

جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف

كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير

التصكيك ودوره في إدارة السيولة بالبنوك الإسلامية

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير

تخصص: محاسبة ومالية

تحت إشراف الدكتور:

أ.د. بن علي بلعزوز

إعداد الطالب:

حكيم براضية

لجنة المناقشة

رئيساً

أستاذ محاضر

د. منير نوري

مقرر

أستاذ التعليم العالي

أ.د. بن علي بلعزوز

ممتحنا

أستاذ محاضر

د. علي بطاهر

ممتحنا

أستاذ محاضر

د. جمال الدين سحنون

ممتحنا

أستاذ مساعد

أ. عبد الرزاق حبار

السنة الجامعية: 2011/2010



التشكرات

" وَقُلْ اْعْمَلُوا فَسَيَرَى اللَّهُ عَمَلَكُمْ وَرَسُولُهُ وَالْمُؤْمِنُونَ
وَسْتَردُّونَ إِلَى عَالَمِ الْغَيْبِ وَالشَّهَادَةِ فَيُنبِّئُكُمْ بِمَا كُنْتُمْ تَعْمَلُونَ
(التوبة: 105) "

الحمد لله رب العالمين حمداً 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، ولما 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**

الإهداء

أهدي ثمرة هذا العمل المتواضع:

إلى من أعطى فلم يكل العطاء وبذل فكان أسمى 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 فلبية ماجستير دفعة -محاسبة ومالية-
بجامعة الشلف مع تمنياتي لهم بالتوفيق جميعاً.

إلى كل من أحاطني بالمحبة والاهتمام.

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

الطالب: حكيم براضية

قائمة الأشكال

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

قائمة الجداول

رقم الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
86	أوجه الاختلاف بين التوريق والتصكيك	الجدول (1-2)
91	أنواع صكوك الاستثمار	الجدول (2-2)
94	الفرق بين الصكوك الإسلامية وأدوات الاستثمار التقليدي	الجدول (3-2)
104	مخاطر السيولة في صيغ التمويل الإسلامية	الجدول (1-3)
105	مخاطر الائتمان في صيغ التمويل الإسلامية	الجدول (2-3)
135	درجات تقييم الائتمان عند وكالتي التصنيف S&P و Moody	الجدول (3-3)
155	عدد البنوك والمؤسسات المالية بماليزيا	الجدول (1-4)
169	تطور البنوك العاملة في السودان من الفترة 2003 إلى 2009	الجدول (2-4)
169	الميزانية الموحدة للبنوك العاملة لسنة 2007، 2008، 2009.	الجدول (3-4)
170	تطور شركات الصرافة في السودان من الفترة 2002 إلى 2009	الجدول (4-4)
173	تطور شهادات مشاركة البنك المركزي خلال الفترة 1999-2004	الجدول (5-4)
175	تطور شهادات المشاركة الحكومية للفترة 1999-2002	الجدول (6-4)
175	تطور شهادات مشاركة الحكومة للفترة 2005-2009	الجدول (7-4)
178	تطور صكوك الاستثمار الحكومية "صرح" للفترة 2003-2008	الجدول (8-4)
179	تطور شهادات إجارة البنك المركزي من 2005 إلى 2008	الجدول (9-4)
181	مقارنة بين شهادات (شتم، شهامة، صرح وشهاب)	الجدول (10-4)

الفهرس

التشكرات	.....
الإهداء	.....
I	الفهرس
VII	قائمة الجداول
VIII	قائمة الأشكال
أ-خ	مقدمة
51-01	الفصل الأول: إدارة السيولة المصرفية
01	تمهيد
02	المبحث الأول: مدخل إلى السيولة المصرفية
02	المطلب الأول: السيولة المصرفية، علاقتها بالربحية ومخاطرها
02	الفرع الأول: مفاهيم السيولة المصرفية وعلاقتها بالربحية
06	الفرع الثاني: خطر السيولة وعلاقته بخطر الملاءة
09	المطلب الثاني: نظريات إدارة السيولة
09	الفرع الأول: نظرية القرض التجاري
10	الفرع الثاني: نظرية التحول
10	الفرع الثالث: نظرية الدخل المتوقع
11	المطلب الثالث: سيولة السوق والسيولة المصرفية
11	الفرع الأول: السوق النقدي ودوره في تأمين السيولة المصرفية
14	الفرع الثاني: الأفعال المتبادلة بين سيولة السوق والسيولة المصرفية
14	المبحث الثاني: السيولة في البنوك التقليدية وأساليب إدارتها
15	المطلب الأول: مصادر الأموال واستخداماتها في البنوك التقليدية
15	الفرع الأول: مصادر الأموال
17	الفرع الثاني: استخدامات الأموال
18	الفرع الثالث: هيكل التمويل وأثره على إدارة السيولة في البنوك التقليدية

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

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

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

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

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

بدأت البنوك الإسلامية في الظهور منذ بداية الستينيات من العقد الماضي في إطار تلبية رغبات المستثمرين والمدخرين الإسلاميين، واستجابة لنداءات العديد من المؤسسات المالية الإسلامية ذات الطابع 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 من الاجتهاد المالي لابتكار وتطوير أدوات مالية إسلامية تخدم أهداف هذه المؤسسات بجانب الاستجابة لاحتياجات العملاء المتزايدة من المنتجات والخدمات المصرفية الملائمة، ولهذا كانت البداية مصرفية بصياغة العقود الإسلامية للتمويل والبيع والاستثمار في جانبي حشد وتوظيف الموارد بالبنوك الإسلامية.

ومع التطور الكبير للبنوك الإسلامية ونجاحها عالمياً، والذي صاحبه زيادة حجم الودائع 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 ما يسمى بمشكلة "إدارة السيولة"، خصوصاً أن البنوك الإسلامية لا تستطيع التصرف في فائض السيولة مثلما تصنع البنوك 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 بنك أخرى بسعر الفائدة السائد 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 الأسواق المالية.

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

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

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 مجال إدارة السيولة، وهو ما يجعل عدم الاستفادة من تلك التجربة نوعاً من التفريط. ويبقى الجانب الآخر، (إيجاد أدوات مبتكرة لإدارة السيولة) فهو يعتبر الأساس الذي ينبغي أن تعتمد عليه الصناعة المالية الإسلامية للتخلص من التبعية للصناعة التقليدية.

وكانت منتجات "التصكيك" من أبرز منتجات الهندسة المالية الإسلامية، والتي ما إن طرحت 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 تسهيل الأصول غير السائلة في ميزانيتها وتحويلها إلى أصول قابلة للتداول في الأسواق المالية، واستخدام السيولة المتوفرة في إعادة الاستثمار، وزيادة حجم عملياتها وأنشطتها دون الحاجة إلى زيادة رأس المال أو زيادة حجم الودائع. وتبع فكرة إصدار منتجات التصكيك من صيغ المعاملات الشرعية المعهودة من مشاركة وإجارة 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 يعتبر من أكبر التحديات التي تواجه العمل المصرفي، التقليدي والإسلامي على حد سواء، وذلك لصعوبة التوفيق بين متطلبات السيولة الواجب الاحتفاظ بها، واعتبارات الربحية المرجو تحقيقها، ومما زاد من أهمية السيولة وضرورة التعامل معها بحيطه وحذر شديدين، تكرار الأزمات المالية التي أصبحت تصيب الأنظمة المالية المحلية والعالمية، ففي الأزمة المالية الأخيرة بدأ جلياً مدى عمق انقطاعات السيولة ومدة استمرارها في أسواق التمويل الرئيسية، مما عرّض البنوك لمشكلات التمويل بسبب عدة عوامل منها جوانب الضعف في البنية التحتية للأسواق المالية، ترابط هذه الأخيرة فيما بينها ما يسهل من انتقال 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 وخصوصاً في البنوك الإسلامية.

ومن الجانب الآخر، ظهرت منتجات التصكيك كإحدى أهم الأدوات الاستثمارية الواعدة والتي تشهد انتشاراً واسعاً لا يقتصر على العالم العربي والإسلامي فحسب، بل أصبحت هذه الأدوات متاحة للجميع، ضف إلى ذلك قدرة التصكيك على تنويع الأدوات الاستثمارية القابلة للتداول والمتاحة للمستثمرين وبالتالي فتح قنوات استثمارية جديدة تساهم في توظيف السيولة الفائضة، هذا إلى جانب

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 للبنوك 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 تجربي ماليزيا والسودان في مجال استخدام منتجات التصكيك لإدارة السيولة.

الإشكالية

تواجه البنوك الإسلامية صعوبات كبيرة في إدارة سيولتها بسبب عدم توفر فرص استثمارية 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. وسعيًا 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؟

الفرضيات

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

- تعتبر البنوك الإسلامية أقل تعرضاً لأزمات السيولة لأن نموذج الوساطة المالية الإسلامية ينص على اقتسام المخاطرة بين البنك الإسلامي والمودع أو العميل، مما يجد من حالات الاندفاع المصرفي من قبل المودعين مقارنةً بنموذج الوساطة المالية التقليدية. إلا أن البنوك الإسلامية تفتقر إلى البنية التحتية المساعدة في إدارة السيولة بشكل يضمن استقرارها على المدى الطويل.
- الهندسة المالية الإسلامية قادرة على ابتكار آليات وأدوات مالية جديدة تمثل حلولاً إبداعية لمشاكل الإدارة التمويلية، ومنها إدارة السيولة.
- يمكن للتصكيك الإسلامي أن يضيف للصناعة المالية الإسلامية العديد من الأدوات المالية ذات آجال استحقاق مختلفة التي من شأنها تطوير وتفعيل البنية التحتية للنظام المالي الإسلامي من أسواق 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 بتداولها 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 تواجه صناعة التصكيك بالبنوك الإسلامية.

منهج البحث

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

الدراسات السابقة

1- (دراسة سوسن محمد سليم السعدي: 2010)

الدراسة عبارة عن رسالة ماجستير في كلية الشريعة والدراسات الإسلامية بجامعة اليرموك، الأردن تحت عنوان: المخاطر الناتجة عن السيولة في البنوك الإسلامية في الأردن-دراسة مقارنة. توصلت الدراسة إلى وجود ارتفاع في نسبة السيولة بالبنوك الإسلامية العاملة في الأردن واضطرارها لإيداع احتياطي نقدي بدون عوائد، وكذا عدم استفادتها من تسهيلات القرض الأخير للسيولة. كما خلصت الدراسة إلى أن البنوك الإسلامية تركز على التمويل بالمراجعة للأمر بالشراء وعدم لجوءها إلى التمويل بالمضاربة والمشاركة إلا بنسب منخفضة. واقترحت الباحثة جملة من الحلول أهمها:

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 على 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

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.
- أهمية 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.

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.

تقديم

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 يُمكنها 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.

المبحث الأول: مدخل إلى السيولة المصرفية

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

المطلب الأول: السيولة المصرفية، علاقتها بالربحية ومخاطرها

تسعى البنوك التجارية لتحقيق الأرباح من خلال توظيفها للأموال، ومن ثم فإن تحقيق هذا الهدف يدفعها إلى التوسع في حجم التوظيفات والائتمان، دون مراعاة مصالح المودعين، أو توفير ضمانات ضد مخاطر السيولة، وعليه فإنه على البنوك التوفيق بين الأهداف الثلاثة: حماية أموال المودعين، السيولة والربحية.

الفرع الأول: مفاهيم السيولة المصرفية وعلاقتها 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 بالتزاماته 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 الباحثان السيولة المصرفية بطريقتين هما:¹

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

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

¹ *Natacha Valla et Muriel Tiesset, Liquidité bancaire et stabilité financière, banque de France, revue de stabilité financière, numéro spécial liquidité, N 09, décembre 2006. p 94 -95.*

ما يلاحظ على هذين التعريفين أنهما 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 المالية، ويرتبط هذا النوع من السيولة بظهور وتطور الأسواق المالية سواء المحلية أو الدولية.

2. **تعريفه** "أندرو" *Andreu* : "يمكن وصف السيولة بأنها السهولة التي بها يمكن استخراج القيمة من الأصول، هذا الاستخراج للقيمة قد يتحقق من خلال استعمال الملاءة للحصول على تمويل خارجي أو من خلال بيع الأوراق المالية 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، وأهم المعنى المطلق للسيولة والمتمثل في النقدية.

3. **تعريفه** "بنك جمايكا" *Bank of Jamaica* "السيولة هي توفر الأموال، أو التأكد من توفر الأموال للوفاء بجميع التزامات التدفقات النقدية الخارجة عند تاريخ استحقاقها. هذه الالتزامات يتم الوفاء بها 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 النقدية الداخلة، قابلية الأصول للتحويل إلى نقد بسهولة والقدرة على الاقتراض.

4. **تعريفه محمد سعيد أنور سلطان**: "السيولة المصرفية تعني احتفاظ البنك بجزء من أصوله 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 ينجم في ذلك ارتباك 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 أصوله في شكل سائل إضافة إلى أصول شبه سائلة، أي تلك التي يمكن تحويلها إلى نقد سائل بسرعة وسهولة بدون

¹ *Andreu Crockett, Liquidité de marché et stabilité financière, banque de France, revue de stabilité financière, numéro spécial liquidité, N 11, février 2008, 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، ص 141.

خسائر في قيمتها، وكذا قدرته على الاقتراض، وذلك لمقابلة حركة السحوبات العادية والمفاجئة، أو لمنح 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 الودائع نقداً، أي قلب الودائع إلى نقود قانونية لإنجاز المعاملات اليومية إلى تخفيض نقدية الصندوق واحتياطات البنك التجاري لدى البنك المركزي، وبالتالي إلى تقليص سيولته فإن عمليات الإيداع (تحويل النقود 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 بالخبزينة العامة، وعموماً تتحسن السيولة المصرفية في حالة كون عملاء المصرف التجاري دائنين للخبزينة ودائنية الزبائن بالنسبة للخبزينة 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 هذه الحالة تضاف موارد نقدية جديدة إلى احتياطاته النقدية التي يحتفظ بها لدى البنك المركزي، مما يزيد من أرصده 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 للسيولة المصرفية، أما على مستوى البنك التجاري الواحد فإن حجم السيولة المتوفرة سيتأثر نتيجة عمليات المقاصة، فالبنك الذي يحقق رصيلاً دائماً دائناً اتجاه البنوك الأخرى سيشهد تحسناً في سيولته، والعكس صحيح.

4. **علاقة البنك المركزي بالبنوك التجارية:** يمتلك البنك المركزي كمثل 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 قابليتها على منح القروض، وتعتمد سياسة البنك المركزي هذه على رفع سعر إعادة الخصم، وبيع السندات الحكومية في السوق المفتوحة، ورفع نسبة الاحتياطي النقدي 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، ص 185-186.

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 التالية:

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 إلا 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 أصلاً أو توظيفها في استثمارات 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 يتعد به عن السيولة المطلقة لدرجة ما. وتمتاز بعض أنواع الاستخدام بكونها قريبة جداً من النقد بحيث يمكن تحويلها له بسرعة ودون تحقق خسارة، غير أن هذا الاستخدام يتطلب التضحية بجزء من دخل البنك.

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 الأصول السائلة لمواجهة طلبات العملاء. وذلك بالبحث عن التوازن الأمثل بين الربحية والسيولة في إدارة الأصول والخصوم.

الفرع الثاني: خطر السيولة وعلاقته بخطر الملاءة

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

أولاً: خطر السيولة

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

1. "تمثل مخاطر السيولة في عدم قدرة البنك على سداد الالتزامات المالية عند استحقاقها، والبنك الذي لا يستطيع الوفاء بالتزاماته قصيرة الأجل تكون البداية لحدوث ظاهرة العجز الذي إذا استمر يمكن أن يؤدي إلى إفلاسه"³.

2. "يعبر خطر السيولة عن عدم كفاية أرصدة المصرف النقدية لمواجهة مسحوبات احتياجات المقترضين، ويتعاضم هذا الخطر حينما لا يستطيع المصرف توقع الطلب الجديد على القروض أو مسحوبات الودائع ولا يستطيع الوصول إلى مصادر جديدة للنقدية"⁴.

مما سبق يتبين أن خطر السيولة 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 توفير الأموال بتكلفة معقولة، ويمكن أن ينتهي إلى إفلاس البنك. وأهم الأسباب التي تؤدي إلى حدوث خطر السيولة في البنوك ما يلي:

¹ ميلود بن مسعودة، "معايير التمويل والاستثمار في البنوك الإسلامية"، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاجتماعية والعلوم الإسلامية، جامعة باتنة، الجزائر، 2008، ص 160.

² زياد رمضان ومحفوظ جودة، "الاتجاهات المعاصرة في إدارة البنوك"، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الثالثة، 2006، ص 91.

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

⁴ بن علي بلعزوز وهدي عبو، "الأخطار المالية في البنوك التقليدية والبنوك الإسلامية-دراسة مقارنة"، الملتقى الدولي الثاني: الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، المركز الجامعي بخميس مليانة، الجزائر، 5-6 ماي 2009، ص 14.

- صدمات السحب المفاجئ التي تتعرض لها البنوك نتيجة اهتزاز عامل الثقة لدى جمهور المودعين على إثر النكسات التي تصيب البنوك التجارية أثناء مزاوله نشاطها الائتماني. (الاندفاع على البنوك الذي يتأتى من السلوكات غير المستقرة للمودعين)*.
- غياب التعاون بين البنوك والقدرات المحدودة للاتصال والنقل، فمثلا أحداث سبتمبر 2001 التي ضربت الولايات المتحدة الأمريكية أدت إلى إتلاف أنظمة الإعلام والنقل، والمؤسسات المالية أغلقت أبوابها وتوقفت أنظمة الدفع، على الرغم من أن بعض البنوك كانت لها فوائض كبيرة والأخرى كانت لها عجوزات كبيرة¹.
- خطر السيولة يمس بصفة رئيسية النظام المصرفي للبلاد الناشئة، التي تكون الأسواق النقدية بها ما تزال في طور التشكيل².
- ظاهرة التغير المتسارع وغير المستقر لقيم الأصول، فمثلا تقييم محفظة الأوراق المالية بالقيمة السوقية قد يؤدي بالمؤسسة إلى تفضيل التنازل عن هذه الأصول عوض الاحتفاظ بها، لأن قيمتها السوقية متدنية ولا تحقق مردودية في الأجل القريب والمتوسط، الشيء الذي يؤدي إلى الإفلاس وقد تنتشر هذه العدوى بين البنوك³.
- صعوبة الحصول على السيولة بتكلفة معقولة عن طريق الاقتراض، أو صعوبة تسجيل الأصول.
- رغبة البنوك في الحصول على عوائد أكبر، وذلك لأن العوائد تتناسب طردياً مع المخاطرة.
- تمويل البنوك لاستثمارات طويلة الأجل بموارد قصيرة الأجل.

ثانياً: خطر الملاءة

يكون البنك في حالة ملاءة إذا كان قادراً على الإيفاء بجميع ديونه، وهذا يعني بقاء أصوله أكثر من خصومه، والعكس هو الإفلاس أو اللاملاء⁴. 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 الأزمة رسمياً ببيان أول أصدره مجلس إدارة بنك أنترا يوم 14 أكتوبر 1966 ذكر فيه أسفه لاضطراره للتوقف عن الدفع وإقفال أبواب المصرف ابتداء من صباح اليوم التالي بسبب فقدان السيولة نتيجة للسحب الكثيف على صناديقه والذي وصل خلال شهر واحد فقط إلى 100 مليون 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, XII 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 والمصارف الإسلامية (دراسة تحليلية تطبيقية مقارنة)"، أطروحة دكتوراه، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، جامعة دمشق، 2009، ص 28.

خصومه بعد طرح الاحتياطات من خصومه، فإذا كانت النتيجة تساوي أو أكثر من الواحد الصحيح دل ذلك على ملاءة البنك¹.

وعليه يكون البنك في حالة اللاملاء 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 الحقوق²، فوضعية اللاملاء 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 سريعاً إلى مشكل ملاءة، فعندما يصبح البنك بحاجة إلى سيولة تبعاً لسحوبات المودعين، فإنه لن يكون هناك مصدر آخر للسيولة، فسيفضل البنك تقييد القرض بدلاً من بيع الأصول طويلة الأجل، وتبعاً لهذا فإن المقاولين لا يمكنهم مواصلة أنشطتهم وبالتالي خلق قيمة حتى يتمكنوا من سداد القرض³. 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 اللاملاء، ففي حالة وقوع بنك في فخ التهافت عليه وكونه غير ملاءة، فإن تسيل 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 كلياً.

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 ملاءة، مما يسبب اندفاع المودعين على سحب أموالهم، وفي النهاية إفلاس أو انهيار النظام المصرفي، وهنا يمكن للبنك المركزي أن يتدخل عموماً لمساعدة البنوك لتجاوز مشكلة السيولة. إذ أن "مسألة السيولة من

¹ زياد رمضان ومحفوظ جودة، "الاتجاهات المعاصرة في إدارة البنوك"، مرجع سبق ذكره، ص 122.

* تدهور قيمة الأصول لها أثرها السيئ على جانب الخصوم أو التزامات البنك قبل الغير، بحيث أن قيمة الأصول تعادل دائماً 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 الإفلاس.

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

³ Ibid, p05-06.

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 الحقيقي¹، 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 وقت². وكذلك لأن البنوك التجارية تتعامل بالمعاملات التجارية والنشاطات ذات الأمد القصير³.

وفي الأساس ترى هذه النظرية بأن سيولة الأصل تتوقف على إمكانية تحويل الأصل إلى نقد جاهز عند الحاجة، وهذه إمكانية تستند على وجود سوق تباع فيها هذه الأصول. أي أن سيولة الأصل أصبحت تتوقف على⁴:

- 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، وخصوصاً في وضع الكساد الاقتصادي⁵.

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، ص 193.

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، ص 96.

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

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 فتوازي استحقاقها معرفة للبنك، ولا يحق لصاحبها السحب منها إلا في مواعيد استحقاقها¹.

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 البنك². 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 وآجال 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 مختلفة³.

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.

المطلب الثالث: سيولة السوق والسيولة المصرفية

تم التطرق في المطلب السابق لنظريات إدارة السيولة، وقد ركزت بعض النظريات على ضرورة وجود سوق تباع فيه الأصول، وخاصة السوق النقدي باعتباره أحد المعابر الرئيسية للحصول على السيولة، أو لتسييل بعض الأصول. وفي هذا الصدد يأتي المطلب الثالث ليوضح دور السوق النقدي في توفير السيولة المصرفية، والعلاقة المتبادلة بين سيولة السوق والسيولة المصرفية.

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 جزءاً مكماً لعملية إدارة السيولة.

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 على الفائدة. وتعدد 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 قصيرة الأجل، والسلعة التي يتم التعامل عليها في هذا السوق هي الائتمان، وأما المشترون فهم وسطاء الأوراق التجارية، وبيوت القبول والخصم، وأما البائعون فهم البنوك"².

وفقاً للتعريفين السابقين، السوق النقدي هو السوق الذي يتخصص في الأدوات قصيرة الأجل 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 سماها الأساسية هي سيولتها النسبية، وأهمها أدوات الخزنة*، 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 العربي الحديث، القاهرة، مصر، 2003، ص 6-7.

³ عبد الله حبابة، "لاقتصاد المصرفي"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2008، ص 74-76.
* تعتبر أذون الخزينة أهم أدوات سوق النقد لقصر أجلها، ولأن عائدها معروف مسبقاً ويجري التعامل عليها في أسواق نشطة، ويمكن خصمها أو الاقتراض بضمائها، وكذلك تعد من أقل أدوات السوق مخاطرة وأكثرها سيولة.

2. المؤسسات التي تتعامل فيها تتكون أساساً من المؤسسات النقدية والمالية (البنك المركزي، البنوك 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 والحصول 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 مؤقتة تكون 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 أشهر وستة أشهر.

ثالثاً: تجزئة السوق النقدي

يتكون السوق النقدي بصفة عامة من مجموعة أسواق فرعية 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، يلعب على الأقل دورين في الأنظمة المالية الحديثة، فهو بمثابة قناة لانتقال السيولة من البنوك ذات الفائض في الخزينة نحو البنوك ذات العجز في الخزينة. ومكان لتدخل البنك المركزي لممارسة سياسته. وللسوق ما بين البنوك ثلاث وظائف أساسية تتمثل في:¹

ü إعادة توزيع السيولة بين البنوك التي لديها فائض والبنوك التي لديها عجز.

ü التعديلات الهيكلية للخبزينة بين البنوك.

ü تنظيم سيولة البنوك من قبل البنك المركزي.

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

يشمل هذا السوق نشاط مختلف المؤسسات المالية المصرفية وغير المصرفية، ويتم تداول مختلف الأصول المالية حسب نوعية المؤسسة الاقتصادية والمالية المصدرة لها، وتتمثل في مجمل الأوراق المالية والتجارية ذات الأجل القصير والمتوسط، ويكون قوامها الأساسي من المشروعات والأفراد من ناحية

* 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.

والبنوك التجارية وبعض مؤسسات الإقراض المتخصصة في منح ائتمان قصير ومتوسط الأجل من ناحية أخرى¹.

3. السوق النقدية الدولية

وهي أسواق تختص بعمليتي اقتراض وإقراض العملات الأجنبية، وتتضمن رؤوس الأموال السائلة قصيرة الأجل من العملات الصعبة التي تحصل عليها المؤسسات والحكومات وتمثل هذه السوق في مختلف الصفقات التجارية والمالية والتي تتم بواسطة العملات الصعبة، ويمكن أن تأخذ شكل ودائع لأجل تتراوح 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 المركزي والشركات المتعددة الجنسيات وبعض الدول ذات الفوائض المالية².

رابعاً: دور السوق النقدي في توفير السيولة المصرفية

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

وتتمثل أهمية السوق النقدي للمؤسسات المالية في أنه يعتبر أحد المعابر الأساسية للحصول على 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، وغيرها تمكن المؤسسات من الاحتفاظ بتوليفة مناسبة من الموجودات تساعد على تقليل مخاطر عدم التماثل بين آجال الموارد والاستخدامات بالنسبة للمؤسسات. بالإضافة إلى أن وجود السوق النقدي يساعد المؤسسات في الموازنة باستمرار بين اعتبارات الربحية والسيولة للمؤسسات وبصورة تحقق أهدافها³.

فإذا كانت المؤسسات المالية تحرص على دعم مركز السيولة لديها، فإن توظيف جزء من أموالها في أصول مالية قصيرة الأجل يسهل تحويلها إلى نقدية في فترة وجيزة، من شأنه أن يزيد قدرة البنك على مواجهة طلبات السحب من قبل أصحاب الودائع، إضافة إلى إمكانية تحقيق أرباح من جراء الاستثمار في هذه الأصول المالية.

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.

وخلاصة القول، يعتبر السوق النقدي مصدراً أساسياً تلجأ إليه البنوك التجارية بهدف الحصول على السيولة في حالة العجز، واستثمار فوائضها النقدية في حالة الفائض عن طريق عرضها في هذا السوق.

الفرع الثاني: العلاقة بين سيولة السوق والسيولة المصرفية

من بين الدراسات التي سلطت الضوء على التماثل والارتباط بين سيولة البنوك وسيولة السوق المالي دراسة بوريو (2004، Borio) التي حسبها "أن جينات (مورثات) أزمة السيولة في السوق قريبة (تشبه إلى حد بعيد) مورثات أزمة السيولة المصرفية، لذا يعتبر من الضروري فهم طرق معالجة (تصرف) مختلف الأطراف الفاعلة في السوق المالي، والارتباط بين الهيئات المالية وأثرها على ديناميكية السوق بهدف الاستجابة لمتطلبات الاستقرار النقدي والمالي¹.

ويشير كذلك توبياس Tobias إلى أنه رغم الدور الفعال الذي يلعبه سوق ما بين البنوك باعتباره أحد مكونات السوق النقدي في دعم السيولة للمودعين من خلال البنوك، فإنه يمثل بالمقابل قناة انتقال الأزمة التي تصيب مصرفاً إلى بقية النظام المصرفي².

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

المبحث الثاني: السيولة في البنوك التقليدية وأساليب إدارتها

مما لا شك فيه أن إدارة البنك تسعى إلى تعظيم العائد من خلال توجيه الأموال نحو الأصول التي تعطي عوائد أكبر من غيرها داخل نطاق الخطر الذي تقبله الإدارة، ولكن يجب الأخذ بمتطلبات السيولة. إذ تعتبر كمية السيولة التي يجب أن تحتفظ بها البنوك التجارية مشكلة من المشكلات الرئيسية في إدارة البنوك، ذلك لأن زيادة السيولة في البنوك التجارية يجعلها تضحي بأرباح كان من الممكن تحقيقها لو تم توظيف تلك الأموال السائلة، أو معناه من ناحية أخرى أن تلك البنوك لا تقوم بواجبها 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.

المطلب الأول: مصادر الأموال واستخداماتها في البنك 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، والاحتياطيات 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

ü مواجهة تكاليف بدأ النشاط.

ü مقابلة الطلب غير المتوقع على السيولة.

ü مقياس لحقوق الملكية في البنك.

ü مواجهة الخسائر غير المتوقعة.

2. الاحتياطيات: هي مبالغ تقتطع من صافي أرباح البنك لتدعيم مركزه المالي، فالاحتياطيات بذلك حق من حقوق الملكية، وتنظم التشريعات المصرفية لهذا المصدر وتضع نسباً وحدوداً له، وكيفية اقتطاعه والتصرف فيه، وقد أوضحت الاحتياطيات مصدراً هاماً للتمويل نظراً للمرونة التي يتسم بها هذا المصدر عن رأس المال حيث يمكن سنوياً إضافة 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"، دار الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2000، ص 232.

2 سامر بطرس جلدة، "النقود والبنوك"، دار البداية ناشرون وموزعون، عمان، الأردن، 2009، ص 87.

1. الودائع الجارية: الوديعة الجارية (الوديعة تحت الطلب) عبارة عن مبلغ من المال يودع لدى البنك 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 مثلاً¹، إذ القاعدة العامة في البنوك التجارية لا تدفع 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 المصرف أن يعطي اهتماماً لاعتبار السيولة، وعلى العكس كلما كانت الأهمية النسبية للودائع الثابتة أكبر من الأهمية 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 يتم الاتفاق على هذا الوقت بين البنك والمودع، أو بعد مدة من الإشعار المقدم للبنك لسحبها، وأنواعها:²

1.2. الودائع لأجل: والتي تعد التزاماً بالدفع لمبلغ الوديعة مع فائدة معينة، بعد انقضاء الفترة المتفق عليها 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 والمتمثل في سعر الفائدة المصرفي.

3. ودائع التوفير: تهدف حسابات الادخار لجذب صغار المدخرين، وهي تمثل إدخارات يودعها أصحابها إلى حين الحاجة إليها بدلاً من تركها في خزائنهم الخاصة، وتفويت فرصة الحصول على عائد مقابل لها، حيث تدفع فائدة على هذا النوع من الودائع، ويكون سعر الفائدة قريباً من سعر فوائد الودائع 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 مصادر أموال البنوك، اللجوء إلى الاقتراض، ومن أبرز المصادر* التي تلجأ إليها البنوك في هذا الصدد هي: السوق المالي، البنوك التجارية والبنك المركزي

¹ نظم محمد نوري الشمري، "النقود والمصارف والنظرية النقدية"، دار زهران للطباعة والنشر، عمان، 2006، ص 146.

² نفس المرجع السابق، ص 147.

³ عمر محمد فهد شيخ عثمان، "إدارة الموجودات / المطلوبات لدى المصارف التقليدية والمصارف الإسلامية (دراسة تحليلية تطبيقية مقارنة)"، مرجع سبق ذكره، ص 30.

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

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 ضوءها 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.

2. الأوراق التجارية: عبارة عن صكوك تتضمن التزاماً بدفع مبلغ من النقود يستحق الوفاء بعد أجل قصير محدد، وهي وسيلة تجارية متعارف عليها لتسوية الديون¹، 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 يعتبراً 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 استقراراً 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، ص 89.

² نفس المرجع السابق، ص 90.

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 يمتلكها 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 المركزي¹.

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 أساسية للنظام المصرفي في البلاد.
 - تعمل الاحتياطات القانونية على زيادة ثقة السلطات الرقابية، وثقة المودعين بقدره المصرف على المحافظة على أموالهم، وعدم المبالغة في توظيفها في استثمارات معينة ينجم عنها مخاطر.
- أما سلبات 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، ص 189.

* كان الغرض الأساسي من الاحتياطات القانونية تاريخياً هو ضمان السيولة للبنوك، والاستجابة الفورية لطلبات المودعين حفاظاً على ثقتهم، أمّا في النظم المصرفية الحديثة في الدول المتقدمة فلم يعد هذا هو الهدف الأساسي من هذه السياسة، لوجود أسواق مالية متسعة ومتقدمة تضمن هذه السيولة، وكذا وجود نظام التأمين على الودائع، لذلك أضحت الهدف الأساسي لهذه السياسة هو استخدامها كأداة للتأثير على المتغيرات النقدية المختلفة كالتضخم وحجم الائتمان، أمّا في الدول النامية حيث لا توجد أسواق مالية نشطة، فلا زالت سياسة الاحتياطي القانوني تلعب دوراً هاماً في الحفاظ على سيولة البنك والحفاظ على حقوق المودعين، ولذلك تكون نسبة هذا الاحتياطي في الدول النامية عادة أكثر ارتفاعاً منها في الدول المتقدمة.

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

$$\text{الاحتياطات العاملة} = \text{النقد في الصندوق لدى البنك المركزي} + \text{الودائع لدى البنوك الأجنبية} \\ - \text{المجمد من الودائع لدى البنك المركزي}$$

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

$$\text{الاحتياطات العاملة} = \text{النقد في الصندوق} + \text{الحساب الجاري لدى البنك المركزي} + \text{الودائع لدى البنوك} \\ + \text{التجارية الأخرى} + \text{الصكوك برسوم التحصيل} + \text{الودائع لدى المصارف الأجنبية}$$

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 المجمع بما ينسجم مع تغير مقدار الودائع المعروفة 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، ص 190.

الخارج، وتمتع 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 المركزي¹.

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 بدلاً 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 المخصصة فتتمتع بسيولة نسبية لا بأس بها، وذلك بشرط أن تكون الورقة جيدة، بمعنى أن تكون قصيرة المدد².

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 تضرر 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، ص 149-150.

2 نفس المرجع السابق، ص 150.

أولاً: نسبة الرصيد النقدي

تشير هذه النسبة إلى مدى قدرة الأرصدة النقدية الموجودة في الصندوق، ولدى البنك المركزي، والبنوك الأخرى، وأية أرصدة أخرى كالعملات الأجنبية والمصكوكات الذهبية الموجودة في البنك على الوفاء بالتزامات المالية المترتبة على ذمة البنك والواجبة التسديد في مواعيدها المحددة، ويمكن التعبير عن هذه النسبة بالمعادلة التالية:¹

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

كلما زادت نسبة الرصيد النقدي زادت مقدرة البنك على الوفاء بالتزاماته في مواعيدها المتفق عليها، وعليه يوجد علاقة طردية بين نسبة 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 مثلاً.
- 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 هذا الرصيد في نسبة معينة من وداائع البنك وما في حكمها، ويحدد البنك المركزي هذه النسبة وفقاً للمصلحة العامة، وينبغي على البنوك التجارية الالتزام بها، وقد يلجأ البنك 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، ص 195.

2 عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، "الأسواق والمؤسسات المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2001، ص 45-46.

3 رضا صاحب أبو أحمد، "إدارة المصارف"، مرجع سبق ذكره، ص 196.

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 الاحتياطيات الأولية والاحتياطيات الثانوية على الوفاء بالالتزامات المالية المستحقة على البنك في جميع ظروف وحالات البنك، لذلك تعد هذه النسبة من أكثر نسب السيولة موضوعية واستخداماً في مجال تقييم كفاية إدارة السيولة¹، ويعبر عنها رياضياً وفق الصيغة الموالية:

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

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 أصولاً يمكن بيعها فوراً بسعر يقترب من القيمة السوقية وذلك لتلبية احتياجات السيولة، وكذلك فإن الالتزامات قد تكون سائلة إذا كان ممكناً 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، ص 196.

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 التحويلات في أصول العملاء وتفضيلات السيولة، تركز على ضبط الأسعار وتوافر الائتمان ومستوى الأصول السائلة لديها¹. وتقوم هذه الاستراتيجية على أساس أن الأصول السائلة تعتبر مصدراً بديلاً للنقد. والأصول السائلة فهي التي تتميز بـ:

- إمكانية التحويل إلى سيولة بسرعة.
 - سعرها مستقر نسبياً
 - 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 نوعاً 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. مجموعة 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

- 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 المتوازنة للسيولة شكلاً من أشكال إدارة الأصول والخصوم، وهي بحسب تعريفها فن وعلم اختيار أفضل مزيج من الأصول لحفظ أصول المنشأة، وأفضل مزيج من الخصوم لحفظ 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

القصر، 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، ص 213-214).

¹ فريد النجار، "البورصات والهندسة المالية"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 1999، ص 238.

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 فائدة¹.

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 التقليدية²، 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 خوفاً من تصرفات المقرض 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 للبنك³.

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 بالعملة الرئيسية، وهي ما عرفت بسوق الدولار الأوروبي للإشارة إلى الدولارات الأمريكية التي تحتفظ بها بنوك في خارج الولايات المتحدة وعلى الأخص البنوك الأوروبية. هذا ولم يعد الأمر قاصراً على الدولار، إذ أصبح هناك سوق للعملة 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 رابح حدة، "دور البنك المركزي في إعادة تجديد السيولة في البنوك الإسلامية"، مرجع سبق ذكره، ص 183

² نفس المرجع السابق، ص 182.

³ رضا صاحب أبو أحمد، "إدارة المصارف"، مرجع سبق ذكره، ص 209.

* 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 المقرض بسداد قيمة القرض مسحوباً بفائدة تتحدد وفقاً لقانون العرض والطلب.

وقصر تاريخ استحقاقها¹. وقد أدى وجود مثل هذه البنوك التي عرفت باسم مركز النقد إلى توفير مصدر بديل للسيولة.

ثالثاً: الاقتراض من الأسواق المالية

قد تلجأ البنوك إلى الاقتراض من سوق رأس المال عن طريق إصدار سندات بلا ضمان تطرح للاكتتاب العام وتباع للمستثمرين لتوفير السيولة لدعم طاقتها الاستثمارية، وطرح السندات للبيع يعنى اقتراضاً طويلاً الأجل.

رابعاً: تخفيض أو زيادة حجم الاستثمار في القروض

يقصد بذلك قيام البنك 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 يعرض البنك لخسائر رأسمالية، إذ سيباع القرض بقيمة أقل من قيمته المبينة في العقد، والتي سبق أن قدمها البنك للزبون.

أما في حالة وجود فائض فيمكن للبنك استخدامه في تمويل قرض جديد، ويكون هذا الإجراء ملائماً فقط إذا كان العجز أو الفائض لفترة طويلة².

خامساً: بيع أو شراء الأوراق المالية

عادة ما يحتفظ البنك التقليدي بأوراق مالية قصيرة الأجل بدافع الحيلة، وعندما يواجه سحبات نقدية غير متوقعة، فإنه يلجأ إلى بيع جزء من هذه الأوراق واستخدام حصيلتها في تغطية تلك 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 الاستفادة من اقتصاديات الحجم الكبير.
- جزء كبير من هذه الأوراق قد يتمثل في رهونات لودائع حكومية، ومن ثم يصعب التصرف فيها بالبيع.

أما في حالة الفائض فيمكن للبنك استثماره في شراء أوراق تجارية ومالية التي هي إضافة إلى أنها تحقق عائداً للبنك فإنها تدعم احتياطاته الأولية³.

¹ منير إبراهيم هندي، "أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار"، مرجع سبق ذكره، ص 64.

² رضا صاحب أبو أحمد، "إدارة المصارف"، مرجع سبق ذكره، ص 210.

³ نفس المرجع السابق.

سادساً: اتفاقية إعادة الشراء

هي عقد بين طرفين للبيع ومن ثم إعادة الشراء لأدوات مالية غالباً ما تكون أذونات خزانة ولذلك فهي تعتبر اقتراباً قصير الأجل باستخدام أذونات الخزانة كضمان. ومن خلال هذه الاتفاقيات تستطيع 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 استخدام هذا الفائض النقدي في شراء أذونات خزانة من البنك لحاجته للسيولة وفي الوقت نفسه يتم الاتفاق على أن يقوم بإعادة شرائها بسعر أعلى بقليل من سعر الشراء في موعد مستقبلي محدد¹.

سابعاً: التوريق المصرفي*

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

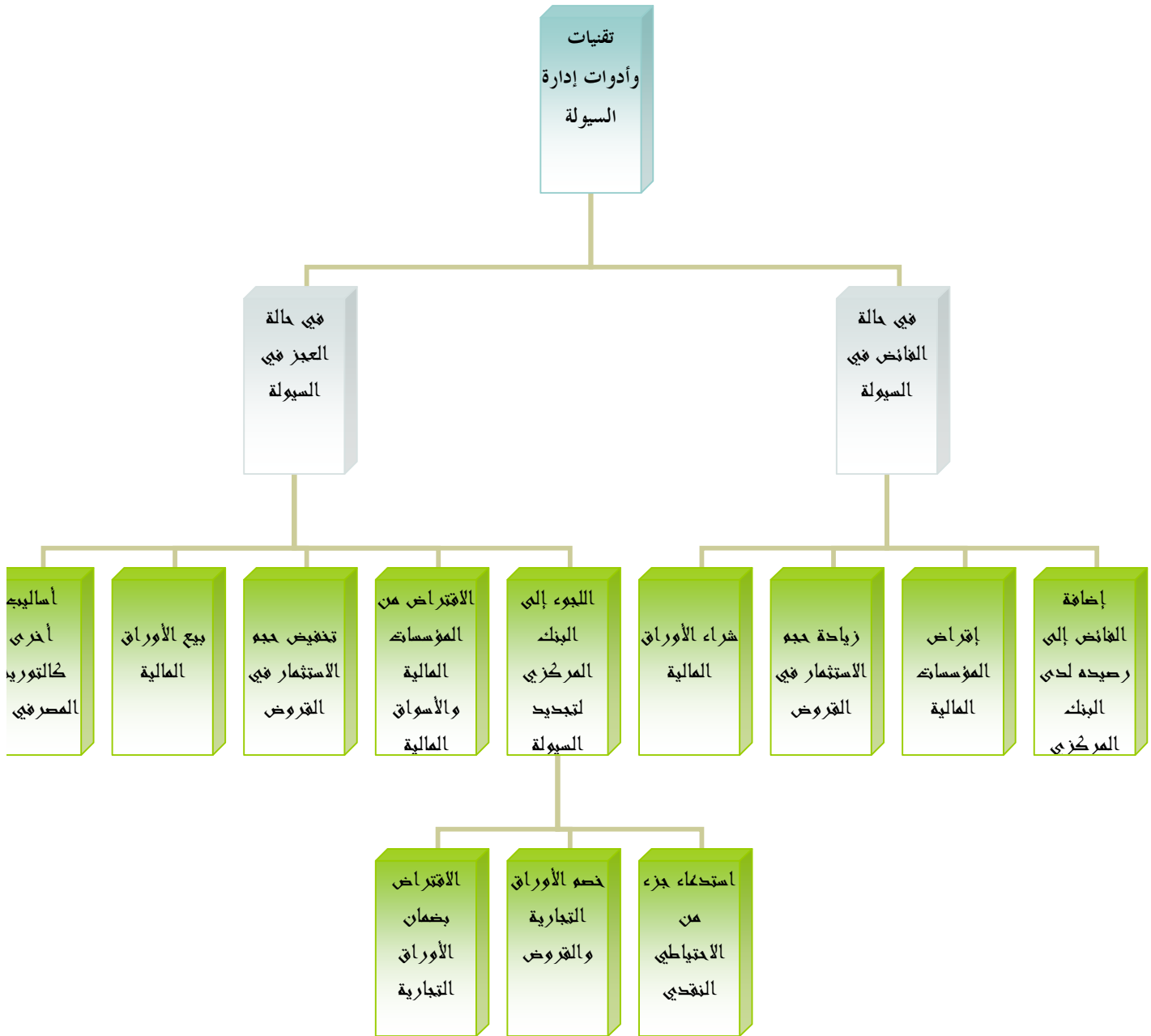
مما سبق يمكن إيجاز تقنيات وأدوات إدارة السيولة وصدماها بالبنوك التقليدية في المخطط

التالي:

¹ سعيد بن حسين بن علي المقرني، "الاستثمار قصير الأجل في البنوك الإسلامية"، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد والإدارة، جامعة الملك عبد العزيز، المملكة العربية السعودية، 2005، ص 88-89.

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

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



المصدر: من إعداد الطالب.

المبحث الثالث: السيولة في البنوك الإسلامية ومعوقات إدارتها

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

المطلب الأول: مصادر واستخدامات الأموال في البنوك الإسلامية

تشابه البنوك الإسلامية مع التقليدية من حيث نظرهما إلى أهمية تدوير رأس المال واستخدامه في تمويل أوجه النشاط الاقتصادي، فكلا النوعين من البنوك يساهم في عمليات التنمية الاقتصادية وتمويلها بشكل أو بآخر. غير أن طبيعة مصادر الأموال وأسس توظيفها في البنوك الإسلامية تختلف عنها في البنوك التقليدية.

الفرع الأول: مصادر الأموال

يقصد بها تلك الموارد التي تتدفق من خلالها الأموال المختلفة إلى البنك الإسلامي، ولا تخرج هذه المصادر - كما في البنوك التقليدية - عن نوعين رئيسيين من المصادر أولهما: المصادر الداخلية 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. الاحتياطيات: وهي الأموال التي يتم الاحتفاظ بها من الأرباح التي يحققها البنك بشكل احتياطيات سواء كانت احتياطيات قانونية، أي أن القوانين ذات العلاقة بالبنوك تفرض الاحتفاظ بها، أو احتياطيات عامة تفرضها طبيعة عمل البنوك والظروف العامة المحيطة بعمله، أو احتياطيات خاصة تفرضها سياسة البنك من أجل دعم مركزه المالي وضمن سلامته¹.

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

¹ فليح حسن خلف، "البنوك الإسلامية"، جدارا للكتاب العالمي، عمان، الأردن، 2006، ص 194.

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 تجتذها 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. وتمثل 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 النقود¹، فلا حرج على البنك في أن يتقاضى الأجر (العمولة) الذي يتناسب مع الخدمات الفعلية التي يقدمها لصاحب الوديعة².

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 لتمييزها بعدم الاستقرار من حيث طلبات السحب.

¹ ميلود بن مسعود، "معايير التمويل والاستثمار في البنوك الإسلامية"، مرجع سبق ذكره، ص 26-27.

² أحمد سقر، "المصارف الإسلامية: العمليات، إدارة المخاطر، والعلاقة مع المصارف المركزية والتقليدية"، اتحاد المصارف العربية، بيروت، لبنان، 2005، ص 78.

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 تمويل 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 شريكاً في الربح والخسارة².

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 أصولاً 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 للأسس المثبتة في نشرة الإصدار الخاصة بذلك⁴.

¹ فادي محمد الرفاعي، "المصارف الإسلامية"، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، الطبعة الأولى، 2004، ص 101.

² عمر محمد فهد شيخ عثمان، "إدارة الموجودات / المطلوبات لدى المصارف التقليدية و المصارف الإسلامية (دراسة تحليلية تطبيقية مقارنة)"، مرجع سبق ذكره، ص 41.

³ تهازي 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، ص 32.

* 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، ص 144.

2.2. صكوك السلم الإسلامية: وهي أداة مالية تمثل أصولاً 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 بذلك¹.

3. صناديق الاستثمار: تعتبر صناديق (محافظة) 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 الأرباح².

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 وبيع المراجحة 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، وتمثل 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، ص 144.

² صادق راشد الشمري، "أساسيات الصناعات المصرفية الإسلامية"، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص 48-49.

فإنه يتحمل ما نشأ بسببه، وتتعقد أيضا بين البنك بصفته صاحب رأس المال* بالأصالة عن نفسه أو بالنيابة عن أصحاب حسابات الاستثمار وبين الحرفيين وغيرهم من أصحاب الأعمال من زراعين وتجار وصناعيين¹.

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 وشمولاً، فهي عقد بين اثنين أو أكثر على أن يتاجروا في رأس المال²، 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 بالتملك.

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 الاتفاق³، 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 الإسلامية⁴.

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 جميعاً شاملاً، 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 المفاوض المنفذ لقبوله هذه الأموال. وعلى جانب الأصول، يدخل البنك، بدوره في عقود مضاربة مع مفاوضين يسعون للحصول على أموال استثمارية ويوافقون على اقتسام الأرباح مع البنك وفقاً لنسبة مئوية معينة ينص عليها في العقد.

¹ مجيد جاسم الشرع، "المخاسنة في المنظمات المالية: المصارف الإسلامية"، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص 205.

² أحمد سقر، "المصارف الإسلامية: العمليات، إدارة المخاطر، والعلاقة مع المصارف المركزية والتقليدية"، مرجع سبق ذكره، ص 166.

³ فادي محمد الرفاعي، "المصارف الإسلامية"، مرجع سبق ذكره، ص 133.

⁴ اليباس 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.

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 تدريجياً خلال فترة معينة¹، ويميل إلى هذا النوع الكثير من 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

ü توفير السيولة من خلال تسديد أقساط الإيجار والقدرة على تسهيل الأصول الثابتة، وتعد من أحسن الصيغ للتطبيق من طرف البنوك الإسلامية، لأنها تساعد على حل مشكلة امتصاص المدخرات والودائع لهذه البنوك.

ü تحسين مركز السيولة للمستأجر وعدم إرهاقه بالديون، مما يسمح له بتوسيع نشاطه والمحافظة على استقلالته المالية.

ü تدر الإجارة عائد مقبول للمؤجر لأمواله المستثمرة، وليس عائد افتراضياً (سعر الفائدة).

2. الاستصناع: هو عقد بين المستصنع (المشتري) والصانع (البائع) حيث يقوم الثاني بناءً على طلب المشتري بصناعة سلعة موصوفة أو الحصول عليها عند أجل التسليم على أن تكون مادة الصنع وتكلفة العمل من الصانع (البائع)، وذلك مقابل الثمن الذي يتفقان عليه وعلى كيفية سداده عند التعاقد أو مقسطاً أو مؤجلاً وفي حالة عدم اشتراط المستصنع (المشتري) على الصانع أن يصنع بنفسه فيجوز بهذه الحالة للصانع أن ينشئ عقد استصناع ثان ويعرف بالموازي لغرض تنفيذ التزامه في العقد الأول³.

ويعتبر عقد الاستصناع صيغة من صيغ التمويل الإسلامي الأكثر حيوية، ينبغي أن تأخذ حيزاً كبيراً من نشاط البنوك الإسلامية من أجل خدمة قطاع الصناعة وتطويره لخدمة التنمية في الدول 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، ص 64.

2 ميلود بن مسعودة، "معايير التمويل والاستثمار في البنوك الإسلامية"، مرجع سبق ذكره، ص 47.

3 صادق راشد الشمري، "أساسيات الصناعات المصرفية الإسلامية"، مرجع سبق ذكره، ص 70.

ثالثاً: صيغ التمويل الإسلامية القصيرة الأجل

1. المراجعة: المراجعة هي اتفاق بين مشترٍ لسلع معينة وبائع لها، وبموصفات محدودة على أساس كلفة السلعة، إضافة إلى هامش ربح يتفق عليه المشتري والبائع¹، أي هو البيع الذي يدفع فيه المشتري مبلغاً زائداً على ما قامت به السلعة ولذا سمي مراجعة².

ويعتبر بيع المراجعة من أكثر صيغ التمويل استخداماً في البنوك الإسلامية*، وبالذات في التجارة والاستيراد، حيث تعتبر الصيغة المفضل التعامل بها مع صغار المتعاملين بشكل خاص، ولذلك فإن الجزء الأكبر من النشاط الاستثماري للبنوك الإسلامية واستخدام مواردها يتم من خلال صيغة المراجعة، حيث تفوق نسبتها في ذلك لدى بعض البنوك الإسلامية 30%.

ويرجع سبب اعتماد البنوك الإسلامية على صيغة المراجعة بشكل كبير مقارنة بالصيغ التمويلية الأخرى للعديد من الأسباب من أهمها:

- أن المراجعة سهلة الفهم والتطبيق سواء للمتعاملين أو العاملين بالمصارف الإسلامية.
- أن مخاطر المراجعة منخفضة بالمقارنة مع الصيغ الأخرى (المضاربة، المشاركة).
- المراجعة 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. السلم: السلم عقد يتم بموجبه دفع ثمن سلعة معينة في الحال على أن يتم استلام السلعة لاحقاً، أي بموعد معين، ومن ثم فإن الثمن يدفع عاجلاً والسلعة آجلاً، أو هو بيع موصوف في الذمة ببدل يتم دفعه فوراً³.

3. القرض الحسن:** معناه تقديم البنك مبلغاً محدداً من المال لفرد من الأفراد أو لأحد عملائه، ولو كان شركة أو حكومة، حيث يلتزم المقرض بإعادة المبلغ المقرض في تاريخ أو تواريخ ثابتة ومحددة وبدون فوائد مطلقاً، من منطلق ﴿وَإِنْ كَانَ ذُو عُسْرَةٍ فَنَظِرَةٌ إِلَىٰ مَيْسَرَةٍ وَأَنْ تَصَدَّقُوا خَيْرًا لَّكُمْ، إِنْ كُنْتُمْ

¹ فليح حسن خلف، "البنوك الإسلامية"، مرجع سبق ذكره، ص 293.

² أحمد سقر، "المصارف الإسلامية: العمليات، إدارة المخاطر، والعلاقة مع المصارف المركزية والتقليدية"، مرجع سبق ذكره، ص 172.

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

³ فليح حسن خلف، "البنوك الإسلامية"، مرجع سبق ذكره، ص 331.

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

تَعْلَمُونَ¹. كما أن الله تعالى حث عليه في أكثر من موضع في القرآن الكريم، فقوله تعالى ﴿مَنْ ذَا الَّذِي يقرض الله قرضاً حسناً فيضاعفه له أضعافاً كثيرة﴾ والله يقبض ويبسط وإليه ترجعون².

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، ويقوم الفكر المصرفي المعاصر على تطوير تلك الخدمات بحيث تكون وسيلة وهدفاً في نفس الوقت، فهي تهدف إلى تحقيق جانب من الإيرادات نتيجة أداء الخدمة، كما أنها أداة لجذب أكبر عدد من المتعاملين سواء في نظم الودائع أو في نظم التوظيف والاستثمار التي يمارسها البنك وهو ما يؤدي إلى تحقيق إيرادات أكبر للبنك. والخدمات المصرفية الإسلامية لا تخرج كثيراً عن هذا الفهم، فهي تعتبر وسيلة لخدمة المتعاملين وتيسير مهمتهم، وبما يساعد على جذب متعاملين جدد مع المحافظة على المتعاملين الحاليين، وذلك بالنسبة للإيداعات أو التوظيفات.

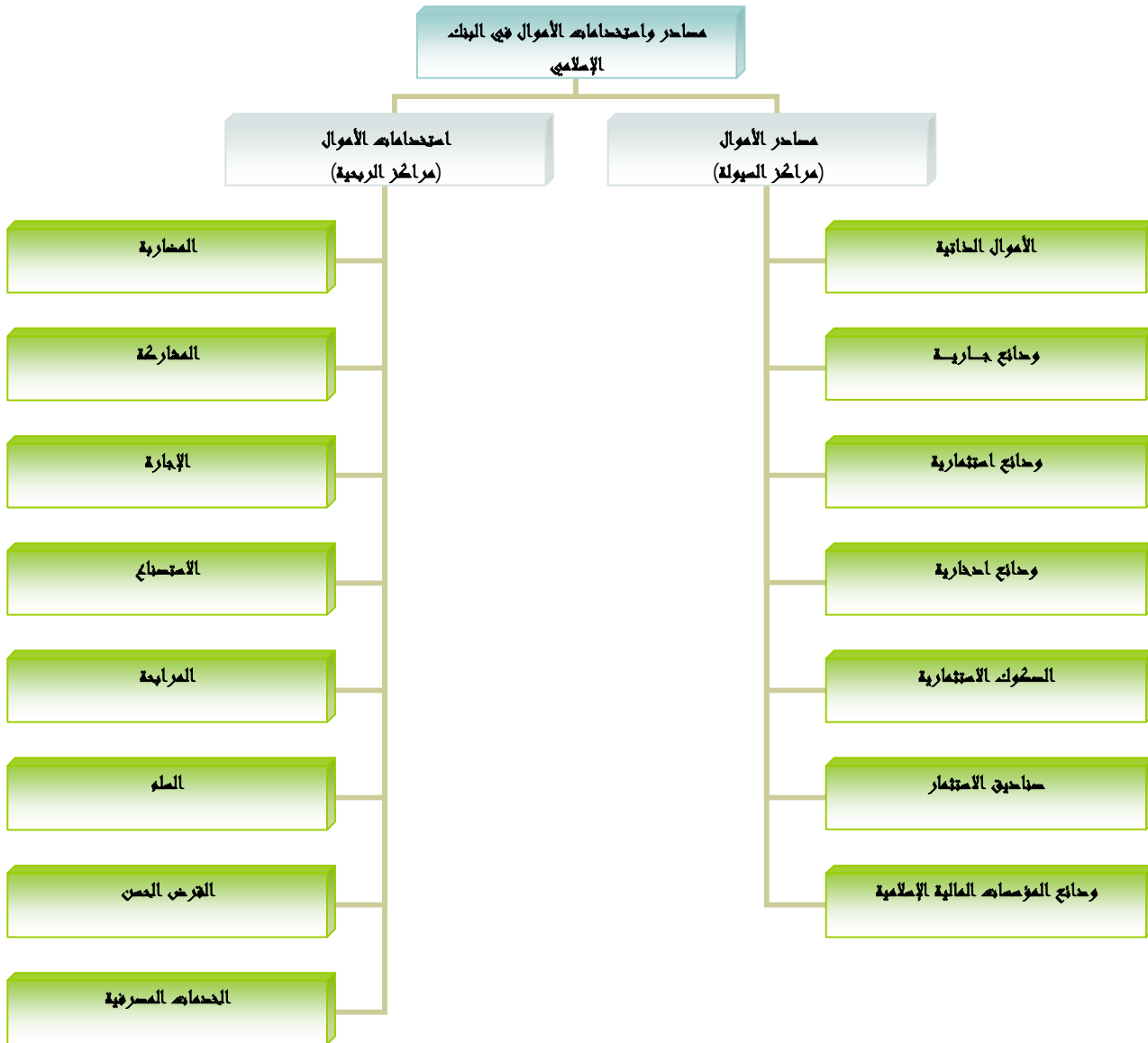
من خلال ما سبق يمكن عرض مصادر واستخدامات الأموال في البنك الإسلامي في الشكل

الآتي:

¹ سورة البقرة، الآية 280.

² سورة البقرة، الآية 245.

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



المصدر: من إعداد الطالب.

الفرع الثالث: مقارنة بين هيكل ميزانية البنوك التقليدية وهيكل ميزانية البنوك 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 مستوى البنك إذا كانت كبيرة فإنه يجعل البنك غير قادر على الوفاء بالتزاماته المتواجدة على مستوى الخصوم¹، أما في ظل الوساطة المالية الإسلامية فالودائع تحت الطلب فقط هي التي تكون مضمونة، بينما الودائع الاستثمارية يتم توظيفها على أساس اقتسام الأرباح والخسائر، فأصحابها يساهمون في تحمل المخاطر، هذا

¹ عبد القادر فاضل وعبد الله بلهادية، "النظام المالي الإسلامي: مستوعب أم معمم للخدمات (دور الإنضباط السوقي الذاتي)"، المؤتمر الدولي الرابع المعني بالصيرفة الإسلامية والتمويل الإسلامي: إدارة المخاطر، والتنظيم والإشراف، بنك السودان المركزي، الخرطوم، السودان، أبريل 2010، ص6.

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 فتلح 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 والضباية التي تشوبها، وبالرغم من إمكانية كفاية الأرباح الموزعة على المودعين إلا أنه من المحتمل أن يقرر المودعين سحب أموالهم عند نهاية الأجل المتفق عليه¹، وهذا الإجراء قد يكون نتيجة لما يلي²:

- معدل عائد أقل مما هو متوقع أو مما هو مقبول.

- القلق حول المركز المالي لتلك المؤسسة.

- عدم الالتزام بالشرعية 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 معمم للصدقات (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"، ديسمبر 2005، ص32.

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 بأقل الخسائر. وتنقسم إلى مجموعتين جوهريتين هما:¹

1. المجموعة الأولى: السيولة النقدية

تتكون هذه المجموعة من الأصول السائلة بشكل كامل والتي تتميز بسيطرة البنك الإسلامي عليها وإمكانية من التحكم فيها بصورة مباشرة، وتشتمل على النقدية بخزينة البنك سواء كانت بالعملة المحلية أو العملات الأجنبية، والودائع التي لدى البنوك الأخرى، والودائع التي لدى البنوك الإسلامية. 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 خلال ثلاثة شهور، والشهادات القابلة للتداول التي يصدرها البنك الإسلامي، والأوراق الحكومية وغيرها مما يقبله البنك المركزي.

الفرع الثاني: سياسة إدارة السيولة في البنوك الإسلامية

على البنوك الإسلامية أن تحتفظ بسيولة كافية للوفاء بالتزاماتها في جميع الأوقات. وفي هذا الصدد ومع الأخذ في الاعتبار طبيعة عمل تلك البنوك، وأنشطتها، وبيئة أسواق رأس المال التي تعمل فيها، فإنه 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 الاستراتيجية في البنوك الإسلامية"، الطبعة الأولى، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، مكتبة الملك فهد الوطنية أثناء النشر، المملكة العربية السعودية، 2004، ص 143.

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

- 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 الاستحجار.
- إدارة أزمات السيولة.

كما يجب أن تشمل سياسات البنوك الإسلامية عوامل كمية ونوعية. أما العوامل الكمية فتتضمن مدى تنوع 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 ومراقبتها¹

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 المراجعة، والإجارة، والإجارة المنتهية بالتملك، والمشاركة المتناقصة.
- تدفقات نقدية مشروطة ولكن يمكن توقعها (السلم والاستصناع)، ويتوقف تحقق ذلك الاشرط 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.

- تدفقات نقدية مشروطة ولا يمكن توقعها في بعض الحالات، كالأستثمار 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 الأستثمار. ومع أن أساس حساب صافي متطلبات التمويل يفترض أن تسدد الأموال لأصحابها في موعد استحقاقها التعاقدية، فقد لا يكون واقعياً افتراض أن جميع أصحاب حسابات الأستثمار سوف يحتفظون بأموالهم لدى تلك المؤسسات حتى موعد استحقاقها. وعليه، فإن تقييم تلك المؤسسات الداخلي وفقاً لتوقعات أصحاب حسابات الأستثمار، والحوافز التي تمنح لهم للاحتفاظ بأموالهم لدى تلك المؤسسات، يصبح جزءاً من عملية حساب صافي متطلبات التمويل.

نظراً للدور المزدوج الذي تضطلع به مؤسسات الخدمات المالية الإسلامية في الوفاء بالتزاماتها حيال أصحاب الحسابات الجارية، وإدارة توقعات أصحاب حسابات الأستثمار، فإنه ينبغي على تلك المؤسسات إجراء تحليلات دورية للتدفقات النقدية وفق سيناريوهات وظروف السوق المتنوعة. ويمكن أن تختلف سيناريوهات السوق وفق ظروفه المحلية، كما يمكن أن تعتمد على الآتي:

- بيئة تشغيل عادية، (على سبيل المثال، الحالة التي يكون فيها السوق مستقرًا).
- 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 توفير

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 الأستثمارية إذا كان من الممكن سحبها قبل الموعد.
4. المصروفات العادية للبنك.
5. طلبات التمويل المختلفة للمشاركة، المضاربة والمراجعة.
6. انتهاء الفرص الأستثمارية المتاحة أمام البنك.

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

ثانياً: تطبيق قاعدة تناسب الأجل 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 للإفلاس¹. 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 المراجعة.
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 طويلة 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 ومحفوظة 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 رابح حدة، "دور البنك المركزي في إعادة تجديد السيولة في البنوك الإسلامية"، مرجع سبق ذكره، ص 271.

² عبد الحميد عبد الفتاح المغربي، "الإدارة الاستراتيجية في البنوك الإسلامية"، مرجع سبق ذكره، ص 145-146.

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 الاستراتيجية 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 السائلة 18.61 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 وآخرون 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 التجاري⁴.

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 يدعو إلى أهمية وضرة 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.*

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

1. نسبة الأصول السائلة إلى إجمالي الأصول

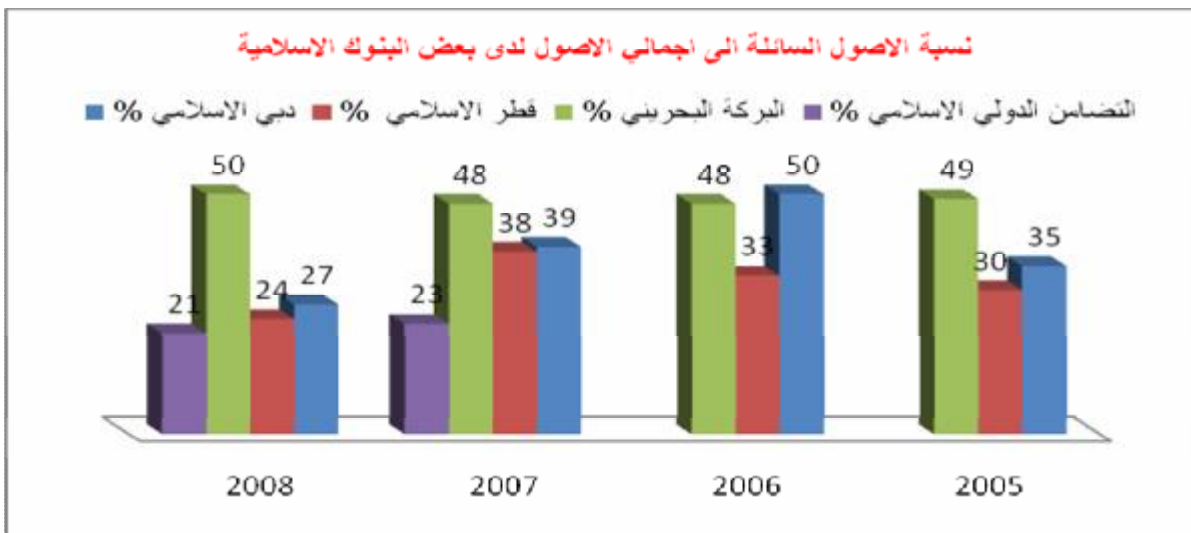
ويتم الحصول على هذه النسبة بقسمة الأصول السائلة (النقدية وشبه النقدية) لدى البنك على إجمالي الأصول. بما فيها الأصول السائلة. وتفيد هذه النسبة للوقوف على الأهمية النسبية للأصول السائلة بين مجموعة الأصول الكلية للبنك، بما يساهم في التعرف أولاً فأولاً على موقف السيولة بالنسبة لبقية استخدامات البنك المختلفة. وتحسب وفق الصيغة الموالية:¹

إجمالي الأصول السائلة (النقدية وشبه النقدية)

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

والشكل الموالي يبين هذه النسبة لدى بعض البنوك الإسلامية.

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



المصدر: عبد القادر الدويك، إدارة السيولة في البنوك الإسلامية، المؤتمر الخامس للمصارف والمؤسسات المالية

الإسلامية، سوريا، 25 مارس 2010.

2. نسبة الأصول السائلة إلى إجمالي الودائع

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

¹ عبد الحميد عبد الفتاح المغربي، "الإدارة الاستراتيجية في البنوك الإسلامية"، مرجع سبق ذكره، ص 149.

وتقيس هذه النسبة مدى إمكانية البنك على رد الودائع سريعة الطلب من قبل العملاء، وتحسب

على النحو التالي:¹

إجمالي الأصول السائلة (النقدية وشبه النقدية)

نسبة الأصول السائلة إلى إجمالي الودائع =
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 التي تفي بها المتطلبات الرقابية، وذلك يعني أن تلك الفوائض السائلة الموجودة لدى البنوك الإسلامية لا تدر عوائد إطلاقاً أو أنها تدر عوائد متدنية جداً مقارنة بمعدلات السوق، ولأجل ذلك فإن وضع السيولة الفائضة 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 لمخطل السيولة في البنوك الإسلامية

تعتبر كل من الفائض النقدي أو العجز في السيولة غير مرغوب فيهما لأنهما يسببان جملة من الآثار المتتالية التي تؤدي في النهاية إلى نقص العائد على الأموال المستثمرة من ناحية، وإلى نقص المنافع 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 رصيد النقدية الواجب الاحتفاظ به، والذي ينشأ عن زيادة التدفقات النقدية الداخلة، أو نقص التدفقات النقدية الخارجة أو كلاهما معاً، وينتج عن ذلك الفائض سلسلة من الآثار التي يمكن تلخيصها فيما يلي:

¹ عبد الحميد عبد الفتاح المغربي، "الإدارة الاستراتيجية في البنوك الإسلامية"، مرجع سبق ذكره، 149.

- 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 ﴿وَالَّذِينَ يَكْنِزُونَ الذَّهَبَ وَالْفِضَّةَ وَلَا يَنْفِقُونَهَا فِي سَبِيلِ اللَّهِ فَبَشِّرْهُمْ بِعَذَابٍ أَلِيمٍ﴾¹.
- تتأثر الأموال النقدية الزائدة عن الحاجة وغير المستثمرة بالانخفاض في قيمتها بسبب التضخم النقدي وهذا بدوره يؤثر على الربحية وعلى القيمة الحقيقية لرأس المال².
- 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 النقدية³.
 - تضييع فرص استثمارية كان من الممكن الاستفادة منها لو توفرت لديه أموالاً سائلة، ولاسيما في الأعمال قصيرة الأجل.
 - تؤدي نقص السيولة أيضاً 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 رابح حدة، "دور البنك المركزي في إعادة تجديد السيولة في البنوك الإسلامية"، مرجع سبق ذكره، ص 273.

³ نفس المرجع السابق، ص 272.

الفرع الثالث: معوقات إدارة السيولة في البنوك الإسلامية

تواجه البنوك الإسلامية عدة صعوبات في مجال إدارة سيولتها وتمثل 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 واحد¹، وهو ما لا يمكن في ظل هذه القوانين*.
2. لا تفرق البنوك المركزية بين البنوك الإسلامية والبنوك التقليدية في مجال فرض نسبة الاحتياطي القانوني الإجمالي، بينما لا تمنع 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 التقليدية². 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 تعطيلاً للأموال عن الاستثمار³.

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 رابح حدة، "دور البنك المركزي في إعادة تجديد السيولة في البنوك الإسلامية"، مرجع سبق ذكره، ص 265.

* 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، ص 171-172).

2 محمد نور علي عبد الله، تحليل مخاطر الاستثمار في المصارف الإسلامية بين النظرية والتطبيق، عمان، 1998، ص 46.

3 رابح حدة، "دور البنك المركزي في إعادة تجديد السيولة في البنوك الإسلامية"، مرجع سبق ذكره، ص 266.

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 السياسة¹.

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 دبي تعاملها مع الأسواق المالية

1. التوافر المحدود للسوق النقدي وسوق ما بين البنوك المتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية هو السبب الرئيسي لمخاطر السيولة. فتحریم الشريعة الإسلامية الاقتراض على أساس الفائدة وعدم وجود سوق نقدي ما بين البنوك نشيط، قيد خيارات البنوك الإسلامية لإدارة سيولتها على نحو فعال².

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 تطوير الأدوات المالية القابلة للتداول المدعومة بالأصول الحقيقية، والمعروفة بالصكوك. وحتى عندما تتوفر هذه الأدوات المالية فإن عدد المشاركين في السوق محدود³.

ثالثاً: معوقات دبي 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 وطويلة 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.

رابعاً: معوقات أخرى

1. انعدام الفرص المحلية لاستثمار السيولة، لذا تلجأ البنوك الإسلامية للاستثمار خارجياً حيث ارتفعت أرصدة البنوك الإسلامية في الخارج، فمثلاً ارتفعت استثمارات البنوك الإسلامية اليمنية في الخارج إلى 202,000 مليون ريال يمني خلال العام 2009. ومع ذلك تواجه البنوك الإسلامية المخاطر والمصاعب التالية في إدارة سيولتها الخارجية وهذه المصاعب هي:

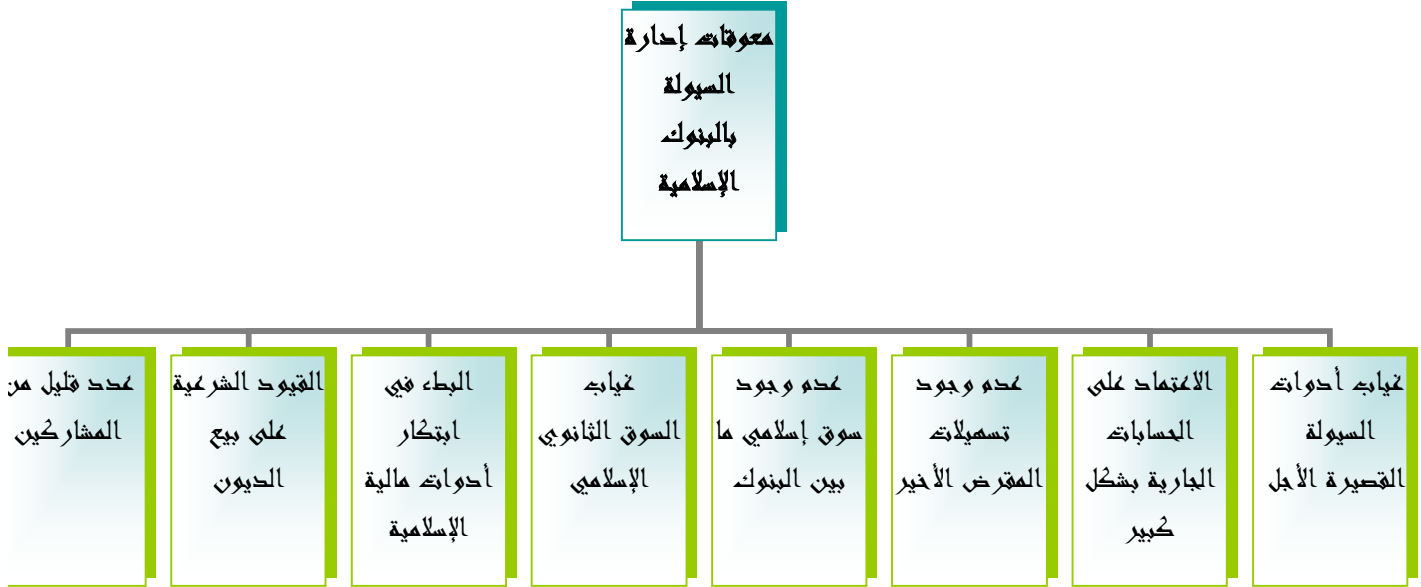
ن مخاطر الأزمة العالمية حيث معظم الأرصدة في الخارج توجد لدى بنوك معظمها مصنفة تصنيفات عالية ولكن جاءت الأزمة لتثبت أن هذه التصنيفات ليست إلا حبراً على ورق.

ن ارتباط أرباح البنوك الإسلامية الخارجية بأسعار الليبور العالمي وبالتالي انخفاض هذه الأرباح بانخفاض أسعار الليبور حتى أصبحت لا تغطي 30% من واجبات الزكاة على هذه الأموال¹.

2. انعدام الخبرة المصرفية في مجال إدارة السيولة لدى العاملين بالبنوك الإسلامية.

ويمكن إيجاز أهم معوقات السيولة بالبنوك الإسلامية في الشكل التالي:

الشكل (1-5): معوقات 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 مارس 2010. ص 06.

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 عهدتها وقلة أساليب إدارتها، فليس سهلاً 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 والعجز.

تقديم

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 ميزانيتها 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.

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 لمستغيرات 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

ü 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.

٢٠ ابتكار آليات تمويلية جديدة من شأنها تخفيض التكاليف الإجرائية لأعمال قائمة، مثل التبادل من خلال الشبكة العالمية.

٢١ ابتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية، مثل إدارة السيولة أو الديون، أو إعادة صيغ تمويلية مشاريع 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 تلي 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 مستوى أفضل من الكفاءة والمثالية. ولذا لا بد 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 ومحاوله 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 منهما 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، سبتمبر 1996.

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 المسلم 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 المرسله. 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 عموماً 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 التغيير 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

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

الفرع الثاني: الابتكار المالي

قدمت الهندسة المالية العديد من الابتكارات المالية ابتداءً من اليورودولار واليوروبوند، مروراً ببطاقات الائتمان ثم الشركات متعددة 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 المالي الدولي يعمل على تحسين الكفاءة التشغيلية للنظام المالي عن طريق خفض التكاليف أو تخفيض خطر المعاملات في الأسواق الأولية والثانوية التي يتم تداول فيها الأدوات المالية¹.

وقد شهدت السنوات الثلاثين الماضية تسارعاً في عملية الابتكار المالي، ويمكن تصنيف نتائج 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 الإلكترونية أو الأعمال المصرفية الإلكترونية.
4. تقنيات مالية جديدة.
5. وسطاء ماليين جدد.

ثانياً: أسباب الابتكار المالي

هناك العديد من الأسباب التي دعت إلى نشأة الابتكار المالي، ويمكن تلخيص هذه الأسباب في أنها كانت استجابة لقيود معينة تعوق تحقيق الأهداف الاقتصادية كالربح والسيولة وتقليل المخاطرة. هذه القيود قد تكون قانونية، مثل منع إنشاء عقود أو معاملات معينة بمقتضى القانون، أو قيود فنية 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 للابتكار¹.

¹ Laurent I. 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.

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 سوءاً عندما تتبنى البنوك المركزية** موقفاً محايياً لهذا النوع من التعاملات².

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، ص 88.
* منسكي هيمان (1919-1996)، اقتصادي أمريكي وضع نظريته التي تقوم أساساً 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 والتضاضر مع 14 من المؤسسات المالية لضخ نحو 3.6 بليون دولار لمنع من السقوط.

2 سامي السويلم، "صناعة الهندسة المالية - نظرات في المنهج الإسلامي"، مرجع سبق ذكره، ص 6-7.
*** 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...

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 مستقر¹.

ومن خلال التطور التقني والابتكار المالي، تبدو الحاجة لعمل البنوك تتناقص مع الزمن، فمن ناحية صار بإمكان ذوي الفئات 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 الجانب².

إن التحول في طبيعة الوساطة المالية من تحويل الآجال إلى وساطة سمسة 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 والانتهاج. وذلك من خلال الهندسة المالية الإسلامية.

¹ سامي السويلم، "صناعة الهندسة المالية - نظرات في المنهج الإسلامي"، مرجع سبق ذكره، ص 7.

² نفس المرجع السابق، ص 7-8.

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 موجهاً الشرع الحنيف"¹.

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

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 تلي الحاجات الاقتصادية دون إخلال بالأحكام الشرعية، لكن الملاحظ لم تأت بتفصيل هذه الحلول، وإنما جاءت بتفصيل ما لا يجل من المعاملات المالية. وهذا ما يتفق مع القاعدة الفقهية "الأصل في المعاملات الحل" إلا ما عارض نصاً أو حكماً شرعياً ثابتاً. وعليه فالشريعة الإسلامية لم تحجز دائرة الابتكار وإنما بالعكس، حجزت دائرة الممنوع، وأبقت على دائرة المشروع متاحة للجهد البشري في الابتكار¹.

ثالثاً: خصائص الهندسة المالية الإسلامية

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

1. **المصدقية الشرعية:** المقصود بالمصدقية 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 الإمكان².
2. **الكفاءة الاقتصادية:** المقصود بالكفاءة الاقتصادية تحقيق مقاصد المتعاملين بأقل قدر ممكن من التكاليف الإجرائية أو التعاقدية³، 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 المصدقية 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، ص 10.

2 نفس المرجع السابق، ص 17.

3 نفس المرجع السابق.

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 والتحوط 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 الحلّ والمناسبة¹.

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 لكل الإطار 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 يُحوّل إدارة المخاطر إلى مقامرة. لكن الأساليب الخيرية تتلافى المشكلة لانتفاء عنصر الربح فيها.

¹ سامي السويلم، "التحوط في الاقتصاد الإسلامي"، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، مكتبة الملك فهد الوطنية أثناء النشر، المملكة العربية السعودية، 2007، ص 110-124.

ثانياً: مبدأ الحلّ

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

وقاعدة الحلّ تقتضي أن يكون محور الدراسة والعناية في المعاملات المالية هو أصول المحرمات، وهي الربا والغرر، وليس أحكام البيع وشروطه وأركانها، كما هو شائع. فالمحرمات إذا تم اجتنابها فالعقد صحيح بناءً على هذه القاعدة. ولذلك قاعدة الحلّ هي أساس الابتكار المالي، لأنها تدل على أن دائرة المسموح لا حدود لها، بخلاف المحرم فإنه محصور ومحدّد، 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 لا بد 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 بالعبارة بالحقيقة. وهذا مدلول القاعدة الفقهية: "العبارة بالمقاصد والمعاني لا بالألفاظ والمباني".

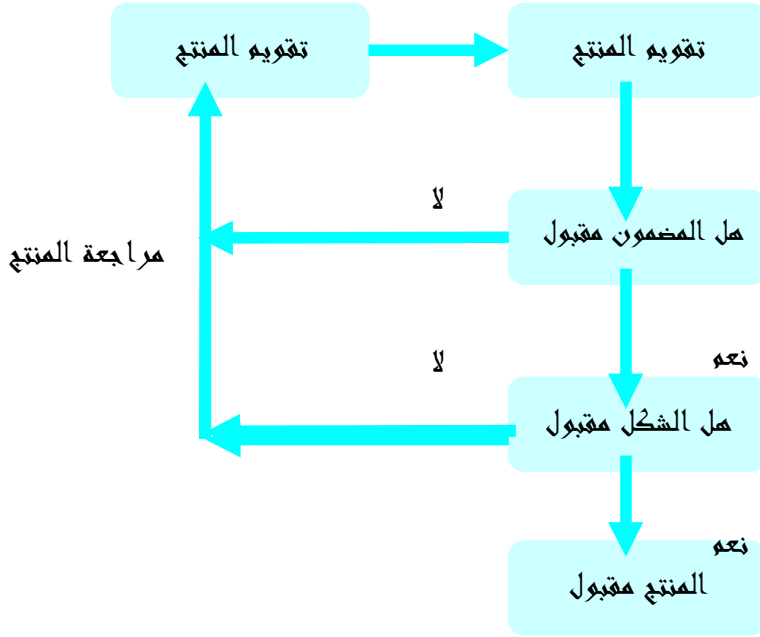
وبناءً على ذلك فإن تقويم المنتج المالي يجب أن يمر بمرحلتين:

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.

الشكل (2-1): مراحل تقويم المنتج المالي



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

الفرع الثالث: مناهج تطوير المنتجات المالية الإسلامية

يمكن أن يكون لصناعة الهندسة المالية الإسلامية عدة مناهج، وهي تتعدد تبعاً للطرق الممكن استخدامها من طرف المؤسسات المالية الإسلامية في إقامة هذه الصناعة. لكنها في الغالب لا تخرج عن إحدى 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 تتبعها قائمة على المحاكاة والتقليد للمنتجات المالية التقليدية. وإذا كان من أبرز مزاياها السهولة والسرعة في تطوير المنتجات، إذ أنها لا تتطلب الكثير من الجهد والوقت في البحث والتطوير، بل مجرد متابعة المنتجات الرائدة 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. وهذا ما 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 الإلكترونية، 2009.

عبئاً وعائقاً أمام المؤسسات المالية، إذ هي لا تحقق أي قيمة مضافة، بل مجرد تكلفة إضافية. ومن الطبيعي في هذه الحالة أن تحمّل 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 مُنتج 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 يتبين أن منهج المحاكاة أو التقليد يعتمد على متابعة المنتجات الرائجة في السوق وتقليدها، غير أن منتجات الهندسة المالية التقليدية جاءت لعلاج مشكلات خاصة بالنظام التي تتداول فيه، لتمثل جزءاً من منظومة متكاملة ذات فلسفة ورؤية محددة ومختلفة تماماً عن الفلسفة والرؤية الإسلامية. الأمر الذي يجعل من الهندسة المالية الإسلامية جزءاً تابعاً 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 بالمصادقية الشرعية وتحقق الكفاءة الاقتصادية.

ثانياً: المنهج الثاني: الأمانة 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 أن وجدها فهو أحق بها. ولكن يجب التمييز بين اقتباس ما يتلأم مع فلسفة التمويل الإسلامي ومبادئه، وبين محاكاة الأساس الذي تقوم عليه المنظومة التقليدية.

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 المصادقية 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 متواجداً 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، بعيداً 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.

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 مرناً جداً، أي أن هذه المنتجات النمطية تتسم بمخاطر السوق العالية لحساسيتها لأي تغيير 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 ضالتها 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، التسييد، التسهيم والتصكيك، وتشير جميعها إلى أسلوب تمويلي حديث ذو طبيعة مغايرة لانتقال الأموال من عارضي التمويل إلى طالبيه.

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 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 مواجهاة (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 التصكيك².

وعليه يتبين أن الطرح الأولي للأوراق المالية في شكل أسهم أو سندات يختلف عن عملية التوريق، فعلى الرغم من أن كلاهما 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 الأولي 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، 18-19/07/2010، ص2.

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

3 محمد علي القرني بن عيد، "الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاً المعاصرة وتداولها"، الدورة التاسعة عشر لمنظمة المؤتمر الإسلامي، دولة الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص4.

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 وَرَّقَ وَرَقًا. يقال وَرَّقَ الشجرُ: إذا أخرج ورقه، وورَّقَ 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 "Securitisisation" اصطلاحاً: المقصود به تحويل الأدوات المالية الاستثمارية إلى أوراق مالية، يسهل تداولها بيعاً وشراءً في سوق الأوراق المالية¹. 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 ضمناً التعامل بأداة مالية قائمة علي المدينة والفائدة المحرمة.

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

وعليه كلمة التصكيك والتوريق والتسنيذ تستعمل كمفردات لمسمى 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 العراء، وتميزاً عن التوريق أو التسنيذ 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"، اتحاد 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 والتسنيذ... غير أن البيان الختامي لندوة البركة الثانية والعشرين المنعقدة عام 1423هـ (2002) قد أوصى باختيار تسمية التصكيك بدلاً عن التوريق، وهو ما يأخذ به التطبيق فعلاً في المؤسسات المالية الإسلامية.

1. **تعريفه حسين فتحي عثمان:** يُعرفُ 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. **تعريفه سليمان ناصر:** "التوريق يعني تحويل أصول مالية غير سائلة مثل القروض الأصول الأخرى إلى أوراق مالية قابلة للتداول في أسواق رأس المال"².

3. **تعريفه 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 أوروبا وبخاصة في بريطانيا وفرنسا ثم إلى كندا وأستراليا 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 "براقره 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، ص 17.

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، ص 2.

** 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 (المديون)، بحيث تقوم البنوك والمؤسسات المالية بتحويل هذه الديون التي لديها إلى أوراق مالية قابلة للتداول في الأسواق المالية والاستفادة من حصيلتها.

رابعاً: العناصر الرئيسية في عملية التوريق

يقوم التوريق على العناصر الرئيسية التالية:

1. **المقترض:** سواءً كان شخصاً طبيعياً أو اعتبارياً، وقد يكون الغرض من الاقتراض هو مواجهة التعثر المالي أو إعادة الهيكلة، أو الاستعانة بالأموال المقترضة للوفاء بديون حل تاريخ استحقاقها أو إحلل الدين طويل الأجل محل هذه الديون.

2. **الأصول محل التوريق:** يتجسد الدين في صورة سندات مديونية، والأصول الضامنة للدين محل التوريق دائماً ما تكون أصولاً ذات قيمة مرتفعة، لذلك غالباً 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 التمهيديّة 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 الجديد¹.

هناك أيضاً العديد من المهام التي تتم في إطار عمليات التوريق، والتي تحتاج لعناية وتخصّص، وفي مقدمتها: التقييم الواقعي لقيمة الأصول، وتحديد السعر الملائم للأوراق المالية المزعم 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 المصدرّة 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 التوريق².

الفرع الثاني: أساليب التوريق

تقوم عمليات التوريق بالضرورة على أطر قانونية تُؤخذ 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.

أولاً: حوالة الحق

حوالة الحق تمثل إحدى صور انتقال الالتزام، وفيها يتغير الدائن إلى دائن آخر يجل محله في هذا الحق، ويكون بذلك دائناً جديداً¹، وهي تختلف عن حوالة الدين التي تعني نقل الدين من ذمة المحيل إلى ذمة المحال عليه. وفيها يتغير المدين إلى مدين آخر.

وطريقة استخدام حوالة الحق في التوريق هي أن تحيل المؤسسة البادئة للتوريق (الدائن الأصلي) حقوقها قبل المدينين أو المقترضين الدين بصفاته (القيمة ونوع العملة) وتوابعه (الأقساط والفوائد) و ضماناته 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 بمقابل².

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 الموفى 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 الثلاثة³.

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 أصلياً 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، السنة 36، العدد 12451، 30 جانفي 2008.

² محمد عبد الحليم عمر، "الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقها المعاصرة وتداولها"، مرجع سبق ذكره، ص 11.

♦ **SPV: Special Purpose Vehicle.**

³ نفس المرجع السابق.

ثالثاً: المشاركة الجزئية

يُوجد 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 المولدة للدخل الركن الأساسي الذي يقوم عليه التوريق، وتمثل 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

صورتها كما شرحها علماء الاقتصاد أن يكون لدى مؤسسة ما ديوناً 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 قرضاً ممنوحاً لجهة معينة فتتفق المؤسسة المالية مع شركة توريق على أن تنقل لها هذه الديون² 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 يمكن كذلك تداولها بالبيع في الأسواق المالية.

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

² حسن علي الشاذلي، "النورق 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.

ثانياً: عناصر هذه الصورة (آلية التوريق)

- توجد مؤسسة لها ديون على أفراد أو جماعات، مضمونة برهونات عينية ومدرة لتدفقات نقدية.
- تباع 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 شرعاً¹

- 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 بنقداً آجلاً؛ لأنه يكون من بيع الكالئ بالكالئ، وهو منهي عنه شرعاً.
- كما أنه يلاحظ في هذه الصورة أنها تحتوي على فوائد ربوية، وهذا ما حرّمته الشريعة الإسلامية تحريماً قاطعاً.

كذلك، حسب قرار مجمع الفقه الإسلامي رقم (6/11)60، 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 الفرعية².

¹ حسن علي الشاذلي، "التورق حقيقته وحكمه والفرق بينه وبين العينة والتوريق"، مرجع سبق ذكره، ص 37.

* وفي هذا جاء قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي في دورته الحادية عشرة، قرار رقم (11/4)101: (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) وتطبيقها المعاصرة"، الدورة التاسعة عشر لمنظمة المؤتمر الإسلامي، دولة الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص 22.

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 بديلاً 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 دخلاً"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:

ü 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.

ü 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)، 14-19 محرم 1425 هـ الموافق 6-11 مارس 2004.

* تأسس مجلس الخدمات المالية الإسلامية عام 2002، وجذب عدداً كبيراً من المشاركين، حيث بلغ عدد أعضائه عام 2009 بـ 178 عضواً. وضع لتطوير معايير تنظيمية دولية وفق المواصفات المتميزة للمؤسسات المالية الإسلامية ومخاطرها، وللمساهمة في ضمان سلامة النظام المالي واستقراره، وبمجال الخدمات التي يقدمها المجلس تشمل الأعمال المصرفية الإسلامية والأوراق المالية الإسلامية وكذلك التكافل الإسلامي.

٣. إصدار الأوراق المالية (الصكوك) إلى المستثمرين¹.

3. تعريف "سليمان عبد الله" Suleiman Abdi Dualeh: "عملية تقسيم ملكية أصول أو منافع 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 والمدرّة لدخل يمكن التنبؤ به التي تمتلكها المؤسسة إلى أوراق مالية قائمة على الشراكة في منافع هذه الأصول 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 مؤسسة مالية بتحويل موجودات غير سائلة قابلة للتصكيك حسب أحكام الشريعة الإسلامية إلى أوراق مالية (الصكوك) يمكن تداولها، بهدف التقليل من المخاطر وضمان التدفق المستمر للسيولة.

ويمكن التمييز بين نوعين من التصكيك، التصكيك البسيط الذي هو وسيلة للحصول على التمويل من سوق المال، بإصدار صكوك لغرض جمع الأموال* وتمويل المشاريع. والتصكيك المهيكل والذي يقوم على 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"، جانفي 2009، ص4.

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

³ عجيل جاسم النشمي، "التوريق والتصكيك وتطبيقاتهما"، الدورة التاسعة عشر لمنظمة المؤتمر الإسلامي، دولة الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص3.
* ويجب التفريق بين هذه الطريقة (التصكيك البسيط) وبين طريقة مشاهمة لها، وهي إصدار أدوات الدين لغرض جمع الأموال. والفارق الرئيسي أن الطريقة الثانية الدين فيها متعلق بالجهة المصدرة ولا يرتبط بالمشروع في حد ذاته حتى لو كان لغرض تمويل مشروع مولد للدخل، بينما في الطريقة الأولى (التصكيك البسيط) تصدر الصكوك لغرض تمويل مشروع معين وتكون قدرة حاملها على استرداد حصته وعوائدها مرتبطة بالإيرادات المتولدة من المشروع.

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

2. أن يكون بيع الأصول المراد تصكيكها مبنية على الديون في الذمم من المنشئ إلى شركة التوريق نقداً للابتعاد عن بيع الدين بالدين.
3. أن تكون الخطوات وهيكل التصكيك مقبولة شرعاً، 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 شركة أو فرداً أو حكومة أو مؤسسة مالية، وينوب عنه في تنظيم عملية الإصدار مؤسسة مالية وسيطة مقابل أجر أو عمولة تحددها نشرة الإصدار، ويقوم المنشئ باستخدام حصيلة الاكتتاب في مشروع معين، وقد يقوم المنشئ بإدارة المشروع بنفسه، أو أن يؤكل مدير استثمار بالقيام بذلك¹. ودوره في عملية التصكيك تملكه للأصل ثم يبعه أو نقله لشركة التصكيك².

- **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، ص 84.

² محمد عبد الحليم عمر، "الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقها المعاصرة وتداولها"، مرجع سبق ذكره، ص 8.

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 المصدر¹، 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 التصنيف 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 المسؤولة 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 يُعين لاحقاً، وذلك وفقاً للقوانين السارية والعرف المتفق عليه. والأمين بوصفه وكيلاً عن حملة الصكوك فإن إنهاء خدماته تتم بإرادتهم بصفتهم الموكّلين له².

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 دخلاً بصفة منفردة.

2. المقابل الذي تدفعه شركة التصكيك للمنشأة البادئة، ويكون أقل من قيمة الأصل محل التصكيك.

¹ عجيل حاسم النشمي، "التوريق والتصكيك وتطبيقاتهما"، 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 في (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.

3. الأوراق المالية المصدرة والتي يتم بيعها للمستثمرين، عادة ما تباع بعلاوة إصدار أي مبلغ زائد عن القيمة الإسلامية للصك، وتمثل العلاوة دخلاً لشركة التصكيك بجانب الفرق بين القيمة الأصلية للأصل المورق وبين ما تدفعه للمنشأة البادئة¹.

ثالثاً: الصيغة

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

رابعاً: سوق ثانوية

هي سوق متخصصة في التصكيك تدار فيها عملياته، وتتداول فيها الصكوك، وهي تتميز بالآتي:²

1. شكلها: لا يشترط فيها أن تكون سوق منظمة أي رسمية خاضعة لإشراف أجهزة الدولة ورقابتها، من بورصات وأوراق مالية وأسواق أولية وغيرها. بل إنها تتسع لتشمل الأسواق غير الرسمية أو غير المنظمة من مكاتب سمسة متخصصة في الوساطة للقيام بأعمال التصكيك.

2. تداول الصكوك: يشترط في صكوك التصكيك أن تكون قابلة للتداول في السوق وإلا فقدت صفتها كتصكيك.

الفرع الرابع: إجراءات التصكيك

تم إجراءات التصكيك وفق الخطوات الموالية:³

1. تمكّن المؤسسة البادئة للأصل محل التصكيك، وهذا شرط أساسي، ثم تحوله إلى شركة التصكيك لتصدر عنها أوراق مالية (الصكوك) تطرحها للاكتتاب العام.

2. عملية حشد أموال هذا الأصل في حزمة واحدة تتشابه فيها معدلات العائد وأجل الاستحقاق حسب 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) وتطبيقها المعاصرة وتداولها"، مرجع سبق ذكره، ص8.

2 صبري عبد العزيز إبراهيم، "التوريق وأثره في وقوع الأزمة المالية العالمية في ضوء الفكر الإسلامي"، المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر، كلية الحقوق، جامعة المنصورة، 1-2 أبريل 2009، ص5.

3 محمد عبد الحليم عمر، "الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقها المعاصرة وتداولها"، مرجع سبق ذكره، ص8.

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 المثلة 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 المتزمن 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

ج- 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.

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 وفقاً للشروط والإجراءات الخاصة.

الخطوة الثانية: تصكيك الأصول ثم بيعها. تقوم شركة SPV بإعادة تصنيف الأصول وتقسيمها إلى أجزاء أو وحدات تناسب وتلي 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.

ج - 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 مالكيين للأصول المورقة بدلاً 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 شرعاً فهو كالآتي:¹

لا مانع من تصكيك الأصول شرعاً إذ أصبح حملة الصكوك بعد شرائها مالكيين 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، سواء 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، ص 6.

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 وفقاً لصيغ التمويل الإسلامية المختلفة كالمشاركة والمضاربة وغيرها.

ثانياً: تصكيك ثمن السلعة المطلوبة¹

وصورتها أن يطلب بعض العملاء من البنك الإسلامي شراء سلعة بطريق المراجعة، 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 مراجعة، ويجمع بموجبها المبلغ المطلوب.
2. أصحاب هذه الصكوك، وهم الراغبون في الاشتراك في هذه العملية.
3. يشتري البنك نيابة عنهم بما جمعه من أموال هذه السلعة المطلوبة نقداً.
4. ثم يبيعها للعميل مراجعة بثمان مؤجل أعلى من ثمن الشراء، فالعميل أصبح مديناً بثمان معين مؤجل، احتوى هذا الثمن على ثمن السلعة الأصلي، مع إضافة الربح في البيع مراجعة.
5. يحصل حملة الصكوك على جزء من الثمن الذي بيعت به مراجعة شيئاً فشيئاً حسب ما اتفقوا عليه في تقسيط الثمن حتى يتم استهلاكها دورياً 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، ص 38.

الفرع الأول: فوائد التصكيك

إن عمليات تصكيك الأصول المختلفة التي تتمتع بها المؤسسات المالية الإسلامية تمثل أحد الأدوات المالية المهمة قصيرة الأجل والتي يمكن الاستفادة منها على مستوى إدارة المطلوبات والموجودات بصورة مثلى، 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 بالتملك إذ يتم تحويله إلى نقد يدفعه المستثمرون في الصكوك¹.
- التعزيز الائتماني في التصكيك وهو ترتيب تعاقدى حيث تحتفظ المؤسسة المالية الإسلامية أو تتحمل 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 متفقا مع أحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها ويظهر من هذه الدوافع فوائد عديدة تعود لجميع الأطراف المشاركة² في عملية التوريق التقليدي أو التصكيك المشروع أهمها مايلي:

أولاً: فوائد التصكيك بالنسبة للمصدر الأصلي

1. تعتبر عملية التصكيك هي المناخ الأكثر أمانا للكثير من المؤسسات وجمهور المتعاملين وذلك بسبب إجراءات الاحتياط والرقابة المشددة التي تمارسها المؤسسات والأجهزة المسئولة عن عمليات التصكيك³.
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 ضمن خارطة أصول الشركة كلها⁴.
3. تساعد عمليات التصكيك في الموازنة بين مصادر الأموال واستخداماتها بما يساهم في تقليل مخاطر عدم التماثل بين آجال الموارد واستخداماتها⁵.

1 عجيل حاسم النشمي، "التوريق والتصكيك وتطبيقاتهما"، مرجع سبق ذكره، ص8.

2 نفس المرجع السابق، ص8.

3 كمال توفيق خطاب، "الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة"، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدي، 31ماي-3أفريل 2009، ص10.

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

5 نفس المرجع السابق، ص7.

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 للمصدر¹.
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 البنك². 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 وتحوّل 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 الوسطاء 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 الكويتية، السنة36، العدد12343، 2007/10/10.

ذات الأغراض الخاص في هيكل عملية التصكيك يتضمن أن المنشأة المصككة ليس لها الحق قانونيا في الرجوع لاستخدام التدفقات النقدية المتوقعة للأصل محل التصكيك¹.

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 بنيتها 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 التصكيك².

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 بإصدارهم مباشرة إلى السوق دون اللجوء إلى الوساطة المالية التقليدية من خلال البنوك التجارية وبنوك الأعمال وغيرها³. 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 العرض⁴.

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، ص 9 - 10.

2 نفس المرجع السابق، ص 8.

3 فؤاد محمد أحمد محسن، "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.

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 أصولاً 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 قادرين 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 بد أن تتوافر للشركة ذات الغرض الخاص SPV ما يطلق عليه تسهيل السيولة وهو يأخذ في الغالب، شكل تسهيل ائتمان دوار¹، إذ تعتبر التعزيزات الائتمانية من أهم مكونات صفقة التوريق التقليدي وهذا تلميح طبيعة هذه الصفقة التي هي - في الغالب - عملية تحويل للديون من مصدرها إلى المستثمرين الجدد حملة الصكوك، ولا بد 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 المخاطر².

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) وتطبيقها المعاصرة وتداولها"، مرجع سبق ذكره، ص 48.

2 زاهرة علي محمد بني عامر، "التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية"، مرجع سبق ذكره، ص 83.

الفصل الثاني: آلية التصكيك ومنتجاته

2. يتم تمويل عجز السيولة لدى الشركة ذات الغرض الخاص SPV في إطار التوريق التقليدي من خلال أدوات تقليدية بفوائد، بينما في إطار الهيكلية الإسلامية يتم من خلال أدوات إسلامية¹.
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 وهيكلية إصدار الصكوك الإسلامية.
5. العائد على الورقة المالية المصدرة قد يكون فائدة ثابتة في إطار التوريق التقليدي، بينما يكون العائد متغيراً أو مستقراً 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 حاكمية 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.

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 انتشاراً 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 تعريفات الصكوك في النظام المالي الإسلامي، وفيما يلي أهم هذه التعاريف:

1. تعريف هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية** : "الصكوك 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 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 اليمينية: الواقع... وتحديات المستقبل، صنعاء، الجمهورية العربية اليمنية، 20-21 مارس 2010).

** 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. (انظر: للموقع الرسمي للهيئة WWW.AAIOFI.ORG).

¹ هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، "المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية"، البحرين، 2007، ص 288.

2. تعريف مجلس الخدمات المالية الإسلامية: "الصكوك جمع صك ويشار لها عادة بـ (سندات إسلامية*)، وهي شهادات، ويمثل 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 وفقاً 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 استخدامها بالاكتتاب فيها، ويشترك حملتها في أرباح وخسائر الموجودات التي تمثلها. وهي قابلة للتداول، ما لم تمثل نقداً أو ديناً محضاً. 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 تشمل على البيانات والمعلومات المطلوبة شرعاً في التعاقد.

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

1 مجلس الخدمات المالية الإسلامية، "متطلبات كفاية رأس المال للصكوك، والتصكيك والاستثمارات العقارية"، جانفي 2009، ص3.

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

- 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 المعاملات¹.
- قابلية الصكوك للتداول ما لم تمثل نقداً أو ديناً محضاً.

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 ويجول دون المقامرات والمضاربات التي رافقت توريق الديون. وبشكل عام فقد أشارت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية إلى وجود أكثر من أربعة عشر نوعاً 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 للمالكي الصكوك ويتم توزيع عائد الإجارة على الملاك حسب حصص ملكيتهم، وهي قابلة للتداول وتقدر قيمتها حسب السوق².
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 المراجعة:** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة مراجعة وتصبح سلعة المراجعة مملوكة لحملة الصكوك. ومصدر هذه الصكوك هو بائع بضاعة المراجعة، والمكتتبون فيها هم المشترون لهذه البضاعة، وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة شرائها، ويملك حملة الصكوك هذه البضاعة ويستحقون ثمن بيعها.

1 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، 31 ماي-3 أبريل 2009، ص 11.

2 كمال توفيق حطاب، "الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة"، مرجع سبق ذكره، ص 13.

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 لحملة 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، ص 94-95.

² نفس المرجع السابق، ص 97.

الجدول (2-2): أنواع صكوك الاستثمار

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

المصدر: من إعداد الطالب.

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 قرصاً، 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 النقدية².

- 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 مدينية. أما الصكوك الاستثمارية فهي تمثل حصة شائعة من جميع موجودات المشروع، وبالتالي فالعلاقة بين صاحب الصك والمصدر هي علاقة مشاركة وليست علاقة مدينية.

- عوائد الصكوك ليست التزاماً في ذمة المصدر، وإنما عوائد الصكوك ناشئة عن ربح أو غلة العقود التي بُنيت هيكله 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، 31-ماي-3أفريل2009، ص14.

السند) وهي ثابتة في ذمته يلزمه الوفاء بها في مواعيد استحقاقها؛ وعليه فيكون عائد السند التقليدي زيادة في القرض¹.

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

الفرع الثاني: الصكوك الإسلامية والأسمه

أولاً: أوجه الاتفاق بين الصكوك والأسمه

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

تشارك الصكوك مع الأسمه في خاصية أن كليهما يمثل حقوقاً مشاعة في موجودات متنوعة، اقتنيا لغرض الاستثمار، ومن ثم توزيع الأرباح على حاملها. كما أن الموجودات تدار من جانب جهة معينة تكون مسؤولة من قبل حملة الأسمه والصكوك، وأن كلا من حاملي الأسمه والصكوك لهم الحق في بيع ما يملكون من الأسمه والصكوك إلى غيرهم متى أرادوا ذلك³.

رابعاً: أوجه الاختلاف بين الصكوك والأسمه

تتميز الصكوك عن الأسمه في أن مالكي الأسمه 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 الإلكترونية، العدد 6109، 2010/07/03.

2 أحمد بن محمد الخليل، "الأسمه والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي"، مرجع سبق ذكره، ص32.

3 عبد الله بن محمد المطلق، "الصكوك"، ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقوم، 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) وتطبيقها المعاصرة وتداولها"، مرجع سبق ذكره، ص18.

5 معبد علي الجارحي وعبد العظيم جلال أبو زيد، "الصكوك قضايا فقهية واقتصادية"، مرجع سبق ذكره، ص7.

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 لا بد أن تكون على درجة عالية من الدقة والإتقان وحسن الإخراج، وكذا ضرورة تقييم هذه المرحلة.

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، وتضمن ذلك في نشرة الإصدار، وربما يتزامن ذلك مع وضع النظام أو اللائحة أو الاتفاقيات التي تحدد حقوق وصلاحيات وواجبات 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: محاصر 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، ص 42-43.

* 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.

وفي هذه الحالة لا بد 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 المراجحات 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 مقارنة 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 وأثائها. 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 والمراجحة 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، السنة 37، العدد 12580، 7 يونيو 2008.

² نفس المرجع السابق.

عنها، وبشكل عام يجب أن تتضمن دراسة الجدوى الأولية للأصول القابلة للتصكيك الدراسة الشرعية، الدراسة القانونية، الدراسة التسويقية، الدراسة الفنية والدراسة المالية¹.

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 تواجهها².

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 الوفاء³.

الفرع الثاني: الضوابط الشرعية للصكوك الإسلامية

نظراً لاتساع تطبيق الصكوك عالمياً وإقبال المتزايد عليها، وما تناقلته وسائل الإعلام المختلفة من اتهامات وشبهات حول الصكوك الإسلامية، قام المجلس الشرعي بمهيئة 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 تملك وتباع شرعاً وقانوناً، سواءً كانت أعياناً أم منافع أم خدمات، كما يجب على مدير الصكوك إثبات نقل ملكية الموجودات في سجلاته وألا يبقوها 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 الأصول⁴

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 صافية أبو بكر، "الصكوك الإسلامية"، مرجع سبق ذكره، ص23.

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:

$$0.67 < \text{سعر بيع الأصول} < 1.33$$

ثالثاً: عند استخدام الإيرادات¹

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 يمثله 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 الفقهية².

1 أحمد صافية أبو بكر، "الصكوك الإسلامية"، مرجع سبق ذكره، ص 24.

2 عبد الملك منصور المصعبي، "العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جيدة"، مرجع سبق ذكره، ص 22.

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 كفيلاً 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 المدائبات 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 تجدد 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 على 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، ص 25-26.

² عبد الملك منصور المصعبي، "العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جيدة"، مرجع سبق ذكره، ص 29.

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 الاقتصادية والمصدقية 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 ويجول دون المقامرات والمضاربات التي رافقت التوريق.

أما بالنسبة لمنتجات التصكيك والمتمثلة في الصكوك الاستثمارية، فهي بدورها تختلف عن الأدوات المالية التقليدية، وتعدد وتنوع هياكل إصدارها، فتشمل كل من صكوك المشاركة، المضاربة، السلم والاستصناع، الإجارة، المراجعة، 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.

تهدية

خلال الفصل الأول تم التوصل إلى أن البنوك الإسلامية تواجه في إدارتها للسيولة المصرفية العديد من التحديات والمعوقات، أهمها ثلاثة معوقات رئيسية: الأولى، الصيغ التمويلية المستخدمة وما تنسم به من صعوبة تسهيلها وما نتج عنه من ميل البنوك الإسلامية إلى التمويل قصير الأجل وخصوصاً صيغة المراجعة بنسب كبيرة، الأمر الذي أثر على مساهمتها في تحقيق التنمية الاقتصادية والأهداف المرجو منها. أما العائق الثاني الذي يحول دون إدارة محكمة للسيولة فيتجسد في عدم وجود تسهيلات المقرض الأخير نظراً لحرمة الاقتراض بفوائد وطبيعة القوانين والتشريعات التي تحكم نشاط وعلاقة البنوك الإسلامية بالبنوك المركزية. في حين يتمثل العائق الثالث في صعوبة اللجوء والاستفادة من سيولة الأسواق المالية الإسلامية بالإضافة إلى ضعف وقلة الأدوات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية والمتداولة في هذه الأسواق والمعمول بها كوسيلة تمويل. وعليه حتى يمكن إدارة السيولة بصورة محكمة توازن بين السيولة والربحية، وجب الأمر إيجاد آليات وأدوات ومؤسسات مالية إسلامية تعمل على التقليل من تلك المعوقات.

وبالنظر إلى المزايا التي يحققها التصكيك الإسلامي ومنتجاته في مجال إدارة السيولة بالبنوك الإسلامية، يأتي هذا الفصل موضعاً ذلك من خلال إبراز دوره في استثمار فائض السيولة وإدارة مخاطرها وهذا في المبحث الأول، ودوره في تقديم منتجات تُمكن البنوك الإسلامية من الاستفادة من تسهيلات المقرض الأخير للسيولة وهذا في المبحث الثاني، ودوره كذلك في تطوير السوق المالية الإسلامية باعتبارها طريق للحصول على السيولة عند الحاجة إليها ومكان ملائم لاستثمار الفائض منها بصورة مربحة وذلك في المبحث الثالث.

المبحث الأول: دور التصكك 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 لحدائث 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 المراجعة، 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 استثمارات 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 الاستثمار¹

تلجأ بعض البنوك الإسلامية إلى إيداع الفائض من أرصدها 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 بجددة، 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 تبني في عام 1987/1986 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.

الشريعة، وقد استمر البنك على هذا النهج خلال السنوات التالية، وحتى نهاية السنة المالية 1416 هـ — بلغت الأرصدة النقدية 2091 مليون دينار إسلامي، منها 1292 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 خمرًا، السلاح لمن يقاتل به معصومًا".

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 سعيًا لطهارة المال وهروبًا 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 بتقدم عمل مخرب وذلك عندما يتدخل المضاربون في إفساد السوق بالإشاعات وتشويه سمعة بعض المؤسسات الإنتاجية لتتخفف 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

بيع الديون إلا بقيمتها الاسمية، الأمر الذي يجعل البنوك الإسلامية تعرف صعوبة في تسهيل 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 احتلتا 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 المراجعة (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	مراجعة	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 والشروط 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.

تواجه البنوك الإسلامية هذا النوع من المخاطر في الصيغ التي تعتمد على عقود المداينة، كصيغ المرابحة، والاستصناع، والإجارة وبيع التقسيط لأنها يبيع 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، وحيب 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 سبباً. 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 كالحوادث 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 محددًا، 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 تحويل الأصول غير السائلة إلى أوراق مالية سائلة يمكن تداولها ما لم تمثل ديون محضنة تقوم على هذه الأصول.

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 (تسنيدي) الأصول الناتجة الصيغ التمويلية المختلفة كالمشاركة والإجارة والاستصناع والمراجحات...

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 6800 عميل. ولم 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، "تسنيدي 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 البنمية: الواقع... وتحديات المستقبل، صنعاء، الجمهورية العربية اليمنية، 20-21 مارس 2010، ص8.

أ- أ- وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين موجودة، أو عن طريق وسيط مالي، بغرض إجارة منافعها واستيفاء أجرهما من حصيلة الاككتاب 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 إجارتهما واستيفاء أجرهما من حصيلة الاككتاب 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 الاككتاب فيها، وتصبح منفعة العين الموصوفة في الذمة مملوكة لحملة الصكوك.

3.1. صكوك ملكية الخدمات: وهي نوعان¹:

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 الاككتاب 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 الاككتاب 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 بأجال 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، ص 97.

– 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 وآخرون، "التمويل الإسلامي يشهد توسعاً سريعاً"، نشرة صندوق النقد الدولي، إدارة النظم المالية وأسواق المال بصندوق النقد الدولي، 2007/09/19، ص3.

4. العوامل السوقية التي تؤثر على بيع صكوك الإجارة¹

– قوى العرض والطلب: تتأثر قيمة خدمة الأصل المستأجر ارتفاعاً وانخفاضاً 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.

— كفاءة الأصل الاقتصادي: إن كفاءة أداء الأصل تؤثر على قيمة الصك وسعره السوقى، 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، إنما تمثل ملكية على الشيوع في الأصل المؤجر. وهي بهذا الوصف شهادات استثمارية مشاركة وتشبه المساهمات في رؤوس أموال المشروعات. وحيث أن الصكوك لا تمثل ديناً 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 المصرفي 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 كمالى، "تحليل شرعي لبعض مسائل الإجارة التمويلية الإسلامية"، مجلة الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة المملكة العربية السعودية، المجلد 22، العدد 1، 2009، ص 67-69. (بتصرف)

* طرحت فكرة الصكوك لأول مرة في المملكة الهاشمية الأردنية في عام 1977 بتقدم 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.

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 للمؤسسة¹.

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 شريك².

2. أهمية صكوك المضاربة³

لصكوك المضاربة أهمية كبيرة تمكن في:

- تُطرح في مجالات التمويل الكبير والطويل الأجل الذي تحتاجه المشاريع الاقتصادية الكبرى.
- صيغة إسلامية تزوج 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 أو تطوير مشروع قائم، تدار على أساس صيغة المشاركة بتعيين أحد الشركاء أو غيرهم لإدارتها بصيغة الوكالة بالاستثمار. ويكتب 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 فتية عبد الرحمن العاني، "صكوك المضاربة الإسلامية النخرج الفقهي والتصوير الفني"، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، جامعة الإمارات العربية المتحدة، مارس 2007، ص 28.

² نفس المرجع السابق، ص 29.

³ أسامة عبد الحليم الجورية، "صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد"، مرجع سبق ذكره، ص 138.

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 محدد¹.

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 يقلص 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 حتمى 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 القروض².

- تعتبر صكوك المشاركة مرنة وملائمة لكل أوجه تمويل النشاط الاقتصادي مما يساعد البنوك الإسلامية أن تؤدي الدور المرجو منها³.

رابعاً: صكوك السلم

تعتبر 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، ص 43-44.

² أسامة عبد الحليم الجورية، "صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد"، مرجع سبق ذكره، ص 138.

³ فخري حسين عزي، "صنع تمويل التنمية في الإسلام"، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، المملكة العربية السعودية، الطبعة الثانية، 2002، ص 54.

⁴ أحمد إسحاق الأمين حامد، "الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها"، مرجع سبق ذكره، ص 45.

⁵ أسامة عبد الحليم الجورية، "صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد"، مرجع سبق ذكره، ص 138.

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 المكتب مقابل المبلغ الذي اكتب 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 الاستصناع طويلة الأجل.

2. خصائص صكوك الاستصناع

- إن صكوك الاستصناع تصدر خاصة لاستخدام حصيلة الاكتتاب في تصنيع سلعة معينة موصوفة في الدمة.
- 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.

3. أهمية صكوك الاستصناع

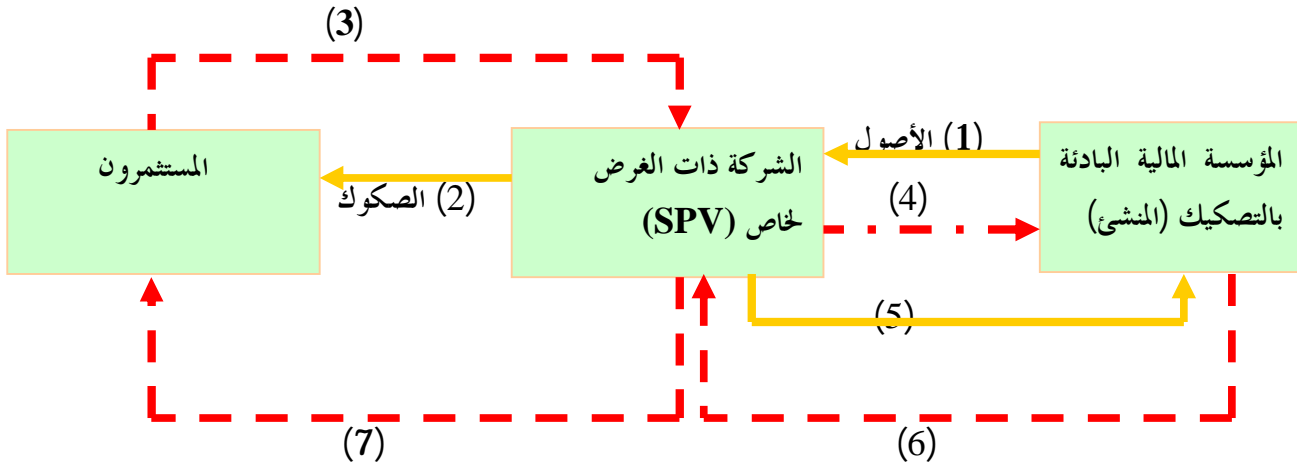
لا تخفي الأهمية الاقتصادية لصكوك الاستصناع في الوقت الراهن سواء للصانع (المنتج) أو المستصنع (المشتري أو المستهلك) فالقطاع الصناعي يحتاج إلى من يمدّه بالتمويل اللازم لتمكينه من ممارسة نشاطه الإنتاجي وضمان أسواق واسعة لتصريف إنتاجه. بينما تحتاج المستصنع إلى تأمين احتياجاته من السلع الصناعة بالمواصفات المطلوبة واستثمار أمواله بحصوله على الربح الناتج بين سعر البيع والشراء إذا كان تاجراً، وهذا ما توفره صيغة الاستصناع لكلا الطرفين¹.

سادساً: صكوك المراجعة

تعتبر المراجعة 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 المراجعة 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 المراجحة إلى صكوك ذات استحقاقات متتالية، بحيث تخدم هدف السيولة للبنوك الإسلامية. ويبين الشكل الموالي إحدى طرق تصكيك المراجعة.

الشكل (3-2): هيكل تصكيك المراجعة



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.

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 فتحوّلت من الأسلوب الاستثماري طويل الأجل إلى الأسلوب التجاري قصير الأجل بحثاً عن السيولة والربحية"¹ المحدودة وهذا ما تجلّى لها بالاعتماد على صيغة المراجعة التي تعد مخاطر السيولة بما 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 للصرافية 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 المدائنت، 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.

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 المجمع، 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 بالتححرر 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 كحل 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 لبدايتها 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 بجدد رقم 7/2/66 في دوره مؤتمره السابع لعام 1992 ونصه: إن حسم (خصم) الأوراق التجارية غير جائز شرعاً لأنه يؤول إلى ربا النسبئة المحرم.

الفرع الأول: عملية حسم الأوراق التجارية

لما تحتاج البنوك التقليدية إلى السيولة لتدعم أرصدها النقدية عند تضائلها فتعتمد 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: الألية 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 يجوزها للبنك المركزي عند حاجتها للسيولة بدلاً من عرضها مباشرة في الأسواق الثانوية، وذلك لئلا تحدث انخفاضاً في أسعارها نتيجة زيادة المعروض منها، فيشترها البنك المركزي¹. 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 مقدراً 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، فيعتمد البنك لتحصيل أقساطها المتبقية وفق الخطوات التالية:²

1 زاهرة علي محمد بني عامر، "التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية"، مرجع سبق ذكره، ص 172.

2 أسامة عبد الحليم الجورية، "صكوك الاستثمار ودورها التموي في الاقتصاد"، مرجع سبق ذكره، ص 178-179.

1. يعمد البنك أو المؤسسة المالية الإسلامية المالك لعين إلى إيجارها 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 2638 دينار.
2. يصبح البنك أو المؤسسة المالية الإسلامية بحاجة إلى سيولة عقب تحصيل القسط الأول مباشرة فيعمد إلى البنك المركزي لبيعه 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 11000 دينار.
3. وفي إطار السياسة النقدية للبنك المركزي قد يعمد إلى بيع العين المؤجرة، فإذا حصل ذلك عقب القسط الإيجاري 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 هي 7914 دينار. وهكذا يكون البنك المركزي قد استفاد من العائد التمويلي لمدة سنة وباع العين بعد ذلك في إطار سياسته النقدية التي يتبعها ولم يستخدم أداة خصم الأوراق التجارية.

المطلب الثاني: منتجات التصكك كبدائل لأدوات السوق المفتوحة

تعد عمليات 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.

وقد استندت افتراضات نظرية السوق المفتوحة إلى الآتي:¹

1. إن كمية النقود والاحتياطيات 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 احتياطياتها 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 الاحتياطيات 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 عرضية قصيرة الأجل في حجم المعروض النقدي، والناجئة عن عوامل السوق.

الفرع الثاني: أدوات عمليات السوق المفتوحة وبعائها

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 كويون تُدر فوائدها 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، ديسمبر 2003، ص 20.

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، ص 15-16.

* مما ذكر فإن سندات الخزانة تحمل عناصر الربا، وعليه فهي غير جائزة شرعاً، 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.

من الأوراق المالية الحكومية غير الشائعة بنية مشتركة، فهي جميعها وعود من الحكومة بتسديد مبالغ معينة من المال عند آجال استحقاق مختلفة¹.

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 لبيعها 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 بمكة 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 بموجها أن يدفع لحاملها القيمة الاسمية عند الاستحقاق ، مع دفع فائدة متفق عليها منسوبة إلى القيمة الاسمية للسند ، أو ترتب نفع مشروع سواء أكان جوائز توزع بالقرعة أم مبلغاً مقطوعاً أم خصمه.

قـرر:

1. أن السندات التي تمثل التزاماً بدفع مبلغها مع فائدة منسوبة إليه أو نفع مشروع محرمة شرعاً من حيث الإصدار أو الشراء أو التداول ، لأنها فروع ربوية سواء أكانت الجهة المصدرة لها خاصة أو عامة ترتبط بالدولة ، ولا أثر لتسميتها شهادات أو صكوكاً استثمارية أو ادخارية أو تسمية الفائدة الربوية الملتزم بها ربحاً أو ربحاً أو عمولة أو عائداً.
 2. تحرم أيضاً السندات ذات الكوبون الصفري باعتبارها قروضا يجري بيعها بأقل من قيمتها الاسمية ويستفيد أصحابها من الفروق باعتبارها خصماً لهذه السندات.
 3. كما تحرم أيضاً السندات ذات الجوائز باعتبارها قروضا اشترط فيها نفع أو زيادة بالنسبة لمجموع المقرضين أو لبعضهم لا على التعيين فضلاً عن شبهة القمار.
- ويرى المجمع أنه من البدائل الشرعية للسندات المحرمة - إصداراً أو شراءً أو تداولاً - السندات أو الصكوك القائمة على أساس المضاربة لمشروع أو نشاط استثماري معين، بحيث لا تكون مملوكة لفائدة أو نفع مقطوع، وإنما تكون لهم نسبة من ربح هذا المشروع بقدر ما يملكون من هذه السندات أو الصكوك ، ولا ينالون هذا الربح إلا إذا تحقق فعلاً.

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.

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 النقود¹.

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 الحكومي².

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 عامة³.

ثالثاً: الصكوك الحكومية كبديل 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، ص 103.

² مصطفى بدر الدين قريش، "إصدار وإدارة الصكوك الحكومية - التطور والتحديات"، ورشة عمل: الصكوك الإسلامية، تحديات... تنمية وممارسات دولية، الأردن، 18-19 تموز 2010.

³ أسامة عبد الحليم الجورية، "صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد"، مرجع سبق ذكره، ص 165.

هذا الأسلوب مناسب للدول التي لديها موارد طبيعية تباعها 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 عاجلاً وورد في مقدمة بيان الإصدار بتاريخ 2001/6/5 تحت عنوان طبيعة الصكوك وأساسها الشرعي ما يلي: صكوك السلم الإسلامية الحكومية، هي أداة تمثل أصولاً (الألمنيوم خام) موصوفة في الذمة، مؤجلة التسليم، تصدرها حكومة مملكة البحرين بغرض إيجاد مجالات جديدة لاستثمار فائض الموارد المالية في المجتمع وتمويل 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 اكتب به كل منهم. ويتم الشراء بثمان 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 كلياً ولا جزئياً بثمان يزيد عن ثمن الشراء بالسلم².

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 معينة، أما في حال خسارة المشروع فتحسر 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>.

- 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 للصكوك 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 الإسلامي¹. وتمثل الصكوك الإسلامية اتجاهًا حديثًا 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 المقررة².

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.

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 الدولة المشاريع المطلوب تمويلها أو الأصول المطلوب شراؤها أو استثمارها، 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 المراجعة، 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 المركزي¹.

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 تُوجد 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"، مارس 1999، ص 23.

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

تعتبر 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 استثمارات². وتؤدي هذه السوق دوراً كبيراً 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 أيضاً 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، ص 21.

*** 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، ص 24.

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 بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين 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 يباشرون كل منهم نشاطه في مقره، ويتصلون ببعضهم بواسطة أجهزة الاتصال المختلفة.

2. مكونات سوق الأوراق المالية: ينقسم سوق الأوراق المالية بدوره إلى:

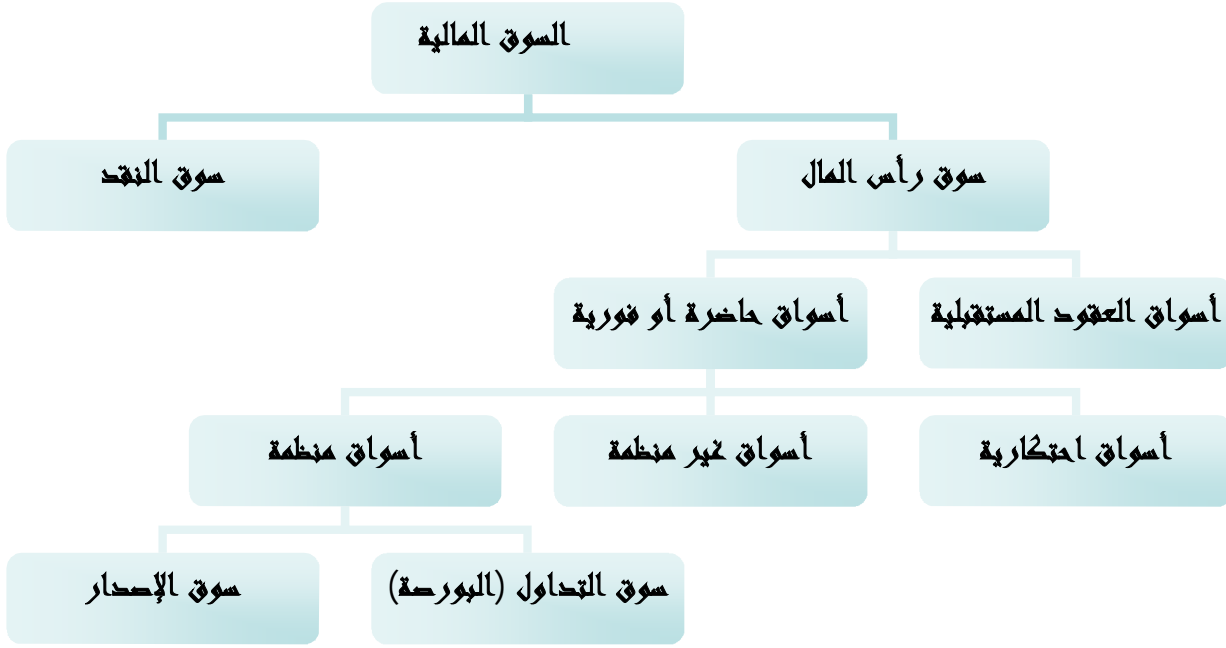
1.2 سوق الإصدار (السوق الأولية): وهو السوق الذي يتم من خلاله إصدار الأوراق المالية الجديدة، والتي أصدرتها الشركات والمؤسسات والوحدات الاقتصادية لأول مرة بغرض الحصول على الأموال لتمويل احتياجاتها. ويتم تصريف وبيع هذه الأوراق المالية من خلال ما يسمى ببنوك الاستثمار أو الأسلوب المباشر للبيع.

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، ص 17-18.

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 والمراجعة، واقترح فكرة إنشاء شركة مساهمة تابعة لبنك البركة البحريني الإسلامي تكون متخصصة في تمويل المراجعة وتكون أسهمها قابلة للبيع والشراء وفق أسعار معلنة مسبقاً على أساس محسوب تبعاً للعملية المنفذة والأرباح المستحقة¹. 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 ربيع سنوية يصدرها مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر، القاهرة، العدد الحادي والعشرون، السنة السابعة، 2003، ص7.

كما أكد المرحوم الدكتور محمد سيد مناعي هذه الفكرة، في بحث مقدم في ندوة عقدت بألمانيا سنة 1986 وأكد على تطوير أدوات مالية إسلامية جديدة وتأسيس سوق ثانوية لهذه الأدوات، وهو ما أعيد التركيز عليه في القاهرة سنة 1988 بضرورة إنشاء سوق مالية إسلامية لتسهيل عملية انتقال واستثمار الأموال المشروعة في البلاد الإسلامية¹.

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 بإصدار أوراق مالية إسلامية وطرحها للتداول، مثل سندات السلم وسندات المقارضة في الأردن، شهادات القرض الحسن بماليزيا، شهادات المشاركة في باكستان وشهادات صناديق التمويل في السودان... وكذلك تأسيس السوق المالية الإسلامية العالمية في البحرين سنة 2002 التي تسعى أن تكون لاعباً فعالاً في تطوير سوق رأس المال وسوق النقد الإسلاميين، ومركز إدارة السيولة المالية سنة 2002 وهو شركة مساهمة بحرينية حصل على ترخيص كبنك استثماري إسلامي والذي من بين مهامه مساعدة المؤسسات المالية الإسلامية 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 فيها التعامل بالأوراق المالية المشروعة.

ثالثاً: مبادئ وضوابط السوق المالية الإسلامية

يوجد مجموعة من المبادئ والضوابط الشرعية العامة التي تميز السوق المالية الإسلامية وتجنّبها من الوقوع في الأزمات منها ما يلي:²

1. الالتزام بالضوابط الأخلاقية والشرعية: بشكل عام تدخل الإسلام بهيكل السوق حيث حرم كل عقد يؤدي إلى الربا والظلم والغرر والغبن والتدليس، وفلسفة الإسلام في ذلك أنها شروط أساسية للمنافسة الكفؤة الشريفة، وبطبيعة الحال ينطبق هذا المبدأ على السوق المالية الإسلامية، أي السوق المنضبطة بالضوابط الشرعية، ولم يتدخل الإسلام بآلية السوق (العرض والطلب) لأنها من الحريات الطبيعية التي أقرتها الشريعة الإسلامية كشرط مكمل وكافي لأداء السوق بكفاءة.

¹ رابح حدة، "دور البنك المركزي في إعادة تجديد السيولة في البنوك الإسلامية"، مرجع سبق ذكره، ص 471.

* سيتم التوسع فيهما في المطلب الثالث من هذا البحث.

² أحمد محمد نصار، "الأسواق المالية الإسلامية"، تاريخ الإطلاع: 2010/06/05.

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 والإحارات وغيرها من العقود، بالإضافة إلى ذلك فإن الإسلام قد حرّم 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 وكاف ومتساوي: حيث أعطى الإسلام أهمية كبيرة لدور المعلومات في السوق، فحرّم إعطاء معلومات غير صحيحة للمشتري، يقول الرسول صلى الله عليه وسلم "البيعان بالخيار ما لم يتفرقا فإن صدقا وبينا بورك لهما في بيعهما وإن كتما وكذبا محقت بركة 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.

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 سمسة 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 لعامرة ورايس حدة، "تحديات السوق المالي الإسلامي"، الملتقى الدولي: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات -دراسة حالة الجزائر والدول النامية، بسكرة، الجزائر، 21-22 نوفمبر 2006، ص 8-9.

1. مؤسسات ملائمة للاقتصاد الإسلامي ومناسبة لطبيعته لأنها توفر الصيغ التي تُمكن من توفير الأموال للمستثمرين وتحقيق السيولة للمدخرين ضمن الحدود الشرعية¹.
2. لاعتماد نشاطات البنوك الإسلامية على الاستثمار وليس على الإقراض في توظيف فائض السيولة، ومن ثم يمكن أن تلعب الأسواق المالية الإسلامية دوراً في تحقيق الاستخدام الأمثل للموارد المالية المتاحة لبنك دون الإخلال بالتوازن المطلوب بين السيولة والربحية².
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 الاقتصادي³.
4. يضاف إلى ذلك مساهمة تكنولوجيا الإعلام والاتصال في تطوير نشاط السوق المالية الإسلامية من خلال استعراض اتجاهات الأسواق المالية العربية والأوروبية ومعاملاتها المتوافقة مع الشريعة الإسلامية. وفي ظل النجاح يمكن أن ترتفع قدرة السوق المالية 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 استلزمها 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 كفوة⁴.
2. تحقيق الموازنة 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 اللازمة⁵.

¹ إسماعيل أون، "تطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا"، ملتقى التجربة الماليزية في العمل المصرفي الإسلامي، الكويت، 9-12 مارس 1997، ص221.

² نفس المرجع السابق.

³ فياض عبد المنعم حسنين، "آليات تطوير المنتجات والخدمات في صناعة الخدمات المالية الإسلامية"، مؤتمر الخدمات المالية الإسلامية طرابلس، تونس، 29-30 جوان 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 لعامرة ورايس حدة، "تحديات السوق المالي الإسلامي"، مرجع سبق ذكره، ص4.

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 تنوع 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 التصكك 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 التصكك أن تساهم في ذلك من خلال إضافتها لأدوات ومؤسسات مالية جديدة.

الفرع الأول: دور التصكك 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 كالية 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.

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 عائداً 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 عائداً الوسطة 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 وأحياناً 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 يجذب عائد متدني مقبول مقابل تجنب المخاطر، خصوصاً في التمويل الإسلامي الذي يقوم على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة، وهذا ما تتيحه الصكوك الإسلامية¹.

¹ محمد علي القرني بن عيد، "الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقها المعاصرة وتداولها"، مرجع سبق ذكره، ص 6.

الفرع الثاني: دور التصكيك في إضافة مؤسسات مالية إسلامية

يحتاج تطوير السوق المالية الإسلامية إلى وجود مؤسسات مالية متخصصة 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 يؤدي إلى عدم اكتشاف الفرص الاستثمارية الجديدة وبلورتها في شكل مشروعات محددة مدروسة الجدى، 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 إصداراتها، 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 تنشأ بعض الشركات لتنتقل إليها أصولها ومن ثم تبدأ الشركة ذات الغرض الخاص في إصدار الصكوك الإسلامية، وبعد ذلك يتم تصفيتها، وتمثل 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 أبريل 2009.

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 لحفظة 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*) ومودي (*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* و *Triple 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 يعتمز البنك الإسلامي للتنمية** إصدارها بقيمة 3.5 بليون 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 وفقاً 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 و فيتش وموديز بأعلى التصنيفات الائتمانية المتاحة إضافة 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)

أصول جيدة¹. أما مجموعة البركة المصرفية قد أعادت وكالة التصنيف العالمية ستاندرد آند بورز تأكيد تصنيفها للالتزامات طويلة الأجل بدرجة فئة استثمار 3-A / BBB- للالتزامات قصيرة الأجل مع توقع مستقبلي مستقر².

ويبين الجدول التالي هذه الدرجات عند كل من الوكالتين S&P و Moody.

الجدول (3-3): درجات تقييم الائتمان عند وكالتي التصنيف S&P و Moody

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، ص 79.

¹ المصرفية الإسلامية، "تثبيت التصنيف الائتماني للإسلامي للتنمية عند AAA و A1+ للمدينين الطويل والقصر"، العدد 8، 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.

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 الإسلامي².

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"، العدد 1509، 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 قطقجي، "مؤسسات البنية التحتية للصناعة المالية الإسلامية"، 2006، ص 29.

<http://www.kantakji.org>.

3 أسامة عبد الحليم الجورية، "صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد"، مرجع سبق ذكره، ص 190.

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 واستخداماته¹.

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 الإسلامية².

هذا، وأطلق مركز إدارة السيولة المالية بالبحرين في أكتوبر 2005 موقعه على الإنترنت الذي يُعنى 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 المسجلة³. وفيما يلي بعض إصدارات هذا المركز⁴:

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 والبالغ 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 قنطجني، "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 قنطجني، "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.

4. نظم المركز عرض صكوك مشاركة مدينة لاكون، كجزء من مشروع مدينة خيران يبرل الأوسع.

5. أعلن المركز عن اختتام أضخم إصدار في الكويت سنة 2006 لصالح الشركة القابضة الأهلية التابعة لمدينة لاكون والبالغة 200 مليون 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، ويمتلك منها 42% من رأسمال الشركة. وتتوزع النسبة المتبقية على عدد من الشركات والمؤسسات المالية ووكالات التصنيف². وتمثل مهمتها في إدخال معايير الحوكمة لشفافية أكبر في المصرفية الإسلامية. ومساعدة العملاء على فهم وإدارة المخاطر مع الامتثال لمبادئ الشريعة الإسلامية³.

أنشأت الوكالة للقيام بأعمال البحوث والتحليل والتقييم والمتعلقة بالأدوات المالية الإسلامية لإتاحة استخدامها من قبل أي شخص أو كيان بما في ذلك المستثمرين وشركات التأمين والوكالات 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 المالية 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 فالهدف من إنشاء الوكالة هو مساعدة البنوك الإسلامية على تنمية أعمالها وطرح أوراقها في السوق المالية، بعد أن تتمكن من الحصول على تصنيف دولي من قبل الوكالة، كما أنها

* يختلف التصنيف الائتماني عن التصنيف الشرعي، فالصنيف الائتماني هو تقويم قدرة المؤسسات المالية الإسلامية سواء البنوك أو الصناديق والحافظ الاستثمارية أو شركات التأمين التكافلي على الوفاء بالتزاماتها اتجاه الغير وقوة ملاءمتها المالية. أما التصنيف الشرعي فهو لا يتعلق بالملاءة أو القدرة المالية للمؤسسة أو النوعية الائتمانية للورقة المالية ولا بالكفاءة الإدارية، وإنما يختص بإصدار رأي مستقل الأداء الشرعي، من حيث الالتزام بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، وتوافر الصفات المحققة لهذا الغرض سواء 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 للهيئات الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 3-4/10/2004.

² سامر مظهر قنطججي، "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.

تضفي الشفافية المطلوبة على أعمال المؤسسات المالية الإسلامية وتمكنها من تقييم حجم المخاطر التي تواجهها.

الفرع الرابع: شركة رساميل للتصكك

هي شركة مساهمة كويتية مقفلة بدأت أعمالها في 2006/01/04 لتكون أول شركة كويتية من نوعها تتخصص في أنشطة التوريد والهيكلة المالية التي باتت من أكثر القطاعات جاذبية للمستثمرين على المستويين المحلي والعالمي. تعمل على زيادة الوعي بمفهوم التوريد الذي يعتمد على تسهيل الأصول لإعادة توظيف أموالها وتوزيع المخاطر الاستثمارية على قاعدة عريضة من المستثمرين.

خلاصة الفصل الثالث

بعد التعرض في هذا الفصل إلى دور التصكيك ومنتجاته في إدارة سيولة البنوك الإسلامية، تم التوصل إلى أنه يمكن للتصكيك ومنتجاته المساهمة في إدارة السيولة بالبنوك الإسلامية من خلال دوره في توظيف فائض السيولة في الصكوك الاستثمارية المتنوعة من صكوك إجارة ومضاربة، ومشاركة، سلم واستصناع... مما يحقق معدلات ربحية مقبولة وتجنب البنوك الإسلامية تجميد الأموال وتكلفتها، وبوجود التصكيك ستعمل البنوك الإسلامية على الدخول في استثمارات متوسطة وطويلة الأجل والتوسع فيها عوض الاعتماد على التمويل قصير الأجل وخصوصاً الاعتماد على صيغة المراجعة بنسب كبيرة. وعند حاجتها للسيولة أو لما ترغب في توزيع مخاطر الائتمان تقوم بتصكيك جزء من تلك الاستثمارات القائمة على أصول حقيقية والمدرة للدخل من خلال تحويل تلك الأصول إلى أوراق مالية على جملة عريضة من المستثمرين.

كما يساهم التصكيك في إدارة السيولة من خلال استعمال منتجاته والمتمثلة في الصكوك كوسيلة للاستفادة من تسهيلات المقرض الأخير للسيولة -البنك المركزي- وكأداة من أدوات السياسة النقدية والمالية للدولة بهدف التأثير على حجم السيولة المتداولة في البلاد ولتوفير السيولة اللازمة للبنوك الإسلامية باستخدام الصكوك كبديل عن آلية خصم الأوراق التجارية وضمن عمليات السوق المفتوحة، وكوسيلة تمويلية حكومية للمشاريع الضخمة والتنمية وإدارة السيولة على المستوى الكلي.

أما بالنسبة للأسواق المالية الإسلامية، سيساعد التصكيك البنوك الإسلامية على قابلية تسييل موجوداتها والاستفادة من سيولة الأسواق المالية الإسلامية من خلال توفيره لأدوات مالية إسلامية -الصكوك الإسلامية- يمكن تداولها في السوق الثانوي، وكذا مساهمته في إضافة مؤسسات مالية إسلامية من الشركة ذات الغرض الخاص، هيئات التصنيف والرقابة الشرعية، وشركات متخصصة في التصكيك ومنتجاته كشركة رساميل للهيكلية المالية، مركز إدارة السيولة الإسلامية والسوق المالية الإسلامية الدولية... وهذا كله من شأنه أن يدعم وتطور مؤسسات البنية التحتية للنظام المالي الإسلامي.

والفصل الموالي سيحاول استعراض تطور وواقع الصكوك الإسلامية، بالإضافة لاستعراض تجارب بعض الدول الرائدة في إصدار الصكوك واستخدامها كأداة لإدارة السيولة على المستوى الكلي والجزئي.

تهدية

تناول الفصل الأول إدارة السيولة المصرفية، بداية بأساليب إدارة السيولة بالبنوك التقليدية وصولاً إلى معوقات إدارتها بالبنك الإسلامية، في حين خصص الفصل الثاني لسرد وتبيان أهمية التصكيك الإسلامي ومزاياه الاقتصادية وعرض منتجاته الإسلامية، وتم التوصل إلى ضرورة عمل البنوك الإسلامية بهذا الابتكار للاستفادة من مزاياه الاقتصادية. أما الفصل الثالث فحاولنا فيه تبيان ما يكمن أن يضيفه التصكيك ومنتجاته للبنوك الإسلامية لإدارة سيولتها من تفعيل الاستثمار طويل الأجل وتوزيع مخاطر السيولة والائتمان، توفير أدوات بديلة لخصم الأوراق التجارية وعمليات السوق المفتوحة وتطوير الأسواق المالية الإسلامية.

وهذا الفصل مخصص لمعرفة واقع ومستقبل صناعة الصكوك وأهم التحديات التي يجب الأخذ بها لضمان نمو هذه الصناعة، ثم محاولة عرض تجارب دولتين في مجال استخدام منتجات التصكيك ضمن أدوات إدارة السيولة بالبنوك الإسلامية. تجربة ماليزية رائدة ومتطورة مدعومة بوجود مؤسسات البنية التحتية القوية التي تعمل على رقي الصناعة المالية الإسلامية وتطويرها على المستوى المحلي والدولي. وتجربة سودانية وإن كانت ليست بالرائدة والمتطورة إلا أنها تجربة ناجحة نظراً للبيئة الاقتصادية والمصرفية التي تعمل وفق المنهج الإسلامي. الأمر الذي استدعى منها ابتكار أدوات نقدية ومالية لإدارة السيولة وتطوير السياسة النقدية وزيادة فعاليتها لتتماشى وفق أدبيات النظام المالي الإسلامي.

المبحث الأول: واقع وأفاق 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 عام 2006¹.

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 أندي جويست وآخرون، "التمويل الإسلامي يشهد توسعاً سريعاً"، 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.

في مجال العقار الذي يُشكل ركيزة أساسية للاستثمار الإسلامي باعتبار الاستثمارات الإسلامية تتمركز حول وجود أصول داعمة لهذا النوع من الصكوك.

2. زيادة السيولة واتجاه الأفراد للاستثمارات في المنطقة لها تأثير كبير على النمو.

3. الانتشار الملحوظ للبنوك في السنوات الخمس الأخيرة وبالذات البنوك الإسلامية وزيادة اهتمامها بالصكوك من أحد أسباب نمو حجم الصكوك الإسلامية.

كما يرى صندوق النقد الدولي* أن الطلب الحالي قد يتضمن عنصراً دورياً ناشئاً 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 الخيارات المفضلة 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 الاستثمار¹.

أما بالنسبة لحصة المؤسسات المالية الإسلامية من الحجم الكلي لإصدارات الصكوك عالمياً فقد وصلت في عام 2003 إلى 58%، في حين كان نسبة الحكومات 42%، ولم يكن للشركات نصيب من 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 الكلي².

الفرع الثاني: تطور حجم الصكوك الإسلامية

يتناول هذا الفرع تطور 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 لحد الآن، حيث بلغت أحجام الإصدارات العالمية من الصكوك الإسلامية في نهاية العام 2007 مبلغ 97.3 مليار دولار، جاءت غالبيتها من ماليزيا والخليج العربي. وازداد حجم الإصدار الكلي للصكوك في أوروبا والشرق الأوسط وإفريقيا وآسيا بنسبة 71% ليلعب 32.65 مليار دولار عام 2007 مقارنة بعام 2006³. وارتفع

* وفي هذا السياق، يستقبل صندوق النقد الدولي عددا متزايدا من طلبات المشورة الفنية في إطار عمله الموسع بشأن إدارة مخاطر الالتزامات السيادية 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"، صحيفة الوقت البحرينية، العدد 650، 2007/12/02).

<http://www.alwaqt.com/art.php?aid=87137>.

1 آندي جويست وآخرون، "التمويل الإسلامي يشهد توسعا سريعا"، مرجع سبق ذكره.

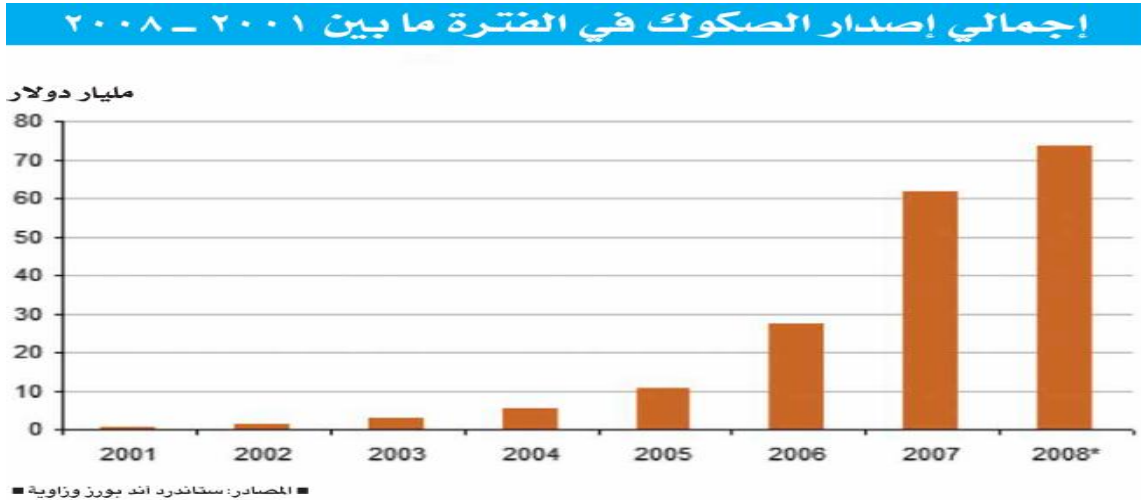
2 التقرير الشهري لشركة سباتك، "صكوك الإجارة من بين أكثر أنواع السندات نمواً في العلم"، جوان 2008. (بتصرف)

3 أشرف محمد دوابه، "إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية"، مرجع سبق ذكره، ص 2.

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 2007¹، 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 إصداراً لصكوك المشاركة.

وفيما يلي تطور حجم الصكوك الإسلامية عالمياً خلال الفترة من 2001 إلى 2008*:

الشكل (1-4): تطور حجم الصكوك الإسلامية عالمياً (2008-2001)



المصدر: عدنان رزان، "25 مليار دولار حجم الصكوك المتوقع إصدارها في عام 2008"، جريدة القيس الكويتية، السنة 37، العدد 12681، 2008/09/16.

من خلال الإحصائيات المتوفرة والشكل السابق الذي يبين تطور حجم الصكوك الإسلامية من 2001 إلى غاية 2007 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 عام 2008 فهو تقديري، وسيتم دراسته في المطلب الموالي المخصص لأثر الأزمة المالية العالمية على سوق الصكوك الإسلامية.

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 أبو زيد، "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، ص 11.

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.

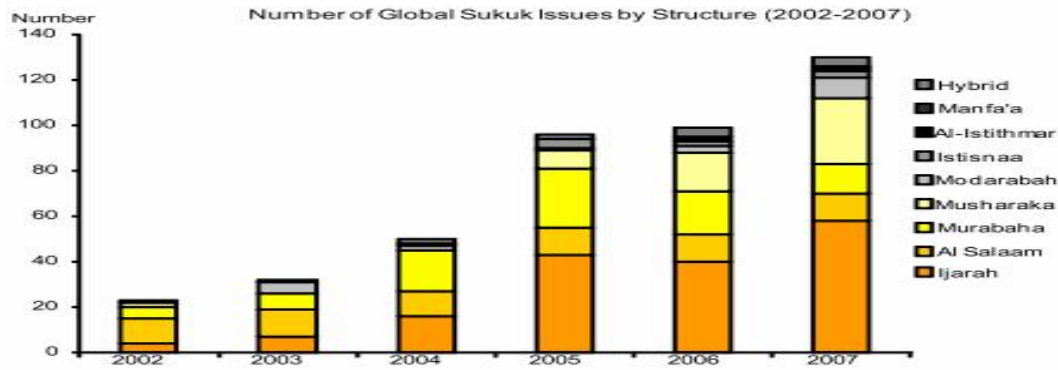
ثالثاً: الصكوك الأسرع نمواً في العالم

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 لترير ذلك حينئذ أن المذهب الشافعي يسمح ببيوع العينة. (أنظر: معبد علي الجارحي وعبد العظيم جلال أبو زيد، "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، ص 10).

** سيتم التوسع في هذا المجال أكثر في المبحث الثالث المخصص لعرض تجربة دولة ماليزيا.

الشكل (4-3): الصكوك أسرع نمواً في العالم



ref: zawya, "collaborative sukuk report", 2010, p104.

المطلب الثاني: تحديات 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 بها*. 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

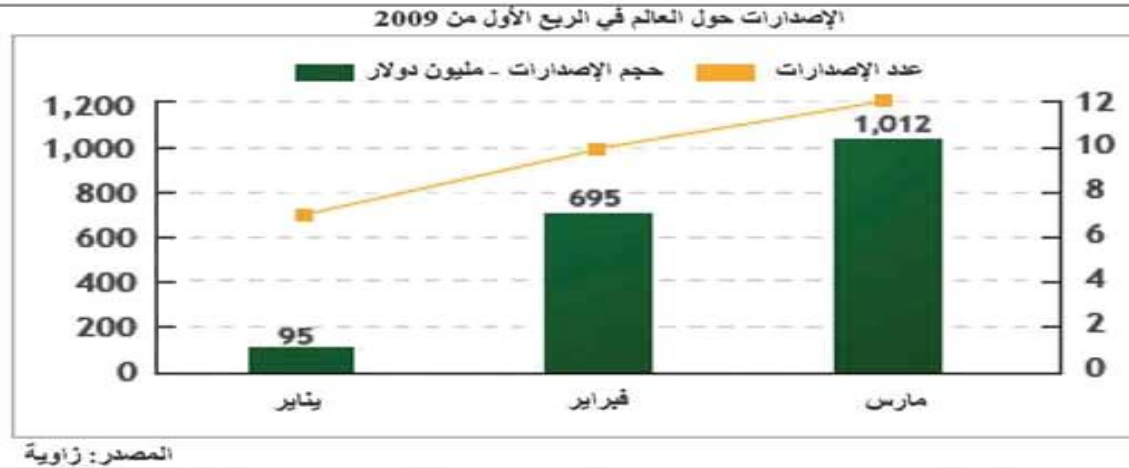
أولاً: من حيث حجم الإصدار

في ظل الأزمة المالية العالمية ومع تفاقم حالة الركود العالمي على كافة دول العالم، انخفض الطلب 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 تداعيات الأزمة المالية العالمية وارتفاع كلفة الاقتراض والخسائر الضخمة التي تكبدها المستثمرون جراء انهيار أسعار الأصول المالية والعقارية. إذ واجه إصدار الصكوك الإسلامية تحديات غير مسبوقة عام 2008. فمن نمو كبير بلغ 71% عام 2007 (33.5 مليار دولار تقريباً)، تراجع في عام 2008 بأكثر من 50% ليلعب 15.1 مليار 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، والمتاجرة بالقروض وخلق الودائع بنسب مفرطة والتعامل بالمشترقات المالية القائمة على المقامرة والمراهنة، والدخول في عمليات استثمارية ذات مخاطر عالية لا تتناسب وقدرة تحمل المؤسسات التمويلية، ولا تتسق وتصنيفها الائتماني. في حين تقوم المؤسسات المصرفية والتمويلية الإسلامية على حظر المتاجرة بالقروض واعتماد مبدأ العدل بتقاسم المخاطر بين البنك والعميل، وتحريم الربح دون مخاطرة، وتوخي المعايير الأخلاقية في المعاملات... (أنظر: مصطفى العرابي، "تداعيات الأزمة المالية العالمية على المصارف الإسلامية"، مجلة بحوث عربية اقتصادية، العدد 51، صيف 2010، ص 10).

¹ عبد القوي ردمان محمد عثمان، الصكوك الإسلامية وإدارة السيولة، المؤتمر الرابع للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، دمشق، سوريا، جويلية 2009.

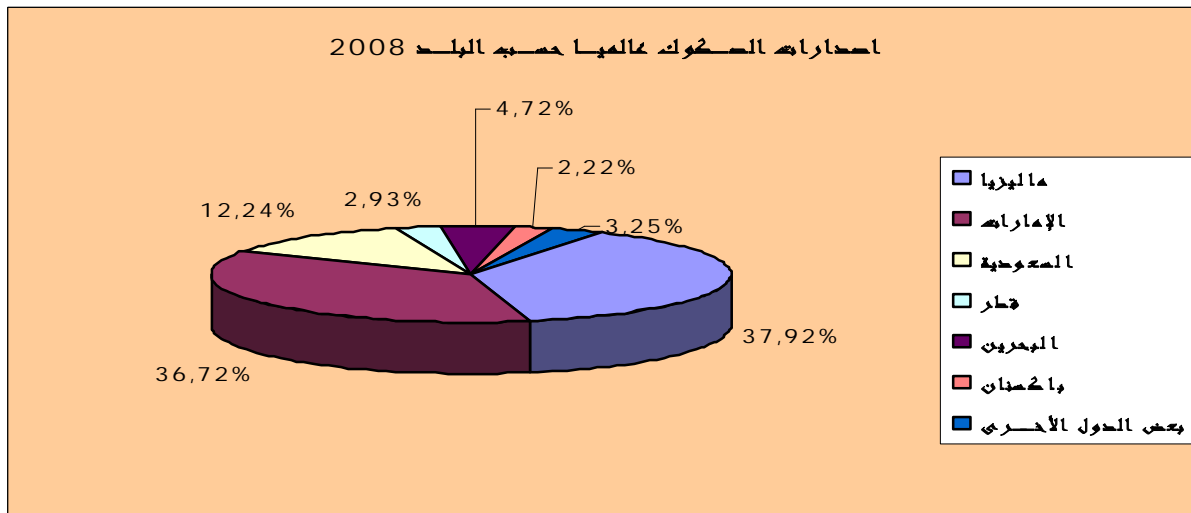
الشكل (4-4) : الإصدارات حول العالم في الربع الأول من سنة 2009



المصدر: عبد القوي ردمان محمد عثمان، الصكوك الإسلامية وإدارة السيولة، مرجع سبق ذكره.

هذا، وتعتبر سنة 2009 عام عودة نمو الصكوك خصوصاً بعد أن شهدت صناعة الصكوك نكسة في عام 2008، 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 عام 2008، أي بنسبة نمو تقارب 34%. كما سجل عام 2009 أكبر رقم في تاريخ الإصدارات بعد عام 2007. وبذلك يكون سوق الصكوك الإسلامية قد تجاوز 110 مليارات دولار"¹.

ثانياً: من حيث أكبر الدول إصداراً للصكوك خلال فترة 2009/2008
الشكل (4-5) : أكبر الدول إصداراً للصكوك خلال فترة 2009/2008



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على:

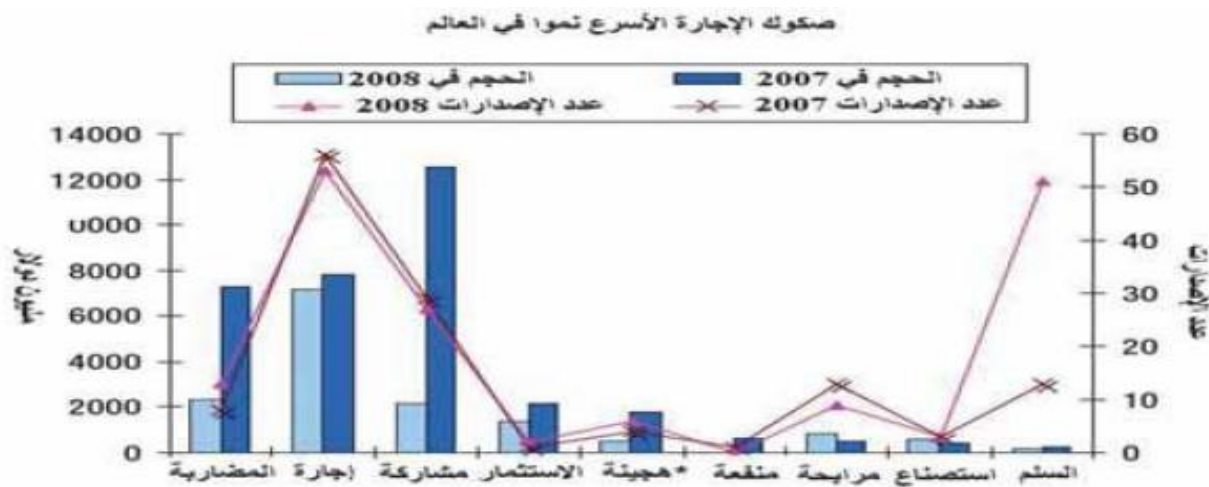
- رزان عدنان، "25 مليار دولار حجم الصكوك المتوقع إصدارها في عام 2008"، مرجع سبق ذكره.

¹ تقرير شركة سبائك الشهري، "سوق التمويل الإسلامي ينمو 34% في 2009"، جريدة القبس الكويتية، السنة 38، العدد 13189، 2010/02/15.

بعد أن تمكنت الإمارات من الوصول إلى المقدمة وتفوقت على ماليزيا في حجم إصدارات الصكوك عام 2006 و 2007 على التوالي بفارق صغير، وجاءت السعودية بعد ماليزيا في الترتيب بفارق كبير عام 2006. وحلت الكويت محل السعودية في المركز الثالث عام 2007، (أنظر: الشكل (4-2): أكبر الدول المصدرة للصكوك في العالم) تمكنت ماليزيا في احتلال الصدارة عام 2008 و 2009 من جديد. أما المركز الثاني فكان من نصيب الإمارات ليقى 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 فترة 2008/2009

الشكل (4-6) : إصدارات الصكوك حسب النوع في 2008/2009 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 إصدار حوالي 14 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 عثمانى 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 هيئة المعايير المحاسبية في سبتمبر 2007 بياناً لتصحيح الكثير من الانحرافات التي شابت الصكوك، خاصة صكوك المشاركة. ومن ذلك منع تعهد المضارب أو الشريك أو وكيل الاستثمار بشراء الأصول بقيمتها الإسمية وكذلك منع إقراض المضارب أو الشريك حصة الصكوك عند تراجع الأرباح.

- للمزيد من التفصيل، أنظر: سامي السويلم، "منتجات صكوك الإجارة"، ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقييم، 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، العدد 632، 2010/01/15.

وكخلاصة لأثر الأزمة المالية العالمية على سوق الصكوك، تأثر سلباً كغيره 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 "بعدها 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. فالنفت 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

أبرزت الأزمة المالية العالمية أزمة سيولة خانقة تضررت جراءها العديد من الشركات الغربية، وهنا توجهت الأنظار إلى أساليب التمويل الإسلامي التي باتت تحظى بقبول واسع 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 الماليزية².

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، "النصبيك الإسلامي ركب المصرفية الإسلامية في ظل الأزمة العالمية"، مرجع سبق ذكره، ص 16.

تكن تخضع للبنك المركزي، كما أن العديد من البنوك الكبرى لم تكن تخضع أيضاً لمعايير بازل1 وبازل2 وبعد أن انكشفت الحقائق والتجاوزات، نادى كثيرون بالاستفادة من ضوابط التصكيك الإسلامي المنبثقة من الأصول المصرفية الإسلامية. "حيث أصدرت الهيئة الفرنسية العليا المالية قراراً يقضي بمنع تداول الصفقات الوهمية والبيوع الرمزية التي يتميز بها النظام الرأسمالي، كما أصدرت الهيئة نفسها قراراً يسمح للمؤسسات والمتعاملين في الأسواق المالية بالتعامل مع نظام التصكيك في السوق المنظمة الفرنسية"¹.

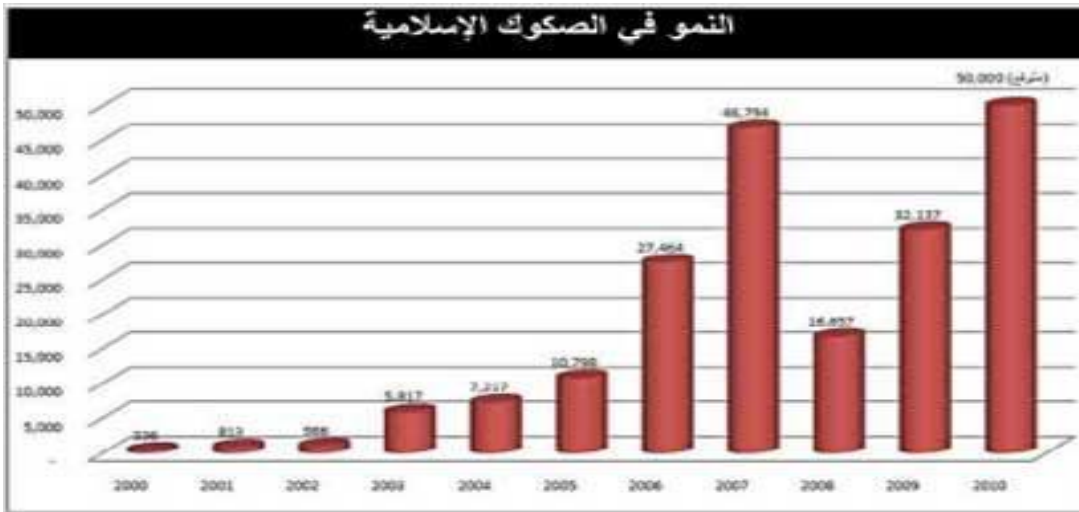
المطلب الثالث: أفاق سوق الصكوك الإسلامية وتحدياتها

يتناول هذا المطلب الحالة الراهنة والنظرة المستقبلية لسوق الصكوك، وكذا أهم التحديات التي تواجه صناعة الصكوك، والتي يجب الأخذ بها من أجل ضمان نمو هذه الصناعة في المستقبل.

الفرع الأول: الحالة الراهنة والنظرة المستقبلية لسوق الصكوك الإسلامية

بدأ انتعاش إصدار الصكوك من منتصف 2009 وازدادت وتيرته مع بداية عام 2010 متزامناً مع إعلان بعض الدول عن بروز فجر التعافي الاقتصادي حيث عاد النشاط من جديد إلى سوق الصكوك، ليصل إجمالي الإصدارات حتى نهاية سبتمبر 2010 حوالي 34 مليار دولار، وفي شهر أكتوبر وحده بلغ إجمالي إصدار الصكوك فيه 5.3 مليار دولار، ليبلغ حجم إصدار الصكوك عالمياً إلى غابة نهاية أكتوبر حوالي 39 مليار دولار، في ظل توقعات يبلغها مستوى 50 مليار دولار بحلول نهاية عام 2010 ليكون بذلك هو الأعلى من حيث عدد وقيم الإصدارات وأفضل الأعوام في تاريخ الصكوك على الإطلاق وفقاً لتقارير تورومني 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 القوي للصكوك 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، ص 17.

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 عام 2009 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 وأندونيسيا بنسبة 14.1%. أما حسب نوع العملة سيطر الرينجيت الماليزي على صفقات الصكوك بنسبة 53.4%، يليه الدولار بنسبة 10.3% والريال القطري بنسبة 8.3%".¹

أما بالنسبة لمتوسط عائد الصكوك فقد بلغ 12.6% في عام 2010، وهو أعلى بكثير من متوسط العائد على سندات الخزنة الأمريكية الذي يتراوح ما بين 1.5% إلى 3% على مواعيد استحقاق مختلفة².

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 يتوقع

¹ تقرير لوحدة البحوث والدراسات في بنك بويان، "بويان: 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، السنة 39، العدد 13493، 2010/12/22.

وكالات التصنيف والمؤسسات العالمية نمواً كبيراً في حجم إصدار هذه الصكوك لتصل إلى ثلاث تريليونات دولار عام 2015¹. وهذا ما أشار إليه كذلك البنك الدولي في موقعه على الإنترنت أي أن حجم إصدارات الصكوك الإسلامية سيصل إلى ثلاثة تريليونات دولار بنهاية عام 2015². أما نائب الرئيس التنفيذي ورئيس مجموعة تطوير العمل المصرفي الإسلامي في البنك الأهلي السيد عبد الرزاق الخريجي فيتوقع أن تصل الأصول المستثمرة في خلال الخمس السنوات القادمة 130 مليار دولار³.

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 لتحقيق الصكوك الإسلامية المزيد من أهدافها المنشودة، وأهم هذه التحديات هي ما يلي:

1. **الأزمة الشرعية:** تواجه الصكوك الإسلامية كسائر المنتجات المالية الإسلامية حملات متزايدة من قبل الحريصين على الصيرفة الإسلامية وغيرهم، وهو ما يؤدي إلى فقدان الثقة بهذه الصكوك وبالتالي 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 تولى الإصدار وإدارة عمليات الاكتتاب وتغطية الإصدار... وفي هذا زيادة التكلفة وزيادة شبه بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية⁴.
3. **التصنيف الائتماني ورقابة المؤسسات المالية الدولية:** لا بد قبل إصدار الصكوك الإسلامية من تصنيفها ائتمانياً من قبل وكالات تصنيف ائتمانية دولية، وكذلك مشورة صندوق النقد الدولي وغيره من المؤسسات المالية الدولية، وفي ذلك كلفة كبيرة على حملة الصكوك تخفض كثيراً من العوائد المتوقعة⁵.
4. **نقص الشفافية في بعض الإصدارات:** وهو ما دعا العديد من مؤسسات الإصدار إلى الحصول تصنيف ائتماني من مؤسسات تصنيف الائتماني العالمية، وذلك لتقليل المخاطر ومخاوف الاكتتاب في بعض الإصدارات⁶.

1 أحمد بن عبد الرحمن الجبير، "الصكوك.. الاختلافات الفقهية تغير 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 السنوات الـ 5 المقبلة"، جريدة الاقتصادية الإلكترونية، العدد 6252، 2010/11/23.

4 كمال توفيق خطاب، الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص 28.

5 نفس المرجع السابق.

6 أحمد صفية أبو بكر، الصكوك الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص 30.

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، ونظراً 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...

المبحث الثاني: تجربة ماليزيا في مجال استخدام الصكوك 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 اهتماماً كبيراً 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. وتمثل أهدافه الرئيسية حسب تعريفها في قانون بنك ماليزيا المركزي لعام 1958 في¹:

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 أساساً للمساعدة على تلبية الاحتياجات المالية للمسلمين في البلاد، ومواصلة تقدم خدماتها للسكان ككل. يعد من أهم البنوك الإسلامية التي تقدم ابتكارات مالية إسلامية، مما جعل له مكانة مميزة لدى عملائه.

** وجاء تأسيسه استجابة لرغبة الحاج الماليزيين في إيجاد قناة مقبولة شرعاً 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>

3. تعزيز الاستقرار المالي والهيكل المالي السليم.
 4. تعزيز التشغيل الموثوق والكفاءة 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 بـ 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 الإسلامية، وقد تجلّى ذلك في الاهتمام بالنواحي التشريعية والتنظيمية، وتأسيس العديد 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.

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)^أ: 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 الآسيوي 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

^j **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

البنوك التي تقدم الخدمات المصرفية الإسلامية، بل تهدف كذلك إلى زيادة كفاءة عمل قطاع الخزنة في تلك البنوك، وهو القطاع الذي لا يزال يحتاج إلى ابتكار أدوات مالية إسلامية*.

سادساً: مركز تنمية صناعة الأوراق المالية (SIDC)^١: ويهتم بالتعليم والتدريب في مجال الأسواق المالية، وكذا توفير الموارد في آسيا، وقد تم إنشاؤه عام 1994.

سابعاً: المركز الدولي للتعليم المالي الإسلامي (INCEIF)^٢: يهدف إلى إيجاد مجموعة كبيرة من الخبراء العالميين والمحترفين في مجال المصرفية 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 برنامجاً خاصاً للمالية الإسلامية من مرحلة البكالوريوس إلى مرحلة الدكتوراه.

تاسعاً: هيئة الأوراق المالية الماليزية (SC)^٣: 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^١. 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.

^٢ **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

^٣ **SC: Securities Commission.**

- لمزيد من المعلومات عن الهيئة، أنظر الموقع الرسمي له: www.sc.com.my

^١ نبيل خليل طه سمور، "سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق (دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا)"، مرجع سابق ذكره، ص 110.

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 مساندة 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 للفترة 2001-2008

تطور الإصدارات الاستثمارية الحكومية



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على:

- أكرم لال الدين، "إدارة السيولة في المصارف الإسلامية"، الدورة العشرون لمجمع الفقه الإسلامي، المملكة العربية السعودية، 25-29/12/2010، ص 11.

يشير الشكل السابق إلى ارتفاع الإصدارات الاستثمارية الحكومية خصوصاً في عام 2003، إذ ارتفعت قيمتها من 5.5 بليون رينجيت ماليزي في عام 2002 إلى ما قيمته 34.5 بليون رينجيت ماليزي عام 2003 بمعدل نمو يقدر 527.27%. أما بالنسبة لعامين 2004 و 2005 فيلاحظ ارتفاعاً في حجم الإصدارات الاستثمارية الحكومية لكن بمعدل نمو بطيء.

* عندما بدأ أول مصرف إسلامي في ماليزيا مزاوله نشاطه عام 1983، لم يكن المصرف مხოلاً من بين أشياء أخرى للشراء أو الاتجار في السندات المالية الماليزية الحكومية أو أدونات الخزنة 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 لتمكين الحكومة الماليزية من إصدار شهادات دون فوائد محددة تعرف باسم شهادات الاستثمار الحكومية (GIC). وتعرف الآن باسم الإصدارات الاستثمارية الحكومية (GII).

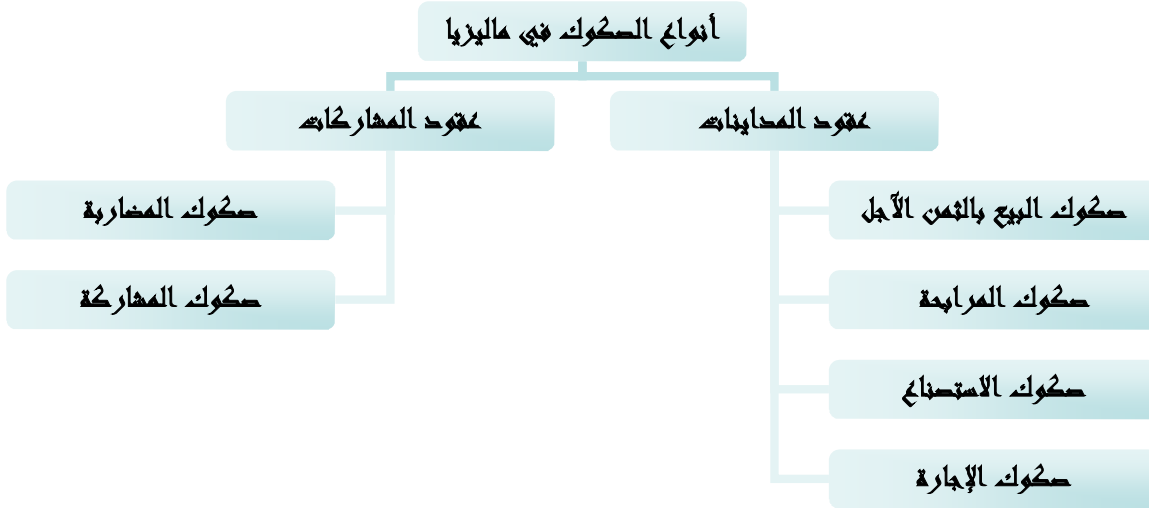
♦ *GSI : Government Investment Issues.*

هذا، وتعتبر الإصدارات الاستثمارية الحكومية في ماليزيا البديل الإسلامي لأذونات وسندات الخزنة، 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، المراجحة، البيع بالثمن الآجل، الاستصناع، الإجارة، المضاربة والمشاركة¹. وتنقسم هذه الصكوك من حيث عقودها إلى قسمين عقود المدائيات 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، ص 111.

1. صكوك البيع بالثمن الآجل وصكوك المراجحة في التجربة الماليزية

معظم صكوك البيع بالثمن الآجل والمراجحة الصادرة عن الشركات الخاصة في ماليزيا بنيتها عبر عقود المدائيات مثل البيع بالثمن الآجل والمراجحة. 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، ص 111.

* بالنسبة للصكوك القائمة على عقود المشاركات فهي حديثة النشأة (منذ عام 2005) ولا يتم التعامل بها كثيراً، إذ أن معظم الصكوك الماليزية قائمة على عقود المدائيات.

الآجل والمراجعة: بأنها الوثائق أو الشهادات الممثلة لقيمة الأصول التي تصدرها الجهة المصدرة للجهات الأخرى لإثبات المديونية فيها. وإصدارهما قائم على أساس البيع بالثمن الآجل أو المراجعة¹. والاختلاف الأساسي بين صكوك البيع بالثمن الآجل والمراجعة هي من حيث آجال الاستثمار ومدة الاستحقاق لتلك الصكوك. إذ أن إصدار صكوك البيع بالثمن الآجل يكون للاستثمارات طويلة الأجل، وتكون مدة استحقاقها من خمسة سنوات فصاعداً، وأما إصدار صكوك المراجعة للاستثمارات فتكون متوسطة وقصيرة الأجل، وتكون مدة استحقاقها من ثلاثة أشهر إلى سنة تقريباً (قصيرة الأجل) ومن سنة إلى خمسة سنوات تقريباً (متوسطة الأجل).

تم خطوات إصدار صكوك البيع بالثمن الآجل أو المراجعة ما يلي:

- تقوم الجهة المصدرة بمعانبة الأصول التي ستحجزها من قبل جهة المكتب الأول.
 - تشتري جهة المكتب 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 المراجعة.
- غير أنه يثار الكثير من الشبهات حول طريقة إصدار صكوك البيع بالثمن الآجل أو المراجعة، 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 فقدها. 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 الممولة².

يتم إصدار صكوك الاستصناع لتمويل المشاريع وفق الخطوات الموالية:

¹ نبيل خليل طه سمور، "سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق (دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا)"، مرجع سبق ذكره، ص 113.

* من صور بيع العينة عند الملكية حسب ذكرهم لها: إذا قال طالب السلعة للتاجر المعروف بمثل هذه المعاملة، اشتر سلعة كذا بعشرة نقداً وأنا آخذها منك باثني عشر لأجل، كشهر مثلاً فلا يجوز 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، ص 34)

** أهم ما انتقدت فيه ماليزيا فيما يتعلق بالمنتجات المالية العينة وبيع الدين. أما العينة فقد أفتت هيئة الرقابة الشرعية بالبنك المركزي الماليزي وهيئة الأوراق المالية الماليزية بجوازها تشبيهاً مع المذهب الشافعي المميز لها. وقد استند هذا النقد إلى أن المذهب الشافعي لا يجيز العينة إذا كانت مشروطة في العقد. والحديث بالذکر 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 والهيئة 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، ص 12)

² نبيل خليل طه سمور، "سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق (دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا)"، مرجع سبق ذكره، ص 157.

- 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. بمثل 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 واحدة 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 شرعاً¹.

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 حصيله بيع الأصول، حيث يتم استخدام الحصيله 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،

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

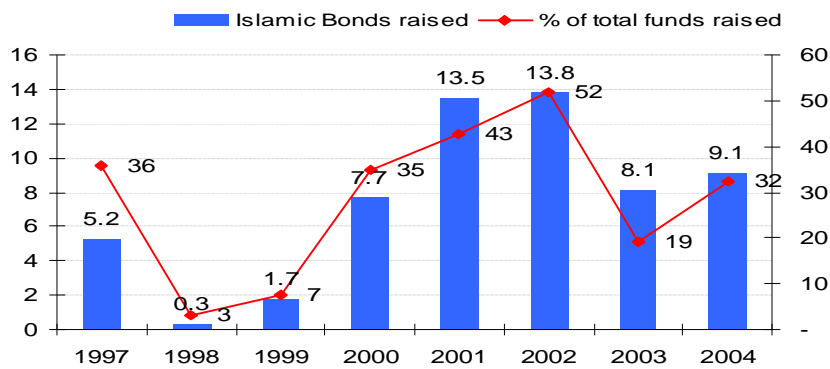
أولاً: صكوك إجارة البنك المركزي الماليزي (SBNMI)

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 ماليزي¹. 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 بالإسلامية (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 سنة². والشكل الآتي يبين تطور هذه السندات الإسلامية للفترة 1997-2005.

الشكل (4-10): تطور سندات المديونية الخاصة بالإسلامية 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.

¹ 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.

يلاحظ ارتفاع حجم سندات المديونية الخاصة الإسلامية من 5.2 بليون رينجيت ماليزي في عام 1997 إلى 9.1 بليون رينجيت ماليزي بنهاية عام 2004.

ثالثاً: **صكوك كاجاماس للمضاربة (BMC)**: أصدرت شركة كاجاماس بيرهاد صكوك 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 هذه الصكوك على مبدأ المضاربة حيث يتقاسم حاملو الصكوك الأرباح مع شركة كاجاماس وفقاً للنسب المتفق عليها.

رابعاً: **صك الدين الإسلامي القابل للتداول (NIDC)**: يتضمن هذا النوع من المعاملات بيع 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 السيولة.

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. نظام الإعفاءات الضريبية الذي جعل من البورصة الماليزية وجهة 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 ماليزيا عام 1983، تزامن معه في ذات الوقت إصدار قانون الاستثمار الحكومي، الذي حول الحكومة إصدار شهادات الاستثمار الحكومية الإسلامية مع اعتبارها من الأصول عالية السيولة الضرورية للبنك الإسلامي الجديد

^٢ **BMC : Cagamas Mudharabah Bonds.**

^{*} **NIDC : Negotiable Islamic Debt Certificate.**

لاستثمار فوائضه من السيولة النقدية، ولتمكين البنك المركزي من القيام بعملياته الخاصة بالسوق المفتوح من خلالها، باعتبارها البديل الإسلامي للأذون وسندات الخزانة بالنسبة إلى المؤسسات المصرفية التقليدية¹.

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، كمرقبة 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 لترقى إلى المستوى المطلوب 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 المتعاملين النشطين يعطي متنفساً للبنوك الإسلامية، ويقوي من كفاءة السوق المالية لاسيما السوق الثانوية (سوق التداول). والبنك المركزي الماليزي وحرصاً منه على استيعاب عدد كبير من المشاركين في هذه السوق المالية رخص لـ 11 بنكاً إسلامياً محلياً و6 بنوك إسلامية أجنبية خالصة، كما رخص لـ 9 نوافذ إسلامية لبنوك تقليدية محلية ونافذتين لبنوك أجنبية. وقد نشطت هذه الخطوة المصرفية الإسلامية، وجذبت إليها متعاملين مسلمين وغير مسلمين*.

ثانياً: تنويع وتطوير الأدوات المالية

يعد تنويع وتطوير الأدوات المالية عاملاً مهماً في إدارة السيولة، ومواكبة تطور المصرفية الإسلامية المتسارع ونسبة نموها التي تجاوزت في بعض الدول الإسلامية 50% سنوياً. وقد حرصت ماليزيا على أخذ الريادة في هذا الجانب، فقد تقدمت الدول في نسبة إصدار الصكوك، كما توفرت على حزمة متنوعة من المنتجات المالية التي صممت أساساً لتسهيل إدارة السيولة بين البنوك الإسلامية.

¹ عبد الكريم قندوز، "صناعة الهندسة المالية بالمؤسسات المالية الإسلامية"، مرجع سبق ذكره، ص 212.

* بلغت نسبة المتعاملين غير المسلمين في عدد من البنوك الإسلامية 60% من مجموع المتعاملين.

ثالثاً: ضمان شفافية السوق¹

إن ضعف أو غياب الشفافية في السوق المالية يجعل من الحصول على المعلومات المطلوبة لانتقاء الأوراق المالية المناسبة مكلفاً مادياً ومستهلكاً للوقت، مما يؤدي إلى تضيق 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 متكاملًا 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 كألية لإدارة السيولة بماليزيا

1. معظم عمليات التصكيك تقوم على المدينات.
2. إصدار وتداول صكوك البيع بالثمن الآجل وصكوك المراجعة 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.

المبحث الأول: تجربة السودان في مجال استخدام التصكك 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 التصكك 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 أنشئ فرع لبنك الأهلي المصري عام 1903 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، فهو الحافز على الادخار والحق الذي يمنح لحملة الودائع. حيث يُعرّف البنك في ظل النظام المصرفي الرأسمالي بأنه تاجر ديون (يقترض بفائدة أدنى ويقترض بفائدة أعلى ويجني الفرق بين السعيرين). 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 تركز 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.

الدوائع. 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 المزروع

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، ولم 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 ألزم 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 ولم 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 والإجرائي 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

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 المراجحات ونسب المشاركات كآليات إسلامية لإدارة السيولة بدلاً عن أسعار الفائدة وتطوير أوراق مالية قائمة على الأصول للتوافق مع الأسس الشرعية (شم وشهامة) كبديل للسندات الحكومية¹.

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 وجليّة 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، وتلخص 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، الإصدار 3، جوان 2004، ص 13.

* أنظر، التقرير السنوي لبنك السودان المركزي لعام 2006.

2. البنوك العاملة: بلغ عدد البنوك العاملة في السودان 38 بنكاً في عام 2009 تنتشر فروعها في ولايات السودان المختلفة، مقارنةً بـ 35 بنكاً في عام 2008، حيث انظم لمنظومة البنوك العاملة خلال عام 2009 كل من البنك العربي السوداني والبنك الأثيوبي وبنك أكويبي. 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 لسنة 2007، 2008، 2009. الذي يلاحظ منه أن أصول وخصوم البنوك العاملة في تطور مستمر. حيث ارتفعت جملة أصول وخصوم البنوك العاملة من 26197.4 مليون جنية بنهاية عام 2007 إلى 30650 مليون جنية بنهاية عام 2008 أي معدل 17%، وارتفعت من 30650 مليون جنية بنهاية العام 2008 إلى 36666.9 مليون جنية بنهاية العام 2009 بمعدل 19.6%.

الجدول (4-3): الميزانية الموحدة للبنوك العاملة لسنة 2007، 2008، 2009.

2009	2008	2007	
766.2	564.6	582	نقد محلي
4983.6	2889	2353.6	أرصدة لدى بنك السودان المركزي
1120.1	402.6	298.2	مصارف أخرى
2221.2	2690.5	2114.4	المراسلون بالخارج
18163.5	14961.1	12998.5	إجمالي التمويل
9412.3	9142.2	7850.7	حسابات أخرى
36666.9	30650.0	26197.4	مجموع الأصول
20848.0	16508.5	13942.4	ودائع
18526.9	15020	11685.2	الجمهور
986.6	982.1	320.1	الحكومة
1334.5	506.4	1937.1	المؤسسات العامة
3534.2	1682.1	1217.5	المصارف
1657.3	465.0	389.6	بنك السودان المركزي
824.3	611.8	236.7	مصارف أخرى
1052.6	614.3	591.2	مراسلون بالخارج
6678.0	5248.5	4606.9	رأس المال والاحتياطيات
5606.7	7210.9	6430.6	الحسابات الأخرى
36666.9	30650.0	26197.4	مجموع الخصوم

المصدر: التقارير السنوية لبنك السودان المركزي لسنة 2007، 2008، 2009.

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.

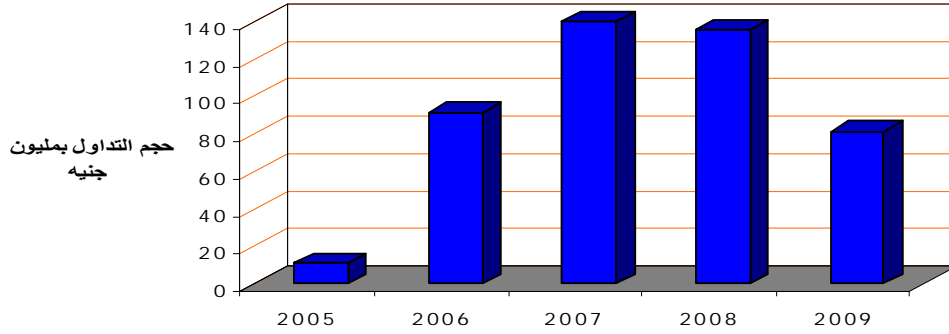
الجدول (4-4): تطور شركات الصرافة في السودان من الفترة 2002 إلى 2009

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 المركزي 2002، 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.

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 بـ 15 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 واستحدثه 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.

أولاً: شهادات مشاركة البنك المركزي "شم"

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 شم". 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 "شم"¹

- تستخدم من قبل البنك المركزي كأداة للتحكم في إدارة السيولة، فإذا رأى البنك المركزي أن النشاط الاقتصادي في حاجة إلى سيولة عرض شراء الشهادات من مالكيها، وإذا كانت هناك السيولة زائدة في الاقتصاد عرض بيع ما عنده من شهادات لامتنصص 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 لشراؤها 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 "شم"

يبين الجدول الآتي 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	القيمة بليون دينار	عدد	القيمة بليون دينار	عدد	القيمة بليون دينار	عدد	القيمة بليون دينار	عدد	القيمة بليون دينار	عدد	القيمة بليون دينار

¹ عبد الرحيم شريف أحمد وآخرون، "إمكانية استحداث أداة أو أدوات نقدية ومالية لإدارة السيولة"، مرجع سبق ذكره، ص 12-13.
* تمت تصفية شهادة مشاركة البنك المركزي "شم" في نوفمبر 2004.

4046.5	7455	22901.5	22583	7460	7234	6049	5974	16713	16598	5168	5163	الشهادات المباعة
7639	7455	19291.7	19123	8403	8234	-	5964	15725	15564	5941	5936	الشهادات المشتراة
-	-	-	-	10	10	10	10	1318	1305	-	-	الشهادات بحوزة البنوك

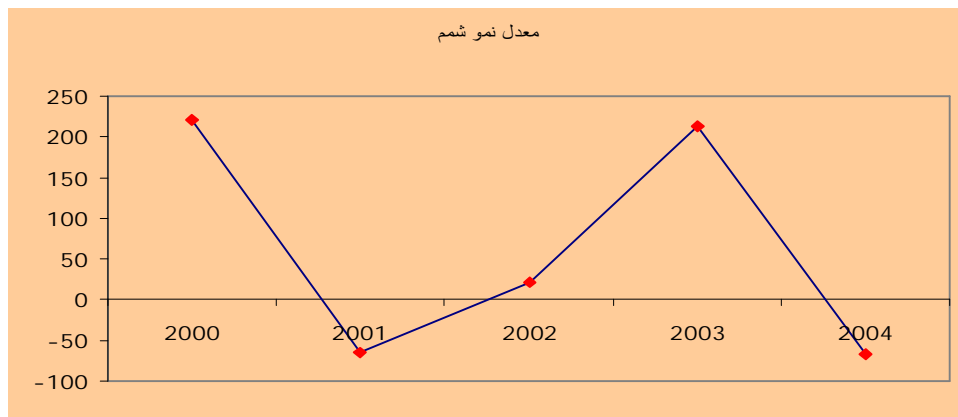
المصدر: من إعداد الطالب الاعتماد على:

- 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 2003 ولكن 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 و 2002، 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 عائدها في شكل أرباح رأسمالية وليست نقدية.

الشكل (4-12): معدل نمو شهادات البنك المركزي "شم"



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 و 2003 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 "شاهمة"

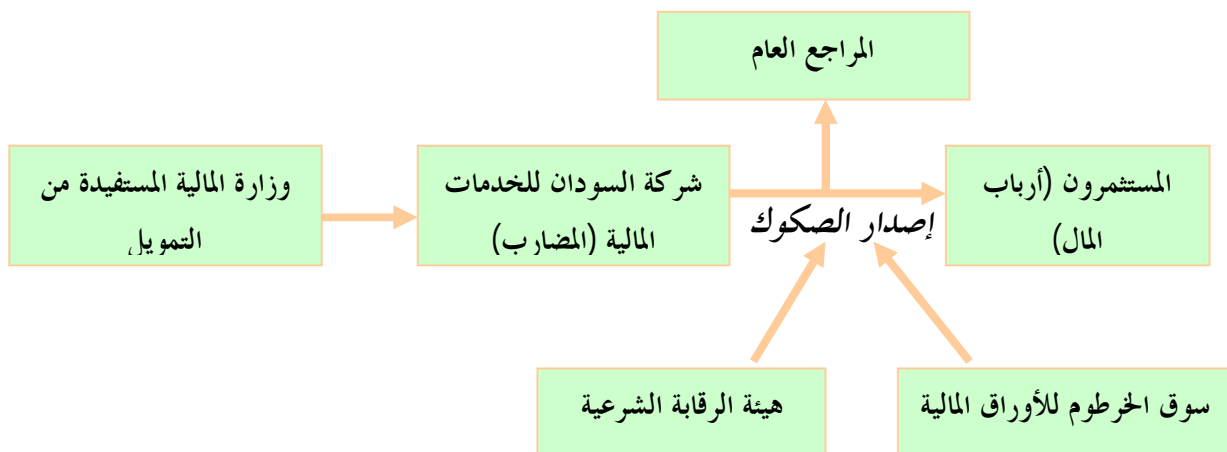
هي عبارة عن صكوك قائمة على أصول حقيقية يتم إصدارها مقابل حقوق ملكية الدولة في عدد من المؤسسات التي تتمتع بإدارة كفؤة وذات أرباح مجدية. وكان أول إصدار لها في ماي 1999¹. وعلى الرغم من أن الهدف من إصدارها هو توفير آليات للبنك المركزي تعينه على إدارة السيولة، إلا أنها أصبحت خلال فترة وجيزة وسيلة فعالة لتمويل 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 "شهادة"

- 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 "شهادة"

الشكل (4-13): هيكل شهادات المشاركة الحكومية "شهادة"



المصدر: فتح الرحمن علي محمد صالح، "التجربة السودانية في مجال الصكوك الإسلامية"، ورشة عمل: الصكوك الإسلامية،

تحديات... تنمية وممارسات دولية، الأردن، 18-19 تموز 2010.

3. تطور شهادات المشاركة الحكومية "شهادة"

يوضح الجدول الموالي تطور شهادات المشاركة الحكومية منذ (1999) حتى عام 2002.

الجدول (4-6): تطور شهادات المشاركة الحكومية للفترة 1999-2002

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، ص 14.

النسبة	القيمة			
33.4	477.3	1472.5	2945	1999
30.3	2098.8	7676.5	15353	2000
30.1	13196.5	43791.5	87583	2001
30.2	11854.5	64402.0	128804	2002

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 "شهادة" 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 للفترة 2005-2009

2009		2008		2007		2006		2005		الأعوام
بحوزة البنوك الكلي	بحوزة البنوك الكلي	بحوزة البنوك الكلي	بحوزة البنوك الكلي	بحوزة البنوك الكلي	بحوزة البنوك الكلي	بحوزة البنوك الكلي	بحوزة البنوك الكلي	بحوزة البنوك الكلي		
6534761	14864268	3938776	11022653	3405174	8446201	2177103	7288217	1214140	4562379	الشهادات المباعه
3267.38	7432.13	1969.39	5511.33	1702.6	4223.1	10.9	36.4	60.71	228.12	القيمة بمليارات الدينارات
16	15.8	15.9	22.4	20.9						متوسط العائد السنوي
34.83	30.51	15.88	59.74							معدل النمو

المصدر: من إعداد الطالب الاعتماد على:

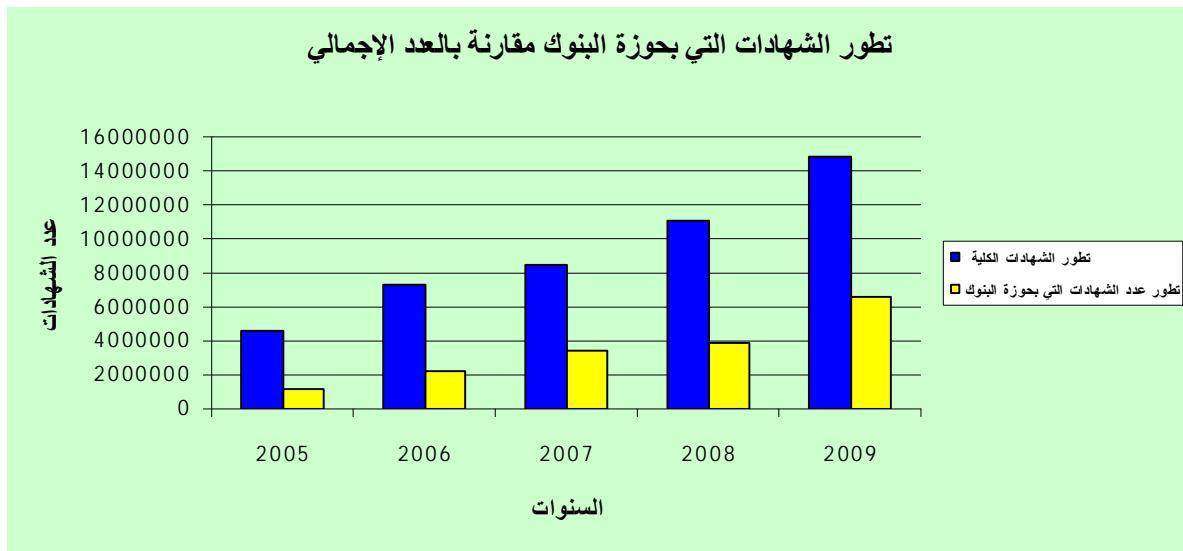
- التقارير السنوية لبنك السودان المركزي 2005، 2006، 2007، 2008، 2009.

يشير الجدول السابق إلى أن شهادات مشاركة الحكومة في ارتفاع مستمر حيث ارتفعت عدد الشهادات المباعه 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

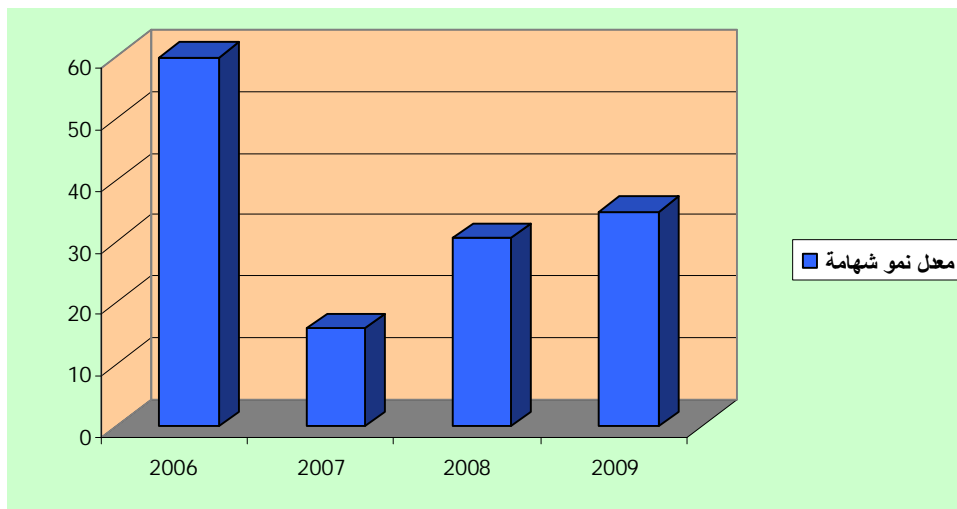
* بالنسبة للعامين 2003 و2004 الإحصائيات المتوفرة في التقرير السوي لبنك السودان المركزي ناقصة.



المصدر: من إعداد الطالب.

أما بالنسبة لمعدل نموها حتى عام 2009 (كما هو مبين في الشكل رقم (4-15) الموالي) فيلاحظ أنه انخفض في عام 2007 حيث بلغ أدنى مستوياته بمعدل 15.88%، ثم عاد إلى الارتفاع من جديد في العامين 2008 و 2009 على التوالي.

الشكل (4-15): معدل نمو شهامة للفترة 2009-2005



المصدر: من إعداد الطالب.

ثالثاً: صكوك الاستثمار الحكومية "صرح"

هي عبارة عن وثائق اسميه تتيح لحاملها المشاركة في تمويل أصول حكومية عن طريق عقود الإجارة والمراجعة والاستصناع بغرض تحقيق الربح. وتتألف آلية عملها من ثلاث أطراف:

- المستثمر (رب المال).

- 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 والمراحة والاستصناع). حيث تكون الغلبة للإجارة حتى يمكن تداول الصكوك في السوق الثانوي¹.

1. خصائص وسمات صكوك الاستثمار الحكومية²

- يحدد الربح على استثمارات الصندوق بمجموع عوائد عقود استثمارية ويتم توزيع الأرباح بين رب المال (المستثمر) بنسبة 92% والمضارب (الشركة) بنسبة 8%.
- يمكن تسيلها 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

2008		2007		2006		2005		2004		2003		الأعوام
بجوزة البنول	الكلي	بجوزة البنوك	الكلي	بجوزة البنوك	الكلي	بجوزة البنوك	الكلي	بجوزة البنوك	الكلي	بجوزة البنوك	الكلي	
6314541	18725819	5125988	17050795	1388296	12990816	1801782	5660000	311600	1280000	128839	600000	الشهادات المباعة

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.

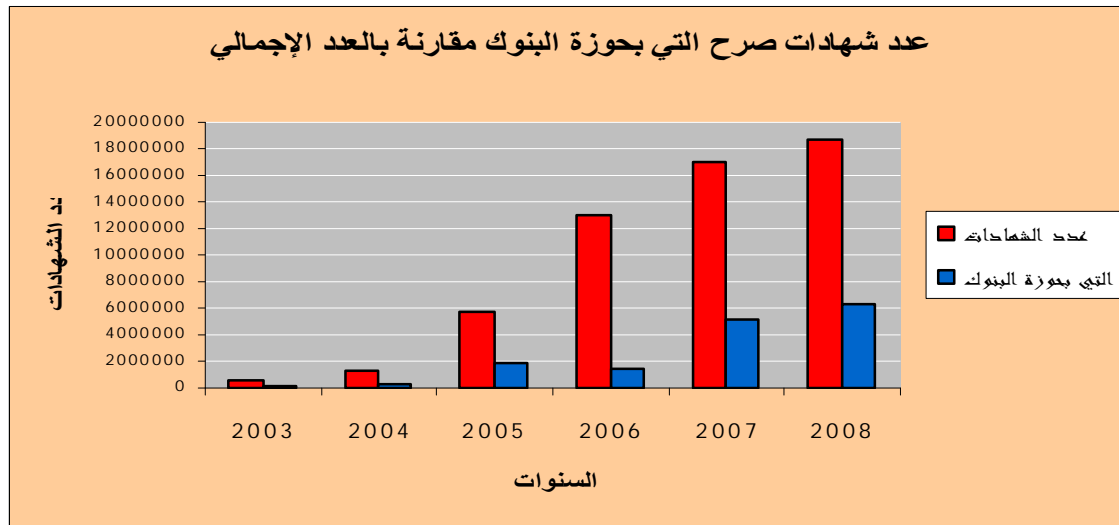
الفصل الرابع: واقع صناعة الصكوك مع عرض تجاربه بعض الدول

القيمة بمليارات 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	16 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 العام 2008 والمقدر بـ 9.8%.

رابعاً: شهادات إجازة البنك المركزي "شهاب"

* بموجب الفتوى الصادرة من الهيئة في يوم الثلاثاء 10 ربيع أول 1426هـ الموافق له 2005/4/19م والمؤيدة من الهيئة العليا بعد مراجعتها وتعديلها النهائي بتاريخ 29 جمادى الأولى 1426هـ الموافق 6 يوليو 2005م، فقد تم بيان شرعية هذا الإصدار وعدم تعارضه مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية. كما أن الصكوك تخضع لمراقبة وإشراف الهيئة المستمر. (أنظر: الموقع الرسمي لشركة السودان للخدمات المالية،

www.shahama-sd.com/ejara_shehab

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 "شتم" كأداة من أدوات إدارة السيولة، وكان أداء هذه الشهادات خلال الفترة 2005-2008 بملايين الجنيهات كما هو موضح في الجدول أدناه.

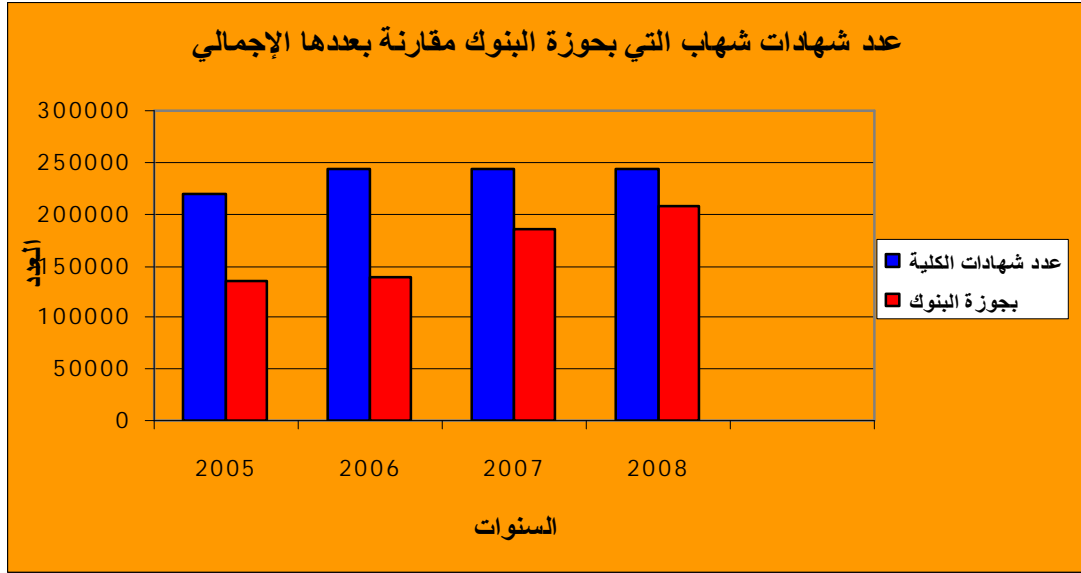
الجدول (4-9): تطور شهادات إجارة البنك المركزي من 2005 إلى 2008

2008		2007		2006		2005		الأعوام
القيمة بملايين الجنيهات	عدد الشهادات	القيمة بملايين الجنيهات	عدد الشهادات	القيمة بملايين الجنيهات	عدد الشهادات	القيمة بملايين الجنيهات	عدد الشهادات	
243.9	243871	243.9	243871	24.4	243871	22	219800	إجمالي الشهادات لدى بنك السودان والبنوك
521.4	521365	867.0	867000	33.7	336500	17.7	177400	الشهادات المباعة
314.7	314740	682.6	682600	33.3	333000	4.3	42400	الشهادات المشتراة
206.6	206625	184.4	184400	13.9	138500	13.4	135000	صافي الشهادات لدى البنوك

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



المصدر: من إعداد الطالب.

من خلال الجدول والشكل أعلاه يلاحظ أن شهادات إجارة البنك المركزي المستحدثة في عام 2005 ارتفعت قيمتها من 219800 في عام 2005 إلى 243871 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 جنيهه إلى 206.6 مليون جنيهه 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 وتأجييره له (إجارة العين لمن باعها مجازة 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

- 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 (شم، شهامة، صرح وشهاب)

الجدول (4-10): مقارنة بين شهادات (شم، شهامة، صرح وشهاب)

نوع الصكوك	شم	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	6-7 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 وبأجل مختلف، بحيث تلي 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

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، ص 184.

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 الكلي عبر ما يعرف بعمليات السوق المفتوحة للتحكم في السيولة قبضاً وبسطاً عبر أداة مالية إسلامية.
2. تغطية جزء من العجز في الموازنة العامة للدولة من موارد نقدية حقيقية باستخدام مدخرات الأفراد والمؤسسات المالية المختلفة كبديل للحوء للجهاز المصرفي للتمويل بالعجز.
3. تجميع المدخرات القومية وتشجيع الاستثمار عن طريق نشر الوعي الادخاري بين الجمهور مما يؤدي 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 بالتملك. 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.

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 لترحها 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 الكلي 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 والموانئ 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 بتشيد 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 بالتملك.

- يقوم مدير الصندوق بإدارة أصول وخصوم الصندوق.

- تلتزم الحكومة وتقدم ضماناً غير مشروط بإعادة شراء الأصل من المالكين والمشتريين 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: تقييم 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، وخصوصاً البحث عن بدائل لأدوات إدارة السيولة بعيداً عن تلك القائمة على سعر الفائدة المحرم شرعاً، وقبل تقييم تجربة السودان في مجال استخدام منتجات التصكيك كآلية لإدارة سيولتها، نعرض أولاً أهم ملامح وخصوصية التجربة السودانية.

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 والمشارك 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 التصكك كألية لإدارة السيولة

أولاً: تقييم مدى فعالية منتجات التصكك 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 برمجيتها العالية وإدارتها 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 يجوزتها 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 المالية الإسلامية"، مرجع سبق ذكره، ص 189.

- ساهمت الصكوك في الرفع من مستوى التمويل المقدم من البنوك وحجم تداول هذه الأخيرة في سوق الخرطوم للأوراق المالية.

- أصبحت 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 تكيف 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، وخصوصاً 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 "شهامه" في ظل استنادة الدولة عبر هذه الشهادات وخصخصة معظم الأصول الحكومية.

- تصدر الصكوك بكميات 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 الإلكتروني.

- العمل على ابتكار وإصدار العديد من الصكوك تماشياً مع صيغ التمويل المستخدمة بأجال مختلفة.

- رفع الوعي العام بثقافة ومدى أهمية الصكوك في التنمية بصفة عامة.

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 فوائدها النقدية وإدارة سيولتها بشكل مريح 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.

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 بالبدل 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.

النتائج

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 يكمن في الموازنة بين الإبقاء على نسبة من السيولة للوفاء بالتزامات المتعاملين، واستثمار جزء منها لتحقيق الربحية.

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 لتطوير الصناعة المالية الإسلامية و كبديل لأدوات الاستثمار التقليدي.
6. تفتح عمليات التصكيك الإسلامي أمام البنوك الإسلامية آفاقاً إستراتيجية واسعة من شأنها تذليل العديد من العقبات، فهي تعمل على حل مشكلة السيولة من خلال تقديمها أصولاً قابلة للتسييل بسرعة وبتكلفة قليلة، وفي نفس الوقت تشكل فرصاً استثمارية ملائمة لتوظيف الفوائض النقدية.
7. توفر آلية التصكيك الإسلامي إطاراً ملائماً للتعامل مع البنك المركزي، إذ تعطي بدائل مقبولة تمكن البنوك الإسلامية الاستفادة من السيولة التي يمنحها البنك المركزي للبنوك عند الحاجة، كما أنها تتيح بدائل مقبولة أيضاً فيما يخص حسم الأوراق التجارية وعمليات السوق المفتوحة. الأمر الذي يرفع الحرج عن البنوك الإسلامية ويمكنها من الاستفادة من التسهيلات الممنوحة في هذا المجال.
8. لآلية التصكيك دور هام في تنشيط وتنمية السوق المالية الإسلامية. هذه الأخيرة تعتبر فرصة هامة لتوظيف السيولة الفائضة إلى جانب الحصول وفي الوقت المناسب على ما تحتاجه البنوك الإسلامية من سيولة لسد العجز. كما تتيح عمليات التصكيك الإسلامي للبنوك الإسلامية المجال للتعامل في سوق النقد البيئي الذي يعتبر أحد المعابر الأساسية للحصول على التمويل قصير الأجل لسد الاحتياجات من السيولة أو توظيف الفائض منها.
9. عرف سوق الصكوك الإسلامية تطوراً ملحوظاً منذ نشأته واستمر على هذا الحال، غير أنه بدأ يعرف انخفاضاً منذ عام 2007، وذلك بسبب الأزمة المالية العالمية وأثارها من انخفاض أسعار النفط وعوائده وشح السيولة وانخفاض أسعار الأصول وخاصة العقارية والشكوك حول شرعية بعض الصكوك المصدرة. إلا أنه منذ النصف الثاني من عام 2009 عاد سوق الصكوك للانتعاش والنمو من جديد وحقق أعلى إصدار له 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 المنتجات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، وفي ظل دعم الحكومات والدول لتمويل الإسلامي للاستفادة من هذا المنتج في تمويل التنمية ومشاريع البنية التحتية.
12. تعتبر التشريعات وقواعد الإفصاح والشفافية من أكبر التحديات التي تواجهها صناعة التصكيك بالمؤسسات المالية الإسلامية.

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 وخصوصاً أن حل 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 تبعد المؤسسات المالية الإسلامية أكثر عن تصكيك الديون وعقود المراجعة 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.

9. تطوير مؤسسات البنية التحتية من هيئات التصنيف والتقييم وهيئات الرقابة الشرعية والأسواق المالية 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 جوانب، يمكنها أن تكون محل إشكاليات لبحوث مستقبلية تستحق الدراسة، وذلك بالتطرق للمواضيع التالية:
- تفعيل الأسواق المالية الإسلامية لإدارة السيولة بالمؤسسات المالية الإسلامية.
 - واقع إدارة السيولة بالبنوك الإسلامية وأثرها على الربحية.
 - تطوير عقود المشاركات بالبنوك الإسلامية لتفعيل الاستثمار طويل الأجل والتصكيك الإسلامي.
 - دور صكوك الاستثمار الحكومية في تمويل العجز الموازي للدولة.
 - أثر صدمات السيولة المصرفية على الاستقرار المالي العالمي.
- ونأمل في الأخير أن نكون قد وفقنا في اختيار موضوع البحث ومعالجته، والله ولي التوفيق.

قائمة المراجع

المراجع العربية:

الكتب:

1. القرآن 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 السيوع 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، "التحولات 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، أبريل 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، الإصدار 02، ماي 2004.

15. صادق راشد الشمري، "أساسيات 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 وحبیب 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، "إمكانية استحداث أداة أو أدوات نقدية ومالية لإدارة السيولة"، سلسلة الدراسات والبحوث، بنك السودان المركزي، ديسمبر 2003.
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 خبايا، "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.

- 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 علي المقرني، "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.

- 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، سبتمبر 1996.
- 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"، اتحاد المصارف العربية، الجمهورية اللبنانية، 2008.

57. محمد هاشم كمالى، "تحليل شرعي لبعض مسائل الإجارة التمويلية الإسلامية"، مجلة الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، المجلد 22، العدد 1، 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، العدد 51، صيف 2010.

المؤتمرات والندوات:

60. أحمد صفية أبو بكر، "الصكوك الإسلامية"، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدي، 31 ماي-3 أفريل 2009.
61. إسماعيل أون، "تطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا"، ملتقى التجربة الماليزية في العمل المصرفي الإسلامي، الكويت، 9-12 مارس 1997.
62. أشرف محمد دوابه، "إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية"، مؤتمر المصارف الإسلامية اليمنية: الواقع... وتحديات المستقبل، صنعاء، الجمهورية العربية اليمنية، 20-21 مارس 2010.
63. أكرم لال الدين، "إدارة السيولة في المصارف الإسلامية"، الدورة العشرون لمجمع الفقه الإسلامي، المملكة العربية السعودية، 25-29/12/2010.
64. بن علي بلعوز وهدي عبو، "الأخطار المالية في البنوك التقليدية والبنوك الإسلامية-دراسة مقارنة"، الملتقى الدولي الثاني: الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، المركز الجامعي بخميس مليانة، الجزائر، 5-6 ماي 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 نوفمبر 2006.
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 مارس 2010.
69. سامي السويلم، "منتجات صكوك الإجارة"، ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقييم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، 10-11 جمادى الثاني 1431 الموافق 24-25 ماي 2010.

- 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 بوعللي، 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 للدولة"، مارس 1999.
- 73.** صبري عبد العزيز إبراهيم، "التوريق وأثره في وقوع الأزمة المالية العالمية في ضوء الفكر الإسلامي"، المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر، كلية الحقوق، جامعة المنصورة، 1-2 أبريل 2009.
- 74.** عبد البارئ مشعل، "سبل دعم جهود المؤسسات المعنية بتصنيف للمؤسسات المالية الإسلامية"، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، 31 ماي-3 أبريل 2009.
- 75.** عبد البارئ 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 السوقية الذاتي)"، المؤتمر الدولي الرابع المعني بالصيرفة الإسلامية والتمويل الإسلامي: إدارة المخاطر، والتنظيم والإشراف، بنك السودان المركزي، الخرطوم، السودان، أبريل 2010.
- 79.** عبد القوي ردمان محمد عثمان، الصكوك الإسلامية وإدارة السيولة، المؤتمر الرابع للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، دمشق، سوريا، جويلية 2009.
- 80.** عبد الله بن محمد المطلق، "الصكوك"، ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقييم، 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، 31 ماي-3 أبريل 2009.

- 82.** عجيل جاسم النشمي، "التوريق والتصكيك وتطبيقهما"، 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، 18-19 جويلية 2010.
- 84.** فياض عبد المنعم حسانين، "آليات تطوير المنتجات والخدمات في صناعة الخدمات المالية الإسلامية"، مؤتمر الخدمات المالية الإسلامية، طرابلس، تونس، 29-30 جوان 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، 31 ماي-3 أفريل 2009.
- 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 القرني 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 تموز 2010.
- 92.** معبد علي الجارحي وعبد العظيم جلال أبوزيد، "أسواق الصكوك الإسلامية وكيفية الارتقاء بها"، ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقييم، 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.

95. أمل الحمدي، "130 مليار دولار الأصول المستثمرة في الصكوك خلال السنوات الـ 5 المقبلة"، جريدة الاقتصادية الإلكترونية، العدد 6252، 2010/11/23.
96. التقارير السنوية لبنك السودان المركزي 2002، 2003، 2004، 2005، 2006، 2007، 2008، 2009.
97. التقرير الشهري لشركة سباتك، "صكوك الإجارة من بين أكثر أنواع السندات نمواً في العلم"، جوان 2008.
98. تقرير شركة سباتك الشهري، "سوق التمويل الإسلامي ينمو 34% في 2009"، جريدة القبس الكويتية، السنة 38، العدد 13189، 2010/02/15.
99. تقرير شركة سباتك الشهري، "صكوك الإجارة تنمو رغم الأزمة وتبلغ 14 مليار دولار"، جريدة الدار، السنة الثانية، العدد 632، 2010/01/15.
100. تقرير لوحدة البحوث والدراسات في بنك بويان، "بويان: 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 الـ 10 من العام 2010"، 2010/11/16.
102. جريدة الجريدة، "الـ S.P.V... (ماراتون) التصكيك انطلق... وهناك رغبة في التحليق عالياً"، العدد 591، الأربعاء 15 أبريل 2009.
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 الإلكترونية، 2009.
105. رساميل، "3 أساليب للتوريق.. والهدف واحد"، جريدة القبس الكويتية، السنة 36، العدد 12451، 30 جانفي 2008.
106. رساميل، "5 عناصر لمرحلة تقييم إصدار الصكوك"، جريدة القبس الكويتية، السنة 37، 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 الكويتية، السنة 36، العدد 12343، 2007/10/10.

110. عدنان رزان، "25 مليار دولار حجم الصكوك المتوقع إصدارها في عام 2008"، جريدة القبس الكويتية، السنة 37، العدد 12681، 2008/09/16.
111. عثمان ظهير، "الصكوك الإسلامية... بوادر الانتعاش تلوح في الأفق من جديد"، صحيفة الاقتصادية الإلكترونية، العدد 6109، 2010/07/03.
112. مجلس الخدمات المالية الإسلامية، "المبادئ الإرشادية لإدارة المخاطر للمؤسسات (عدا المؤسسات التأمينية) التي تقتصر على تقديم خدمات مالية إسلامية"، ديسمبر 2005.
113. مجلس الخدمات المالية الإسلامية، "متطلبات كفاية رأس المال للصكوك، والتصكيك والاستثمارات العقارية"، جانفي 2009.
114. المصرفية الإسلامية، "تثبيت التصنيف الائتماني للإسلامي للتنمية عند AAA و A1+ للمدين الطويل والقصير"، العدد 8، 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 I. 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.

125. Mihaela Costisor, "comment appréhender le risque d'illiquidité dans le system bancaire?", University Paris, XII 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, décembre 2006.
128. Suleiman Abdi Dualeh, "Islamic Securitization: Practical Aspects", Unpublished paper presented in World Conference on Islamic Banking, 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.aaofi.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