوق المستهدف	البنوك والمؤسسات المالية الكبيرة	الجمهور عموماً بما فيه البنوك	الجمهور عموماً بما فيه البنوك	البنوك والمؤسسات المالية
درجة السيولة	بنك السودان مستعد لشرائها عند الطلب في أي وقت	ليس هناك التزام من بنك السودان بإعادة الشراء عند الطلب	-	-
الأجل	ليس لها أجل محدد مما يمكن تداولها	سنة واحدة وقابلة للتجديد	7-6 سنوات	10 سنوات

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على:

- صابر محمد حسن، **"إدارة السياسة النقدية في ظل النظام المصرفي الإسلامي - تجربة السودان"**، مرجع سبق ذكره، ص31.
- بدر الدين قرشي، **"إصدار وإدارة الصكوك الحكومية- التطور والتحديات"**، مرجع سبق ذكره.

الفرع الثاني: الجيل الثاني من الأوراق المالية الإسلامية

نظراً لمحدودية شهادات البنك المركزي وشهادات المشاركة الحكومية من حيث القيمة والعدد، فإن استخدامها كأداة لإدارة السيولة قد تكتنفه بعض المصاعب، وعليه رأت السلطات النقدية بالسودان أن هناك حاجة ماسة لاستنباط أدوات مالية إسلامية تتسم بالمرونة والتنوع وبآجال مختلفة، بحيث تلبي رغبات كافة المستثمرين بما يتناسب مع مواردهم المالية ومواقف السيولة، وتصلح في نفس الوقت كآليات يستخدمها البنك المركزي في توفير وإدارة السيولة المصرفية.

أولاً: صكوك السلم قصيرة الأجل

تعتبر صكوك السلم بديلاً إسلامياً لسندات الخزينة الحكومية التي تستند إلى سعر الفائدة. ونظراً لأهميتها فقد عمل بنك السودان بالتنسيق وزارة المالية والاقتصاد الوطني والهيئة العليا للرقابة الشرعية

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

للمصارف والمؤسسات المالية في استنباط واستحداث أسلوب عملي لإصدار صكوك حكومية إسلامية.

1. أهداف صكوك السلم

- تطوير أدوات مالية ذات جودة عالية للسوق البينية للبنوك الإسلامية والشركات والمؤسسات المالية لاستخدامها في معالجة فوائض السيولة النقدية قصيرة الأجل لدى تلك الجهات، والتي يستثمر جزء منها خارج الاقتصاد الوطني ووفق معاملات ربوية.
- استخدام صكوك السلم كأداة هامة لإنجاح فكرة إنشاء سوق مالية ونقدية عالمية إسلامية. إذ تعمل السلطات النقدية في السودان بالاشتراك مع الدول الإسلامية على هذا الهدف.
- إعطاء دور أكبر للمؤسسات المالية الإسلامية لتوفير التمويل اللازم للاحتياجات الحكومية قصيرة الأجل.

2. آلية إصدار صكوك السلم

تتلخص آلية إصدار صكوك السلم قصيرة الأجل فيما يلي:[1]

- يقوم البنك المركزي (بصفته ممثلاً لوزارة المالية) بدعوة البنوك والأفراد والشركات والمؤسسات المالية الراغبة في الاستثمار في الصكوك للمشاركة في محفظة الصكوك بالقدر الذي ترغب في شرائه من صكوك السلم المصدرة واستلام قيمة الصكوك المحددة لكل جهة للدخول في مضاربة ينفذها البنك نيابة عن تلك الجهات بغرض شراء السلعة التي تمثلها الصكوك (كمية محددة من النفط مثلاً) بسعر عاجل يتم التعاقد عليه مع وزارة المالية ثم بيع تلك السلعة عند حلول الأجل.
- يقوم البنك المركزي بصفته مديراً لمحفظة صكوك السلم بتوقيع عقد السلم مع وزارة المالية كممثل للحكومة المالكة للسلعة (النفط) والذي ينطوي على اتفاق بين الطرفين لشراء الأول نفطاً بمواصفات وكمية وسعر محدد يدفع عاجلاً وإقرار من الطرف الثاني بقبض الثمن والتزامه بتسليم السلعة أو قيمتها حسب سعر البيع للنفط لاحقاً تسليم ثلاثة شهور بربح معلوم وذلك لأن أسعار النفط تسليم ثلاثة شهور مثلاً هو سعر معروف مسبقاً ويمكن تبعاً لذلك التعاقد عليه.
- يتم تحديد أحد البنوك كطرف ثالث ليوقع مع البنك المركزي (مدير المحفظة) على الوعد الملزم بالشراء بالقيمة المحددة وفقاً للأسعار الدولية للسلعة تسليم ثلاثة شهور كجهة ضامنة لشراء السلعة في حالة عدم تمكن الجهة المسوقة للحكومة من شراء تلك السلعة بذلك السعر.
- عند انتهاء أجل السلم يقوم البنك المركزي بتحصيل قيمة السلعة موضوع السلم وتوزيعها على المستثمرين في هذه السلعة.

[1] عبد الكريم قندوز، **"صناعة الهندسة المالية بالمؤسسات المالية الإسلامية"**، مرجع سبق ذكره، ص184.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

ثانياً: صكوك التأجير الإسلامية

صكوك التأجير الإسلامية يتم إصدارها على صيغة الإجارة أو المشاركة في الإنتاج وتمثل حصة في أصول حكومية تصدرها حكومة السودان ممثلة في وزارة المالية والاقتصاد الوطني. وتهدف هذه الصكوك بصفة عامة إلى تحقيق الأهداف التالية: [1]

1. إدارة السيولة في الاقتصاد الكلى عبر ما يعرف بعمليات السوق المفتوحة للتحكم في السيولة قبضا وبسطا عبر أداة مالية إسلامية.
2. تغطية جزء من العجز في الموازنة العامة للدولة من موارد نقدية حقيقية باستخدام مدخرات الأفراد والمؤسسات المالية المختلفة كبديل للجوء للجهاز المصرفي للتمويل بالعجز.
3. تجميع المدخرات القومية وتشجيع الاستثمار عن طريق نشر الوعي الادخاري بين الجمهور مما يؤدى إلى زيادة الاستثمار.
4. إيجاد مجالات جديدة للاستثمار بتفعيل الأصول الثابتة التي تملكها الدولة.

هذا ويتم إصدار هذه الصكوك وفق الشروط التالية:

- تقوم الحكومة بطرح نسبة معينة من ملكيتها في بعض الأصول (30%مثلاً) لصالح محفظة الصكوك الإسلامية التي تديرها إدارة الصكوك الحكومية بوزارة المالية والاقتصاد الوطني حيث تقوم ببيع هذه النسبة للمحفظة التي ستنشأ لهذا الغرض.
- تقوم محفظة الصكوك الإسلامية بإصدار صكوك بقيمة هذه الأصول وتطرح على المستثمرين من الأفراد والشركات ذات الشخصية الاعتبارية والمؤسسات المالية المختلفة في الداخل والخارج.
- تقوم الحكومة ممثلة في وزارة المالية والاقتصاد الوطني (أو أي طرف ثالث)باستئجار الأصل من المالكين الجدد (حملة الصكوك) بعائد تأجيري وبموجب عقد إجارة منتهية بالتمليك. وفي نهاية الاستحقاق يسترد المستثمر أصل الصك فقط بينما يمثل الإيجار العائد (الربح) على هذه الصكوك.
- في حالة رغبة المستثمرين في بيع هذه الصكوك تمنح الحكومة أولوية لشراء هذه الصكوك حيث يلتزم كافة المستثمرين بعرضها على الحكومة لشرائها بسعر السوق. وفي حالة عدم رغبة الحكومة في الشراء يمكن عرض الصكوك على جهات أخرى لشرائها.
- تصدر هذه الصكوك لمدة عام من تاريخ الإصدار وتلتزم الحكومة التزاماً غير مشروط بإعادة شراء الجزء المباع من أصولها عند تاريخ استحقاق الصكوك، كما تلتزم كذلك باستمرارية استئجارها لتلك الأصول طيلة فترة الإصدار المحددة للصك.

[1] صابر محمد حسن، **"إدارة السياسة النقدية في ظل النظام المصرفي الإسلامي - تجربة السودان"**، مرجع سبق ذكره، ص 34.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

ثالثاً: صكوك التنمية الإسلامية

يمكن تطوير هذا النوع من الصكوك كوسيلة لجذب واستقطاب الودائع قصيرة الأجل بهدف استخدامها في تمويل مشاريع البنية التحتية، وذلك عن طريق تصكيك بعض الأصول المملوكة للدولة لطرحها في شكل صكوك على المستثمرين وصولاً لاستقطاب موارد نقدية لتمويل بعض المشاريع الرأسمالية الحكومية، وخاصة مشاريع البنية التحتية. تهدف هذه الصكوك إلى إدارة السيولة في الاقتصاد الكلى وتغطية جزء من العجز في موازنة الدولة من موارد نقدية وحقيقية باستخدام مدخرات المجتمع وإيجاد مجالات للاستثمار وتمويل مشاريع البنية التحتية خدمة للاقتصاد. ويتم إصدار هذه الصكوك على النحو الموالي:

- يقوم البنك المركزي أو أي وكيل للحكومة بتكوين صندوق مضاربة مقيدة ذات غرض محدد وذلك بهدف توفير الموارد اللازمة لتمويل إحدى المشاريع التنموية أو مشاريع البنية التحتية مثل الطرق و الجسور والمطارات والمستشفيات والموانى البحرية أو النهرية.
- تقوم الحكومة أو وكيلها في هذه الحالة ببيع أصول محسوسة لصندوق المضاربة الخاصة المقيدة.
- يقوم مدير الصندوق بإصدار صكوك التنمية عن طريق تصكيك الأصل ويتم عرضها على المستثمرين من الأفراد والشركات على أساس ملكية مؤقتة ويتم استلام قيمة هذه الصكوك بواسطة الصندوق.
- يتم إعداد الترتيبات والاتفاقيات لتشييد إحدى مشاريع البنية التحتية المحددة عن طريق عقد الاستصناع (أو أي صيغة شرعية أخرى) يتم فيه تحديد كافة المتطلبات والمواصفات والإجراءات المتعلقة بتشييد المشروع إضافة لأي عقود أخرى يتطلبها الموقف.
- تقوم الحكومة أو جهة أخرى باستئجار الأصل الذي تم التعاقد على إنشائه أو بعد تشييده عن طريق الإجارة والاقتناء من المالكين وذلك مقابل عائد يتم الاتفاق عليه بموجب عقد إجارة منتهية بالتمليك.
- يقوم مدير الصندوق بإدارة أصول وخصوم الصندوق.
- تلتزم الحكومة وتقدم ضماناً غير مشروط بإعادة شراء الأصل من المالكين والمشترين عند نهاية الإصدار ويكون الشراء بالقيمة الاسمية للصك (مبلغ الإيجار يمثل العائد على الصك) كما تلتزم الحكومة باستمرارية استئجارها للصك طيلة فترة الإصدار المحددة للصك.
- هذا ويدفع العائد على الصكوك كل ثلاثة أشهر لمنح المستثمرين درجة معقولة من السيولة.

المطلب الثالث: تقييـــم التجربة السودانية

تتميز التجربة السودانية بأنها ذات نظام مصرفي إسلامي بأكمله-قبل توقيع اتفاقية السلام عام 2006- الأمر الذي استدعى البحث عن سياسات نقدية ومالية، وخصوصا البحث عن بدائل لأدوات إدارة السيولة بعيداً عن تلك القائمة على سعر الفائدة المحرم شرعا، وقبل تقييم تجربة السودان في مجال استخدام منتجات التصكيك كآلية لإدارة سيولتها، نعرض أولاً أهم ملامح وخصوصية التجربة السودانية.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

الفرع الأول: ملامح وخصوصية التجربة السودانية

يمكن تلخيص أهم ملامح وخصائص التجربة السودانية فيما يلي:

1. تختلف طبيعة الملكية من بنك لآخر منها ما هو ملك للقطاع الحكومي، ومنها ما هو ملك للقطاع المشترك ومنها المشترك بين القطاع العام والخاص والمشترك بين القطاعين الخاص المحلي والأجنبي ومنها ما هو عبارة عن فروع لبنوك أجنبية.
2. اكتمال المنظومة المالية والمصرفية السودانية فهي تشمل: قطاعا ماليا مكتملا من الجوانب التشريعية والتنظيمية، يضم في هيكله تركيبة معتدلة بين النظام المصرفي والسوق المالية، وهذا ما يساعد على تطور منتجات الهندسة المالية الإسلامية من خلال الابتكار المالي بهدف الاستفادة من الفرص الاستثمارية والتمويلية خاصة تلك التي يمكن أن يوفرها السوق المالي.[1]
3. بدأ القطاع المصرفي السوداني يعمل بالنظام التقليدي وفي السبعينيات قامت بعض البنوك على الأساس الإسلامي بحيث أصبح النظام المصرفي مزدوجاً. ومنذ عام 1983 بدأت أولى إجراءات أسلمة النظام المصرفي ومع بداية عقد التسعينيات تم إصلاح وإدخال خطوات لتعميق النظام المصرفي الإسلامي.

الفرع الثاني: تقييم تجربة السودان في مجال استخدام التصكيك كآلية لإدارة السيولة

أولاً: تقييم مدى فعالية منتجات التصكيك لإدارة السيولة

- تعتبر شهادات مشاركة البنك المركزي من أفضل ما تم ابتكاره لإدارة السيولة، إذ بالإضافة إلى سيولتها العالية حيث يمكن بيعها في أي لحظة وبسهولة في سوق الأوراق المالية عبر شركات الوكالة العاملة بالسوق. تتميز هذه الشهادات بأنها ذات مخاطر استثمارية متدنية لأنها مسنودة بأصول في وحدات اقتصادية تتميز بربحيتها العالية وإداراتها المتميزة وفي قطاعات اقتصادية مختلفة، كما أنها ذات ربحية عالية مقارنةً بأوجه الاستثمار الأخرى المتاحة.
- من أهم ما يميز شهادات مشاركة البنك المركزي "شمم" هو أن البنك المركزي مستعد لشرائها متى طلب منه ذلك، وهذا أمر يسهل على البنوك التي بحوزتها هذه الشهادات بيعها عند حاجتها إلى السيولة.
- تعتبر من الأصول السائلة لما لها من درجة سيولة عالية وسوق يضم البنوك والمؤسسات المالية.
- ساهمت الصكوك السودانية في تثبيت دعائم وتطوير سوق الخرطوم للأوراق المالية، والذي انعكس بالإيجاب على الاقتصاد السوداني وحجم تداول البنوك والمؤسسات المالية فيه، حيث ارتفع عدد الشهادات والصكوك المتداولة فيه من 4733723 بنهاية 2007 إلى 7646614 بنهاية 2009.
- تعطي الشهادات أرباح شبه ثابتة لفترات معينة وهذا يساعد على التخطيط للأرباح في المستقبل.

[1] عبد الكريم قندوز، **"صناعة الهندسة المالية بالمؤسسات الماليـــة الإسلامية"**، مـــرجع سبق ذكره، ص189.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

- ساهمت الصكوك في الرفع من مستوى التمويل المقدم من البنوك وحجم تداول هذه الأخيرة في سوق الخرطوم للأوراق المالية.

- أصحبت شهادات إجارة البنك المركزي "شهاب" بديل لشهادات مشاركة البنك المركزي "شمم" وكأداة واعدة لإدارة السيولة، وما يؤكد هو نسبة حيازة البنوك الإسلامية على هذه الشهادات.

ثانياً: سلبيات وتحديات استخدام منتجات التصكيك كآلية لإدارة السيولة

- لا يغطي قانون صكوك التمويل الحالي عمليات تصكيك الأصول من حيث تكييف العلاقة بين الشركة ذات الغرض الخاص وضوابط المنشئ وعمليات بيع الأصول وجوانب حالات إدارة فائض وعجز السيولة والرجوع للمنشئ.

- ضعف تصنيف السودان من قبل وكالات التصنيف العالمية، وهذا بدوره يؤثر على قرارات المستثمرين.

- ضعف فعالية وعدم مرونة شهادات مشاركة البنك المركزي كأداة لإدارة السيولة، وخصوصا مسألة العائد عليها إذ يعتبر ضعيفاً وهذا بدوره أدى إلى إحجام البنوك في التعامل بها.

- يكون عائد شهادات مشاركة البنك المركزي في شكل أرباح رأسمالية.

- في ظل التوجه العالمي نحو تقليص دور الدولة في الاقتصاد، وبالتالي خصخصة المؤسسات الحكومية، فإن هذه الشهادات تصبح محدودة من حيث القيمة والعدد وبالتالي فإن الاستمرار في استخدامها كأداة لإدارة السيولة قد تكتنفها بعض المصاعب.

- ارتفاع تكاليفها بسبب اضطرار البنك المركزي إلى تأسيس شركة حكومية لإدارة إصدار هذه الصكوك.

-التكلفة العالية لشهادات مشاركة البنك المركزي "شهامة" في ظل استدانة الدولة عبر هذه الشهادات وخصخصة معظم الأصول الحكومية.

- تصدر الصكوك بفئات كبيرة نسبياً للحد من عدد المكتتبين فيها بغرض خفض التكاليف الإدارية لتمويل عجز الموازنة، الأمر الذي أدى إلى حرمان أصحاب المدخرات الصغيرة من الاستثمار في هذه الصكوك.

ثالثاً: مقترحات لتفعيل دور التصكيك في إدارة السيولة بالسودان

- توسيع قاعدة المشاركين في الاكتتاب في الصكوك من خلال السماح للأجانب بالاستثمار في الصكوك.

- العمل على طرح المزيد من الصكوك مع تنويع العملة كما فعلت بعض الدول، كدولة ماليزيا.

- تعديل الجوانب القانونية والفنية المتعلقة بالتمويل بالصكوك.

- تنشيط حركة الصكوك من خلال إدراجها في الأسواق المالية العربية، ووضع مؤشر لأسعار الصكوك.

- تطوير عملية تداول الصكوك في سوق الخرطوم للأوراق المالية من خلال استخدام التداول الالكتروني.

- العمل على ابتكار وإصدار العديد من الصكوك تماشياً مع صيغ التمويل المستخدمة بآجال مختلفة.

- رفع الوعي العام بثقافة ومدى أهمية الصكوك في التنمية بصفة عامة.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

خلاصة الفصل الرابع

تناول هذا الفصل تطور حجم الصكوك الإسلامية وواقعها ومستقبل هذه الصناعة وتحدياتها، وتم التوصل إلى أن سوق الصكوك الإسلامية يشهد نمواً ورواجاً على المستوى العالمي، وأنه تأثر كغيره من أسواق الدين العالمية بالأزمة المالية العالمية، لكن بنسبة قليلة مقارنة بالأسواق التقليدية الأخرى، وأنه سوق خطب يمكن أن تستفيد منه الدول والمؤسسات المالية لمعالجة آثار الأزمة المالية العالمية ومشكلة جفاف السيولة بالأسواق على وجه العموم، وأن تستفيد منه المؤسسات المالية الإسلامية في استثمار فوائضها النقدية وإدارة سيولتها بشكل مربح على وجه الخصوص.

وتم التطرق أيضاً لتجربة ماليزيا التي تمتلك حصة كبيرة من هذا المنتج، وتم التوصل إلى أن صناعة التصكيك بماليزيا متطورة ومدعومة بوجود بنية تحتية قوية، بحيث لديها الكثير من منتجات التصكيك المستخدمة لإدارة السيولة ومنها الإصدارات الحكومية الاستثمارية التي تعد بمثابة بديل لأذون الخزينة التقليدية وسندات المديونية الخاصة وصكوك إجارة البنك المركزي الماليزي وصكوك كاجاماس للمضاربة. غير أنه يشوب بعض إصدارات الصكوك الكثير من المخالفات الشرعية.

أما بالنسبة لتجربة السودان فهي ليست بالرائدة ولكنها تجربة جادة نظراً للبيئة المصرفية الإسلامية وسعي البنك المركزي السوداني لاستحداث وابتكار أدوات مالية ونقدية متوافقة مع الشريعة الإسلامية تعمل على تحسين إدارة الإسلامية ومنها منتجات التصكيك كشهادات مشاركة البنك المركزي وشهادات مشاركة الحكومة وصكوك الاستثمار الحكومية وشهادات إجارة البنك المركزي وهي أدوات مهمة لإدارة السيولة، بالإضافة إلى استحداث جيل ثاني من الأوراق المالية من صكوك التنمية وصكوك السلم وصكوك الإجارة التي ساهمت بدورها في إدارة السيولة وتوفير التمويل اللازم للمشاريع التنموية والحكومية.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

يعتبر وضع السيولة بالمؤسسات المالية الإسلامية شديد الحرج، وذلك لقلة الأدوات والتقنيات التي تستخدمها في هذا المجال باعتبار حرمة التعامل بالفائدة، وكذا محدودية السوق النقدي ما بين البنوك الإسلامية الذي يعد بمثابة الطريق الأول لاقتراض الأموال القصيرة الأجل والحصول على السيولة، الأمر الذي أدى بها إلى التحفظ في استثمار أموالها لفقدان الآليات والأدوات الإسلامية لإدارة سيولتها، فعانت من مشكلة الفائض في السيولة، مما أدى إلى ضياع كثير من الفرص الاستثمارية عليها، ومن ثم انخفاض أرباح المودعين وأثر على قوتها التنافسية.

لذا تسعى البنوك الإسلامية من خلال الاستفادة من منتجات الهندسة المالية الإسلامية العمل بالبديل المشروع للتوريق التقليدي له ألا وهو التصكيك الإسلامي ومنتجاته التي أثبت وجودها في حقبة قصيرة من الزمن، واستطاعت جذب الكثير من المدخرات الإسلامية وحتى الدول الغربية بدأت تتسارع في إصدار التشريعات القانونية والضريبية المنظمة لها. وخصوصاً أن هذه المنتجات الإسلامية أثبت نجاعتها إذ حققت عائدات مجزية لم تحققها أي أداة مالية أخرى في ظل الأزمة المالية العالمية.

وعليه تعتبر الصكوك الإسلامية من أهم الأدوات التي إن وفرت لها متطلبات النمو والنجاح والاستقرار من تشريعات تضبطها وحكومات تدعمها وأسواق تستقطبها ومؤسسات تستخدمها، فسيكون لها الأثر البالغ في إدارة السيولة بالمؤسسات المالية الإسلامية بشكل عام. خصوصاً إذا كانت تتمتع بسيولة عالية وهذا متوقف على ربحيتها وعلى توسع الأسواق المالية الثانوية وتطورها.

النتـــائج

تم التوصل من خلال هذا البحث إلى النتائج التالية:

1. ارتفاع نسب السيولة لدى البنوك الإسلامية مقارنةً بالبنوك التقليدية، وذلك لعدم استفادة البنوك الإسلامية من وظيفة المقرض الأخير للسيولة وبالتالي اضطرار هذه البنوك للاحتفاظ بسيولة عالية لمواجهة حالات السحب على الودائع. بالإضافة إلى قلة أدوات وتقنيات إدارة السيولة وضعف مؤسسات البنية التحتية وخاصة السوق المالية الإسلامية.
2. معظم البنوك الإسلامية تتبع إدارة سيولة الأصول بسبب افتقار الصناعة المالية الإسلامية إلى البنية التحتية الملائمة للسيولة وخاصة غياب الأسواق الثانوية الإسلامية.
3. حسن إدارة السيولة يَكمُن في الموازنة بين الإبقاء على نسبة من السيولة للوفاء بالتزامات المتعاملين، واستثمار جزء منها لتحقيق الربحية.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

4. اعتمدت بعض البنوك الإسلامية على بعض الطرق لحل مشكلة فائض السيولة، ومنها: إيداع الفائض في البنوك الربوية بغرض الاستثمار، المضاربة في البورصات والأسواق المالية العالية. إلا أن أغلبها لقيت معارضة شديدة.

5. تعتبر الصكوك الإسلامية من بين منتجات الهندسة المالية الإسلامية التي تم ابتكارها لتطـــوير الـــصناعة الـــمالية الإسلامية وكبديل لأدوات الاستثمار التقليدي.

6. تفتح عمليات التصكيك الإسلامي أمام البنوك الإسلامية آفاقاً إستراتيجية واسعـــة من شـــأنها تـــذليل العديد من العقبات، فهي تعمل على حل مشكلة السيولة من خلال تقديمها أصولا قابلـــة للتسييل بـــسرعة وبتكلفة قليلة، وفي نفس الوقت تشكل فرصا إستثمارية ملائمة لتوظيف الفوائض النقديـــة.

7. توفر آلية التصكيك الإسلامي إطاراً ملائماً للتعامل مع البنك المركزي، إذ تعطي بدائل مقبولـــة تمكـــن البنوك الإسلامية الإستفادة من السيـــولة التي يمنحها البنك المركزي للبنوك عند الحاجة، كما أنهـــا تتـــيح بدائل مقبولة أيضا فيما يخص حسم الأوراق التجارية وعمليـــات السوق المفتوحة. الأمـــر الـــذي يرفـــع الحـــرج عن البنوك الإسلامية ويمكّنها من الإستفادة من التسهيـــلات الممنوحة في هذا المجـــال.

8. لآلية التصكيك دور هام في تنشيط وتنمية السوق المالية الإسلامية. هذه الأخيرة تعتبر فرصـــة هامـــة لتوظيف السيولة الفائضة إلى جانب الحصول وفي الوقت المناسب على ما تحتاجه البنـــوك الإســـلامية مـــن سيـــولة لـــسد العجز. كما تتيح عمليات التصكيك الإسلامي للبنوك الإســـلامية المجـــال للتعامـــل في سوق النقد البيني الذي يعتبر أحد المعابر الأســـاسية للحصول علـــى التمويـــل قـــصير الأجـــل لـــسد الاحتياجات من السيولة أو توظيـــف الفائض منها.

9. عرف سوق الصكوك الإسلامية تطوراً ملحوظاً منذ نشأته واستمر على هذا الحال، غير أنه بدأ يعـــرف انخفاضا منذ عام 2007، وذلك بسبب الأزمة المـــالية العالمية وأثارها مـــن انخفـــاض أســـعار الـــنفط وعـــوائده وشح السيولة وانخفاض أسعار الأصول وخاصة العقارية والشكوك حول شرعية بعض الصكوك المصدرة. إلا أنه منذ النصف الثـــاني من عام2009 عاد سوق الصكوك للانتعـــاش والنمو من جديـــد وحقق أعلى إصدار لـــه في عام 2010 من حيث العدد والقيمة.

10.يعتبر سوق التصكيك الإسلامي سوق خصب يمكن للمؤسسات المالية الإسلامية الاستفادة منه.

11.سيحافظ سوق الصكوك الإسلامية على نموه وقوته نظراً لازدياد شعبية هذه المنتجـــات المتوافقة مـــع الشريعة الإسلامية، وفي ظل دعم الحكومات والدول لتمويل الإسلامي للاستفادة من هذا المنتج في تمويـــل التنمية ومشاريع البنية التحتية.

12.تعتبر التشريعات وقواعد الإفصاح والشفافية من أكبر التحديات التي تواجههـــا صـــناعة التـــصكيك بالمؤسسات المالية الإسلامية.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

13.بينت تجربة السودان أن لمنتجات التصكيك دور كبير في التحكم في السيولة المصرفية على المستوى الكلي والجزئي.

14.تعتبر التجربة الماليزية تجربة عريقة ومتطورة في مجال الصناعة المالية الإسلامية بشكل عام ورائد في مجال منتجات التصكيك الإسلامي. غير أنه يشوبها الكثير من المخالفات الشرعية وخصوصا أن جل عمليات التصكيك قائمة على الدين.

التوصيات والاقتراحات

على ضوء النتائج المتوصل إليها، يمكن تقديم عدد من التوصيات والمقترحات التي من شأنها تفعيل دور التصكيك والاستفادة منه لإدارة السيولة بالبنوك الإسلامية ومنها:

1. ضرورة إتباع إستراتيجية فاعلة، وشاملة لإدارة السيولة لتشمل إدارة سيولة الأصول، وإدارة سيولة الالتزامات، والإدارة المتوازنة للسيولة.
2. ضرورة ولوج المؤسسات المالية الإسلامية إلى سوق الصكوك الإسلامية للاستفادة من مزاياه الكثيرة.
3. توفير البيئة التشريعية والتنظيمية الملائمة لإصدار الصكوك، كإصدار أنظمة ولوائح طرح الصكوك الإسلامية وتداولها، وإنشاء الجهة التنظيمية المشرفة على سوق المال في كل بلد لهيئة شرعية موحدة لها المرجعية الكاملة لإصدارات الصكوك التي يُراد طرحها، أو إدراجها في سوق المال؛ لتضييق هوة الخلاف الفقهي، وتعزيز الشفافية واستقرار السوق وزيادة الثقة فيه، مع الاستفادة من خصوصيتها في التداول، والعمل على تكوين مؤشر للصكوك الإسلامية على المستوى المحلي والإقليمي والدولي.
4. مراعاة المؤسسات المالية الإسلامية المصدرة للصكوك الضوابط الشرعية لإصدار وتداول تلك الصكوك.
5. التوسع من عمليات الاستثمار في الأجل المتوسط والطويل، حتى يمكن الاستفادة من تصكيك هذه الاستثمارات عند الحاجة وحتى تبتعد المؤسسات المالية الإسلامية أكثر عن تصكيك الديون وعقود المرابحة وغيرها من العقود التي لا يمكن تداول منتجاتها في الأسواق المالية الإسلامية.
6. العمل على تطوير السوق الثانوية لتداول الأدوات المالية المتوافقة والشريعة الإسلامية حتى يمكن الاستفادة من سيولتها عند الحاجة.
7. قبول البنك المركزي باستخدام الصكوك الإسلامية كأداة من أدوات السياسة النقدية والمالية للتأثير على حجم المعروض النقدي وكآلية لوصول دعمه للبنوك الإسلامية.
8. توثيق التعاون بين المؤسسات المالية الإسلامية في مجال إدارة السيولة ولتسوية بعض المعاملات بينها، وذلك بإتاحة إمكانية قيام المؤسسات المالية الإسلامية ذات الفائض النقدي بتحويل جزء منه إلى المؤسسات التي بحاجة إليه، وهذا إما في صورة ودائع استثمار تأخذ عنها عوائد أو في صورة ودائع جارية لا تستحق عنها عوائد.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

9. تطوير مؤسسات البنية التحتية من هيئات التصنيف والتقييم وهيئات الرقابة الشرعية والأسواق الماليـــة الإسلامية...حتى تسهل عملية إصدار وإخراج وتداول الصكوك الإسلامية.

10. ضرورة استمرار الحكومات في تشجيع الاعتماد على الصكوك الإسلامية في مجال استقطاب وتوظيف الموارد.

آفاق الدراسة

بعد دراستنا لهذا الموضوع، تظهر لنا إمكانية المواصلة بالبحث فيه من عدة جوانـــب، يمكنـــها أن تكون محل إشكاليات لبحوث مستقبلية تستحق الدراسة، وذلك بالتطرق للمواضيع الموالية:

- تفعيل الأسواق المالية الإسلامية لإدارة السيولة بالمؤسسات المالية الإسلامية.
- واقع إدارة السيولة بالبنوك الإسلامية وأثرها على الـــربحية.
- تطوير عقود المشاركات بالبنوك الإسلامية لتفعيل الاستثمار طويل الأجل والتصكيك الإسلامي.
- دور صكوك الاستثمار الحكومية في تمويل العجز الموازني للدولة.
- أثر صدمات السيولة المصرفية على الاستقرار المالي العالمي.

ونأمل في الأخير أن نكون قد وفقنا في اختيار موضوع البحث ومعالجته، واللـــه ولي التوفيـــق.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

قائمة الـــمراجع

المراجع العربية:

الكتب:

1. القران الكريم، برواية ورش عن نافع.
2. أحمد بن محمد الخليل، **"الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي"**، دار ابن الجوزي للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، الطبعة الثانية، 2005.
3. أحمد ريان، **"فقه البيوع المنهي عنها مع تطبيقاتها الحديثة في المصارف الإسلامية"**، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، المملكة العربية السعودية، الطبعة الثالثة، 2003.
4. أحمد سقر، **"المصارف الإسلامية: العمليات، إدارة المخاطر، والعلاقة مع المصارف المركزية والتقليدية"**، إتحاد المصارف العربية، بيروت، لبنان، 2005.
5. حسين عصام، **"أسواق الأوراق المالية (البورصة)"**، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2008.
6. حسين كامل فهمي، **"أدوات السياسة النقدية التي تستخدمها البنوك المركزية في اقتصاد إسلامي"**، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، المملكة العربية السعودية، 2006.
7. رايس حدة، **"دور البنك المركزي في إعادة تجديد السيولة في البنوك الإسلامية"**، إيتراك للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 2009.
8. رضا صاحب أبو أحمد، **"إدارة المصارف"**، دار الفكر للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2002.
9. زياد رمضان ومحفوظ جودة، **"الاتجاهات المعاصرة في إدارة البنوك"**، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الثالثة، 2006.
10. سامر بطرس جلدة، **"النقود والبنوك"**، دار البداية ناشرون وموزعون، عمان، الأردن، 2009.
11. سامي السويلم، **"التَحَوط في الاقتصاد الإسلامي"**، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، مكتبة الملك فهد الوطنية أثناء النشر، المملكة العربية السعودية، 2007.
12. سامي السويلم، **"صناعة الهندسة المالية –نظرات في المنهج الإسلامي"**، شركة الراجحي المصرفية للاستثمار، بيت المشورة للتدريب، الكويت، أفريل 2004.
13. سمير عبد الحميد رضوان، **"المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها"**، دار النشر للجامعات، مصر، الطبعة الأولى، 2005.
14. صابر محمد حسن، **"إدارة السياسة النقدية في ظل النظام المصرفي الإسلامي – تجربة السودان"**، سلسلة الدراسات و البحوث، الإدارة العامة للبحوث والإحصاء، بنك السودان، الاصدار02، ماي 2004.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

15. صادق راشد الشمري، **"أسياسيات الصناعات المصرفية الإسلامية"**، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.

16. طارق عبد العال حماد، **"حوكمة الشركات"**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005.

17. طارق الله خان وحبيب أحمد، **"إدارة المخاطر تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية"**، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، مكتبة الملك فهد الوطنية أثناء النشر، المملكة العربية السعودية، 2003.

18. عبد الحميد عبد الفتاح المغربي، **"الإدارة الإستراتيجية في البنوك الإسلامية"**، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، مكتبة الملك فهد الوطنية أثناء النشر، المملكة العربية السعودية، الطبعة الأولى، 2004.

19. عبد الرحيم شريف أحمد وآخرون، **"إمـــكانية استحداث أداة أو أدوات نقدية ومالـيـــة لإدارة السيولـــة"**، سلسلة الدراسات والبحوث، بنك السودان المركزي، ديسمبر2003.

20. عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، **"الأسواق والمؤسسات المالية"**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2001.

21. عبد الغفار حنفي،**"إدارة المصارف"**، دار الجامعة الجديدة للنشر، مصر، 2002.

22. عبد المطلب عبد الحميد، **"البنوك الشاملة: عملياتها وإدارتها"**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2000.

23. عبد الله خبابة، **"الاقتصاد المصرفي"**، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2008.

24. فادي محمد الرفاعي، **"المصارف الإسلامية"**، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، الطبعة الأولى،2004.

25. فخري حسين عزي، **"صيغ تمويل التنمية في الإسلام"**، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، مكتبة الملك فهد الوطنية أثناء النشر، المملكة العربية السعودية، الطبعة الثانية، 2002.

26. فريد النجار، **"البورصات والهندسة المالية"**، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 1999.

27. فلاح حسن الحسيني ومؤيد عبد الرحمن الدوري،**"إدارة البنوك مدخل كمي واستراتيجي معاصر"**، دار وائل للنشر، عمان، الطبعة الثالثة، 2006.

28. فليح حسن خلف،**"البنوك الإسلامية"**، جدارا للكتاب العالمي، عمان، الأردن، 2006.

29. محمد نور علي عبد الله، **"تحليل مخاطر الاستثمار في المصارف الإسلامية بين النظرية والتطبيق"**، عمان، 1998.

30. محمد سعيد أنور سلطان،**"إدارة البنوك"**، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2005.

31. مجيد جاسم الشرع، **"المحاسبة في المنظمات المالية: المصارف الإسلامية"**، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

32. منذر قحف، "**تمويل العجز في الميزانية العامة للدولة من وجهة نظر إسلامية** "، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، مكتبة الملك فهد الوطنية أثناء النشر، المملكة العربية السعودية، الطبعة الثانية، 2000.

33. منذر قحف، "**سندات الإجارة والأعيان المؤجرة**"، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، مكتبة الملك فهد الوطنية أثناء النشر، المملكة العربية السعودية، الطبعة الثانية، 2000.

34. منير إبراهيم هندي، "**أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار**"، المكتب العربي الحديث، القاهرة، مصر، 2003.

35. نظم محمد نوري الشمري، "**النقود والمصارف والنظرية النقدية**"، دار زهران للطباعة والنشر، عمان، 2006.

36. هاشم فوزي دباس العبادي، "**الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية**"، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2008.

37. هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، "**المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية**"، البحرين، 2007.

الرسائل والأطروحات:

38. أحمد إسحاق الأمين حامد، "**الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها**"، رسالة ماجستير، الاقتصاد والمصارف الإسلامية، اليرموك، الأردن، 2005.

39. أسامة عبد الحليم الجورية، "**صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد**"، رسالة ماجستير، معهد الدعوى الإسلامي للدراسات الإسلامية، 2009.

40. الياس عبد الله أبو الهيجاء، "**تطوير آليات التمويل بالمشاركة في المصارف الإسلامية: دراسة حالة الأردن**"، أطروحة دكتوراه، الاقتصاد والمصارف الإسلامية، جامعة اليرموك، الأردن، 2007.

41. تماني محمود محمد الزعابي، "**تطوير نموذج لاحتساب كفاية رأس المال للمصارف الإسلامية في إطار مقررات لجنة بازل**"، رسالة ماجستير، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية غزة، فلسطين، 2008.

42. زاهرة علي محمد بني عامر، "**التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية**"، رسالة ماجستير، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، الأردن، 2008.

43. سعيد بن حسين بن على المقرفي، "**الاستثمار قصير الأجل في البنوك الإسلامية**"، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد والإدارة، جامعة الملك عبد العزيز، المملكة العربية السعودية، 2005.

44. سوسن محمد سليم السعدي،"**المخاطر الناتجة عن السيولة في البنوك الإسلامية في الأردن-دراسة مقارنة**"، رسالة ماجستير، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، الأردن، 2010.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

45. عبد الكريم قندوز، **صناعة الهندسة المالية بالمؤسسات المالية الإسلامية**، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الشلف، الجزائر، 2007.

46. عمر محمد فهد شيخ عثمان،"**إدارة الموجودات / المطلوبات لدى المصارف التقليدية و المصارف الإسلامية (دراسة تحليلية تطبيقية مقارنة)**" ، أطروحة دكتوراه، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، جامعة دمشق، 2009.

47. فؤاد محمد أحمد محسين، "**الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها**"، ملخص رسالة دكتوراه، الأكاديمية العربية للعلوم المصرفية، 30 جويلية 2006.

48. ميلود بن مسعودة، "**معايير التمويل والاستثمار في البنوك الإسلامية**"، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاجتماعية والعلوم الإسلامية، جامعة باتنة، الجزائر، 2008.

49. نبيل خليل طه سمور، "**سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق(دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا)**"، رسالة ماجستير، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية غزة، فلسطين، 2007.

المقالات:

50. أحمد الجلي أبو ذر محمد ، "**الهندسة المالية: الأبعاد العامة والأسس للتمويل الإسلامي**"، مجلة المقتصد، العدد السابع عشر، بنك التضامن الإسلامي، سبتمبر1996.

51. آندي جويست وأخرون، "**التمويل الإسلامي يشهد توسعا سريعا**"، نشرة صندوق النقد الدولي، إدارة النظم المالية وأسواق المال بصندوق النقد الدولي، 2007/09/19.

52. حسين حسن شحاتة، " **المنهج الإسلامي لتشخيص ومعالجة أزمات سوق الأوراق المالية** "، مجلة الاقتصاد الإسلامي، الصادرة عن بنك دبي الإسلامي بدولة الإمارات العربية المتحدة، العدد 216، ربيع الأول 1420/ يونيو 1999.

53. سليمان ناصر، "**السوق المالية الإسلامية-كيف تكون في خدمة النظام المصرفي الإسلامي**"، مجلة مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي، دورية ربع سنوية يصدرها مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر، القاهرة، العدد الحادي والعشرون، السنة السابعة، 2003.

54. عبد السلام زيادي ، "**الهندسة المالية: مدخل لتطوير الصناعة المالية الإسلامية**"، مجلة علوم إنسانية، السنة السادسة، العدد 38، صيف 2008.

55. فتح الرحمن علي محمد صالح، "**أدوات سوق النقد الإسلامية: مدخل للهندسة المالية الإسلامية**"، مجلة الصيرفي، العدد 26، ديسمبر 2002، بنك السودان، السودان.

56. فتح الرحمن علي محمد صالح، "**دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات الاستثمارية**"، إتحاد المصارف العربية، الجمهورية اللبنانية، 2008.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

57. محمد هاشم كمالي، **"تحليل شرعي لبعض مسائل الإجارة التمويلية الإسلامية"**، مجلة الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، المجلد22، العدد1، 2009.

58. محمود الجمل، **"إشراك المصارف الإسلامية في معاملات السوق المفتوحة للبنوك المركزية"**، مجلة الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، المجلد 15، 2003.

59. مصطفى العرابي، **"تداعيات الأزمة المالية العالمية على المصارف الإسلامية"**، مجلة بحوث عربية اقتصادية، العدد51، صيف2010.

المؤتمرات والندوات:

60. أحمد صفية أبو بكر، **"الصكوك الإسلامية"**، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، 31ماي-3أفريل2009.

61. إسماعيل أون، **"تطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا"**، ملتقى التجربة الماليزية في العمل المصرفي الإسلامي، الكويت، 9-12 مارس1997.

62. أشرف محمد دوابه، **"إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية"**، مؤتمر المصارف الإسلامية اليمنية: الواقع... وتحديات المستقبل، صنعاء، الجمهورية العربية اليمنية، 20-21 مارس2010.

63. أكرم لال الدين، **"إدارة السيولة في المصارف الإسلامية"**، الدورة العشرون لمجمع الفقه الإسلامي، المملكة العربية السعودية، 25-2010/12/29.

64. بن علي بلعزوز وهدى عبو، **"الأخطار المالية في البنوك التقليدية والبنوك الإسلامية-دراسة مقارنة"**، الملتقى الدولي الثاني: الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، المركز الجامعي بخميس مليانة، الجزائر،5-6ماي 2009.

65. جمال لعمارة ورايس حدة، **"تحديات السوق المالي الإسلامي"**، الملتقى الدولي: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات-دراسة حالة الجزائر والدول النامية، بسكرة، الجزائر، 21-22 نوفمبر2006.

66. حسن علي الشاذلي، **"التورق حقيقته وحكمه والفرق بينه وبين العينة والتوريق"**، الدورة التاسعة عشر لمنظمة المؤتمر الإسلامي، دولة الإمارات العربية المتحدة، 2009.

67. حسين فتحي عثمان، **التوريق المصرفي للديون: الممارسة والإطار القانوني**، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، جامعة الإمارات العربية المتحدة، مارس 2007.

68. الروضي عبد الله، **"معوقات الاستثمار وإدارة السيولة في البنوك الإسلامية المحلية"**، مؤتمر المصارف الإسلامية اليمنية: الواقع... وتحديات المستقبل، صنعاء، الجمهورية العربية اليمنية، 20-21 مارس2010.

69. سامي السويلم، **"منتجات صكوك الإجارة"**، ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقويم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، 10-11 جمادى الثاني 1431 الموافق 24-25 ماي 2010.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

70. سليمان ناصر، " **التوريق كأداة مالية لتسيير مخاطر السيولة في البنوك-تجربة توريق القروض العقارية في الجزائر-**"، الملتقى الدولي حول إستراتيجية إدارة المخاطر في المؤسسات: الآفاق والتحديات،كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 25- 26 نوفمبر 2008.

71. سليمان ناصر،"**مشكلة فائض السيولة لدى البنوك الإسلامية والحلول المقترحة لها**"، الملتقى الدولي حول الادخار المصرفي والتنمية في البلدان الإسلامية، تنظيم: المجلس الإسلامي الأعلى، الجزائر العاصمة، 25-26 جانفي 2004.

72. الشركة الأولى للاستثمار، "**البدائل الشرعية لمشاركة القطاع الخاص في تمويل الموازنة العامة للدولـــة**"، مارس1999.

73. صبري عبد العزيز إبراهيم، "**التوريق وأثره في وقوع الأزمة الماليـــة العالمية في ضوء الفكر الإسلامي**"، المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر، كلية الحقوق، جامعة المنصورة، 1-2 أفريل 2009.

74. عبد الباري مشعل، "**سبل دعم جهود المؤسسات المعنية بالتصنيف للمؤسسات المالية الإسلامية**"، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، 31ماي-3أفريل2009.

75. عبد الباري مشعل ، "**الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها**"، الدورة التاسعة عشر لمنظمة المؤتمر الإسلامي، دولة الإمارات العربية المتحدة، 2009.

76. عبد الستار أبو غدة، "**تصنيف المصارف الإسلامية ومعايير الجودة الشاملة**"، المؤتمر الرابع للهيئات الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 3-4 /10/ 2004.

77. عبد القادر زيتوني، "**التصكيك الإسلامي ركب المصرفية الإسلامية في ظل الأزمة العالمية**"، المؤتمر العلمي الدولي، الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصاد إسلامي، عمان، الأردن،1-2/12/2010.

78. عبد القادر فاضل وعبد الله بلهادية، "**النظام المالي الإسلامي: مستوعب أم معمق للصدمات (دور الإنضباط السوقي الذاتي)**"، المؤتمر الدولي الرابع المعني بالصيرفة الإسلامية والتمويل الإسلامي: إدارة المخاطر، والتنظيم والإشراف، بنك السودان المركزي، الخرطوم، السودان، أفريل 2010.

79. عبد القوي ردمان محمد عثمان، **الصـــكوك الإسلامية و إدارة السيولة**، المؤتمر الرابع للمصارف والمؤسسات المالية الاسلامية، دمشق، سوريا، جويلية 2009.

80. عبد الله بن محمد المطلق، "**الصكوك**"، ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقويم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، 10-11 جمادى الثاني 1431 الموافق 24-25 ماي 2010.

81. عبد الملك منصور المصعبي، "**العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جيدة**"، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، 31ماي-3أفريل2009.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

82. عجيل جاسم النشمي، **"التوريق والتصكيك وتطبيقاتها"**، الدورة التاسعة عشر لمنظمة المؤتمر الإسلامي، دولة الإمارات العربية المتحدة، 2009.

83. علاء الدين زعتري، **"الصكوك، تعريفها، أنواعها، دورها في التنمية، حجم إصداراتها، تحديات الإصدار"** ورشة عمل تحت عنوان: الصكوك الإسلامية؛ تحديات، تنمية، ممارسات دولية، عمان، الأردن، 18-19جويلية2010.

84. فياض عبد المنعم حسانين، **"آليات تطوير المنتجات والخدمات في صناعة الخدمات المالية الإسلامية"**، مؤتمر الخدمات المالية الإسلامية، طرابلس، تونس، 29-30جوان 2008.

85. قتيبة عبد الرحمن العاني، **"صكوك المضاربة الإسلامية التخرج الفقهي والتصوير الفني"**، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، جامعة الإمارات العربية المتحدة، مارس 2007.

86. كمال توفيق حطاب،" **الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة"**، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، 31ماي-3أفريل2009.

87. محمد عبد الحليم عمر، **"الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها"**، "، الدورة التاسعة عشر لمنظمة المؤتمر الإسلامي، دولة الإمارات العربية المتحدة، 2009.

88. محمد عبد الغفار الشريف، **"التوريق وبقية أدوات السيولة للسوق الإسلامية"**، ندوة البركة للاقتصاد الإسلامي، المنامة، البحرين،2002.

89. محمد عبد الغفار الشريف، **"الضوابط الشرعية للتوريق والتداول للأسهم والحصص والصكوك،"** الدورة التاسعة عشر لمنظمة المؤتمر الإسلامي، دولة الإمارات العربية المتحدة، 2009.

90. محمد علي القري بن عيد،**"الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها"**، الدورة التاسعة عشر لمنظمة المؤتمر الإسلامي، دولة الإمارات العربية المتحدة، 2009.

91. مصطفى بدر الدين قريش، " **إصدار وإدارة الصكوك الحكومية- التطور والتحديات"**، ورشة عمل: الصكوك الإسلامية، تحديات...تنمية وممارسات دولية، الأردن، 18-19 تموز2010.

92. معبد علي الجارحي وعبد العظيم جلال أبوزيد، **"أسواق الصكوك الإسلامية وكيفية الارتقاء بها"**، ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقويم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، 10-11 جمادى الثاني 1431 الموافق 24-25 ماي 2010.

93. معبد علي الجارحي وعبد العظيم جلال أبوزيد، **"الصكوك قضايا فقهية واقتصادية"**، الدورة التاسعة عشر لمنظمة المؤتمر الإسلامي، دولة الإمارات العربية المتحدة، 2009.

الجرائد والدوريات والتقارير:

94. أحمد بن عبد الرحمن الجبير**"الصكوك.. الاختلافات الفقهية تثير شكوكاً حول الصناعة المصرفية"**، المصرفية الإسلامية، العدد 8، 2009/12/01.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

95. أمل الحمدي، "**130 مليار دولار الأصول المستثمرة في الصكوك خلال السنوات ال5 المقبلة**"، جريدة الاقتصادية الالكترونية، العدد6252، 2010/11/23.

96. التقارير السنوية لبنك السودان المركزي2002، 2003، 2004، 2005، 2006، 2007، 2008، 2009.

97. التقرير الشهري لشركة سبائك، "**صكوك الإجارة من بين أكثر أنواع السندات نمواً في العلم**"،جوان 2008.

98. تقرير شركة سبائك الشهري، "**سوق التمويل الإسلامي ينمو 34% في 2009**"، جريدة القبس الكويتية، السنة 38، العدد13189، 2010/02/15.

99. تقرير شركة سبائك الشهري، "**صكوك الإجارة تنمو رغم الأزمة وتبلغ 14 مليار دولار**"، جريدة الدار، السنة الثانية، العدد632، 2010/01/15.

100. تقرير لوحدة البحوث والدراسات في بنك بوبيان، "**بوبيان: هل يمثل النمو القوي للصكوك في 2010 بداية العودة والانطلاق بعد عامين من الركود؟**"، جريدة الأنباء، 2010/10/18.

101. جريدة الأنباء، "**39 مليار دولار إجمالي الصكوك المصدرة خلال الأشهر ال10 من العام2010**"، 2010/11/16.

102. جريدة الجريدة، "**ال S.P.V ...(ماراتون) التصكيك انطلق...وهناك رغبة في التحليق عالياً**"، العدد 591، الأربعاء 15 أفريل2009.

103. جريدة الشرق الأوسط، "**غياب البنية التحتية يعزز استخدام المصارف الإسلامية للأصول لإدارة السيولة**"، العدد 11410، 23 فيفري 2010.

104. سامي السويلم، "**المنتجات المالية الإسلامية بين الإبداع والتقليد**"، جريدة الاقتصادية الالكترونية، 2009.

105. رساميل،" **3 أساليب للتوريق.. والهدف واحد**"، جريدة القبس الكويتية، السنة36، العدد 12451، 30 جانفي 2008.

106. رساميل،"**5 عناصر لمرحلة تقييم إصدار الصكوك**"، جريدة القبس الكويتية، السنة37، العدد 12580، 7 يونيو 2008.

107. رساميل، "**التوريق الإسلامي هو الحل وليس سبب الأزمة**"، جريدة القبس الكويتية، السنة 37، العدد 12713، 2008/10/20.

108. شركة موديز للتصنيفات الائتمانية العالمية، "**تقرير مراجعة 2007 والنظرة المستقبلية لعام 2008**"، التمويل الإسلامي، فيفري 2008.

109. عدنان رزان، "**التوريق الإسلامي**"، جريدة القبس الكويتيه، السنة36، العدد12343، 2007/10/10.

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

110. عدنان رزان، "**25 مليار دولار حجم الصكوك المتوقع إصدارها في عام2008**"، جريدة القبس الكويتية، السنة 37، العدد12681، 2008/09/16.

111. عثمان ظهير،"**الصكوك الإسلامية...بوادر الانتعاش تلوح في الأفق من جديد**"، صحيفة الاقتصادية الالكترونية، العدد6109، 2010/07/03.

112. مجلس الخدمات المالية الإسلامية، "**المبادئ الإرشادية لإدارة المخاطر للمؤسسات (عدا المؤسسات التأمينية) التي تقتصر على تقديم خدمات مالية إسلامية**"، ديسمبر2005.

113. مجلس الخدمات المالية الإسلامية، "**متطلبات كفاية رأس المال للصكوك، والتصكيك والاستثمارات العقارية**"، جانفي2009.

114. المصرفية الإسلامية، "**تثبيت التصنيف الإئتماني للإسلامي للتنمية عندAAA و A1+ للمديين الطويل والقصير**"، العدد8، 2009/12/01.

115. لاحم الناصر، "**التوريق**"، جريدة الأسواق العربية،2007/05/08.

المراجع الأجنبية:

116. *Abdul Rais Abdul Majid, "**Development Of Liquidity Management Instruments: Challenges And Opportunities**", International Conference on Islamic Banking: Risk Management, Regulation and Supervision, Sept 30- to October 3, 2003.*

117. *Adam and Abdulkader Thomas, **Islamic Bonds: Your Guide to Issuing, Structuring and Investing in Sukuk,** (London: Euromoney Books), 2004.*

118. *Andreas jobast and others , "**Islamic bond issuance-what sovereign debt managers need to know** ", , international monetary fund working paper, july 2008.*

119. *. Dahlia El-Hawary, Wafik Grais, Zamir Iqbal, "**Diversity in the regulation of Islamic financial institutions**", The Quarterly Review of Economics and Finance 46,2007.*

120. *Finnerty ," **financial engineering in corporate finance- an overview**", financial management, vol17, no44.*

121. *Kabir Hassan, "**Handbook of Islamic Banking**", edward elgar publishing, cheltenham, UK,2007.*

122. *Hennie Van Greuning and Zamir Iqbal, "**risk analysis for Islamic banks**", the World Bank, 2008.*

123. *Laurent l. Jacque, "**financial innovations and the dynamics of emerging capital markets**". http://fletcher.tufts.edu/faculty/jacque/pdf/financial-innovations.pdf*

124. *. Mario Dehove, "**Le marché monétaire**", Institutions Et Théorie De La Monnaie, Septembre 2001.*

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com

125. *Mihaela Costisor, "**comment appréhender le risque d'illiquidité dans le system bancaire**?", University Paris, Xll Val de Marne, october 2006.*
126. *Muhammad bin Ibrahim," **Management of Short Term Liquidity: The Malaysian Experience**", Conference on Islamic Banking Central Bank of the UAE, Abu Dhabi, 10 December 2005.*
127. *Natacha Valla ET Muriel Tiesset, " **Liquidité bancaire et stabilité financière**", banque de France, revue de stabilité financière, numéro spécial liquidité, N 09, décemdre2006.*
128. *Suleiman Abdi Dualeh, "**Islamic Securitization: Practical Aspects**", Unpublished paper presented in World Conference on Islamic Banling, Geneva, 1998.*
129. *Tariqullah Khan And Dadang Muljazan, " **islam financial architecture risk management and financial stability**", king fahad national library cataloging in publication data.2006.*
130. *Tobias Adrian Et Hyun Song Shin, "**Liquidité Et Contagion Financière**", Banque De France, Revue De La Stabilité Financière, Numéro Spécial Liquidité, N° 11, Février 2008.*
131. *zawya,"**collaborative sukuk report**", 2010.*

المواقع الالكترونية:

132. موقع فقه المعاملات الإسلامية www.kantakji.com
133. موسوعة التمويل والاقتصاد الإسلامي www.iefpedia.com.
134. الموقع الرسمي لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية www.aaoifi.org
135. الموقع الرسمي لبنك السودان المركزي www.bankofsudan.org
136. الموقع الرسمي لبنك ماليزيا المركزي www.bnm.gov.my
137. الموقع الرسمي للهيئة الإسلامية العالمية للاقتصاد والتمويل www.iifef.com
138. الموقع الرسمي لمجلس الخدمات المالية الإسلامية www.ifsb.org
139. الموقع الرسمي لشركة السودان للخدمات المالية www.shahama-sd.com
140. الموقع الرسمي لهيئة تنمية الصناعة *الماليزية* www.mida.gov.my

PDF created with pdfFactory trial version www.pdffactory.com