

جامعة قاصدي مرباح - ورقلة -

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم: العلوم الاقتصادية

أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية

تخصّص: نقود وبنوك

دور التصكّيك الإسلامي في تفعيل
الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية
- دراسة تطبيقية على عيّنة من المصارف
الإسلامية خلال الفترة 2003-2014 -

إعداد المترشح: زيتوني عبد القادر

أمام لجنة المناقشة المكوّنة من السّادة:

- أ.د/ نوال بن عمارة..... جامعة ورقلة رئيساً.
أ.د/ سليمان ناصر..... جامعة ورقلة مشرفاً ومقرراً.
أ.د/ محفوظ جبار..... جامعة سطيف عضواً.
أ.د/ عبد اللطيف مصيطفى..... جامعة غرداية عضواً.
د. بولرباح غريب..... جامعة ورقلة عضواً.
د. فوزي محيريق..... جامعة الوادي عضواً.

السّنة الجامعية: 2016 / 2017

ملخص الدراسة

باللغة العربية:

عُنيت الدراسة بقراءة في خصائص آلية التصكيك بحثاً فيها عمّا هو ذو أثر يؤدي إلى تفعيل حركة النشاط الاستثماري طويل الأجل- التنموي- لدى المصارف الإسلامية. وبعد عرضٍ لواقع ذلك النشاط عند عددٍ من المصارف، ووقوفٍ على أهمّ الأسباب التي ساهمت في صنع معالمة، وتقييمٍ لأثر انزوائه وانحساره على أداء تلك المصارف، وبسطٍ ذا تفصيلٍ لخلفيات وأساسيات آلية التصكيك، وبيانٍ من ثمّ لمقوماتها الاستثمارية ولما ظهر قدرتها على حلّ المشاكل العملية للاستثمار طويل المدى، ودراسة ميدانية- لدى عينة من المصارف الإسلامية خلال الفترة 2003-2014- هدفت إلى التأكّد من حقيقة تجسد تلك المظاهر انتهت الدراسة إلى عدد من النتائج أبرزها: أن الأخذ بنشاط التصكيك- إن إصداراً أو اكتتاباً- على نحوٍ واسعٍ يتيح للمصارف الإسلامية فرصةً لتعظيم نشاطها الاستثماري طويل الأمد وممارسة دورٍ تنمويٍّ فاعلٍ من ثمّ، وذلك بفعل خصائصها ذات القدرة الكافية على توفير الموارد المالية الملائمة كماً وكيفاً لطبيعة ذلك النشاط، وذات القدرة على تكييف أساليب الاستثمار الأولية (من مشاركة ومضاربة ونحو ذلك) بإضفاء السهولة والمرونة عليها، وإكسابها شروط ومتطلبات النشاط الاستثماري المعاصر (من خلال عامل السيولة والتجزئة والتداول)، وذات القدرة على تدنية عنصر المخاطرة (من خلال خاصية التنوع والتداول)، ودعم المستوى العام للأرباح (بما تحمل من قدرة معتبرة على توليد أرباح مُجزية)، وإقامة علاقة تفاعلية قوية بين المصارف والسوق المالية أخذاً وعطاءً، وإيجاد مخارج وحلول عملية تصرّف أكثر إشكالات سياسات المصرف المركزي أثراً سلبياً على النشاط الاستثماري الحقيقي (طويل الأجل).

الكلمات المفتاحية: الاستثمار طويل الأجل، التصكيك، المصارف الإسلامية.

باللغة الإنجليزية: ➤

This study aims at identifying the securitization mechanism in order to determine their role and impact in the activation of long-term investment in Islamic banks.

This study shows the reality of long-term investment activity for a number of Islamic banks and the reasons for their increasing influence. The study also includes theoretical the theoretical background of Islamic securitization and its Ingredients for investment; also its ability to solve practical long-term investment problems.

The study finds several results the most important is that securitization widely gives Islamic banks an opportunity to expand its investment long term and then practice a developmental role of an actor and that due to its ability to provide adequate financial resources in quantity and quality and their ability to adapt initial investment methods, and with the ability to minimize risk, and support of the general level of earnings and the creation of interaction between banks and financial market and solving problematic central bank policies that hinder the mobility of long-term investment activity.

Key words: long-term investment, Islamic securitization ,Islamic banks.

شكر وتقدير



الحمد لله باديّ ذي بدءٍ على ما أنعم به وأولى، فلولا فضله ما كان شيء ولا خطّ قلم. وأصليّ أسلم على خير الأنبياء، خير من أرشد وأفاد، وأهان الله به الجهل وأباد، وجعله منبعاً وقدوةً لمن ابتغى العلم وأراد، وأما بعد:

فإني أحمد الله حمداً كثيراً على عظيم فضله وجزيل كرمه أن أتمّ عليّ نعمته وهداني ووفّقني إلى انجاز هذا العمل.

يسّرني أن أتقدّم في هذا المقام بخالص الشكر والتقدير والعرفان إلى أستاذي الفاضل الأستاذ الدكتور "سليمان ناصر" على تفضّله بالإشراف على هذا البحث وبذله الجهد والوقت ما نفعني الله به، حتّى خرج البحث من حيز الأفكار والأمانى إلى كلم مسطورٍ في رِقّ منشور. والشكر موصول أيضاً للجنة الممتحنين لقاء تفضّلهم بمناقشة أفكار وأطروحات هذه الدراسة.

ويسعدني أن أقدم شكري وامتناني أيضاً إلى كلّ من تتلمذت على يده من الأساتذة الأفاضل بالطّور الجامعي، وبباقي الأطوار الدراسية.

وأخيراً وليس آخراً لا أنسى أن أسجّل شكري وامتناني إلى والديّ الكريمين ولأسرتي الصّغيرة لقاء عونهم لي بالدّعوات وصبرهم عليّ وتشجيعهم لي على اتمام هذه الدراسة وإنجازها، وإلى كلّ من مدّ لي يد العون والمساعدة من قريبٍ أو من بعيد، فجزاهم الله عني خير الجزاء.

فهرس الموضوعات

– فهرس الموضوعات –

| الصفحة | الموضوع |
|---|--|
| | ملخص البحث |
| | شكر وتقدير |
| VI-I | فهرس الموضوعات..... |
| XIII-VIII | فهرس الجداول والأشكال |
| أ- ذ | مقدمة عامة..... |
| الفصل الأول: واقع النشاط الاستثماري في المصارف الإسلامية وتركيبته من حيث الأجل | |
| 11 | تمهيد..... |
| 12 | المبحث الأول: الاستثمار طويل الأجل وأهميته في التمويل الإسلامي..... |
| 12 | المطلب الأول: الاستثمار المصرفي..... |
| 12 | أولاً: مفهوم الاستثمار في المصرف التقليدي والمصرف الإسلامي..... |
| 13 | ثانياً: خصائص وأهداف الاستثمار المصرفي..... |
| 15 | ثالثاً: أنواع الاستثمار المصرفي..... |
| 18 | المطلب الثاني: الوظيفة الاستثمارية في المصرف الإسلامي..... |
| 18 | أولاً: مفهوم الوظيفة الاستثمارية..... |
| 19 | ثانياً: السياسة الاستثمارية..... |
| 20 | ثالثاً: مهام الوظيفة الاستثمارية في المصرف الإسلامي..... |
| 21 | المطلب الثالث: الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية..... |
| 21 | أولاً: مفهوم الاستثمار المصرفي طويل الأجل..... |
| 22 | ثانياً: أساليب وأدوات الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية..... |
| 30 | ثالثاً: مزايا التوسع في الاستثمار طويل الأجل للمصارف الإسلامية وللأطراف ذات العلاقة..... |
| 33 | المبحث الثاني: واقع الاستثمار طويل الأجل في تمويلات المصارف الإسلامية..... |
| 34 | المطلب الأول: تحليل هيكل الموارد المالية طويلة الأجل..... |
| 34 | أولاً: حقوق الملكية..... |
| 38 | ثانياً: الودائع الاستثمارية طويلة الأجل..... |
| 42 | المطلب الثاني: تحليل النشاط الاستثماري طويل الأجل..... |
| 56 | المبحث الثالث: معوقات الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية..... |



فهرس الموضوعات

| | |
|---|---|
| 56 | المطلب الأول: معوّقات ناجمة عن طبيعة الموارد المالية المتاحة للمصارف الإسلامية..... |
| 59 | المطلب الثاني: معوّقات صنعها طبيعة ونوعية المتعاملين (المستثمرين)..... |
| 62 | المطلب الثالث: معوّقات منبتها نقص الموارد البشرية الخبيرة بالأعمال المصرفية الإسلامية..... |
| 65 | المطلب الرابع: معوّقات مصدرها سياسات البنك المركزي..... |
| 67 | المطلب الخامس: معوّقات مختلفة..... |
| 70 | خلاصة الفصل الأول..... |
| الفصل الثاني: تقييم أثر التوسّع في الاستثمار قصير الأجل على أداء المصارف الإسلامية | |
| 73 | تمهيد..... |
| 74 | المبحث الأول: واقع الاستثمار قصير الأجل في المصارف الإسلامية..... |
| 74 | المطلب الأول: من حيث الآجال..... |
| 74 | أولاً: نسبة إجمالي الاستثمار قصير الأجل إلى إجمالي الاستثمارات..... |
| 76 | ثانياً: معدّل نمو الاستثمار قصير الأجل..... |
| 77 | المطلب الثاني: من حيث الأساليب المستخدمة..... |
| 77 | أولاً: النسبة المئوية لصيغ الاستثمار إلى إجمالي الاستثمارات..... |
| 78 | ثانياً: معدّلات تغيير حجم الاستثمار المنقذ باستخدام أساليب الاستثمار قصيرة الأجل..... |
| 81 | المطلب الثالث: من حيث مجالات الاستثمار..... |
| 83 | المبحث الثاني: أسباب وظروف الاعتماد الكبير للمصارف الإسلامية على التمويل قصير الأجل.. |
| 83 | المطلب الأول: التوسّع المفرط في أسلوب المربحة المصرفية..... |
| 85 | المطلب الثاني: التوسّع في النشاط التجاري والعقاري والمالي..... |
| 90 | المطلب الثالث: أولوية الاستثمار في رأس المال العامل على الاستثمار في رأس المال الثابت..... |
| 92 | المطلب الرابع: المتاجرة بالعملات والمعادن النفيسة والإيداعات..... |
| 97 | المطلب الخامس: الاستثمار قصيرا الأجل وأسباب اعتماده من واقع الكتابات..... |
| 105 | المبحث الثالث: آثار ونتائج الاعتماد الكبير للمصارف الإسلامية على التمويل قصير الأجل..... |
| 105 | المطلب الأول: آثار التوسّع في الاستثمار قصير الأجل على الدور التنموي للمصارف الإسلامية..... |
| | المطلب الثاني: آثار التوسّع في الاستثمار قصير الأجل على الدور الاجتماعي للمصارف الإسلامية..... |
| 107 | المطلب الثالث: آثار التوسّع في الاستثمار قصير الأجل على السيولة والربحية ودرجة المخاطرة..... |
| 110 | المطلب الرابع: آثار التوسّع في الاستثمار قصير الأجل على مصداقية العمل المصرفي الإسلامي (الكفاءة الشرعية)..... |
| 116 | المطلب الخامس: آثار سلبية متفرقة..... |
| 121 | |

فهرس الموضوعات

| | |
|---|---|
| 126 | خلاصة الفصل الثّاني |
| الفصل الثّالث: مفاهيم عامّة حول التصكك الإسلامي وأهميته الاقتصادية | |
| 128 | تمهيد |
| 129 | المبحث الأوّل: الإطار النظري للتصكك الإسلامي |
| 129 | المطلب الأوّل: التصكك الإسلامي، مفهوماً ونشأةً وتأصيلاً |
| 133 | المطلب الثّاني: بين التصكك الإسلامي والتوريق التقليدي |
| 135 | المطلب الثّالث: عملية التصكك، أطرافها وأركانها ومراحلها |
| 141 | المطلب الرّابع: الضوابط الشرعية العامة لآلية التصكك |
| 143 | المبحث الثّاني: آليات التصكك الإسلامي حسب نوعية الصّكوك أو المنتج |
| 144 | المطلب الأوّل: مفهوم الصك وخصائصه |
| 146 | المطلب الثّاني: أوجه الاتفاق والاختلاف بين الصك والسند والسهم |
| 150 | المطلب الثّالث: أنواع الصّكوك وآلية عملها ومجالات تطبيقها |
| 178 | المبحث الثّالث: الأهمية الاقتصادية للتصكك الإسلامي |
| 178 | المطلب الأوّل: مزايا التصكك للمصارف الإسلامية |
| 180 | المطلب الثّاني: مزايا التصكك لفئة المستثمرين أفراداً وشركات |
| 183 | المطلب الثّالث: المزايا التي تتيحها آلية التصكك للنظام المالي |
| 185 | المطلب الرّابع: الآثار الإيجابية التي تحقّقها عمليات التصكك للاقتصاد والمجتمع ككل |
| 188 | خلاصة الفصل الثّالث |
| الفصل الرّابع: التصكك الإسلامي كآلية لزيادة حجم الاستثمار طويل الأجل في عمليات المصارف الإسلامية | |
| 191 | تمهيد |
| 192 | المبحث الأوّل: المقومات الاستثمارية للتصكك الإسلامي |
| 192 | المطلب الأوّل: التصكك ومدى إحاطته بمقاصد الشرع في المال والأعمال |
| 193 | أولاً: التصكك ومدى استيفائه لمقصد الرواج |
| 195 | ثانياً: التصكك ومدى وضوح مقصد العدل فيه |
| 196 | ثالثاً: التصكك ومقصد الثّبات |
| 197 | رابعاً: التصكك ومقصد الوضوح |
| 198 | خامساً: التصكك ومقصد حفظ الأموال |
| 199 | المطلب الثّاني: التصكك ومدى استيفائه لمبدأي الكفاءة الاقتصادية والتمويلية |
| 199 | أولاً: مظاهر الكفاءة الاقتصادية لآلية التصكك (الاستخدام الأمثل للموارد) |



فهرس الموضوعات

| | |
|-----|---|
| 202 | ثانياً: مظاهر الكفاءة التمويّية لألية التصكيك..... |
| | المطلب الثالث: التصكيك ومظاهر قدرته على تلافي إشكالية السيولة وضمان الربحية المثلى |
| 206 | والمخاطرة الدنيا..... |
| 206 | أولاً: التصكيك ومدى استيفائه لمبدأ ركوب المخاطر وضبط مستواها..... |
| 209 | ثانياً: التصكيك ومظاهر قدرته على علاج إشكالية فائض وعجز السيولة..... |
| 211 | ثالثاً: التصكيك وأسباب قدرته على تحقيق المستوى المناسب من الربحية..... |
| 215 | المطلب الرابع: التصكيك ومظاهر اتّصاله المباشر بالقطاع الحقيقي..... |
| 216 | أولاً: التصكيك كأسلوب للربط المباشر بين عمليتي الادخار والاستثمار..... |
| 217 | ثانياً: التصكيك ومعيار استهداف الانتاج..... |
| 218 | ثالثاً: التصكيك وشرط الوجود الأولي للأصول..... |
| 218 | المطلب الخامس: مقومات استثمارية أخرى..... |
| 218 | أولاً: المرونة والسعة..... |
| 219 | ثانياً: القدرة على التنوع..... |
| 221 | ثالثاً: القدرة على المواءمة بين الأصول والخصوم..... |
| | المبحث الثاني: مظاهر قدرة التصكيك الاسلامي على حل المشاكل العملية للاستثمار طويل |
| 222 | الأجل في المصارف الإسلامية..... |
| 222 | المطلب الأول: التصكيك ودوره في تكوين الموارد المالية الملائمة للاستثمار طويل الأجل..... |
| 223 | أولاً: المدخرات كأساس للاستثمار..... |
| 224 | ثانياً: خصائص وطبيعة الموارد التي تحتاجها الاستثمارات طويلة الأجل..... |
| 225 | ثالثاً: خصائص التصكيك المساعدة على توفير الموارد المالية طويلة الأجل..... |
| 228 | المطلب الثاني: التصكيك ودوره تفعيل الأساليب الاستثمارية طويلة المدى..... |
| 229 | أولاً: خاصية التسييل..... |
| 231 | ثانياً: خاصية التجزئة..... |
| 232 | ثالثاً: خاصية التداول..... |
| 232 | المطلب الثالث: التصكيك ودوره في إدارة بعض أشكال مخاطر الاستثمار طويل الأجل..... |
| | أولاً: نظرة حول أشكال المخاطر التي يسببها التركيز على الاستثمار طويل الأجل للنشاط المصارف |
| 233 | الإسلامية..... |
| 235 | ثانياً: الحلول التي تتيحها عملية التصكيك لتقليل المخاطر أو الحد منها..... |
| 236 | المبحث الثالث: المزايا الأخرى للتصكيك الاسلامي في عمليات المصارف الإسلامية..... |
| | المطلب الأول: التصكيك ودوره في بناء سوق مالية إسلامية فعّالة مساندة لتوجه المصارف |

فهرس الموضوعات

| | |
|---|--|
| 237 | الإسلامية نحو التوسّع في الاستثمار طويل الأجل..... |
| | أولاً: السّوق المالية الإسلامية ومدى أهمّيّتها لنشاط الصيرفة الإسلاميّة وبالأخص نشاطها |
| 238 | الاستثماري طويل الأجل..... |
| 239 | ثانياً: متطلّبات بناء سوق مالية إسلاميّة كفؤة وفعّالة..... |
| 241 | ثالثاً: التصكيك ومدى استيعابه لمتطلّبات بناء السّوق المالية الإسلاميّة..... |
| 245 | المطلب الثّاني: التصكيك ومدى إسهامه في حلّ بعض إشكالات السّياسة التّقديّة..... |
| 246 | أولاً: التصكيك وإشكالية الاحتياطي القانوني..... |
| 247 | ثانياً: التّصكيك وإشكالية الملجأ الأخير للإقراض..... |
| 249 | ثالثاً: التصكيك ومتطلّبات السيولة القانونيّة..... |
| 250 | رابعاً: التصكيك وقيد المساهمة في رؤوس أموال المشروعات..... |
| 251 | خلاصة الفصل الرّابع..... |
| الفصل الخامس: أثر عمليات التّصكيك على تركيبة الاستثمار في المصارف الإسلاميّة | |
| 254 | تمهيد..... |
| 255 | المبحث الأوّل: واقع التصكيك الاسلامي على المستوى العالمي..... |
| 255 | المطلب الأوّل: تحليل تطوّرات نشاط سوق الصّكوك الأوّل والثّانوي..... |
| 256 | أولاً: سوق الصّكوك الأوّلوية (سوق الإصدار)..... |
| 268 | ثانياً: سوق الصّكوك الثّانوية (سوق التداول)..... |
| 276 | المطلب الثّاني: أسباب التوسّع الحاصل في سوق التصكيك الإسلامي..... |
| 281 | المطلب الثّالث: تحليل حركة نشاط الاستثمار في الصّكوك بالمصارف الإسلاميّة..... |
| | المبحث الثّاني: دراسة أثر التصكيك على مؤشّرات الاستثمار طويل الأجل في المصارف |
| 287 | الإسلاميّة (دراسة تطبيقية على عيّنة من المصارف الإسلاميّة خلال الفترة 2003-2014)..... |
| 287 | المطلب الأوّل: تحليل تطوّر نشاط الاستثمار في الصّكوك بعيّنة المصارف الإسلاميّة المختارة..... |
| 287 | أولاً: تحليل تطوّر جانب الإصدارات..... |
| 290 | ثانياً: تحليل حركة التوظيف بواسطة الصّكوك (المصرف الإسلامي كمكتتب في الإصدارات)..... |
| 292 | ثالثاً: تحليل مساهمة المصارف في عمليات تنظيم وإدارة إصدارات الصّكوك..... |
| | المطلب الثّاني: تقييم أثر الاستثمار في الصّكوك على حركة النشاط الاستثماري طويل الأجل بعيّنة |
| 293 | المصارف الإسلاميّة المدروسة..... |
| 294 | أولاً: تقييم المساهمة العمليّة للاستثمار في الصّكوك في دعم النشاط الاستثماري طويل الأجل..... |
| 299 | ثانياً: تقييم دور الصّكوك في دعم نمو حجم الموارد طويلة الأجل..... |
| 301 | ثالثاً: تقييم أثر نشاط الاستثمار في الصّكوك على المستوى العام للمخاطرة..... |



فهرس الموضوعات

| | |
|-----|---|
| 304 | رابعاً: تقييم أثر نشاط الاستثمار في الصّكوك على إجمالي العائد..... |
| | خامساً: تقييم المساهمة العملية للاستثمار في الصّكوك في دفع المصارف الإسلاميّة نحو الاستثمار |
| 308 | في السّوق الماليّة..... |
| | سادساً: تقييم مساهمة الصّكوك في تحرير موارد المصارف الإسلاميّة الاستثماريّة من إشكالات |
| 313 | بعض المتطلّبات القانونيّة..... |
| | المطلب الثالث: أسباب محدودية أثر التصكيك على حجم النشاط الاستثماري طويل الأجل عند |
| 314 | بعض المصارف الإسلاميّة..... |
| 319 | المبحث الثالث: سُبُل دعم نمو نشاط التصكيك بالمصارف الإسلاميّة..... |
| | المطلب الأوّل: تقدير حجم الاستثمارات المصرفية الممكنة (الفرص الضائعة) في الصّكوك وأثر |
| 319 | ذلك على النشاط الاستثماري طويل الأمد..... |
| 333 | المطلب الثاني: سُبُل توسيع حجم نشاط التصكيك بالمصارف الإسلاميّة..... |
| 340 | خلاصة الفصل الخامس..... |
| 342 | خاتمة..... |
| 347 | قائمة المصادر والمراجع..... |

فهرس الجداول والأشكال

– فهرس الجداول والأشكال –

أولاً: قائمة الجداول

| رقم الجدول | العنوان | الصفحة |
|------------|--|--------|
| (1-1) | جوانب التمييز بين أساليب التمويل المصرفية الإسلامية من منظور الاستثمار طويل الأجل والاستثمار قصير الأجل | 18-17 |
| (1-2) | معدلات تغيير حجم الاستثمار المنقذ باستخدام أساليب الاستثمار قصيرة الأجل لدى عينة الدراسة خلال الفترة 2003-2014 | 81-78 |
| (1-5) | قائمة أحسن المصارف المنظمة لإصدارات الصكوك خلال الفترة 2005-2016 | 284 |
| (2-5) | قائمة أحسن المصارف المنظمة لإصدارات الصكوك خلال عام 2008 | 284 |
| (3-5) | نسبة الاكتتاب في عينة من الصكوك بحسب نوع المستثمر | 285 |
| (4-5) | ترتيب المصارف الإسلامية المساهمة في تنظيم وإدارة إصدارات الصكوك خلال الفترة 2005-2016 | 293 |

ثانياً: قائمة الأشكال

| رقم الشكل | العنوان | الصفحة |
|-----------|--|--------|
| (1-1) | متوسط نسبة حقوق الملكية إلى إجمالي الموارد لعينة المصارف محل الدراسة خلال الفترة 2003-2014 | 35 |
| (2-1) | متوسط نسبة حقوق الملكية المتاحة للاستثمار طويل الأجل إلى إجمالي حقوق الملكية لعينة المصارف محل الدراسة خلال الفترة 2003-2014 | 37 |
| (3-1) | متوسط معدل نمو حقوق الملكية المتاحة للاستثمار طويل الأجل لعينة المصارف محل الدراسة خلال الفترة 2003-2014 | 38 |
| (4-1) | متوسط نسبة الودائع طويلة الأجل إلى إجمالي الموارد لعينة المصارف محل الدراسة خلال الفترة 2003-2014 | 39 |
| (5-1) | متوسط نسبة الودائع طويلة الأجل إلى إجمالي الودائع لعينة المصارف محل الدراسة خلال الفترة 2003-2014 | 40 |
| (6-1) | متوسط معدل نمو الودائع طويلة الأجل لعينة المصارف محل الدراسة خلال الفترة 2003-2014 | 41 |
| (7-1) | متوسط نسبة الاستثمار طويل الأجل إلى إجمالي الاستثمارات لعينة المصارف محل الدراسة خلال الفترة 2003-2014 | 43 |
| (8-1) | متوسط معدل نمو الاستثمار طويل الأجل لعينة المصارف محل الدراسة خلال الفترة 2003-2014 | 45 |
| (9-1) | متوسط نسبة مختلف صيغ الاستثمار إلى إجمالي الاستثمارات لعينة المصارف محل الدراسة خلال الفترة 2003-2014 | 46 |

فهرس الجداول والأشكال

| | | |
|-----|--|--------|
| 47 | متوسط معدل نمو حجم الاستثمار المنفذ بأساليب الاستثمار طويل الأجل لعينة المصارف محل الدراسة خلال الفترة 2003-2014 | (10-1) |
| 48 | متوسط نسبة حجم الاستثمار حسب المجال إلى إجمالي الاستثمارات لعينة المصارف محل الدراسة خلال الفترة 2003-2014 | (11-1) |
| 51 | متوسط نسبة الودائع طويلة الأجل إلى إجمالي الاستثمار طويل الأجل لعينة المصارف محل الدراسة خلال الفترة 2003-2014 | (12-1) |
| 53 | متوسط نسبة حقوق الملكية المتاحة للاستثمار طويل الأجل إلى إجمالي الاستثمارات لعينة المصارف محل الدراسة خلال الفترة 2003-2014 | (13-1) |
| 54 | متوسط نسبة الموارد طويلة الأجل إلى إجمالي الاستثمارات لعينة المصارف محل الدراسة خلال الفترة 2003-2014 | (14-1) |
| 55 | متوسط تطور حجم الفجوة بين نسبة إجمالي الاستثمار طويل الأجل إلى إجمالي الاستثمارات ونسبة الموارد طويلة الأجل إلى إجمالي الاستثمارات لعينة المصارف محل الدراسة خلال الفترة 2003-2014 | (15-1) |
| 75 | متوسط نسبة إجمالي الاستثمار قصير الأجل إلى إجمالي الاستثمارات لدى عينة الدراسة خلال الفترة 2003-2014 | (1-2) |
| 76 | متوسط معدل نمو الاستثمار قصير الأجل لدى عينة الدراسة خلال الفترة 2003-2014 | (2-2) |
| 77 | متوسط نسب مختلف صيغ الاستثمار قصير الأجل إلى إجمالي التوظيفات لدى عينة الدراسة خلال الفترة 2003-2014 | (3-2) |
| 82 | متوسط نسب الاستثمار في مختلف المجالات إلى إجمالي الاستثمارات لدى عينة المصارف الإسلامية المختارة للتقييم خلال الفترة 2003-2014 | (4-2) |
| 87 | متوسط نسب الاستثمار في كل من القطاع المالي والتجاري والعقاري إلى إجمالي الموارد لدى عينة المصارف الإسلامية المختارة للتقييم خلال الفترة 2003-2014 | (5-2) |
| 91 | تطور نسبة الاستثمار في رأس المال العامل إلى إجمالي الاستثمارات لدى عينة المصارف المختارة للدراسة خلال الفترة 2005-2014 | (6-2) |
| 93 | تطور نسبة المتاجرة بالعملات إلى إجمالي الاستثمارات لعينة الدراسة خلال الفترة 2004-2014 | (7-2) |
| 95 | متوسط نسبة إجمالي استثمارات الخزينة إلى إجمالي الموارد لدى عينة الدراسة خلال الفترة 2003-2014 | (8-2) |
| 96 | متوسط نسبة الإيداعات المحلية إلى إجمالي الاستثمارات لدى عينة الدراسة خلال الفترة 2003-2014 | (9-2) |
| 97 | نسبة الإيداعات الأجنبية إلى إجمالي الاستثمارات لدى عينة الدراسة خلال الفترة 2006-2014 | (10-2) |
| 111 | متوسط نسبة الاستثمارات التي يمكن أن تتولد عنها سيولة في الأجل القصير لدى عينة الدراسة خلال الفترة 2003-2014 | (11-2) |

فهرس الجداول والأشكال

| | | |
|-----|---|--------|
| 112 | متوسط نسبة السيولة التي قد يوقرها الاستثمار قصير الأجل للمصارف الإسلامية المعنية بما يدعم المستوى العام للسيولة لديها خلال الفترة 2003-2014 | (12-2) |
| 113 | تطور معدلات الزيجية لدى المصرفيتين عدد من الدول | (13-2) |
| 152 | خطوات تصكيك عقد المضاربة | (1-3) |
| 155 | خطوات تصكيك عقد المشاركة (حالة المشاركة برأس مال تقدي) | (2-3) |
| 156 | خطوات تصكيك عقد المشاركة (حالة المشاركة برأس مال تقدي وعيني) | (3-3) |
| 158 | آلية عمل صكوك المزارعة حسب الطريقة الأولى | (4-3) |
| 159 | آلية عمل صكوك المزارعة حسب الطريقة الثانية | (5-3) |
| 160 | آلية عمل صكوك المساقاة حسب الطريقة الأولى | (6-3) |
| 161 | آلية عمل صكوك المساقاة حسب الطريقة الثانية | (7-3) |
| 163 | تصكيك عقداالمغارسة حسب الطريقة الأولى | (8-3) |
| 164 | تصكيك عقداالمغارسة حسب الطريقة الثانية | (9-3) |
| 165 | تصكيك عقداالوكالة بالاستثمار | (10-3) |
| 167 | تصكيك عقداالمراجحة | (11-3) |
| 170 | هيكل صكوك الإجارة (شراء وتأجير) | (12-3) |
| 171 | هيكل صكوك الإجارة (شراء وإعادة تأجير) | (13-3) |
| 173 | هيكل صكوك السلم | (14-3) |
| 175 | هيكل صكوك الاستصناع | (15-3) |
| 257 | التطور السنوي لإصدارات الصكوك الإسلامية الإجمالية خلال الفترة 2001-2015 | (1-5) |
| 258 | التطور السنوي لإصدارات الصكوك الإسلامية المحلية خلال الفترة 2001-2015 | (2-5) |
| 260 | التطور السنوي لإصدارات الصكوك الإسلامية الدولية خلال الفترة 2001-2015 | (3-5) |
| 261 | التطور السنوي لإصدارات الصكوك الإسلامية حسب جهة الإصدار خلال الفترة 2001-2015 | (4-5) |
| 263 | توزع نسبة مساهمة مختلف جهات الإصدار في سوق الصكوك المحلية خلال الفترة 2001-2015 | (5-5) |
| 263 | توزع نسبة مساهمة مختلف جهات الإصدار في سوق الصكوك الدولية خلال الفترة 2001-2015 | (6-5) |
| 264 | إصدارات الصكوك الإسلامية حسب البلد خلال الفترة 2001-2015 | (7-5) |
| 265 | إصدارات الصكوك الإسلامية في منطقة الخليج خلال الفترة 2001-2013 | (8-5) |
| 266 | توزع إصدارات الصكوك في السوق الدولية بحسب هيكل التصكيك خلال الفترة 2001- | (9-5) |



فهرس الجداول والأشكال

| 2015 | | |
|---------|--|--------|
| 267 | توزع إصدارات الصكوك في السوق المحلية بحسب هيكل التصكيك خلال الفترة 2001-2015 | (10-5) |
| 268 | التطور السنوي لحجم الصكوك الإسلامية المتداولة خلال الفترة 2003-2015 | (11-5) |
| 270 | التطور السنوي لحجم الصكوك الإسلامية المتداولة في السوق المحلية والدولية حتى نهاية 2015 | (12-5) |
| 270 | إجمالي سوق الصكوك المتداولة حتى نهاية 2015 | (13-5) |
| 271 | إجمالي سوق الصكوك المتداولة المحلية حتى نهاية 2015 | (14-5) |
| 271 | إجمالي سوق الصكوك المتداولة الدولية حتى نهاية 2015 | (15-5) |
| 272 | سوق الصكوك المتداولة حسب البلد حتى نهاية 2015 | (16-5) |
| 278 | شكل يوضح مدى أهمية الطلب على الصكوك مقارنة بباقي أدوات التمويل والاستثمار الإسلامية | (17-5) |
| 280 | شكل يوضح الفجوة بين عرض الصكوك والطلب عليها خلال الفترة 2008-2015 | (18-5) |
| 282 | شكل يوضح إجمالي إصدارات المصارف الإسلامية من الصكوك خلال الفترة 2005-2014 | (19-5) |
| 282 | إجمالي إصدارات المصارف التقليدية من الصكوك بمنطقة الخليج خلال الفترة 2008-2012 | (20-5) |
| 286 | شكل يوضح نسبة أكتتاب مختلف الفئات الاستثمارية في إصدارات الصكوك | (21-5) |
| 286 | شكل يوضح نسبة أكتتاب مختلف الفئات الاستثمارية في إصدارات الصكوك | (22-5) |
| 286 | شكل يوضح التطور السنوي لإصدارات الصكوك لدى عينة المصارف الإسلامية المدروسة خلال الفترة 2003-2014 | (23-5) |
| 289 | شكل يوضح التطور السنوي لإصدارات الصكوك لكل مصرف من مصارف العينة المدروسة خلال الفترة 2003-2014 | (24-5) |
| 291 | متوسط حجم التوظيف بواسطة الصكوك لدى عينة المصارف الإسلامية المدروسة خلال الفترة 2003-2014 | (25-5) |
| 292 | تطور معدلات الأكتتاب في الصكوك لدى عينة المصارف المدروسة خلال الفترة 2004-2014 | (26-5) |
| 294 | تطور نسبة الاستثمار بواسطة الصكوك إلى إجمالي التوظيفات لدى عينة المصارف الإسلامية المدروسة خلال الفترة 2004-2014 | (27-5) |
| 296-295 | شكل يوضح تطور حركة الاستثمار طويل الأجل وحركة الاستثمار في الصكوك لدى عينة المصارف الإسلامية المدروسة خلال الفترة 2004-2014 | (28-5) |
| 297 | شكل يوضح نسبة مساهمة الصكوك في النشاط الاستثماري طويل الأجل لدى عينة المصارف الإسلامية المدروسة خلال الفترة 2004-2014 | (29-5) |
| 298 | متوسط مساهمة الاستثمار بواسطة الصكوك في إجمالي حجم الاستثمار طويل الأجل المتخذ لدى عينة المصارف الإسلامية المدروسة خلال الفترة 2004-2014 | (30-5) |
| 300 | مقارنة بين حجم الطلب على إصدارات الصكوك وحجم الودائع الاستثمارية لدى عينة المصارف الإسلامية الممارسة لنشاط الإصدار خلال الفترة 2006-2014 | (31-5) |
| 302 | شكل يوضح متوسط نسبة المخصصات إلى إجمالي قيمة الاستثمار وفق كل من أسلوب الصكوك | (32-5) |

فهرس الجداول والأشكال

| | | |
|---------|---|--------|
| | والمراجعة والإجارة لدى عينة المصارف الإسلامية محل الدراسة خلال الفترة 2004-2014 | |
| 303 | شكل يوضح متوسط نسبة المخاطر المرجحة إلى إجمالي قيمة الأصول المرجحة بالمخاطر لكل من الصكوك والمراجعة والإجارة لدى عينة المصارف الإسلامية محل الدراسة خلال الفترة 2006-2014 | (33-5) |
| 304 | تطور معدل مساهمة الصكوك في تحجيم مستوى المخاطرة لدى عينة المصارف الإسلامية محل الدراسة خلال الفترة 2004-2014 | (34-5) |
| 305 | شكل يوضح تطور حركتي إجمالي العائد وعائد الصكوك لدى عينة المصارف الإسلامية محل الدراسة خلال الفترة 2004-2014 | (35-5) |
| 306 | تطور نسبة عائد الصكوك إلى إجمالي العائد لدى عينة المصارف الإسلامية محل الدراسة خلال الفترة 2004-2014 | (36-5) |
| 307 | شكل يوضح متوسط نسبة عائد كل من الصكوك والمراجعة والإجارة إلى إجمالي قيمة الموارد المستثمرة من خلالها لدى عينة المصارف الإسلامية محل الدراسة خلال الفترة 2004-2014 | (37-5) |
| 310-309 | شكل يوضح معدل مساهمة الصكوك في دفع المصارف الإسلامية نحو الاستثمار في السوق المالية لدى عينة المصارف الإسلامية محل الدراسة خلال الفترة 2004-2014 | (38-5) |
| 311 | شكل يوضح متوسط معدل مساهمة الصكوك في دفع المصارف الإسلامية نحو الاستثمار في السوق المالية لدى عينة المصارف الإسلامية محل الدراسة خلال الفترة 2004-2014 | (39-5) |
| 312 | شكل يوضح متوسط مساهمة السوق المالية في إيجاد منافذ استثمارية قصيرة وطويلة الأجل للمصارف الإسلامية- محل الدراسة- من خلال الاستثمار في الصكوك خلال الفترة 2004-2014 | (40-5) |
| 315 | شكل يوضح متوسط نسبة الصكوك القصيرة وطويلة الأجل إلى إجمالي قيمة الصكوك لدى عدد من المصارف-محل الدراسة- خلال الفترة 2004-2014 | (41-5) |
| 315 | شكل يوضح متوسط نسبة الموارد الموظفة في صكوك إلى إجمالي التوظيفات لدى عدد من المصارف الإسلامية محل الدراسة- خلال الفترة 2004-2014 | (42-5) |
| 318 | شكل يوضح الهياكل المعتمدة في إصدارات المصارف الإسلامية محل التقييم | (43-5) |
| 320 | شكل يوضح حجم الاستثمار في الصكوك (اكتتاباً) قبل وبعد استغلال الموارد العاطلة لدى المصارف الإسلامية محل الدراسة خلال الفترة 2004-2014 | (44-5) |
| 321 | شكل يوضح معدل التغير أو النمو في حجم استثمارات الصكوك باستغلال الموارد العاطلة لدى المصارف الإسلامية محل الدراسة خلال الفترة 2004-2014 | (45-5) |
| 322 | شكل يوضح حجم استثمارات الصكوك الممكنة بناء على حجم الطلب على الإصدارات لدى المصارف الإسلامية محل الدراسة خلال الفترة 2004-2014 | (46-5) |
| 323 | شكل يوضح متوسط حجم الاستثمار في الصكوك بالاستغلال الكامل للموارد (الموارد الداخلية العاطلة وحجم الطلب على الإصدارات غير الملبي) لدى المصارف محل الدراسة خلال الفترة | (47-5) |

فهرس الجداول والأشكال

| 2014 - 2004 | | |
|-------------|---|--------|
| 323 | شكل يوضح مقدار التغير في حجم استثمارات الصكوك بالاستغلال الكامل للموارد لدى المصارف الإسلامية محل الدراسة خلال الفترة 2004-2014 | (48-5) |
| 325 | شكل يوضح تطور حركة استثمارات الصكوك قبل وبعد الاستغلال الكامل للموارد لدى المصارف الإسلامية محل الدراسة خلال الفترة 2004-2014 | (49-5) |
| 326 | شكل يوضح متوسط مساهمة إجمالي استثمارات الصكوك في إجمالي حجم الاستثمار طويل الأجل لدى عينة المصارف الإسلامية المدروسة خلال الفترة 2004-2014 | (50-5) |
| 328-327 | شكل يوضح تطور حركة إجمالي الاستثمار طويل الأجل قبل وبعد استغلال الموارد العاطلة في شكل استثمارات الصكوك لدى عينة المصارف الإسلامية المدروسة خلال الفترة 2004-2014 | (51-5) |
| 328 | شكل يوضح متوسط استثمارات الصكوك الإجمالية إلى إجمالي التوظيفات لدى عينة المصارف الإسلامية المدروسة خلال الفترة 2004-2014 | (52-5) |
| 329 | شكل يوضح متوسط مساهمة عائد استثمارات الصكوك- الناتجة عن الاستغلال الكلي للموارد- في رفع حجم العائد الكلي لدى عينة المصارف الإسلامية المدروسة خلال الفترة 2004-2014 | (53-5) |
| 330 | شكل يوضح متوسط نسبة إجمالي عائد استثمارات الصكوك- الناتجة عن الاستغلال الكلي للموارد- إلى إجمالي العائد الكلي لدى عينة المصارف الإسلامية المدروسة خلال الفترة 2004-2014 | (54-5) |
| 331 | شكل يوضح متوسط معدل مساهمة استثمارات الصكوك في تحجيم عنصر المخاطرة قبل وبعد الأخذ بالموارد غير المستغلة لدى عينة المصارف الإسلامية المدروسة خلال الفترة 2004-2014 | (55-5) |
| 332 | شكل يوضح متوسط معدل مساهمة الصكوك في دفع المصارف الإسلامية نحو الاستثمار في السوق المالية قبل وبعد الأخذ بالموارد العاطلة لدى عينة المصارف الإسلامية محل الدراسة خلال الفترة 2004-2014 | (56-5) |
| 333 | متوسط معدل مساهمة السوق المالية في إيجاد منافذ استثمارية طويلة الأجل للمصارف الإسلامية - محل الدراسة- من خلال الاستثمار في الصكوك قبل وبعد الاستغلال الكامل للموارد خلال الفترة 2004-2014 | (57-5) |

تمهيد:

يُعدّ النشاط الاستثماري في المصارف الإسلامية بمثابة البديل الشرعي للتعامل الربوي، والركيزة الأساسية التي من دونها لا يستقيم كيان المصرف ولا تعُقب غاياته تامة غير منقوصة. ولما كان ذلك النشاط هو روح تلك المصارف ونفْسها فقد أولى القائمون على شؤونها عنايةً بالغةً به، فأوجدوا له الأسس والقواعد وحددوا له الضوابط واستحضروا له مختلف صيغ الاستثمار قديمها وحديثها مما أقرته الشريعة ومما جادت به التطورات فأوجدوا بذلك من النفع ما لم يحظ به نظيره التقليدي.

إنّ المصارف الإسلامية ومنذ تأسيسها حملت على عاتقها تحقيق رؤى يتلازم فيها جانبان اقتصادي وآخر اجتماعي لا يطغى فيها أحدٌ على الآخر، رؤى حملت في طياتها القدرة على الاعتماد وبصورة أساسية على التمويل بالمشاركة والقيام باستثمارات طويلة الأجل بشكلٍ كبير. ولكن ما فتئ حتى أضحى ذلك الشعار مجرد حبرٍ على ورق انساق وراءه نفرٌ كبير من الناس - من مودعين ومستثمرين، لما رأوا فيها من أسسٍ متينة رصينة تحكم نشاطها وترعى أعمالها-، فالخيط بتوظيفاتها والدارس لميزانياتها- جملةً وتفصيلاً- سيُبصر حتماً شيئاً من الخلل، خلل تجلّى ظاهراً وباطناً في ذلك الحضور القوي للنشاط الاستثماري قصير الأجل (بمختلف صيغه) والانحسار الزهيب في حجم النشاط الاستثماري طويل الأجل. ولئن أردنا التوسّع وتفصيل الأمر فإننا نهمُّ إلى التقرير بأن المصارف الإسلامية- كما يُشير واقعها العملي- قد بلغت كثيراً في استخدام صيغة المراجعة على حساب صيغتي المشاركة والمضاربة، فتحوّلت بذلك من الأسلوب الاستثماري طويل الأجل إلى الأسلوب التجاري قصير الأجل بحثاً عن السهولة والربحية، ما جعلها تكتسب صورة أشبه بالمصارف التقليدية على اعتبار أن المراجعة أصبحت بديلاً للائتمان في جانب المخرجات.

ولئن كان هذا هو الواقع الذي لا ينبغي أن يُمارى فيه فإنه من الحريّ بالساهرين الجادّين على نجاح هذه الصناعة أن يبحثوا عن أساليب للخروج من هذه الدائرة. وليس هذا بالأمر العسير، فالفكر المالي الإسلامي فكر ساقٍ - سلفاً- لتلك الصناعة كما هائلاً من الصيغ والأدوات تناسقت وانسجمت بخصائصها المتحدّدة مع مختلف أشكال وأنماط الاستثمار واستجابت لمتطلباته، ولا زالت آتته الاجتهادية في تحدّد وتدور مع الحاجة العصرية حيث دارت، فها هي الصناعة المصرفية الإسلامية تشهد في الآونة الأخيرة بروز آلية جديدة، آلية حملت في جوانبها مزايا وخصائص ندر وجودها في قريناتها من الأدوات، وتلك الآلية هي ما اصطلح على تسميته بالتصكيك الإسلامي. فلقد أجمع العارفون بها على أنها وسيلة من وسائل الاستثمار والمشاركة الفعلية التي يغدو فيها رأس المال عُرضة للربح والخسارة، وأنّ في إمكانها أن تتيح تمويلات ذات آجال متوسطة وطويلة بما قد يتيح للمصرفية الإسلامية الفرصة لإعادة الاعتبار للنشاط الاستثماري التنموي المنزوي منذ عقود، وذلك سواء بتوظيف الأموال المودعة لديها في صكوك استثمارية مُرتبطة بنشاطات اقتصادية حقيقية أو باستقطابها لموارد وتوجيهها نحو المجالات الاقتصادية ذات الأثر التنموي.



أهمّية البحث:

إن نجاح المصارف الإسلاميّة في أداء دورها التنموي هو أمل يراود المسلمين في كلّ مكان، ودراسة وبحث السُّبل التي تقودها إلى تجسيد وتحقيق ذلك هو أمرٌ يهتمُّ المجتمعات الإسلاميّة بصفة عامّة، والمصارف الإسلاميّة بصفة خاصّة. ولما كان الاستثمار طويل الأجل بشهادة العالمين الاقتصاديين المسلك الأفضل والسبيل الأمثل نحو تحقيق وتجسيد الأثر التنموي الخالص، فإن نجاح أو فشل المصارف الإسلاميّة في أداء الدور المنوط بها أساساً مرهون إلى حدٍ كبير بمدى استحضارها لذلك الشكّل من الاستثمارات ضمن هيكل استثماراتها والقيام عليه أتمّ القيام. وإنّ حيوية وحركية هذا الأخير - مقارنة بباقي أنواع الاستثمارات التي تؤدّيها تلك المصارف - مرتهنة بإيجاد الحلول المناسبة للعقبات التي تحدّ من نموّه واتّساع حجمه.

ولما كان النشاط الاستثماري الحقيقي (أي طويل الأجل) لدى المصارف الإسلاميّة يشغل فعلاً - أي واقعاً - حيزاً محدوداً ويحظى باهتمام وتطبيق ضعيفٍ للغاية، وكانت ثمّة حاجة ملحة للتأكيد على الحضور الفعلي وليس الشكلي لتلك المصارف في السّاحة المصرفية، فإنّه كان لا بدّ من إعادة الاعتبار لذلك الشكّل من الاستثمارات من خلال إيجاد آليات تمده بالمرونة الكافية للاستجابة لمتطلباته. وبرزت آلية التصكيك الإسلامي كوسيلة قادرة على إنشاء أدوات استثمارية قابلة للتداول تنتظم في آجال تتناسب مع طبيعة مختلف الاستثمارات خصوصاً ذات الطابع التنموي، فإنّه كان من باب الأهمّية القصوى - بداعٍ من الضّعف الكبير المشهود للاستثمار طويل المدى والحاجة الملحة لتجسيد الأثر التنموي المرجو كما سبق وأشرنا - البحث في مكوناتها وإخضاعها للتقييم والدّراسة، إذ قد يقود ذلك إلى اكتشاف خصائص تقود إلى تفعيل العقود الإسلاميّة الأصليّة التي تحمل في جوهرها مكون الاستثمار طويل الأجل وإحلالها بديلاً فاعلاً في الواقع الاقتصادي المعاصر، بما قد يمكن تلك المصارف من تحطّي مشكلة الجمود الكبير عند أساليب الاستثمار قصير الأجل وإعادة وبعث أساليب الاستثمار طويل الأجل الآخذ في الأفول والإدبار، وبما يُثمر في نهاية المطاف ترشيحاً وتصحيحاً لمسار المصرفية الإسلاميّة.

مشكلة البحث:

إنّ المصارف الإسلاميّة وإن كانت قد حقّقت نجاحاً في إيجاد البديل المصرفي الإسلامي في سعيها للوصول إلى مدّخرات الأفراد والمؤسّسات، فإن جانب التوظيف والاستخدام لديها لم يكن ليحمل إلاّ قدحاً كبيراً لممارستها، فالحيث بنشاطها ومصدر مداخيلها يُدرك بسهولة ميولها الجامح نحو الأنشطة الاستثمارية قصيرة الأجل -والذي برز بشكلٍ خاصٍ جداً من خلال ارتفاع نسبة المراجحات- وإهمالها الشديّد للصيغ التمويلية الاستثمارية كالمشاركة والمضاربة ونحوهما. ولا يحتاج الأمر إلى تفكير وتدبّر حتى يُدرك أن هذا الدور لا يختلف من ناحية اقتصادية عمّا تقوم به المصارف التقليدية (التجارية). ووفقاً لهذا المنظور فإننا نركن إلى القول بأنّ الانتقال الحاصل من دائرة الاستثمار طويل الأجل إلى دائرة الاستثمار قصير الأجل هو انحراف في مسيرة العمل المصرفي الإسلامي عمّا نُظّر له حتى لو قال قائل أن ذلك تكيف وتعایش فرضته الظروف والبيئة المحيطة بنشاطها. وباعتبارنا طرحنا

عملية التصكيك كسبيلٍ لعلاج ذلك الانحراف، فإنّنا نتساءل عمّا يثبت صحة وجهة النظر هذه، ومقتضى السؤال يقول: ما هي الحلول التي يُمكن أن تتيحها آلية التصكيك الإسلامي للمصارف الإسلاميّة في سبيل تفعيل نشاطها الاستثماري طويل الأجل؟.

تأسيساً على ما سبق بيانه وفي سياق المشكلة المطروقة فإنّ ثمة مجموعة من التساؤلات الفرعيّة يمكن أن تندرج ضمن ذلك الطرح، وهي كالتالي:

➤ ما مدى تأثير استثمارات الصّكوك التي قامت بها عيّنة المصارف الإسلاميّة محل التقييم - إصداراً واكتتاباً - على حركة نشاطها الاستثماري طويل الأجل؟.

➤ ما هو واقع النشاط الاستثماري طويل الأجل في المصارف الإسلاميّة وما هي معوّقاته؟.

➤ ما هي أسباب وظروف اعتماد المصارف الإسلامية المفرط على أساليب الاستثمار قصير الأجل؟ وما هي آثار ونتائج ذلك؟.

➤ ما هو مفهوم التصكيك الإسلامي؟ وما هي آلياته؟ وما هي أهميته الاقتصادية؟.

➤ هل تستوعب آلية التصكيك الإسلامي من المؤهلات والمقومات الاستثماريّة ما يجعلها قادرة على تأمين الحلول الكفيلة بتمكين المصارف الإسلاميّة الانتقال من دائرة التركيز الشّديد على النشاط الاستثماري قصير الأجل إلى دائرة النشاط الاستثماري طويل الأمد؟.

➤ ما مدى تأثير استثمارات الصّكوك التي قامت بها المصارف الإسلاميّة محل التقييم - إصداراً واكتتاباً - على حركة نشاطها الاستثماري طويل الأجل؟.

الفرضيات:

** للنشاط الاستثماري طويل الأجل دورٌ ضعيف في عمليات المصارف الإسلاميّة.

** توسّع المصارف الإسلامية في أساليب الاستثمار قصير الأجل يعود أساساً إلى سهولة تنفيذها وتدنيّ حجم مخاطرها، وإلى إسهامها الفاعل في إيجاد تدفّقات نقدية مستمرة للمصرف.

** تتمثل الأهمية الاقتصادية للتصكيك في تحويل الاستثمار طويل الأجل إلى استثمار قصير الأجل بفعل خاصيّة التداول والتسييل، شأنها في ذلك شأن السندات التقليديّة ولكن بضوابط شرعية.

** تتمتع آلية التصكيك الإسلامي بمقومات استثماريّة من شأنها تمكين المصارف الإسلاميّة التحوّل من أساليب الهامش الثابت المبنية خاصّة على المراجحات إلى أساليب الهامش المتغير القائمة بشكلٍ خاص على المضاربات والمشاركات ونحوها.

** ارتفاع حجم تعاملات المصارف الإسلاميّة بالصّكوك سينجم عنه زيادة في حجم الاستثمار الطويل الأجل.



أهداف البحث:

- عُنيت الدراسة ببيان دور التصكيك الإسلامي في تفعيل استثمارات المصارف الإسلامية طويلة الأجل وقد اندرج ضمن ذلك الهدف جملة من المقاصد الفرعية نسوقها لكم في نقاط التالية:
- * تحليل النشاط الاستثماري لعينة المصارف الإسلامية المختارة للتقييم، وبيان أسباب إحجامها عن الاستثمار طويل الأجل وتركيزها على الاستثمار قصير الأجل في المقابل.
 - * التعريف بألية التصكيك الإسلامي وبيان أثر إصداراتها على حركة الاستثمار طويل الأجل بالمصارف الإسلامية محل التقييم بشكلٍ دقيق.
 - * تقديم حلول للخروج من دائرة التركيز الشديد على صيغة المراجعة.
 - * التأكيد على أهمية الاستثمار طويل الأجل كاستثمار حقيقي يخدم الدور التنموي للمصارف الإسلامية.

منهج الدراسة:

- يمكن استجلاء مقومات المنهج المتبع فيما يأتي:
- تمّ الاعتماد على المنهج الاستقرائي في جمع جزئيات الموضوع التي تُدلي بسببٍ أو نسبٍ إلى عنوان الدراسة.
 - تمّ اعتماد المنهج التحليلي لدى بحث الواقع التطبيقي للنشاط الاستثماري طويل الأجل ولنشاط التصكيك.

حدود الدراسة:

باعتبار أن الدراسة التي بين أيدينا تتناول تشخيصاً للواقع العملي-الاستثماري تحديداً- للمصارف الإسلامية، فإنها جاءت مُحاطة بإطار زماني ومكاني. فأما الإطار المكاني-وهو المتعلق بالبلدان التي تتواجد فيها المصارف محل التقييم- فيشمل عدداً من دول الخليج وماليزيا. وأما الجانب الزماني فقد تمّ تحديد الفترة بمدى يمتدُّ من سنة 2003 إلى غاية 2014. وأما بخصوص اختيار الفترة والمكان بالذات، فيرتبط ذلك بقوة نشاط الصيرفة الإسلامية بتلك الدول وتوقُّر الاحصاءات بشكلٍ دوريٍّ ومُفيد لاحتياجات الدراسة من البيانات الرقمية، ولتوافر ذلك أيضاً مع فترة تطوُّر سوق الصَّكوك.

دوافع اختيار الموضوع:

- بشكلٍ مُختصر فإنَّ جملة المبررات التي حدت بنا إلى اختيار هذا الموضوع متفرقة بين الموضوعية والذاتية. فأما الموضوعية منها فتكمن في:
- * الاهتمام الكبير الذي تحظى به الصَّكوك الإسلامية- من قِبل مختلف أطياف الفئات الاستثمارية- في الآونة الأخيرة باعتبارها نازلة حديثة.
 - * قصور الدور التنموي للمصارف الإسلامية المتجلى في ابتعادها الملموس عن تطبيق صيغ المشاركة والمضاربة وغيرها من العقود التي تدور في فلك الاستثمار طويل الأجل، باعتبار هذا الأخير أكثر أنواع أو أشكال الاستثمار اضطلاعاً بخدمة الجانب التنموي في اقتصاد المجتمعات.

* عدم وجود التراكم المعرفي الكافي حول موضوع الاستثمار المصرفي طويل الأجل ممّا يحدّ من ضرورة بناء إطار نظري رئيس يمكن أن يخدم الدّراسات المستقبلية في هذا الباب، وما شابهه. وأمّا الدّاتية فتكمن في ميولنا الكبير للتنقيب والبحث في فضاء التمويل الإسلامي، وبخاصّة في حقل الصّكوك الإسلامية.

الدّراسات السابقة:

ظفر موضوع التصكيك والاستثمار طويل الأجل بحظّ من اهتمامات الدّارسين المعاصرين، إذ نشأت فيهما كتب مستقلة برأسها، وحرّرت دراسات في بيان أهميّة تفعيلها وسبل الوصول إلى ذلك وطرق مواجهة التحدّيات المُحدقة بهما - على أن ذلك لم يشمل جانب الاستثمار طويل الأجل بشكلٍ كبيرٍ وملحوظ مقارنة بموضوع التصكيك-. ولعلّ من أرحح تلك الدّراسات وأكثرها صلة بموضوعنا:

أ. الدّراسات العربية:

1. محمد عبد المنعم أبو زيد، "النشاط الاستثماري للمصارف الإسلامية ومعوقاته مع الإشارة إلى تجربة المصارف الإسلامية في مصر"، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة الإسكندرية، مصر، 1991.

استهدف الباحث في دراسته هذه الوقوف على مختلف المعوّقات التي واجهت النشاط الاستثماري لدى المصارف الإسلامية بشكلٍ عام، فقام أولاً بتوصيف وبيان طبيعة كلٍّ معوّق من المعوّقات، ثمّ اتّجه إلى بحث الأسباب التي أدّت إلى نشوئها وإلى حضورها على أرض الواقع. وبعد توضيح ذلك قام بدراسة وتحليل مُختلف الآثار السّلبية التي ترتبت عنها على النشاط الاستثماري. وقد انتهى الباحث إلى أن السّياسة التّقديية والائتمانية للمصرف المركزي وطبيعة الأسواق وأدواتها، وطبيعة ونوعية المتعاملين، والعنصر البشري وطريقة توظيف الموارد المالية هي أبرز المعوّقات التي تحدّ من حيوية النشاط الاستثماري بالمصارف الإسلامية. وفي سبيل التخفيف من حدّتها والحدّ منها -بالنسبة للبعض منها- عرض الباحث جملةً من الحلول العمليّة وقد كان من ذلك: رفع رؤوس الأموال والاحتياطات، وابتكار واستحداث أساليب جديدة لجذب الأموال الملائمة، وكذا تربية جيلٍ جديدٍ من المتعاملين وفق النّظام المصرفي والاستثماري الإسلامي، والعمل على امتلاك واستعمال الوسائل والأساليب العلميّة والفنيّة التي تمكّنها من حسن اختيار المتعاملين الملائمين، والاهتمام بعملية التعليم والتدريب للعاملين بها، وإنشاء مراكز مُتخصّصة بذلك إلى جانب ضرورة قيامها (أي المصارف الإسلامية) على صورة الشّركة التعاونيّة بدلاً من صورة الشّركة الرأسماليّة.

2. أشرف محمد دوابه، "دور الأسواق الماليّة في تدعيم الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية" أطروحة دكتوراه منشورة، أكاديمية السّادات للعلوم الإداريّة، القاهرة، 2006.

هدف الباحث في دراسته هذه إلى التعرّف على مدى اعتماد المصارف الإسلامية على الاستثمار طويل الأجل في توظيف أموالها، والمشكلات التي واجهت هذا التطبيق، والبحث عن مدى إمكانية تطوير الأساليب

التّطبيقية للاستثمار طويل الأجل. وقد انتهى الباحث بعض الدّراسة والتمحيص إلى ثمة تدنٍ كبير في النّشاط الاستثماري طويل الأجل لدى المصارف الإسلاميّة، وقد أرجع ذلك إلى أسباب عدّة. وفي سبيل علاج ذلك الخلل قدّم الباحث نموذجاً علمياً وعملياً ارتكز على تطوير أساليب الاستثمار المصرفيّة بإصدار شهادات استثمار قابلة للتداول، وإنشاء صناديق استثمار، والتأسيس والمساهمة في الشّركات، وإدارة وتكوين محفظة أوراق مالية تتفق وطبيعة عملها.

ب. الدّراسات الأجنبيّة:

1. Faizal Ahmad Manjoo, 'Securitization: An Important Recipe for Islamic Banks: A Survey, Review of Islamic Economics, Vol. 9, No. 1, 2005.

قام الباحث في ورقته البحثية هذه بالتعريف بعملية التصكيك الإسلامي، وأوضح أسباب التوجّه إليها كما تناول على وجه العموم مزاياها بالنسبة للشّركات والمصارف وكذا الاقتصاد. ويبيّن في الوقت ذاته خطوات العمليّة وأهمّ الإشكالات التي تنجم عنها في حال الأخذ بها من قبل المصارف الإسلاميّة. وقد انتهى الباحث إلى نتيجة مفادها أن التصكيك الإسلامي يشكّل فرصة هامة لنجاح العمل المصرفي الإسلامي، وذلك بالنظر إلى مزاياها الجمّة، بيد أنه رهن ذلك النّجاح بوجوب إدخال تعديلات على الجوانب التنظيميّة والقانونيّة على السّواء.

2. Andreas A. Jobst, 'The Economics of Islamic Finance and Securitization' IMF Working Paper, 2007.

قام الباحث في دراسته هذه بتوصيف نموذج التمويل الإسلامي من خلال عرض المبادئ الأساسيّة التي يقوم عليها، ثمّ انتقل إلى دراسة آلية التصكيك الإسلامي فسَلط الضّوء على مسألة مدى توافق مبادئ التمويل الإسلامي مع التصكيك، ثمّ انتقل إلى شرح فكرة التصكيك وإلى بيان وضع سوقها في المجتمعات الإسلاميّة. ليقوم في الأخير بتعداد الفرص والتحدّيات التي تواجهها.

انتهى الباحث في دراسته إلى حقيقة أن ثمة توسّع في حجم التمويل الإسلامي بفضل الثروة التّفطية، حيث دفعت هذه الأخيرة المؤسسات الماليّة الإسلاميّة إلى البحث عن فرص لتوظيف مواردها، وقد كان التصكيك مجالاً مهماً لتحقيق ذلك، الأمر الذي أعطى دفعاً قوياً لتلك الأداة. كما توصّل الباحث إلى حقيقة أن ثمة جملة من التحدّيات ينبغي مواجهتها لأجل المحافظة على استمرار نمو حجم الصّكوك، وقد ذكر من ذلك الصّعوبات الموضوعيّة والإجرائيّة التي تستلزمها العمليّة إلى جانب مسألة العرض والطلب.

3. Ali Said, 'Does the Use of Sukuk (Islamic bonds) Impact Islamic Banks Performances ? A Case Study of Relative Performance during 2007–2009' Review of Middle Eastern Finance and Economics, Issue 12, 2011.

قام الباحث في دراسته ببحث أثر استثمارات الصّكوك على الأداء العام لعينة من المصارف الإسلاميّة. فقام أولاً بدراسة تطوّر سوق الصّكوك، ثمّ انتقل إلى بيان أنواع هذه الأخيرة ومخاطرها. وفي بيان الأثر اعتمد على

مؤشّر إجمالي استثمارات الصّكوك إلى إجمالي التوظيفات لعيّنة المصارف التي قام باختيارها خلال الفترة 2007-2009. وقد توصلّ الباحث إلى وجود أثرٍ ضعيف لاستثمارات الصّكوك- اعتماداً فقط على النّسبة المشار إليها- على أداء المصارف الإسلاميّة، ولقد شمل ذلك جلّ المصارف دون استثناء.

على الرّغم من أن هذه الأوضاع أو الدّراسات تتناول بالتحليل مسألة الاستثمار والتصكيك إلا أننا لا نلمس فيها إلاّ حديثاً يطول أو يقصر عن المفاهيم والمزايا والعقبات ونحو ذلك. فلم نقف في كلّ الدراسات المعروضة (خاصّة التي تتناول قضية الاستثمار) على تحليل موسّع مدعوم بالإحصائيات والبيانات حول مشكلة تدبّي النشاط الاستثماري طويل الأجل بالمصارف الإسلاميّة - وحتى إن وُجد ذلك فإنّه لا يشمل إلاّ عدداً محدوداً من المصارف ولا يمتد لفترة زمنيّة طويلة-. كما لم نقف من خلال تلك الدّراسات إلى ما يُشير صراحة أو ضمناً إلى إمكانية تسخير آلية التصكيك (بالنظر إلى المقوّمات الاستثماريّة التي تتمتع بها) كوسيلة لتنشيط وتوسيع حركة النشاط الاستثماري طويل الأجل بالمصارف الإسلاميّة، وهو الأمر الذي سنحاول استدراكه من خلال هذا البحث.

صعوبات البحث:

لا يخلو إنجاز أيّ بحث من صعوبات وعقبات، وكذلك الحال بالنّسبة لهذا البحث. ولعلّ من جملة الإشكالات التي واجهتنا على وجه التحديد ندرة الكتب المحيطة بمسألة الاستثمار طويل الأجل بالمصارف الإسلاميّة، وكذا قلّة الملتقيات المعالجة للموضوع خاصّة في الجزائر، هذا إضافة إلى قلّة مراكز البحث المختصة بشؤون الصّيرفة الإسلاميّة. هذا ولا ننسى أن نشير إلى الصّعوبة البالغة التي وجدناها في تحصيل البيانات الملائمة لإنجاز الشقّ التطبيقي من الدّراسة، فالتقارير المصرفية لأكثر المصارف الإسلاميّة تتضمّن بعضاً من جوانب الغموض.

أقسام الدّراسة:

بعد أن قمنا بتوضيح الإشكاليّة وأظهرنا المنهجية المتّبعة، عملنا على طرق ومعالجة الموضوع في خمسة فصول توالى فيها الأفكار والطّروحات على النحو التّالي:

الفصل الأوّل: واقع النشاط الاستثماري في المصارف الإسلاميّة وتركيبته من حيث الأجل

كمدخل لهذه الدّراسة استعرضنا في هذا الفصل مفهوم الاستثمار المصرفي وكذا أهميته وأهدافه مع التركيز بشكلٍ خاص على الاستثمار طويل الأجل باعتباره محور الدّراسة. وكروية تحليليّة قمنا بدراسة وتحليل بعض المؤشّرات بُغية التعرّف على الواقع العملي للنشاط الاستثماري في المصارف الإسلاميّة وهذا على مستوى عيّنة محدّدة ولفترة معيّنة (2003-2014). وتبعاً للتشخيص المتقدّم وعلى ضوء نتائجنا حاولنا حصر أهمّ المعوّقات التي وقفت حجر عثرة أمام ولوج تلك المصارف مجالات الاستثمار طويل المدى بالقدر المطلوب منها كمؤسّسة استثماريّة تنموية.

الفصل الثاني: تقييم أثر التوسع في الاستثمار قصير الأجل على أداء المصارف الإسلامية

تمتمة لما تناولناه سابقاً وتوسعةً لنطاق التحليل فقد خصّصنا هذا الفصل لتقييم أداء المصارف الإسلامية في ظلّ الانحسار الكبير للنشاط الاستثماري طويل الأجل، والأخذ المفرط بأساليب الاستثمار قصير الأجل. وقد سبقنا ذلك بعرض مختصر لواقع هذا الأخير على مستوى عيّنة من المصارف الإسلامية - وهي العيّنة ذاتها المأخوذة في الفصل المنصرم-، وبتشخيصٍ لأهمّ وأجلاً الأسباب التي ألزمت هذه الأخيرة الركون بشكلٍ كبيرٍ إلى ذلك الشكل من الاستثمارات (أي الاستثمار قصير الأجل).

الفصل الثالث: مفاهيم عامة حول التصكيك الإسلامي وأهميته الاقتصادية

وأما هذا الفصل - والذي يعدُّ في نظرنا حلقة الوصل بين الفصلين السابقين وباقي الفصول - فصبينا اهتمامنا فيه على التعريف بألية التصكيك وأسباب نشأتها، وعملنا على بيان أهمّ المنتجات التي تتولّد عن تلك العملية، مع توضيح آلية عمل كل نوعٍ منها ومجالات تطبيقها. كما قمنا أيضاً ببسط أهمّ المزايا التي تتضمنها وتُسفر عنها سواء بالنسبة للمصارف الإسلامية أو للتظام المالي أو للمجتمع والاقتصاد برُمَّته.

الفصل الرابع: التصكيك الإسلامي كآلية لزيادة نسبة الاستثمار طويل الأجل في عمليات المصارف الإسلامية

بعد التعريف بالآلية وبخصائصها ومُنتجاتها قمنا في هذا الفصل ببيان مظاهر قدرة الآلية المدروسة على تذليل أهمّ العقبات والمشاكل العمليّة التي واجهت النشاط الاستثماري طويل الأجل بالمصارف الإسلامية - التي تمّ التطرّق إليها في الفصل الأوّل-، بما قد يُساهم في تفعيل حركة هذا الأخير والرفع من حجمه أو نسبته. وقد تمّ هذا بعد أن سبقنا ذلك العرض بعرضٍ للمقومات التي تمتلكها الآلية والتي تؤهلها لمصاف الأساليب الاستثمارية الإسلامية الكفؤة، ولممارسة الدور المشار إليه آنفاً.

الفصل الخامس: أثر عمليات التصكيك على تركيبة الاستثمار في المصارف الإسلامية

ولمعرفة مقدار التطابق بين ما قُدّم من طرحٍ وما هو موجود وملموس فعلاً، عُنيّا في هذا الفصل بدراسة وتحليل أثر استثمارات الصّكوك على حركة النشاط الاستثماري طويل الأجل، وذلك على مستوى عيّنة من المصارف الإسلامية في مختلف البلدان خلال الفترة 2003-2014 - وهي العيّنة ذاتها التي تمّ تحليلها في الفصل الأوّل-. حيث عملنا بداية على دراسة التطوّرات التي شهدتها سوق الصّكوك على المستوى العالمي، وبينّا أسباب نموّها، بالإضافة إلى موقع المصارف الإسلامية فيها (بشكلٍ عام). وبعد الانتهاء من ذلك صرفنا اهتمامنا إلى عيّنة المصارف التي تمّ اختيارها، فحلّلنا حركة استثمارات الصّكوك بها (إصداراً واكتتاباً)، وعلى إثر ذلك التحليل أجرينا تقييماً لأثر تلك الاستثمارات على النشاط الاستثماري طويل الأمد بشكلٍ خاص. وبعد أن لمسنا أثراً مقبولاً على إثر التحليل عمدنا إلى طرح بعضٍ من السُّبل التي تهيئ الجو المناسب للأخذ بذلك النشاط (أي الاستثمار في الصّكوك) على نحوٍ واسعٍ من طرف المصارف الإسلامية.

وتأسيساً على ما تناولناه في مختلف فصول الدراسة قمنا في النهاية بعرض أهمّ النتائج التي تمخّضت عن عملية التحليل والتقييم، كما قدّمنا بعضاً من التوصيات.

نسأل الله تعالى أن يوطئ هذا العمل أكناف القبول في الأرض، والثواب الجزيل في الآخرة، يوم لا ينفع مالٌ ولا بنون إلاّ من أتى الله بقلب سليم، والحمد لله فاتحة كل خير، وتمام كل نعمة. "أما سائر ما تكلمنا عليه ممّا استدركناه بملغ أفهامنا، وأخذناه عن أمثالنا، فإنّا أحقّاء ألاّ نزكّيه، وألاّ نوّكد الثّقة به، وكل من عشر منه على حرف أو معنى يجب تغييره فنحن نناشده الله في إصلاحه، وأداء حقّ النصيحة فيه، فإنّ الإنسان ضعيف لا يسلم من الخطأ، إلاّ أن يعصمه الله بتوفيقه".



الفصل الأول: واقع النشاط الاستثماري في المصارف الإسلامية وتركيبته من حيث الأجل

تمهيد:

بحثاً عن كيان يحفظ مال المسلمين، ويفتح لهم أبواب الاستثمار الحلال، ويصرفهم عن أبواب الربا ويضعهم على قدم المساواة مع غيرهم من الأمم في المضمار الاقتصادي والمالي، بل ويجعلهم إلى السبق أقرب اهتدى المفكرون المسلمون في وقت قريب إلى فكرة إنشاء مصارف تلتزم في معاملاتها المالية ونشاطاتها الاستثمارية بالشريعة الإسلامية أحكاماً ومقاصد، مع الالتفات إلى تطلّعات المجتمع الإسلامي للتنمية الاقتصادية والاجتماعية. فكان ممّا تراءى لجمع المؤسسين لذلك الكيان عند ذاك أن تكون وظيفته الأساسية القيام بالاستثمار في النشاطات والمشاريع الإنتاجية بحثاً عن القيمة المضافة وتأسيساً لاقتصاد حقيقي. ولما كان الأمر كذلك دأب المنظرون على تنظيم نشاطه الاستثماري، فأوجدوا له الأسس ووضعوا له الضوابط واستحضروا له مختلف صيغ الاستثمار قديمها وحديثها، ممّا أقرته الشريعة وممّا جادت به التطورات.

إنّ الصفة النموية التي طبعت عليها المصارف الإسلامية وقت تأسيسها قد ألزمتها - نظرياً - التركيز على النشاط الاستثماري طويل الأجل. بيد أن الواقع العملي قد أتى بخلاف ما كان مسطّراً، فالمسيرة العملية دلّت على توجّه تلك المصارف نحو أسلوب المراجعة لتمويل القطاعات الاقتصادية والمشاريع الإنتاجية التي ترتفع فيها درجة الضمان وتقل فيها درجة المخاطرة، وتعد بأرباح عالية، وتؤمن سيولة كافية، ممّا حدا بكثير من الناس إلى الاعتقاد بأنّ المالية والمصرفية الإسلامية لا تختلف في كثير من الأحيان عن المالية والمصرفية التقليدية التي تتخذ الإقراض والاقتراض أساساً لوجودها وأعمالها.

لئن كان هذا هو الواقع الذي لا مرأى فيه فإن الحال يستدعي تشخيصاً دقيقاً لأسباب الانحراف وتحسيدهاً عملياً حقيقياً لسبل التقويم والترشيد.

وتصديقاً لما أتينا على ذكره آنفاً فإنّ هذا الفصل يسعى سعياً حثيثاً إلى الاحاطة بمسألة النشاط

الاستثماري في المصارف الإسلامية نظراً وواقعاً. وتفصيلاً يتناول ذلك في ثلاث مباحث أساسية هي:

المبحث الأول: الاستثمار طويل الأجل وأهميته في التمويل الإسلامي.

المبحث الثاني: واقع الاستثمار طويل الأجل في تمويلات المصارف الإسلامية.

المبحث الثالث: معوقات الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية.

المبحث الأول: الاستثمار طويل الأجل وأهميته في التمويل الإسلامي

بعد أن أظهرت النظريات وأكدت الممارسات حقيقة أهمية الاستثمار كسبيل أفضل وأوحد للنمو والتوسع، عمل القائمون على شؤون المصرفية الإسلامية على هيكلته وتنظيمه، فوضعوا له تقسيمات معينة وحددوا له آجالاً معلومة وسنوا له ضوابط مُسترشدين في ذلك بمقاصد الشرع العامة وقواعده الكلية، فاتّضحت بذلك صورته النظرية وتبينت قواعده التطبيقية. ومع أن دراستنا تهتمّ بتفصيل القول في الاستثمار المصرفي طويل الأجل تحديداً، فإننا نرى من باب الضرورة المنهجية بيان مفهوم مصطلح الاستثمار المصرفي بشكل عام.

المطلب الأول: الاستثمار المصرفي

يُعتبر الاستثمار المصرفي شكلاً من أشكال الاستثمار، يلقي تفضيلاً وإقبالاً كبيراً على مستوى مختلف الاقتصاديات، إذ يأوي إليه جزءٌ مهمٌ من موارد مختلف الأعوان الاقتصادية. وهو نشاط ترعاه مؤسسات خاصة تدعى المصارف، فتقوم على تخطيطه وتنفيذه ومتابعته بحيث يتماشى مع أهدافها ويجاري احتياجات عملائها ومتطلباتهم، وتؤدي من خلاله خدمة جوهرية للاقتصاد الوطني. له خصوصياته التي تميزه عن غيره من أشكال الاستثمار الأخرى، وله سماته التي تُظهر التقليدي منه والإسلامي.

أولاً: مفهوم الاستثمار في المصرف التقليدي والإسلامي

أ. الاستثمار في المصرف التجاري التقليدي

ينصرف مفهوم الاستثمار في المصرفية التقليدية بشكل عام إلى عملية تخصيص الأموال لمنح قروض بمختلف أنواعها بشكل أساسي، واقتناء الأوراق المالية (الأسهم والسندات) والأدوات المالية الأخرى لمختلف الأغراض - للاحتفاظ بها كموجودات أو للمتاجرة بها بمختلف الوسائل -، وغير ذلك من الأنشطة الأخرى*. كما يُقصد به توظيف المصرف لجزء من الأموال الخاصة أو الأموال المودعة لديه في شراء الأوراق المالية والتي تكون غالباً على شكل سندات توخياً للربح وحفاظاً على درجة من السيولة التي تتمتع بها تلك الأوراق لإمكان تحويلها إلى نقود في أكثر الأحيان¹.

ب. الاستثمار في المصرف الإسلامي

تشير المدونات الاقتصادية والمصرفية إلى الاستثمار في المصارف الإسلامية فتقصد به قيام المصرف بتوظيف جزء من أمواله الخاصة أو المودعة لديه في العمليات الاستثمارية، وذلك كالتوظيف في أسهم الشركات الصناعية والتجارية والمالية والعقارية، أو الاشتراك في تأسيس هذه الشركات والاكتتاب في جزء من رأس مالها². ويُراد به عند البعض الآخر قيام المصرف الإسلامي بتوظيف الأموال المتاحة له من مصادر ذاتية مع حسابات الاستثمار التي يتلقاها بصفته مضارباً، وذلك باستخدام وسائل عديدة مثل عقود المضاربة والمشاركة

* تشير الدراسات إلى ثمة أكثر من 254 نشاط تمارسه المصارف التقليدية في الوقت الزاهن.

¹ - محمد باقر الصدر، "البنك اللاروي في الإسلام"، دار المعارف للطبوعات، سوريا، 1994، ص 161.

² - علي بن محمد جمعة، "معجم المصطلحات الاقتصادية والإسلامية"، مكتبة العبيكات، الرياض، الطبعة الأولى، 2000، ص 44، بتصرف.

الفصل الأول: واقع النشاط الاستثماري في المصارف الإسلامية وتركيبته من حيث الأجل

سواء كانت تجارية أم زراعية وعقود السلم أو الاستصناع وعقود الإيجار وعقود البيع بالأجل وعقود المراجعة، أو عن طريق تأسيس منشآت تابعة للقيام بأوجه نشاط مختلفة عن طريق الإسهام في منشآت قائمة بذاتها¹. هذا، ويبحث باحث آخر إلى تحديد المراد به فيعرفه على أنه توظيف الموارد المالية المتاحة للمصرف الإسلامي في قنوات الاستثمار مباشرة الأنشطة التجارية والصناعية والزراعية والخدمية بنفسه أو بالمشاركة والمضاربة مع قطاعات الأعمال الأخرى في مشروعات بعد دراستها بهدف المحافظة عليها ونموها، وبما يحقق التنمية وعائداً مجزياً يخدم مصلحة المجتمع في إطار القواعد المستقرة للشريعة الإسلامية، وما تفرضه الجهات الرقابية والمتابعة². وبشكل غير ذي تفصيل يحدد باحث آخر مفهوم الاستثمار في المصرف الإسلامي فيريد به توظيف أو تشغيل الموارد المالية المتاحة للمصرف بهدف المحافظة عليها وتنميتها، بما يسهم في تحقيق أهداف المصرف وبراغي مصلحة المجتمع أيضاً، وذلك في ضوء الضوابط والأسس الشرعية الاقتصادية الإسلامية³. إذا كنا قد أشرنا إلى هذا الكم من المفاهيم التي تناولت تعريف مصطلح الاستثمار في المصرفية التقليدية والإسلامية توالياً، فإن من تمام الإحاطة والإفادة أن نجلي ما بين تلك المفاهيم من فروق واختلافات، وإن كان في الحقيقة يكفيننا في ذلك اختلاف إطارهما الفلسفي والمنهجي.

ولكونها كثيرة ومتعددة فإننا سنكتفي بذكر نقطة افتراق جوهرية. فنشير - بناءً على التعريفات السابقة - إلى حقيقة أنه إن كان محلّ تعاملات المصارف التقليدية كما تشير إليه التعاريف أصولاً مالية فقط، فإن تعاملات المصارف الإسلامية تختلف تماماً عن تلك الطبيعة، إذ أن محلّها أصول وموجودات حقيقية وليس مجرد أصول مالية. فكل وحدة يبتئها المصرف الإسلامي في المجتمع يقابلها سلع وخدمات تتحرك محققة قيمة مضافة حقيقية. بتعبير آخر فإن كل وحدة مرتبطة ارتباطاً وثيقاً بطبيعة النشاط أو الأصل الممول⁴. واستناداً إلى ذلك فإن من المستساغ القول أن طبيعة تعاملات المصرف الإسلامي تلك تجعله مستثمراً حقيقياً و طرفاً فاعلاً في النشاط الاقتصادي. وعلى خلاف ذلك، فإن طبيعة الاستثمار في المصرف التجاري التقليدي تُقيمه مقام التاجر في العقود الباحث عن الفروق في الأسعار، وحتماً فإن هذه الطبيعة لا تؤهله لأن يكون مستثمراً بالمعنى الحقيقي.

ثانياً: خصائص وأهداف الاستثمار المصرفي

أ. خصائص الاستثمار المصرفي:

كنا قد أشرنا من قبل على سبيل التقديم أن الاستثمار المصرفي له خصوصياته التي تميّزه عن غيره من أشكال الاستثمارات العادية. ولئن كانت هذه الملحوظة لا تحمل دليلاً على ذلك، فإن العنصر البحثي الذي نحن

¹ - جلال عبد الناصر، "المعجم الاقتصادي"، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2006، ص45.

² - محمد محمود مكاوي، "الاستثمار في البنوك الإسلامية"، مؤسسة رؤية، الإسكندرية، 2011، ص93.

³ - محمد عبد المنعم أبو زيد، "النشاط الاستثماري للمصارف الإسلامية وموقعاته مع الإشارة إلى تجربة المصارف الإسلامية في مصر"، رسالة ماجستير في الاقتصاد، جامعة الإسكندرية، 1991، ص19.

⁴ - عبد الحميد عبد الفتاح المغربي، "الإدارة الاستراتيجية في البنوك الإسلامية"، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، الطبعة الأولى، 1425هـ، ص92-93.

الفصل الأول: واقع النشاط الاستثماري في المصارف الإسلامية وتركيبته من حيث الأجل

بصدد تفصيله يتضمّن تلك السمّات التي توكّد ذلك التفرّد، وهذا عرض لها¹:

- * يقوم على فكرة التعدّد (تنوع الاستثمارات من حيث المجالات والأماكن) سواء من حيث درجة المخاطرة تجنّباً لمخاطر الاعتماد الكبير على نشاط وحيد، أو من ناحية معدّل الربحية تعظيماً للربح. كما يُفيد ذلك التعدّد أو التنوع في تمكين المصرف من جذب المدّخرات سواء كانت كبيرة أم صغيرة.
- * الخطر الذي يتعرّض له المصرف ليس فقط في العائد، وإتّما في أسعار أصوله وفي القدرة على تسهيلها لتسديد الالتزامات، وفي تعرّث عملائه وتراكم الديون المعدومة.
- * أن هذا الأسلوب يتميّز بالاعتماد على رأس المال متعدّد الموارد (يعتمد الاستثمار المصرفي أساساً على أموال الغير) والقابل للتقصّ والزيادة نظراً لتداخل عمليات السّحب مع عمليات تدفّق الموارد نتيجة الإيداع.
- * أنّه يتميّز بالقدرة على إبقاء الاستثمار في حالة سيولة نقدية، بحيث يستطيع المودع لدى المصرف أن يسحب جزءاً من وديعته نقداً أو جميعها في الموعد المحدّد دون أن يؤدّي ذلك إلى إجراء تصفية بشكلٍ عاجل للقروض الممنوحة بوجه عام. وهذا يعني أن المصرف على استعداد تامّ لردّ الودائع إلى أصحابها في أيّ وقت، وله القدرة على إبقاء العمليات الاستثمارية في حالة مستمرة في الوقت ذاته² (أي حماية الاستثمارات القائمة من التصفية الفورية أو الاضطرارية).

ب. أهداف الاستثمار المصرفي:

وهي وإن كانت عديدة فإنّ ثمة سبيل لاختصارها ضمن أهداف كبرى، تماماً كما هو وارد أدناه³:

- شمول الاستثمار للأشطة الاقتصادية للمجتمع.
- مشاركة رأس المال في النشاط الإنتاجي الحقيقي وعدم استخدامه لمجرّد الحصول على العائد.
- تحقيق التشغيل الكامل لرأس المال.
- تنمية العنصر البشري.
- تحقيق الربح وتجسيد مقاصد الشريعة.

ولئن حاولنا تحليل هذه الأهداف الأصولية بغية استبطان أهداف فرعية تتسق وطبيعة الاستثمار المصرفي

فإنّنا سنقف على جملة الأهداف الآتية:

- * المحافظة على أصل المال (رأس المال أو قيمة الأصول الحقيقية) وتنميته بما يُساعد على تحقيق هدف النمو في جانب الموارد الدّاتية وفي جانب التوظيفات الاستثمارية معاً.
- * تحقيق الربح بأكبر نسبة ممكنة وبصفة مستقرّة وبمعدّل نمو مستمر. وهو هدف يندرج ضمن الأهداف الخاصّة

¹ - أنظر كلاً من: سامي حسن أحمد حمود، "تطوير الأعمال المصرفية بما يتفق والشريعة الإسلامية"، دار الاتحاد العربي، القاهرة، الطبعة الأولى، 1396هـ، ص 354. يوسف كمال محمد، "المصرفية الإسلامية الأزمنة والمخرج"، مكتبة الوفاء، القاهرة، الطبعة الثانية، 1996، ص 20، 115، بتصرف.

² - وائل عريبات، المصارف الإسلامية والمؤسسات الاقتصادية "أساليب الاستثمار، الاستصناع، المشاركة المناقصة (المنهية التملك) النظرية والتطبيق"، دار الثقافة، الأردن، 2006، ص 18.

³ - أميرة عبد اللطيف مشهور، "الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي"، مكتبة مدبولي، القاهرة، 1991، ص 49.

الفصل الأول: واقع النشاط الاستثماري في المصارف الإسلامية وتركيبته من حيث الأجل

بتحقيق المنفعة الدّائية للمصارف وبعدها جوهرها. وتسعى المؤسسة المصرفية إلى تحقيقه في ضوء التوازن بين هذا الهدف وكل من السيولة والمخاطرة. ورغم أن أغلب الباحثين ينظرون إلى الربح كهدف عرضي ثانوي يأتي بعد هدف التنمية (بالنسبة للمصارف الإسلامية)، إلا أنه يبقى هدفاً أساسياً لا يقلّ وزناً عن هدف تنمية المجتمعات ويكفيها في ذلك حجة كونه المصدر الأول والأساسي:

☞ لتغطية نفقات المصرف الفعلية، إلى جانب تكوين احتياطات وتوزيع عوائد على أصحاب الأموال.

☞ لتعزيز رأس المال وتنمية القدرات المالية، بما يزيد معه حجم التمويل والاستثمار وتنشط العمليات.

* توفير مستوى مناسب من السيولة لإمكان الوفاء بالمطلوبات واستعمالها عند الحاجة.

ثالثاً: أنواع الاستثمار المصرفي

تميّز في الحياة الاقتصادية بين نوعين من الاستثمار:

☛ نوع يقوم بالاستثمار المباشر في السلع والخدمات، كالمستثمر صاحب المشروع أو الشركة بتمويل من ماله الخاص، ويتولّى الإشراف والإدارة مباشرة. أو بطريق غير مباشر عن طريق شراء الأسهم في شركات المساهمة.

☛ نوع يوظّف المال عن طريق الإقراض والاقتراض بطريق مباشر، كإقراض المصرف للأفراد والمؤسسات. أو بطريق غير مباشر، عن طريق شراء السندات والشهادات والأذون بأنواعها سواء كانت تخصّ شركات أو حكومات.

فأما العلاقة الأولى فهي حيازة لأصول قائمة على العائد المتغيّر وتتضمّن مخاطرة في الاستثمار ومشاركة في العائد، وهذا يتّسق تماماً مع فلسفة ومنهج الاستثمار المصرفي الإسلامي. وأما العلاقة الثانية فهي حيازة لأصول نقدية قائمة على ضمان رأس المال وتثبيت العائد، وهذا يتّفق تماماً مع فلسفة وأسس المصرفية التقليدية.

وبما أن دراستنا تُعنى بالبحث في شؤون الاستثمار المصرفي الإسلامي دون التقليدي، فإننا سنباشر الحديث فقط عمّا يتعلّق بأنواع الاستثمارات التي يمكن أن تمارسها المصارف الإسلامية.

قد تستثمر المصارف الإسلامية بشكلٍ مباشر، فتتولّى تشغيل مواردها بنفسها مباشرة في مشاريع صناعية أو زراعية أو خدمية بُغية تحقيق الأرباح لمساهميها ولمودعيها وتحمل المخاطر المرتبطة بذلك. ويستطيع المصرف الإسلامي في إطار هذا النوع من الاستثمارات القيام باستثمار قدرٍ من رأسماله بشكلٍ مُنفرد، كما يمكنه القيام باستثمار جزء من رأسماله مُضافاً إليه أموال أصحاب الحسابات الاستثمارية المطلقة، في أيّ نوع يراه مناسباً من المشاريع المتاحة في البيئة المحيطة. ويقوم بنفسه بإدارة هذه المشروعات بما يتوفّر لديه من خبرات ومهارات وعمالة (يجتمع له الملك والإدارة، ويتّخذ القرارات الاستثمارية بخصوص موارده، باعتبار أن التملك يقتضي التصرف في حالة الاستثمار المباشر) أو يقوم باستعجار من يعاونه في ذلك من العمال أو الفنيين أو الخبراء، وذلك بالأسلوب الذي يراه ملائماً. وهذه المشروعات تظلّ مُلكاً كاملاً للمصرف طالما احتفظ برأسمالها، وتظلّ امتداداً قانونياً له مثلها مثل إحدى وحداته وإداراته الفنيّة الأخرى. والمتعارف عليه أن هذا النوع من الاستثمارات يكون عادة ذا طبيعة إنتاجية، ويتوقّف نجاح المصرف فيه على التراكم السّابق لديه من الخبرات والممارسات الإدارية والفنيّة والاستثمارية. وقد يكون استثماراً مباشراً بالاشتراك مع الغير ممّن يرغبون في استثمار أموالهم بأنفسهم، حيث يقوم

الفصل الأول: واقع النشاط الاستثماري في المصارف الإسلامية وتركيبته من حيث الأجل

المصرف بالاشتراك مع عملائه سواء من الهيئات أو رجال الأعمال ممن لهم خبرة ودراية في شؤون توظيف المال واستثماره، بتأسيس مشاريع جديدة أو شراء أو توسعة مشاريع قائمة، يكون لها كيان قانوني مستقل عن كيان المصرف، وعادة ما يتخذ شكل شركة الأموال. وهنا عادة ما يتحدد دور المصرف في هذه المشروعات حسب قيمة مساهمته سواء بالحصص أو بالأسهم ومدى مشاركته في الإدارة الفعلية للشركة، وهذا النوع يُعتبر من الأشكال السائدة لدى الكثير من المصارف الإسلامية لما يتمتع به من حماية قانونية كاملة لأموال المصرف.

هذا، وقد يتخذ الاستثمار المباشر شكل التقليب للمال بالبيع والشراء أو ما يسمى بالإتجار المباشر حيث يقوم المصرف الإسلامي بالشراء ثم البيع أو البيع ثم شراء المنافع أو الأعيان لحسابه مباشرة مع تأخير أحد العوضين - الثمن أو السلعة -، بهدف تقليب المال وتحريكه في عمليات تجارية للحصول على ربح حلال كامن في الفرق بين تكلفة الشراء وسعر البيع، ولتحقيق مصلحة أفراد المجتمع بتوفير احتياجاتهم من السلع المختلفة. ويُفترض في هذا الشكل الاستثماري أن يكون المصرف مُلمّاً إماماً تامّاً بظروف السوق واحتياجاته.

وقد تأخذ استثماراتها شكل الاستثمار غير مباشر. وهو الآخر على ضربين، فإما أن يكون بطريق المشاركة بين رأس المال والعمل، حيث يدفع المصرف ماله لمن يعمل فيه بحصة من نمائه، ويتخلى المصرف عن سلطته في اتخاذ القرارات الاستثمارية لصالح العامل كتحديد مجال الاستثمار ومكانه ومن يتعامل معهم وغير ذلك من الشروط التي لا تضيق على العامل وتكون في مصلحة النشاط الاستثماري. وإما أن يكون بطريق المساهمة في رأس المال بشراء أسهم الشركات المساهمة والمشاركة في ربح وخسارة الشركة، أو ما قد يُطلق عليه بشكل عام بالاستثمار في محفظة الأوراق المالية وبالأخص الأسهم وما في حكمها، إما بغرض الاحتفاظ بها وذلك في حالة أسهم شركات تابعة أو شقيقة، أو بغرض المتاجرة، أي شراء الأسهم ثم بيعها عند ارتفاع أسعارها أو عند الاحتياج للسيولة¹.

وإن يك ثمة من إشارة حقيقة بالذکر هنا، فهي عن أصناف المشاريع الاستثمارية التي يمكن للمصارف الإسلامية أن تشارك فيها من خلال أخذها بأسلوب الاستثمار المباشر بشقيه (المباشر الفردي والمباشر في صورة شركة) وغير المباشر في صورته الأولى. وعلى العموم فإن المصارف الإسلامية باعتمادها الأسلوبين المذكورين، فإنها إما أن تسهم في تأسيس أو إنشاء مشاريع جديدة يتولّد عنها طاقات إنتاجية جديدة، وإما أن تسهم في توسعة مشاريع قائمة بشرائها ومن ثمّ توسعتها بإضافة خطوط إنتاجية جديدة مثلاً، بغرض زيادة الطاقة الإنتاجية للمشروع نظراً لحصوله على أسواق جديدة. أو أنها تتملك مشاريع قائمة بغرض تحسينها وتجديدها لزيادة كفاءتها الإنتاجية من حيث حجم الإنتاج ونوعيته وتكاليفه. وقد يكون ذلك الامتلاك جزئياً (حصة)، كما قد يكون كلياً.

الآن وقد علمنا أن للاستثمار المصرفي الإسلامي شكلين أساسيين، بقي لنا أن نبين تصنيف كل منهما

¹ - محمد عبد الحليم عمر، "الأسس الشرعية والمحاسبية لتوزيع الأرباح في المصارف الإسلامية"، ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر "دور المؤسسات المصرفية الإسلامية في الاستثمار والتنمية" جامعة الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، 2002.

الفصل الأول: واقع النشاط الاستثماري في المصارف الإسلامية وتركيبته من حيث الأجل

من حيث البعد الزمني. فأما بالنسبة للاستثمار المباشر الذي يحمل الطابع الإنتاجي، فالواضح أنه يتوافق وطبيعة الاستثمار طويل الأجل، والحال نفسه ينطبق على الاستثمار غير المباشر بطريق المشاركة في رأس المال والعمل. وأما الاستثمار المباشر في شكله التجاري فالمعلوم عنه أنه ذو أمد قصير، ولا يحمل الصفة الإنتاجية، ومن ثم فهو يلج في دائرة الاستثمار قصير الأجل. وأما بالنسبة للاستثمار غير المباشر المتجسد في صورة التعامل في الأوراق المالية فإن ذلك يُرَدُّ إلى ما يهدف إليه المصرف من وراء تملك تلك الأوراق. فإن كانت غايته الاحتفاظ بها والمشاركة في ربح وخسارة الشركة المصدرة له، فهذا يدل على أنه استثمار ذو أمد بعيد، أما إن كانت غايته البحث عن فارق الأسعار، فهذا يلج حتماً ضمن دائرة الاستثمار قصير الأجل. هذا، وإن كان في حقيقة الأمر أن المستثمر - الحقيقي - في الأوراق المالية غالباً ما يهتم بالاستثمار طويل الأجل ومتوسط الأجل وتبقى الأسهم في حياته لمدة طويلة، ويهتم أكثر بتحقيق الأرباح التي تخصصها الشركات للأسهم، ويعكس هذا حال المصارف الإسلامية. وهذا خلاف المضارب الذي يهتم أساساً بالعائد الفجائي والتسريع الذي يتحقق من ارتفاع أسعار الأسهم في الأجل القصير ولا يحتفظ بالأسهم إلا لفترة قصيرة.

والحقيقة أن تصنيف الاستثمار من الناحية الزمنية تصنيفاً دقيقاً إنما العبرة فيه بالزمن. فمتى كانت مدة الاستثمار تقل عن السنة فهو في حكم الاستثمار قصير الأجل، ومتى زادت مدة الاستثمار عن خمس سنوات فهو يلج في دائرة الاستثمار طويل الأجل، وهذا استناداً إلى تصانيف الاقتصاديين المتفق عليها بالأغلبية وليس بالإجماع.

أما ما يتعلق بالأدوات أو الصيغ التي تستخدمها المصارف الإسلامية في ممارستها الاستثمارية المباشرة وغير المباشرة، فالإشارة إليها قد كانت ضمنية. فأما الاستثمار المباشر وغير المباشر الإنتاجيين، فإنه يمكن تنفيذها بصيغ الاستثمار طويل الأجل، كصيغ المشاركة والمضاربة والوكالة بالاستثمار - سيجري تحليل هذه الصيغ في موضع قادم باعتبارها ركن ركين في دراستنا-. وأما الاستثمار المباشر في شكله التجاري، فيستند على كل من صيغ المراجعة والسلم والاستصناع والإجارة.

إن هذا التصنيف قد تم اعتماده بناءً على عدد من الخصائص نوردتها في الجدول أدناه:

الجدول رقم 01-01: جوانب التمييز بين أساليب التمويل المصرفية الإسلامية من منظور الاستثمار

طويل الأجل والاستثمار قصير الأجل

| الإجارة | السلم/الاستصناع | المراجعة | المضاربة | المشاركة | الأسلوب الخصائص |
|-------------|-----------------|-------------|-------------|-------------|--------------------------------|
| بسبب التملك | بسبب التملك | بسبب التملك | بسبب التملك | بسبب التملك | استحقاق الربح |
| ارتباط تام | ارتباط تام | ارتباط تام | ارتباط تام | ارتباط تام | ارتباط التمويل بالجانب الحقيقي |
| أشبه بالبيع | بيع | بيع | استثمارية | استثمارية | طبيعة العلاقة |
| إجارة | دين ومتاجرة | دين ومتاجرة | استثمار | استثمار | طبيعة التمويل |

الفصل الأول: واقع النشاط الاستثماري في المصارف الإسلامية وتركيبته من حيث الأجل

| المدى الزمني (غير محدد شرعاً) | طويل الأجل | طويل الأجل | قصير الأجل | قصير الأجل | متوسط الأجل |
|-------------------------------|------------|------------|------------|------------|-------------|
| الحصر في المشاريع الاستثمارية | نعم | نعم | لا | لا | لا |
| درجة المخاطرة | متوسطة | مرتفعة | منخفضة | منخفضة | منخفضة |
| حصة شائعة من الربح | نعم | نعم | لا | لا | لا |

المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على مجموعة من المراجع¹.

ومع الإقرار بأن كل الأساليب التمويلية الإسلامية تصلح لأن تكون أساليب استثمارية بالمعنى العام للاستثمار، فإن الذي نؤكد عليه أنه وفي حال نظرنا إلى الاستثمار طويل الأجل كاستثمار ممولد للثروة فإن جملة الأساليب التي تناسب وطبيعة هذا الأخير تنحصر في كل من: المشاركة والمضاربة والاستثمار المباشر (بطبيعة الحال)، في حين تلج كل من: المراجعة والسلم والاستصناع والإجارة ضمن دائرة أساليب (صيغ) الاستثمار قصير الأجل.

هذا، وإن كان في حقيقة الأمر أن كل الصيغ تصلح لمختلف الممارسات الاستثمارية ولكل الآماد الزمنية الطويلة والمتوسطة والقصيرة على السواء، بيد أننا أشرنا إلى ذلكم التقسيم استناداً إلى الواقع العملي كما تشير إليه الدراسات، والتي ترى ذلك التوزيع الذي أتينا على ذكره. ونزيد على ذلك أن صيغ التمويل قصير الأجل هي في حقيقتها صيغ خادمة للاستثمارات طويلة الأجل، فتجهيز وتسيير المشاريع الاستثمارية طويلة الأجل هو بحاجة إلى صيغ تمويلية كالمراجعة والاستصناع والإجارة.

ونؤكد في الختام أن تصنيف الاستثمار المصرفي أو غيره يحمل الكثير من التداخل، فعلى سبيل المثال نجد أن الاستثمار طويل الأجل هو استثمار حقيقي، إنتاجي، تقوم به مؤسسات محلية أو أجنبية، مع العلم أن كل ما ذكرناه من مصطلحات يعدّ مقياساً يصنّف على أساسها نوع الاستثمار.

المطلب الثاني: الوظيفة الاستثمارية في المصرف الإسلامي

تعدّ الوظيفة الاستثمارية من أبرز وظائف الكيان المصرفي الإسلامي وأكثرها وزناً وقيمةً بين وظائفه عامة إذ تحمل على عاتقها مسؤولية تحقيق الكفاءة في إدارة الأموال وتجسيد مشاركتها الفعالة في الإنتاج والتوزيع بما يحقق التفاعلات الاقتصادية والاجتماعية اللازمة لإحداث التنمية الاقتصادية والاجتماعية المنشودة في نشأتها. والأكيد أن تلك المنزلة إنما ارتبطت أساساً بمكانة النشاط الاستثماري ضمن أنشطة المصرف، إذ يعدّ محور النشاط المصرفي الإسلامي ككلّ ومصدره الرئيس في توليد الإيرادات، كما يُجمع على ذلك القائمون على شؤون الصيرفة الإسلامية.

أولاً: مفهوم الوظيفة الاستثمارية

تعتبر الوظيفة الاستثمارية من أبرز الوظائف الإدارية التي تتولّى إدارة موارد وأعمال الكيان المصرفي

¹ - لعرض أكثر تفصيل أنظر كل من: عبد الباري مشعل، "آليات التوازن الكلي في الاقتصاد الإسلامي"، أطروحة دكتوراه، جامعة الإمام محمد بن سعود، المملكة العربية السعودية 2001، ص 227. مندر حف، "مفهوم التمويل في الاقتصاد الإسلامي: تحليل فقهي اقتصادي"، مكتبة الملك فهد الوطنية، جدة، الطبعة الأولى، 1998، ص 58.

- Blom Invest SAL, 'Islamic Banking in The MENA region', Research study, 2009, p60-61.

الفصل الأول: واقع النشاط الاستثماري في المصارف الإسلامية وتركيبته من حيث الأجل

الإسلامي، ووجه التميّز البيّن الذي به يفترق هذا الأخير عن نظيره الكيان التقليدي بما تحمله من اختلافات جوهرية في فلسفتها ومنهجها. ويعرّفها الصّيارفة بأنّها تلك الوظيفة التي تُعنى بالبحث والتعرّف على المشروعات القائمة وإنشاء مشروعات جديدة وتوفير التمويل اللازم لقيامها¹. أو بوجهٍ آخر تلك الوظيفة التي تتولّى عمليات تكوين رأس المال بمعنى تجميع الفوائض المالية المتاحة للأفراد والهيئات، ومن ثمّ توظيفها واستثمارها من خلال إتاحتها للمستثمرين بغرض تشغيلها في مختلف الأنشطة الاقتصادية الحقيقية. ويستند إطارها العام على مجموعة من العوامل أهمّها: تعبئة وتوفير حجم مناسب من الموارد يتّسم بالاستقرار والمرونة والتنوّع مع تشغيل وتوظيف شبه كامل لتلك الموارد بما يدعم السياسة الاقتصادية ويحقّق أهداف التنمية ويراعي تنزيل أحكام الشريعة الإسلامية هذا إلى جانب إدارة الأموال، وما يستتبع ذلك من تحقيق التوازن بين الموارد والاستخدامات في ظلّ السياسات المقرّرة من جانب السّلطات التّقديّة، مع مراعاة عاملي السيولة والربحية².

ثانياً: السياسة الاستثمارية

بشكلٍ عام يشير مُصطلح سياسة الاستثمار إلى خطّة توزيع الأصول في ضوء توقّعات المستثمر لأسعار الفائدة ومعدّل التضخّم والنمو الاقتصادي وما يحيط بالاستثمار من مخاطر. كما يُقصد بالسياسة الاستثمارية الخطّة المرسومة لتوظيف أصول المصرف، والتي تتناول تحديد مواصفات الاستثمار من مجالات الاستثمار وأنواع الأنشطة والقطاعات الاقتصادية التي يمكن الاستثمار فيها (برنامج الاستثمار) وكمية الموارد المالية الممكن تخصيصها لذلك، والخطوط العامة التي تحكم نشاط المصرف في مجال اتّخاذ قرار تنفيذ الاستثمارات ومتابعتها بما يكفل تحقيق الأمان والربحية والسيولة والمشاركة في مشاريع التنمية.

تقوم سياسة الاستثمار في المصارف التقليدية على مجموعة من الأسس أهمّها:

- الالتزامات القانونية وتشمل: نسبة الاحتياطي القانوني، نسبة السيولة.
 - درجة ضمان الاستثمار وسرعة تصفيته سواء باللجوء إلى سوق الأوراق المالية أو إلى المصرف المركزي³. هذا إضافة إلى عاملي الأمان والربحية.
 - الأوضاع الاقتصادية السائدة من ركود أو ازدهار وانتعاش. ويُضاف إلى ذلك الظروف السياسية المعاشة.
 - أسعار الفائدة السائدة في السوق المالية، وطبيعة الموارد ونوعيتها ومُدّد وتواريخ استحقاقها.
- وبطبيعة الحال فإنّ السياسة الاستثمارية للمصارف الإسلامية هي الأخرى لا تخرج عن هذه الأسس باعتبار هذه الأخيرة جزءاً من النظام الاقتصادي والمصرفي، إلّا فيما يتعارض مع فلسفتها ومنهجها، وأقصد بذلك كلّ ما يتعلّق بقضية الفائدة ونحو ذلك. ويُراعى في ذلك أيضاً ما يتّصل بالقيود الشرعية لممارسة النشاط الاستثماري (أي أحكام الشريعة).

¹ - محمد جلال سليمان، "الودائع الاستثمارية في البنوك الإسلامية"، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، الطبعة الأولى، 1996، ص 36.

² - اتحاد المصارف العربية، "دور الصيرفة الإسلامية في تعبئة الموارد والأدوات الإسلامية الحديثة"، اتحاد المصارف العربية، بيروت، 2005، ص 276-277.

³ - زياد رمضان ومحفوظ جودة، "الاتجاهات المعاصرة في إدارة البنوك"، دار وائل، عمان، الطبعة الثالثة، 2006، ص 132.

الفصل الأول: واقع النشاط الاستثماري في المصارف الإسلامية وتركيبته من حيث الأجل

هذا، ويعتمد نجاح السياسة الاستثمارية في المصارف الإسلامية على عدة اعتبارات عددها المختصون بشؤونها في:

- تكثيف سياسة الاستثمار مع الأهداف الاستراتيجية في مختلف مراحل إنشاء المصرف.
- الالتزام بتنوع الاستثمارات وأساليب الاستثمار¹ بما يكفل توزيع المخاطر وتحقيق العائد المجزي.
- وجود تلاؤم بين توزيع الاستثمارات بين القطاعات المختلفة وآجالها، وإعادة النظر دورياً في هذه التوزيعات بحيث لا تتركز الأموال المتاحة للاستثمار في مشروعات معينة لمدد طويلة.
- ضرورة التوفيق بين طبيعة الاستثمارات وطبيعة الالتزامات التي تمثلها تلك الاستثمارات².
- الاستئناس بمشورة أهل الخبرة والتخصص عند دراسة المشاريع الاستثمارية الكبيرة أو النشاط المستجد لأول مرة، وتضمن آرائهم في المذكرة المعروضة لاتخاذ القرار.

ثالثاً: مهام الوظيفة الاستثمارية في المصرف الإسلامي

- بوجه عام تتولى هذه الوظيفة مسؤولية ومتابعة السياسة الاستثمارية للمصرف بما يتفق وأهدافه، كما تتولى تطوير وسائل وطرق الاستثمار بما يكفل حسن استخدام موارد المصرف مع الالتزام بالمحافظة على الربحية والضمان والسيولة. وتمثل أهم اختصاصاتها ومسؤولياتها في³:
- ✍ الاشتراك في رسم السياسة العامة للمصرف في مجال الاستثمار، سواء كان ذلك في القطاع الصناعي أو الزراعي أو التجاري أو العقاري أو الحرفي أو الخدمات، قصيرة ومتوسطة وطويلة.
 - ✍ الاشتراك في وضع الخطط وبرامج التنفيذ المختلفة بعد إقرارها من طرف مجلس الإدارة.
 - ✍ التعرف على فرص الاستثمار وتعريف المستثمرين بها، واتخاذ كل ما من شأنه دراسة هذه الفرص.
 - ✍ تحليل المشاريع ودراسة جدواها أو سلامتها. ويتم ذلك من عدة زوايا لتقرير عناصر السلامة لها.
 - ✍ دراسة احتياجات المجتمع من الاستثمارات المختلفة والمجالات المتاحة لذلك تدعياً لأهداف المصرف.
 - ✍ الإشراف على مشاريع المصرف الاستثمارية، وتوجيه الإدارات المختصة فنياً فيما يتعلق بإشرافها على الاستثمارات التي تقع في دائرة اختصاصها.

ولا شك أن تنزيل الجهاز الاستثماري لهذه المهام على الواقع تنزيراً جيداً يجعل المصرف الإسلامي ذا بُعد استثماري تنموي، إذ فضلاً عما يستجلبه ذلك من مصلحة ذاتية، فإن التزامه بتجسيد تلك المسؤوليات يُفضي أيضاً إلى تحقيق المصلحة العامة للمجتمع، ومن ذلك على سبيل الذكر:

➤ ترويج فرص الاستثمار.

➤ تحسين المناخ الاستثماري العام.

¹ - محمد عبد الله الشباني، "بنوك تجارية بدون ربا: دراسة نظرية وعملية"، دار عالم الكتاب، الرياض، 1987، ص 289-290، بتصرف.
² - إبراهيم الدسوقي، "استئثار احتياطات التأمينات الاجتماعية مع التطبيق على المملكة العربية السعودية"، جامعة الملك سعود، المملكة العربية السعودية، الطبعة الأولى، 1988، ص 119.
³ - أحمد عبد العزيز النجار، "الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية"، الاتحاد الدولي للبنوك الإسلامية، القاهرة، الجزء الأول، 1977، ص 71-72.

الفصل الأول: واقع النشاط الاستثماري في المصارف الإسلامية وتركيبته من حيث الأجل

- تمويل بذرة رأس مال مشروعات الغير بتقديم رأس المال المبدئي اللازم لبدء المشروع، أو بتأسيس مشروعات بالاشتراك مع الغير، أو تأسيس المشروعات بملكية تامة على أمل بيع الأسهم فيما بعد.
- تمويل التوسع في مشروعات قائمة سواء كانت هذه المشروعات تابعة للمصرف كلياً أو كانت مملوكة للغير.

المطلب الثالث: الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية

لقد تناولنا في المطلب السابق حديثاً عن الاستثمار المصرفي اجترأنا فيه بالإشارة إلى مفهومه وأهدافه وخصائصه دونما أن يُدلي حديثنا ذلك بسبب أو نسب إلى شكله الأساسين القصير والطويل باستثناء الفرع الذي تناولنا فيه أنواع الاستثمار المصرفي والذي أراه حديثاً مقتضباً للغاية منه بيان المعالم الأساسية للدراسة دونما تفصيل أو تحليل. ولكون دراستنا تَهتمُّ أكثر بالتنوع الأخير من صنوف الاستثمار، ومن باب التمييز بين الأفهام والحرص على تسلسل الأفكار فقد ارتأينا أن نتفرد بمطلب نستجلي فيه كل ما يتعلّق بالاستثمار المصرفي طويل الأجل باعتباره محور المباحثة، هذا مع الاهتمام وبشكلٍ دائمٍ بعرض الاختلافات الجوهرية منها والسطحية بين النظريتين الإسلامية والتقليدية متى ما وجدت ودعت الضرورة إلى ذلك.

أولاً: مفهوم الاستثمار المصرفي طويل الأجل

يُعرّفه أحد الباحثين بوصفه توظيف الأموال في أية أصول لآجال متوسطة أو طويلة بهدف تحقيق عائد¹. وفي مفهوم آخر يُعرّف الاستثمار المصرفي طويل الأجل بوجهه التقليدي على أنه تلك المبالغ المنفقة في شراء الأوراق المالية التي تُصدرها المنشآت العامة والخاصة لمدة طويلة من الزمن. وفي موضع آخر يُراد به توظيف المصرف لجزء من موارده في عمليات طويلة الأجل تعود بالمرود المناسب عليه².

أمّا عن مفهومه في نظر المصرفية الإسلامية فالحق أننا لم نجد فارقاً فيما عرضناه في أحد المطالب السابقة وفيما سنقوم بعرضه الآن، ذلك أن جزئيات تلك التعاريف تحمل دلالةً عن المدى الزمني الطويل وإن كانت لم تنطق بذلك صراحة. ومن ثمّ فإنّ أية إضافة في هذا المطلب إنّما هي من باب توفية الفائدة وجمع ما عرضه مختلف الباحثون في هذا الشأن، وإن كان هناك في الحقيقة شُحاً كبيراً في تناول هذا المصطلح.

جاء في تعريف أحد الباحثين للاستثمار المصرفي الإسلامي طويل الأجل أنه توظيف المصرف الإسلامي لجزء من الموارد المتاحة له لفترات زمنية تزيد عن سبع سنوات وفقاً للضوابط والأسس الشرعية والاقتصادية الإسلامية، بهدف المساهمة في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية في المجتمع، وتعظيم ثروة المساهمين والمودعين بالمصرف الإسلامي³.

وفي تعريف آخر يشير أحد الباحثين بشكل غير صريح لمفهوم الاستثمار المصرفي طويل الأجل من خلال

¹ - عباد صالح سلام، "البنوك العربية والكفاءة الاستثمارية"، اتحاد المصارف العربية، بيروت، 2004، ص 92.

² - اتحاد المصارف العربية "برنامج تقييم المشروعات من وجهة النظر المصرفية"، اتحاد المصارف العربية، بيروت، 1976، ص 151.

³ - أشرف محمد دوايه، "دور الأسواق المالية في دعم الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية"، دار السلام، القاهرة، الطبعة الأولى، 2006، ص 18.

الفصل الأول: واقع النشاط الاستثماري في المصارف الإسلامية وتركيبته من حيث الأجل

ذكره للعمليات الاستثمارية التي يمارسها المصرف الإسلامي بقوله: "يرتبط النشاط الاستثماري في المصارف الإسلامية بالقيام بعمليات تمويل طويلة الأجل لقطاعات اقتصادية مختلفة، وكذلك بإقامة مشروعات عن طريق المساهمة في رسمتها واجتذاب مساهمين آخرين إليها أو تمويلها بما يُعرف بأسلوب المشاركة المتناقصة"¹.

وفيما يخصّ وجوه الشبه والاختلاف التي يمكن استخلاصها من خلال التعاريف الواردة عن المصطلحين فإن الواضح في شأن وجوه الشبه أن كلاهما يستهدف أساساً خدمة النشاط الإنتاجي باعتبار الاستثمار طويل الأجل نشاطاً يتدخل مباشرة في العملية الإنتاجية. أو بمعنى آخر كلاهما يروم تفعيل الأنشطة الاقتصادية الرئيسية المنتجة (سلع وخدمات) من زراعة وصناعة. أما ما يتعلّق بوجوه الاختلاف، فإن جزئيات التعاريف تشير إلى أن الاستثمار طويل الأجل في المصارف التقليدية يسلك أساساً شكل الاستثمار غير المباشر بخلاف ما هو عليه الحال في المصرفية الإسلامية، إذ عادة ما يتخذ فيها الاستثمار طويل الأجل شكلي الاستثمار المباشر والاستثمار غير المباشر. وقد علمنا ممّا سبقناه سلفاً ما بين الشكّلين من اختلاف سواء من ناحية الأهداف أو من ناحية أثرهما على القاعدة الإنتاجية.

ثانياً: أساليب وأدوات الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية

التزاماً بما تمليه الضرورة وسيراً على أهداف الدراسة فإننا لسنا ملزمين هنا بالوقوف على سائر تلك الأدوات أو الأساليب، وإنما سنحتزئ فقط الأساليب الاستثمارية المتعارف عليها وبالأخصّ طويلة الأجل، وهي التي ذكرناها في مستهلّ البحث لدى تفصيلنا لأنواع الاستثمار المصرفي. على أننا لن نتوقّف عند تلك الأساليب الفقهية القديمة فقط، وإنما سنتجاوز ذلك إلى ذكر بعض الأساليب المستحدثة، والتي تصلح لأن تكون أساليب داعمة للنشاط الاستثماري طويل الأجل في المصارف الإسلامية خاصّة في زمننا هذا.

①. الاستثمار المباشر كأسلوب للاستثمار طويل الأجل

يُراد بالاستثمار المباشر على وجه العموم، أن يعمل المستثمر مستعملاً وفوراته الذاتية - الشخصية والمؤسسية-. ويمكن أن يكون في جميع الأعمال التي يقصد منها الربح، تجارةً وصناعةً وغيرهما. ويقوم على تملك أعيان (أصول) منتجة لمنافع أو سلع، بقصد بيع المنتجات بأسعار تعود على المستثمر بعائد، بعد الحفاظ على أصوله دونما نقصان (عن طريق المخصّصات المتعدّدة الأنواع). ويمكن أن يكون فردياً أو بالتعاون مع عدد من الناس².

وصورته في المصارف الإسلامية كما سبق وقلنا أن تتولّى هذه الأخيرة توظيف مواردها الذاتية (حقوق الملكية) مباشرة في تأسيس وإقامة مشاريع إنتاجية جديدة وإدارتها، أو في امتلاك حصص من مشروع استثماري قائم بما يؤهلها للإشراف عليه واتخاذ القرارات الموجهة له، أو في تمويل توسيع لمشروع استثماري، بشكل فردي أو بالاشتراك مع الغير.

¹ - قاسم محمد قاسم، "كتاب المصارف الإسلامية: نماذج من تجارب بنوك إسلامية"، اتحاد المصارف العربية، بيروت، 1989، ص 259.

² - منذر قف، "حوار حول الوساطة المالية والمصارف الإسلامية"، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، المجلد 13، 2001، ص 95.

الفصل الأول: واقع النشاط الاستثماري في المصارف الإسلامية وتركيبته من حيث الأجل

وإذ سبقنا بالقول أن الاستثمار طويل الأجل يهدف بالأساس إلى بناء قاعدة إنتاجية، فإنّ المستخلص من التعريف السابق أن الاستثمار المباشر هو أيضاً سبيل لبناء قاعدة إنتاجية، فهو الذي يهدف بالأساس إلى تأسيس المشاريع والمساهمة فيها وتوسيعها، ومن ثم يسوغ القول أن الاستثمار المباشر هو أسلوب استثماري طويل الأجل.

وبخصوص ما قد يستجلبه هذا الأسلوب من منافع ومزايا للمصرف الإسلامي بما يجعلها راغبة فيه ومدفوعة إليه دعفاً بحكم مسؤوليتها، فيجزئ في ذلك الاستدلال بأهمية ومزايا المشروعات الاقتصادية باعتبارها الهدف الأساسي لذلك الأسلوب. وكما هو معلوم فإنّ المشروعات هي من أكثر أدوات الاستثمار الحقيقي انتشاراً وتنوعاً من حيث المجالات الممكنة طرقها، ما بين صناعي وزراعي وتجاري وعقاري... الخ، ولها أفضلية مرصودة على غيرها من أدوات الاستثمار الحقيقي الأخرى.

وبغض النظر عن تلك المنافع والمزايا والتي تشكّل في مجموعها عاملاً دافعاً للخوض في غمار أنشطة الاستثمار المباشر، فإنّ ثمة دوافع أخرى تحثّ المصرف الإسلامي حثّاً لنهج هذا الأخير، يمكن تلّمسها في العناصر التالية:

* الطبيعة المميّزة للمصرف الإسلامي كمؤسسة استثمارية، وليس مجرد وسيط مالي تفرض عليه التصدي المباشر لقضيّة الاستثمار من خلال البحث عن الفرص الاستثمارية ودراساتها والعمل على إنشاء وإقامة المشروعات مباشرة بدل الانتظار حتى يقوم بها المتعاملون ثم يتقدّم بمشاركتهم.

* ضعف الطلب الجاري على أساليب التوظيف الأخرى ذات الطبيعة الاستثمارية كالمشاركة والمضاربة نتيجة المعوّقات البيئية والمصرفية، الأمر الذي يضطرّ المصرف الإسلامي لاعتناق أسلوب الاستثمار المباشر باعتباره الأداة المتاحة تحت سيطرته لإبراز صفته الاستثمارية من ناحية، ولتوظيف موارده وعدم تركها عاطلة من ناحية أخرى.

* قد تكون هناك بعض المشروعات اللائمة أو المفيدة للمصرف تحديداً أو لنشاطه الاستثماري خاصّة إمّا لتدعيم مشروعات أخرى للمصرف أو أنشطة معيّنة أو أهداف ما تمّم هذا الأخير. أو يرغب في تطوير أوجه استثمارية معيّنة أو إدخال أنماط استثمارية أو تحقيق الإفادة العلمية واكتساب الخبرة في مجال ما... الخ، ولا يجد من يقوم بتنفيذ المشروع أو المشروعات التي تحقّق له ذلك فيعمد إلى إقامتها مباشرة بنفسه¹.

* وقد يكون الدافع لنهج أسلوب الاستثمار المباشر تدعيم سوق الأوراق المالية الإسلامية عن طريق تأسيس مشروعات وطرحها للاكتتاب العام لتزيد من حصّة الأسهم الإسلامية بما يسهم في تنشيط تلك السوق.

وبناءً على هذه القنوات، فإنّنا ننصرف إلى القول بأن الاستثمار المباشر - رغم ما يعترضه من معوّقات عديدة (سيأتي الحديث عنها فيما بعد) - وما يتحمّله من أعباء وما يتطلّبه من إمكانيات وكفاءات كثيرة، هو أكثر الأساليب ملائمة لطبيعة المصارف الإسلامية وأكثرها قدرة على تحقيق أهدافها وإبراز طبيعتها الاستثمارية الخاصّة وبالذات حين تعجز الأساليب الأخرى عن تحقيق ذلك، خاصّة إذا أخذنا في الحسبان أن الاستثمارات التي تتمّ

¹ - محمد عبد المنعم أبو زيد، "النشاط الاستثماري للمصارف الإسلامية ومعوقاته مع الإشارة إلى تجربة المصارف الإسلامية في مصر"، مرجع سبق ذكره، ص 71.

الفصل الأول: واقع النشاط الاستثماري في المصارف الإسلامية وتركيبته من حيث الأجل

وفق هذا الأسلوب تكون تحت السيطرة الكاملة للمصرف، بعكس الاستثمارات التي تتم من خلال الأساليب الأخرى حيث يكون للعملاء (الشركاء) دور كبير في تحديد متغيراتها المختلفة.

②. المشاركة كأسلوب للاستثمار طويل الأجل

من المعلوم أن ثمة تفاوتاً بين قدرات ملائكي الأموال واستعداداتهم، إذ أن بعضهم بفطرتهم غير قادرين على القيام باستثمار مدّخراتهم استثماراً مباشراً متمثلاً في التجارة وما شابهها، كما أن بعضهم بسبب الإمكانيات والقدرات وكمية المدخرات - التي يمتلكونها - عاجزون عن استثمار أموالهم على انفراد، وإنما لابدّ من خلطاء لتحقيق استثمار فعّال لما يحوزونه. اعتباراً لذلك، وأملاً في تحقيق رفاهية شاملة لسائر أفراد المجتمع، أقرّ الإسلام جملة من طرق الاستثمار القائمة على خلط أرباب الأموال بين مدخراتهم عند الاستثمار والدمج بينها لتحقيق تمييز أكبر ورفاهية أشمل لهم بصفة خاصة، ولجتمعاتهم بصفة عامة.

تُمثّل المشاركة أساساً من أسس النشاط الاستثماري في الإسلام، وأسلوباً من أساليب التوظيف التي يُرتكز عليها نشاط وحياة المصارف الإسلامية. وهي تعني في عمومها أن يشترك فرد أو مؤسسة مالية (شركة أو مصرف أو دار مال... الخ) بالمال والخبرة مع آخرين ممن يرغبون في استثمار أموالهم بأنفسهم في إقامة وتشغيل مشروع إنتاجي ما، يتشاركون في ملكيته كلاً بقدر مساهمته في رأس ماله، ويتحمّلون ما يترتب عليه من حقوق والتزامات ومن ربح وخسارة... الخ. وعلى هذا الأساس فإن المشاركة في المصرف الإسلامي تعني مساهمة المصرف في رأس مال مشروع استثماري، يترتب عليه أن يصبح المصرف شريكاً في ملكية المشروع الإنتاجي وشريكاً في إدارته والإشراف عليه، وشريكاً أيضاً في كلّ ما ينتج عنه من ربح أو خسارة بالنسبة التي يُتفق عليها.

وهي أسلوب استثماري يقوم على الأساس الفقهي للشركة في الإسلام عامة. والشركة في الإسلام تقوم على تعاون بعض الأشخاص بأموالهم وعملهم في عمل إنتاجي مشروع لهم ربحه وعليهم خسارته. وهي مشروعة (أي الشركة) بالكتاب والسنة والإجماع، وقد قسّمها الفقهاء إلى نوعين¹:

شركة أملاك: وتعني اشترك اثنين أو أكثر في عين ملكاها بإرث أو وصية أو هبة أو شراء، ونحو ذلك، سواء ثبت الاشتراك بفعل الشريكين كما في الشراء والهبة والوصية، أو بغير فعلهما كالإرث.

شركة عقود: وتعني تعاقد اثنين أو أكثر على الاشتراك في مال أو عمل أو هما معاً، وما ينتج عن ذلك من ربح أو خسارة. تنقسم إلى أنواع نذكرها كما يلي: شركة الأموال، شركة الأبدان (الأعمال أو الصناعات)، شركة الوجود.

هذا، وتعدّ شركة العنان أقرب أنواع الشركات إلى أنشطة المصارف الإسلامية، والمنطلق الأساسي لنظام

المشاركة فيها.

¹ - أنظر كلا من: - ابن رشد، "بداية المجتهد ونهاية المقتصد"، دار المعرفة، بيروت، الطبعة السادسة، الجزء الثاني، 1982، ص 254-255.
- عبد العزيز الحياط، "الشركات في الشريعة الإسلامية والقانون الوضعي"، دار البشير، عان، الطبعة الرابعة، الجزء الثاني، 1994، ص 22-49.
- عبد الحميد محمود البعلي، "أدوات الاستثمار في المصارف الإسلامية"، الديوان الأميري، الكويت، دون تاريخ، دون طبعة، ص 160-164.
- سمير عبد الحميد رضوان، "أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية ودراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية"، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، 1996، ص 237-241.

الفصل الأول: واقع النشاط الاستثماري في المصارف الإسلامية وتركيبته من حيث الأجل

بعد أن أدركنا أن أسلوب المشاركة قائم على الأساس الفقهي للشركة، وأنّ لهذه الأخيرة أشكالاً عديدة وأن شركة العنان بوصفها واحدة من تلك الأنواع هي أقرب وأنسب أنواع الشركات لأعمال المصارف الإسلامية. بقي لنا أن نشير إلى الصّور أو الصّيغ التي يمكن بها تطبيق أسلوب المشاركة في المصارف الإسلامية، وذلك على سبيل المثال لا الحصر باعتبار أن المجال لا يزال مفتوحاً لكلّ ابتكار آخر، مادام محكوماً بإطار الشّرع وقواعده الكلية. وفيما يلي تفصيل لها:

**** المشاركة الدائمة (الثابتة):** ومضمون هذه الصورة أن يقوم المصرف الإسلامي بالمساهمة في تمويل جزء من رأس مال مشروع معيّن، فيصبح بذلك المصرف شريكاً في ملكية المشروع يساهم في إدارته والإشراف عليه، وله كافة الحقوق وعليه كافة الالتزامات المترتبة على تلك الملكية، وله من الأرباح بقدر النسبة التي شارك بها¹. وهي تسمّى كذلك لدوامها وبقيائها لفترة طويلة من الزمن ولثبات حصّة مساهمة المصرف فيها طوال هذه المدّة.

**** المشاركة المتناقصة (المنتهية بالتملك):** تقوم على المشاركة في رأس المال والنتائج المحتمل، ولكن مع تخارج أحد الشريكين تدريجياً عن طريق بيع حصّته للشريك الآخر، وبذلك تؤول ملكية المشروع بالكامل بعد فترة إلى أحدهما².

**** المشاركة على أساس صفقة معيّنة:** في هذا النوع من المشاركة يتقدّم العميل إلى المصرف برغبته في مشاركته له في تمويل صفقة معيّنة، كاستيراد كمية من السلع، أو تنفيذ عملية من عمليات المقاولات على أن يكون المصرف شريكاً في هذه الصفقة، ويقسمان عائدها ربحاً كان أو خسارة، وفقاً لما يتفقان عليه.

بهذا العرض نكون قد انتهينا من الحديث عن أسلوب المشاركة وإن كان بشكل مقتضب، ونصير إلى القول بأن عالم المشاركات عالم مُتسع، تتعدّد صيغته وأشكاله، وتنوّع مجالاته وأنواعه. وأن في سائر أنواع الصّيغ التي رأيناها مُتسع لإقامة نظام مصرفي متكامل يستوعب جميع التطوّرات، ويستجيب لمختلف الحاجات، في إطار شرعي نظيف مبرزاً من الرّبا والرّيبة، يستطيع المصرف الإسلامي أن يختار منها ما يراه ملائماً لتحقيق أهدافه والوفاء بحاجاته ومتطلّباته.

وأما عن مدى كونه أسلوباً صالحاً للاستثمار طويل الأجل، فنستدلّ على ذلك بالتصريح بأن هذا الأسلوب يُبرز كون المصرف الإسلامي ليس مجرد ممول مالي للمستثمرين، تربطه بهم علاقة الدائن بالمدين، ولكنّه شريك لهم في العمليات الاستثمارية بكل ما يتطلّبه مفهوم المشاركة من مقومات وما يترتب عليه من نتائج سواء من حيث القيام بدراسة واختيار العملية الاستثمارية، أو القيام بتنفيذها ومتابعتها، أو القيام بتحمّل المخاطر التي تتعرّض لها والنتائج التي تترتب عليها من ربح أو خسارة³.

¹ - عز الدين حوجة، "أدوات الاستثمار الإسلامي"، مصرف الزيتونة، تونس، 2014، ص104، بتصرف. وللتوسع أنظر أيضاً: مصطفى كمال طایل، "البنوك الإسلامية المنهج والتطبيق"، دار الوفاء، المنصورة، الطبعة الأولى، 1990، ص92.

² - للتوسع أنظر: قطب مصطفى سانو، "المشاركة المتناقصة وضوابطها الشرعية"، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد الخامس عشر، الجزء الأول، 2004، ص519-521.

³ - محمد عبد المنعم أبو زيد، "نحو تطوير لنظام المضاربة في المصارف الإسلامية"، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، 2000، ص63-64.

3. المضاربة كأسلوب للاستثمار طويل الأجل

إن وجوب استثمار الأموال في الإسلام على جميع ملائكتها في جميع الأحوال يقتضي - ضمناً - لجوء الملاكين إلى الاستثمار إما بأنفسهم إن كانوا قادرين على ذلك، أو عن طريق غيرهم إن كانوا عاجزين عن القيام بالاستثمار بأنفسهم، وهذا الاستثمار عن طريق الغير لا يخلو إما أن يكون مشاركة - كما فصلنا الحديث في ذلك من قبل - أو يكون الاستثمار مُضاربة تقوم على الجمع بين أرباب الأموال وأرباب العقول المبدعة بغية تحقيق رفاهية ليس للملاكين وحسب، وإتماً لأصحاب تلك العقول المبدعة التي لا تتوافر على رأسمال كافٍ لتحقيق ما يصبون إليه من أرباح¹.

وإذ عُلم هذا، فإن الواضح أن المضاربة هي الأخرى نوع من المشاركة بين صاحب الأموال وصاحب الخبرات (أصحاب العقول المبدعة) يقدم فيها الأول ماله والثاني خبراته، ويقتسمان نتائج المشروع بينهما بنسب يتفق عليها.

وإذا ما أسقطنا هذا التصور على نطاق الأعمال المصرفية، فإنه ما من شك أن أصحاب الودائع والمدخرات هم الذين يقومون بدور رب المال، أما العامل فإنه يتمثل في المصرف الذي يقوم باستقبال هذه الأموال ودفعها في قنوات الاستثمار المختلفة، بعد القيام بالبحوث والدراسات اللازمة لكل عرض استثماري يُقدم إليه ثم يسهر على متابعة التنفيذ ومراقبة خطواته إلى أن تتم التصفية النهائية، فهو يقوم بدور المنظم في استثمار هذه الأموال وتوجيهها إلى مواقع التثمين والتنمية. وإذا ما أضاف المصرف جزءاً من أمواله الخاصة إلى أموال الودائع ودفع بالجميع إلى قنوات الاستثمار تعددت صفته فأصبح مضارباً وشريكاً في نفس الوقت، فهو مضارب بعمله في مال الغير وشريك لمشاركته بماله في رأس المال.

والمضاربة على ضربين، مضاربة مطلقة (عامّة)، وهي تلك التي لا تتقيّد بزمان ولا مكان ولا نوع تجارة أو استثمار. ومضاربة مقيدة، وهي ما قيّدت بعض ذلك أو كله.

أمّا على المستوى التطبيقي، فالأسلوب المضاربة أن يتمثل على صورتين. مضاربة ثنائية، وهي الصورة التقليدية لعقد المضاربة، وتقوم على الجمع بين طرفين أحدهما يقدم المال والآخر يقوم بالعمل في هذا المال. ومضاربة مشتركة، وهي صورة مطوّرة عن الصورة الأولى، يصبح بموجبها المصرف الإسلامي طرفاً وسيطاً بين المودعين (أصحاب المال) والمستثمرين (المضاربين). حيث يعرض - باعتباره وسيطاً بين رب المال والعامل - على أصحاب الأموال استثمار مدّخراتهم (وتكون في الغالب ودائع استثمارية باحثة عن الربح وتثمين المال)، كما يعرض - باعتباره صاحب المال أو وكيل عن أصحاب الأموال - على أصحاب المشروعات الاستثمارية (ممن لهم خبرة ودراية في شؤون توظيف المال واستثماره²) استثمار تلك الأموال، على أن توزّع الأرباح بينهما حسب الاتفاق بين الأطراف الثلاثة، وتقع الخسارة على صاحب المال.

¹ - قطب مصطفى سانو، "المدخرات: أحكامها وطرق تكوينها واستثمارها في الفقه الإسلامي"، دار النفائس، الأردن، الطبعة الأولى، 2001، ص 259.

² - محمد الشحات الجندي، "التعامل المصرفي والمالي المعاصر من منظور إسلامي: الطبيعة الاستثمارية للمصارف الإسلامية"، دار الفكر العربي، القاهرة، 2008، ص 56.

الفصل الأول: واقع النشاط الاستثماري في المصارف الإسلامية وتركيبته من حيث الأجل

ويتفق المنظرون على أن أسلوب المضاربة المشتركة هو الأسلوب الملائم لعمل المصارف الإسلامية أكثر من أسلوب المضاربة الثنائية. وحثتهم في ذلك أن الكثير من الاستثمارات العصرية أضحت تعتمد على مشاركة العديد من الأموال متعددة الملكية في العملية الاستثمارية، والتي يمكن لبعضها الدخول في النشاط بصورة متلاحقة ويتم دمجها تلقائياً مع الأموال السابقة، مع حفظ حق كل طرف بالاعتماد على الأساليب العلمية والفنية والحاسوبية المعاصرة. وهذا الوضع يختلف تماماً عن الشكل الثنائي التقليدي للمضاربة الذي يغلق باب المشاركة في العملية الاستثمارية على طرفيها فقط. ومعنى ذلك أن عقد المضاربة بصورته الثنائية ذات العلاقة المباشرة بين شخصين يعرف كل منهما الآخر معرفة جيدة، ليس ملائماً لكثير من صور الاستثمارات العصرية ولا المعاملات السائدة في مؤسسات الوساطة المالية القائمة على الصورة الجماعية المشتركة لتلقي الأموال من آلاف المودعين وخلطها بصورة متلاحقة، واستثمارها مباشرة عن طريق آلاف المستثمرين حيث لا توجد علاقة مباشرة بين أصحاب هذه الأموال والعاملين بها¹.

أما عن مدى كون المضاربة أسلوباً استثمارياً طويلاً الأجل، فنستدلّ على ذلك أولاً بدوره في جعل المصرف الإسلامي طرفاً أصيلاً في العملية الاستثمارية. واعتباراً بما أشار إليه المنظرون من أن أسلوب المضاربة وسيلة لإدخال الموجودات النقدية في النشاط الاقتصادي وتحويلها إلى عنصر إنتاج عن طريق عمل مشترك يقوم به المصرف والمستثمر معاً. فإن هذا يعني أن هذا الأسلوب يُخرج المصرف الإسلامي من دائرة العلاقة الدائنية إلى دائرة المشاركة في المشروع، فلا يكفي المصرف بتقديم المال للمستثمرين، بل يتعدى ذلك ليصبح شريكاً لهم في العمليات الاستثمارية وما يترتب عليها من نتائج سواء من حيث القيام بدراسة واختيار العملية الاستثمارية أو القيام بتنفيذها ومتابعتها، أو تحمّل المخاطر التي تتعرض لها، والنتائج التي تترتب عليها من ربح أو خسارة.

بهذا نأتي إلى نهاية الحديث عن الأساليب الاستثمارية الفقهية القديمة ببعض صورها. وسوف نستكمل في ذات الشأن الحديث عن بعض الأساليب الأخرى في مجال الاستثمار، فنتكلم عن شركات المساهمة وصناديق الاستثمار باعتبارها أساليب استثمارية حديثة يستطيع المصرف الإسلامي أن يختار منها ما يراه ملائماً لتحقيق أهدافه والوفاء بمطالباته، لتقف بجوار الأساليب القديمة جنباً إلى جنب في تمكين هذا الأخير من القيام برسالته، والاضطلاع بمهمته على خير وجه.

4. شركات المساهمة كأسلوب للاستثمار طويل الأجل

يعرّف شُرّاح القانون التجاري شركة المساهمة بأنها الشركة التي يكون رأسمالها مقسماً إلى أسهم متساوية قابلة للتداول، ولا يكون كل شريك فيها مسؤولاً إلاّ بقدر حصّته في رأس المال².

فمبنى هذه الشركة إذن هو أن رأسمالها مقسّم إلى وحدات تطرح في السوق لشرائها وتداولها. أمّا الشركاء

¹ - في الحقيقة أن الحجة المقدمة ليست هي الحجة الوحيدة في ترجيح أسلوب المضاربة المشتركة على أسلوب المضاربة الثنائية كأسلوب استثماري ملائم لاستثمارات المصرف المعاصرة وإنما هناك جملة أخرى من الحجج المقدمة في تبرير وجهة النظر تلك، وللتوسع في ذلك انظر: سابي حسن أحمد حمود، "تطوير الأعمال المصرفية بما يتفق والشريعة الإسلامية"، مرجع سبق ذكره، ص 422.

² - عبد العزيز الحياط، "الشركات في الشريعة الإسلامية والقانون الوضعي"، مرجع سبق ذكره، ص 86-87.

الفصل الأول: واقع النشاط الاستثماري في المصارف الإسلامية وتركيبته من حيث الأجل

في هذه الشركة، فإنهم لا يعرف بعضهم بعضاً بالضرورة¹، كما أنهم لا يعرفون شيئاً عن إدارة الشركة التفصيلية على وجه التحديد. وأما العمل في هذه الشركة- استثماراً وإدارة- فإنه يكون في الغالب من غير المساهمين/الشركاء ويكون من قبل إدارة منتخبة خارج الشركة غالباً، ولكنه بطبيعة الحال لا يمنع ذلك من أن يكون عمالها ممن لهم أسهماً فيها. وأما طرق استثمار هذه الشركة لأموال الشركاء، فإن أمر تحديد ذلك متروك لمجلس إدارتها الذي ينتقي من أساليب الاستثمار المتاحة أكثرها جلباً للأرباح وأبعدها في أكثر الأحيان عن الخسارة². وإن كان قد أشار المشرّع الوضعي إلى قَصْر نشاطها على المشروعات الكبيرة نسبياً والتي تحتاج إلى رؤوس أموال ضخمة لا تتوافر عادة لدى الأشخاص.

تأسيساً على ما جاء في التعريف تقوم هذه الشركات عند تأسيسها على تجميع رؤوس أموال تفي بمتطلباتها في الحال وفي المستقبل، توزّعها إلى وحدات صغيرة متساوية حتى يتمكن بواسطتها المستثمرون من الاشتراك في الشركة كل على حسب قدرته ورغبته، ليمكنوا في النهاية من استثمار مدّخراتهم العاجزة في الغالب عن الاستقلال بمشاريع استثمارية. وفي حال عجز أحدهم عن الاشتراك فيها عند التأسيس أو الاكتتاب، فإنه يستطيع أن يُستدرك ذلك من خلال شراء أسهمها المعروضة في السوق المالي، فيتمكّن بذلك تحقيق رغبته في استثمار مدّخراته.

ويُتفق خبراء المصرفية الإسلامية على أن قيام المصارف الإسلامية بإنشاء شركات المساهمة أو المساهمة فيها يعدّ توجهها مُلحاً في ظلّ الواقع الاقتصادي للدول العاملة بها وفي ظلّ الأهداف المرجوة منها. فشركات المساهمة للمصارف الإسلامية تعدّ من جهة أنسب أشكال الاستثمار الممكن إتاحتها لجمهير المدخرين الذين ليست لهم مشاريع خاصة يستثمرون فيها مدّخراتهم، ولا لديهم القدرة على تقويم المشاريع القائمة، ولا على أن يُصبحوا شركاء مُوصين³. كما أنها تعدّ من جهة أخرى من أحسن الأساليب الاستثمارية دعماً لتوجّه تلك المصارف نحو الاستثمار طويل الأجل.

5. صناديق الاستثمار الإسلامية كأسلوب للاستثمار طويل الأجل

تعرف صناديق الاستثمار الإسلامية بأنها عقد شركة مُضاربة بين إدارة الصندوق التي تقوم بالعمل فقط وبين المكتسبين فيه، حيث يمثّل هؤلاء في مجموعهم رب المال، يدفعون مبالغ نقدية مُعيّنة إلى إدارة الصندوق التي تمثّل دور المضارب، فتتولّى تجميع حصيلة الاكتتاب التي تمثّل رأس مال المضاربة، وتدفع للمكتسبين صكوكاً بقيمة مُعيّنة تمثّل لكل منهم حصّة شائعة في رأس المال الذي تقوم الإدارة باستثماره بطريق مباشر في مشروعات حقيقية متنوعة أو بطريق غير مباشر كبيع وشراء أصول مالية كأسهم الشركات الإسلامية. وتوزّع الأرباح المتحقّقة حسب المتفق عليه في نشرة الاكتتاب، وإن حدثت خسارة فيتحمّلها رب المال ما لم يكن هناك تفريط من جانب إدارة

¹ - رفيق يونس المصري، "فقه المعاملات المالية"، دار القلم، دمشق، الطبعة الأولى، 2005، ص 269.

² - قطب مصطفى سانو، "المدخرات: أحكامها وطرق تكوينها واستثمارها في الفقه الإسلامي"، مرجع سبق ذكره، ص 307.

³ - محمد عمر شابر، "نحو نظام نقدي عادل"، دار البشير، عمان، الطبعة الأولى، 1990، ص 71.

الفصل الأول: واقع النشاط الاستثماري في المصارف الإسلامية وتركيبته من حيث الأجل

الصندوق¹.

وإذ عُلم هذا، فإنه من البين أن صناديق الاستثمار الإسلامية ليست مجرد وسيط بين المدّخرين والشركات الأخرى، كما أن دورها لا يقتصر على الاستثمار غير المباشر المتمثل في تكوين محافظ مالية وإدارتها كما هو الحال في صناديق الاستثمار التي تُنشئها الهيئات التقليدية، بل إن دورها ليتعدّى ذلك (بالإضافة إلى الاستثمار غير المباشر) إلى الدخول في عمليات استثمارية مباشرة في مجالات مختلفة من قطاعات النشاط الاقتصادي.

وتنطلق الفكرة الأساسية لهذا الاستثمار من وجود هيئة معينة تتولّى إنشاء الوعاء الاستثماري المشترك (صناديق الاستثمار)، تسمّى هذه الجهة بجهة الإصدار أو بالمؤسّس أو شركة الإدارة أو مدير الصندوق (مصارف أو شركات استثمار). تتولّى هذه الهيئة القيام بالأعمال التالية²:

☞ إعداد دراسة اقتصادية لنشاط معين أو مشروع أو مجموعة مشاريع بحيث تبين جدوى الاستثمار في ذلك المجال. وقد يكون هذا المجال استثماراً في أسهم الشركات، أو في العقارات، أو في قطاع تجاري أو صناعي أو غيرها من المجالات التي تتحقّق فيها الجدوى الاقتصادية والمالية.

☞ بعد التأكد من جدوى المشروع أو مجموعة المشاريع، تعتمد تلك الجهة إلى إنشاء صندوق استثماري، فتحدّد أغراضه وتعدّد نشرة الاكتتاب أو ما يسمّى بلائحة العمل، حيث تشير فيه إلى كلّ التفاصيل المتعلقة بنشاط الصندوق وشروط الاكتتاب فيه وحقوق والتزامات مختلف الأطراف.

☞ بعدها تقوم الجهة ذاتها بتقسيم رأس مال الصندوق الاستثماري إلى وحدات أو حصص أو أسهم مشاركة أو صكوك متساوية القيمة، بحيث يكون اقتناؤها مُعبّراً عن مشاركة في ملكية حصّة من رأس مال الصندوق.

☞ وبعد تلقّي الجهة المصدرة للصندوق أموال المكتتبين، تُباشر استثمار الأموال المجمّعة لديها في المجالات المحدّدة في نشرة الاكتتاب، وتوزّع الأرباح في الفترات وبالكيفية المتفق عليها، كما تتولّى تصفية الصندوق في الموعد المحدّد لذلك.

أمّا عن مدى كونها أسلوباً للاستثمار طويل الأجل، فإن النّظر في الأساس الذي بُنيت عليه صناديق الاستثمار الإسلامية يجعلنا نُدرك بسهولة أن هذه الأخيرة أكثر قدرة على استقطاب الموارد كماً وكيفاً، وبالتالي أكثر قدرة على ولوج شتى المجالات والميادين الاستثمارية. فنهجها في تعبئة الموارد القائم على تقسيم رأس المال يمكنها من حياة موارد ضخمة، وتحديدتها للعلاقة التي تجمعها مع المشتركين يهيئ لها المورد المناسب. وغني عن البيان أنه متى اجتمع في المورد المالي طول الأجل وتقبّل المخاطرة، ومتى اقترن ذلك بالوفرة والإدارة الاستثمارية الخبيرة المتخصصة كانت الرغبة ومن ثم القدرة على القيام بالاستثمارات وخاصة طويلة الأجل أقوى وأكبر.

وهكذا نصل إلى نهاية حديثنا عن صناديق الاستثمار الإسلامية مُقرّرين بأنّها فعلاً هي أسلوب صالح وفعال للاستثمار طويل الأجل. ونذكّر في ختام هذا المطلب أن عالم الأدوات والأساليب الاستثمارية عالم متنوع

¹ - أحمد حسن أحمد الحسيني، "صناديق الاستثمار: دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1999، ص 21.

² - عز الدين محمد حوجة، "صناديق الاستثمار الإسلامية"، مجموعة دلة البركة، البحرين، الطبعة الأولى، 1993، ص 13-14.

الفصل الأول: واقع النشاط الاستثماري في المصارف الإسلامية وتركيبته من حيث الأجل

تعدّد صيغه وأشكاله، وتنوّع مجالاته وأنواعه، وللمصرف الإسلامي أن يختار منها ما يناسبه في ظلّ رتابة المنهج وشرعية الإطار، وطهر المنطلق، ونبل الهدف والغاية.

أما بخصوص انتقاء هذه الأساليب (وأقصد الحديثة بعينها)، فنقول أن الاختيار قد جاء نظراً لما تتمتع به من شيوع وإقبال في الأوساط الاستثمارية، إضافة إلى ما تتسم به من واقعية وملاءمة لاستثمار الأموال في هذا العصر. وبطبيعة الحال فإن ثمة أساليب أخرى حديثة لا يسعنا المقام أن نأتي عليها نظراً لقيود الموضوع على الدراسة. وأما الأساليب القديمة فلا يقتضي الأمر تبصرة، فهي الأساس الذي بُني عليه عمل المصارف الإسلامية وهو نشاط تنموي كما أشار إليه التنظير المصرفي الإسلامي. ثم إن جلّ الدراسات تعتمد إلى اتخاذها كمؤشّرات لدى تحليل النشاط الاستثماري طويل الأجل. وبطبيعة الحال لن نكون نحن الاستثناء، إذ ستكون تلك الأساليب سنداً في تحليل وتقييم عنصر الاستثمار طويل الأجل كما سنرى بإذن الله في المبحث الموالي.

ثالثاً: مزايا التوسّع في الاستثمار طويل الأجل للمصارف الإسلامية ولالأطراف ذات العلاقة

أ - مزايا الاستثمار طويل الأجل للمصارف الإسلامية

وهي المختصرة في النقاط التالية:

* زيادة الدور التنموي للمصرف الإسلامي، باعتبار أن الاستثمار طويل الأجل يحتم على المصرف التركيز على المشروعات الزراعيّة والصناعية ومشروعات البنية التحتية وغير ذلك من المشاريع ذات الأثر التنموي.

* تنوع الحافظة الاستثمارية لدى المصارف الإسلامية من ناحية القطاعات والآجال وقاعدة العملاء المتمولّين المستثمرين¹.

* يسمح للمصارف بدمج موجوداتها التّقدية في النشاط الاقتصادي بشكل مباشر وتحويلها إلى عنصر إنتاج.

* تنشيط دور المصارف في تعبئة المدّخرات عن طريق نشر الوعي الادّخاري والاهتمام بصغار المدّخرين واعتماد تشكيلة واسعة من وسائل تعبئة المدّخرات (تكوين رؤوس الأموال الإنتاجية) نظراً لما تحتاجه المشاريع الإنمائية من موارد مالية دائمة وضحمة. هذا مع الحرص على حسن توظيفها لكون المجالات التي ترتبط بعملية التنمية غالباً ما تتضمن مخاطرة أكبر.

* يتيح للمصارف فرصة للمساهمة في إنشاء مشاريع جديدة أو التوسّع في القائم منها، أين يكون طرفاً فعّالاً يُساهم في تحديد طرق الإنتاج وضبط توجّهات المشروع وكذا متابعة ومراقبة الأداء والمشاركة في نتائج النشاط.

* يُكسب المصرف قدرة عالية على استقطاب المودعين نظراً لارتفاع العوائد التي يدرّها الاستثمار طويل الأجل وهو الارتفاع الذي من شأنه تشجيع المدّخرين على توظيف المزيد من ثرواتهم لدى المصرف.

* يؤدي التوسّع في الاستثمار طويل الأجل إلى تحريك النشاطات الإنتاجية الصناعية منها والزراعية والتجارية، ممّا يسمح بإنشاء شركات ومشاريع، الأمر الذي يدفع المصرف في النهاية إلى فتح أوعية جديدة مُستقطبة لمزيد من

¹ - أحمد محي الدين أحمد، "تطبيق المضاربة والمشاركة الثابتة والمتناقصة في التحويلات المصرفية"، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر الرابع للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية مملكة البحرين، 2004، ص 05، بتصرف.

الفصل الأول: واقع النشاط الاستثماري في المصارف الإسلامية وتركيبته من حيث الأجل

المدّخرات.

* قد يتيح الاستثمار طويل الأجل للمصارف مجالاً تكتفي فيه بتقديم خدمات استشارية فنية تساعد على ترويج المشروع ودفعه، وذلك دون مشاركتها الفعلية في التنفيذ، ويتحصّل المصرف لقاء ذلك على عمولة.

* يدفع المصرف إلى البحث عن استثمارات في كل القطاعات الزراعيّة والصنّاعية والتجارية والخدمية، أي لا يسمح لها- ذلك الشكل من الاستثمارات- أن تحصر بحثها عن ذلك في القطاعات التي تغري بتحقيق عائد مجزٍ وسريع في الأجل القصير، وإتّما يلزمها بأن تبحث أيضاً عن المشروعات التي تحقّق عائداً اجتماعياً في الأجل الطويل (تشغيل الأيدي العاملة، تحقيق احتياجات المجتمع ورفاهيته).

* يجعل المصرف ذا طبيعة إيجابية، حيث يعمل على إيجاد مستثمرين إيجابيين وإدارة فعّالة وإيجابية، الأمر الذي من شأنه أن يدعم وظيفته التنموية على المستوى الاقتصادي والنّفسي والعقلي، وعلى المستوى الحضاري أيضاً¹.

* يسمح بتعدّد الأدوار التي يمكن أن يؤدّيها المصرف لدى تولّيه عملية الاستثمار، فله أن يؤدّي دور الضّامن أو دور الوسيط أو دور المرشد².

* في التزام المصرف بتنفيذ الاستثمارات طويلة الأجل تمكين لها من القدرة على التكيّف والتلاؤم المستمر مع التغيّرات الهيكلية للاقتصاد بطريقة عضوية.

* رفع مستوى الكفاءة التخصصية للمصارف الإسلاميّة، وذلك من خلال دراسات الجدوى للمشاريع التي تسمح بتحديد القيمة الحقيقية للموارد التي ينبغي استخدامها، الأمر الذي يؤدّي في النّهاية إلى تحقيق الاستخدام الأمثل للموارد.

* يحفّز المصارف الإسلاميّة على الدخول في المشروعات التنموية ذات العوائد الجيدة، ففي الاستثمارات طويلة الأجل تحرص هذه الأخيرة على أن يكون عائد المشروع الممّول مناسباً، لأن ربحه سيكون من ذلك العائد³.

* تدفع المصرف بما لديه من أجهزة فنية متنوّعة إلى دراسة المشروعات التي يرغب في المساهمة فيها، دراسة متأنّية من جميع جوانبها الاقتصادية والاجتماعية⁴، للتأكّد من مصداقيتها وقدرتها على العمل بطريقة رشيدة، فضلاً عن فائدتها للدولة القائمة فيها.

* يضمن تآلف وتضافر عنصري العمل والمال معاً بما يعود على من يقدمهما بالربح الذي يتكافأ مع الدور الفعلي لكلٍ منهما في العملية الإنتاجية، وهو ما يؤثّر بشكل إيجابي على ربحية ونمو الوحدات الاقتصادية بما فيها المصارف ويحافظ على رأس مال المجتمع ككل.

* يؤمّن للمصارف فرص توظيف عالية لجميع الموارد والطّاقات التمويلية.

¹ - محمد عبد الحميد الفتي، "الأداء الاقتصادي للمصارف الإسلامية وأثره في عملية التنمية الاقتصادية: دراسة فقهية اقتصادية"، عالم الكتب، القاهرة، 2010، ص 73.

² - للتوسع أكثر أنظر: رفيق بونس المصري، "مصرف التنمية الإسلامي أو محاولة جديدة في الربا والفائدة والبنك"، مؤسسة الرسالة، بيروت، الطبعة الثالثة، 1987 ص 423-424.

³ - يوسف الشبيلي، "التمويل بالمشاركة: الآليات العملية لتطويره"، ورقة بحثية مقدمة للندوة الثالثة لمصرف أبو ظبي الإسلامي حول التمويل بالمشاركة: الآليات العملية لتطويره الإمارات العربية المتحدة، 2011.

⁴ - أحمد عبد العزيز النجار، "طريقنا إلى نظرية متميزة في الاقتصاد الإسلامي"، كتاب بحوث مختارة من المؤتمر العالمي الأول للاقتصاد الإسلامي، المركز العالمي لأبحاث الاقتصاد الإسلامي، جدة، الطبعة الأولى، 1976، ص 365.

الفصل الأول: واقع النشاط الاستثماري في المصارف الإسلامية وتركيبته من حيث الأجل

ب آثار توسع المصارف الإسلامية في الاستثمار طويل الأجل على الفرد والمجتمع والاقتصاد ولنا هنا أن نجمع في هذه النقطة جملةً من المزايا الاقتصادية والاجتماعية والسلوكية والاستثمارية، وهذا عرض سريع ومبسّط لها:

* نشر ملكية النشاطات الاقتصادية وتوسيع رقعتها، وتحقيق عدالة أكبر في توزيع ناتج الاستثمارات من خلال إشراك فئات من المجتمع (الفرد المدخر المستثمر)، ومن ثمّ المساهمة في إغناء أكبر حجم ممكن من تلك الفئات.

* المساهمة في إنشاء الأصول الضخمة من مصانع وشركات وخطوط إنتاج، بما يؤدي إلى رفع معدل النمو الاقتصادي وتوسيع الطاقة الإنتاجية للمجتمع.

* يؤدي دوراً مهماً في الحفاظ على القيمة الحقيقية للحقوق لكل الأطراف ذات العلاقة بالنشاط المصرفي¹ - المدخرين والمصرف والتمويلين-. فالمدخر المستثمر في نفس الوقت سوف يستفيد من ارتفاع الأسعار (بما فيها سلعته) ويحقق ربحاً قد يلغي أو يقلل من الآثار التضخمية السلبية².

* امتصاص فوائض السيولة وإبعادها عن دائرة التراكم السلبي.

* في التزام المصارف الإسلامية بسلوك نهج الاستثمار طويل الأجل توجه نحو تغليب المصلحة العامة (المجتمعية) لأن المشاريع الاستثمارية الحقيقية إنما هي في الأساس مشاريع تنموية تستهدف الوفاء باحتياجات المجتمع أولاً قبل انتقالها إلى المستويات الأخرى في سلم الأولويات.

* نشر الوعي الاستثماري خاصة والوعي المصرفي الإسلامي عامة.

* تحسين المناخ الاستثماري العام السائد من خلال العمل على الاستثمار في المشروعات والبرامج الإنتاجية التي تصب في مصلحة المجتمع، والمشروعات المكرسة لقاعدة العمل الاقتصادي الأخلاقي.

* تحسين الأداء الاقتصادي للمشاريع، وذلك بالتوسع في المشاريع ذات معدلات النمو المتزايدة والمشروعات الأكثر إنتاجية.

* تحقيق التفاعل بين المصرف وأفراد المجتمع، حيث يشاركونهم في استثماراتهم أو يدعوهم إلى المشاركة في استثماراته ليحققوا مثله عائداً مرتفعاً على الأموال المملوكة.

* تعبئة الموارد الخاصة وتوجيهها نحو الأولويات المجتمعية بما يساعد على ضمان المساهمة الفعالة لأفراد المجتمع في مخطط الإنتاج الوطني.

* تحقيق العائد الاجتماعي من خلال طريقة وكيفية توزيع العائد الاستثماري، وتحقيق العدالة في التوزيع لأصحاب الأموال، فكل من المصرف والأفراد المشاركين في العملية الاستثمارية أمام مصير مشترك، وكلاهما يتحمل نصيبه من المخاطرة، فإن تحقق عائد فهو لهما معاً، وإن تحققت خسارة فلكل منهما كقل منها.

* التأثير على السياسة الاستثمارية للدولة ككل، حيث يدفعها إلى التوجه نحو المشروعات والبرامج التي تعمل على

¹ - مؤيد وهيب الزبيدي، "المصارف الإسلامية دراسة تقييمية لصيرفة لا تقوم على الفائدة"، الجامعة الأردنية، الأردن، 1994، ص 124.

² - درويش صديق جستنبي، "الفائدة والربح وأدوات التمويل الإسلامية: دراسة تحليلية اقتصادية"، جامعة الملك عبد العزيز، المملكة العربية السعودية، 1995، ص 24.

الفصل الأول: واقع النشاط الاستثماري في المصارف الإسلامية وتركيبته من حيث الأجل

إيجاد المنافع الاقتصادية (تشجيع الإنفاق الاستثماري على المشاريع)، وذلك بالنظر إلى وزنها المهم كمؤسسة من مؤسسات الدولة التي يقوم عليها الاقتصاد.

* دعم سوق الأوراق المالية عن طريق تأسيس المشاريع وطرحها للاكتتاب العام، فتتوسّع بذلك تشكيلة الأوراق المالية المطروحة وتتاح خيارات أوسع لتنويع المحفظة الاستثمارية، ويستتبع ذلك من تنشيط لسوق الأوراق المالية الإسلامية.

* إيجاد مؤشّر أساسي (معدّل عائد اقتصادي) لتخصيص الموارد وتقييم الفرص الاستثمارية.

* تؤدّي ميزة المزج بين عناصر الإنتاج التي يقوم عليها الاستثمار طويل الأجل وخاصّة بين عنصري العمل ورأس المال، إلى فتح مجالات لتشغيل ذوي الخبرات وأصحاب المهن في مختلف المجالات، فيزداد الطلب على الكفاءات وتنخفض معدلات البطالة، وتقلّ تكاليف الدعم الذي تقدّمه الدول، ويزداد الطلب على السلع والخدمات ومن ثم سرعة إنفاقها، فيكون بذلك دوران رأس المال حافزاً للاستثمار.

* تشجيع المسلمين على إيداع أموالهم لدى المصرف الإسلامي (حفز الأفراد على تهيئة وتوفير الموارد المالية طويلة الأجل ولو بالحجم الصغير) ودوام استثمارها بواسطته، وفي هذا ربط للمسلمين بعملية تكوين رأس المال كركن أساسي في تدعيم اقتصاديات المجتمع الإسلامي¹، وبالتالي ضمان مساهمة كل أفراد المجتمع في الاستثمارات الإنمائية.

* تحقيق المنفعة أو التنمية الاجتماعية من خلال المشاركة في خطط التنمية والمساهمة في توفير فرص الشغل وتوفير الحاجات الأساسية وتحقيق التكافل الاجتماعي، وشقّ السبيل التي تكفل تحقيق الرفاهية والرخاء للفرد والمجتمع.

المبحث الثاني: واقع الاستثمار طويل الأجل في تمويل المصارف الإسلامية

بعد عرض الجانب النظري للاستثمار طويل الأجل لدى المصارف الإسلامية مفهوماً وأهميته وأسلوباً تنفيذياً، نرى أن نلتفت الآن إلى بحث الجانب التطبيقي له، فنُعيّ بتحليل واقعه العملي لدى عيّنة من المصارف الإسلامية اعتماداً على مجموعة من المعايير والمؤشّرات، لنقف في أعقاب ذلك على مدى التزام أو انحراف المصارف الإسلامية عن إطارها النظري المفترض لها بدايةً. ولنهيّئ في ذات الوقت الحجّة أو الدافع لبحث المعوّقات والأسباب التي دفعت بالنشاط المصرفي إلى الانزواء تحت مظلة الاستثمارات قصيرة الأجل (وطبعاً ذلك في حال أثبتنا وجود انحراف في مسار المصرفية الإسلامية).

ولسوف نعتمد في تحليلنا لواقع النشاط الاستثماري طويل الأجل على عيّنة من المصارف الإسلامية البارزة (24 مصرفاً²) في عدد من الدول (7 دول) التي يستأثر فيها النشاط المصرفي الإسلامي بالاهتمام. وذلك خلال الفترة 2003-2014.

¹ - أحمد عبد العزيز النجار، "البنوك الإسلامية وأثرها في تطوير الاقتصاد الوطني"، مجلة المسلم المعاصر، العدد 24، 1980، ص 10، بتصرف.

² - المصارف المعنية بالدراسة هي على الترتيب التالي: مصرف البحرين الإسلامي، مصرف البركة البحريني، مصرف الإمارات البحريني، مصرف السلام البحريني، بنك التمويل الكويتي (فرع البحرين)، المؤسسة العربية المصرفية الإسلامية بالبحرين، مصرف قطر الإسلامي، مصرف قطر الدولي الإسلامي، مصرف الريان القطري، البنك العربي الإسلامي الدولي الأردني، البنك الإسلامي الأردني، مصرف الراجحي السعودي، بنك الجزيرة السعودي، البنك السعودي الهولندي، بنك البلاد السعودي، بنك RHB الماليزي، بنك CIMB

المطلب الأول: تحليل هيكل الموارد المالية طويلة الأجل

تعدُّ الموارد التمويلية طويلة الأجل بإجماع أهل الاقتصاد عامّة من الدّعائم الأساسيّة التي يقوم عليها النشاط الاستثماري طويل الأجل في المؤسسات، فهي الأداة الأساسيّة والوقود الضّروري الذي يقوم على تحريك وتشغيل ذلك النشاط وتغطية احتياجاته بكافّة أشكالها.

كما يُعتبر ذلك النوع من الموارد في الوقت ذاته من المتغيّرات الكميّة الرئيسيّة المؤثّرة في الاستثمار طويل الأجل، إذ يُرصد لها في ذلك أثرين مهمّين. فإذا ما زادت تلك الموارد حجماً زادت معها مقدرة الكيانات على التوسّع في الاستثمارات وتحسينها. وإذا ما ارتفعت تلك الموارد كمّاً زادت تبعاً القدرة على اختيار المشروعات ذات الطّبيعة الاستثماريّة والأهداف التنموية.

ولمّا كانت المصارف الإسلاميّة واحدة من بين الكيانات التي حملها المجتمع الإسلامي الاضطلاع بالمسؤولية التنمويّة، فإنها لم تكن لتعيد عن ذلك الإجماع. وطرقها للأنشطة والمشروعات الاستثمارية ذات الأثر التنموي الاقتصادي والاجتماعي، لا يتأتّى لها إلاّ بتجميعها لموارد مالية ذات أجل طويل وذات استعداد أو نزعة يغلب عليها طابع المخاطرة. لذلك فقد كان من الافتراضات الأساسيّة التي تبناها المنظّرون لنشاط المصارف الإسلاميّة غلبة الموارد المالية طويلة الأجل بالنسبة إلى المجلد قياساً لطبيعتها الاستثمارية المفترضة بداية. فهل تحقّق ذلك الافتراض؟ وهل تجسّدت تلك المسؤوليّة؟ هذا ما سنحاول بحثه من خلال معيارين أساسيين وهما: حقوق الملكية والودائع الاستثمارية طويلة الأجل.

هذا، ونشير مُسبقاً إلى أنه لا يسعنا أن نخصّص لكلّ مصرف تحليلاً خاصاً به نظراً لكبر حجم العيّنة نسبياً، وبالتالي سنعمد بشكل أساسي على مؤشر المتوسّطات العامّة.

أولاً: حقوق الملكية

يقصد بحقوق الملكية في المفهوم المحاسبي مقدار ما تبقى من موجودات المصرف بعد استبعاد المطلوبات وحقوق أصحاب حسابات الاستثمار المطلقة وما في حكمها، وتتمثّل بنودها عادة في كل من: رأس المال المدفوع، الاحتياطيّات بأنواعها المختلفة، الأرباح المحتجزة.

وتعدُّ حقوق الملكية المصدر الأول الذي تتدفّق منه الموارد للمصرف، وفي الوقت ذاته المصدر الأول والأساسي في بناء أو استكمال عناصر التكوين الرأسمالي للمصرف، وفي تمويل الاستثمارات طويلة الأجل (خصوصاً الاستثمارات المباشرة والمساهمات الدائمة وما يشابهها) خاصّة بالنسبة للمصارف الإسلاميّة.

وللحكم على مدى أهمية أو مساهمة حقوق الملكية في تمويل الاستثمارات طويلة الأجل في المصارف الإسلاميّة (كمورد تمويلي طويل الأجل مهياً لممارسة ذلك الدور)، فإننا سنقوم بفحص وتحليل المؤشّرات التالية:

الماليزي، مصرف أبو ظبي الإسلامي، بنك دبي الإسلامي، مصرف الإمارات الإسلامي، مصرف عجمان الإماراتي، مصرف الشارقة الإسلامي، مصرف الهلال الإماراتي، بنك التمويل الكويتي (الكويت). وسيرمز لها في الأشكال البيانية بالرموز التالية: م1، م2، م3، م4، م5، م6، م7، م8، م9، م10، م11، م12، م13، م14، م15، م16، م17، م18، م19، م20، م21، م22، م23، م24، على التوالي.

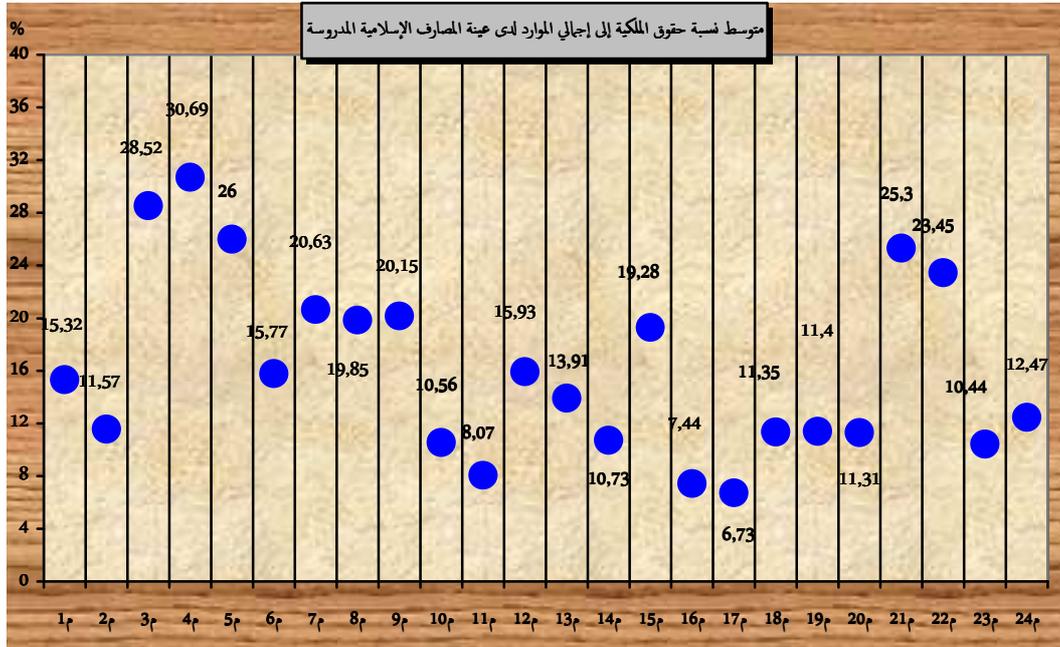
الفصل الأول: واقع النشاط الاستثماري في المصارف الإسلامية وتركيبته من حيث الأجل

➤ نسبة حقوق الملكية إلى إجمالي الموارد:

توضّح هذه النسبة مقدار حقوق الملكية (الموارد الذاتية) من إجمالي الموارد المتاحة للمصرف الإسلامي. ويتم حسابها بقسمة مجموع رأس المال المدفوع والاحتياطيات والأرباح المحتجزة لكل عام على مجموع الموارد المتاحة للمصرف.

والهدف من دراسة هذه النسبة هو الوقوف على مدى اعتماد المصرف على موارده الذاتية في تمويل نشاطه الاستثماري طويل الأجل. حيث يشير ارتفاع النسبة إلى قدرة المصرف على توجيه جانب أكبر من الموارد للتوظيف طويل الأجل والمساهمة في إنشاء الشركات (باعتبار حقوق الملكية مصدراً أساسياً للتمويل طويل الأجل)، بينما يدلّ تناقص أو انخفاض تلك النسبة على محدودية قدرة المصرف على تمويل الاستثمارات التنموية. وفيما يلي عرض لتلك النسبة لعينة المصارف الإسلامية المختارة للتقييم والدراسة.

الشكل رقم 01-01: شكل يوضح متوسط نسبة حقوق الملكية إلى إجمالي الموارد لعينة المصارف محل الدراسة خلال الفترة 2003-2014



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على التقارير السنوية للمصارف المعنية بالدراسة.

يقودنا استقراء الشكل البياني أعلاه إلى تقرير القول بأن هذه النسبة قد شهدت نوعاً من عدم التجانس بين مختلف المصارف في مختلف الدول، إذ نجدها مرتفعة بشكل كبير لدى ثلثة من المصارف خاصة البحرينية والقطرية والإماراتية (خصوصاً خلال بداية نشاطها)، حيث سجّل متوسطها العام نسبة 31% كحد أقصى وأكثر من 20% كحد أدنى خلال فترة الدراسة، وهذا يعدّ بطبيعة الحال مؤشراً جيداً ينمُّ على إمكانية دخول هاته المصارف في استثمارات طويلة الأجل وتعزيز مساهمتها في تمويل مشاريع التنمية. بينما سجّلت باقي المصارف المعنية بالدراسة نسباً متقاربة تراوح متوسطها العام بين 15% و6% كحد أدنى، ممّا يعني أن هذه الأخيرة هي أقلُّ قدرة من سابقتها على القيام بالاستثمارات طويلة الأجل. هذا، ويُلحظ في الوقت ذاته أن نسبة حقوق

الفصل الأول: واقع النشاط الاستثماري في المصارف الإسلامية وتركيبته من حيث الأجل

الملكية إلى إجمالي الموارد قد اتّسمت بالتذبذب بين الزيادة والتقصان في جلّ المصارف، وهذا أمرٌ يمكن تفسيره من خلال تحليل معدّل النمو. فأمّا إجمالي الموارد فإن معدّل نموّها كان إيجابياً طوال فترة الدّراسة، وأمّا حقوق الملكية فإن معدّل نموّها لم يكن ذو اتجاه ثابت، إذ لاحظنا أنه يتزايد أحياناً ويتناقص أحياناً أخرى. ويُضاف إلى ذلك أن حجم الزيادة في إجمالي الموارد كان أكبر بكثير من حجم الزيادة في حقوق الملكية خلال أغلب فترات الدّراسة.

وعلى العموم فإن نسبة حقوق الملكية إلى إجمالي الموارد المسجّلة لدى أكثر المصارف الإسلاميّة محل الدّراسة قد كانت أكبر نسبياً ممّا هو عليه الحال لدى المصارف التقليدية، وهذا أمرٌ طبيعي ومطلوب بالنظر إلى الطبيعة الخاصّة للمصارف الإسلاميّة التي تتخذ من المشروعات الإنتاجية ذات العائد الاقتصادي والاجتماعي طويل الأجل مسلكاً وسبيلاً. وما من خلاف في أن حقوق الملكية هي أنسب وأكثر المصادر التمويلية قدرة على الاستجابة لمختلف احتياجات مثل تلك المشاريع من ناحية الزمن ومن حيث القيمة. بيد أن تلك النسب وإن كانت أكبر مقارنة بما هو عليه الحال في المصارف التقليدية، فإنه لا يمكن لها أن تتماشى مع الطّبيعة الاستثمارية المميّزة للمصارف الإسلاميّة التي تستدعي أن ترتكز مصادرها على موارد ثابتة (يجب أن يكون لحقوق الملكية دور كبير فيها) تسمح لها بالدخول في استثمارات طويلة المدى ومواجهة مختلف التزاماتها من جهة، ومن ناحية أخرى بمواجهة ما ينجم من مخاطر عن تلك الاستثمارات وما يتطلّبه ذلك من ضرورة رفع حجم بعض المخصّصات والاحتياطات الموجهة لذلك خصيصاً.

وعليه يمكن القول مبدئياً أن حجم الاستثمار طويل الأجل سيعرف هو الآخر مستويات دنيا (في انتظار تحليل مؤشراتته) بالنظر إلى التدبّي المسجّل في حجم الموارد. وبطبيعة الحال فإن هذا الوضع سيكون له تداعيات سلبية على الدور التنموي لتلك المصارف.

➤ نسبة حقوق الملكية المتاحة للاستثمار طويل الأجل إلى إجمالي حقوق الملكية:

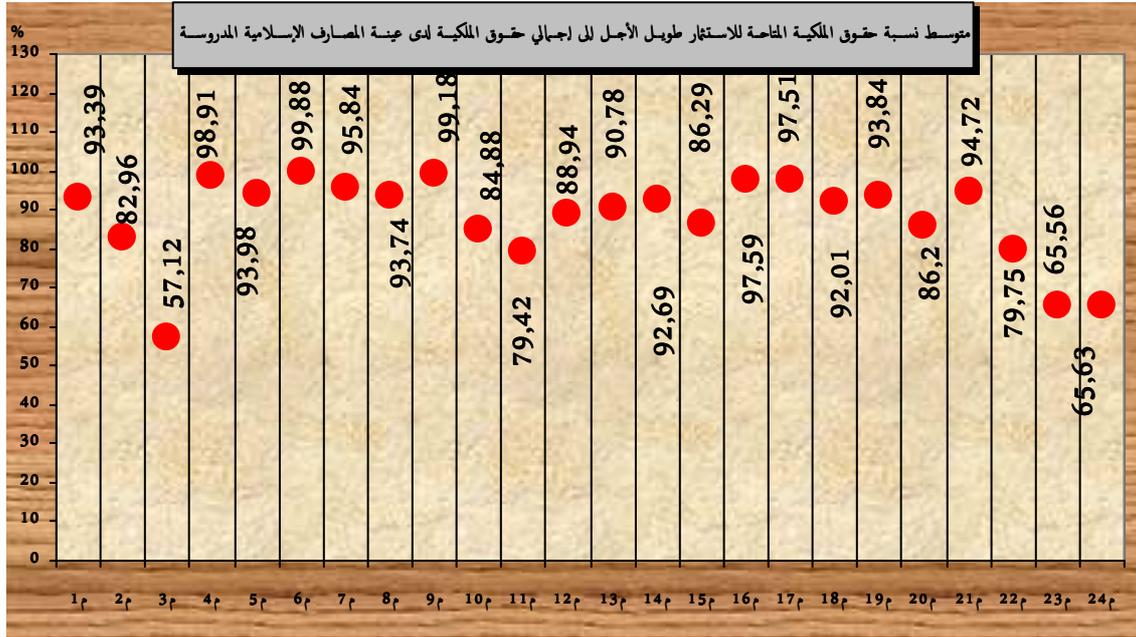
تقيس هذه النسبة مقدار حقوق الملكية المتاحة للاستثمار طويل الأجل من إجمالي الحقوق. وتحدّد قيمة طرفها الأول باستبعاد الأصول الثابتة من هذه الأخيرة. ويُراد بدراستها معرفة ما هو متاح فعلاً من حقوق الملكية لتنفيذ الاستثمارات طويلة الأجل.

انطلاقاً من قولنا السّابق والقاضي بأن حقوق الملكية هي أكثر المصادر التمويلية ملائمة لاحتياجات النشاط الاستثماري طويل الأجل، فإنه كلّما ارتفع مقدار هذه النسبة دلّ ذلك صراحة على ارتفاع ذلك الجزء من حقوق الملكية متاح لتمويل ذلك النشاط، ممّا يعني القدرة على القيام بالمزيد من الاستثمارات طويلة الأجل، وكلّما انخفض مقدارها أشار ذلك إلى العكس.

وللوقوف على حقيقة هذه النسبة لدى المصارف الإسلاميّة فقد تم تنزيل النسبة على عيّنة منها، فجاءت النتائج على النحو التالي.

الفصل الأول: واقع النشاط الاستثماري في المصارف الإسلامية وتركيبته من حيث الأجل

الشكل رقم 01- 02: شكل يوضح متوسط نسبة حقوق الملكية المتاحة للاستثمار طويل الأجل إلى إجمالي حقوق الملكية لعينة المصارف محل الدراسة خلال الفترة 2003- 2014



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على التقارير السنوية للمصارف المعنية بالدراسة.

بتفحص الشكل البياني أعلاه يتبين أن معظم المصارف محل الدراسة قد سجّلت نسباً عالية تراوح متوسطها العام بين 80% كحد أدنى و99% كحد أقصى، باستثناء مصرفين هما مصرف "بيت التمويل الكويتي" ومصرف "الهلال"، حيث سجل كلٌّ منهما متوسطاً عاماً لم يتجاوز 66%. ويُعزى ذلك إلى وجود زيادة أكبر في حجم الأصول الثابتة مقارنة بالزيادة الحاصلة في حجم حقوق الملكية.

إنّ ارتفاع حجم حقوق الملكية المتاحة للاستثمار طويل الأجل إلى إجمالي الحقوق الذي تعكسه تلك المتوسطات العامة (المرتفعة حصراً) قد يحمل في طياته مؤشراً طيباً يُشير إلى قدرة تلك المصارف على المساهمة بشكل أكبر في تمويل وتنفيذ الاستثمارات طويلة المدى، بيد أنه وفي حقيقة الأمر يظلّ ذو صورة محدودة الدلالة لأن حقوق الملكية في حدّ ذاتها تمثّل نسبة ضئيلة من موارد هذه المصارف كما سبق ورأينا من خلال المؤشر الأول.

➔ معدّل نمو حقوق الملكية المتاحة للاستثمار طويل الأجل:

يقيس هذا المعدل مقدار التغيّر الإيجابي أو السلبي في قيمة حقوق الملكية المتاحة للاستثمار طويل الأجل

لكل سنة. ويُعطى بالعلاقة التالية:

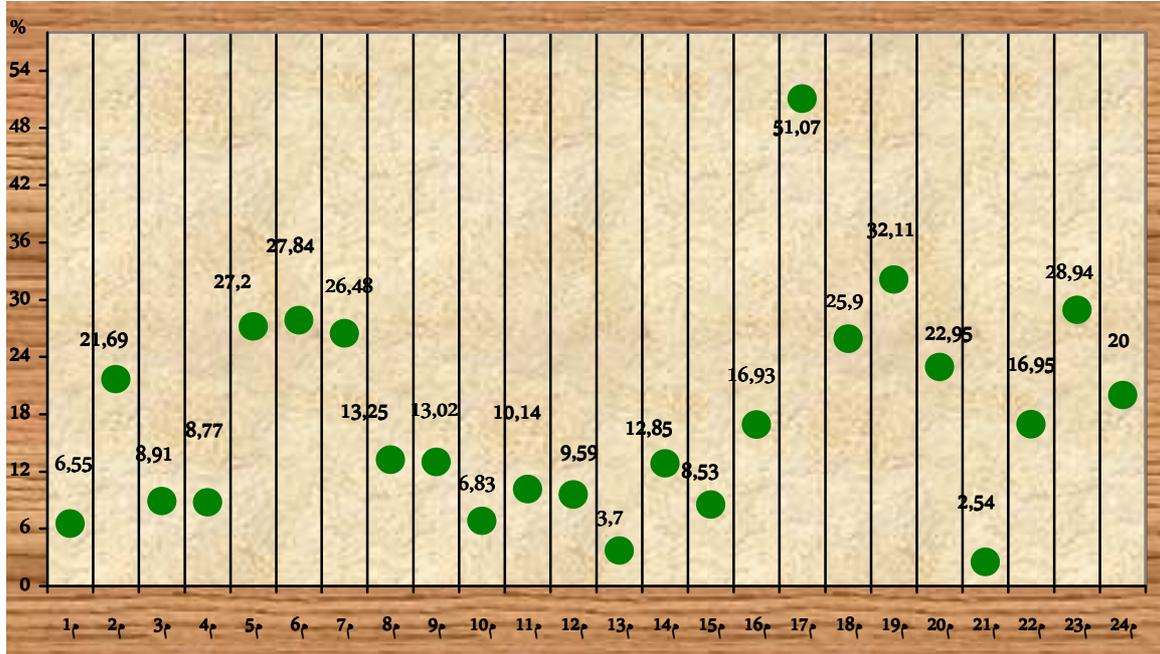
معدّل النمو السنوي لحقوق الملكية المتاحة للاستثمار طويل الأجل = (حقوق الملكية المتاحة للاستثمار طويل الأجل في السنة "ن" - حقوق الملكية المتاحة للاستثمار طويل الأجل في السنة "ن-1") \ حقوق الملكية المتاحة للاستثمار طويل الأجل في السنة "ن-1"

ويعطينا هذا المعدل فكرة عن مدى إمكانية تبني المصارف للاستثمارات طويلة المدى، فإذا ما كان التغيّر

إيجابياً دلّ ذلك على إمكانية توجّه تلك المصارف نحو زيادة نشاطها الاستثماري طويل الأجل، أمّا إذا كان

الفصل الأول: واقع النشاط الاستثماري في المصارف الإسلامية وتركيبته من حيث الأجل

المعدّل سالباً فإن ذلك يعنى انحساراً في مقدرة المصرف على تبنيّ نشاطات استثمارية طويلة المدى.
الشكل رقم 01-03: شكل يوضح متوسط معدّل نمو حقوق الملكية المتاحة للاستثمار طويل الأجل لعينة المصارف محل الدراسة خلال الفترة 2003-2014



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على التقارير السنوية للمصارف المعنية بالدراسة.

يشير الشّكل البياني أعلاه الممثل لمتوسط التطوّرات السنوية الحاصلة في معدّل نمو حقوق الملكية المتاحة للاستثمار طويل الأجل لدى عينة المصارف الإسلامية المختارة للدراسة إلى أن هذا المعدّل قد شهد تذبذباً حاداً على مستوى جمل المصارف تقريباً. فتارة كان التغيّر إيجابياً وبفارق كبير في المعدّلين المتتاليين، وتارة كان معدّل النمو سلبياً وبفارق كبير أيضاً، وقلّما كانت تلك المعدّلات المتقاربة مدروسة ومخطّط لها.

وبالحديث عن التطوّرات الإيجابية المسجّلة، فإنه يتّضح من خلال الشّكل البياني ذاته أن هناك فقط 6 مصارف حققت معدّلات نمو موجبة طوال فترة الدراسة وبمتوسط عام تباين بين 10% و 27% تقريباً، ويتعلّق الأمر بكل من: مصرف الرّاجحي، مصرف قطر الإسلامي، قطر الدولي الإسلامي، بنك RHB الإسلامي مصرف أبو ظبي الإسلامي ومصرف الهلال. أمّا من ناحية استقرار معدّل التغيّر السنوي فقد لمسنا ذلك في كل من مصرف الرّاجحي، مصرف الريان القطري والبنك العربي الإسلامي الدولي.

ثانياً: الودائع الاستثمارية طويلة الأجل

تعتبر هي الأخرى مصدراً رئيسياً تستمدّ منه المصارف الإسلامية قدرتها على إجراء عمليات التمويل والاستثمار. وهي على صورتين: حسابات الاستثمار المخصّصة أو المحدّدة، وهي التي يختار فيها صاحبها مشروعاً مُعيّناً (يحدّده المصرف بعد عمل الدّراسات اللازمة) ليستثمر أمواله فيه، ويتحدّد ربحه في ضوء الأرباح الفعلية للمشروع المختار. وحسابات الاستثمار العامة، وفيها يحوّل المودعون المصرف استثمار أموالهم في أي مشروع يختاره، وتشارك الأموال التي يقدّمها أولئك المودعون في صافي النتائج الكلية للتوظيف، دون ربطها بمشروع

الفصل الأول: واقع النشاط الاستثماري في المصارف الإسلامية وتركيبته من حيث الأجل

أو برنامج استثماري مُعيّن.

ودون الخوض في تفاصيل أكثر، فإننا ننبّه إلى أن الودائع الاستثمارية طويلة الأجل التي اعتمدها في دراستنا هذه هي تلك الودائع التي فاق مداها 5 سنوات، وذلك تماشياً مع طبيعة الاستثمار طويل الأجل وما يحتاجه من موارد تمويلية طويلة المدى كما سبق وذكرنا.

ولمعرفة مدى أهمية أو مساهمة الودائع الاستثمارية ذات الأجل الطويل في تمويل استثمارات المصارف الإسلامية طويلة المدى، فإننا سنقوم وعلى نفس النسق السابق بفحص وتحليل عددٍ من المؤشرات أرجحها وزناً:

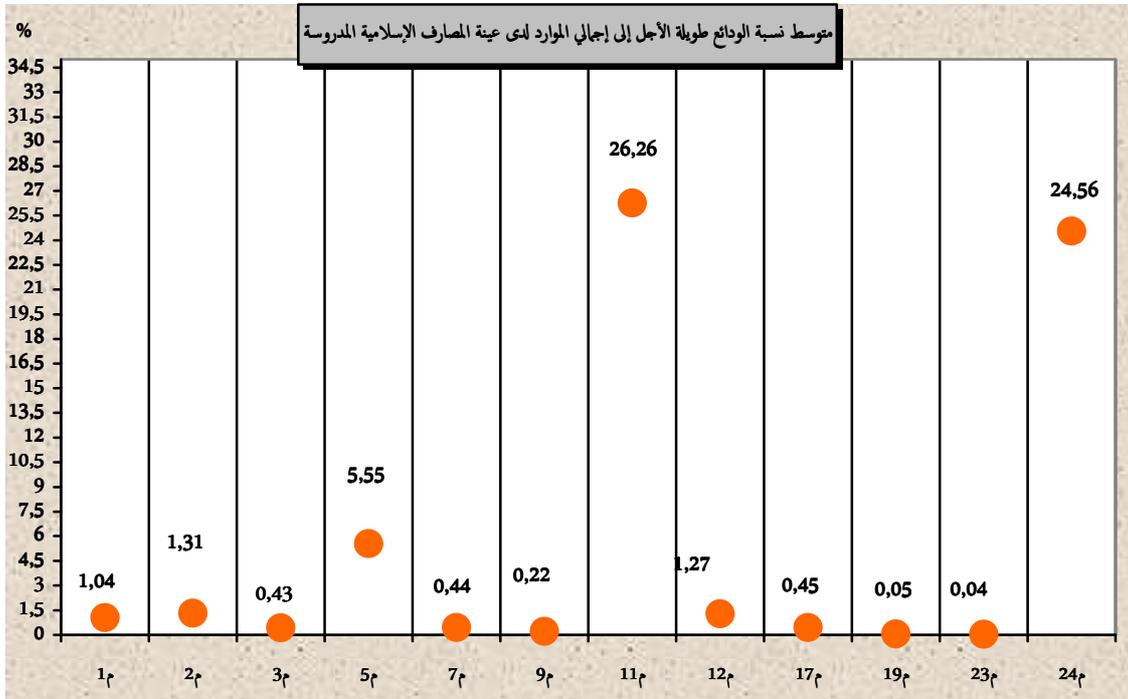
➤ نسبة الودائع طويلة الأجل إلى إجمالي الموارد:

تقيس هذه النسبة الأهمية النسبية للودائع طويلة الأجل-كمورد من الموارد- بين إجمالي الموارد. ويتم احتسابها بقسمة الودائع طويلة الأجل على إجمالي الموارد.

وحيث أن الودائع طويلة الأجل هي موارد تمتاز بالاستقرار والقدرة على تحمّل المخاطرة، فإن زيادة حجمها يعني ارتفاعاً في مقدرة المصرف على تمويل النشاط الاستثماري طويل الأجل. أمّا انخفاض حجمها فيحمل دلالة على تراجع مستوى الثبات والمتانة المالية، وهو ما يعني تبعاً تقلص مقدرة المصرف على تقديم التمويلات التي من شأنها تعزيز مساهمته في التنمية الاقتصادية التي تتركز أساساً على الاستثمارات طويلة المدى.

الشكل رقم 01-04: شكل يوضح متوسط نسبة الودائع طويلة الأجل إلى إجمالي الموارد لعينة المصارف محل الدراسة

خلال الفترة 2003-2014



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على التقارير السنوية للمصارف المعنية بالدراسة.

إنّ النظر المتعمّن في الشكل البياني أعلاه يجلنا على القول بأن نسبة الودائع طويلة الأجل إلى إجمالي الموارد قد عرفت لدى معظم المصارف محل الدراسة نسباً متدنية جداً اقتربت إلى حد الصّفر في كثير من الأحيان

الفصل الأول: واقع النشاط الاستثماري في المصارف الإسلامية وتركيبته من حيث الأجل

إذ لم يتعدّ متوسطها العام 2%، باستثناء مصرفين فقط وهما: البنك الإسلامي الأردني وبيت التمويل الكويتي حيث سجّل كلّ منهما متوسطاً عاماً وصل إلى حد 26%، وهذا يعني نظرياً أن لهذين المصرفين قدرة أكبر من باقي المصارف على وضع استراتيجية ثابتة وطويلة الأجل باعتبار الودائع الاستثمارية طويلة الأجل هي الأخرى تعدّ مصدراً أساسياً ملائماً يعتمد عليه وبصورة كبيرة جداً في تمويل النشاط الاستثماري ذو الطّبيعة التنموية إلى جانب حقوق الملكية.

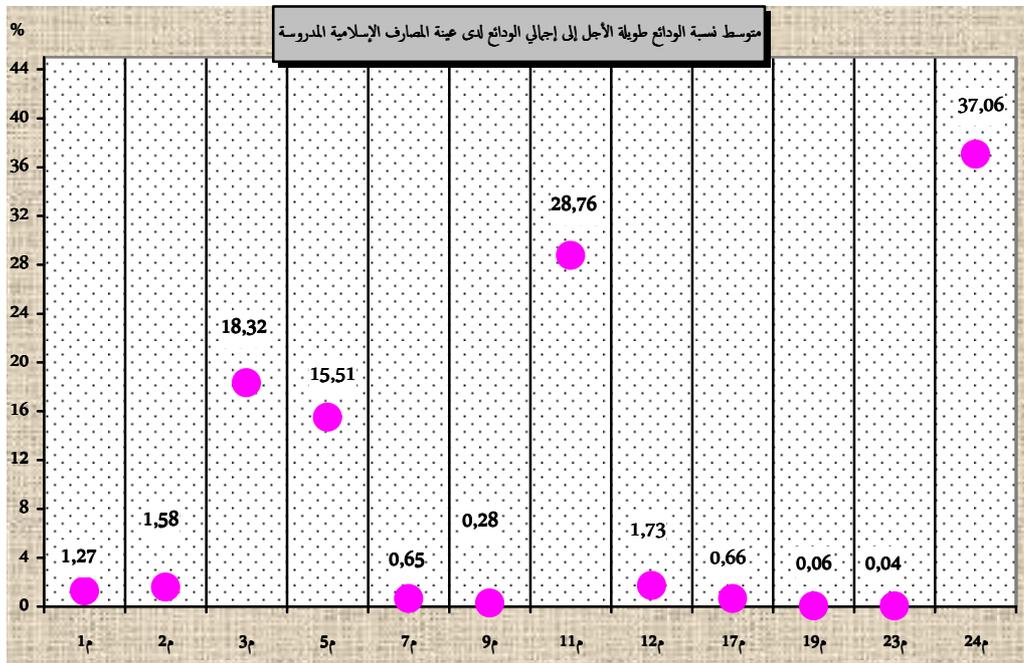
➤ نسبة الودائع طويلة الأجل إلى إجمالي الودائع:

تهدف هذه النسبة إلى قياس وزن الودائع المشاركة في ناتج النشاط الاستثماري طويل الأجل. وبمعنى أدقّ تحديد نسبة الودائع الاستثمارية الفاعلة، أي تلك الودائع التي تمكّن المصارف من بناء استراتيجية استثمارية طويلة المدى.

بناءً على القول السابق فإن ارتفاع هذه النسبة سيُساعِد حتماً المصارف على القيام بأنشطتها الاستثمارية بنجاح، ويمكنها من إجراء توظيفات طويلة الأجل، وفي المقابل فإنّ انخفاضها يحمل دلالة على تدني المقدرة التوظيفية للمصرف.

هذا، وتحتسب النسبة بقسمة الودائع طويلة المدى على إجمالي الودائع.

الشكل رقم 01-05: شكل يوضّح متوسط نسبة الودائع طويلة الأجل إلى إجمالي الودائع لعينة المصارف محلّ الدراسة خلال الفترة 2003-2014



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على التقارير السنوية للمصارف المعنية بالدراسة.

يدلّنا تحليل الشكل البياني أعلاه المصوّر لتطوّرات وتغيّرات هذه النسبة إلى أن جلّ المصارف تقريباً قد سجّلت نسباً ضعيفة جداً وصلت كسابقتها إلى حد الانعدام في بعض من الفترات الزمنية، وبمتوسط عام لم

الفصل الأول: واقع النشاط الاستثماري في المصارف الإسلامية وتركيبته من حيث الأجل

يتجاوز 2%. يُستثنى في ذلك كلٌّ من بيت التمويل الكويتي بالبحرين والبنك الإسلامي الأردني وبيت التمويل الكويتي بالكويت، حيث سجّل الأوّل متوسطاً عاماً وصل حد 15%، في حين سجّل المصرف الثاني متوسطاً أفضل فُدر بـ 29%، أمّا المصرف الأخير فقد كان أداؤه أفضل بكثير، حيث فاق المتوسط العام لديه 37%.

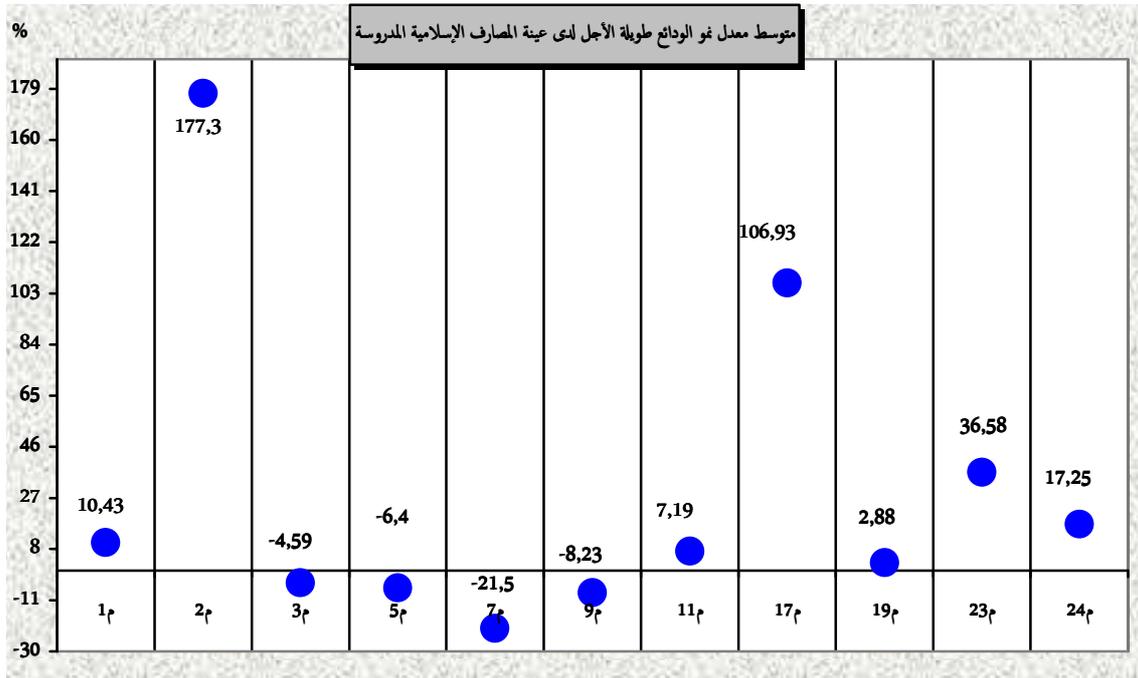
➤ معدّل نمو الودائع طويلة الأجل:

يقيس هذا المعدل مقدار التغيّر الإيجابي أو السلبي في قيمة الودائع طويلة الأجل لكلّ سنة. ويعطى بالعلاقة التالية:

معدّل النمو السنوي للودائع طويلة الأجل = (الودائع طويلة الأجل في السنة "ن" - الودائع طويلة الأجل في السنة "ن-1") \ الودائع طويلة الأجل في السنة "ن-1"

ويمكّننا هذا المعدل من ادراك المقدرة التوظيفية البعيدة الأمد لدى المصارف الإسلامية، فإذا ما كان التغيّر إيجابياً دلّ ذلك على وجود زيادة في حجم الودائع طويلة الأجل، ما يعني تبعاً لذلك ارتفاع قدرة المصرف على إجراء المزيد من التوظيفات طويلة الأجل. أمّا إذا كان التغيّر سلبياً فإنّ الحاصل يكون معاكساً للحالة الإيجابية بطبيعة الحال.

الشكل رقم 01-06: شكل يوضح متوسط معدّل نمو الودائع طويلة الأجل لعينة المصارف محلّ الدّراسة خلال الفترة 2014-2003



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على التقارير السنوية للمصارف المعنية بالدراسة.

باستقراء الشكل البياني أعلاه يتبيّن لنا بوضوح أن معدّل نمو الودائع طويلة الأجل قد شهد هو الآخر تذبذباً عالياً (أي نمواً غير مُنتظم) طوال فترة الدّراسة وفي كل المصارف محلّ التقييم، حيث تمّ تسجيل نسب نمو وصلت حد 8 أضعاف (مقارنة بالسنة السابقة لها) في بعض السنوات، وفي المقابل تمّ تسجيل أيضاً معدّلات نمو وصلت إلى 100% في سنوات أخرى.

الفصل الأول: واقع النشاط الاستثماري في المصارف الإسلامية وتركيبته من حيث الأجل

إنّ النمو غير المنتظم للودائع طويلة الأجل الذي سجّله معظم المصارف وفي أغلب فترات الدراسة يمكن تفسيره في الحقيقة بعدة أسباب، منها ما هو متصل بجانب المودعين ومنها ما هو متصل بسياسة المصارف. ولأن ذلك سيكون محور التفصيل في المبحث الموالي، فإننا سنكتفي في تفسير ذلك بانتقادنا للسياسة المصرفية المنتهجة في جانب التعبئة. إذ أن ذلك النمو العشوائي (أو العرضي) إنّما يُعزى سببه أساساً إلى غياب سياسة تعبئة مدروسة وذات بعد استراتيجي (تعتمد على التنبؤات الدقيقة والتخطيط العلمي السليم المفضي إلى النمو المستقر) تُولي اهتماماً بتجميع المدخرات طويلة الأمد التي تتناسب واحتياجات المشاريع الاستثمارية التنموية.

وكخلاصة لكلّ ما سبق، فإن الأمر الملحوظ لدى تقييمنا وتحليلنا لهيكل الموارد المالية طويلة الأجل لعينة المصارف الإسلامية محل الدراسة هو ضالة حجم ذلك النوع من الموارد لدى جل المصارف، إذا أن متوسطها العام لا يتعدّى 30% في أحسن تلك المصارف. وبطبيعة الحال فإن هذا الوضع يعكس بكل وضوح وجود خلل في الهيكل التمويلي لهذه الأخيرة، الذي وكما علمنا من قبل ينبغي أن يغلب عليه طول الأجل حتى يتناسب مع الطابع الاستثماري النموذجي المنوط بتلك المصارف. وإذا ما أردنا أن نُلحق بذلك تفسيراً فإنّه عموماً يمكن القول أن نظام الإيداع المنتهج من قبل تلك المصارف والذي يتيح للمودعين حق السحب في أي وقت قد كان سبباً وجيهاً لذلك الواقع، خاصّة إذا علمنا أن الودائع الاستثمارية هي بمثابة الدّعم والركن الأساسي في تمويل الأنشطة الاستثمارية لدى المصارف الإسلامية، ويحدث هذا كلّ في الوقت الذي تمثّل فيه حقوق الملكية نسبة ضئيلة وهامشية من إجمالي الموارد. وهذا لا يعدو في حقيقة الأمر إلا أن يكون سبباً من الأسباب (وهي الكثيرة المتعدّدة) التي سنخصّص لها حديثاً منفرداً في المبحث الموالي كما أشرنا سلفاً. ولذلك يمكن القول إجمالاً أن هيكل الموارد الذي شهدناه في هذا التحليل لا يعدّ ملائماً من الناحية الاقتصادية لطبيعتها الخاصّة. وعليه فمن غير المعقول أن نتظر من تلك المصارف ذلك الدور الاقتصادي المأمول منها نظرياً.

المطلب الثاني: تحليل النشاط الاستثماري طويل الأجل

لئن كان منظرو المصرفية الإسلامية قد أجمعوا على أن تكون التنمية بمختلف أبعادها غايةً ومقصداً لها فإن أولئك الثلة قد أدركوا يقيناً أن تلك الغاية لا يمكن بأيّ حال من الأحوال أن تتأتّى إلا إذا كان النشاط الاستثماري الصّبغة الغالبة على ممارساتها، وكان الاستثمار طويل الأجل (الاستثمار الحقيقي) بالذات الوسيلة الأساسية في إجراء توظيفاتها. فهل جاء التطبيق العملي لتجربة الصّيرفة الإسلامية متفقاً مع ذلك الطرح أم كان الانحراف غالباً على أمرها؟ هذا ما سنحاول بحثه من خلال تحليل عدد من المعايير، لعلّ أنسبها دلالةً وأدقّها وأقواها تعبيراً عن ذلك ما يلي.

المعيار الأول: من حيث الأجل

حيث تمّ اعتماد مؤشّرين أساسيين، وهما:

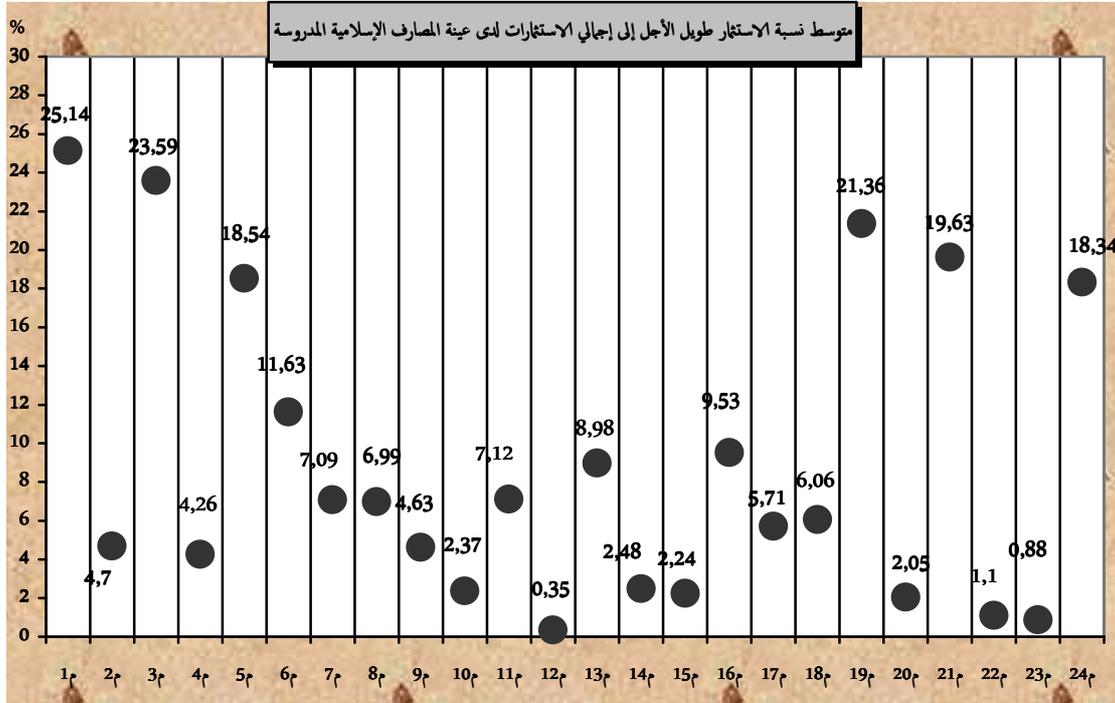
➤ نسبة الاستثمار طويل الأجل إلى إجمالي الاستثمارات:

نروم من دراسة هذه النسبة الوقوف على الأهمية النسبية التي ينالها النشاط الاستثماري طويل الأجل في

الفصل الأول: واقع النشاط الاستثماري في المصارف الإسلامية وتركيبته من حيث الأجل

المصارف الإسلامية. إذ يعبر ارتفاع النسبة عن كفاءة المصرف في تأدية الدور الاقتصادي المنوط به نظرياً، بينما يشير انخفاضها إلى العكس من ذلك.

الشكل رقم 01-07: شكل يوضح متوسط نسبة الاستثمار طويل الأجل إلى إجمالي الاستثمارات لعينة المصارف محل الدراسة خلال الفترة 2003-2014



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على التقارير السنوية للمصارف المعنية بالدراسة.

بتفحص الشكل البياني المعبر عن تطورات هذه النسبة لدى عينة المصارف المختارة يتأكد لنا أن أغلبية تلك المصارف سجلت نسباً متدنية تباينت بين 19% كحد أعلى و 1% كحد أدنى، ويخص ذلك المصارف التي لم يتجاوز متوسطها العام 10% خلال فترة الدراسة، وهي نسب تعتبر ضعيفة لمصارف يفترض بها أن تخصص جزءاً كبيراً من توظيفاتها في مجالات استثمارية طويلة الأجل. أما بالنسبة للمصارف التي تجاوز متوسطها العام 18%، فقد شهدت فيها هذه النسبة ارتفاعاً محسوساً، حيث وصلت إلى حد 42% (وإن كانت هذه النسبة في حقيقة الأمر عرضية)، وهو ما يعني أن تلك المصارف تُولي اهتماماً معتبراً للاستثمار طويل الأجل وتؤدي دوراً مقبولاً في دعم الاستثمار المحلي. ويتعلق الأمر بكل من مصرف البحرين الإسلامي، مصرف الإثمار الإسلامي بيت التمويل الكويتي البحريني، بنك دبي الإسلامي، مصرف عجمان وبيت التمويل الكويتي. غير أنه ما يُؤخذ على تلك النسب المعتبرة والمسجلة لدى المصارف المذكورة آنفاً أنها لم تكن ذات اتجاه متصاعد بما يدل على وجود سياسة استثمارية طويلة المدى مدروسة ومخطط لها، وإنما كانت في غالبها عرضية، بدليل أنها لم تتكرر مجدداً.

هذا، وإذا ما أردنا الحكم على النشاط الاستثماري طويل المدى في تلك المصارف، فإنه واعتماداً على المتوسط العام للنسبة المدروسة، يسوغ القول أن درجة اهتمام تلك المصارف بتوجيه مواردها المالية نحو

الفصل الأول: واقع النشاط الاستثماري في المصارف الإسلامية وتركيبته من حيث الأجل

الاستثمارات طويلة الأجل قد كانت قليلة جداً إذا ما قيست بما هو مفترض أن تقوم به حسب الإطار النظري المحدد لطبيعتها ونشاطها¹، والذي يقوم على أساس الطبيعة التنموية لاستثماراتها من جهة، وأفضلية الاستثمارات طويلة الأجل على باقي أنواع الاستثمار من جهة أخرى. ومن ثم كان منطقياً أن نلاحظ سيطرة وغلبة شبه تامة للاستثمارات قصيرة الأجل على جملة الاستثمارات وينسب جد عالية حتى عند أفضل المصارف، حيث فاق المتوسط العام للاستثمارات قصيرة الأجل لدى مصرف البحرين الإسلامي (باعتباره أفضل مصرف من حيث اهتمامه بالاستثمار طويل الأجل) حد 74%. أما بالنسبة للمصارف الأقل كفاءة فإن الوضع كان أكثر حدة إذ تجاوز المتوسط العام للاستثمارات قصيرة الأجل لديها 92% من جملة الاستثمارات. وبناءً على ذلك فإنه يتأكد لنا أن الاعتبارات المالية والعوامل المصرفية قد كان لها النصيب الأكبر في توجيه الاستراتيجيات الاستثمارية لتلك المصارف، سواء من حيث الرغبة في الحصول على عوائد وأرباح مالية سريعة، أو من حيث العمل على توفير أكبر قدر ممكن من السيولة لتلك الاستثمارات، من خلال الحرص على اختيار العمليات التي تتميز بسرعة دوران واسترداد الأموال المستثمرة فيها. وبطبيعة الحال فإن مثل هذا الوضع سيسهم لا محالة في عجز المصارف عن القيام بدورها الاقتصادي المرتجى في عملية التنمية الاقتصادية، كما سيجعلها عرضة لمخاطر المصارف التقليدية، وأعني بذلك مخاطر السيولة والائتمان أساساً.

➤ معدّل نمو الاستثمار طويل الأجل:

يحدّد هذا المعدّل مقدار التغيّر (زيادةً أو نقصاناً) في قيمة الاستثمارات طويلة الأجل لدى المصرف الإسلامي لكل سنة من سنوات الدراسة بالنسبة للسنة السابقة لها. ويُحسب على أساس المعادلة التالية:

معدّل النمو السنوي للاستثمار طويل الأجل = (الاستثمار طويل الأجل في السنة "ن" - الاستثمار طويل الأجل في السنة "ن-1") \ الاستثمار طويل الأجل في السنة "ن-1"

يعطينا هذا المؤشّر فكرة عن الأثر التنموي للمصرف الإسلامي، حيث تحمل تطوّراته الإيجابية دلالةً على مساهمة هذا الأخير في الجهد الإنمائي للمجتمع من خلال المشاركة في تأسيس المشروعات والشركات وتمويل احتياجاتها، ونحو ذلك ممّا يدعم قدرة الجهاز الإنتاجي للبلد. في حين تعكس تغيّراته السلبية تراجعاً في حجم الاستثمار الحقيقي لتلك المصارف، وبالتالي انحساراً في الدور التنموي لهذه الأخيرة.

بالقاء نظرة على الشكل البياني - أدناه - الدال على تطوّرات هذا المعدّل لدى المصارف محل التقييم فإنه يتجلّى لنا بوضوح وجود تذبذب قوي في مقدار تغيّر ذلك المعدل، فسنة تنمو تلك المعدلات بقيم موجبة عالية ثم تنخفض بعد سنة أو سنتين انخفاضاً حاداً لتصبح سالبةً أو على الأكثر موجبة ولكنها بقيمة تقترب من الصفر. وقد شوهد هذا الوضع لدى جلّ المصارف تقريباً باستثناء كل من مصرف عجمان وبيت التمويل الكويتي، حيث سجّل كل منهما تطوّرات إيجابيةً طوال فترة الدراسة، وإن كانت غير مستقرّة دوماً. وبطبيعة الحال فإن تلك

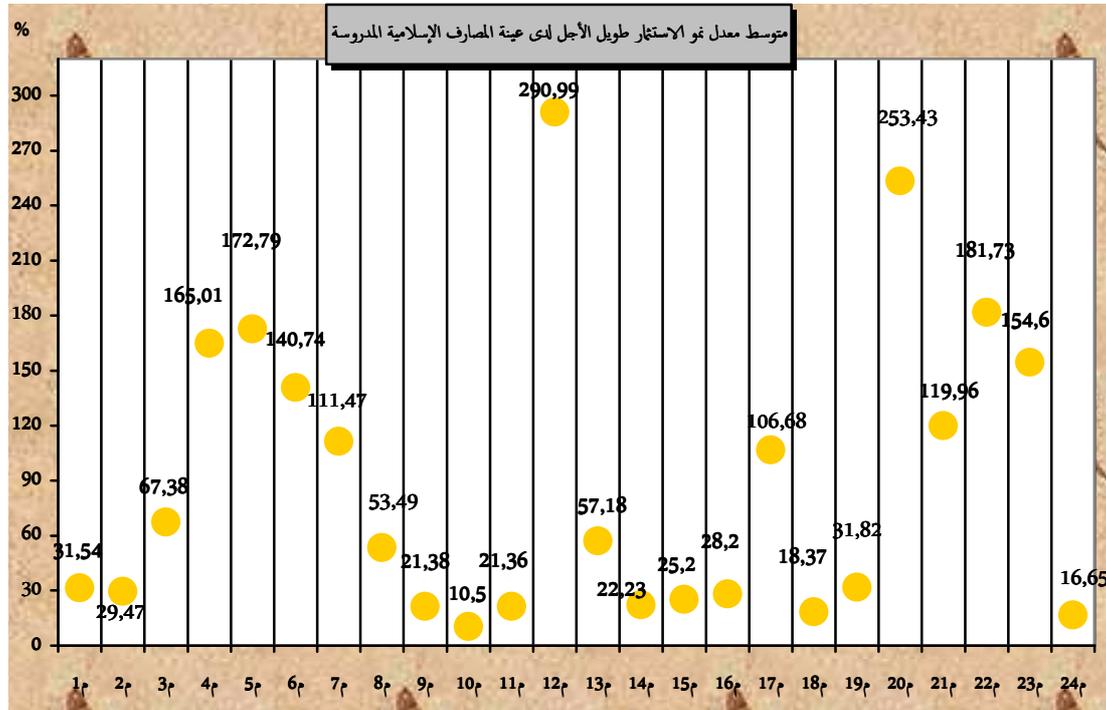
¹ - لمعلومات تفصيلية عن محتوى الإطار النظري أُنظر: اتحاد المصارف العربية، "إدارة الأصول ومخاطر التمويل في العمل المصرفي التقليدي والإسلامي"، اتحاد المصارف العربية بيروت، 2002، ص 205.

الفصل الأول: واقع النشاط الاستثماري في المصارف الإسلامية وتركيبته من حيث الأجل

التطورات المتذبذبة تعكس بصراحة غياب سياسة استثمارية ثابتة طويلة الأمد، وعدم وجود برامج استثمارية مُستهدفة في الأجل الطويل، وهذا يشير بدهاءة إلى عدم وجود جهاز استثماري يتسم بالتنظيم والحجم الملائمين يمكن الاعتماد عليه في البحث عن الفرص الاستثمارية ودراستها وتقييمها وتنفيذها بصورة ناجحة.

الشكل رقم 01-08: شكل يوضح متوسط معدل نمو الاستثمار طويل الأجل لعينة المصارف محل الدراسة خلال الفترة

2014-2003



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على التقارير السنوية للمصارف المعنية بالدراسة.

ومع أن التعقيب على معدل نمو الاستثمار طويل الأجل بلغة المتوسط العام قد يعطينا نوعاً من التفاؤل بشأن الأثر التنموي لتلك المصارف، أين سجلت الأغلبية متوسطاً عاماً كبيراً تراوح بين 290% (مصرف الراجحي) و57%، فإن ذلك لا يعكس بصورة صحيحة حقيقة الوضع، إذ أن الأثر الذي يُظهره ارتفاع هذا المتوسط - رغم أنه مؤشر طيب - يظل محدوداً نظراً لانخفاض حجم الاستثمارات طويلة الأجل في الأساس، وقد أمكن أن يكون أكثر إيجاباً لو أن حجم الاستثمارات طويلة المدى كان أكبر كما سبق وقلنا، وتنامى بشكل إيجابي وبصورة متواصلة خلال فترة الدراسة.

المعيار الثاني: من حيث الأساليب المستخدمة

ويعتمد هو الآخر على مؤشرين اثنين هما:

➔ **النسبة المئوية لصيغ الاستثمار إلى إجمالي الاستثمارات:**

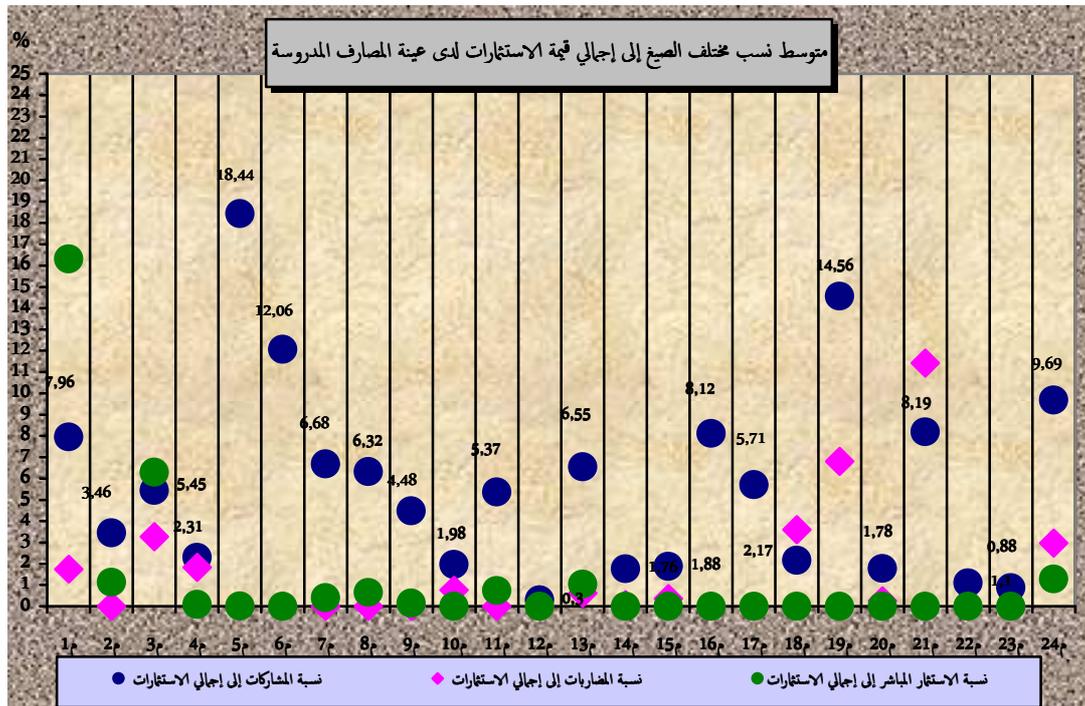
تقيس هذه النسبة الوزن النسبي لكل صيغة من صيغ الاستثمار المطبقة إلى إجمالي الاستثمارات. ويُراد من دراستها تحديد الأهمية النسبية لمختلف صيغ التوظيف من جهة، إلى جانب إدراك مدى قيام المصرف الإسلامي بالدور الاقتصادي المنوط به من خلال التزامه بسياسة الاستثمار طويل الأجل من جهة أخرى. فإذا ما زادت

الفصل الأول: واقع النشاط الاستثماري في المصارف الإسلامية وتركيبته من حيث الأجل

درجة اعتماد المصرف على أسلوب الاستثمار المباشر وكذا أسلوب المشاركة والمضاربة، فإن ذلك يعني ارتفاع نسبة الاستثمار طويل الأجل إلى جملة الاستثمارات، وبالتالي مساهمته في دعم الجهد التنموي للمجتمع. وكلما انخفضت تلك النسبة دلّ ذلك على تراجع حجم الاستثمار طويل الأجل.

ونشير مُسبقاً إلى أنه قد تركّز اهتمامنا على إظهار حجم صيغ الاستثمار طويل الأجل (أي الصيغ التي أشرنا إليها في صدر الدراسة) دونما تفصيل لباقي أساليب التوظيف الأخرى، ولا أراني أحتاج إلى ذلك مادام أنه سهل إدراك حجم وقيمة هذه الأخيرة إذا ما عرفنا حجم التوظيف باستخدام أساليب الاستثمار طويل الأجل.

الشكل رقم 01- 09: شكل يوضح متوسط نسبة مختلف صيغ الاستثمار إلى إجمالي الاستثمارات لعينة المصارف محل الدراسة خلال الفترة 2003- 2014



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على التقارير السنوية للمصارف المعنية بالدراسة.

بنظرة المتعمّن يتبيّن جلياً من خلال ما هو وارد في الشكل المصوّر لتطوّرات هذه النسبة- أنظر أعلاه- أن حجم الاستثمار بالصيغ الاستثمارية الثلاث قد كان ضعيفاً إلى حدّ بعيد لدى جُلّ المصارف تقريباً، إذ لم يتعدّ المتوسط العام للنسبة 10% بالنسبة لأسلوب المشاركات (باعتباره الأسلوب الأكثر استخداماً مقارنة بأسلوب المضاربة والاستثمار المباشر) عند أكثر المصارف، باستثناء بيت التمويل الكويتي البحريني، مصرف الإثمار الإسلامي، المؤسسة العربية المصرفية الإسلامية وبنك دبي الإسلامي، حيث تراوح المتوسط العام فيها بين 12% و 19%. ولم تتجاوز النسبة فيما يتعلّق بأسلوب الاستثمار المباشر عتبة 2%، باستثناء كل من مصرف البحرين الإسلامي ومصرف الإثمار الإسلامي حيث تم تسجيل متوسط عام وصل إلى 16.3% و 6.30% توالياً، بل وكان هذا الأسلوب غائباً تماماً عند الكثير من المصارف. أمّا أسلوب المضاربات فقد عرف هو الآخر غياباً من حيث الاستخدام لدى الكثير من المصارف، وسجّل نسباً هامشية جداً مقارنة بالأسلوبين السابقين من حيث

الفصل الأول: واقع النشاط الاستثماري في المصارف الإسلامية وتركيبته من حيث الأجل

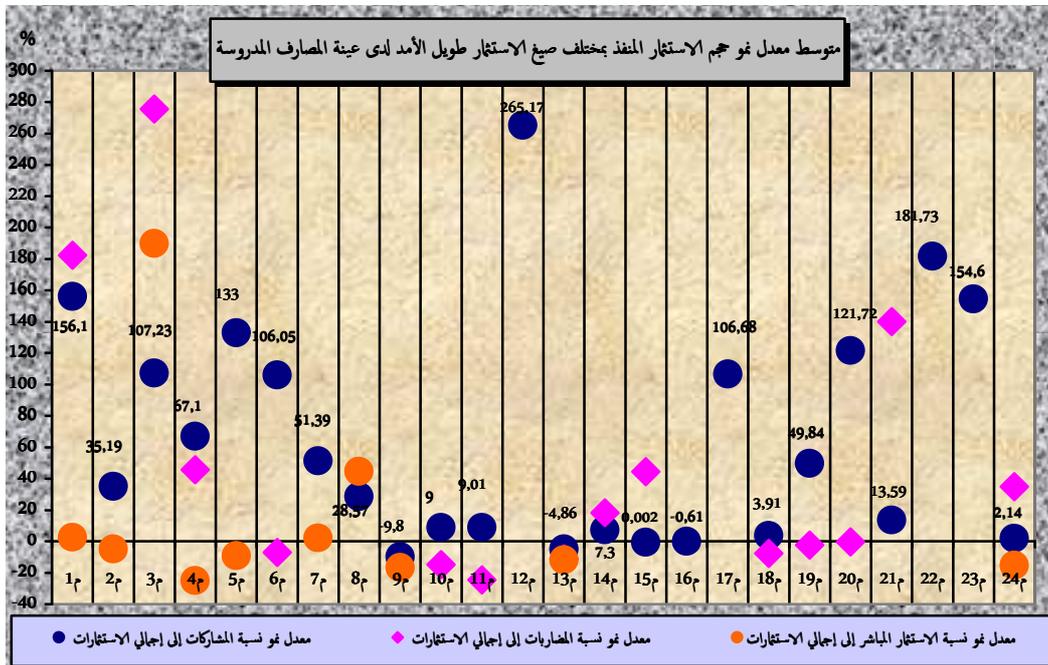
حجم التوظيف بواسطته، إذ أن المتوسط العام لنسبة الاستثمار بها لم يتعدّ 4% عند جل المصارف باستثناء مصرف عجمان وبنك دبي الإسلامي، حيث بلغ على التوالي 12% و7% تقريباً.

وبطبيعة الحال فإن تلك النسب الهامشية المسجّلة لدى تلك المصارف إن هي في حقيقة الأمر إلاّ امتداد لذلك الانخفاض المسجّل في نسبة الاستثمار طويل الأجل إلى جملة الاستثمارات في الأساس. وهذا يعني في ضوء ما انتهينا إليه أن هناك سيطرة شبه كاملة لأساليب الاستثمار قصير الأجل (خصوصاً المراجحة) على النشاط الاستثماري للمصارف الإسلامية، ممّا يعني تبعاً لمحدودية المساهمة التنموية لتوظيفات هذه الأخيرة.

➤ معدلات تغيير حجم الاستثمار المنقذ باستخدام أساليب الاستثمار طويلة الأجل:

تساعد معدلات التغيير هذه على معرفة مدى ثبات أو تغيير استراتيجية المصرف في الاعتماد على بعض الأساليب وتجاوز البعض الآخر، ومدى إعطاء أولوية أكبر لبعضها من فترة إلى أخرى. وتقاس بنفس الطريقة التي تحتسب بها معدلات النمو (معدل نمو الودائع طويلة الأجل، معدل نمو الاستثمار طويل الأجل.... الخ). هذا ويشير التغيير الإيجابي إلى التوسع في الاستثمار بواسطة الأسلوب المدروس، بينما تشير المعدّلات السالبة إلى تراجع الاستثمار عن طريق ذلك الأسلوب.

الشكل رقم 01-10: شكل يوضح متوسط معدل نمو حجم الاستثمار المنفذ بأساليب الاستثمار طويل الأجل لعينة المصارف محل الدراسة خلال الفترة 2003-2014



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على التقارير السنوية للمصارف المعنية بالدراسة.

اعتماداً على البيانات الواردة في الشكل أعلاه فإنه يتجلى لنا بوضوح وجود تغيير مستمر في سياسة المصارف الإسلامية المتعلقة بتحديد الأساليب المعتمدة في تنفيذ الاستثمارات طويلة الأجل. ومع التسليم بأن سياسة التنوع هذه أمرٌ مطلوب ومرغّب فيها بشدة، إلاّ أنه من الضروري مراعاة خضوع تلك السياسة لتخطيط

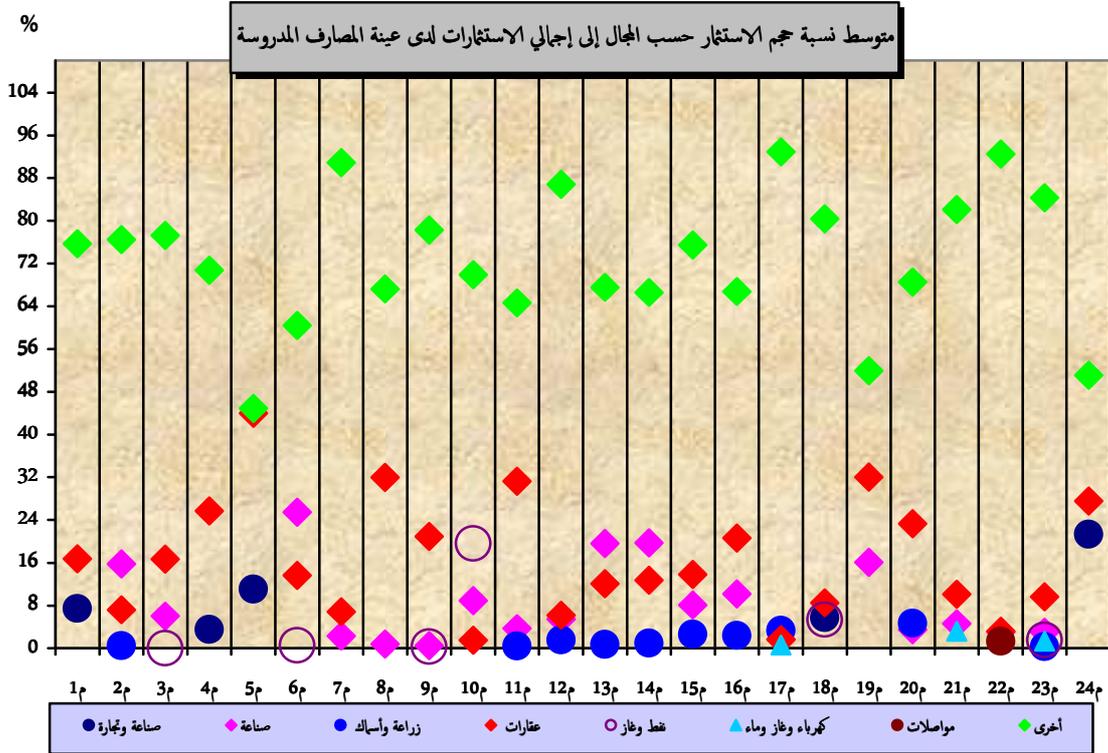
الفصل الأول: واقع النشاط الاستثماري في المصارف الإسلامية وتركيبته من حيث الأجل

علمي دقيق وسليم. وهو الأمر الذي لم نلمسه لدى المصارف محل التقييم، فمعدلات التغير في النسبة المدروسة لم تك من جهة مُتوازنة بدليل أن الانخفاض المسجّل في أسلوب مُعيّن لا يغطيه ارتفاع مُماثل في الأسلوب الآخر وهو ما يشير بوضوح إلى أن تلك التغيّرات كانت غير مستهدفة (أي غير مدروسة أو مخطّط لها)، كما أنّها ومن جهة أخرى لم تأخذ مساراً يميل إلى الثبات نوعاً ما، فتارة تشهد النسبة نمواً عالياً، وحيناً آخر تسجّل انخفاضاً حاداً (وهذا يحدث في سنتين متتاليتين). وبمعنى الآخر فإن معدلات التغير لم تسجّل استقراراً لا في حالة التزايد ولا في حالة الانخفاض، وينطبق هذا على جميع المصارف محل النّظر والتقييم دون استثناء.

المعيار الثالث: من حيث مجالات الاستثمار

سنعتمد في تحليل هذا المعيار على نسبة الاستثمار في قطاعي الزراعة والصناعة خاصة كمؤشّر للحكم على مدى اهتمام وتوجّه المصارف الإسلامية نحو الاستثمار طويل الأجل. إذ كلّما ارتفعت نسبة التوظيف في قطاع الزراعة أو قطاع الصناعة إلى جملة الاستثمارات، دلّ ذلك على أفضلية الاستثمار طويل الأجل في توجّهات المصرف الاستثمارية. وكلّما انخفضت النسبة، دلّ ذلك على تراجع أهمية التوظيفات طويلة الأمد.

الشكل رقم 01-11: شكل يوضح متوسط نسبة حجم الاستثمار حسب المجال إلى إجمالي الاستثمارات لعينة المصارف محل الدراسة خلال الفترة 2003-2014



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على التقارير السنوية للمصارف المعنية بالدراسة.

انطلاقاً ممّا هو وارد من بيانات في الشكل المعني بإظهار تطوّرات النسب المراد تقييمها- أنظر أعلاه- يتبيّن لنا وبوجه عام أن جل المصارف قد سجّلت نسب استثمار مُتدنيّة جداً في القطاعين على السواء، وهذا رغم الدور المشهود لهما في تحقيق التنمية والرفاهية لأفراد المجتمع، إضافة إلى كونهما مصدران للقيمة المضافة.

الفصل الأول: واقع النشاط الاستثماري في المصارف الإسلامية وتركيبته من حيث الأجل

فأما قطاع الزراعة، فإن الإحصاءات الواردة في شأنه تؤكد أنه لم يحظ بأي اهتمام يُذكر، بدليل أن المتوسط العام للاستثمار فيه لم يتعدّ حد 4% من جملة الاستثمارات (مصرف الإمارات الإسلامي) من جهة وأنه قد شهد غياباً تاماً من أجنحة الاستثمار لدى 8 المصارف من أصل 24 مصرفاً تحت التقييم من ناحية أخرى. وبطبيعة الحال فإن هذا الوضع لا يتلاءم مع حاجة اقتصاديات البلدان التي تتواجد فيها تلك المصارف والتي تتطلب تركيز الاستثمارات في القطاع الزراعي، ولا مع ما يجب أن يقوم به المصرف الإسلامي عاقمة من دور في هذا الشأن.

ولعل ما يفسر هذا الانخفاض الكبير في حجم الاستثمار الزراعي ما يتطلبه ذلك القطاع وبشكل خاص من موارد طويلة الأجل في الغالب (سواء لتمويل مرحلة التأسيس أو مرحلة توسيع الطاقات الإنتاجية أو لتوفير متطلبات التشغيل¹)، وهي التي لم تتوفر لتلك المصارف كما رأينا سابقاً. كما قد يبرر ذلك أيضاً بعدم إمكانية تحقيق عوائد سريعة (إذ يتميز المردود في القطاع الزراعي بطول أجله، وذلك بخلاف القطاع الصناعي)، وهو ما قد لا يناسب ظروف تلك المصارف الإسلامية وحاجتها إلى توزيع عوائد سريعة على المودعين لتثبيت أقدامها في السوق المصرفية. وقد يُعزى ذلك التدني أيضاً إلى ارتفاع درجة المخاطرة المصاحبة له من وجهة نظر الإدارة. وقد يُردّ الأمر زيادة على ما سبق ذكره إلى اعتماد الإدارة التقليدية التي انتقلت إلى المصارف الإسلامية في المرحلة الأخيرة على قصر الائتمان الزراعي على تحويل محاصيل إيرادية أو تصديرية والخوف من الدخول في أية مشروعات زراعية أخرى مع المزارعين². وبطبيعة الحال فإن هذا الوضع لا يتوقف عند هذه المسوغات فقط، وإنما هناك أسباب أخرى ربما نشير إليها في معرض الحديث عن معوقات الاستثمار طويل الأجل، وغير ذلك من المواضيع.

أما قطاع الصناعة فقد كان أوفر حظاً من قطاع الزراعة في حصته من إجمالي الاستثمارات المصرفية، إذ تعدى المتوسط العام للنسبة 6% عند أغلب المصارف، ووصل إلى حد 22% تقريباً. ومع أن هذه النسب قد تبدو أحسن نسبياً مقارنة بما هو مسجل في قطاع الزراعة، إلا أنها تبقى - في نظرنا - هي الأخرى بعيدة كل البعد عما كان ينبغي أن يحظى به قطاع الصناعة من عناية واهتمام لدى المصارف الإسلامية، خاصة وأن الدول التي تعمل بها هذه المصارف تقوم باستيراد غالبية - أو كل - احتياجاتها من المنتجات المصنعة من الخارج. وهذا يؤكد مرة أخرى على قُصور الدور التنموي للمصارف الإسلامية.

وبطبيعة الحال فإن هذا الوضع هو الآخر له مُسوغاته ومبرراته، فقطاع الصناعة كحال قطاع الزراعة يحتاج إلى موارد مالية ضخمة وذات أجل طويل كما نعلم، وقد رأينا من قبل أن ذلك النوع من الموارد لم يك مُتاحاً بالكم والكيف الكافيين لدى عينة المصارف الإسلامية المنتقاة. وعلاوة على ذلك فإن الاستثمارات الصناعية تحمل هي الأخرى قدراً كبيراً من المخاطر بما يجعلها خياراً صعباً أمام المصرف الإسلامي. يُضاف إلى ذلك أن مثل

¹ - للتفصيل في طبيعة ونوع احتياجات الاستثمار الزراعي أُنظر كل من: عثمان باكر أحمد، "تجربة البنوك السودانية في التمويل الزراعي بصيغة السلم"، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 1418هـ، ص 92. بدران أحمد جابر، "المشاركات الزراعية وتطبيقها العملية في البنوك الإسلامية"، مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر، 2002، ص 181-182.

² - لجنة من الخبراء الاقتصاديين والشرعيين والمصرفيين، "تقوم الدور الاقتصادي للمصارف الإسلامية"، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، الطبعة الأولى، 1996، ص 42.

الفصل الأول: واقع النشاط الاستثماري في المصارف الإسلامية وتركيبته من حيث الأجل

هذه الاستثمارات عادة ما تتطلب جهازاً استثمارياً كبيراً وكفؤاً يمكنه من القيام بمسؤولية دراسة وتقييم واختيار وتنفيذ العمليات الاستثمارية وفق المناهج الجديدة بكفاءة. فمثل هذه الأسباب وغيرها دفعت بالمصارف الإسلامية كما رأينا إلى تغيير توجهاتها الاستثمارية نحو المجالات الأكثر أمناً وعائداً، وأقصد بذلك قطاع التجارة وما يشابهه.

ولعل ما يلفت الانتباه هنا ذلك الاهتمام الذي حظي به قطاع العقارات من جملة الاستثمارات المصرفية إذ سجل نسباً أكثر مقارنة بقطاعي الزراعة والصناعة وصلت إلى حد 44% (بيت التمويل الكويتي البحريني) كما أنها لم تنزل عن 10% عند غالبية المصارف تقريباً. وقد يُردّ تركيز المصارف على هذا القطاع إلى الظروف الخاصة بدول الخليج (التي تنشط فيها أغلبية المصارف محل التقييم) والمتعلقة بمحاجتها الشديدة للنهضة العمرانية إلى جانب اطمئنانها (أي المصارف) لعملية تسويق المشروعات العمرانية بسهولة وإمكانية تحقيق معدلات أرباح عالية خاصة في ظل الظروف الاجتماعية والاقتصادية (ارتفاع الدخل ومستوى المعيشة) التي شهدتها المنطقة بسبب العوائد النفطية الكبيرة.

وهكذا يتأكد لنا من خلال ما سبق من معايير ومؤشرات أن الوضع التطبيقي للمصرفية الإسلامية في الجانب التوظيفي (اعتماداً على العينة التي تم تنزيلها للتحليل والتقييم) قد جاء متناقضاً وبشكل كبير مع التصورات النظرية المسبقة، والتي أفرطت وغالت في مقدرة تلك المصارف على القيام باستثمارات تنموية (التي تدعم الطاقات الإنتاجية في المجتمعات الإسلامية) وبمجم كبير، إذ لم تحظ الاستثمارات المفضية إلى ذلك (الاستثمارات طويلة الأجل) - كما تدلّ على ذلك البيانات - بالاهتمام المنشود والمرغوب، فقد كانت النسب هامشية وضيئة إلى حد كبير لا من حيث الأجل وما من ناحية الأساليب ولا حتى من جانب مجالات التوظيف. وما دام الأمر كذلك فإنه من غير المنتظر أن نرى لتلك المصارف دوراً تنموياً ملموساً من الناحية الاقتصادية أو الاجتماعية، يتناسب مع ما كان مرجحاً منها عند قيامها.

هذا، ولعل ما يزيد من عمق وتحدّر الانحراف التطبيقي الذي رأيناه من قبل، ذلك الهدر (سواء كان مقصوداً نتيجة تفضيل الاستثمارات قصيرة الأجل، أم كان غير مقصود بالنظر إلى قلة الفرص الاستثمارية ونحو ذلك من المعوقات والصعوبات) الحاصل في جانب الموارد التمويلية طويلة الأجل المتاحة لتلك المصارف، إذ تدلنا النظرة السطحية لبعض المؤشرات السابقة إلى وجود فجوة بين وتيرة نمو الموارد طويلة الأمد وتيرة نمو الاستثمار طويل الأجل. ولأجل الإحاطة بذلك ارتأينا تناول عدد من المؤشرات التي تتيح لنا تحديد تلك الفجوة، وتسمح لنا بمعرفة الحجم الحقيقي للاستثمار طويل الأجل الذي كان بإمكان تلك المصارف أن تحققه في ظل ما أتت لها من موارد تمويلية طويلة المدى. وفيما يلي عرض لها:

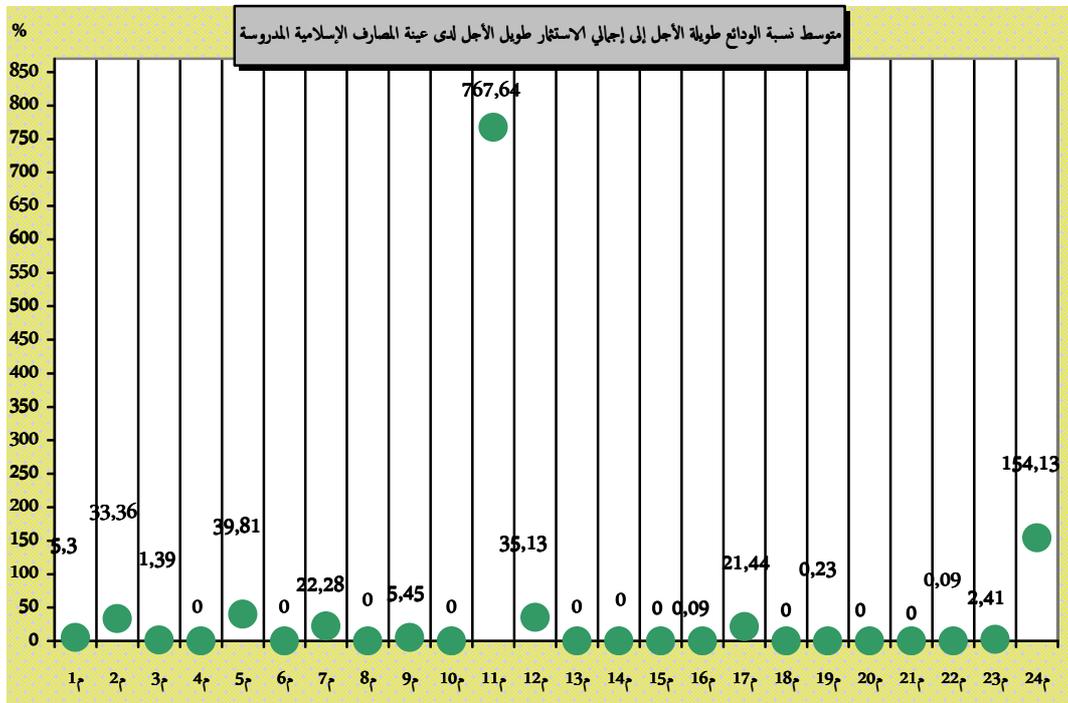
➤ نسبة الودائع طويلة الأجل إلى إجمالي الاستثمار طويل الأجل:

يُرام من دراسة هذه النسبة الوقوف على أهمية الودائع طويلة الأجل ومدى كفايتها في تمويل الأنشطة الاستثمارية طويلة المدى للمصرف الإسلامي كالأستثمارات المباشرة والمضاربات والمشاركات.

الفصل الأول: واقع النشاط الاستثماري في المصارف الإسلامية وتركيبته من حيث الأجل

ويحمل هذا المؤشر في طياته دالتين مهمتين، فهو من جهة يعكس لنا حجم الودائع الفاعلة (النشطة) أي تلك الودائع التي تحمل طابع المخاطرة والمهيئة لتمويل الاستثمارات التنموية. ومن ناحية أخرى يكشف لنا مدى كفاءة سياسة توظيف الموارد لدى المصرف، إذ كلما اقتربت النسبة من الواحد الصحيح دل ذلك على نجاعة هذا الأخير في استثمار موارده طويلة الأجل - بعد استثناء النسب القانونية -. أما إذا زادت عن الواحد الصحيح فإن ذلك يشير إلى أن المصرف يجد صعوبة في توظيف موارده (موارد مالية عاطلة). وعلى النقيض من ذلك فإن انخفاض النسبة يدل على تدني حجم الودائع المستقرة، وبالتالي محدودية مساهمة ذلك النوع من الودائع في تمويل الاستثمارات طويلة المدى.

الشكل رقم 01-12: شكل يوضح متوسط نسبة الودائع طويلة الأجل إلى إجمالي الاستثمار طويل الأجل لعينة المصارف محل الدراسة خلال الفترة 2003-2014



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على التقارير السنوية للمصارف المعنية بالدراسة

يُظهر الشكل البياني المصوّر لتطوّرات متوسط هذه النسبة - أنظر أعلاه - أن الدور التمويلي للودائع طويلة الأجل (الودائع الفاعلة أو النشطة) قد كان محدوداً جدّاً لدى 16 مصرفاً من أصل 24 مصرف، حيث لم تتعدّ مساهمتها في تمويل الاستثمارات المصرفية طويلة الأجل مستوى 5% في المتوسط، بل وكانت منعدمة تماماً عند 12 مصرفاً. أمّا بالنسبة للمصارف الأخرى فقد كان الوضع أفضل إلى حد ما، حيث كان للودائع طويلة الأجل دورٌ أكثر أهمية في تمويل الأنشطة الاستثمارية التنموية، بمتوسط عام تباين بين 40% و 22% تقريباً. باستثناء مصرفين اثنين (البنك الإسلامي الأردني وبيت التمويل الكويتي) حيث فاق المتوسط العام للنسبة الواحد الصحيح.

الفصل الأول: واقع النشاط الاستثماري في المصارف الإسلامية وتركيبته من حيث الأجل

وبخصوص المصرفين المذكورين آنفاً خصوصاً، فإنه وكما سبقنا بالقول، فإن هذه النسبة تعكس وضعين أحدهما مُرضي والآخر خلاف ذلك. فمن ناحية تحمل تلك النسب العالية دلالة على وجود فيض من الموارد المالية ذات الأمد البعيد لديهما، وهو وضع من شأنه أن يعزز من مقدرتهما على المساهمة في تمويل المزيد من الاستثمارات التنموية. ومن جانب آخر تعكس تلك النسب - المرتفعة - وجود ضعف واضح في استغلال الموارد (أي هناك سيولة مهيأة لتمويل الاستثمارات طويلة الأجل لكنّها في حكم السيولة العاطلة أو المحمّدة). فبالنسبة لبيت التمويل الكويتي فإن الملاحظ أن أكثر من 54% في المتوسط من الودائع طويلة الأجل هي ودايع عاطلة (بالمقارنة مع حجم الاستثمار طويل الأجل لدى المصرف)، أمّا بالنسبة للبنك الإسلامي الأردني فإن الوضع كان غير مرضٍ تماماً، إذ أن أكثر من 6 أضعاف الودائع (المستغلة في تمويل الاستثمار طويل الأجل الفعلي) تعتبر غير نشطة (مستغلة)، وهذا الوضع بطبيعة الحال يتنافى مع القواعد العلمية لإدارة المصارف من ناحية، كما أنه يحمّلها مزيداً من التكاليف (كلفة الفرصة الضائعة) من جانب آخر.

➤ نسبة حقوق الملكية المتاحة للاستثمار طويل الأجل إلى إجمالي الاستثمار طويل الأجل:

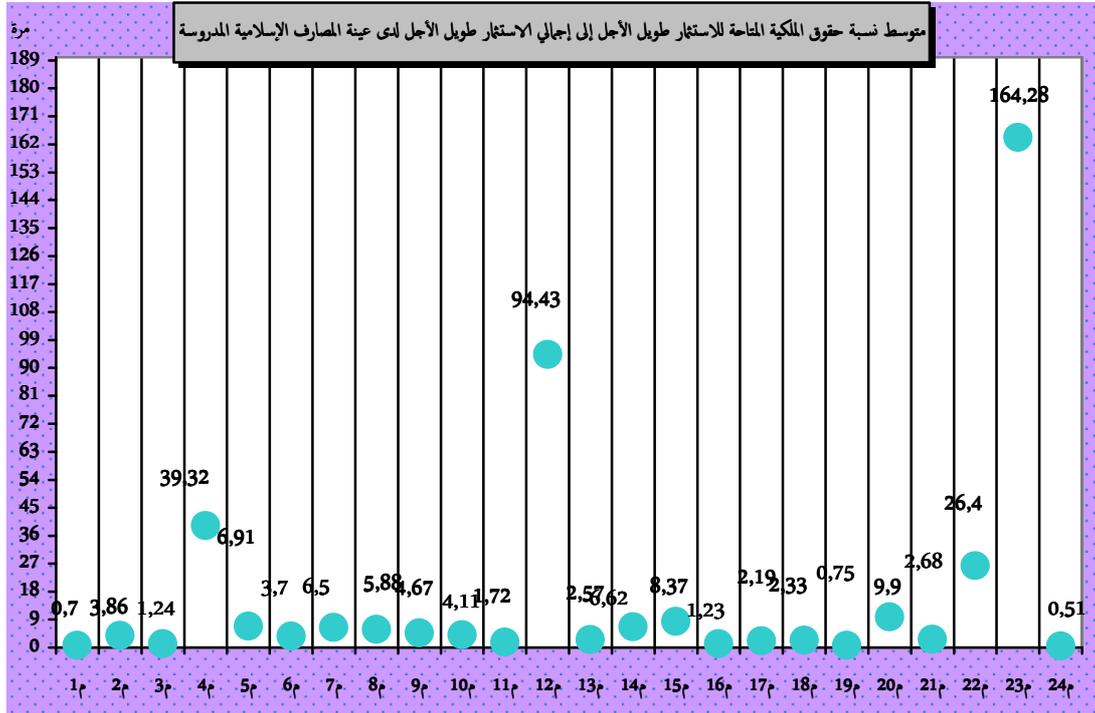
بما أن حقوق الملكية هي الأخرى تعدّ مورداً مالياً مهيئاً لتمويل الاستثمارات المصرفية طويلة الأجل فإن ما قيل عن الودائع طويلة الأجل ينطبق تماماً على حقوق الملكية، بمعنى أن نسبة حقوق الملكية المتاحة للاستثمار طويل الأجل إلى إجمالي الاستثمار طويل الأجل تروم هي الأخرى تحديد أهميّة ومدى كفاية حقوق الملكية في تمويل العمليات الاستثمارية الحقيقية.

ومن ثمّ فإن هذا المؤشر يُعطينا فكرة عن حجم الأموال المستخدمة في تمويل الاستثمارات التنموية وحجم الأموال المعطّلة (غير المستثمرة) أو المستغلة في غير محلّها (كأن يتم استخدامها مثلاً في إجراء استثمارات قصيرة الأجل). فإذا ما قاربت النسبة الواحد الصحيح دلّ ذلك على التوظيف الكامل لحقوق الملكية، وبالتالي أمثلية سياسة استثمار الموارد. أمّا إذا تعدّت النسبة الواحد الصحيح فإن ذلك يحمل دلالة على التوظيف الجزئي لحقوق الملكية، ممّا يعني أن ذلك القدر الفائض منها سيوجّه حتماً نحو التوظيفات قصيرة الأمد. وهذا كما نعلم يتنافى مع أبسط القواعد المصرفية في التوظيف والاستثمار، وأقصد بذلك قاعدة توافق الآجال. أمّا إذا ما انخفضت النسبة عن الواحد الصحيح فإن ذلك يشير إلى عدم كفاية حقوق الملكية لتنفيذ المزيد من الاستثمارات طويلة الأجل.

بالقاء نظرة على الشكل البياني الممثل لتطوّرات متوسط النسبة محل التقييم - أنظر أدناه - يتّضح لنا أن 22 مصرفاً من العينة المأخوذة قد سجّلت نسباً تجاوزت الواحد الصحيح، وهو ما يعني أن لهذه المصارف موارد مالية ذات أجل طويل (حقوق الملكية) غير مستغلة تماماً (أو قد تكون مستغلة في غير محلّها). ويمكن تقدير حجم هذه الموارد في المتوسط بأكثر من 5 أضعاف حجم الاستثمار المنقذ فعلاً عند أغلب المصارف (وهناك استثناءات بخصوص بعض من تلك المصارف، إذ بلغت حجم الموارد العاطلة أكثر 39 ضعف من حجم استثماراتها الفعلية). وكما وجدنا سابقاً فإن هذا الوضع سيحمّم على تلك المصارف كسر قاعدة توافق الآجال بين الموارد والاستخدامات، ومن ثمّ ستجد نفسها مدفوعة نحو استخدام ذلك الكم العاطل من الموارد في استخدامات

الفصل الأول: واقع النشاط الاستثماري في المصارف الإسلامية وتركيبته من حيث الأجل

الشكل رقم 01-13: شكل يوضح متوسط نسبة حقوق الملكية المتاحة للاستثمار طويل الأجل إلى إجمالي الاستثمار طويل الأجل لعينة المصارف محل الدراسة خلال الفترة 2003-2014



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على التقارير السنوية للمصارف المعنية بالدراسة

قصيرة الأجل، الأمر الذي قد يترتب عليه تضائل مقدرتها على تحقيق الأهداف التنموية المرجوة منها. أما بخصوص المصارف الثلاث المتبقية (بنك دبي الإسلامي، مصرف البحرين الإسلامي وبيت التمويل الكويتي) فقد كانت النسبة المسجلة أقل من الواحد الصحيح، أي أن تلك المصارف حازت مقداراً أقل من حقوق الملكية مقارنة بالاستثمارات طويلة الأجل التي قامت بتنفيذها، وهو ما يدل على وجود نوع من القصور في سياسة التعبئة لديها.

➤ نسبة الموارد طويلة الأجل إلى إجمالي الاستثمارات:

نستهدف من دراسة هذه النسبة تحديد الحجم الحقيقي الذي كان بإمكان المصارف الإسلامية الوصول إليه لو أنها قامت بتوظيف كل مواردها المتاحة، وذلك بطبيعة الحال في ظل الالتزام التام بقاعدة تناسب الآجال بين الموارد والاستخدامات. وكما هو وارد في العنوان، فإن تلك النسبة تتحدد وفقاً للعلاقة التالية:

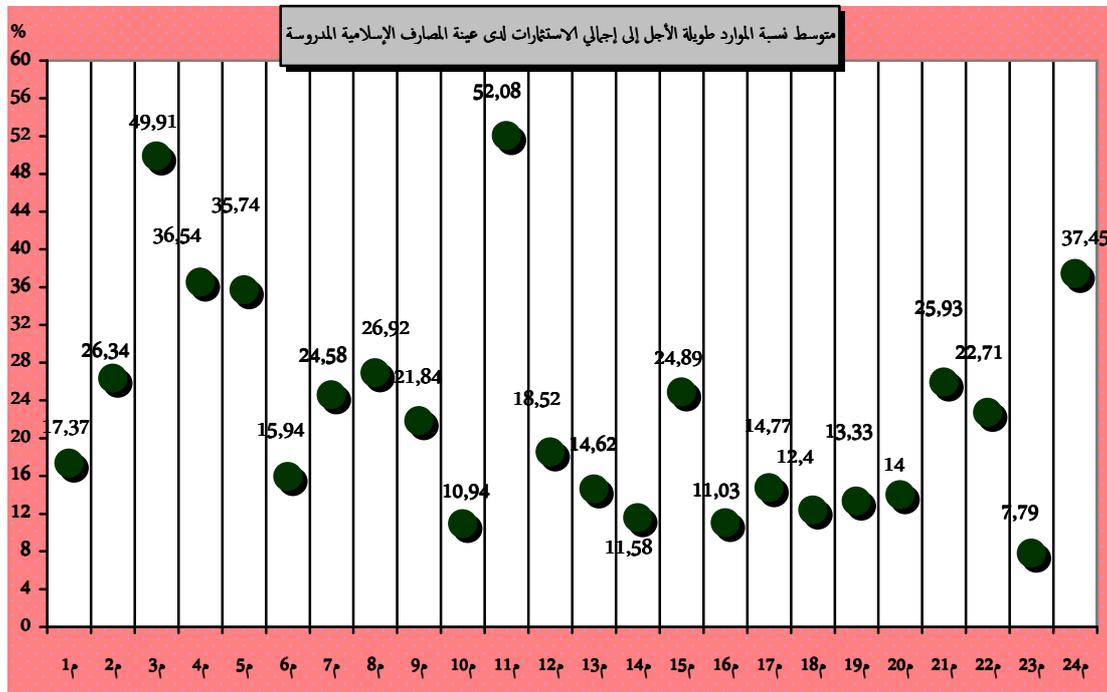
نسبة الموارد طويلة الأجل إلى إجمالي الاستثمارات = إجمالي الموارد طويلة الأجل \ إجمالي الاستثمارات
هذا، ونقصد بإجمالي الموارد طويلة الأجل مجموع حقوق الملكية المتاحة للاستثمار طويل الأجل والودائع طويلة الأجل.

ولإصدار حكم على مدى نجاعة المصارف محل التقييم في استثمار المتاح لها من الموارد، فإننا سنقوم بحساب الفجوة بين نسبة الاستثمار طويل الأجل إلى إجمالي الاستثمارات والنسبة التي نحن بصدد دراستها، أي أننا سنجري مقارنة بين حجم الاستثمار الفعلي وحجم الاستثمار الممكن في ظل ما هو متوفر من موارد طويلة

الفصل الأول: واقع النشاط الاستثماري في المصارف الإسلامية وتركيبته من حيث الأجل

الأجل. فإذا ما كانت الفجوة سالبة فإن ذلك معناه أن حجم الاستثمار الفعلي قد كان أكبر من حجم الاستثمار الممكن، أي أن المصرف قد استفد كل ما أتيح له من موارد طويلة الأجل واستعان بالمصادر الأخرى لتمويل استثماراته طويلة الأجل. أما إذا كانت الفجوة موجبة فإن ذلك معناه أن حجم الاستثمار الفعلي قد كان أقل من حجم الاستثمار الممكن القيام به، أي أن المصرف لم يقيم باستغلال كل موارد، وكان بإمكانه التوسع وتنفيذ مزيد من الاستثمارات طويلة الأمد.

بالتعمّن في الشكل المحصّص لبيان تطوّرات متوسط نسبة الموارد طويلة الأجل إلى إجمالي الاستثمارات - أنظر الشكل أدناه - يتبيّن لنا حقيقة أنه حتى في ظل الاستغلال التام للموارد طويلة الأجل يظلّ الاستثمار طويل الشكل رقم 01-14: شكل يوضح متوسط نسبة الموارد طويلة الأجل إلى إجمالي الاستثمارات لعينة المصارف محل الدراسة خلال الفترة 2003-2014



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على التقارير السنوية للمصارف المعنية بالدراسة.

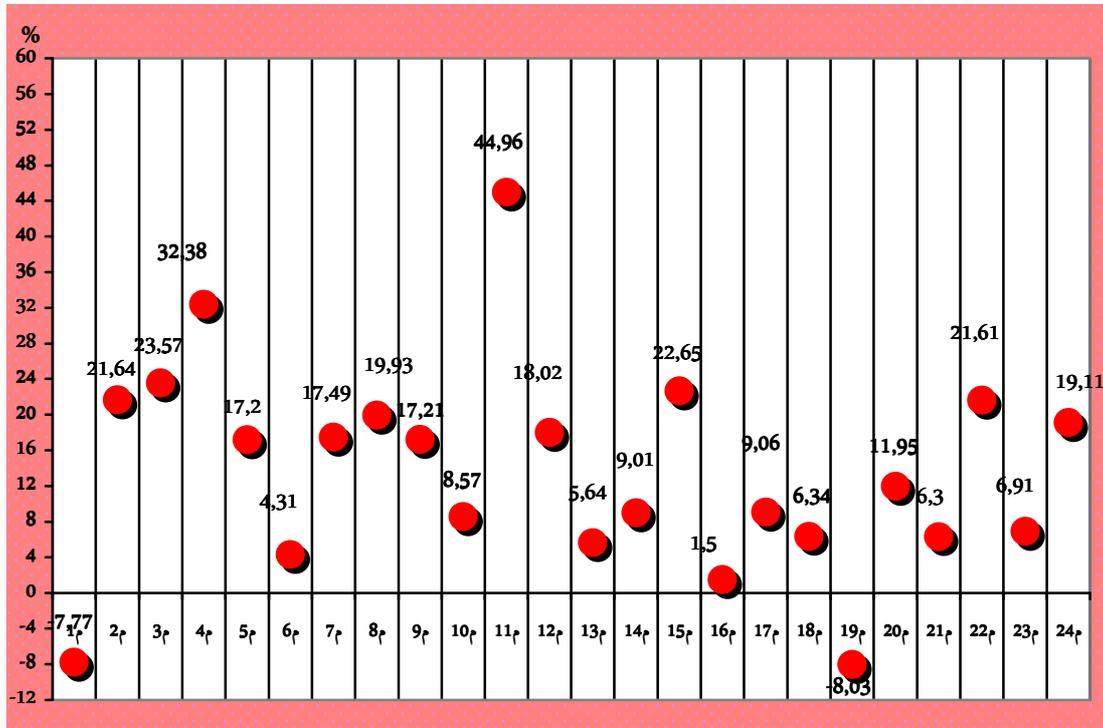
الأجل في المصارف المدروسة يمثّل نسباً ضئيلة مقارنة بما يجب أن يكون عليه الحال، بدليل أن المتوسط العام للنسبة لم يتعدّ 27% عند 19 مصرفاً، ومعدّل 37% عند 3 مصارف، و52% عند المصرفين المتبقّين. ومع ذلك فإن هذه النسب هي أفضل بكثيرٍ مقارنة بمعدّلات الاستثمار الفعلي (التي رأيناها من قبل). وهذا يُنمّ على سوء استغلال الموارد طويلة الأجل بتوجيهها نحو المجالات الاستثمارية قصيرة المدى، هذا إن لم تكن تلك الموارد عاطلة أصلاً.

هذا، ويقودنا النّظر في الشكل أدناه - وهو الذي يحمل فكرة عن تطوّرات حجم الفجوة بين الاستثمار الفعلي والاستثمار الممكن - إلى القول بأن أغلب المصارف قد سجّلت فجوات موجبة بمتوسط عام مرتفع نوعاً تراوح بين 45% و17% عند 12 مصرفاً، ومتوسط عام معقول إلى حد ما تراوح بين 9% و1.5% عند 9

الفصل الأول: واقع النشاط الاستثماري في المصارف الإسلامية وتركيبته من حيث الأجل

مصارف. وهو ما يعني أنه قد كان بإمكان تلك المصارف أن تقوم بتنفيذ استثمارات طويلة الأجل أكبر مما قامت به فعلاً. وبديهي القول بأن هذا الوضع سيُعطي أفضلية للاستثمارات قصيرة الأجل، إذ سترتفع هذه الأخيرة بنفس المقدار الذي انخفضت به الاستثمارات طويلة المدى، وهذا طبعاً في ظل افتراض الاستغلال التام للموارد. هذا، ويظهر الاستثناء لدى مصرفين اثنين هما: مصرف البحرين الإسلامي وبنك دبي الإسلامي، حيث سجل كل منهما فجوة سالبة، الأمر الذي يدلّ على أنّهما قد استنفدا كل ما لديهما من موارد تمويلية طويلة المدى في تمويل استثماراتها الفعلية واستعاناً بمصادر تمويلية أخرى، وذلك لأن حجم استثماراتها الفعلية كان أكبر من حجم استثماراتها الذي كان ممكناً في ظل الموارد المتاحة لهم للقيام بذلك.

الشكل رقم 01- 15: شكل يوضح متوسط تطور حجم الفجوة بين نسبة إجمالي الاستثمار طويل الأجل إلى إجمالي الاستثمارات ونسبة الموارد طويلة الأجل إلى إجمالي الاستثمارات لعينة المصارف محل الدراسة خلال الفترة 2003-2014



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على التقارير السنوية للمصارف المعنية بالدراسة.

هذا، ولئن كنا قد تأكدنا من خلال ما سبق من مؤشرات من حقيقة وجود قصور في الدور الاستثماري طويل الأجل للمصارف الإسلامية، فإن التسليم النهائي بصحة هذه النتيجة هو ضرب من عدم الإنصاف إذا ما أهملنا الواقع والظروف المحيطة بالتطبيق، فمؤكد أن ثمة أسباب وعوامل موضوعية خارجة عن سيطرتها مرتبطة بظروف مصرفية عامة أو اقتصادية وبيئية (نتيجة لواقع الزمان والمكان الذي تنشط فيه) قد ساهمت ولو بجزء يسير في صنع ذلك القصور. وذلك ما سنحاول الوقوف عليه في المبحث الموالي بشيء من التفصيل والتحليل.

المبحث الثالث: معوقات الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية

لئن كان قد تراءى لنا ممّا أوردناه من أرقام واحصاءات وتحاليل بأن ثمة قصوراً في الدور الاستثماري للمصارف الإسلامية، فإن إصدار حكم نهائي يقضي بالقول أن هذه الأخيرة قد اكتفت حقيقة بدور الوسيط المالي الذي يهّمه فقط ضمان استرداد المال والعائد، بقطع النظر عمّا إذا كان ذلك المال قد شقّ طريقه نحو أنشطة استثمارية يُراد منها النفع الحقيقي أم لا، دون الاحتكام إلى الواقع الاقتصادي والبيئي وأسبابهما الدائرة، ليعدّ ضرباً من عدم الانصاف وإهمالاً لما هو جديرٌ بالأخذ في الحسبان.

فالمصارف الإسلامية إمّا هي كيان يعيش في بيئة تحمل من الأسباب والظروف ومن التطوّرات والتحوّلات ما يدفع بأيّ كيان كان على تغيير السياسات والتوجّهات إلى حين الثبات وترسيخ الأقدام. وهي إن كان قد ثبت عليها شيء من ذلك الوصف، فمؤكّد أن لذلك الانحراف أسبابٌ ومسببات بعضها من صنع أيديها، وبعضها الآخر هو في حكم الخارج عن السيطرة فلا سلطان لها عليها.

والتزاماً بالاختصار فإنّي أشير هاهنا أنّي سأصنّفها في خمس معوقات أساسية، بدءاً ممّا هو متّصل بطبيعة الموارد، مروراً بما هو مُرتبط بطبيعة أو نوعية المستثمرين، وصولاً إلى ما هو ناتج عن طبيعة الموارد البشرية ومن ثمّ سياسات المصرف المركزي، وانتهاءً بنقاط متفرّقات مُختلفات.

المطلب الأول: معوقات ناجمة عن طبيعة الموارد المالية المتاحة للمصارف الإسلامية

لئن كنّا قد أقرنا من ذي قبل بأن الموارد المالية هي المحرك الأساسي لنشاط المصارف عامّة، والوسيلة الأساسية لتحقيق أهدافها وغاياتها، فإنّ فعاليتها وقدرتها على تجسيد الدورين إمّا يرتبط كلّ الارتباط بحجمها ونوعها، وبخصوصية المصارف وطبيعتها. فإذا كان مقصد المصرفية الرّبح وحده، فإنّ حجم الموارد قد يكفي عن نوعها في تحقيق ذلك، أمّا إذا كانت التنمية هي الغاية الأساسية، فإنّ المؤكّد أن الحجم وحده وإن كان سيحرك النشاط لن يكون كافياً لتجسيد تلك الغاية تجسيداً سليماً، وإمّا يتحقّق المرمى بتظافر العنصرين معاً.

وإذ تمهّد هذا أدركنا بسهولة ويُسّر أن نجاح المصارف الإسلامية في تجميع وتعبئة أكبر قدرٍ من الموارد المالية من حيث الحجم لا يعني البتّة أنّها قادرة على ممارسة دور فاعل أو نشيط في مجال الاستثمار الحقيقي (طويل الأجل) كما هو مُنتظر منها. وإمّا ذلك مرهون ومكفول كلّ بتهيئتها لموارد تتلاءم وطبيعة الاستثمار التنموي وهي تلك الموارد التي تقبل المشاركة في تحمّل النتائج الفعلية من ربح أو خسارة، ولها الاستعداد الكافي لتحمل المخاطر المتوقّعة من النشاطات الاستثمارية الحقيقية.

وإذا كانت دراستنا الميدانية قد أظهرت دوراً ملموساً لعيّنة المصارف محلّ التقييم في جانب تعبئة الأموال وإن كان ذلك يحمل دلالة واضحة على نجاح جهودها في بثّ فكرة الوديعَة الاستثمارية القائمة على المشاركة في الرّبح والخسارة كبديل للوديعَة التقديّة الآجلة، فإنّ ذلك الكمّ الوافر من الموارد وللأسف لم يكن ليضمن قدرتها على توسيع حجم استثماراتها الحقيقية (كما سبق وتبيّن أيضاً) كما هو مُفترض. ولا عجب في الأمر إذا أدركنا

الفصل الأول: واقع النشاط الاستثماري في المصارف الإسلامية وتركيبته من حيث الأجل

أن الجزء الأكبر من مواردها قد غلب عليه قصر الأجل، ولم تنل من الشكل الآخر للودائع وهو الأهم إلا كمًّا قليلاً.

فتلك الموارد إذن لم تكن بالكيف الملائم لطبيعة نشاطها.

وبطبيعة الحال فإن هذا الواقع المحبط (المعيق لكفاءة أدائها) له مسبباته ومسوغاته (ساهم في إيجادها كل من المودع والمصرف الإسلامي)، لعلّ أرجحها وزناً وأوفاهما تعبيراً ودلالةً ما هو آت ذكره:

أولاً ➤ هيمنة العقلية الربوية على فكر المودعين: ويعدّ هذا أول الأسباب ومصدر السلبية الذي اتّصف به هيكل الموارد لدى المصرفية الإسلامية (من عدّة نواحي كما سنرى في النقاط الموالية)، فأغلب المودعين ومذ نشأة هذه الأخير أقدموا على إيداع مدّخراتهم تحت حافز الحصول على عائد أعلى من سعر الفائدة الذي كانت تضمّنه لهم من قبل المصارف التقليدية، ولم يكن لهم استعداد للقبول بنسبة أرباح تقلّ عن معدّلات الفائدة السائدة¹.

وقد كان هذا المتّجه أمراً حتمياً، إذ أن أولئك المودعين نشأوا وتربّوا في بيئة سيطر على مؤسّساتها وأساليبها وكافة معاملاتها اليومية نظام ربوي تقليدي، فتشبّعوا فكراً وممارسةً بمبادئه وأساليبه.

ثانياً ➤ حقّ السحب عند الطلب: إذ وتأثراً بما كان سائداً ومعمولاً به في المصارف التقليدية، أظهر نسبة كبيرة من عملاء المصرفية الإسلامية المودعين عدم استعدادهم لتترك ودائعهم لفترة طويلة، ورغبتهم في السحب بسهولة وسرعة² متناسين أو غير مُدركين للطبيعة المختلفة لتلك المصرفية سواء فيما يتعلّق بنظم تعبئة الودائع أو فيما يتعلّق بطرق توظيف واستثمار هذه الأخيرة.

وأمام هذه الحاجة لجأ الكثير من المصارف الإسلامية إلى تكييف وصياغة أنظمة جديدة لودائعها الاستثمارية بصورة تلبّي احتياجات المودعين وتحقّق لهم نفس الميزات التي يحصلون عليها من المصارف التقليدية وإن اختلفت الوسيلة، خاصّةً فيما يتعلّق بحقّ السحب منها عند الطلب أو في آجال قصيرة، والحق في الحصول على عوائد دورية وسريعة (دون أن يرتبط ذلك بنضّ للمال أو بتصفية للعمليات الاستثمارية)، وهو ما جعل طبيعة الودائع الاستثمارية المتاحة للمصارف الإسلامية قريبة من طبيعتها العملية في المصارف التقليدية.

وقد احتجّ بعض المسؤولين في هذه المصارف عن هذا المسلك بالواقع الذي يعيشه أفراد المجتمعات الإسلامية من انخفاض مستويات المعيشة والدخول وغير ذلك، ما جعل حاجتهم إلى هذه المدّخرات والودائع قائمةً بصورة دائمة، فلا تتوقّر لهم القدرة على الاستغناء عنها لفترات طويلة.

وأياً كان السبب وراء رغبة المودعين في القدرة على السحب في أي وقت، فإن هذا الواقع ساهم بطريقة غير مباشرة في إيجاد موارد لا تتلاءم من حيث الكيف مع طبيعة النشاط الاستثماري للمصارف الإسلامية فكانت النتيجة الحتمية أن انزوت استثماراتها تحت مظلة الاستثمارات قصيرة الأجل.

¹ - محمد عبد المنعم أبو زيد، "الضمان في الفقه الإسلامي وتطبيقاته في المصارف الإسلامية"، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، الطبعة الأولى، 1996، ص 63.

² - عبد الرحمن يسرى أحمد، "البنوك الإسلامية: الأسس وآليات العمل وضرورات التطور"، ورقة بحثية مقدمة لندوة الصناعة المالية الإسلامية، الاسكندرية، 2000.

الفصل الأول: واقع النشاط الاستثماري في المصارف الإسلامية وتركيبته من حيث الأجل

ثالثاً ➤ عدم الاستعداد الكافي لتحمل المخاطرة: إذ ونتيجة لرسوخ أسلوب التعامل المصرفي التقليدي تأثر غالبية المودعين بفكرة ضمان الوديعة، وتقرّر في أذهانهم فكرة استردادها بالكامل مع العائد، وثبت في عقولهم أن السبيل الأوحى لحماية المال هو البعد عن المشاركة في المخاطرة الاستثمارية، وهذا رغم إدراكهم بحقيقة اختلاف طبيعة النشاط المصرفي الإسلامي عن نظيره التقليدي.

فالمودعون ورغم إقرارهم للمصرف مقدّماً الالتزام بمبدأ الغنم بالغرم، فإن إقرارهم ذلك في واقع الحال لا يتعدّى الورق¹، لأنهم على اعتقاد راسخ بأنه ليس ثمة احتمالات للخسارة. ومن ثمّ فإن عنصر ضمان استرداد الوديعة أضحى محققاً لديهم من الناحية الفعلية عند قيامهم بعملية الإيداع. وهو ما يعني أن عامل المخاطرة لم يكن موجوداً من الناحية الفعلية لدى أولئك المودعين حسب اعتقادهم.

ومّا زاد من ترسيخ وتغذية هذا الشعور لدى المودعين قيام بعض المصارف (إن لم تكن كلّها) بالإعلان في نشراتها التأسيسية بضمان جميع الودائع (بما فيها ودائع الاستثمار) ضماناً دائماً بطريقة صريحة أو ضمنية. وإدراج ذلك الضمان رسمياً في القوانين والقواعد أحياناً، وفي حالات أخرى استند ذلك على عمليات تفاهم ضمنية بين السلطات والمصارف والجمهور².

ثالثاً ➤ قصور دور المصارف الإسلامية في خلق وعي ادّخاري اسلامي:

لا يُردّ القصور الحاصل في طبيعة الموارد المتاحة للمصارف الإسلامية إلى البيئة التي تعمل بها هذه الأخيرة وحسب، وإمّا هناك قدر لا تبرز تلك المصارف نفسها من تحمّل مسؤوليته، ويتعلّق الأمر بقصور دورها في نشر الوعي الادّخاري الإسلامي في مجتمع المدخرين، وتوعية المودعين بطبيعة نشاطها، والفروق الأساسية بين أساليب التعامل المعتمدة في المصرفيتين، وإقناعهم بجدوى التعامل بالصيغ الإسلامية من الناحية الشرعية والاقتصادية.

فالواقع يؤكّد أن غالبية المصارف الإسلامية لم تُعنّ بالنظر في هذا القصور نظراً يأخذ في الاعتبار مُتطلّبات نجاحها بدليل أنه وللآن مازال المودع لدى إيداعه لأمواله يُجري مقارنة بين الدخل المضمون على الوديعة الآجلة لدى المصارف الربوية والدخل المحتمل (غير المضمون) لدى المصارف الإسلامية (ويعيل إلى تفضيل الأولى على الثانية إذا فاق عائد الوديعة الآجلة عائد الوديعة الاستثمارية). وسيبقى هذا التفكير غالباً على عقلية المدّخر وسيظلّ الأثر السلبي لهذا التفكير ملازماً لهيكل موارد تلك المصارف، ما لم تضطلع هذه الأخيرة بمسؤولية التنمية النفسية والعقلية للمدّخر (المودع)، وتعمل على تنمية شخصيته، فتزرع فيه صفات المدّخر الفعّال، بدءاً من صفات الوعي العقدي والثقافي الإسلامي وصولاً إلى صفات التفكير والرؤية والتقدير والحساب والكفاءة في

¹ - قاسم محمد قاسم، "البنوك الإسلامية واستراتيجيتها الاستثمارية"، ورقة بحثية مقدمة لندوة خطة "استراتيجية" الاستثمار في البنوك الإسلامية: الجوانب التطبيقية، والقضايا والمشكلات، عمان، 1987.

² - لوقا إريكو وميترا فرح بخش، "النظام المصرفي الإسلامي: قضايا مطروحة بشأن قواعد التنظيم الاحترازي والمراقبة"، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، المجلد 13، 2001، ص33، بتصرف. بول ميلز و جون بريسلي، "التحويل الإسلامي: النظرية والتطبيق"، ترجمة كرسي سابق لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، مكتبة الملك فهد الوطنية، الرياض، 2014، ص108.

الفصل الأول: واقع النشاط الاستثماري في المصارف الإسلامية وتركيبته من حيث الأجل

استخدام الموارد والتخطيط الجيد (الرّشد الاقتصادي) وما إلى ذلك (أو ما يمكن نعبّر عنه بمصطلح التربية الادّخارية).

بهذا ننتهي إلى القول بأن الموارد التي أتاحت للمصارف الإسلامية لم تكن ملائمة (من حيث المخاطرة والأجل) لطبيعتها الاستثمارية التنموية بفعل العوامل التي سبق ذكرها وغيرها. وقد حدّد هذا الوضع كما لاحظنا في دراستنا الميدانية من حرّيتها في اختيار الاستثمارات المناسبة والملائمة لطبيعتها، وأقصد بذلك الاستثمارات طويلة الأجل التي تعدّ كما أشرنا في عديد المرّات الأنسب لطبيعتها والأكثر قدرة على تحقيق أهدافها.

المطلب الثاني: معوّقات ناجمة عن طبيعة ونوعية المتعاملين (المستثمرين)

من المعلوم بدهاء أن النشاط المصرفي-باعتباره من أعمال الوساطة المالية- يقوم وبصورة أساسية في ممارسته لمهامه على التعامل مع الآخرين. وتختلف العلاقة التي تجمعها مع عملائه من مودعين ومستثمرين بحسب فلسفته ونهجها. ففي حين تنحصر العلاقة التي تجمع المصرف التقليدي بعملائه طالبي التمويل في شكل علاقة الدائن بالمدين، نجد أن علاقة المصرف الإسلامي بعملائه المستثمرين تقوم على المشاركة في نتيجة نشاط العملية الاستثمارية من ربح أو خسارة.

وتعدّ العلاقة الأخيرة أكثر حساسية من العلاقة الأولى، لكونها تتضمن مشاركة في قرار الاستثمار وفي نتيجة العملية خلافاً للأخرى. ولذلك فإن نجاحتها قائم بالأساس على مدى توافر قدرٍ من الكفاءة الفنيّة والعملية والإدارية في تنفيذ وتسيير المشروع، فمتى اجتمعت وتضافرت كان للمشروع فرصة أكبر للنجاح، وأمن المصرف تبعاً لذلك حقوقه، ومتى تنافرت وتضاربت كان الفشل وضياع الحقوق.

وليس بكافٍ أن تنحصر أو تتوفر تلك الكفاءة لدى المصرف فقط، وإنما ينبغي أن يكون للعميل المستثمر شيء من ذلك، فكونه طرف أصيل في تلك العلاقة (خاصة في حالة الاعتماد على أسلوب المشاركة والمضاربة)، فإن كفاءته وسلوكياته الحسنة هي الأخرى عامل أساسي مؤثّر في نتيجة العملية وفي نجاحها وفشلها.

وحيث أن العميل المستثمر هو أحد الدعامات الأساسية (بناءً على الذي تمهّد) التي يمكن أن تُهيئ لنشاط المصرف الإسلامي النّجاح والقدرة على سلوك المنهج الصحيح المفترض نظرياً، فإنه مُطالب ومعني باختيار العميل الذي يستوفي تحديداً الخصائص والصفات الملائمة لطبيعة نشاطه.

ورغم تعدّد وتشعب تلك الخصائص والسّمات، فإنه واختصاراً، لنا أن نُحصّرها في ثلاث، علمية وعملية وأخلاقية¹، تماماً كما هو آت:

* فهم واستيعاب المتعاملين للنموذج الإسلامي للاستثمار الذي يقوم عليه النشاط المصرفي الإسلامي.
* توافر الحد الأدنى من الخلق والسلوك الإسلامي والوازع الدّيني القويم من حيث الأمانة والصدّق والالتزام بالوفاء بالوعد والرّغبة في التعامل على أسس شرعيّة.... الخ.

¹ - محمد عبد المنعم أبو زيد، "النشاط الاستثماري في المصارف الإسلامية ومعوقاته مع الإشارة إلى تجربة المصارف الإسلامية في مصر"، مرجع سبق ذكره، ص 217.

الفصل الأول: واقع النشاط الاستثماري في المصارف الإسلامية وتركيبته من حيث الأجل

* توافر الكفاءة العملية والفنية في مجال التوظيف والاستثمار الذي يرغب العميل مشاركة المصرف الإسلامي له فيه.

وإذ رددنا انحسار الاستثمار طويل الأجل إلى طبيعة المتعاملين، فإننا نرى أن نقدم تفصيلاً في ذلك فنعرض جملة التصرفات والصفقات وطريقة التفكير التي ميّزت متعاملي المصارف الإسلامية من المستثمرين من واقع التجربة كما رآها وعاشها الممارسون:

من المعلوم أن التطبيق السليم لأساليب الاستثمار الإسلامي جملةً إنّما هو مرهون وإلى حدٍ كبير بأمانة وصدق العميل من ناحية وبالكفاءة العملية والفنية من ناحية أخرى. ويزداد الأمر حساسية في أساليب المشاركة خاصة المضاربة منها، إذ من المتعدّر تماماً أن تنجح الاستثمارات المبنية على عقود المضاربة ويُدّ العميل يغلب عليها التعدي بصنوفه، والحال كذلك في أسلوب المشاركة (وإن كانت الحدّة أخف). ولأن الواقع كما قلنا خالف المتوقع فإن المحذور قد وقع، فالتجارب العملية للعديد من المصارف الإسلامية شهدت على أمثلة ونماذج كثيرة من حالات المماطلة وتأخير أداء الالتزامات في المواعيد المحددة لها، وعدم الأمانة والتعدي على حقوق المصرف من خلال التلاعب بالإيرادات (محاولة تقليصها) والمصروفات (بالرفع من قيمتها)، وإخفاء للمعلومات وتزوير الوثائق والفواتير، بل وابتكار أحدث أساليب التحايل والدوران على شروط العقد، وفضّ للمشاركات قبل أوانها لاطمئنائهم على عدم مطالبتهم بفوائد تأخيرية كما هو عليه الحال في المصارف التقليدية، وإخلالٍ بشروط العقود وعدم الالتزام بالاتفاق وهلمّ جرّاً من المخالفات. وكانت هذه الوقائع أكثر حدوثاً وتكراراً في السنوات الأولى لنشأة المصارف الإسلامية، حيث كانت درجة الاعتماد على صيغتي المشاركة والمضاربة في أوجها.

وزادت هذه المشكلة حدّة مع قصور النظم والأساليب العلمية والعملية التي اعتمدها تلك المصارف في اختيار متعاملينا من المستثمرين، إذ لم تكن تلك المعايير مبنية على أسس وقواعد سليمة تستوفي بشكل متكامل حتى الخصائص والصفات الملائمة الواجب توافرها في العميل المشارك، ولا حتى نوعية المعلومات والبيانات اللازمة للتأكد من مدى توافر تلك السمات والخصائص بصورة علمية وموضوعية دقيقة، ولا نوعية المصادر التي يمكن أن تستقي منها هذه المعلومات والبيانات¹. ولم يكن هناك منهج علمي وعملي يجمع كل هذه العناصر معاً، يُلجأ إليه عند القيام باتخاذ القرار الصحيح.

ولعلّ ما يؤيد هذا التحليل النظري ويؤكّده على حقيقته تلك النتائج التي وقفت عليها دراستنا الميدانية والتي أظهرت استخداماً ضعيفاً لصيغ الاستثمار طويل الأجل، خاصة صيغة المضاربة. وما من شك في أن توجه تلك المصارف نحو تقليل الاعتماد على هذه الصيغ كان ليُردّ أساساً إلى سلوكيات (أخلاقية) المستثمرين السلبية من غشٍ ومماطلة وتحايل كما سبق وبيننا. وخير ما يُستدلّ به على وجهة النظر تلك حجم المشاركات والمضاربات المتعدّرة، إذ توضّح نتائج الدراسة أن نسبة التمويلات المتعدّرة إلى إجمالي التمويلات ممثلة في المشاركات والمضاربات

¹ - بل إن الواقع يشهد بأن عملية الانتقاء كانت تم بصورة أقرب ما تكون للاجتهاد الشخصي. أنظر في ذلك: أحمد حسن رضوان، "البنوك الإسلامية: التجربة والمستقبل"، دون ناشر، دون سنة نشر، ص 09.

الفصل الأول: واقع النشاط الاستثماري في المصارف الإسلامية وتركيبته من حيث الأجل

وصلت إلى مستوى 16% لدى بنك البركة البحرين، و20% لدى مصرف البحرين الإسلامي وهي نسب تبدو جدُّ مُعتبرة.

➤ هذا، ولقد صعب الوضع الذي اعتاد عليه المستثمرون قبل ظهور المصرفية الإسلامية، والذي كان قائماً على أساس الحصول على قروض بفائدة من المصارف التقليدية دون أن تتدخل هذه الأخيرة في أعمالهم ونشاطاتهم فكرة الاقبال على المصارف الإسلامية للتعامل معها على أساس المشاركة إلا في حالة المشاريع غير المرحة بالنسبة لهم أو تلك التي لا تدرّ عائداً مجزياً.

➤ وكنتيحة لذلك التخوف اختار الكثير من المستثمرين ممن يركن إلى التعامل مع المصرفية الإسلامية (بدافع النزعة الدينية) أسلوب المراجعة بدلاً (سلوك سياسة تجنّب المخاطر) لاقتراب العلاقة التي تربطهم بالمصرف من أسلوب التمويل التقليدي. وليت ذاك التوجّه كان بدافع خدمة أهداف المصرفية الإسلامية وإعطائها دفعة إلى حين إرساء القواعد، وبمحت حلول تحمل أساليب المشاركة على الحلول تدريجياً محل المراجعة وما يشبهها، بل كان الدافع شخصياً بحتاً وهو الرّبح لا غير، وذلك بدليل أن أغلبهم كان يقوم بقياس عائد المصرف في عملية المراجعة في ضوء تكلفة اقتراضه للأموال من المصارف التقليدية. ولم تقتصر منهجية القياس تلك على المراجعة فقط، بل تعدّت حتى إلى أساليب المشاركة، إذ تبين من الممارسات العملية أن الكثير من المتعاملين كانوا دائماً يعقدون مقارنة بين مقدار ما تحصل عليه المصارف الإسلامية من ربح نظير تمويلها لهم وفق الأساليب الاستثمارية (المشاركة والمضاربة) وبين التكلفة التي كان يمكن أن يتحملوها لو قاموا باقتراض نفس قيمة التمويل من المصارف التقليدية، غير مُدركين لطبيعة المصارف الإسلامية وما تتحمّله من مخاطر في استثماراتها المشتركة. وقد حدا هذا الفهم الخاطئ بهؤلاء المتعاملين إلى الشعور بالظلم نتيجة لاقتناعهم بأن المصرف يحصل من غير وجه حق على حصّة من الأرباح التي تخصّهم¹.

➤ ومما ساء التجربة أيضاً نظرة المستثمرين للربح كميّار أوحد يجري عليه التقييم واختيار الاستثمارات، في حين لم تحظ المعايير الأخرى وخاصة مدى الإسهام في تحقيق أهداف المجتمع الذي يسعى إليه المصرف الإسلامي بحكم رسالته المفترضة، أو توفير العمل للمحتاجين ونحو ذلك، بنظرٍ أو اهتمام.

➤ **الافتقار إلى الكفاءة**، فأصحاب المشروعات غالباً ما يعيهم توافر العنصر الفنيّ فيهم جميعاً، وتعوّزهم المؤهلات الإدارية والتجارية (مهارة رجال الأعمال)، وتنقصهم المعرفة الاقتصادية الحقيقية في عملية تقويم الاستثمارات، وغالباً ما يتقدّمون للمصرف بخطط غير جيّدة أو بمشروعات غير واعدة تحسب لتقنية الإنتاج أو نوعية سوقها وزناً، أو تعطي للقدرات التكنولوجية الحديثة ذات المردود الاقتصادي المستقبلي الجيد بعداً.

➤ ومما استقرّ في الأذهان أيضاً ذلك الاعتقاد الشائع بين كثير من المستثمرين بأن التعامل بنظام المشاركة في الأرباح والخسائر أكثر عُرضة للمخاطر مقارنةً بغيره من الأساليب الاستثمارية الربوية، وأنّه مليء بالتعقيدات.

¹ - محمد عبد المنعم أبو زيد، "المخاطر التي تواجه استثمارات المؤسسات المصرفية الإسلامية"، بحث ضمن "كتاب الوقائع: دور المؤسسات المصرفية الإسلامية في الاستثمار والتنمية" جامعة الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، 2003، ص635.

الفصل الأول: واقع النشاط الاستثماري في المصارف الإسلامية وتركيبته من حيث الأجل

• ومع التسليم بوجود مستثمرين يرغبون في مشاركة المصرف الإسلامي في استثماراته، فإن سلوكهم الاستثماري غالباً ما كان يميل إلى السلوك المتحفظ والمتمثل في ضرورة أن تحقّق المشروعات التي يُقبلون عليها نتائج فعلية إيجابية.

• كما أثبت الواقع العملي أن المستثمرين المتمولين (خاصة كبريات المؤسسات) - حتى في ظلّ صيغ المشاركة المتناقصة والمضاربة - يرفضون تماماً دفع ما يزيد عمّا يُقدّم للمصارف التقليدية من فوائد (بمعنى أنهم يلتزمون بتقديم عائد مساوي للفائدة الربوية إن لم يكن أقل)، وبذلك تجد المصارف الإسلامية نفسها تقوم عملياً بحساب أرباحها على أساس سعر التكلفة (مؤشّر الليبور مثلاً)، مضافاً إليه هامش الربح المتفق عليه، وما زاد عن ذلك تتنازل عنه لصالح المستثمر المشارك لها تحت اسم حافز أداء أو ما شابه ذلك.

• وأثبتت التجارب أيضاً أن جمعاً كبيراً من المتعاملين مع المصرفية الإسلامية في مجال الاستثمار لا يدركون حقيقة أنظمتها الاستثمارية القائمة على مبدأ الغنم بالغرم، وقد اتخذ جهلهم ذاك عدّة صور منها نذكر: - وجود فهم شائع لدى بعض المتعاملين وهو أن نظام المشاركة يعني من جهة المناصفة في الأرباح، ومن ناحية أخرى أن يستردّ المصرف قيمة التمويل المقدم عند نهاية العملية دون ربح. وحسبهم في ذلك أن الربح ما هو إلاّ زيادة ربوية، وأن العمل المصرفي الإسلامي يجب أن يكون على سبيل التبرّع (أي وكأنها جمعيات خيرية).

- كما استقرّ في أذهان العديد من العملاء المستثمرين بأن شريعة الله "فنظرة إلى ميسرة" حسب اعتقادهم تعني أن بإمكانهم عدم الوفاء بالتزاماتهم المالية في الأجل المحدد لاعتقادهم بأن المصارف الإسلامية لن تتعامل معهم بالرّبا نتيجة التأخر، وأنه لا أهمية للبعد الزمني في نظرهم، وأن من حقهم السداد حسب إمكاناتهم، وحينما تتوفّر لهم الرغبة في أداء الحقوق.

• كما أظهرت الممارسات أن معظم المتعاملين (من المستثمرين) مع المصارف الإسلامية لم يعتادوا امسك حسابات نظامية إمّا لعدم قدرتهم على ذلك أو بدعوى أن ذلك يُضخّم من أعبائهم الضريبية. وأن كثيراً منهم لا يرون بأساً في إعداد حسابات مزدوجة¹ (حسابات خاصة لمصلحة الضرائب، وللمصرف أخرى شخصية).

• إذا أخذنا في الحسبان أن غالبية المتخصّصين في كثير من مجالات المعرفة والعلوم الحديثة داخل البلدان الإسلامية المعاصرة قد ارتبطوا بالثقافة الغربية لما درسوه من أفكار وأسس اقتصادية مذهبية، فإن الراسخ في ذهنهم لا محالة الاعتقاد بأنّه لا يمكن أن يقوم نظام اقتصادي من دون نظام الفوائد الربوية، وبالتالي فإن إنشاء آية مؤسسات أو مشاريع اقتصادية وممارستها لنشاط ما لا بدّ أن يرتبط بالرّبا عندهم. وهذا بطبيعة الحال يتعارض مع نوعية المستثمرين التي تتطلبها المشاريع الاستثمارية المصرفية الإسلامية.

هذه إذن وغيرها تصرّفات وصفات أفرزت صنوفاً من الشّركاء والمتعاملين السلبيين وحالت دون تمكّن المصارف الإسلامية من إيجاد الشّريك الفعّال، ومن تحقيق مناطها الخاص من بعد ذلك، وصرفتها إلى التوسّع في نشاط ليس من اختصاصها، وإلى نشاط تقلّ فيه الحاجة إلى المؤهلات والمعارف والمهارات.

¹ - عبد السميع المصري، "لماذا حرم الله الربا"، مكتبة وهبة، القاهرة، الطبعة الأولى، 1987، ص 193، بتصرف.

الفصل الأول: واقع النشاط الاستثماري في المصارف الإسلامية وتركيبته من حيث الأجل

المطلب الثالث: معوقات سببها نقص الموارد البشرية الخبيرة بالأعمال المصرفية الإسلامية

يعدّ المورد البشري بلا شك ركيزة من الركائز الأساسية التي يستمد منها أي نشاط من الأنشطة نضجه نظرياً وتنزيلاً. فعلى قدر كفاءته ومهارته تعظم مكانة النشاط وتزكو عائداته، وعلى قدر ضعفه وعوز معارفه ومهاراته يتخلف النشاط ويفقد حظّه من النّضج والاكتمال.

وتزداد أهمية ودور ومسؤولية ذلك المورد إذا كان النشاط يحمل الصّفة الإسلامية ويتميّز بالطابع الإسلامي شكلاً ومضموناً. لأن ذلك يستتبع أن تتم الممارسة في إطار معيّن وأن يعمل العاملون وفق أسس وقواعد مُغايرة لما اعتادوا عليه وألفه الآخرون.

ولمّا كانت المصرفية الإسلامية عامّة وجهاً من تلك الوجوه الحاملة للصّفة الإسلامية، ولمّا كان نشاطها الاستثماري خاصّة نشاطاً ذو طبيعة متميّزة وخصائص متفرّدة ومختلفة عن نظيرتها من الأنشطة، كانت الحاجة إلى نوع خاص متفرّد من الموارد البشرية ماثلة، وكان تتمتعها بخصائص وصفات تمكّنها من التعامل مع خصوصية ذلك النشاط شرطاً يجري مجرى الضروريات وثابتاً يحرص أشدّ الحرص وأقواه على استيفائه.

وتلك الصّفات والخصائص وإن اختلفت أهميتها من عامل إلى آخر، فإن الإحاطة بكلّ واحدة منها ولو جزئياً هو أمرٌ ضروري لكلّ عامل وقائم على النشاط. وهي وإن كانت على وُسع وتعدّد فإنه بإمكاننا جمعها وحصرها وبسطها في خطوط عريضة تماماً كما هو آت:

- * توافر الجانب العقيدي الإسلامي الصّحيح والقوي، والاقتناع بأهمية هذا العمل.
- * توافر حد أدنى من العلم بالأحكام الشرّعية وأحكام فقه المعاملات خاصّة.
- * توافر بعض الملكات والقدرات الدّاتية اللاّزمة لهذا العمل كالعقلية الابتكارية، المهارة القيادية، الدّكاء والتفكير المنطقي، المرونة والمثابرة... الخ.
- * توافر قدر من الخبرة والممارسة العملية لبعض أو كل عمليات هذه المصارف في نفس المجال أو في مجال قريب منه.

* أداء الأمانة في الجانب المهني ورعايتها بالنسبة لمدراء الاستثمار ومعاونيهم¹.

ولأن الواقع حاد عن الصواب (وهو حال المصرفية الإسلامية في كثيرٍ من الجوانب) فإن هذه السّمات والخصائص لم تكن هي الأخرى لتُتاح لهذه التجربة تماماً كما كان يُنتظر، فنقص المعرفة الفنّية والشرّعية، وانخفاض مستوى المهارة الفنّية، وعدم وجود كفاءات مُتخصّصة في الترويج والتسويق للاستثمار²، وميزات وخصائص غلبت على العنصر البشري فيها مُدّ نشأتها وإلى يومنا هذا كما تشهد على ذلك التجارب. ومن ثم كان أمراً حتمياً أن

¹ - أنظر: نزيه حاد، "سلوكيات العاملين وأثرها على مستقبل الصيرفة الإسلامية"، ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر الدوحة الثاني للمال الإسلامي: الصيرفة الإسلامية بين الواقع والمأمول الدوحة، قطر، 2011.

² - أنظر كلا من: عبد الحميد الغزالي، "مشكلات المصارف الإسلامية"، ورقة بحثية مقدمة لدورة تجربة البنوك الإسلامية، بنك فيصل الإسلامي المصري، القاهرة، 1990. عبد الرحمن يسرى أحمد، "دور المصارف الإسلامية في التنمية"، مجلة الاقتصاد الإسلامي، بنك دبي الإسلامي، العدد 167، 1995، ص 27.

الفصل الأول: واقع النشاط الاستثماري في المصارف الإسلامية وتركيبته من حيث الأجل

تلقى تلك المصارف من الصعوبات ما يجعلها تجمد عن مسارها الحقيقي، وكيف لا يحدث هذا وهي التي تعارك على جبهتين، المودعون والمستثمرون من جهة، والموظفون والعاملون من جانب آخر.

ولأننا التزمنا بداية بتقديم الشواهد الدالة، فإننا لن نتوقف عند الصفات التي ذكرناها آنفاً، وإنما سنوسع ما قدمناه تفصيلاً ونأتي بخصائص وسمات أخرى، فنثبت ونظهر من خلالها وجه السلبية التي اتّصف بها العنصر البشري في المصارف الإسلامية، وهذا عرض لها:

➤ من المعلوم أن المصارف الإسلامية ولدى ظهورها إلى حيز الوجود، ونتيجة لعدم توافرها على الكوادر المؤهلة والمدربة، لجأت إلى الاستعانة بالعاملين في المصارف التقليدية لبناء جهازها الإداري والتنفيذي. وخلال قيامهم بأداء الأعمال المصرفية التي عهدت إليهم طيلة العقود الماضية، نقل أولئك العاملون خاصّة صانعو القرار منهم أسس وقيم مصرفية تقليدية عن العمل المصرفي عامّة والاستثماري خاصّة، ومن هذه القيم سيادة وغلبة التمويل على مفهوم الاستثمار، وعدم القدرة على استيعاب وإدراك إمكانية قيام المصارف الإسلامية بأداء دورها الاستثماري جنباً إلى جنب مع قيامها بأداء الأعمال التمويلية الاعتيادية التي يضطلع بها أيّ مصرف تجاري. كما رسّخ أولئك العاملون بعض المفاهيم التي تتعلّق بالسّعي الحثيث نحو الضّمان الشّامل خاصة ضمان الرّبح بأقل درجة ممكنة من المخاطر الاستثمارية والتمويلية بل حتى دون مخاطر، ممّا أضعف عناية الأجهزة الإدارية القائمة على المصرفية الإسلامية باستحداث صيغ مكتملة للأدوات والصيغ الحالية والتي تعطيها دوراً أكثر فعالية وإيجابية في عملية الاستثمار والإنتاج.

➤ وفي محاولة منها لتدريب العاملين على الصّيع الإسلامية وأسس التعامل المصرفي الإسلامي أعدت المصارف الإسلامية برامج تدريبية داخلية وخارجية في معاهد متخصصة، إلّا أن مُعظم من يحضرون هذه البرامج والدورات التدريبية كانوا من العاملين التنفيذيين. كما كان عدد الدورات والبرامج ومداهم الزّمني محدوداً بالمقارنة مع حجم التطوّر في أعمال تلك المصرفية وحاجتها الفعلية إلى إعداد مكثّف لعاملين إعداداً يزيدهم معرفة ودراية مُتخصّصة في مجالي الأعمال المصرفية والشريعة الإسلامية.

➤ فافتقدت المصارف الإسلامية نتيجة لذلك عناصر مدربة تدريباً استثمارياً مخصّصاً، مؤهلة للقيام بأعمال دراسة الجدوى الاقتصادية للمشاريع الإنتاجية والإشراف عليها والبحث عن مشاريع جديدة (رغم أن ذلك يمثّل إحدى المتطلّبات الأساسية لقيامها بدورها الاستثماري المنوطة به)، الأمر الذي دفعها إلى الاستعانة ببيوت الخبرة المحلية والدولية في القيام بدراسات الجدوى تلك. إلّا أن بيوت الخبرة تلك وإن كانت تصلح لإعداد دراسات الجدوى، فإنّها غير مؤهلة أو مخوّلة بالإشراف على المشاريع الإنتاجية، وغير قادرة أو مؤهلة للبحث عن مشاريع جديدة للمصارف لكي تضطلع بدورها الاستثماري على خير وجه¹.

➤ ولقد أدى تشبّع المورد النّاشط بالمصارف الإسلامية بالأساليب والوسائل التقليدية إلى افتقاره للقدرة الابتكارية الفنّية (باعتبار المورد البشري حقل التجارب المباشر الذي تتوقّف له الظروف العمليّة والتطبيقية اللاّزمة

¹ - عبد الحليم إبراهيم محسن، "تقييم تجربة البنوك الإسلامية: دراسة تحليلية"، رسالة ماجستير، الجامعة الأردنية، 1989، ص 148.

الفصل الأول: واقع النشاط الاستثماري في المصارف الإسلامية وتركيبته من حيث الأجل

للقيام بهذه المهمة أكثر من غيرها من الموارد) لتقديم الحلول الملائمة للمشاكل العملية التي أفرزتها التجربة، وللعمل على توفير الأدوات والأساليب اللازمة لقيام هذه المصارف بوظائفها، ولسد النقص الذي ترتب على عدم اكتمال عملية التنظير المسبقة في هذا المجال. حيث تبين من واقع التجربة أن الإسهام الجاد والحقيقي في عملية التنظير - المصاحب لمسيرة هذه المصارف - كان محدوداً وبطيئاً للغاية ولا يتفق مع أهمية التجربة، وحجم الأموال المعهودة بها إليها¹.

وبهذا يتبين لنا أن العنصر البشري الذي أُتيح للمصارف الإسلامية لم يكن بتاتاً بالمستوى المطلوب ولم يأت على قدر الخصائص والصفات الملائمة لطبيعة نشاط تلك المصرفية، بل كان على النقيض من ذلك تماماً فمعظم الكفاءات البشرية التي التحقت بالمصرفية الإسلامية كانت ملائمة أكثر لانتساع النشاط المصرفي التقليدي. وكانت للمهارات التي نقلتها سيء الأثر على نزعة المصارف الإسلامية نحو النشاط الاستثماري طويل الأجل.

المطلب الرابع: معوقات مصدرها سياسات المصرف المركزي

مع الاعتراف بأهمية علاقة المصارف الإسلامية بالمصرف المركزي وضرورتها داخل كل نظام مصرفي، فإن من المآخذ التي وُجدت على هذه العلاقة أنها لم تأخذ في الحسبان فكرة انسجام أدواتها وسياساتها مع مختلف هياكل المؤسسات المصرفية. وما حال المصارف الإسلامية في البلدان الإسلامية وغيرها إلا شاهد حق على ذلك إذ سجل واقع هذه التجربة غياب كل وجه من وجوه التكامل بين أدوات وسياسات ذلك المصرف وبين طبيعة ونظام عمل المصارف الإسلامية. فكانت النتيجة الحتمية لهذا الاختلال أن شهد النشاط الأساسي لهذه الأخيرة تقلصاً وانكماشاً، قابله توسع في نشاط حمل من التقارب في التطبيق ما دل على نوع من التشابه بينه وبين نشاط المصرفية التقليدية.

وفيما يلي عرض لأهم الأساليب والأدوات الرقابية التي يتبناها المصرف المركزي ويمارس بها نشاطه الرقابي على المصارف باختلاف أنواعها، وبيان لأسباب عدم ملاءمتها لطبيعة عمل المصرف الإسلامي، وآثارها السلبية على نشاطه الاستثماري طويل الأجل خاصة:

• إذا كان المصرف المركزي يهدف من خلال سياسة الاحتياطي القانوني إلى التأثير في قدرة المصارف على خلق التّقود وإلى تأمين طلبات العملاء لأية مسحوبات طارئة على ودائعهم، فإن مبررات تطبيق هذا الأسلوب على حسابات الاستثمار في المصارف الإسلامية غير موجودة نظراً لاختلاف طبيعة هذه الأموال - والتي تعتمد على نظام المشاركة - عن طبيعة الودائع لأجل في المصارف التقليدية.

ومن ثم فإن العمل بهذه السياسة سيؤدّي لا محالة إلى تعطيل هذا الجزء (المقدار الذي اقتطع كاحتياطي قانوني أو كودائع إجبارية دون مقابل) من الموارد المتاحة والتي قدّمها أصحابها بغرض استثماره، عن أوجه الاستثمار المختلفة (انكماش الموارد المتاحة للتوظيف من حسابات الاستثمار)، وهذا يُعدُّ أمراً مخالفاً لطبيعة تلك الأموال

¹ - جمال الدين عطية، "تقوم مسيرة البنوك الإسلامية"، ورقة بحثية ضمن كتاب: "ندوة اسهام الفكر الإسلامي في الاقتصاد المعاصر"، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة الطبعة الأولى، 1992، ص 313.

الفصل الأول: واقع النشاط الاستثماري في المصارف الإسلامية وتركيبته من حيث الأجل

ومعوقاً في ذات الوقت لممارسة الدور الاستثماري كما ينبغي (انكماش الطاقة التوظيفية). وسيتبع ذلك أيضاً انخفاض في مقدار العائد الموزع على الودائع الاستثمارية، نتيجة لحجب ذلك الجزء من الموارد الاستثمارية عن أوجه الاستثمار المختلفة كما سبق وقلنا.

❖ إذا كانت المصارف المركزية تستهدف من استخدام سياسة السيولة النقدية تجنب المصارف أزمات السيولة المفاجئة، فإن تطبيق هذه السياسة على المصارف الإسلامية وإن كانت هي الأخرى ضرورة يملها الاحتراز لها آثار سلبية. فليس هناك التزام على المصرف بردّ هذه الأموال كاملة لأصحابها كما هو الحال بالنسبة للودائع الآجلة في المصرف التقليدي. وزيادة على ذلك، فإن هناك من الأصول السائلة ما لا يمكن للمصارف الإسلامية الاحتفاظ بها أو التعامل بها كالسندات والأذونات بمختلف أنواعها (وهي أصول تدخل ضمن الأصول السائلة التي تحددها المصارف المركزية، وتشكل عادة جزءاً كبيراً من أصول المصارف التقليدية السائلة)، وبينما تنحصر الموجودات السائلة لدى المصارف الإسلامية في النقدية بالجزئية والأرصدة لدى المصرف المركزي والمصارف الأخرى والصكوك الإسلامية، نجد أن هذا الجزء لوحده لا يكفي لتغطية النسبة المطلوبة، فيضطرها هذا الوضع إلى اللجوء إلى الحسابات الاستثمارية والاحتفاظ بنسبة منها في صورة أصول سائلة. وواضح أن هذا إجراء سيحدّ من إمكانية توسّعها في المشروعات الاستثمارية¹، ومن القيام بدورها الاستثماري كما هو مطلوب.

❖ ولا شك أن عدم توافر الملجأ الأخير للإقراض بالنسبة للمصارف الإسلامية سيضيف عبئاً آخر عليها. فحرمانها من هذه السياسة (ليس من باب التعسّف، وإنما من باب عدم تعامل المصارف الإسلامية بالفائدة) سيؤثر بصفة غير مباشرة على نشاطها، إذ تصبح المصارف الإسلامية في ظلّ عدم إتاحة هذا الأسلوب مضطرة إلى الاحتفاظ بنسبة من السيولة المرتفعة لمواجهة السحوبات المفاجئة، إمّا في صورة موارد نقدية غير مستثمرة أو في صورة استثمارات قصيرة الأجل مرتفعة السيولة، وهو وضع سيحدّ من حجم الموارد المهيأة أساساً للاستثمار، ما يعني في النهاية التقليل المحتّم لحجم النشاط الاستثماري طويل الأجل، وإمكانية انخفاض الربحية تبعاً لذلك.

❖ ومن التشريعات المصرفية التي ينصّ عليها المصرف المركزي نجد أيضاً تلك القيود المفروضة على المصارف عامة في تملك الأصول الثابتة والمنقولة، فعادة ما يحدّد المصرف المركزي نسبة محدّدة لتملّك الأصول لا يسمح للمصارف بتجاوزها. وهو إجراء تبغي تلك المصارف به تجنب المصارف الخاضعة له مخاطر عدم القدرة على تسهيل الأصول لمواجهة طلبات السحب المفاجئة. فإذا كان هذا القيد يصبّ في مصلحة المصارف التقليدية باعتبارها مصارف يتمحور نشاطها حول منح القروض بصفة عامة، فإن هذا الضابط لا يتلاءم في كل الحالات مع طبيعة نشاط واستثمارات المصارف الإسلامية، فهذه الأخيرة وكما رأينا من ذي قبل لا تتجر في الديون ولا تقرض أموالاً، وإمّا تشارك وتضارب بالأموال في مشروعات إنتاجية، وغني عن البيان أن مثل هذه المشروعات لا يمكن لها بأية حال أن تستغني عن تملك الأصول، فهي مدار نشاطها والعامل المساعد على أدائها. ومن ثمّ فإن حرمان المصارف

¹ - محمد عبد المنعم أبو زيد، "نحو تطوير لنظام المضاربة في المصارف الإسلامية"، مرجع سبق ذكره، ص 99، بتصرف.

الفصل الأول: واقع النشاط الاستثماري في المصارف الإسلامية وتركيبته من حيث الأجل

الإسلامية من تملك الأصول هو بمثابة قيد على قدرتها للقيام بنشاطها الاستثماري الرئيسي، وأقصد بذلك الاستثمارات طويلة الأجل.

❖ وإذا كان المصرف المركزي يهدف من وراء تطبيقه لسياسة السقوف الائتمانية التأثير على قطاعات معينة من الاقتصاد المحلي، بحيث يشجع نشاط بعضها إذا كانت هناك حاجة إلى ذلك، ويحد من بعضها إن لم تستدع الحاجة، وإلى الحد من المخاطر التي قد تتعرض لها أموال المودعين من خلال توزيع مخاطر استخدامات هذه الودائع¹. فإن تطبيق هذا الأسلوب الرقابي على نشاط المصرفية الإسلامية له تأثير سلبي، خاصة ما تعلق بالقيود الكمّية، حيث ستحد هذه السقوف من القدرة التمويلية بنسبة معينة من إبداعاتها التي هي في الأصل حسابات استثمارية، وهو ما يعني تعطيل جزء من الموارد المخصصة أصلاً للاستثمار.

❖ بقي لنا أن نشير إلى قيد المساهمة في رأس مال الشركات. ويقتضي هذا الأسلوب عدم تجاوز مساهمة المصرف في رأس مال الشركات والمشروعات نسبة محددة، احتياطاً من أزمات السيولة. ولا الأمر يحتاج إلى غوص دقيق في مضمون هذا الأسلوب لتقدير أثره السلبي على النشاط المصرفي الإسلامي. فالواضح أن هذا القيد ومثله سيحد من القدرة الاستثمارية للمصارف الإسلامية، ذلك أنه نشاط يتخذ من المساهمات في رؤوس أموال الشركات نصيباً معتبراً (الاستثمارات المباشرة والمشاركات) من إجمالي توظيفاتها واستثماراتها.

المطلب الخامس: معوقات مختلفة

وهي معوقات أثرتنا أن ندرجها في نقاط متفرقات لصعوبة حصرها تحت عنوان جامع شامل. وبطبيعة الحال تشترك كلها في كونها عوامل معيقة لنجاح المصرفية الإسلامية في تأدية دورها الاستثماري وبالأخص طويل الأجل تماماً كما أريد له. وفيما يلي عرض لها:

❖ **جهاز استثماري غير متكامل:** فنجاح المصرفية الإسلامية في تجسيد الصفة الاستثمارية لا يمكن أن يتم إلا في ظلّ جهاز استثماري قوي وكفء، يمتلك من المقومات ما فيها تمكين على اقتناص الفرص الاستثمارية ودراساتها وتقييمها تقيماً دقيقاً وتنفيذها وفق القواعد العلمية والفنية الحديثة. وإن شرط القوامه والكفاءة ذلك هو الآخر مرهون بمدى توافر عناصر بشرية إدارية، وفنية ملائمة وأجهزة مساعدة متعدّدة (للمعلومات والإحصاء والتسويق والإشراف والمتابعة.. الخ)، إلى جانب نظم عمل تتفق وطبيعة النشاط الاستثماري لتلك المصارف².

ولأن واقع النشاط المصرفي الإسلامي شهد خلال مسيرته نقائص وانحرافات مسّت العديد من أركانه، فإن هذه الركيزة هي الأخرى لم تكن لتحديد عن زمرة النقائص تلك، فالتجارب تشير إلى أن المصارف الإسلامية ومذ نشأتها لم تتمكن من بناء جهاز استثماري متكامل. فلا المورد البشري كان ملائماً، ولا النظم والأساليب كان مواكبة لوجه الحداثة، ولا حتى الأجهزة المساعدة كانت محل ثقة وقدرة على أداء المهام على أكمل وجه.

¹ - عثمان باكر أحمد، "نظام حماية الودائع لدى المصارف الإسلامية"، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، الطبعة الأولى، 2000، ص 45، بتصرف.

² - محمد عبد المنعم أبو زيد، "الضمان في الفقه الإسلامي وتطبيقاته في المصارف الإسلامية"، مرجع سبق ذكره، ص 75-76.

الفصل الأول: واقع النشاط الاستثماري في المصارف الإسلامية وتركيبته من حيث الأجل

فأما الجانب البشري فقد سبق ورأينا وتأكّدنا بأنه لم يتح للمصرفية الإسلامية خلال تجربتها ذلك الموظّف المحيط بالأحكام الشرعية المتعلقة بالمعاملات المصرفية والاستثمارية الجديدة، ولا ذلك الشخص الذي يمتلك الملكات والقدرات الذاتية - كالعقلية الابتكارية والمهارات الاستثمارية والتسويقية-، ولا ذلك العامل الحامل للقدر المناسب من الخبرة والممارسة العملية لمثل هذا النشاط.

وأما ما تعلّق بالنّظم وأساليب العمل الجديدة المواكبة، فهي الأخرى كانت غير مكتملة، فمثلا لا يوجد منهج علمي متكامل لدراسة وتقييم المشروعات وفق النهج الإسلامي، بل إن كثيراً من أساليب العمل التي تمّ ابتكارها في مرحلة سابقة عن نشأة هذه المصارف، أو التي تم استحداثها عند نشأتها، لم تستطع مواجهة تغيّرات المحيط، بما يحقّق لاستثمارات تلك المصارف قدراً من الحصانة والضمان ضدّ هذه المتغيّرات.

وأما الأجهزة المساعدة فهي كذلك لم تكن مكتملة، لسبب وجيه وهو أن النشاط الاستثماري لم يبلغ المستوى الذي يجعل من وجود مثل هذه الأجهزة أمراً ضرورياً من الناحية التشغيلية.

❖ معوّقات نابعة من صيغ الاستثمار ذاتها: ومن ذلك نذكر:

* صعوبة تقييم وإدارة المخاطر الاستثمارية لصيغ الاستثمار طويلة الأجل.

* هذه الصيغ تفرض الكثير من الأعباء والمشاكل على المصارف الإسلامية (خاصة أسلوب المضاربة) وتُلزمها بمسؤوليات عديدة وباتّخاذ ضوابط كثيرة.

* المخاطر الأخلاقية: إن ربط عائد المصرف بالربح المصرّح به ربطاً تلقائياً إنّما يعطي المتموّل حافزاً لتقليل الربح المصرّح به أو تخفيضه بصورة مصطنعة. وعلى هذا فإنّ المصرف قد يجد نفسه مُلزمًا بالدخول في عمليات رقابية مكلفة للتأكد ممّا إذا كان الربح المصرّح به معبراً عن الواقع، والتي لا يمكنها مجال أن تجعل المصرف في وضع المتحكّم في مقدرة المتموّل وحوافزه¹.

* صعوبة تحديد المخاطر في المشاركة وترجمة تلك المخاطر إلى مُعاملات ربحية يتمّ على أساسها تعديل معدّلات الربحية الأساسية، بحيث تتماشى ربحية المصرف مع مستوى المخاطرة الموجودة في كلّ مشاركة.

* ارتفاع تكاليف التشغيل والإدارة خصوصاً إذا احتاج تنفيذ المشروع إلى درجة عالية من الخبرة الفنية أو المؤهّلات العلمية مثلما هو الحال في المشاريع ذات الطبيعة الخاصة (كمشاريع المصارف الإسلامية) والتي تُقدّم أعمالها على اختصاصات متنوّعة وتحتاج عملية المراقبة لتسيير أعمالها والضبط لمصاريفها وإيراداتها إلى متابعة مستمرة من أجهزة متخصصة².

❖ **محدودية السّوق المالية الإسلامية:** تعدّ السّوق المالية الإسلامية فرصة هامة للمصارف الإسلامية في سعيها نحو استثمار فوائضها المالية المتراكمة لديها استثماراً يضمن لها تحقيق عوائد معقولة، وإمكانية لاسترجاع

¹ - بول ميلز و جون برسلي، "التمويل الإسلامي: النظرية والتطبيق"، مرجع سبق ذكره، ص 63-64، بصرف.

² - شحادة موسى عبد العزيز، "تجربة البنك الإسلامي الأردني للتمويل والاستثمار في مجال الصيرفة الإسلامية"، ورقة بحثية مقدمة إلى ندوة الصناعة المصرفية الإسلامية الإسكندرية، 2000.

الفصل الأول: واقع النشاط الاستثماري في المصارف الإسلامية وتركيبته من حيث الأجل

وتسهيل استثماراتها خاصة طويلة الأجل منها في الوقت المناسب. وفي ذات الوقت أداة هامة لتجميع الأموال وإعادة ضخها في القنوات الاستثمارية والتمويلية الملائمة بما يوفّر من أدوات مناسبة من خلال أسواقه المتعدّدة¹. ومع الوعي التام بأهمية الوظائف المذكورة وضرورتها القصوى لنشاط المصارف الإسلامية عامّة ولاستثماراتها طويلة الأجل خاصّة، فإنها لم تكن مُتاحة لتلك المصارف، لسببٍ وجيه وهو أن تلك السّوق لم تكن قائمة بشكلها الكامل، فأدواتها كانت وما زالت محدودة، ومؤسّساتها النّاشطة فيها كانت هي الأخرى محدودة معدودة، وأمّا سياساتها فقد كانت قاصرة، ولم تقدّم من الدّعم ما يكفي لتسهيل المعاملات وبعث الحيوية في المتعاملين. وأمّام هذا القصور، فإن مجال استفادة المصارف الإسلاميّة من المزايا التي توفّرها السّوق المالية يبقى ضيقاً، وهذا وضع يدعم ابتعاد هذه الأخيرة عن الاستثمارات طويلة الأجل.

➤ **معوّقات نابعة عن طبيعة البيئة الاقتصادية الإسلاميّة والسياسات المنتهجة فيها:** وهي للأسف كثيرة ومتعدّدة، ومنها نذكر: محدودية الطّاقة الاستيعابية، العوائق الإدارية... الخ.

➤ **صعوبات السّوق المحليّ والخارجي:** ويتمثّل ذلك أساساً في عدم استيعاب السّوق المحليّ والخارجي لأساليب الاستثمار التنموية بشكلٍ كافٍ يتناسب مع الحجم الذي تخصّصه المصارف الإسلاميّة للتوظيفات طويلة المدى خاصّة في المجال الحكومي الذي يشكّل القطاع الأعظم في غالبية المجتمعات الإسلاميّة. هذا إلى جانب العدد المحدود للمصارف والمؤسّسات المالية العالميّة في الخارج، والتي يمكن للمصارف الإسلاميّة استثمار أموالها لديها وفقاً للشروط والضوابط الشرعيّة.

➤ **ضعف المركز التنافسي:** إن عوائد المشاريع الاستثمارية طويلة المدى خلال فترة الأولى من العمل تكون عادة منخفضة، وهذا يعني تبعاً أن نسبة العائد الموزّع على المستثمرين خلال تلك الفترة تكون هي الأخرى منخفضة. وبطبيعة الحال فإن مثل هذا الوضع يجعل المصرف الإسلامي في موقف غير تنافسي مع المصرف التقليدي التي يمنح المودعين فائدة دائنة محدّدة التّسبة مقدّماً.

هذه بعض من المعوّقات والصّعوبات التي أفرزها الواقع الميداني للمصارف الإسلاميّة. ولقد دفع اجتماعها وتضافرها بالإضافة إلى ضعف التعاون بين تلك المصارف إلى عدم تمكّنها (أي المصارف) من تحمّل مخاطر الاستثمار منفردة، فانسلخت بذلك عن طبيعتها الاستثمارية التنموية واتّجّحت نحو الأنشطة الاستثمارية قصيرة الأجل وإلى منافسة التجار خاصّة، بتوسّعها اللامحدود في أنشطة المراجحات بشكلٍ أساسي.

¹ - عبد الحليم إبراهيم محيسن، "تقييم تجربة البنوك الإسلاميّة: دراسة تحليلية"، مرجع سبق ذكره، ص 150-151، بتصرف.

خلاصة الفصل الأول:

بعد هذا العرض المبسّط للنشاط الاستثماري المصرفي الإسلامي طويل الأجل تدقيقاً، ثم نظراً وتطبيقاً انتهينا إلى جملةٍ من النتائج نرى أن نقيّد معالمها الأساسية في نقاط مختصرات توفيراً لأسباب الإدراك والفهم اليسير، وإن كانت في حقيقة الأمر مُرتبطة إلى حد بعيد بالمبحثين الأخيرين لصلتهما المباشرة بالواقع:

• كان هناك حجمٌ جدُّ محدود من الودائع الاستثمارية طويلة الأجل لدى جُلّ المصارف تقريباً، هذا إلى جانب عدم استقرارها، الأمر الذي انعكس سلباً على حجم التوظيف الاستثماري طويل الأجل الذي كان في الغالب هامشياً.

• كان هناك جانبٌ كبير من حقوق الملكية ومن الودائع الاستثمارية طويلة الأجل غير موظّف بالكامل، وهذا يتنافى مع أبسط القواعد المصرفية في التوظيف والاستثمار، وأقصد بذلك قاعدة توازن الآجال التمويلية. وهذا ما يقودنا إلى القول بأن أسلوب التوظيف الذي تتبعه المصارف الإسلامية يعتمد بدرجة كبيرة على العشوائية والميول الشخصية دون محاولة من إدارات تلك المصارف للاعتماد على أسلوب التخطيط اللازم لربط الودائع الاستثمارية - باعتبارها مورداً طويل المدى - بالتوظيفات طويلة الأجل.

• غلب على استثمارات المصارف الإسلامية طابع قصر الأجل، ولم تتمثل الاستثمارات طويلة الأجل إلا نسبة هامشية لم تتجاوز 10% عند أغلب المصارف. وهذا الواقع يحملنا على القول بأن هذه الأخيرة تفضّل فعلاً التوظيف الذي يتسم بسرعة الدوران رغبة في الربح السريع إلى جانب الأمان والسيولة.

• لم تتمكّن المصارف الإسلامية محلّ المعايير من تحقيق التوازن والتنوع في أنشطتها الاستثمارية، بدليل أن مُعظم نشاطها الاستثماري تركز من حيث الأساليب على صيغة واحدة وهي المراجحات، ومن حيث الأجل انصرف معظمه إلى الاستثمارات قصيرة الأجل، كما أن جزءاً كبيراً من عملياتها الاستثمارية انحصر بشكل أساسي في العقارات وبعض الخدمات. أما المجالات الاستثمارية الحقيقية كالزراعة والصناعة فإنها لم تنل إلا نسبة هامشية من إجمالي التوظيفات. وهذا يحملنا على التأكيد على عدم مقدرة المصارف الإسلامية على تحقيق الأهداف المعلنة وخاصّة الهدف التنموي.

الفصل الأول: واقع النشاط الاستثماري في المصارف الإسلامية وتركيبته من حيث الأجل

لم تكن الموارد التي أتاحت للمصارف الإسلامية ملائمة كفاً لطبيعة نشاطها الاستثماري، إذ غلب عليها طابع قصر الأجل. وقد تمّ تفسير ذلك بعدة مبررات كان أبرزها: هيمنة العقلية الربوية وحق السحب عند الطلب إلى جانب عدم الاستعداد الكافي للمخاطرة من جانب المودعين وكذا قصور دور تلك المصارف في خلق وعي ادّخاري إسلامي.

لم تكن فئة المتعاملين مع المصارف الإسلامية بالكيف المناسب لنشاطها، إذ سيطر عليها الطابع الربوي بمخلفاته السلبية من بُعدٍ عن أساليب الاستثمار التي تحمل نوعاً من المخاطرة، وربطٍ للعائد المتوقع من استثمارات المصارف الإسلامية بالعائد المقدم من طرف المصارف التقليدية، وتقدم الربح على سائر معايير التقييم الأخرى وافتقار الكفاءة والأخلاق السوية، وجهل حقيقة الأنظمة الاستثمارية القائمة على مبدأ الربح والخسارة وما إلى ذلك من الصفات والخصائص التي صعبت كثيراً من المسؤولية التنموية الملقاة على عاتق المصارف الإسلامية.

لم تكن الموارد البشرية لتلك المصارف على قدر المسؤولية، فهي الأخرى ميّزها النقص والعوز، فلم تكن على قدرٍ من المعرفة الشرعية والفنية، ولم تكن مؤهلة تاهيلاً استثمارياً.

لم تسمح الظروف والعوامل المحيطة بنشاط المصرفية الإسلامية من أداء دورها الاستثماري بشكلٍ يتناسق مع إطارها النظري، فلا تشريعات البنك المركزي كانت ملائمة لذلك، ولا الظروف الاقتصادية كانت مناسبة لعملها ولا طبيعة النظم كانت مجانسة وموافقة لطبيعة النشاط ذاك.

الفصل الثاني: تقييم أثر التوسّع في الاستثمار قصير الأجل على أداء المصارف الإسلاميّة

تمهيد:

على الرّغم من أن المشتغلين بالفكر الاقتصادي الإسلامي والمهتمين بالبحوث التي تدور حول المصرفية الإسلاميّة قد أفرزوا في الحقبة الأخيرة أيضاً وافرّاً من الكتابات والتأصيلات والاجتهادات حول المصارف الإسلاميّة والاقتصاد الإسلامي بوجه عام، إلّا أنّهم - وللأسف - غفلوا عن مسألة جوهرية، وهي إمكانية انحراف الشّق التطبيقي - وهو التنزيل على الواقع - عن الشّق النظري، فيصبح الاستثمار قصير الأجل هو السّمة الغالبة والنشاط المهيمن، ويمسي الاستثمار طويل الأجل نشاطاً هامشياً عرضياً، لا يُغني حضوره ولا يضرّ اختفاؤه، ولم يقدّروا حال المصرفية الإسلاميّة عند ذلك.

ولأنّ المستبعد أمرٌ مقدور، ولأنّ الانحراف سنّة حاضرة في جُلّ تطبيقات وأعمال البشر، فإنّ واقع المصرفية الإسلاميّة وبعد فترة من العمل قد أبدى شيئاً من ذلك الانحراف، فالمسيرة العملية دلّت على توجّه المصارف الإسلاميّة نحو أساليب الاستثمار قصير الأجل، وبخاصّة المراجعة لتمويل القطاعات التي ترتفع فيها درجة الضّمان وتقلّ فيها درجة المخاطرة، وتعدّ بأرباح عالية، وتؤمّن سيولة كافية. فأفرطت فيها وتجاوزت الحد المعقول والمقبول حتى افتقدت كلّ لازمة تدلّ على شخصيتها المتفردة، ولم تعد - بفعل ذلك - ذلك الكيان الذي يلتفت لتطلّعات مجتمعه إلى التنمية الاقتصاديّة والاجتماعيّة، ولا ذلك الصّرح الملتزم بهويته النّاصعة فلا يشكّ في صدق معاملاته وتطبيقاته، ولا تلك المؤسّسة التي يُرجى منها أداءٌ تشغيلياً كفّاً فيحيط الناس بها ويميلون إليها أكثر من غيرها.

تأسيساً على ما ورد آنفاً، فإنّ هذا الفصل يسعى جاهداً بيان حقيقة توسّع المصارف الإسلاميّة في الاستثمار قصير الأجل واقعاً، وإلى تشخيص أثر ذلك على أدائها العام. وبشكلٍ تفصيلي تستهدف هذه المحطّة البحثية دراسة ما يلي:

المبحث الأوّل: واقع الاستثمار قصير الأجل في المصارف الإسلاميّة.

المبحث الثاني: أسباب وظروف الاعتماد الكبير للمصارف الإسلاميّة على التمويل قصير الأجل.

المبحث الثالث: آثار ونتائج الاعتماد الكبير للمصارف الإسلاميّة على التمويل قصير الأجل.

المبحث الأول: واقع الاستثمار قصير الأجل في المصارف الإسلامية

لئن كنا قد أوسعنا فيما سبق الاستثمار طويل الأجل بالذات جانباً من التحليل والتفصيل استناداً إلى إحصائيات وبيانات رقمية لعينة المصارف الإسلامية المختارة، ولئن كنا قد انتهينا بناءً على تحليل عددٍ من المؤشرات إلى حقيقة ضعف التوجّه الاستثماري طويل الأمد لتوظيفات تلك المصارف، وانصرفنا وفقاً لذلك إلى القول بأنّ تمّة سيطرة تامّة للاستثمارات قصيرة الأجل على جملة الاستثمارات، فإنّ حكمنا الذي انصرفنا إليه في الحقيقة لا يعدو إلا أن يكون حكماً استنتاجياً وليس قولاً فصلاً، إذ هناك شكل ثالث للاستثمار لم يؤخذ في الحسبان عند تحرير القول، ألا وهو الاستثمار متوسط الأجل.

ولتأكيد أو تفنيد ذلك الحكم من جهة، ولنهيئ التواضع والحجج لما هو آت من مباحث من ناحية أخرى، يأتي هذا المبحث لدراسة واقع النشاط الاستثماري قصير الأجل عند ذات العينة من المصارف الإسلامية استناداً إلى بيانات وشواهد رقمية من مراكزها المالية.

وعلى خطى المنهج التحليلي الاستقرائي السابق، فإننا سنعمد في دراسة واقع ذلك الشكل الاستثماري على ذات المعايير التي أخذ بها عند تحليل النشاط الاستثماري طويل الأجل، تماماً كما سيأتي. ولعلّه يحسن بنا أن نشير قبل الخوض في ذلك، أننا سنستغني عن ذكر الهدف من دراسة النسبة، ودلالة تغييرها (خاصة أثر التغيير على الدور التنموي، وإن كان ذلك سيكون محل تقييم ونظر فيما سيلي من مباحث)، وكيفية تقديرها على اعتبار أننا قد تطرّقنا إلى ذلك في الفصل السابق، مع الأخذ بطبيعة الحال ما بين الشكّلين من اختلاف وأثر ذلك على تحديد هدف ودلالة النسبة (فمثلاً كلما ارتفعت نسبة الاستثمار قصير الأجل مقارنةً بنسبة الاستثمار طويل الأجل دلّ ذلك على تضاؤل مساهمة المصرف في الجهد الإنمائي للمجتمع).

المطلب الأول: من حيث الأجال

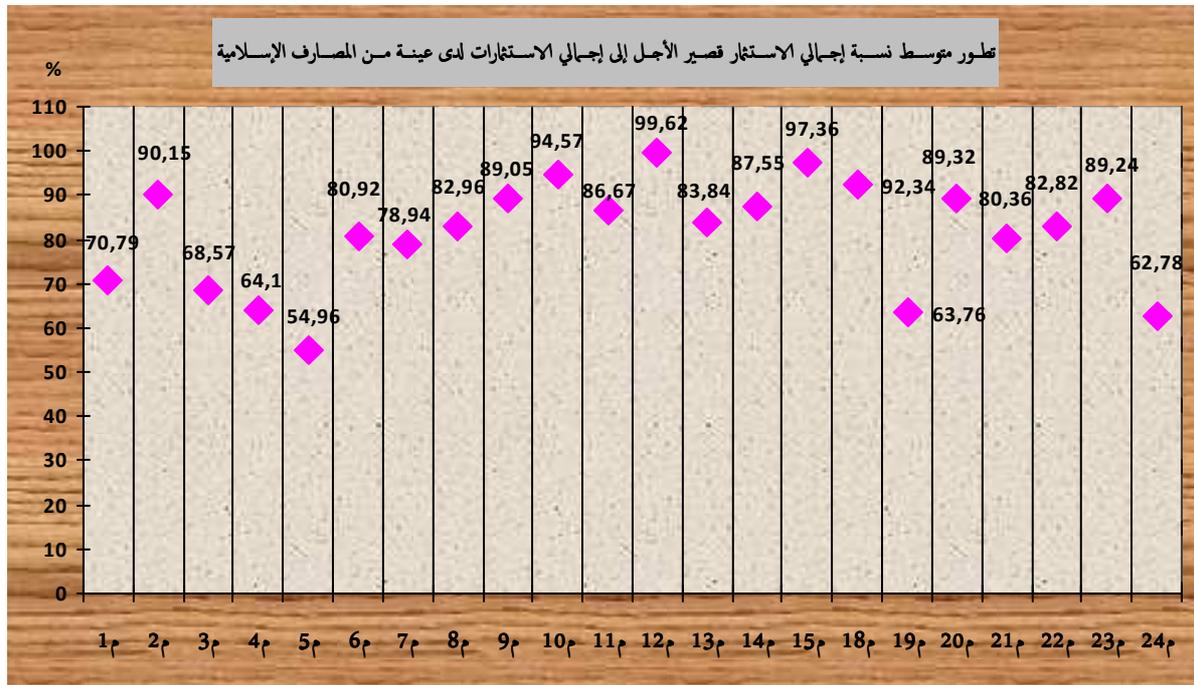
يتوقّف بيان ذلك على مؤشّرين أساسيين، هما:

أولاً - نسبة إجمالي الاستثمار قصير الأجل إلى إجمالي الاستثمارات:

يقودنا تفحص الشكل البياني المصوّر لتطوّرات هذه النسبة لدى المصارف المعنية بالدراسة والتحليل إلى القول بأنّ تمّة توسّع كبير في الأنشطة الاستثمارية قصيرة الأجل لدى غالبية المصارف، بدليل أن المتوسط العام للنسبة المدروسة لم ينزل عن حد 80% تقريباً، باستثناء 7 مصارف حيث تراوح المتوسط العام للنسبة لديها بين 54% و78%، وهي وإن كانت نسب عالية بالنظر إلى الطبيعة الاستثمارية لهذه المصارف إلا أنّها تضع هذه الأخيرة في وضع أفضل ممّا هو عليه الحال لدى الأغلبية، حيث يعبر ذلك على وجود نوعٍ من الاهتمام بالأنشطة الاستثمارية المتوسطة وطويلة الأجل، بما يجعلها قريبة ولو قليلاً إلى نموذج المصرف التنموي. ويتقدّم في ذلك بيت التمويل الكويتي البحريني، حيث يفوق المتوسط العام للأنشطة الاستثمارية المتوسطة وطويلة الأمد 45%، يليه كلّ من بنك التمويل الكويتي (بالكويت) وبنك دبي الإسلامي ومصرف السلام البحريني، بمتوسط عام يتجاوز 35%.

الفصل الثاني: تقييم أثر التوسع في الاستثمار قصير الأجل على أداء المصارف الإسلامية

الشكل رقم 02-01: شكل يوضح متوسط نسبة إجمالي الاستثمار قصير الأجل إلى إجمالي الاستثمارات لدى عينة الدراسة* خلال الفترة 2003-2014



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على التقارير السنوية للمصارف المعنية بالدراسة.

ويتعدى بدرجة كبيرة جداً كلٌّ من مصرف الزجاجي، ومصرف البلاد السعودي والبنك العربي الإسلامي الدولي عن نموذج المصرف الإسلامي الاقتصادي الاجتماعي، حيث تجاوز المتوسط العام للنسبة المدروسة لدى تلك المصارف حد 95%، وهو ما يعني أن فقط 5% من حجم توظيفاتها موجّه نحو العمليات الاستثمارية المتوسطة والطويلة التي تعدُّ من قبيل الأنشطة ذات العائد الاقتصادي والاجتماعي كما سبق وأشرنا. وأما بقية المصارف فليست بأفضل حال من المصارف الآنف ذكرها، فالمتوسط العام (2003-2014) للنسبة كما سبق وأشرنا محصورٌ بين 80% و90%، ما يعني أن أقل من 10% من التوظيفات هي استثمارات يتراوح أجلها بين المتوسط والطويل، وهذا وضع لا يُقرِّبها بتاتاً من الإطار النظري المسطر لها عند نشأتها. بل يجعلها أكثر شبيهاً بالمصارف التجارية التقليدية الحريصة على التوظيفات السريعة السائلة والأمنة. ومن ثمّ فإنه يمكن القول بأنه قد كانت هناك فعلياً غلبة شبه تامّة للاستثمار قصير الأجل على جملة التوظيفات لدى المصارف الإسلامية. وبطبيعة الحال فإن هذا الواقع التطبيقي له ما يسوّغه، ولقد ذكرنا من تلك المبررات فيما سبق من طرح، وسنفضّل فيها أكثر في المبحث الموالي بإذن الله تعالى.

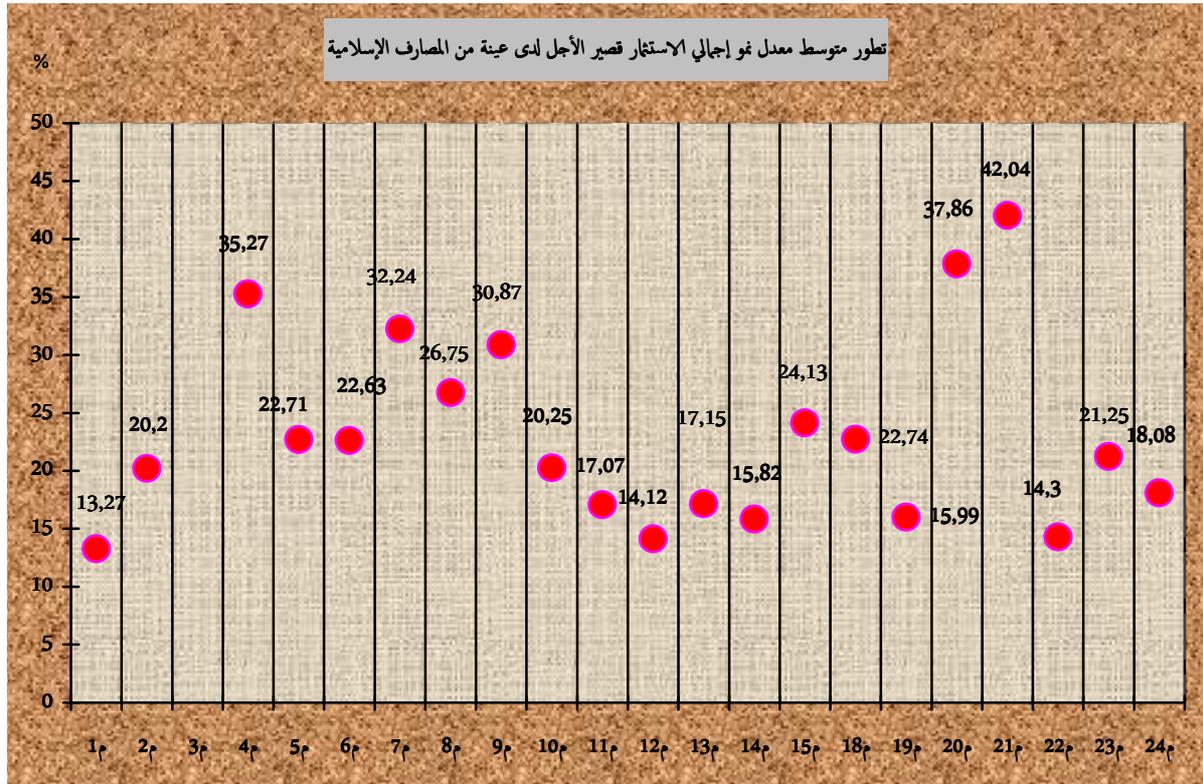
* للتذكير فإن عينة الدراسة تشمل المصارف الإسلامية التالية: 1م: مصرف البحرين الإسلامي، 2م: مصرف البركة البحرين، 3م: مصرف الإمارات البحرين، 4م: مصرف السلام البحرين، 5م: بنك التمويل الكويتي (فرع البحرين)، 6م: المؤسسة العربية المصرفية الإسلامية بالبحرين، 7م: مصرف قطر الإسلامي، 8م: مصرف قطر الدولي الإسلامي، 9م: مصرف الريان القطري، 10م: البنك العربي الإسلامي الدولي الأردني، 11م: البنك الإسلامي الأردني، 12م: مصرف الراحي السعودي، 13م: بنك الجزيرة السعودي، 14م: البنك السعودي الهولندي، 15م: بنك البلاد السعودي، 16م: بنك RHB الماليزي، 17م: بنك CIMB الماليزي، 18م: مصرف أبو ظبي الإسلامي، 19م: بنك دبي الإسلامي، 20م: مصرف الإمارات الإسلامي، 21م: مصرف عجمان الإماراتي، 22م: مصرف الشارقة الإسلامي، 23م: مصرف الهلال الإماراتي، 24م: بنك التمويل الكويتي (الكويت).

الفصل الثاني: تقييم أثر التوسع في الاستثمار قصير الأجل على أداء المصارف الإسلامية

ثانياً - معدل نمو الاستثمار قصير الأجل:

بالاطلاع على الشكل البياني المتضمن لتطورات معدل نمو الاستثمار قصير الأجل لدى عينة المصارف الإسلامية المختارة للدراسة يتراءى لنا بوضوح أن نمّة تذبذب قوي مستمر في مقدار تغير ذلك المعدل، فسنة يتغير هذا الأخير بقيم موجبة عالية ثم ينخفض بعد سنة أو سنتين انخفاضاً حاداً ليصبح سالباً أو على الأكثر موجباً ولكن بقيم تقترب إلى مستوى 1%. وهو وضع لوحظ لدى جلّ المصارف محل التقييم من دون استثناء وطوال فترات الدراسة، ويشير صراحة إلى عدم وجود استقرار في النشاط الاستثماري قصير الأجل لتلك المصارف شأنه في ذلك شأن بقية الأشكال الاستثمارية الأخرى. وبطبيعة الحال فإن تلك التطورات المتذبذبة تعكس بوضوح غياب سياسة استثمارية تتناسب وطبيعة هذا الشكل الاستثماري، وانعدام وجود برامج استثمارية مُستهدفة في الأجل القصير، وكأنه نشاط عرضي. وهذا إن دلّ إنّما يدلّ على عدم وجود جهاز استثماري كفاء يتولّى البحث عن الفرص الاستثمارية ودراستها وتقييمها وتنفيذها بصورة ناجحة، تماماً مثلما هو الحال بالنسبة للنشاط الاستثماري طويل المدى، كما سبق ورأينا.

الشكل رقم 02-02: شكل يوضح متوسط معدل نمو الاستثمار قصير الأجل لدى عينة الدراسة خلال الفترة 2014-2003



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على التقارير السنوية للمصارف المعنية بالدراسة.

هذا مع أن المتوسطات العامة لمعدلات النمو تلك كانت موجبة لدى جلّ المصارف المدروسة، وينسب تراوحت بين 13% كحد أدنى، و42% كحد أعلى، إلا أن ذلك لا يعكس بصورة صحيحة حقيقة الوضع، إذ أن الأثر

الفصل الثاني: تقييم أثر التوسع في الاستثمار قصير الأجل على أداء المصارف الإسلامية

الذي يُظهره إيجابية هذا المتوسط وارتفاعه يظلّ محدوداً نظراً للتطور المتذبذب والمستمر لحجم الاستثمارات قصيرة الأجل في الأساس، وقد أمكن أن يكون أكثر تعبيراً لو كان نمو حجم التوظيفات قصيرة الأمد موجباً ومستقراً في ذات الوقت.

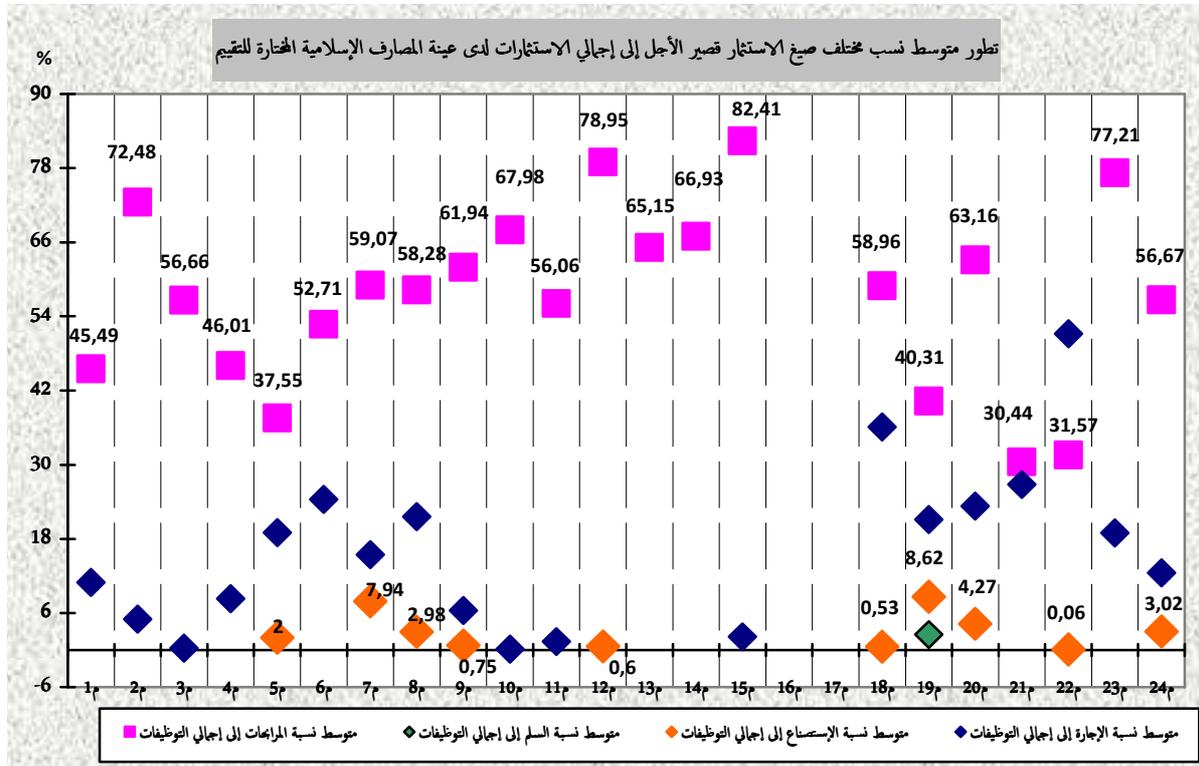
المطلب الثاني: من حيث الأساليب المستخدمة

ويعتمد هو الآخر على مؤشرين اثنين هما:

أولاً: النسبة المئوية لصيغ الاستثمار إلى إجمالي الاستثمارات:

بتفحص الشكل البياني الممثل لتطور متوسط نسب مختلف أساليب الاستثمار قصير الأجل إلى إجمالي الاستثمارات الموضح أدناه، يتبين لنا بجلاء أن المصارف محلّ التقييم تعتمد في الغالب على أسلوب المراجعة والإجارة والاستصناع في إجراء أنشطتها الاستثمارية قصيرة الأمد، في حين تُغيب كثيراً أسلوب السلم، حيث لم نلاحظ له وجوداً أو تطبيقاً إلا في مصرف واحد ولفترة محدودة. هذا من ناحية، ومن جهة أخرى يُلاحظ أن جلّ المصارف من دون استثناء تميل إلى العمل بأسلوب المراجعة بشكل كبير، حيث تراوح المتوسط العام له بين 55% و 83% عند 15 مصرفاً من أصل 22 مصرف، أمّا عند بقية المصارف فإن المتوسط العام لنسبة المراجعة إلى إجمالي الاستثمارات انحصر بين 30% و 55%، وهي نفسها المصارف التي قلنا أننا تُولي اهتماماً معتبراً للأنشطة الاستثمارية المتوسطة وطويلة الأجل.

الشكل رقم 02-03: شكل يوضح متوسط نسب مختلف صيغ الاستثمار قصير الأجل إلى إجمالي التوظيفات لدى عينة الدراسة خلال الفترة 2003-2014



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على التقارير السنوية للمصارف المعنية بالدراسة.

الفصل الثاني: تقييم أثر التوسع في الاستثمار قصير الأجل على أداء المصارف الإسلامية

أما أسلوب الإجارة فهو الآخر قد نال حظاً من الاهتمام ولكن بدرجة أقل بكثير من أسلوب المراجعة بدليل أن المتوسط العام لنسبة الإجارة إلى إجمالي الاستثمارات لم يتعدّ حد 30% عند جلّ المصارف تقريباً. وأما أسلوب الاستثمار فإن عناية المصارف به كانت ضئيلة إلى حدٍ بعيد بالمقارنة، إذ نلاحظ من خلال الشكل ذاته أن تطبيقاته كانت غائبة عند أكثر من 12 مصرفاً من حجم العينة المنتقاة، كما أن نسبته إلى إجمالي التوظيفات لدى المصارف العاملة به كانت جد متدنية، إذ لم يتجاوز المتوسط العام لتلك النسبة 5% عند الغالبية الآخذة به.

ولكن دلنا التحليل على حقيقة أن نمّة تركيز واهتمام كبير من قبل المصارف الإسلامية بأسلوب المراجعة فإنه من السائغ القول عندئذٍ بمحدودية مساهمة تلك المصارف في الجهد الإنمائي للمجتمعات الإسلامية، وذلك بالنظر إلى الطبيعة التجارية لأسلوب المراجعة كما هو معلوم. وإننا على اعتقاد جازم بأن ذلك الوضع كان من الممكن تداركه ولو بالشئ اليسير لو أن ذلك التوسع كان لحساب أساليب الاستثمار والسلم والإجارة بدلاً من المراجعة باعتبارها أساليب ذات أثر مهم إلى حد ما في العملية التنموية.

ثانياً - معدلات تغيير حجم الاستثمار المنفذ باستخدام أساليب الاستثمار قصيرة الأجل:

تساعد معدلات التغيير هذه على معرفة مدى ثبات أو تغيير استراتيجية المصرف في الاعتماد على بعض الأساليب وتجاوز البعض الآخر، ومدى إعطاء أولوية أكبر لبعضها من فترة إلى أخرى.

بالقاء نظرة على الجدول المتضمن للبيانات المعبرة عن تغييرات هذه النسبة - أنظر أدناه-، لوحظ أن الحال لا يختلف عمّا تقدّمنا به من تحليل لمعدل نمو الاستثمار قصير الأجل، فمعدلات التغيير لم تك من جهة متوازنة بدليل أن الانخفاض المسجل في أسلوب معين لا يغطيه ارتفاع مماثل على الأقل في الأسلوب الآخر، وهو ما يُشير بوضوح إلى أن تلك التغييرات كانت غير مستهدفة (أي غير مدروسة أو مخطّط لها)، كما أنها ومن جهة أخرى لم تأخذ مساراً يميل إلى الثبات نوعاً ما، فتارة تشهد النسبة نمواً عالياً، وتارة أخرى تسجل انخفاضاً حاداً (وهذا يحدث في سنتين متتاليتين في أغلب الأحوال)، وبمعنى الآخر فإن معدلات التغيير هذه لم تسجل نوعاً من الاستقرار لا في حالة التزايد ولا في حالة الانخفاض، ويشمل هذا جميع المصارف محل النظر والتقييم دون استثناء.

الجدول رقم 02-01: جدول يوضح معدلات تغيير حجم الاستثمار المنفذ باستخدام أساليب الاستثمار قصيرة

الأجل لدى عينة الدراسة خلال الفترة 2003-2014

| مصرف البحرين الإسلامي | | | | | | | | | | | | |
|---|------|------|------|-------|-------|--------|-------|--------|--------|-------|-------|-------|
| السنوات النسبة % | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
| مراجعات نسبة التغير المتوسط العام = 15 | | | | 54,53 | 39,45 | 9,35 | -9,78 | -30,55 | -12,54 | 12,77 | 12,42 | 59,36 |
| إجارة نسبة التغير المتوسط العام = 40.2 | | | | 20,14 | -4,96 | 299,96 | 65,67 | -13,55 | -4,13 | -9,42 | -6,70 | 13,19 |
| بنك البركة (البحرين) | | | | | | | | | | | | |
| مراجعات نسبة التغير المتوسط العام = 19.91 | | | | 37,16 | 38,69 | 10,09 | 13,56 | 14,74 | 1,86 | 27,38 | 3,40 | 10,92 |

الفصل الثاني: تقييم أثر التوسع في الاستثمار قصير الأجل على أداء المصارف الإسلامية

| | | | | | | | | | | | |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|---|
| | | | | | | | | | | | إجارة نسبة التغير المتوسط العام = 24.56 |
| 58,60 | 31,02 | 27,71 | 28,25 | 31,04 | 10,20 | 12,64- | 64,93 | 24,12 | 1,16- | 8,18 | |
| مصرف الإثمار الإسلامي (البحرين) | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | مبيعات نسبة التغير المتوسط العام = 136.77 |
| 27,37- | 11,85 | 50,02 | 8,02 | 27,91 | 6,61- | 68,36 | 32,40- | 1268,38 | 11,11- | | |
| | | | | | | | | | | | إجارة نسبة التغير المتوسط العام = -3.93 |
| 85,71 | 12,50- | 68,63- | 20,31- | | | | | | | | |
| مصرف السلام (البحرين) | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | مبيعات نسبة التغير المتوسط العام = 26.03 |
| 55,94 | 18,50 | 4,89- | 19,09 | 9,86 | 48,18 | 37,90- | 99,52 | | | | |
| | | | | | | | | | | | إجارة نسبة التغير المتوسط العام = 54.41 |
| 27,50 | 33,36 | 24,79 | 17,13 | 22,55 | 11,52 | 297,99 | 0,51 | | | | |
| بيت التمويل الكويتي (البحرين) | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | مبيعات نسبة التغير المتوسط العام = 27.25 |
| 4,32- | 5,79 | 11,96- | 0,45 | 7,68 | 4,66 | 122,14 | 46,58 | 30,80 | 35,34 | 62,60 | |
| | | | | | | | | | | | إجارة نسبة التغير المتوسط العام = 59.66 |
| 1,71- | 17,26 | 1,69 | 4,13 | 9,45- | 9,11 | 120,14 | 47,55 | 51,50 | 127,83 | 288,22 | |
| المؤسسة العربية المصرفية الإسلامية (البحرين) | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | مبيعات نسبة التغير المتوسط العام = 18.6 |
| 15,54 | 4,72 | 35,58 | 3,90 | 10,95- | 32,04- | 5,23- | 74,47 | 6,88 | 127,08 | 15,29- | |
| | | | | | | | | | | | إجارة نسبة التغير المتوسط العام = 21.58 |
| 15,18- | 1,90 | 11,07- | 22,45- | 10,30- | 10,09 | 61,45 | 107,33 | 74,89 | 30,30 | 10,43 | |
| مصرف قطر الإسلامي | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | مبيعات نسبة التغير المتوسط العام = 30.69 |
| 28,63 | 5,18 | 53,47 | 2,21 | 42,86 | 23,27 | 84,34 | 27,44 | 8,84 | | | |
| | | | | | | | | | | | إجارة نسبة التغير المتوسط العام = 49.58 |
| 20,33 | 41,16 | 67,26 | 11,50- | 13,94 | 10,66 | 93,83 | 88,08 | 122,53 | | | |
| | | | | | | | | | | | استصناع نسبة التغير المتوسط العام = 5.91 |
| 34,20- | 49,51- | 23,98- | 0,06- | 13,75 | 20,72 | 6,98 | 88,49 | 31,07 | | | |
| مصرف قطر الدولي الإسلامي | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | مبيعات نسبة التغير المتوسط العام = 24.18 |
| 27,98 | 36,25 | 34,82 | 9,18- | 1,82 | 38,51 | 39,08 | | | | | |
| | | | | | | | | | | | إجارة نسبة التغير المتوسط العام = 58.99 |
| 16,15- | 9,14 | 39,76 | 33,00 | 16,89 | 14,38 | 315,93 | | | | | |
| | | | | | | | | | | | استصناع نسبة التغير المتوسط العام = 0.28 |
| 69,67 | 44,55- | 37,50- | 30,57- | 5,23- | 26,48 | 23,68 | | | | | |
| مصرف الريان (قطر) | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | مبيعات نسبة التغير المتوسط العام = 29.41 |
| 8,44- | 0,53- | 13,53 | 48,52 | 57,20 | 66,21 | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | إجارة نسبة التغير المتوسط العام = 23.79 |
| 19,24 | 8,21 | 102,48 | 34,63 | 35,72- | 13,94 | | | | | | |

الفصل الثاني: تقييم أثر التوسع في الاستثمار قصير الأجل على أداء المصارف الإسلامية

| البنك العربي الإسلامي الدولي (الأردن) | | | | | | | | | | |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|---|
| | | | | | | | | | | مراجعات نسبة التغير المتوسط العام = 20.86 |
| 39,47- | 1,00 | 3,98- | 10,23- | 7,74 | 78,36 | 112,61 | | | | |
| | | | | | | | | | | إجارة نسبة التغير المتوسط العام = 38.43 |
| 71,60 | 5,42 | 69,33 | 13,30 | 66,98 | 40,31 | 2,14 | | | | |
| البنك الإسلامي الأردني | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | مراجعات نسبة التغير المتوسط العام = 10.08 |
| 11,65 | 5,53 | 12,69 | 0,77- | 7,78 | 11,82 | 21,90 | | | | |
| | | | | | | | | | | إجارة نسبة التغير المتوسط العام = 12.98 |
| 28,02 | 25,44- | 23,75 | 32,42 | 26,26 | 28,36- | 34,24 | | | | |
| مصرف الراجحي (المملكة العربية السعودية) | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | مراجعات نسبة التغير المتوسط العام = 11.11 |
| 11,38 | 8,55 | 26,04 | 22,91 | 39,36- | 5,90 | 35,42 | 18,06 | | | |
| بنك الجزيرة (المملكة العربية السعودية) | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | مراجعات نسبة التغير المتوسط العام = 23.43 |
| 17,86 | 17,07 | 28,25 | 24,61 | 20,64 | 2,45 | 53,18 | | | | |
| بنك السعودي الهولندي (المملكة العربية السعودية) | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | مراجعات نسبة التغير المتوسط العام = 15.01 |
| 20,17 | 20,17 | 23,44 | 9,02 | 1,04- | 4,86- | 45,78 | 7,43 | | | |
| بنك البلاد (المملكة العربية السعودية) | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | مراجعات نسبة التغير المتوسط العام = 24.76 |
| 31,59 | 30,75 | 15,72 | 9,37 | 38,73 | 40,44 | 45,63- | 78,53 | | | |
| | | | | | | | | | | إجارة نسبة التغير المتوسط العام = 10.84 |
| 6,85 | 3,40- | 50,28 | 6,13- | 0,00 | 0,00 | 50,00 | | | | |
| مصرف أبو ظبي الإسلامي (الإمارات العربية المتحدة) | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | مراجعات نسبة التغير المتوسط العام = 20.40 |
| 11,30 | 4,53- | 16,08 | 17,01- | 11,52 | 38,07 | 0,50 | 18,08 | 43,17 | 86,84 | |
| | | | | | | | | | | إجارة نسبة التغير المتوسط العام = 30.57 |
| 15,89 | 22,90 | 6,99 | 0,77 | 29,17 | 23,50 | 33,17 | 27,59 | 81,21 | 64,59 | |
| | | | | | | | | | | استصناع نسبة التغير المتوسط العام = 13.06 |
| 49,51- | 52,59 | 42,55- | 24,19- | 11,91 | 15,55- | 14,81- | 41,54 | 90,21 | 81,01 | |
| مصرف دبي الإسلامي (الإمارات العربية المتحدة) | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | مراجعات نسبة التغير المتوسط العام = 9.26 |
| 28,04 | 28,29 | 12,52- | 10,59- | 5,69- | 14,24- | 35,00- | 15,99 | 68,19 | 14,49 | 24,97 |
| | | | | | | | | | | إجارة نسبة التغير المتوسط العام = 33.7 |
| 21,06 | 2,93 | 11,93 | 4,33- | 92,19 | 16,46 | 10,16 | 49,54 | 6,85- | 37,86 | 139,78 |
| | | | | | | | | | | استصناع نسبة التغير المتوسط العام = 7.04 |
| 18,41 | 22,47- | 27,21- | 15,35- | 12,83- | 0,96- | 27,81 | 48,38 | 68,89 | 14,71 | 21,89- |
| | | | | | | | | | | سلم نسبة التغير المتوسط العام = 2.5 |
| 8,86 | 8,60 | 6,30 | 4,43 | 1,83 | | | | | | |

الفصل الثاني: تقييم أثر التوسع في الاستثمار قصير الأجل على أداء المصارف الإسلامية

| مصرف الإمارات الإسلامي (الإمارات العربية المتحدة) | | | | | | | | | | |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|--|
| | | | | | | | | | | مراجعات نسبة التغير المتوسط العام = 37.73 |
| 7,40 | 31,27 | 70,81 | 51,51- | 70,61 | 4,59 | 38,78 | 70,17 | 104,11 | 31,11 | |
| | | | | | | | | | | إجارة نسبة التغير المتوسط العام = 77.21 |
| 0,10- | 5,14 | 50,77 | 1,92 | 4,18- | 25,81 | 87,55 | 47,06 | 190,71 | 367,44 | |
| | | | | | | | | | | استصناع نسبة التغير المتوسط العام = 189.86 |
| 11,42- | 5,08- | 21,34 | 30,76- | 19,03- | 30,48 | 101,08 | 185,33 | 1626,67 | | |
| مصرف عجمان الإسلامي (الإمارات العربية المتحدة) | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | مراجعات نسبة التغير المتوسط العام = 54.57 |
| 77,08 | 5,68 | 8,88 | 26,30 | 154,92 | | | | | | |
| | | | | | | | | | | إجارة نسبة التغير المتوسط العام = 103.94 |
| 39,89 | 51,18 | 148,27 | 67,79 | 212,59 | | | | | | |
| مصرف الشارقة الإسلامي (الإمارات العربية المتحدة) | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | مراجعات نسبة التغير المتوسط العام = 28.46 |
| 28,02 | 37,89 | 3,84 | 134,48 | 20,68- | 48,87- | 64,58 | | | | |
| | | | | | | | | | | إجارة نسبة التغير المتوسط العام = 10.21 |
| 5,19 | 7,38 | 1,07- | 6,91 | 1,80 | 13,48 | 37,82 | | | | |
| | | | | | | | | | | استصناع نسبة التغير المتوسط العام = 108.04 |
| 21,74- | 666,67 | 57,14- | 12,50- | 27,27- | 175,00 | 33,33 | | | | |
| مصرف الهلال (الإمارات العربية المتحدة) | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | مراجعات نسبة التغير المتوسط العام = 20.49 |
| 14,86 | 17,64- | 8,75 | 39,30 | 57,18 | | | | | | |
| | | | | | | | | | | إجارة نسبة التغير المتوسط العام = 32.04 |
| 28,66 | 42,89 | 32,10 | 8,17- | 64,74 | | | | | | |
| بيت التمويل الكويتي (الكويت) | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | مراجعات نسبة التغير المتوسط العام = 17.50 |
| 32,43 | 11,69 | 6,35 | 11,80 | 21,75 | 13,99 | 40,13 | 33,05 | 35,37 | 1,98 | 16,01- |
| | | | | | | | | | | إجارة نسبة التغير المتوسط العام = 32.88 |
| 23,65 | 16,24 | 11,79 | 1,24- | 9,06 | 26,99 | 43,74 | 7,30 | 19,41 | 75,96 | 168,22 |
| | | | | | | | | | | استصناع نسبة التغير المتوسط العام = 14.02 |
| 15,00- | 22,14 | 14,38- | 16,85- | 19,65- | 70,75- | 111,62 | 46,83 | 9,09 | 104,42 | 10,78 |

المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على التقارير السنوية للمصرف.

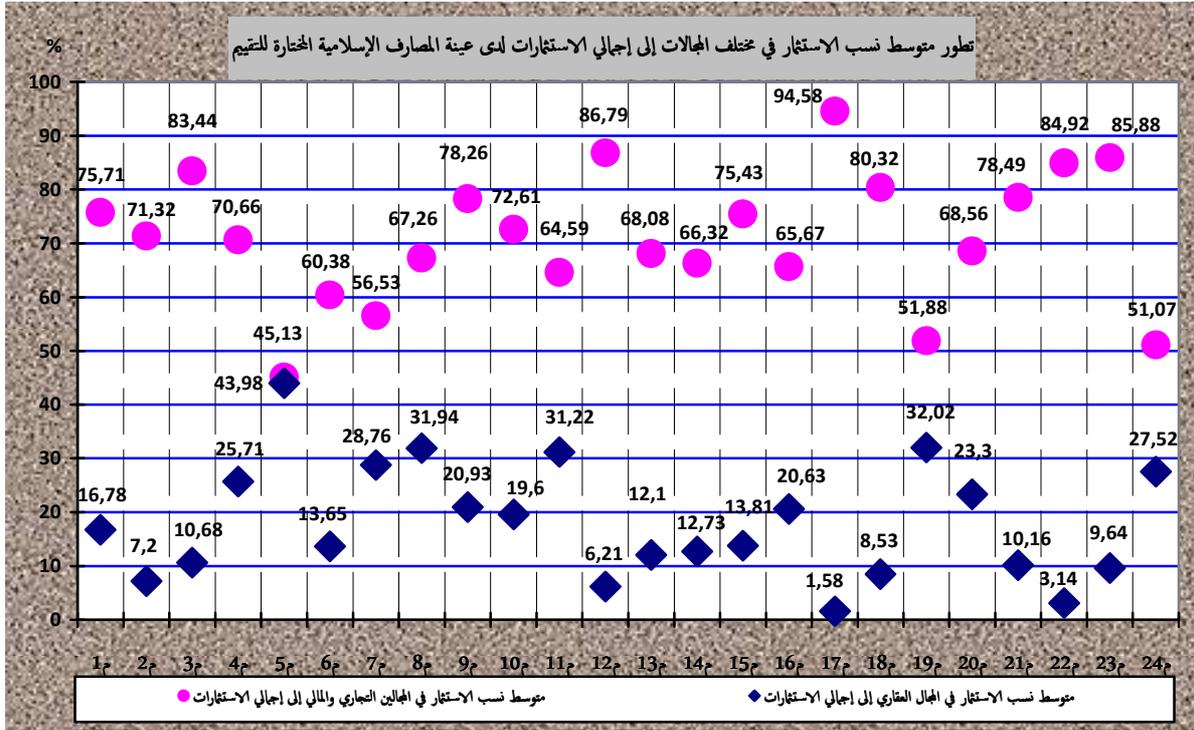
المطلب الثالث: من حيث مجالات الاستثمار

إذا كنا قد اعتمدنا في تقييم توجه المصارف الإسلامية نحو الاستثمار طويل الأجل على نسب الاستثمار الصناعي والزراعي، فإن الحكم على مدى توجه تلك المصارف نحو الاستثمار قصير الأجل سيكون من خلال تحليل نسب الاستثمار في المجال التجاري والعقاري والمالي. وعليه فإذا كانت حصة الأسد من الاستثمارات في هذه المجالات، فإن ذلك يعني بدهاء سيطرة الاستثمارات قصيرة الأجل على جملة توظيفات المصارف، والعكس صحيح.

الفصل الثاني: تقييم أثر التوسع في الاستثمار قصير الأجل على أداء المصارف الإسلامية

وقبل أن نلج في عملية التحليل، فإننا نشير مسبقاً إلى أنه قد عمدنا إلى دمج المجالين التجاري والمالي وأشرنا إليهما في الجداول المتضمنة للبيانات المتعلقة بتحديد المجالات بكلمة "أخرى"، وذلك للغموض الذي يكتنف أغلب التقارير في إظهار تفصيلات حول ذلك. أما المجال العقاري فلا شائبة عليه.

الشكل رقم 02-04: شكل يوضح متوسط نسب الاستثمار في مختلف المجالات إلى إجمالي الاستثمارات لدى عينة المصارف الإسلامية المختارة للتقييم خلال الفترة 2003-2014



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على التقارير السنوية للمصارف المعنية بالدراسة.

بتفحص البيانات المعنية بإظهار نسبة الموارد المخصصة للاستثمار حسب القطاعات إلى إجمالي الاستثمارات*، وبالمستعانة بالشكل البياني المصوّر للمتوسّطات العامة أعلاه- الذي يوضح متوسط نسب الاستثمار في مختلف المجالات إلى إجمالي الاستثمارات -، يتبيّن لنا بوضوح أن ثمة تركيز استثماري كبير في المجالين التجاري والمالي، حيث تارّجح متوسط النسبة بين 60% و95% عند جلّ المصارف تقريباً، باستثناء ثلاث منها أين كان المتوسط عند عتبة 52%. أما المجال العقاري فقد نال حظاً من التطبيق ولكن ليس بقدر القطاعين السابقين، فالمتوسط العام لنسبة الأموال المخصصة للاستثمار في هذا القطاع إلى إجمالي الاستثمارات لم يتجاوز حد 21% عند أكثر من 17 مصرفاً من أصل العينة ككل. ويستثنى من المصارف المتبقية، وبشكل خاص مصرف بيت التمويل الكويتي البحري الذي سجّل له اهتمام كبير (مقارنة بباقي المصارف) بالاستثمار في القطاع العقاري بنسبة 45%، وهي نسبة مساوية تماماً لما هو مخصّص للاستثمار في القطاعين التجاري والمالي.

ولعلّ ما يُلفت الانتباه هنا هو أن مقدار التغيّر في النسب من سنة لأخرى قد شهد نوعاً من التوازن

* أنظر المبحث الثاني، الفصل الأول

الفصل الثاني: تقييم أثر التوسّع في الاستثمار قصير الأجل على أداء المصارف الإسلامية

والاستقرار عند غالبية المصارف وخلال أغلب فترات الدراسة، ويتعلّق هذا بشكل خاص بالمجالين التجاري والمالي. بينما لم يشهد المجال العقاري مثل ذلك باستثناء بعض المصارف.

وللإشارة فإنه قد يُلاحظ أن ثمة انقباض في تحليل البيانات وتقديم الأسباب والتفاسير، فنشير إلى أننا قد أجلنا ذلك إلى المبحث الموالي، حيث سنطرح كل ما هو متصل بواقع الاستثمار قصير الأجل للتحليل والتفصيل بشكلٍ فيه عمق، وستتعرّض في خضمّ ذلك لمسبّبات ودواعي التركيز على قطاع دونما آخر. وختاماً فإنه يتأكّد لنا من خلال ما أُورد من بيانات وتحليل بأنه فعلاً قد كانت هناك سيطرةً وغلبةً واضحة للاستثمار قصير الأجل على جملة الاستثمارات المصرفية، ولقد تأكّد لنا ذلك حجماً، حيث كان مقدار التوظيفات قصيرة الأمد أضعاف حجم الاستثمارات طويلة الأجل. وأسلوباً تنفيذياً، حيث كان هناك حضورٌ قويٌّ لأسلوب المراجعة والإحارة مقارنة بأساليب الاستثمار طويل الأمد. ومجالاً توظيفياً، حيث انحصرت أغلب الاستثمارات في فلك المجال التجاري والمالي والعقاري، ولم ينصرف إلاّ جزءٌ يسير من الموارد إلى القطاع الزراعي والصنّاعي كما سبق ورأينا في الفصل السّابق.

المبحث الثاني: أسباب وظروف الاعتماد الكبير للمصارف الإسلامية على التمويل قصير الأجل

يستهدف هذا المبحث بشكل دقيق طرق أهم الملامح والمظاهر الدّالة حقيقة على توسّع المصارف محلّ الدراسة في الأنشطة الاستثمارية قصيرة الأمد، استناداً إلى البيانات السّابقة وبعض من الإحصاءات المفصّلة.

المطلب الأوّل: التوسّع المفرط في أسلوب المراجعة المصرفية*

كان قد تبينّ لنا بشكل واضح في معرض تحليلنا للنشاط الاستثماري قصير الأجل من حيث الأساليب المستخدمة أن ثمة تركيز كبير واستخدام مُفرط لأسلوب المراجعة من قبل المصارف في إجراء توظيفاتها قصيرة الأمد حتى أنه شمل أغلب الأنشطة في أكثر من مصرف من مصارف العينة المنتقاة، بنسبة اعتماد بلغت حد 97% خلال الفترة 2003-2014.

ولكن كان هذا الواقع قد أشارت إليه الكثير من الدراسات والأبحاث، وأكّده دراستنا الحالية بما أُتيح لها من إحصائيات، فإنه من المؤكّد أن ثمة أسباب ظاهرة أو مزايًا-بمعنى ضمني- لجّت بأغلبية المصارف الإسلامية (وتدخل في ذلك العينة المعتمدة) إلى اعتمادها كصيغة استثمارية مفضّلة بعد إدخال عدد من الإجراءات الإضافية عليها. ولعلّ من أرحح تلك الأسباب وزناً وأقواها حجّة ما نحن بصدد عرضه الآن:

• تدبّي درجة المخاطرة لاعتبارات منها، أن ربح المصرف محدّد مُسبّقاً ولا يرتبط بنتيجة نشاط العميل، وأن التمويل عادة ما يُمنح بعد أخذ الضّمانات لسداد الأقساط. يُضاف إلى ذلك أنه كلّما قصرت فترة ملكية المصرف للسلعة كلّما انخفضت درجة المخاطر، وأنه مع الأخذ بالالتزام بالوعد، فإن مخاطرة المصرف تنحصر في احتمال تأخّر العميل أو مماطلته في السّداد.

* يقصد بذلك أساساً أسلوب المراجعة للآمر بالشراء ما لم نشر إلى خلاف ذلك.

الفصل الثاني: تقييم أثر التوسع في الاستثمار قصير الأجل على أداء المصارف الإسلامية

- تميّزها بخواص مرغوبة مثل بساطتها وسهولتها، فالمصرف يتمكن من خلال هذا الأسلوب من ضمان العملية بشكل مُسبق، إذ أن شراءه للبضاعة لمن يطلبها تجعل العلاقة بينه وبين العميل واضحة ومحدّدة.
- إن توظيف جزءٍ من موارد المصرف الإسلامي مراحة ينتج عنه قدرٌ كافٍ من السيولة النقدية تمكّنه من الوفاء بالتزاماته اتّجاه المودعين في سحب جزء من ودائعهم عند الطلب. أي أنها مصدرٌ يزيد من عامل الأمان، بما تتيحه من تدفّقات نقدية واضحة ومستمرّة.
- لا تستوجب عمليات المراجعة توافر الكفاءات المهنية ذات المهارة العالية المتخصصة في دراسة المشاريع، ولا تستدعي تطبيقاتها ذلك الاحتكاك والتفاعل المباشر بين المصرف والعملاء، ولا تتطلب رقابة أو متابعة مثلما هو الحال في صيغ المشاركات، بل إنّها تقتصر على خبرة الكيان المصرفي ودرايته بأحوال السّوق وإجراء عمليات الشراء. وفي علاقته بالعميل تقتصر على توقيع المستندات وشيءٍ من الارتباطات القانونيّة.
- يتميّز أسلوب المراجعة بقلّة التكاليف وقلّة الجهد والمرونة. يُضاف إلى ذلك أنه أسلوب يحدّ من الاختيار المتعاكس للمقترضين ويُساعد على ضبطهم.
- تقترب عمليات المراجعة في إجراءات تنفيذها ممّا تعود عليه العاملين في المصارف الإسلاميّة أثناء عملهم السّابق بإدارات الائتمان بالمصارف التقليدية في منحهم القروض بالفائدة لعملائهم.
- تحقّف المراجعة من مشكلة السيولة (ونقصد من ذلك تحديداً إشكالية اللّجوء إلى المصرف المركزي لطلب السيولة) نتيجة لما يتحقّق من خلالها من سرعة دوران رأس المال¹.
- ارتبط عمل المصارف الإسلاميّة بأسلوب المراجعة بتفضيلها الضمّني لتمويل عمليات شراء السّلع المستوردة لأسباب عديدة منها نمطيتها، وسهولة تحديد مواصفاتها، وانخفاض درجة المخاطرة فيها نسبياً، ولازدياد درجة التحكّم في تدفّقها وسهولة تصريفها مقارنة بالسّلع المحليّة².
- ملائمة أسلوب المراجعة لثقافة المصرف من حيث شراء السّلع وبيعها مع تقسيط المبلغ دون الحاجة لمتابعة العميل، فالستداد يتمّ من مرّبات العميل، وعند التوقّف يتمّ خصم الأقساط من الضّامن.
- تتميّز تطبيقات المراجعة بسعة نطاقها نظراً لتنوّع السّلع والخدمات والأغراض التي يمكن أن تغطّيها، فهي لا تنحصر في تمويل الأصول الإنتاجية فقط، كما هو الحال في أساليب المشاركات، بل يمكن استخدامها في تمويل الأصول غير الإنتاجية كالسّلع والخدمات الاستهلاكيّة.
- يتميّز بأنه استثمار ذو تدفّق نقدي ثابت ومستمر ومعلوم سلفاً، ممّا يوفر فرصة أفضل لتنظيم وتخطيط الشّؤون الماليّة لطرفي التمويل.
- وممّا يفسّر تركيز المصارف الإسلاميّة على المراجعة وخصوصاً المجالات التجارية، حاجتها لتفادي مشاكل

¹ - مركز الاقتصاد الإسلامي، "التمويل بالمشاركة"، الرسالة، بيروت، الطبعة الأولى، 1988، ص13.

² - حاتم القرنشاي، "الجوانب الاجتماعية والاقتصادية لتطبيق عقد المراجعة"، ورقة بحثية مقدمة لندوة خطة "استراتيجية" الاستثمار في البنوك الإسلاميّة: الجوانب التطبيقية الجوانب والمشكلات، عمان، 1987، ص943.

الفصل الثاني: تقييم أثر التوسّع في الاستثمار قصير الأجل على أداء المصارف الإسلامية

اختلاف الآجال، وإشباع الناحية النفسية لدى المودع المتمثلة في التطلّع إلى الرّبح السّريع.

تلهّف المصارف الإسلاميّة لتحقيق عوائد سريعة ومضمونة قريبة من معدّلات الفائدة السّائدة لتستطيع منافسة المصارف التقليدية. وهذا هدف يمكن بلوغه على نحو أسهل باستخدام صيغ أو أساليب زيادة السّعر (ومن ذلك المراجعة) لأنّها وسائل ائتمان سهلة الإلتباع ومناسبة للتمويل التجاري قصير الأجل.

هذه إذن أهم الأسباب التي نراها على صلة تامّة بانصراف المصارف الإسلاميّة نحو أسلوب المراجعة بشكل مُفرط، وهي عوامل وأسباب متصلة فقط بالواقع العملي لتلك المصارف.

ولأنّ العملاء هم أيضاً طرف أصيل في العمل المصرفي، فإنّ ثمة عوامل وأسباب دفعت أولئك على اختلاف صفاتهم وتخصّصاتهم إلى تفضيل هذا الأسلوب التمويلي على سائر الأساليب التمويلية والاستثمارية الأخرى، فتعزّزت بذلك رغبة المصارف الإسلاميّة في التعامل به. ومن ذلك نذكر:

• إن بيع المراجعة يُفيد العميل فائدة جمّة، من حيث إنه يختصر حلقات الوصل بين المستهلك والجهة المورّدة، ممّا يوفّر على العميل مبلغاً مُعتبراً. فثمة فرق بين أن تمرّ السلعة في أيدي تجار ينتفع كل منهم نفعاً بربحٍ منها حتى تصل إلى يد المستهلك، وبين أن يُربح العميل (المستهلك) تاجراً واحداً بينه وبين الجهة المورّدة هو المصرف الإسلامي¹.

• يضمن أسلوب المراجعة للعملاء استقلالهم في أعمالهم بعد أن يتمّ تمويلها². وتعدّ هذه ميزة تشبع رغبتهم (خاصة رواد المشاريع الجديدة) في تجنّب الرّقابة المصرفية على الحسابات والقرارات الإدارية.

• علاقة المصرف الإسلامي بالسلعة موضوع المراجعة تنتهي بعد تنفيذ العملية، وقد يرتفع ثمن تلك السلعة فيستفيد من ذلك صاحب النشاط (العميل) وحده دون المصرف الذي يستحق أقساطاً محدّدة الدفع³.

• تعد المراجعة أسلوباً مقبولاً لتمويل احتياجات المستثمرين ورجال الأعمال خاصة الذين اعتادوا على صيغ التمويل التقليدية، وذلك لكونه أقرب الصيغ التمويلية الإسلاميّة إلى صيغ التمويل التقليدي.

• ويعتبر بيع المراجعة منفذاً مرغوباً ومقبولاً من طرف القطاع العائلي أيضاً، لأنه يصلح لتمويل حاجاتهم من شراء السلع المعمّرة وغيرها من السلع الاستهلاكية التي لا يمكن شراؤها لهم عن طريق المضاربة أو المشاركة مثلاً.

• ونضيف إلى هذا كله أن جمهور المتعاملين مع المصارف الإسلاميّة غالباً ما يُؤثرون الصيغ التي تمكّنهم من الحصول على النّقد.

المطلب الثاني: التوسّع في النشاط التجاري والعقاري والمالي

لئن سبق وقلنا في أكثر من مقام بأن المصارف الإسلاميّة إنّما هي مؤسّسات اقتصادية تتخذ من الأنشطة الاستثمارية التنمويّة مجالاً ومقصداً، ولئن انتهينا إلى القول بأن تلك الأنشطة لا تعدو إلا أن تكون زراعة

¹ - عبد العظيم أبو زيد، "بيع المراجعة وتطبيقاته المعاصرة في المصارف الإسلامية"، دار الفكر، دمشق، الطبعة الأولى، 1425هـ، ص 80.

² - محمد محمود مكاي، "مستقبل البنوك الإسلامية في ظل التطورات الاقتصادية العالمية"، دون ناشر، المنصورة، 2003، ص 584.

³ - حسن يوسف داود، "الاستثمار قصير الأجل في المصارف الإسلامية"، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، الطبعة الأولى، 1996، ص 28.

الفصل الثاني: تقييم أثر التوسّع في الاستثمار قصير الأجل على أداء المصارف الإسلامية

أو صناعة- لما يمثّله من أهمية خاصّة لعملية التنمية-، فإنّ المصارف الإسلامية- قيد التقييم- ورغم إدراكها لهذه الحقيقة نظراً وواقعاً لم تولّ اهتماماً كبيراً للقطاعين، فعلى مدار سنوات الدّراسة لم يحظ أي منهما إلاّ بنسبة هامشية- من جملة ما نفّذته تلك المصارف من استثمارات- لا يكاد يلمس لها إلاّ أثراً جدّ محدود على التنمية الاقتصادية في المجتمعات التي تعمل فيها. وبالشّكل الذي يمليه المنطق- العمل المصري من جهة والمنافسة من جانب آخر-، فإن تلك المصارف عوّضت قلة اهتمامها بالقطاعين السابقين، بتعظيم عنايتها بالمجالات التجارية والعقارية ونحو ذلك من القطاعات الشّبيهة بها، فنالت في مجموعها نصيب الأسد من إجمالي استثماراتها المنجزة (وهو الذي سنبينه من خلال تحليل القوائم المالية لعينة المصارف المعتمدة في الدراسة).

ولكن كُنّا قد فسّرنا تلکم المحدودية التي حظي بها كلٌّ من قطاعي الزراعة والصّناعة بجملة من المعوّقات والصّعوبات أتينا على ذكرها سابقاً، فإنه وفي المقابل قد كان لتلك المصارف من المبررات والدّوافع ما دعاها إلى التمسك بتلك المجالات- التجارية والعقارية ونحوها- والتوسّع فيها قدر المستطاع.

ولعلّه من المستحسن لو تناولنا بعضاً من تلك الأسباب والموجبات بصفة الإجمال، وذلك قبل أن نفرّد بكل قطاع على حدة. وإذ الأمر كذلك فإنه وعلى نحو مجمل تجلّت أهم الأسباب انصرفت بموجبها المصارف الإسلامية إلى توجيه سياستها الاستثمارية نحو المجالات التجارية والعقارية والمالية مقارنة بقطاعي الزراعة والصّناعية فيما يلي:

☞ توفّر المعلومات الفنيّة والخبرات اللازمة عن أنشطة هذه القطاعات (لدى المصارف الإسلامية عموماً) بدرجة أكبر من القطاعات الأخرى (كالزراعة والصّناعة).

☞ عمليات هذه القطاعات يغلب عليها قصر الأجل، ومن ثمّ فهي تتناسب ونوعية الودائع المتاحة للمصارف الإسلامية.

☞ الالتزام بتنفيذ السياسات التي يضعها المصرف المركزي.

☞ اعتماد اقتصاديات بعض المجتمعات المسلمة على سلعة رئيسية واحدة وهي البترول في ناتجها المحلي، مع قيامها باستغلال الإيرادات الناتجة عن تصدير تلك السلعة في إقامة بدائل لها، كإقامة الهياكل الصّناعية والزّراعية وهو ما يعني حيوية القطاع العقاري في هذه المرحلة.

☞ اعتماد المجتمعات الإسلامية على الاستيراد بشكّل كبير، الأمر الذي نجم عنه ظهور وسيطرة النشاط التجاري على أنشطة مختلف الكيانات الاقتصادية، ومن تلك الكيانات نجد المصارف الإسلامية.

☞ يؤخذ في الحسبان أيضاً أن الأسلوب الاستثماري يحدّد في كثير من الأحيان نوعية المجال. فطبيعة أسلوب المراجعة مثلاً تجعله يتناسب كثيراً مع كل من المجالين التجاري والعقاري، بينما يتناسب كلٌّ من أسلوبي المشاركة والمضاربة مع المجالين الزراعي والصّناعي.

☞ اكتمال المتطلّبات الأساسية للاستثمار في قطاع التجارة وقطاع العقارات والإنشاءات، وقصور تلك المتطلّبات في القطاعات الإنتاجية خاصّة الزراعيّة.

الفصل الثاني: تقييم أثر التوسع في الاستثمار قصير الأجل على أداء المصارف الإسلامية

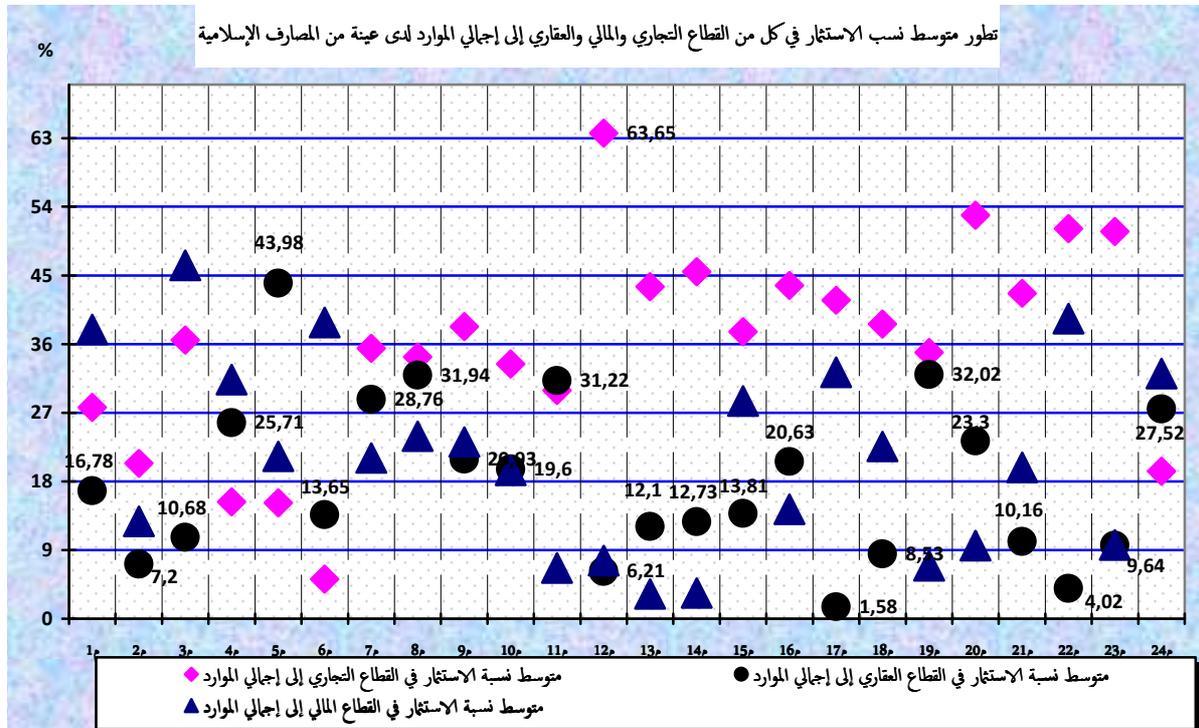
وحتى نحدّد أي القطاعات لقي اهتماماً استثمارياً أكبر مقارنة بالآخر، فإننا سنُعدّ بدراسة نسبة إجمالي الاستثمارات المنفّذة في كلّ القطاع إلى إجمالي الموارد.

بتفحص الشكل البياني المنوط بعرض المتوسطات العامة للنسبة-والمشار إليه أدناه-، يتّضح لنا أن ثمة اختلافاً واضحاً بين المصارف في السياسة الاستثمارية المنتهجة. فمن المصارف من يميل إلى تفضيل المجال المالي على التجاري والعقاري، ومنها من يميل إلى تفضيل القطاع العقاري على القطاعين الآخرين، ومنها من يستهدف المجال التجاري أساساً، وهو الغالب عند أكثرها.

وعلى نحو من التفصيل، فإنه وانطلاقاً من الشكل ذاته نلاحظ بجلاء أن القطاع التجاري قد حظي باهتمام كبير عند غالبية المصارف (17 مصرفاً من مجمل العينة)، حيث سُجّل له متوسط عام تراوح بين 30% كحد أدنى و63% كحد أعلى، وكان ذلك بمصرف الراجحي. أما بقية المصارف فإن اهتمامها بالاستثمار في هذا القطاع كان أقل بالمقارنة، وتحديدًا كان بمتوسط عام انحصر بين 5% (سُجّل هذا لدى المؤسسة العربية المصرفية الإسلامية) و15% (سُجّل هذا ببنك التمويل الكويتي البحريني).

هذا، ولأن المتوسط العام لا يعطينا فكرة دقيقة عن التغيّرات السنوية للنسب المدروسة، فإننا نشير إلى أن المعدّلات السنوية قد فاقت المتوسط المسجّل عند جلّ المصارف تقريباً. فعلى سبيل الدّكر بلغت نسبة التوظيفات في القطاع التجاري لدى مصرف الراجحي حد 75%، وقس على ذلك بقية المصارف، ولكن بدرجة أقل.

الشكل رقم 02-05: شكل يوضّح متوسط نسب الاستثمار في كل من القطاع المالي والتجاري والعقاري إلى إجمالي الموارد لدى عينة المصارف الإسلامية المختارة للتقييم خلال الفترة 2003-2014



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على التقارير السنوية للمصارف المعنية بالدراسة.

الفصل الثاني: تقييم أثر التوسع في الاستثمار قصير الأجل على أداء المصارف الإسلامية

وعموماً فإن أقل ما يُقال عن هذه النسب أنّها لا تعبر عن الطّبيعة الاستثماريّة للمصرف الإسلامي. هذا ما تعلق بقراءة الشكل البياني. أمّا عن أسباب ودواعي تركيز تلك المصارف على هذا القطاع، فإننا نجح إلى القول بأن تفضيل المصارف للمجال التجاري على القطاعين العقاري والمالي إنّما يعود إلى ما يتيح ذلك المجال من ميزات تُفضّلها تلك المصارف خاصّة مع حداثة تجربتها، ومن ذلك نذكر:

☞ انخفاض مستوى المخاطر التي تتعرّض لها- أي المصارف- بسبب سهولة التنبؤ بطبيعة السوق ومُتغيّراته في الآجال القريبة.

- ☞ تعتبر الأنشطة التجارية أنشطة ذات عائد سريع وذات أمد قصير (يغلب عليها طابع قصر الأجل).
- ☞ يتّسم القطاع التجاري بالمرونة والحيوية واستمرار الطلب (على السلع).
- ☞ يضاف إلى ذلك سرعة استعادة الأموال المستثمرة (سرعة دوران رأس المال).
- ☞ توفر المعلومات الفنيّة والخبرات اللازمّة لدى المصارف الإسلاميّة لأداء الأنشطة التجارية.
- ☞ هذا، ويشكّل تركيز المصارف الإسلاميّة على أسلوب المراجحة دافعاً إضافياً لتوجيه الاستثمارات نحو قطاع التجارة، لأن المراجحة تصلح أساساً لتمويل الاحتياجات التجارية من شراء للسلع وبيعها بزيادة.
- وقد نزيد على ذلك كلّ ما عدّه الفقهاء للتجارة من مزايا وفضائل بشكل عام، والتي منها نذكر:
- بفضلها تتداول مواد الزراعة والصناعة، وبها يرزق الله الناس بعضهم من بعض فيحصلون على ما هم في حاجة إليه، ويقتنون ما يرغبون فيه، ويفوّتون ما فضل عن حاجتهم إلى غيرهم، فتروج السلع والمواد، وتنشط الأسواق وتنمو الأموال، وتتكوّن الثروة، فيحصل الثراء، الذي تضمن الأمة به أمنها واستقرارها وعزّها. ويُفهم من هذا أنّها أداة من أدوات تنمية المال وتكثيره، وتنمية المال مُعينة على بقائه كما هو معلوم.
 - التجارة بجميع فروعها، تعدّ معيار لاقتصاد الدولة، وبالتالي فإن ارتفاع الاعتماد على التجارة يتناسب طردياً مع التحسّن الكلي للاقتصاد، وذلك يتناسب طردياً- أيضاً- مع رغد عيش أهله، والعكس صحيح.
 - دائرة الأتجار واسعة ومرنة.
 - التجارة سبب في زيادة المنافع¹.

وإن كان هذا في الحقيقة يرد على وجه الفائدة العامّة للتجارة، وليس على وجه الفائدة الخاصّة مثل المزايا التي تحرّك المصارف نحو ذلك المجال، والتي أوردناها آنفاً.

ويأتي بعد القطاع التجاري من حيث الأهمية المجال المالي، حيث نلاحظ أن 11 مصرفاً من أصل 21 مصرف، يميل إلى تفضيل ذلك المجال على حساب القطاع العقاري، ولكن بنسب متفاوتة، حيث تباين المتوسط العام بين 20% كحد أدنى و47% كحد أعلى- وذلك لدى مصرف الإثمار البحريني- ما يعني أن نصف الأنشطة الاستثمارية لهذا المصرف تقريباً قد تمّت في المجال المالي. هذا، ولو نظرنا في ذلك من خلال التغيّرات السنوية لوجدنا أن هذا المجال قد حظي بأكثر من 70% من حجم التوظيفات، أي أكثر بكثير من النصف، ما

¹ - للتوسع أنظر: رفيق يونس المصري، "الاقتصاد والأخلاق"، دار القلم، دمشق، الطبعة الأولى، 2007، ص 16.

الفصل الثاني: تقييم أثر التوسع في الاستثمار قصير الأجل على أداء المصارف الإسلامية

يعني أن المتوسطات العامة في الواقع لا تعطينا صورة حقيقية عن الموقف. ولكن وكما أشرنا سلفاً فإنه يتعدّر علينا أن نحلل كل مصرف على حدة. هذا، ولوحظ في ذات المصرف - أي مصرف الإثمار البحريني - أن قطاع التجارة قد حظي باهتمام أقل نسبياً مقارنة بالمجال المالي.

وقد يفسّر اهتمام المصارف بالاستثمار في المجال المالي بشيء من الدواعي التي رأيناها سابقاً والتي تخصّ القطاع التجاري كتوفّر المعلومات الفنيّة والخبرات اللازمة للقيام بمثل هذه الأنشطة، وقصر أجل العمليات التي تقع في دائرة هذا المجال في غالب الأحوال، وتناسب ذلك مع نوعية الودائع المتاحة للمصارف الإسلامية. وقد يأتي هذا الاهتمام أيضاً من باب اكتمال المتطلّبات الأساسية للعمل في هذا القطاع.

ويأتي في الأخير قطاع الإنشاءات والعقارات، حيث حظي باهتمام جدّ متفاوت بين مختلف المصارف محلّ المعاينة. فتارة نال تفضيلاً وعناية كبيرة إلى حدّ تغليبها على المجالين التجاري والمالي، وهو الملاحظ لدى بنك التمويل الكويتي البحريني وبنك دبي الإسلامي بمتوسط عام وصل إلى 44% و 32% على التوالي. وتارة أخرى لقي اهتماماً أقل بكثير مقارنة بالمجالين الآخرين، وتحديدًا بمتوسط عام لم يتجاوز 16% من إجمالي الاستثمارات وهو الأمر المشهود عند أغلبية المصارف. وعلى الوجه العموم فإننا نشير إلى وجود اهتمام وسطي، أي بين هذين المستويين، وهذا وضع لاحظناه عند 8 مصارف من أصل 21 مصرفاً. هذا، ونشير في الوقت ذاته إلى وجود ثلاثة مصارف حظي فيها ذلك القطاع باهتمام يضاهاها الاهتمام الموجه للقطاع المالي.

هذا بشكل عام ما يرتبط بمسألة التعليق على التطوّرات التي شهدتها القطاع العقاري لدى المصارف الإسلامية محلّ التقييم. أمّا ما يتّصل بأسباب الاهتمام والتفضيل، فإنّه عموماً قد يفسّر ميل تلك المصارف وخاصة الخليجية منها إلى هذا المجال بالظروف الخاصّة لدول الخليج والمتعلّقة بمحاجتها الشديدة للنهضة العمرانية خصوصاً مع الطفرة التي شهدتها دول المنطقة سواء في الدخول أو في مستوى المعيشة بسبب عوائد النفط الكبيرة وهو الأمر الذي شجّع هذه المصارف للدخول في هذا القطاع لاطمئنانها لعملية تسويق هذه المشروعات بسهولة وإمكانية تحقيق معدلات أرباح عالية في مثل تلك الظروف الاجتماعيّة والاقتصاديّة الخاصّة. وإذا كان هذا ظرفاً استثنائياً يخصّ وضعاً معيّنًا، فإن من الأسباب الوجيهة التي دفعت بالمصارف نحو بناء الشقق السكنية والاستثمارية والمراكز التجارية الكبيرة وبيع وشراء الأراضي بعد تطويرها، خبرتها ومعرفتها الفنيّة وقدرتها على تفهم طبيعة هذا القطاع واحتياجاته بالشكل المناسب، بحكم ما تراكم لديها من خبرات واستعارتها بالمتخصّصين في هذا المجال. ويعزّز ذلك الاستقرار النسبي الذي يشهده القطاع في الدول التامة مقارنة مع القطاعات الأخرى التي تشكو الضعف وعدم الاستقرار كحال قطاعي الزراعة والصناعة.

وختاماً وكملخص عام للذي سبق يسوغ القول بأن توزيع استثمارات المصارف الإسلامية محلّ التقييم كان متحيّزاً إلى القطاعات الاقتصاديّة الأقلّ مخاطرة والأكثر استقراراً وضماناً للأموال. ولقد كان القطاع التجاري أكثر جاذبية من القطاعين المالي والعقاري. ونشير هنا إلى أنه ليس المهم كون التجارة أكثر جاذبية من المجال العقاري أو المالي، أو أن هذا الأخير أفضل من القطاع العقاري، فكلّها مجالات تنزوي تحت بند الاستثمار قصير

الفصل الثاني: تقييم أثر التوسّع في الاستثمار قصير الأجل على أداء المصارف الإسلامية

الأجل، وإثماً المفارقة وهي الأهم في كون أن السياسة الاستثمارية لتلك المصارف قد خصّصت تلك القطاعات باهتمام أكبر بكثير مقارنة بقطاعي الزراعة والصناعة، وهما القطاعان الوحيدان اللذان يجسّدان حقيقة الدور التنموي لها، فكيف إذن يُرتجى للمصارف الإسلامية دوراً تنموياً والحال مخالف لما هو مُنظر له.

المطلب الثالث: أولوية الاستثمار في رأس المال العامل على الاستثمار في رأس المال الثابت

تتفق مفاهيم الاستثمار قصير الأجل المطروحة في المدوّنات الاقتصادية - على وجه العموم - على أن ثمة عدّة أوجه يمكن ينصرف إليها هذا الأخير، ومن ذلك تمويل النفقة المتغيّرة للمشاريع الإنتاجية. ولا تحيد عن ذلك المصارف عامّة والإسلاميّة كذلك، فالاستثمار قصير الأجل لدى هذه الأخيرة قد يُعبّر أيضاً عن الموارد الموجهة للاستخدامات القصيرة كتمويل النفقة المتغيرة (التشغيلية) للمشروعات (تمويل رأس المال العامل).

ولكوننا نبحت في المظاهر التي تدلّ على توسّع المصارف الإسلامية في الاستثمار قصير، ولأن تمويل النفقة المتغيّرة هي أحد وجوه الاستخدامات قصيرة الأجل لموارد المصرف كما سبق الذكر منا آنفاً، فإننا سنتبيّن ميدانياً - من خلال تحليل قوائم عينة المصارف التي تم اختيارها - إن كان ثمة ميل واضح لتوظيفات تلك المصارف نحو تمويل ذلك النوع من الاحتياجات التمويلية أم لا. وبطبيعة الحال فإنه كلّما اتّسعت دائرة هذا الشكل الاستثماري وزادت حجم الموارد الموجهة إليه دلّ ذلك على وجود توسّع في النشاط الاستثماري قصير الأجل والعكس صحيح.

هذا، ونرى من المستحسن أنه لو سبقنا ذلك بعرض مبسّط لملامح مصطلح رأس المال العامل، وللأساليب المصرفية الإسلامية التي تصلح لتمويله.

يعرّف رأس المال العامل من الناحية الاقتصادية العامّة بأنه ذلك الجزء من إجمالي رأس مال المنشأة الذي يخصّص لمتطلبات تشغيلها من يوم لآخر وتسيير عملياتها، أو هو ذلك الجزء الذي يخصّص من الموارد المتاحة للمشروع لمواجهة نفقاته الجارية (المتكررة بتكرار الإنتاج)، ويتمثّل هذا الجزء في أي لحظة من اللحظات في الأصول المتداولة للمشروع¹.

ويتحدّد حجم رأس المال العامل عادة بالنظر إلى عوامل عديدة منها: طبيعة المنشأة ومدة دورتها التشغيلية، وحجم المبيعات وسياسات التخزين، وكذا سياسة الائتمان التجاري الذي تمنحه المنشأة لعملائها². هذا، وتكتسي إدارته أهمية بالغة لارتفاع أهميته النسبية قياساً إلى مجموع موجودات المنشأة، ولتعدّد مكوّناته وتنوعها واختلاف طبيعتها أيضاً، والأهم من ذلك كلّه لحرّكته وتغيّره المستمر والمتواصل استجابة للتغيّر في مستوى وحركة المبيعات³.

وكما سبقنا بالقول فإن تمويل رأس المال العامل للمشاريع الإنتاجية يُعدّ منفذاً من المنافذ التي يمكن أن

¹ - السعيد عثمان محجوب، "دراسة فنية عن المشاركة في رأس المال التشغيلي للقطاع الصناعي"، بحث ضمن كتاب "صنع تمويل التنمية في الإسلام"، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، المملكة العربية السعودية، الطبعة الثانية، 2002، ص 89-90.

² - محمد علي إبراهيم العامري، "الإدارة المالية"، دار المناهج، عمان، الطبعة الأولى، 2007، ص 217-218.

³ - خليل محمد حسن الشاع، "الإدارة المالية"، جامعة بغداد، العراق، الطبعة الثانية، 1992، ص 190.

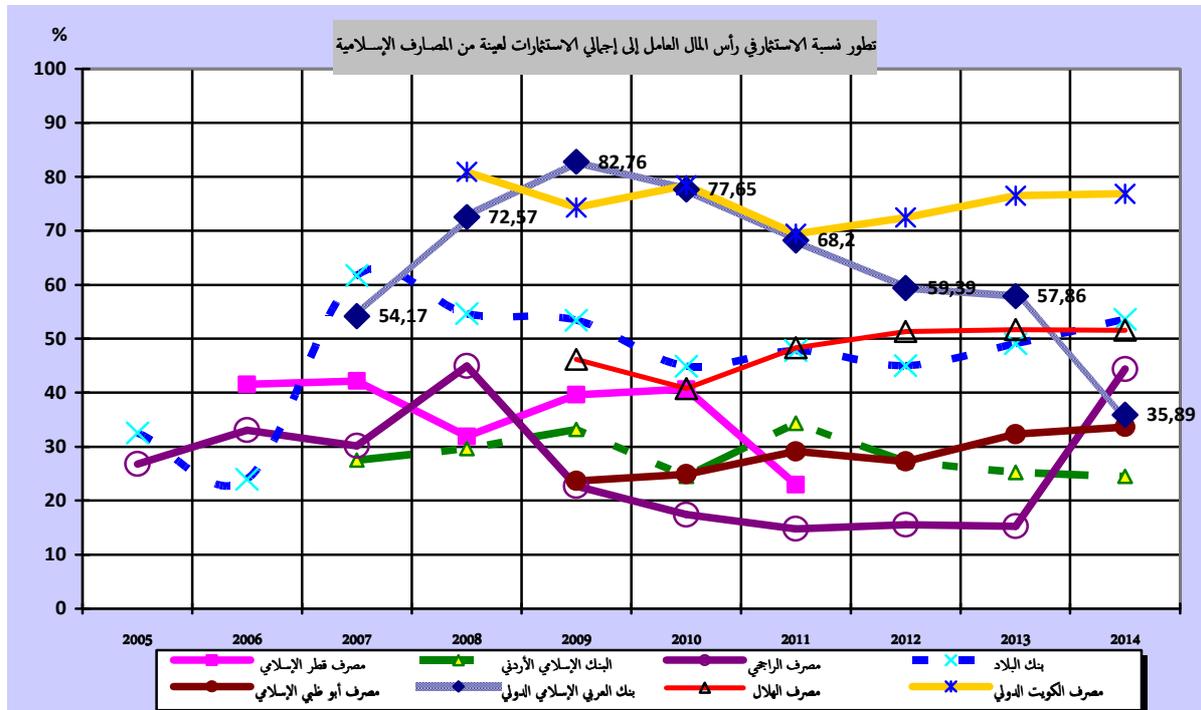
الفصل الثاني: تقييم أثر التوسع في الاستثمار قصير الأجل على أداء المصارف الإسلامية

توجّه المصارف الإسلامية مواردها إليه، ولها أن تستخدم في ذلك مختلف الأساليب المعروفة من مراوحة ومضاربة ومشاركة وإجارة واستصناع¹. وهو تنوع يخدم في الحقيقة كثيراً جوانب التميز التي تخصّ هذا الصنف من الاحتياجات التمويلية، والتي نذكر منها²:

- تعدّد مكّنات رأس المال العامل مع اختلاف طبيعتها، ويوافق في ذلك تعدّد الأساليب التمويلية الإسلامية.
- هذا النوع من التمويل يمنح عادة لمؤسسات الأعمال لفترات قصيرة للمحافظة على استمرارية نشاطها التشغيلي مما يستوجب استخدام صيغ تمويل قصيرة الأجل تتناسب والغاية المقصودة.
- هذا النوع من التمويل يتّصف بالاستمرارية والتكرار مما يتطلب أساليب تمويلية ملائمة تتسم بالبساطة وسهولة الإجراءات وانخفاض التكلفة الإدارية المصاحبة بشكل عام.

هذا باختصارٍ شديد ما تعلق بالطرح النظري لرأس المال العامل وللأساليب التمويلية الإسلامية المناسبة له. أمّا ما يتعلّق بواقعه التطبيقي في المصارف الإسلامية، فإننا نشير مسبقاً إلى عدم توفّر إحصائيات مفصّلة حول حجم استثمارات المصارف محل التقييم في رأس المال العامل ونوع الأسلوب المعتمد في ذلك باستثناء عددٍ محدود من المصارف، ولو أن الإحصائيات المتضمّنة في القوائم المالية لتلك المصارف ليست واضحة الدلالة كذلك، لكن المرجّح أن أسلوبا المراوحة والإجارة هما الأكثر ظهوراً مقارنة بالأساليب الأخرى. وفيما يلي بيان وتحليل لذلك.

الشكل رقم 02-06: شكل يوضح تطوّر نسبة الاستثمار في رأس المال العامل إلى إجمالي الاستثمارات لدى عيّنة المصارف المختارة للدراسة خلال الفترة 2005-2014



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على التقارير السنوية للمصارف المعنية بالدراسة.

¹ - أنظر في ذلك: السعيد عثمان محجوب، "دراسة فنية عن المشاركة في رأس المال التشغيلي للقطاع الصناعي"، مرجع سبق ذكره، ص 94.

² - حسني عبد العزيز يحيى، "الصيغ الإسلامية للاستثمار في رأس المال العامل"، أطروحة دكتوراه منشورة، الأكاديمية العربية للعلوم والمالية المصرفية، عمان، 2009، ص 03.

الفصل الثاني: تقييم أثر التوسّع في الاستثمار قصير الأجل على أداء المصارف الإسلاميّة

بالقاء نظرة على الشكّل البياني المصوّر لتطوّرات نسبة الاستثمار في رأس المال العامل إلى إجمالي الاستثمارات الموضّح أعلاه، يتبيّن لنا بوضوح أن بعض المصارف تُولي اهتماماً كبيراً لتمويل الدورة الاستغلالية للمؤسّسات، إذ أنّها تخصّص في المتوسط ما بين 46% و 75% من استثماراتها لذلك الغرض، وهي نسب عالية جداً تنمّ - في المقابل - على ضعف مساهمتها في تمويل رأس المال الثابت (الدورة الاستثمارية) للمؤسّسات، وهو الدور الذي كان من المفترض أن تركزّ عليه تلك المصارف إذا ما أرادت مساهمة فعّالة في الجانب التنموي. أمّا بخصوص المصارف المتبقية فقد لمسنا لها اهتماماً أقل من سابقتها في تمويل رأس المال العامل، إذ تراوح حجم المخصّص له من الاستثمارات في المتوسط ما بين 28% و 36% كحد أعلى. وقد يتراءى للبعض أن ذلك قد يشير إلى انخفاض حجم الاستثمار قصير الأجل، فإننا على العكس نرى أن هذه النسب هي نسب جدّ مُعتبرة تدعم وترفع بشكلٍ كبير حجم الاستثمار قصير الأجل، ذلك أن الاستثمار في رأس المال العامل يعدّ مسلكاً من مسالك الاستثمار قصير الأجل، وإذا ما أدخلنا في الاعتبار باقي تلك المسالك، فإن ذلك معناه ارتفاعاً في حجم الاستثمارات قصيرة الأجل، وهو المسار الذي نتمنّى أن تتجنّب تلك المصارف بحكم أن لها طبيعة تنموية.

وبطبيعة الحال فنحن لا ندعو إلى تقليل الاهتمام بتمويل رأس المال العامل، بل على العكس نحن نقترّ بأهمية وضرورة مساهمة المصارف الإسلاميّة في تمويل الدورة الاستغلالية للمؤسّسات، لأن ذلك يدخل في حكم المساهمة في العملية التّنموية، غير أننا لا نعلم ما إذا كانت هذه التمويلات قد قدّمت لمؤسّسات إنتاجية أم تجارية أم خدمية، وبالتالي فإنه من المتعدّر بمكان وصف مساهمة تلك المصارف (خاصّة التي حقّقت متوسط عام فاق 50%) بالمساهمة التّنموية أم بخلاف ذلك.

هذا، ونؤكّد على أن التمويلات المقدّمة من قبل تلك المصارف لتمويل دورة الاستغلال قد تمّ معظمها بأسلوب المراجعة، ولقد نعلم أن هذا الأسلوب يلائم كثيراً المصارف الإسلاميّة، غير أنه لا يلائم كثيراً المؤسّسات فمآخذها أكثر بكثير من مزاياه. وبطبيعة الحال فإن هناك أساليب أخرى تجعل المصرف الإسلامي أكثر فعالية ومساهمة في خلق قيمة مضافة، كأسلوب المشاركة مثلاً، وإن كان في الحقيقة قد لقيت بعض تطبيقاته اعتراضاً، بيد أن له تطبيقات أخرى لقيت استحساناً.

وخلاصة القول فإن الاستثمار في رأس المال العامل هو مظهر من مظاهر الاستثمار قصير الأجل، وفي ارتفاع حجمه دلالة واضحة على توسّع حجم هذا الأخير. وللأسف فقد سلكت أغلب المصارف المعنيّة بالدراسة هذا المسار وتوسّع بعضها فيه بشكل كبير، فتأكّد لنا بذلك ميلها نحو الاستثمار قصير الأجل على حساب الاستثمار التنموي.

المطلب الرابع: المتاجرة بالعملات والمعادن النفيسة والإيداعات

لئن كنّا قد اعتبرنا المراجعة بتطبيقاتها المعاصرة وتمويل رأس المال العامل والتجارة مظاهر يحمل التوسّع فيها دلالةً على توسّع المصارف الإسلاميّة في الاستثمار قصير الأجل، فإن حديثنا عن مظاهر هذا الأخير يظلّ فيه

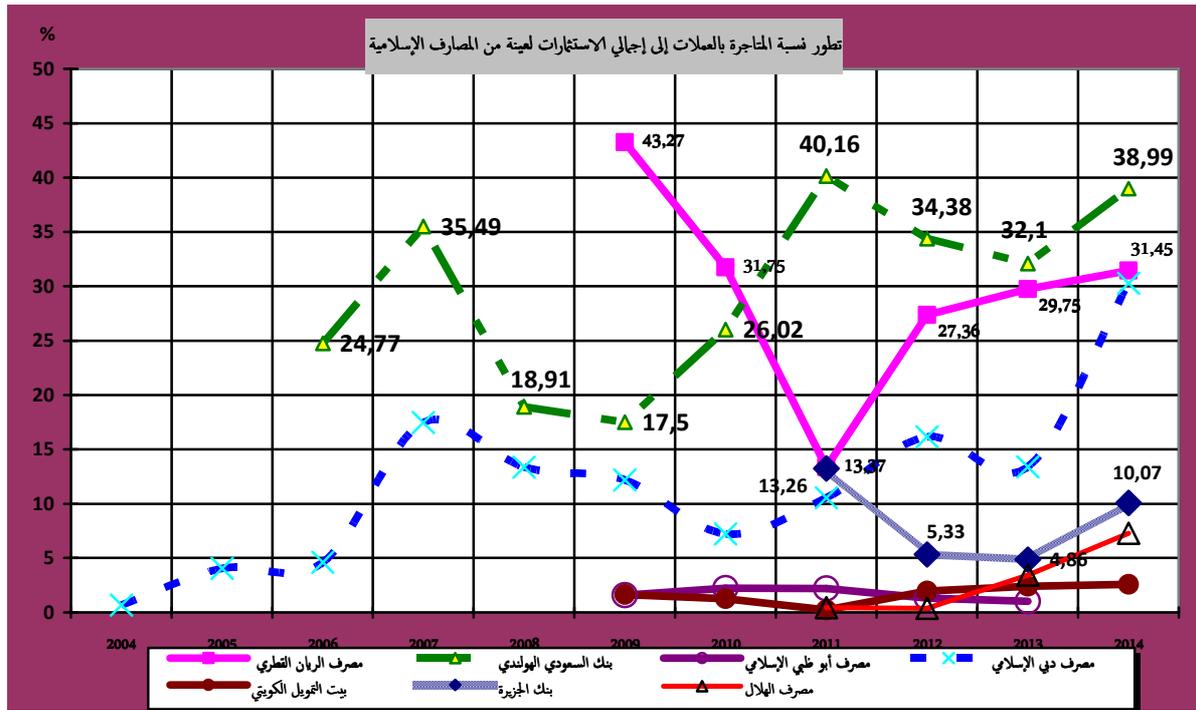
الفصل الثاني: تقييم أثر التوسع في الاستثمار قصير الأجل على أداء المصارف الإسلامية

نقص، ما لم تُتبعه بجدith عن المتاجرة بالعملات والمعادن النفسية والإيداعات، فهي الأخرى تستوفي ذات الخصائص التي يميّز بها ذاك الصّنف من الاستثمارات، من قصر الأجل وسرعة العائد وقلة المخاطرة ونحو ذلك. **أولاً** المتاجرة بالعملات: وتمثّل في بيع وشراء العملات الأجنبية لسداد وتحصيل الديون الخارجيّة. ويتم هذا الشكل من الاستثمارات قصيرة الأجل بشراء المصرف لعملات أجنبية بسعر معيّن (سعر الشراء)، وبيعها من ثمّ بسعر أعلى (سعر البيع)، فيكون الفارق بين السعيرين ربحاً للمصرف.

وتعدّ المتاجرة بالعملات بالنسبة للمصارف الإسلاميّة وجهاً من وجوه الكسب، وحكمها الأصلي الإباحة، لأنّها داخلية في عموم الأدلة على مشروعية بيع الذهب والفضة والتقود، ما لم يختلّ ضابط من ضوابطها الشرعية. وتفتقر المتاجرة بالعملات عن بيع العملات في أن المتاجرة يُوجد فيها عند الشراء قصد البيع بربح. وتسعى المصارف الإسلاميّة بدخولها مجال تبادل النقد الأجنبي إلى إدارة السيولة المتوقّرة لديها وإدارة مخاطرها المرتبطة بتبادل العملات الأجنبية، وتحقيق مكاسب من تحركات العملات الأجنبية.

وكما أشرنا سلفاً فإن المتاجرة بالعملات هي من الاستخدامات قصيرة الأجل، ويحمل توسّع المصرف الإسلامي فيها دلالة على توسّع النشاط الاستثماري قصير الأجل لديه. وبُغية معرفة ما إذا كان هذا النوع من الاستخدامات قد ساهم في دعم نمو الاستثمار قصير الأجل في المصارف الإسلاميّة، فإننا سنُعي بدراسة نسبة الموارد التي خصّصت للمتاجرة بالعملات إلى إجمالي الاستثمارات لدى عيّنة المصارف المختارة للتقييم والدراسة. هذا، ونوه مسبقاً إلى أن هناك عرضاً إحصائياً محدوداً جداً من قبل المصارف لما هو متعلّق بعملية المتاجرة.

الشكل رقم 02-07: شكل يوضّح تطوّر نسبة المتاجرة بالعملات إلى إجمالي الاستثمارات لعيّنة الدراسة خلال الفترة 2004-2014



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على التقارير السنوية للمصارف المعنية بالدراسة.

الفصل الثاني: تقييم أثر التوسّع في الاستثمار قصير الأجل على أداء المصارف الإسلاميّة

بتفحص الشكل البياني أعلاه المتضمّن لتطور نسبة حجم التوظيفات المخصّصة للمتاجرة في العملات إلى إجمالي الاستثمارات يتجلى لنا أن ثمة مصارف أولت عنايةً خاصّةً بهذا المنفذ الاستثماري، حيث وجّهت ما يقارب 30% في المتوسط من استثماراتها إليه، وتعلّق الأمر بكل من مصرف الريان والبنك السعودي الهولندي. أمّا بقية المصارف فقد حاز فيها هذا المنفذ الاستثماري قصير الأجل اهتماماً أقل بكثيرٍ مقارنةً بالمصرفين السابقين حيث لم يتجاوز حجم التوظيفات فيها من الإجمالي 9% في المتوسط.

وبالرّجوع إلى المصرفين السابقين، فإنه غيبي عن البيان القول بأن نسبة ما هو مخصّص من إجمالي التوظيفات للمتاجرة في العملات تعدّ جدّ عالية وتدعم كثيراً تركيز السياسة الاستثمارية للمصرفين على المنافذ والأنشطة الاستثمارية قصيرة الأجل. أمّا بخصوص باقي المصارف فإنه ومع الإقرار بانخفاض تلك النسبة، إلّا أننا نرى فيها رافداً يغذي النشاط الاستثماري قصير الأجل بتلك المصارف ويزيد من ارتفاع حجمه.

ثانياً ➤ **استثمارات الخزينة:** ويتم ذلك من خلال استثمارات سليمة وآمنة يُستهدف منها حماية رؤوس الأموال. وترتبط بما يُعرف بعمليات البيع الآجل (أو ما يعرف بالمصافقة) للسلع والمعادن في السّوق الدولية بغرض إدارة سيولة المصرف قصيرة الأجل، إضافة إلى تطوير عمليات تمويل شراء أصول معيّنة لعملاء المصرف كالمراوحة الدولية ومحفظة المتاجرة الخارجية. وبطبيعة الحال فإن المصرف الإسلامي يحقّق أرباحه في هذه السّوق من خلال الفرق بين سعر الشراء نقداً وسعر البيع آجلاً، خاصّةً وأن أسعار السلع في هذه السّوق في صعود وهبوط دوري.

وبما أن استثمارات الخزينة تلج هي الأخرى في زمرة الأنشطة الاستثمارية قصيرة الأمد، فإن ارتفاع حجم هذا النشاط يعني بدهاة نمواً في حجم الاستثمار قصير الأجل، والعكس صحيح. ومن ثم فهو بمثابة مؤشر نستدلّ به على وضع ذلك الصنف من الاستثمارات لدى المصارف الإسلاميّة.

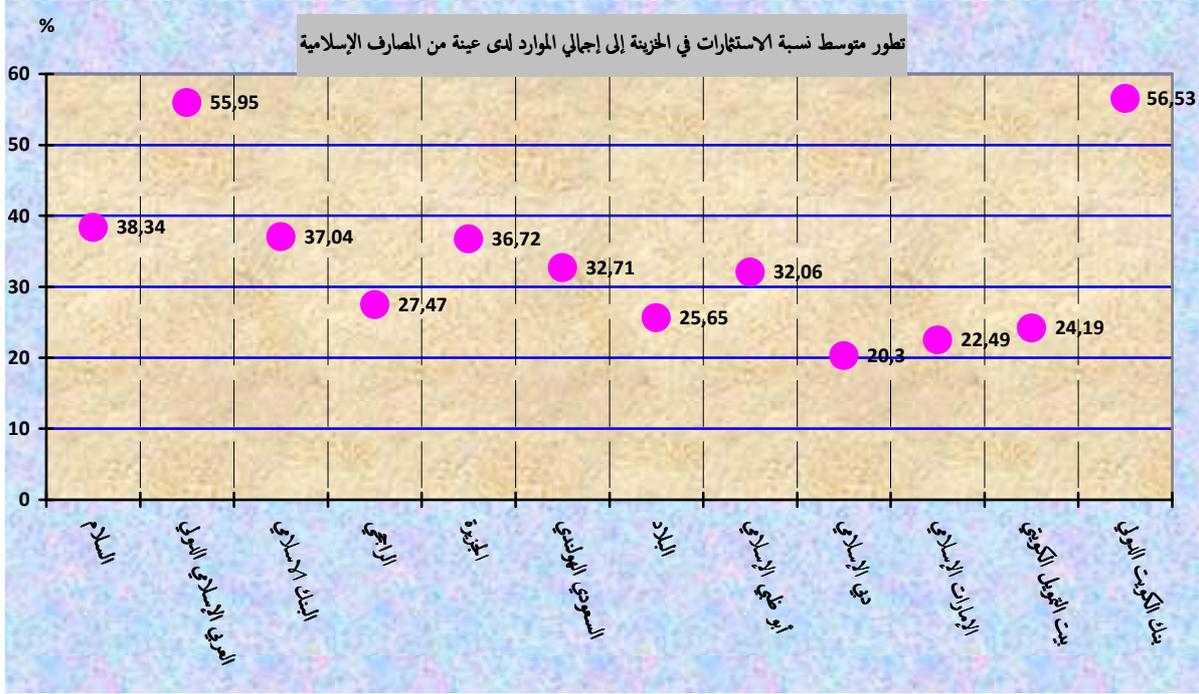
ولأننا نسعى إلى إدراك الواقع التطبيقي للاستثمار قصير الأجل، فإننا سنعي بدراسة هذا المؤشر لدى عيّنة من المصارف الإسلاميّة، لنستدل به على ذلك الواقع، وسنقوم بذلك اعتماداً على دراسة وتحليل نسبة استثمارات الخزينة إلى إجمالي الموارد.

نلاحظ من خلال الشكل البياني أدناه أن أغلبية المصارف اتّجهت إلى توظيف أكثر من ثلث مواردها في استثمارات الخزينة، ممّا يعني قياساً أن الاستثمارات قصيرة الأجل لوحدها شكّلت لديها أكثر من ثلث الاستخدامات، ويتبيّن هذا فقط في حال استدللنا بذلك المؤشر، ممّا يعني أنه وفي حال أخذنا باقي المؤشرات (المتاجرة بالعملات، تمويل رأس المال العامل... الخ) بعين الاعتبار، فإننا سنسجّل لا محالة ارتفاعاً في مستوى النشاط الاستثماري قصير الأجل.

أمّا بخصوص باقي المصارف فنلاحظ أن استثمارات الخزينة استحوذت فقط على ما معدّله 20% كحد أدنى و28% كحد أعلى من إجمالي الموارد، وبطبيعة الحال فإن هذا الانخفاض لا يخوّل لنا الحكم بشكلٍ قطعي عن إمكانية وجود انخفاض في حجم الاستثمار قصير الأجل بهذه المصارف، لأنه وكما قلنا أننا اعتمدنا فقط على مؤشر واحد من المؤشرات التي يمكن أن يُستدلّ بها على نمو أو تراجع هذا الأخير.

الفصل الثاني: تقييم أثر التوسع في الاستثمار قصير الأجل على أداء المصارف الإسلامية

الشكل رقم 02-08: شكل يوضح متوسط نسبة إجمالي استثمارات الخزينة إلى إجمالي الموارد لدى عينة الدراسة خلال الفترة 2003-2014



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على التقارير السنوية للمصارف المعنية بالدراسة.

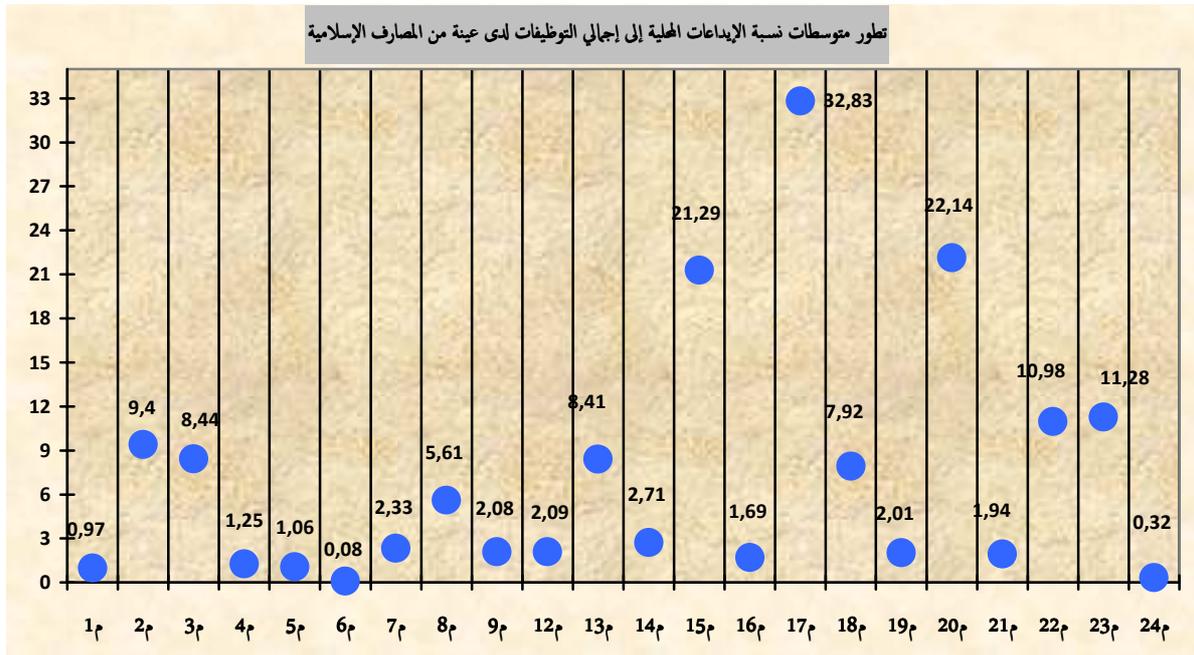
ثالثاً - الإيداعات: وتمثّل فيما تودعه المصارف الإسلامية لدى قريبتها الإسلامية أو التقليدية من موارد بغرض التوظيف سواء في المدى القصير أو الطويل. وتتخذ شكلين، إيداعات محلية وأخرى خارجية أو أجنبية. وتلجأ عادة المصارف الإسلامية إلى هذه القناة الاستثمارية في حال ارتفاع مستوى المدّخرات (زيادة حجم السيولة) واقتران ذلك بعدم وجود ترتيبات لاستثمار تلك الأموال في مشروعات إنتاجية لمحدودية فرص الاستثمار المحلية المجدية والمربحة، والتي تنسجم مع متطلبات السيولة والضمان، ووجود رغبة في تحقيق عوائد سريعة لتوزيعها على المودعين في ذات الوقت. كما قد يكون الداعي إلى ذلك أيضاً مواجهة متطلبات المقاصة الدولية، ويتعلّق ذلك بالإيداعات الخارجية.

ولأننا دائماً نسعى إلى بيان واقع الاستثمار قصير الأجل في المصارف الإسلامية، ولأن الإيداعات التوظيفية هي بمثابة مظهر أو مؤشّر يمكن أن يُستدلّ به على ذلك الواقع، فإننا سنُعدّ دراسة وتحليل للإيداعات المحلية، وبالضبط ذات الهدف الربحي وذات الأجل القصير حتى نكون وبنقى دائماً في دائرة ذلك الشكل الاستثماري. وسنعمد في ذلك على دراسة نسبة الإيداعات إلى إجمالي الاستثمارات. وبطبيعة الحال فإنه كلّما ارتفعت هذه النسبة دلّ ذلك ضمناً على نمو حجم الاستثمار قصير الأجل لدى المصرف. ونشير في ذات الوقت إلى أننا سنتناول مسألة الإيداعات الخارجية، وسندرس واقعها وتطوّرها خلال فترة الدراسة، ولو أن أكثر المصارف الإسلامية اليوم قد تجاهلته بحكم أننا لم نلمس لها وجوداً إلاّ عند عدد محدود جداً من المصارف التي اخترناها للتقييم، وهو الواقع الذي سنتبيّنه لاحقاً.

الفصل الثاني: تقييم أثر التوسع في الاستثمار قصير الأجل على أداء المصارف الإسلامية

بالتمعن في الشكل البياني المبين لتطور نسبة الإيداعات المحلية إلى إجمالي الاستثمارات والموضح أدناه يتبين لنا جلياً أن هذه النسبة كانت محدودة جداً عند أغلب المصارف المختارة للتقييم، حيث لم تتجاوز حد 3% وذلك عند 12 مصرف، وانحصرت بين 5% و11% عند 7 مصارف. وهو ما يعني قياساً أن حجم الاستثمار قصير الأجل لدى هذه المصارف لم يكن يمثّل من إجمالي الاستخدامات سوى العُشر لو كانت الإيداعات هي الشكل الوحيد الذي يظهر به هذا الأخير. ولكن هذا أمر بعيد عن المنطق، فالاستثمار قصير الأجل لا يمكن أن ينحصر في هذا المنفذ فقط، ومن ثمّ نقول بأن الإيداعات المحلية في هذه المصارف قد ساهمت في دعم نمو حجم هذا الأخير بما يقارب 11% من إجمالي حجم الاستثمارات المنقّدة. وعلى غرار ما هو مُسجّل في المصارف السّابقة فإن النسبة المدروسة شهدت مستوى جد عالي في المصارف المتبقية، حيث تستغرق الإيداعات المحلية لوحدها ما بين 21% و32% من جملة الاستثمارات المنقّدة، وهو ما يدلّ على أن هذا المسلك التوظيفي لوحده قد ساهم في تغذية النشاط الاستثماري قصير الأجل لدى تلك المصارف بما يقارب ثلث الموارد التي كانت معدّة للتوظيف، ولقد تعلّق ذلك أساساً بمصرف CIMB الماليزي.

الشكل رقم 02-09: شكل يوضح متوسط نسبة الإيداعات المحلية إلى إجمالي الاستثمارات لدى عيّنة الدّراسة خلال الفترة 2003-2014



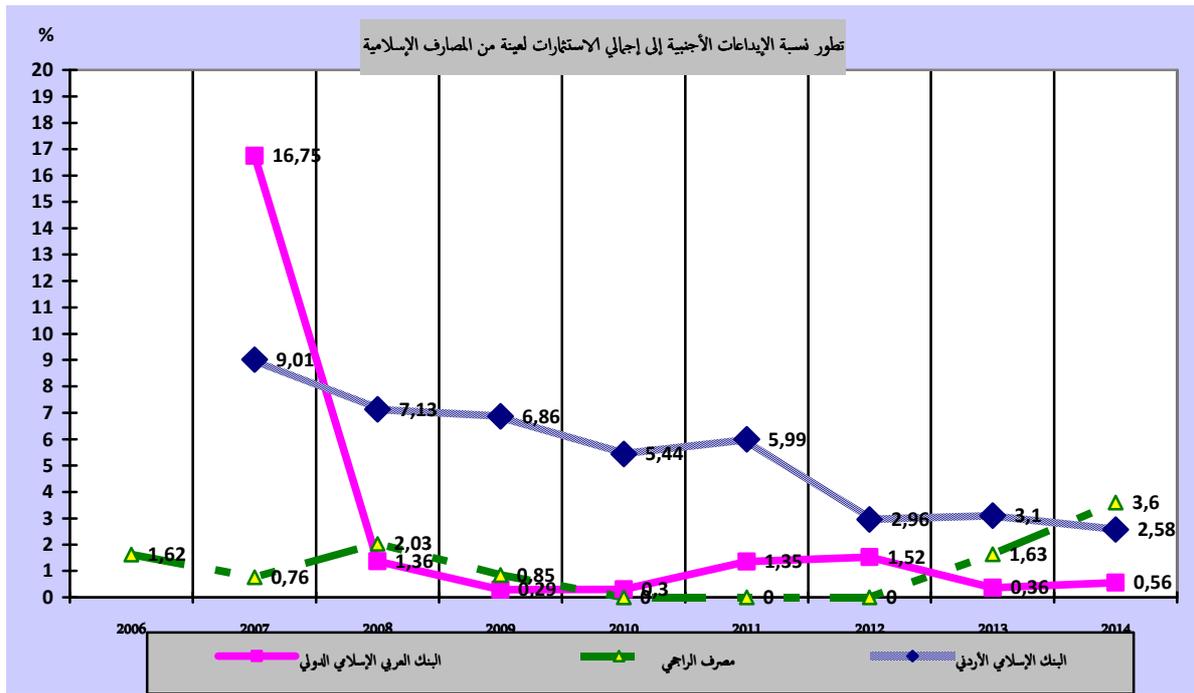
المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على التقارير السنوية للمصارف المعنية بالدراسة.

هذا باختصارٍ ما ارتبط بتطور نسبة الإيداعات المحلية إلى جملة الاستثمارات، وما تولّد عنها من أثر على حجم الاستثمار قصير الأجل في المصارف المعنية بالدراسة والتحليل. أمّا ما يخصّ الإيداعات الخارجية وتطوراتها ففي الواقع لم نشهد لهذا المنفذ الاستثماري تطبيقاً واسعاً في عيّنة المصارف المختارة باستثناء ثلاث مصارف وتعلّق الأمر بكلٍ من مصرف الراجحي والبنك الإسلامي والبنك العربي الإسلامي الدولي.

الفصل الثاني: تقييم أثر التوسع في الاستثمار قصير الأجل على أداء المصارف الإسلامية

يظهر بناءً على تفحص الشكل البياني المصوّر لتطور نسبة الإيداعات الأجنبية إلى جملة الاستثمارات والموضّح أدناه، أن حجم تلك الإيداعات لم يُشكّل في الحقيقة سوى نسبة ضئيلة من جملة الاستثمارات، حيث تراوح المتوسط العام لها ما بين 2% و6%. ومع أنّها نسبة بسيطة كما ذكرنا إلا أنّها ساهمت في دعم نمو الاستثمار قصير الأجل بالمصارف المذكورة آنفاً بمعدل تراوح بين 2% و6% في المتوسط - من جملة الموارد المستغلّة في الاستثمارات التي تم تنفيذها.

الشكل رقم 02-10: شكل يوضح تطور نسبة الإيداعات الأجنبية إلى إجمالي الاستثمارات لدى عينة الدّراسة خلال الفترة 2006-2014



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على التقارير السنوية للمصارف المعنية بالدّراسة.

ولعلّ ما يُلفت الانتباه هنا مدى مشروعية هذا التوجّه والذي ربّما تبنّاه عدد كبير من المصارف، على غرار المصارف التي عُنيينا بدراستها. ومع التسليم بضعف نسبة ما يمثّله هذا الشكل الاستثماري من جملة الاستثمارات لدى كل مصرف، فإنه لو قمنا بحصر إيداعات كل المصارف وجمعناها في وعاء واحد، فمن المؤكّد أننا سنكون أمام مبالغ طائلة، قد يكون لها أثر بارز على مجتمعاتنا الإسلاميّة لو تمّ استغلالها بشكلٍ سليم.

المطلب الخامس: الاستثمار قصير الأجل وأسباب اعتماده من واقع الكتابات

تعدّ قضية توسّع المصارف الإسلاميّة في الاستثمار قصير الأجل ممثّلاً بأسلوب المراهجة أساساً واحدة من أبرز القضايا التي أثارَت جدلاً كبيراً في أوساط المراقبين والمقيمين لنشاط المصرفية الإسلاميّة، وجعلتهم في تحليلها ما بين مؤيّد استساع ذلك التوسع واعتبره توجّهاً حكيماً، ومعارض أنكر ذلك المسلك العملي واعتبره انحرافاً عن المسار المنظّر المنتظر. ولقد قدّم كلاهما مبررات وأسباباً أيّدت صحّة ما وقفوا عليه وانتهوا إليه. ولعلّ من أكثر الحجج والنواهيض التي تقدّمت بها الطائفة المؤيّدّة، قبولاً وصلّة بالواقع، وأرجحها وزناً، ما هو وُرد أدناه:

الفصل الثاني: تقييم أثر التوسع في الاستثمار قصير الأجل على أداء المصارف الإسلامية

كان تركيز المصارف الإسلامية على الاستثمار قصير الأجل من أكثر الممارسات التي شدت انتباه المراقبين والمفكرين، ولقد نشأ ذلك جزئياً من تفضيلات المصارف نفسها (في سعيها لحماية سمعة المصرفية الإسلامية بتقديم عوائد آمنة وملائمة وسريعة). بينما كان معظمه ناشئاً من البيئة التجارية التي تعمل فيها، فقد كانت المصارف الإسلامية تتنافس مع السندات الحكومية والمصارف التقليدية على الأموال، وكان عليها تقديم عوائد مكافئة للحفاظ على ودائعها، فما كان لها إلا سلوك مسار الاستثمار قصير الأجل، والتركيز عليه بشكل كبير. وعلاوة على ذلك كان للمصارف التقليدية امتيازات عديدة، نشأت من المعاملة التفضيلية المقدمة لها من حكومات الدول الإسلامية، التي كانت لا ترغب في تغيير الوضع الراهن. وأول هذه الامتيازات أن النظم الضريبية المفروضة على الشركات في معظم البلدان الإسلامية تحابي التمويل القائم على الفائدة، بإعفاءات ضريبية للفوائد لا يمنح مثلها لخصص توزيعات الأرباح. وثانيها، أن تلك المصارف غالباً ما كانت محمية ببرامج تأمين على الودائع منظمة من قبل الدولة، ولا تشمل هذه البرامج المصارف الإسلامية. وثالثها، أن هذه الأخيرة محرومة في العادة من الوصول إلى تسهيلات المصرف المركزي بصفته الملاذ الأخير للإقراض، بسبب عدم تعاطفه أو شدة حذره. وأخيراً فإن الأذونات والسندات الحكومية تصلح كأصول سائلة تحمل عائداً للمصارف التقليدية، ولكنها ممنوعة عن المصارف الإسلامية. وفي ظل هذه البيئة غير المواتية كان من الطبيعي أن تعمل المصارف الإسلامية على تجنب المخاطرة والاستثمار المشترك في الريح والخسارة (طويل الأجل)، وأن تتوسع في المقابل في الأنشطة الاستثمارية قصيرة الأمد¹.

كان للسعي نحو بلوغ مستوى مقبول من الربحية أثر واضح على السياسة الاستثمارية للمصارف الإسلامية. فتحقيق عوائد دورية ومنافسة في مستهل التجربة كان أمراً ضرورياً جداً لكسب ثقة المودعين والمساهمين، والتأكيد على أن المصرف الإسلامي مشروع مجدي بالنسبة لهم لضمان استمرارية تدفق الودائع عليها، واستمرارية المساهمة في رأسمالها. بيد أنه وفي ظل عدم اكتمال الكوادر التنظيمية المؤهلة والمدربة إسلامياً ومصرفياً واستثمارياً، وعدم الاستيعاب العملي الكافي لكيفية ممارسة وتطبيق الأدوات الاستثمارية، ونقص المؤسسات المساعدة أو المشاركة اللازمة لنجاح الأنشطة الاستثمارية، فإنه كان لزاماً على المصارف الإسلامية إزاء هذا كله أن تتوجه باستثماراتها نحو المجالات التي توفر لها قدرًا مضموناً ومعقولاً من الأرباح تضاهي على الأقل ما تحققه قرينتها المصارف التقليدية، فحاء تركيزها على الاستثمارات قصيرة الأجل كنتيجة لذلك، وتمثلت بشكل خاص في المراجحة والأجّار في العملات الأجنبية وفي السلع الثمينة ونحو ذلك من الاستثمارات الآمنة².

إنه لا بد أن يكون واضحاً أن المصرف الإسلامي لا يختلف عن أسواق التمويل المعاصرة من زاوية أنه واسطة بين المدّخرين والمستثمرين، ولذا فليس من طبيعة عمله أن يكون نشاطه الغالب هو المساهمة في المشروعات الإنتاجية، فذلك ممّا لا تطيقه موارده المالية، ولا إمكاناته الإدارية والفنية، وليس ذلك من طبيعة الوساطات.

¹ - بول ميلز و جون برسلي، "التمويل الإسلامي: النظرية والتطبيق"، مرجع سبق ذكره، ص 102. 103.

² - محمد عمر شابرا وطارق الله خان، "الرقابة والإشراف على المصارف الإسلامية"، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 2000، ص 23، بتصرف.

الفصل الثاني: تقييم أثر التوسع في الاستثمار قصير الأجل على أداء المصارف الإسلامية

• إن من الحقائق التي أكدها الزمن وواقع الخبرة المصرفية أن عمل المصارف التي تقوم بدور الوساطة أصلاً، والتي تشكل الودائع قصيرة الأجل القدر الأكبر من مواردها، لا يُلائمها الاستثمار في رأسمال مدفوع إلا في أضيق الحدود. وأن نشاط المشاركة لمن يعرف طبيعة الفن المصرفي يتمثل في تمويل متحرك غير ثابت سهل التسييل¹.

• إن تدخل المصارف المركزية في تنظيم نسب المشاركة في الربح وفرض معدلات عائد موحدة على الودائع التي كان الغرض منها حماية الممولين والتحوط من احتمالات تحوّل الودائع إلى مصدر للاضطرابات المالية، تنظيم ألغى وأسقط أهم مبررات ضرورة تفضيل الاستثمار طويل الأجل، وحدّ من الإشارة النقدية الوحيدة التي يمكن للمصارف الإسلامية استخدامها لإظهار كفاءتها النسبية، ومن ثم اجتذاب الودائع، ولهذا كان من الطبيعي في إطار هذه البيئة التنظيمية التي لا تتيح لتلك المصارف تحقيق أيّ منفعة من تحمّل المخاطر المدروسة، أن تصبح كارهة للمخاطرة ومركّزة تبعاً لذلك على الاستثمار قصير الأجل المبني أساساً على المراجحة².

• مع التسليم تماماً بأن النشاط الاستثماري قصير الأجل لا يتلاءم مع طبيعة العمل المصرفي الذي ينبغي أن تتخصّص فيه المصارف الإسلامية، إلا أن الحكم النهائي على الأسباب التي أدت إلى تفضيل ذلك النشاط يجب أن يأخذ في اعتباره حقيقة هامة وهي اشتغال هيكل هذه المصارف على الحسابات الجارية التي تحتفظ بها عادة لصالح عملائها من المودعين. فهذه الحسابات في حدّ ذاتها تُعتبر سبباً مباشراً وملحاً للمصارف الإسلامية على تفضيل الاستثمار قصير الأمد، نظراً للطابع قصير الأجل لهذه الحسابات وقابلية السحب منها في أيّ وقت من الأوقات. هذا فضلاً عن أن القواعد المصرفية المتعارف عليها دولياً تحتم عليها الامتناع تماماً عن توظيف أرصدة الحسابات قصيرة الأجل إلا في استخدامات مثلها قصيرة الأجل (قاعدة التوازن بين استحقاقات الموارد واستخدامات الأموال)، منعاً للوقوع في مصيدة أزمات السحب المفاجئ أو نقص السيولة. بل إن المصارف المركزية في جميع أنحاء العالم تفرض على المصارف التجارية بصفة عامة الالتزام بهذه القاعدة التزاماً تاماً، من خلال المراقبة المستمرة لنسب السيولة التي تفرضها عليها. وهكذا، فإنّه يصعب بمكان إلقاء اللوم على المصارف الإسلامية بمجرد أن معظم استثماراتها ذات أجل قصير، وتتمّ من خلال بيوع المراجحة التي هي بطبيعتها تُعتبر قناة أساسية لذلك النوع من الاستثمارات لكونها أكثر الأنشطة اتساقاً ومرونة³ معه.

• وحتى إذا ما افترضنا وجود إمكانية لتعديل الموارد بأجل تتفق مع الاستخدامات، فمعلوم أن ذلك ليس دور المصارف الأساسي كوسيط للتمويل. وإذا ما حاولت القيام بذلك فإنه عندئذ تقترب التجربة من شكل مؤسسة اقتصادية عادية تجارية أو صناعية⁴.

• ولأن المشاركة في نظر البعض لا تفي بكثير من الاحتياجات التمويلية حيثما لا يتوقّع ربح يمكن المشاركة فيه ولأنها (أي المشاركة التقليدية) تعني ضمناً التوافق التام بين صاحب المال ومستخدمه، فقد ذهب أولئك إلى القول

¹ - يوسف كمال محمد، "المصرفية الإسلامية الأزمنة والمخرج"، مرجع سبق ذكره، ص 105.

² - بول ميلز و جون برينسلي، "التمويل الإسلامي: النظرية والتطبيق"، مرجع سبق ذكره، ص 112.

³ - حسين كامل فهدى، "أدوات السياسة النقدية التي تستخدمها البنوك المركزية في اقتصاد إسلامي"، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 2006، ص 91، بتصرف.

⁴ - يوسف كمال محمد، "المصرفية الإسلامية الأزمنة والمخرج"، مرجع سبق ذكره، ص 101.

الفصل الثاني: تقييم أثر التوسع في الاستثمار قصير الأجل على أداء المصارف الإسلامية

بقصر هذا الأسلوب عن تلبية الاحتياجات الحديثة في الوساطة المالية. ومع رؤية البعض للمداينة (وعلى رأسها المراجعة للأمر بالشراء) على أنها أهم بديل للربا، ولما كان كل من الأسلوبين يحظى بإقرار الشريعة، جاء الاختيار بينهما على أساس أيهما أكثر ملاءمة لبيئة اقتصادية مُعَيَّنة، فكانت المراجعة هي الأسلوب الأنسب، وكان نمو الاستثمار قصير الأجل على حساب الاستثمار طويل الأجل النتيجة الحتمية لذلك¹.

لكن ذهب البعض إلى القول بأن لجوء المصارف الإسلامية لصيغ الاستثمار طويل الأجل (المشاركة والمضاربة) في جانب الأصول وجانب الخصوم في ميزانيات المصارف سيؤدي حقيقة إلى تحسين الاستقرار العام، حيث أن أية صدمات مالية في جانب الأصول سيقابلها انخفاض في جانب الخصوم (الودائع). ولئن أشار بالقول آخرون أنه يمكن صياغة أساليب تشتمل على حوافز، بما يمكن معه التقليل من آثار الخطر الأخلاقي والانتقاء الخاطئ (أو العكسي). فإن هذه الآراء تتجاهل حقيقة أن المصارف قد تخصصت أساساً في البحث عن المحافظ المثلى الائتمانية وليس في تلك التي تجمع بين الديون والأسهم. ومع العلم بأن المصارف الإسلامية تعتمد بصورة أساسية على الموارد المالية في الحسابات الجارية فإن تعرضها لصدمات مالية في جانب الأصول لا يمكن مقابله بانخفاض التزاماتها اتجاه أصحاب هذه الحسابات في جانب الخصوم. ومن ثم فإن اللجوء إلى استعمال أساليب الاستثمار طويل الأجل في جانب الأصول قد يتسبب حقيقة في عدم الاستقرار العام خاصة مع ما ذكرناه آنفاً من اعتماد المصارف الإسلامية على الحسابات الجارية لتمويل أنشطتها الاستثمارية².

إن لجوء المصارف إلى استعمال صيغ الهامش المعلوم على مدى واسع يُعتبر سلوكاً عقلاً نياً يلج في باب تفضيل سياسة الحذر وتجنب التعرض لمخاطر التمويل، حفاظاً على سمعتها وعلى حقوق المودعين، حتى وإن كانت تربطهم بالمصرف علاقة المضاربة الشرعية التي تفرض عليهم تحمّل الخسارة إن تحققت.

هذا، وكما يشير البعض فإنه ليس من اللازم أن يكون التطبيق في المصارف الإسلامية وفقاً للنظرية التي يدعمها العديد من الباحثين، ذلك أن الواقع له ظروفه التي يحكمها السوق واعتبارات الربح والخسارة. فالمصارف الإسلامية في مستهل التجربة بدأت في عمليات مشاركة العملاء، غير أنها لم تنجح لاعتبارات أهمها المخاطرة المعنوية، فضلاً عن الناحية القانونية والجوانب الشرعية للعلاقة بين المودعين والمصرف، وبين المصرف والمستخدمين للأموال. ويشير البعض الآخر إلى أنه بالرغم من الادعاءات النظرية حول تفوق المضاربة والمشاركة للأعمال المصرفية التجارية في إطار إسلامي، غير أن التطبيق المعاصر للنظام المصرفي الإسلامي كشف عن أن المصارف الإسلامية ترى أن الاستثمار القائم على هامش الربح هو أنسب أسلوب لتطبيق النظام المصرفي الإسلامي على جانب الأصول.

ومن جانب آخر فإن الأصوات التي تنادي بضرورة تخصيص المصارف الإسلامية في تمويل متطلبات التنمية هو مطلب لا ينسجم مع الواقع على اعتبار أن تلك المصارف إن هي إلاّ مصارف تجزئة تتعامل مع جمهور عريض من

¹ - عبد الباري مشعل، "آليات التوازن الكلي في الاقتصاد الإسلامي"، مرجع سبق ذكره، ص 214، بتصرف.

² - طارق الله خان وجيب أحمد، "إدارة المخاطر، تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية"، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 2003، ص 72.

الفصل الثاني: تقييم أثر التوسع في الاستثمار قصير الأجل على أداء المصارف الإسلامية

المودعين وعدد كبير من المتعاملين الاقتصاديين الممثلين بوحدات العجز التمويلي بمختلف تشكيلاتها وأحجامها. فهل يُعقل أن يُطلب من مصرف متخصص في تمويل دورة الاستغلال التقيد بأساليب الاستثمار طويل الأجل (المشاركات ونحوها) وأن ينتظر نهاية السنة المالية لإعلان نتيجة النشاط ليتم تحديد حصته من الربح (إن وجد)؟ وهل يتوقّر المصرف الإسلامي على الإمكانات المادية والبشرية للتحقق من جميع العملاء والتأكد من صحة البيانات؟. إن الصعوبة البالغة في تحقيق مثل هذا الإجراء تؤدي بالمصارف الإسلامية لا محالة إلى تفضيل صيغ الهامش المعلوم التي تُعفيها من كل هذا العناء. ثم إن وجهة المصرف التجاري أو مصرف التجزئة هو تمويل الاحتياجات المالية المتعلقة بدورة الاستغلال، وهي في العادة احتياجات قصيرة الأجل، مما يجعل من العسير اللجوء إلى صيغ المشاركة¹.

غالباً ما لا يُدرك أن الشريعة نفسها واقعية، وتسمح بالصيغ الثانوية، التي هي عبارة عن صفقات بيع. وغرضها الأساسي هو تسهيل البيع والشراء بالتسيئة، ومن ثم سدّ الحاجة الاجتماعية التي لا تسدّها الصيغ الأولية (أساليب الاستثمار طويل الأجل). ومع ذلك فإن الشريعة وضعت بعض الشروط لجوازها من أجل حماية مصالح جميع أطراف الصفقة، ولا سيما المدنيين. وعلى هذا فإن الصيغ الثانوية ليست مكروهة² إذا توافرت الشروط بأمانة. وإن كثرة التركيز على المشاركة والمضاربة في الكتابات الأولى حول التمويل الإسلامي، ربما كان في غير موضعه. وفي حين أن الاستبعاد الكلي للصيغ الثانوية ليس مجدياً ولا مرغوباً، فإن هناك إجماعاً عاماً على أن الوفاء الأمين بالشروط الشرعية لجواز مثل هذه الصيغ أمرٌ ضروري لإشاعة الثقة بالمصادقية الإسلامية لهذه المصارف³.

إن تغطية احتياجات الاقتصاد القومي والعالمي للائتمان قصير الأجل إنما هي الوظيفة الأساسية للمصارف التجارية في كل مكان. ولا يجوز أن يمنع المصرف الإسلامي من تأدية هذه الوظيفة حتى لا يخرج من عداد المصارف وينقلب إلى مجرد مؤسسة من مؤسسات الاستثمار كما يُريد له رائد من رواد الفكر الاقتصادي الإسلامي، أو يكتفي بأن يصبح مجرد مصرف صغير للحرفيين والصناعات الصغرى كما يريد له رائد آخر في مجال الفكر والتطبيق. وما الائتمان قصير الأجل في أهم صورته إلاّ عون تقدّمه المصارف للمشروعات إذا لم تُسعفها مواردها الذاتية واضطرت إلى موارد إضافية تسدّ بها الثغرة بين الإنتاج والتصرف، أو بين الإنفاق والتحصيل حتى تنتظم أعمالها ولا تفشل. وهذه خدمة كبرى أساسية وحيوية تقدّمها للاقتصاد القومي فوق ما تقدّمه بائتمانها قصير الأجل من تسهيلات جوهرية للتجارة الدولية⁴.

¹ - محمد بوجلال، "تقييم المجهود النظري للبنوك الإسلامية والحاجة إلى مقارنة جديدة على ضوء ثلاثة عقود من التجربة الميدانية وأثر العولمة المالية على الصناعة المصرفية"، ص 333. الورقة البحثية متاحة على الموقع التالي: library.kau.edu.sa/Files/121/Researches/56909_27226

² - فللمضارب (وهو هنا المصرف) العمل في استثمار المال يشتى الوجه المشروعة ما دامت المضاربة مطلقة، فله أن يشتري وأن يبيع، وأن يستأجر وأن يؤجر، وله أن يستخدم الصور المتنوعة للتباعد كالمساومة والمراجعة، وفي كتنا الخالتين لا مناص من منح الأجل (مع ملاحظة مقابلته ضمناً بزيادة في الثمن مدججة به) فلولا الأجل لما لجأ العميل للمصرف. ومن هذا يتبين أن المصارف الإسلامية حين استخدمت المراجعة المؤجلة لم تجع أمراً نكراً. أنظر: عبد الستار أبو غدة، "التمويل بالمشاركة، الآليات العملية لتطويره"، ورقة بحثية مقدمة للندوة الفقهية الثالثة لمصرف أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، 2011، ص 06.

³ - محمد عمر شابر، "مستقبل علم الاقتصاد من منظور إسلامي"، دار الفكر المعاصر، بيروت، 2004، ص 329.

⁴ - أحمد عبد العزيز النجار، "البنوك الإسلامية وأثرها في تطوير الاقتصاد الوطني"، مجلة المسلم المعاصر، العدد 24، 1980، ص 13.

الفصل الثاني: تقييم أثر التوسع في الاستثمار قصير الأجل على أداء المصارف الإسلامية

➤ إن صيغة المراجعة لو لم يتم اكتشافها لما كانت هناك مصارف إسلامية في ظل هذه الظروف التي يعرفها الجميع. كما أن صيغة المراجعة قد وفّرت للمصارف الإسلامية وسيلة تمويلية تمكّنها من الوقوف أمام المصارف التقليدية وتحقيق الأرباح من أول يوم عمل. يُضاف إلى ذلك أن صيغة المراجعة قد سدّت احتياجات الصناع والتجار الذين لا يرغبون في الدخول مع المصارف الإسلامية في المشاركة في كل ما تستلزمه من كشف للأسرار والمعلومات في أوساط لم تتعلّم بعد أصول حفظ الأسرار ومجتمعات لم تتطوّر إلى مستوى المواطنة الكاملة لدفع الحقوق العامة من الرّكاة المالية والضرائب الحكومية¹. وإذا علم أن المراجعة هي القناة التي غالباً ما وردت عليها استثمارات المصارف الإسلامية قصيرة الأجل، فإن هذا يؤدّي بنا إلى التأكيد على أن هذا القول إنّما يحمل دعماً وتأييداً واضحاً لسياسة التوسع في الاستثمار قصير الأجل.

➤ ثم إن بيع المراجعة وإن كان من وجهة نظر النشاط المصرفي يتمّ على أنه نشاط تجاري لكونه يتمثل في عمليات أو صفقات من قبل المصرف، إلا أنه من جهة أخرى يُعتبر تمويلاً للأنشطة الاقتصادية المختلفة من صناعية وزراعية وتجارية وخدمية.... في صورة عينية. فعن طريق المراجعة يتمّ بيع المعدّات والآلات والموارد الخام ومستلزمات الإنتاج المختلفة لكافة القطاعات الاقتصادية.

➤ تساعد المراجعة على تشييط وإنعاش التجارة، وذلك بتمكين التاجر الذي لا يملك أموالاً من شراء ما يريد من السلع، وتسديد أثمانها آجلاً بأقساط، ومعنى هذا أنها تؤدّي إلى تداول المال بين أفراد المجتمع فلا يُصبح حكراً على المقتردين فقط، وهو أحد أهداف الاقتصاد الإسلامي (تداول المال).

➤ وفي ظلّ الظروف الحالية، فإنّه من الواضح أنّه لا يمكن الاستغناء عن صيغ التمويل قصير الأجل من قبيل المراجعة. فهي تخدم مقصداً مهماً، وهو توفير قدر مرتفع من السيولة للمستثمرين مع قدرٍ منخفض من المخاطرة إضافة إلى قصر آجال العملية. ورثما يتمّ إنشاء هيكل مؤسسي ملائم وتطوير الأساليب المطلوبة، ومنها تلك الخاصّة بإدارة المخاطر، فإنّه قد لا يكون من المستحسن إجراء زيادة عالية في استخدام الأساليب الاستثمارية ذات المخاطرة العالية².

➤ ومع العلم بأن مستحقّات المصارف الإسلامية في غالبها ذات طبيعة غير قابلة للتداول، ومع غياب البنى التحتية الداعمة للسيولة، وبالأخذ في الحسبان أن أصول المصارف الإسلامية في معظمها ذات أجل قصير، فإن هذه الأخيرة وفي ظلّ هذه المعطيات ينبغي أن تكون حذرة للغاية بشأن هيكل استحقاق أصولها وعلى الإبقاء على سيولة كافية، ومن ثم يبقى الاستثمار قصير الأجل المخرج والمنفذ الأكثر تلاؤماً مع هذه الأوضاع³.

➤ ليس من الواقعي أن نتوقّع من المصارف الإسلامية تحقيق تطوّر أسرع نحو استخدام صيغ أولية أكثر مخاطرة. فهذه المصارف ليست مؤهّلة بصورة مناسبة في هذه المرحلة من التطوّر لإدارة المخاطر التي تنطوي عليها حركة

¹ - ساي حسن أحمد حمود، "صيغ التمويل الإسلامي، مزايا وعقبات كل صيغة ودورها في التنمية"، ورقة بحثية ضمن كتاب: "ندوة اسهام الفكر الإسلامي في الاقتصاد المعاصر" مرجع سبق ذكره، ص 209.

² - منور إقبال وآخرون، "التحديات التي تواجه العمل المصرفي الإسلامي"، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 1998، ص 54.

³ - Tariqullah Khan, "Ten-Years Framework And Strategies", Islamic Bankers Forum, Malaysia, 2006, p46.

الفصل الثاني: تقييم أثر التوسع في الاستثمار قصير الأجل على أداء المصارف الإسلامية

أسرع باتجاه استخدام هذه الصيغ. وليس لديها نوع من الخبرة اللازمة للقيام بمختلف المشاريع التي تتم فيها المشاركة في المخاطر، ولتنظيمها والإشراف عليها ومراجعة حساباتها¹. فحجمها الصغير عموماً جعلها حذرة أكثر من اللزوم، بسبب خطر الفشل في حال حدوث صدمة كبيرة للاقتصاد المحلي أو الدولي. لهذا فقد حاولت أن تتأكد من أن المخاطر التي اتخذتها ليست أكبر من موارد الطاقة البشرية والموارد المالية التي هي تحت تصرفها لإدارة هذه المخاطر.

● وعلاوة على ذلك، فإن فقدان عرض التمويل القائم على المشاركة قد لا يكون بالضرورة السبب الوحيد لقلّة استخدام الصيغ الأولية (المشاركة والمضاربة). فالمدعون لا يزالون حتى الآن كما يبدو كارهين للمخاطر، ولم يصبحوا بعد مكيفين نفسياً لقبول خسارة على ودائعهم، بعد تعوّدهم على النظام المصرفي التقليدي لعدّة عقود زمنية. كذلك فإن الطلب الضعيف على مثل هذا التمويل من زبائن المصارف الإسلامية هو أيضاً عامل آخر مهم، فالمنظّمون الذين يديرون تجارات رابحة قد لا يرغبون في اقتسام أرباحهم العالية مع المصرف إذا ما أمكنهم التموّل على أساس الفائدة. ورواد المشاريع الجديدة عادة لا يفضلون مشاركة المصرف لهم، لأن ذلك قد يؤدي إلى مزيد من الرقابة المصرفية على الحسابات والقرارات الإدارية. وفضلاً عن ذلك فإن المنشآت التجارية التي تعودت على إمساك مجموعتين من الحسابات للتهرب من المعدّلات العالية لضرائب الدخل، لا ترغب في الإفصاح عن أرباحها الحقيقية لأيّ جهة أخرى، خشية أن تقع في أيدي السلطات الضريبية².

● لم تحاول المصارف المركزية في المجتمعات الإسلامية إلى الآن تطبيق العمل المصرفي القائم على المشاركة بالكامل ولم يُنح للمودعين الاستثمار بأي مؤشر سعري يمكن من خلاله الحكم على مدى منافسة أو كفاءة المصرفية الإسلامية. ولم تقم بتغيير بيئة العمل التي اضطرت المصارف للاستمرار في اتباع استراتيجيات استثمارية كارهة للمخاطرة بسبب تكاليف الرقابة المرتفعة على المشاركات، والغموض الإداري وعدم التأكد، ونقص مهارات العاملين، واستمرار تمويل العجز الحكومي على أساس تقليدي³.

● أساليب الاستثمار طويل الأجل تعرّض أموال المودعين للخطر، ولكنّها تسمح بتحقيق نسبة ربح أصحاب المصرف. وهذا الوضع قد يخلق حافزاً قوياً للإقدام على المخاطرة وتشغيل المصارف بدون توافر رأس المال المناسب. وبالتالي قد يكون من الأهمية بمكان بالنسبة لأصحاب المصارف أن يعرضوا مبالغ كبيرة من رؤوس أموالهم للمخاطرة بغرض الحد من الضرر الأدبي الذي قد يلحق بهم⁴. ولكن قد يؤدي مثل هذا الإجراء بمرور الزمن وتكراره إلى تآكل أهم مورد من موارد تمويل الاستثمار طويل الأجل، ومن ثم فإنه قد يكون من الأفضل التمسك بسياسة الاستثمار قصير الأجل، وخاصة في ظلّ الظروف البيئية والتشريعية غير المواتية.

● صحيح أن المعايير المالية من سيولة و ضمان وربحية تؤدي دوراً محورياً وهاماً في صياغة سياسة المصارف

¹ - Zubair Iqbal And Abbas Mirakhor, 'Islamic Banking', Washington: International Monetary Fund, 1987, p08.

² - محمد عمر شابر، "مستقبل علم الاقتصاد من منظور إسلامي"، مرجع سبق ذكره، ص 331.

³ - بول ميلز و جون برسلي، "التمويل الإسلامي: النظرية والتطبيق"، مرجع سبق ذكره، ص 116.

⁴ - لوقا إريكو وميترا فرح بخش، "النظام المصرفي الإسلامي: قضايا مطروحة بشأن قواعد التنظيم الاحترازي والمراقبة"، مرجع سبق ذكره، ص 19.

الفصل الثاني: تقييم أثر التوسّع في الاستثمار قصير الأجل على أداء المصارف الإسلامية

الإسلامية الاستثمارية، وصحيح أن سلامة المصرف مرهونة بسلامة ونضج تلك السياسة، لكن هذه المعايير تتوافق بشكل أكثر وأفضل مع الشكل الاستثماري قصير الأجل، ولا تنسجم في مُتطلباتها مع متطلبات التوجّه الاستثماري، وبالتالي فهي تحدّ من إمكانية انطلاق المصارف الإسلامية نحو المشاريع الاستثمارية والتركيز عليها بشكل قوي. وحتى وإن استطاعت المصارف من أن تجد حلولاً عملية مثالية لهذا التناقض - وهو أمرٌ ممكن - فإن دورها الاستثماري ومن ثمّ التنموي سيكون لا محالة دون توقّعات بعض الكتابات الحالية التي تُصوّر المصارف الإسلامية على أنها مصارف تنمية اقتصادية واجتماعية بالدرجة الأولى.

➤ أنشئت المصارف الإسلامية في الوطن العربي كشركات صغيرة، لا تحظى إلاّ بدعم ضئيل من السلطات القانونية والنظام المصرفي، ذلك الأمر جعل من العسير عليهم أن يتعاملوا مع العملاء (رجال الأعمال) كوسطاء. ولذا فلم يكن أمامهما سوى الاضطلاع بالأعمال بنفسها أو البحث عن عوائد مضمونة كالمراجحة والإجارة¹.

➤ ضُعب سوق رأس المال الإسلامي وأدواته، خاصّة وأنه من أهمّ المنافذ الذي يمكن المصارف الإسلامية من استثمار مواردها، وكذلك الحصول على حاجتها من السيولة عند الضّرورة.

➤ غنّي عن البيان إذا قلنا بأن أساليب الاستثمار الحقيقي تميّز بالتعقيد وثقل التسيير، حيث يستوجب الأمر من المصرف تسيير ذاته أولاً ثمّ تسيير المشاريع الجديدة منها والقديمة ثانياً، وهذا يتطلب مهارة كبيرة ومتنوّعة في التسيير وعددًا هائلاً من العمال المختصّين وإدارات عديدة، ممّا يصعب على المصرف تسيير المشاريع وتلك المشاريع، والتي يمكن أن تُبعد المصرف عن الهدف الذي أنشأ من أجله.

➤ وزيادة على الذي سبق بيانه، فإن من جملة العلل التي تمسك بها الفريق المؤيّد للتوسّع:

* انتهاج سياسة التدرّج في المخاطر، بمعنى أولوية الاعتماد على أساليب منخفضة الخطورة إلى حين ترسيخ الأقدام.

* عدم اكتمال القنوات والأجهزة الاستثمارية والمالية داخل المجتمعات المسلمة.

* عدم مرونة الأنظمة المالية بما يشجع الاستثمار المحلي بالشكل الكافي.

هذا، ومع الأخذ في الحسبان تلك المزايا والمنافع التي اختصّ بها أسلوب المراجحة والتي جعلت منه أسلوباً مفضلاً على سائر الأساليب، ومع الاعتداد أيضاً بمعوقات الاستثمار طويل الأجل التي مرّت بنا، فإن موقف التأييد ذاك سيزداد قوّة وسيكسب قبولاً خاصاً وعماماً.

هذه إذن حجج ومبررات تقدّمت طائفة من المراقبين والمقيمين لمسيرة المصرفية الإسلامية، وهي وإن كانت متناثرة وغير متسلسلة أحياناً، فإنها تُجمع كلّها على صحّة وواقعية المسار الذي سلكته التجربة المصرفية الإسلامية وتؤيّد ما ذهبت إليه هذه الأخيرة من أن صيغ الهامش المعلوم إمّا هي بحق الوسيلة المناسبة لتثمين مواردها المالية.

¹ - محمد نجاه الله صديقي، "بحوث في النظام المصرفي الإسلامي"، مركز النشر العلمي، جدة، 2003، ص 292-293.

المبحث الثالث: آثار ونتائج الاعتماد الكبير للمصارف الإسلامية على التمويل قصير الأجل

لئن كنّا قد تناولنا بالبيان وبشيءٍ من التحليل أكثر المظاهر دلالةً على توسّع المصرفية الإسلامية في النشاط الاستثماري قصير الأجل، وقدّمنا في ذلك الأسباب والدواعي. ولئن كنا قد علّقنا في أكثر من مقام (بشكلٍ ضمني) بأن ذلك التوسّع لا يُعتبر صحيحاً بتاتاً بحكم الطّابع التنموي لتلك المصرفية، فإن موقفنا ذاك على الأرجح يبقى فيه شيء من الوهن ونقص الدليل ما لم نشقّعه بحديث نبيّن من خلاله جملة الآثار السلبية المحتملة لذلك التوسّع على الدور الاقتصادي والاجتماعي للمصارف الإسلامية، وعلى كفاءتها التشغيلية ومصداقية عملها.

المطلب الأوّل: آثار التوسّع في الاستثمار قصير الأجل على الدور التنموي للمصارف الإسلامية

لئن كانت المصارف الإسلامية قد نجحت بتوسّعها في الاستثمار قصير الأجل في الحفاظ على ذاتها وتمكّنت من إثبات وجودها بما حقّقت من توسّع وانتشار وإرضاء للمودعين والمستثمرين، فإن المحلّل لنشاطها المتبع لمنجزاتها ليجد أنّها قد أهدرت في مُقابل ذلك أهم التطلّعات التي سطرّها وتأمّلها المنظّرون لها وتبعهم في ذلك المجتمع الإسلامي بأفراده ومؤسّساته، وأقصد بذلك التنمية بشقيها الاقتصادي والاجتماعي. بل وسرى الأمر بأثره السيّئ حتى مس المصداقية نفسها.

ولئن كنّا قد انصرفنا إلى القول بأن الاستثمار طويل الأجل هو جوهر التنمية ولُبابها، وبأن الاستثمار قصير الأجل هو خادم الاستثمار طويل الأجل وساعده، فإنه متى رأينا للمصرف انقطاعاً وانصرافاً واضحاً نحو الاستثمار قصير الأجل أمكننا القول حينذاك بأن ثمة ضموراً وانتفاءً شبه كليّ لدوره أو أثره التنموي الاقتصادي. وهذا موقف أو حكم يكفي أن نُثبتته ونبرّزه باستحلاء النواحي والآثار السلبية لأساليب الاستثمار قصير الأجل وبخاصّة أسلوب المراجعة. وهذا عرض لها:

➤ تتجّه المراجعة غالباً إلى أنشطة إكتنازية أو لإشباع رغبات كمالية عن طريق الاستيراد، أو التجارة في المواد الضّرورية، والاعتماد على هذه الأنشطة في البلاد النامية يزيد من حدّة التضخم ويعزّز من البطالة... الخ، ويؤدّي في النّهاية إلى إعاقة الاستثمار الحقيقي¹.

➤ يُضعف التهديد بالتعرّض للإفلاس نتيجة التمويل بأساليب المدائنة (وهي أساليب استثمارية قصيرة الأجل) من حوافز الشركات لزيادة الاستثمار في مشروعات ذات مخاطر عالية² (المشاريع التنموية).

➤ بما أن جُلّ أساليب الاستثمار قصير الأجل تقوم على البيع، فإن التوسّع فيها سيُسفر عن توجيه الأموال إلى النشاط التجاري بالدرجة الأولى، ممّا قد يؤدّي إلى تدنيّ الأثر الكليّ لتلك الاستثمارات على الاقتصاد الوطني وخاصّة في المجتمعات التي تُعاني في المقام الأوّل من قصور هياكلها الإنتاجية، ومن حاجتها الملحة إلى إيجاد فرص عمل منتجة لمواطنيها. ولا شك أن مثل ذلك الأثر السلبي لسيطرة توظيفات المراجعة سيتفاوت حسب طبيعة

¹ - يوسف كمال محمد، "المصرفية الإسلامية الأزمة والمخرج"، مرجع سبق ذكره، ص 98، بتصرف.

² - بول ميلز و جون بريسلي، "التمويل الإسلامي: النظرية والتطبيق"، مرجع سبق ذكره، ص 63.

الفصل الثاني: تقييم أثر التوسع في الاستثمار قصير الأجل على أداء المصارف الإسلامية

المجتمع وتكوينه والأهمية النسبية لقطاعاته الاقتصادية ومدى التوازن بينها وفرص الاستثمار المتاحة فيه.

➤ يُسهم تركيز المصارف الإسلامية على الاستثمارات قصيرة الأجل بشكل غير مباشر في إهمال دراسات الجدوى الاقتصادية للمشاريع الاستثمارية المطلوب تمويلها، الأمر الذي قد ينجم عنه عدم رغبة المصرف أو عدم قدرته على تحمّل مسؤولية المساهمة في المشاريع التنموية التي تتطلب تلك الدراسات¹.

➤ تؤدّي المراجحة غالباً إلى تفضيل ضمني لتمويل عمليات شراء السلع المستوردة على حساب السلع المحلية. الأمر الذي يجعل من المصرف الإسلامي قناة لتسريب المدّخرات إلى الأسواق العالمية (سوق السلع الدولي) ومصدراً لمضاعفة عجز ميزان المدفوعات والتمويل الداخلي والإبقاء على التبعية الاقتصادية بتشجيعه لجانب الاستيراد على التصدير.

➤ رفع مستوى التضخم، ذلك أن المصرف هنا يشكّل حلقة إضافية ترفع من كلفة السلع قبل وصولها إلى المستهلك النهائي. فإذا كان العميل مستهلك للسلعة فإن زيادة السعر عليها ستكون مباشرة، وإذا كان العميل مستثمراً فإن السعر سينعكس على المستهلك النهائي للسلعة المنتجة من خلال زيادة الكلفة بمقدار ما حقّقه المصرف من أرباح، وهذه إحدى نقاط الالتقاء بين أسلوب المراجحة ونظام الفائدة، وهي ذات دور تضخمي في الاقتصاد بصورة غير مباشرة.

➤ يؤدّي التوسع المفرط في استخدام أساليب الاستثمار قصير الأجل إلى إهدار الصيغ الاستثمارية الأكثر إيجابية في أداء الدور التنموي للمصارف الإسلامية، وافتقاد الأثر التكاملي لها.

➤ أضف إلى ذلك أن أساليب الاستثمار قصير الأجل لا تضمن لوحدها الاستغلال الأمثل للموارد الاقتصادية (أي لا تضمن كفاءة تخصيص الموارد) ولا تضمن كفاءة إنتاجية أعلى لرأس المال المتاح.

➤ ومع الأخذ في الحسبان أن مجال صيغ الاستثمار قصير الأجل غالباً ما يكون تجارياً، فإن ذلك معناه أنها صيغ وأساليب لا تُساعد على تراكم رأس المال، لأنها لا تنتج سلعاً رأسمالية، وإنما تولّد خدمات تجارية فقط. ولا شك أن تجسيد الدور التنموي يتطلب تكوين رأس المال وتوجيهه من ثمّ إلى القطاعات الإنتاجية في الاقتصاد.

➤ وإن وجدنا أن المراجحة قد تستعمل في تمويل القطاع الصناعي فإنّه من الواضح أنّها غالباً ما تتّجه إلى تمويل العمليات الرأسمالية الصناعية المتوسطة وطويلة الأجل، بقدر ما تتّجه نحو تمويل رأس المال العامل فقط.

➤ يتسبّب الاستخدام المفرط لأسلوب المراجحة في انخفاض حجم المدّخرات، الأمر الذي قد يؤدّي إلى ارتفاع تكلفة رأس المال (من خلال عملية إعادة التسعير (القائمة على تقدير المخاطر))، فتؤثّر سلباً على سيرورة المشروعات الاستثمارية، ما يعني في النهاية إعاقة النمو الاقتصادي طويل الأجل والتنمية.

➤ مع الإقرار بأنه يمكن للمصرف الإسلامي أن يؤدّي دوراً اقتصادياً ملموساً في حال الأخذ بأسلوب المراجحة فإن ذلك الدور الاقتصادي في الحقيقة يتوقّف على مدى المخاطرة التي يتعرّض لها المصرف، فإذا اقتصر تملكه للبضاعة على بضع لحظات انحصر الدور الاقتصادي في مجرد ربط التمويل بعملية تجارية محدّدة، أمّا إذا امتدت

¹ - سعود محمد عبد الله الربيع، "التمويل الاستثماري في الاقتصاد الإسلامي"، أطروحة دكتوراه، جامعة أم القرى، المملكة العربية السعودية، 1996، ص 177، بتصرف.

الفصل الثاني: تقييم أثر التوسع في الاستثمار قصير الأجل على أداء المصارف الإسلامية

فترة تملك المصرف للبضاعة- ومن ثم ضمانه لها- ازداد دور المصرف الاقتصادي. ويتزايد هذا الدور إذا كان الوعد بالشراء من قبل العميل ليس ملزماً، أو لم يكن هناك وعد بالمرتبة¹. وفي حال نظرنا إلى الصورة التطبيقية للمراجعة اليوم فإننا نجد أنها من قبيل الصورة التي يسبق فيها الطلب العرض، وغالباً ما يلغى عنصر الاختيار بالنسبة للعميل المشتري، الأمر الذي يحمل دلالة واضحة على انتفاء عنصر المخاطرة، وهو ما يعني قياساً انتفاء الأثر التنموي للمصرف.

هذه إذن وغيرها آثار فيها من السلبية الواضحة ما قد ينزل بالمرود التنموي للمصارف الإسلامية ويجعلها مؤسسة لتحقيق المطامح الشخصية، أكثر منها مؤسسة تستجيب لتطلعات المجتمعات الإسلامية إلى التنمية الاقتصادية خصوصاً.

هذا، ولو أنه في حقيقة الأمر قد كان بالإمكان تقدير الأثر السلبي للتوسع في استخدام الأساليب الاستثمارية قصيرة الأجل باعتماد عدد من المعايير، كتقدير الأثر على التجارة الخارجية، حيث يظهر الأثر السلبي في حال تغليب جانب الاستيراد على التصدير، والأثر على معدل التضخم، حيث يظهر الأثر السلبي للتوسع في حال ارتفاع معدل هذا الأخير، وأثر التوسع على دور المصرف في دعم الاستثمار المحلي، وذلك من خلال تقدير مؤشر القيمة المضافة الصافية لاستثمارات المصرف... الخ. فلا شك أن اللجوء إلى هذه المعايير كان ليساعدنا في إعطاء صورة واضحة ودقيقة عن أثر التوسع في الاستثمار قصير الأجل على الدور التنموي للمصرف الإسلامي. وما منعنا عن ذلك إلا نقص البيانات والإحصائيات وغموضها لدى جلّ المصارف.

المطلب الثاني: آثار التوسع في الاستثمار قصير الأجل على الدور الاجتماعي للمصارف الإسلامية

تعتبر التنمية الاجتماعية واحدة من أهم الدعائم التي نالت حظاً كبيراً من الاهتمام من قبل مؤسسي الصيرفة الإسلامية والتابعين لهم، إذ لا تكاد تخلو المدونات والتقارير المصرفية من ذكرها وتناولها على نحو من التفصيل والتحليل. ويستمد هذا المصطلح معناه ومبناه من الأساس العقيدي القائم على حق المجتمع في المال ويحمل في طياته تكليفاً صريحاً للمصارف الإسلامية بضرورة مراعاة تجسيد أهداف المجتمع الاقتصادية عند وضع الاستراتيجية العامة أو عند رسم السياسة الاستثمارية، أو عند دراسة وتقويم واختيار المشروعات التي تقوم بتمويلها مباشرة أو بالاشتراك مع غيرها. فبمقتضاه تلتزم تلك المصارف بالعمل على تفضيل المشروعات التي تقوم على توظيف أكبر عدد ممكن من العمالة إذا كان المجتمع يعاني من مشكلة البطالة، أو التي تشجع على التصدير أو تعمل على الإحلال محل الواردات إذا كان المجتمع يعاني من مشكلة عجز في ميزان المدفوعات، أو التي تساهم في تنمية المناطق النائية وزيادة العمران بها... الخ. وتباعد في ذات الوقت عن المشروعات التي تؤدي إلى تبيد وضياح موارد المجتمع من إنتاج سلع غير ضرورية، أو التي تعمل على توجيه اهتمام الناس للهو والعبث وترك الاهتمام بالعمل والإنتاج... الخ، حتى وإن كانت تعد لها بأرباح وفيرة.

¹ - جمال الدين عطية، "البنوك الإسلامية بين الحرية والتنظيم - التقويم والاجتهاد - النظرية والتطبيق"، المؤسسة الجامعية للدراسات، لبنان، 1993، ص 45.

الفصل الثاني: تقييم أثر التوسّع في الاستثمار قصير الأجل على أداء المصارف الإسلامية

يُقصد بالدور الاجتماعي لاستثمارات المصارف الإسلامية، كافة العوائد والمنافع الاجتماعية التي تنتج عن تنفيذ تلك الاستثمارات وتعود على المجتمع بالنفع بصورة مباشرة أو غير مباشرة، دون أن يكون لهذه المنافع أية عوائد مالية (ربح مالي) مباشرة على هذه الاستثمارات أو على تلك المصارف بصفة عامة.

وهو دور يمكن تصوير مُركزاته الأساسية في عناصر أكثرها دلالة وتعبيراً:

❖ تمويل غير القادرين من أصحاب الملكات أو الكفاءات التنظيمية: فالمفترض من المصارف الإسلامية أن تقوم بتمويل صغار الحرفيين والشباب حديثي التخرّج ورجال الأعمال لتطويرهم ورفع مستواهم بما يقرب الفوارق بين الطبقات، وأن تساهم وتشجّع على إنشاء المشاريع المستجدة التي يحتاجها المجتمع، وأيضاً على إظهار أثر الاستثمار الإسلامي في حلّ مشكلة البطالة عن طريق إتاحة رأس المال للقادر على العمل، وتمليك من لا يملك (وسائل الإنتاج ولوازم العمل) وتشغيل القوى العاطلة من جميع فئات المجتمع، لتحويلهم من فقراء مُعتمدين إلى مالكين، ومن عاطلين إلى مُنتجين (زيادة قاعدة المنتجين والعاملين) ومن سلبيين إلى إيجابيين¹. ويعتبر هذا الدور أولى أولويات المساهمة الاجتماعية للمصارف الإسلامية.

❖ تفضيل المشروعات التي تلبي الحاجات الاجتماعية من السلع والخدمات المختلفة، وألاً يقتصر تفضيلها الأساسي والكامل على المشروعات الاستثمارية ذات الطلب السوقي المرتفع جرياً وراء الأرباح.

❖ المساهمة في إعادة توزيع الدخل وتقليل الفوارق بين الطبقات.

❖ جمع وإنفاق الزكاة.

❖ تقديم القروض الحسنة للمحتاجين.

❖ هذا إضافة إلى أدوار أخرى كالإسهام في علاج مشكلة الإسكان والتعليم والصحة... الخ.

هذه باختصار أهمّ مركّزات الدور الاجتماعي للمصرفية الإسلامية. فمتى أخذت نظراً حيزاً واسعاً من اهتمام السياسة الاستثمارية، وتجنّدت واقعاً يجازتها لنصيب واسع من حجم الاستثمارات، كان عندئذ للمصرف إسهاماً ملموساً في خدمة تطلّعات المجتمع. ومتى أهملت وحلّت محلّها الأنشطة الرّبحية، كان المصرف حينذاك مبتعداً عن إحدى الضوابط والأسس الرئيسية الحاكمة لنشاطه.

إنّه لمن الواضح بالنظر إلى العرض السابق أن تجسيد مركّزات الدور الاجتماعي تجسيدا حقيقياً سوف يتطلّب من المصرف الإسلامي توجيه سياسته الاستثمارية نحو المشاريع والقطاعات الإنتاجية التي يمتزج فيها العمل ورأس المال، وإنّه لمن المعلوم بناءً على العرض السابق لأساليب الاستثمار أنه من الصّعب بمكان تجسيد تلك المشاريع بحكم طبيعتها ولما يلزمها من ضرورة إعداد دراسة جدوى وإجراءات تأسيس وعمل بنية أساسية... الخ من خلال أساليب يغلب عليها طابع التجارة، وإذ الأمر كذلك فإننا لسنا بمحافين للحقيقة إن قلنا بأن المصرفية الإسلامية عاجزة عن أداء دورها التنموي الاجتماعي على أكمل وجه خاصّة والواقع يؤكّد أن أغلب التوظيفات قد اتخذت شكل الاستثمار قصير الأجل، وإنّه ليكفي في ذلك دليلاً ذكر الجوانب السلبية لأساليب ذلك الشكل

¹ - فادي محمد الرفاعي، "المصارف الإسلامية"، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، الطبعة الأولى، 2004، ص 197، بتصرف.

الفصل الثاني: تقييم أثر التوسع في الاستثمار قصير الأجل على أداء المصارف الإسلامية

الاستثماري بتطبيقاتها المعاصرة. وهذا بيان لها:

❖ باستثناء مُركزي الزكاة والقروض الحسنة (والذي يمكن وصفهما بالدور الملموس)، وحيث أصبحت المراجعة الصيغة الغالبة على استثمارات المصرفية الإسلامية، وباعتبارها أسلوباً يقوم على طلب الضمانات الملائمة لتقديم التمويل، فإنه من غير المتصور أن نرى لتلك المصارف دوراً ملموساً سواء في تمويل غير القادرين رغم حاجتهم الماسة إلى التمويل (وهو أمر يمكن أن نلتمسه من خلال التقارير السنوية للمصارف الإسلامية، إذ لا نجد فيها ما يشير إلى قيامها بتمويل صناعات حرفية أو تمويل مشروعات مصعّرة، فلا نجد في التقارير سوى إشارات عن كبريات المؤسسات والشركات المنظمة، وهذا أمرٌ طبيعي باعتبار أن الدين بطبيعته يفرض على الدائن أن يتوجّه لذوي اليسار والغنى لإقراضهم، نظراً لأنهم الأقدر على السداد)، وبالتالي فإن قضية سوء توزيع الدخل ستبقى قائمة، والفوارق والطبقية ستظل سائدة في المجتمعات الإسلامية. أو في التركيز على تلبية الحاجات الاجتماعية (فغني عن البيان أن غالبية المجتمعات الإسلامية تعاني ولآن من فجوة غذائية واسعة دفعت بها للاعتماد على الخارج لاستيراد جزء كبير من السلع الغذائية والمنتجات الزراعية الأولية اللازمة لها. وانطلاقاً من هذا الوضع، فإنه من المفترض أن تساهم المصارف الإسلامية باعتبارها مؤسسات ذات بُعد اجتماعي في علاج هذه فجوة من خلال تفضيلاتها للمشروعات التي تقوم على توفير الإنتاج الزراعي والحيواني، بتقديم الدعم المالي والمساعدة الفنية لصغار الفلاحين والمزارعين. ولكن للأسف لا يمكن أن يحصل مثل ذلك التوجّه الاجتماعي وتوظيفات المصارف الإسلامية انحصر غالبها في أسلوب المراجعة، ولم ينل القطاع الزراعي على أهمية دوره في تقليص تلك الفجوة إلا حظاً ضئيلاً جداً من الاهتمام، إذ لم تتجاوز مساهمة المصارف الإسلامية في الإنتاج الزراعي نسبة 4% في المتوسط من جملة الاستثمارات عند أكثر المصارف اهتماماً، بينما شهد هذا القطاع غياباً تاماً عند ربع مصارف العينة السابقة المختارة للدراسة. والسبب في ذلك واضح جداً، وهو أن خصائص أساليب الاستثمار قصير الأجل (السيولة والربحية والضمان) لا تتوافق أبداً مع متطلبات الاستثمار في القطاع الزراعي.

❖ تركز أساليب الاستثمار قصير الأجل عادة على مبدأ الربح السريع من ناحية، وعلى سلوك تجنّب المخاطر في العمل والإنتاج، وزيادة هامش الربح ما أمكن من ناحية أخرى، الأمر الذي أدى في النهاية إلى سيادة معيار للتقويم يركز أساساً على معدلات الربح المحققة دونما نظر إلى المعايير الأخرى، مثل مدى الإسهام في توفير فرص للعمل، أو مدى المشاركة في خلق قيمة مضافة (أي لا ينظر إلى نتائج الأعمال والأنشطة التي يقوم بها العملاء).

❖ تقتصر أساليب الاستثمار قصير الأجل في الغالب على تمويل الأنشطة الخدمية والتجزئة المصرفية، وكثيراً ما تتجنّب تمويل المشاريع الإنتاجية ذات النفع الاجتماعي.

❖ وحتى لو افترضنا اتجاه المصارف الإسلامية نحو إتاحة رأس المال للقادرين على العمل، فإنها في الغالب ستتجه بتمويلاتها نحو صغار الفلاحين والحرفيين والصيادين، وهي كلّها مشاريع لا تحتاج إلى عمالة كثيفة كما هو الحال في المشروعات المتوسطة والصغيرة، وهذا معناه أن إسهامها في حل مشكلة البطالة سيكون محدوداً للغاية.

الفصل الثاني: تقييم أثر التوسّع في الاستثمار قصير الأجل على أداء المصارف الإسلامية

ومعرفة أن أساليب الاستثمار قصير الأجل تقوم كثيراً على طلب الضمانات الكافية، فإنه من الواضح أن فرصة محدودتي الدخل في الحصول على التمويل اللازم لبناء سكن ستبقى بعيدة المنال، وبالتالي فإن إسهام المصارف الإسلامية في حل هذه المشكلة الاجتماعية سيظل محدوداً وإلى حدٍ بعيد جداً.

كثيراً ما تتجه المراجحات نحو تمويل عمليات شراء السلع نصف الكمالية والكمالية حيث يكون هامش الربح الممكن الحصول عليه أعلى، وتناهى في المقابل عن تمويل شراء السلع الضرورية ذات النفع العام، وذلك لأنها غالباً ما تكون ذات هامش ربحٍ منخفض.

تتميز أساليب الاستثمار قصير الأجل بمحدودية دورها الاجتماعي في تجسيد القيم والمعايير الإسلامية في العمل والإنتاج "كالغرم بالغرم" والعمل أساس الكسب".

وهكذا فإن تركيز المصارف الإسلامية على التمويل القائم على المديونية من خلال صيغ زيادة السعر وعلى التمويل التجاري قصير الأجل، وعلى توجيه تدفقات مواردها إلى المؤسسات الكبيرة ورجال الأعمال ذوي الملاة والجدارة، وإلى الأنشطة ذات الربح السريع والمخاطرة المحدودة، قد أبقى طموحات منظري المصرفية الإسلامية في تجسيد تنمية اجتماعية، مجرد نوايا طيبة تختلج ضمائر منظرين حسيني النية.

المطلب الثالث: آثار التوسّع في الاستثمار قصير الأجل على السيولة والربحية ودرجة المخاطرة

تشكل السيولة والربحية والضمان في الواقع العملي تحدياً كبيراً يواجه القائمين على إدارة المصارف، إذ كثيراً ما تتداخل هذه المعايير وترتبط ببعضها البعض ارتباطاً وثيقاً مشكّلة علاقة يستحيل فيها فصل طرف عن الآخر أو تفضيل عنصر على آخر. فزيادة السيولة تؤدي إلى تقليل مستوى الربحية، والسعي وراء الربح العالي يسبب نقصاً في السيولة وارتفاعاً في درجة المخاطرة. في حين يؤدي الابتعاد عن المخاطرة بشكل مبالغ فيه إلى تفويت الفرص الاستثمارية، فيزداد بذلك حجم السيولة العاطلة وينخفض معها مستوى الربحية.

وتختلف درجة واتجاه تأثر تلك المعايير اختلافاً واضحاً فيما بينها بحسب شكل الاستثمار الذي يختاره المصرف، فبينما تتسبب الاستثمارات طويلة الأجل في امتصاص السيولة وفي تعريض المصرف لدرجة عالية من المخاطرة وحصوله على حجم عالٍ من العوائد تبعاً لذلك، تؤدي الاستثمارات قصيرة الأجل إلى إحداث تغييرات مختلفة، حيث ينجم عنها ارتفاع في مستوى سيولة المصرف، ويتولد عنها مستوى منخفض من الربحية لكونها تفضّل المجالات والأنشطة الآمنة.

وإذ تقدّم هذا، فإنه وإذا ما كنّا بصدد تحديد أيّ الأشكال الاستثمارية يمكن أن يهيأ تشكياً أفضل في تلك الأسس، فإننا نميل إلى القول بأن التشكيل الذي تحدته السياسة الاستثمارية طويلة الأجل يعتبر أفضل من التشكيل التي يتولد عن تبني سياسة استثمارية قصيرة الأمد، وتجعل المصرف في وضع أحسن مقارنة بالمصارف التقليدية، خاصة من ناحية العائد، والسبب في نظرنا يكمن فيما تحمله أساليب الاستثمار قصير الأجل من سمات السلبية التي لا تسمح بخلق وضع أفضل في تلك المعايير، وخاصة أسلوب المراجعة. وفيما يلي تفصيل حول ذلك:

الفصل الثاني: تقييم أثر التوسع في الاستثمار قصير الأجل على أداء المصارف الإسلامية

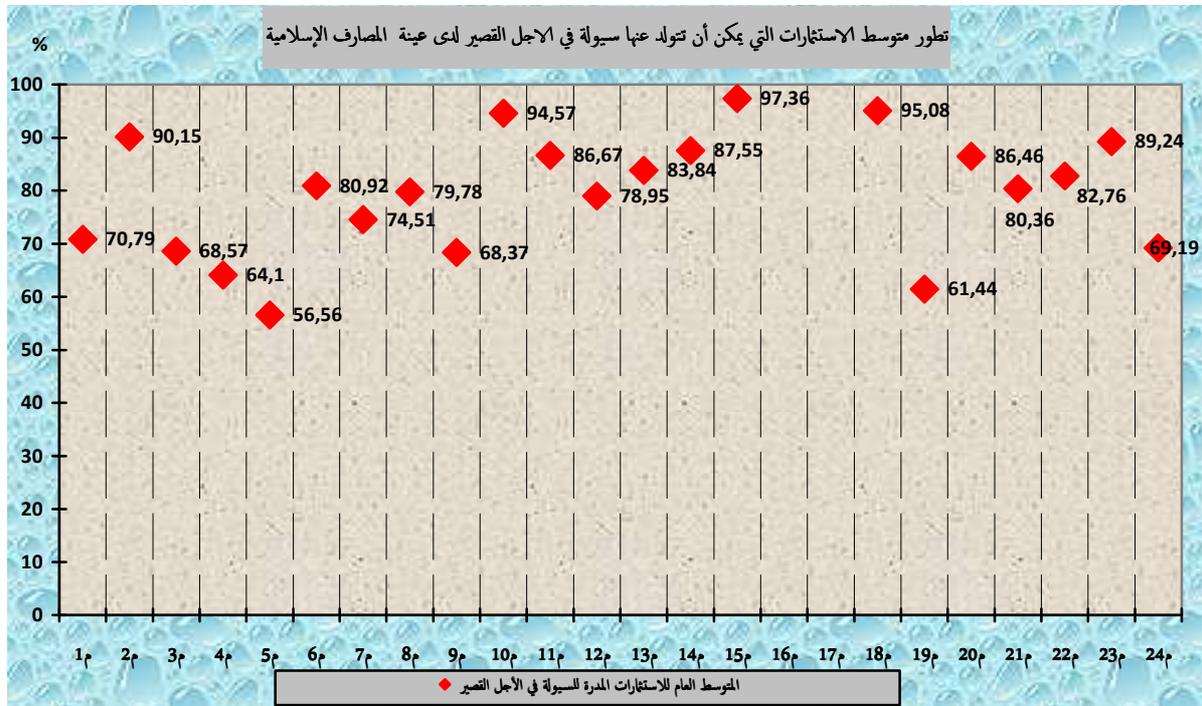
أولاً: أثر التوسع في الاستثمار قصير الأجل على السيولة

كنا قد انصرفنا في معرض الحديث عن أسباب تفضيل المراجعة من وجهة نظر المصرف الإسلامي إلى القول بأن أسلوب المراجعة هو بمثابة قناة استثمارية قصيرة الأجل تتيح تدفقات نقدية ثابتة (واضحة) ومستمرة. أي وتعبير آخر فإن المراجعة هي مصدر يتولد عنه سيولة نقدية منتظمة. وهي سيولة قد تُساهم بشكل إيجابي في تعزيز المستوى العام للسيولة داخل المصرف، خاصة في الأجل القصير.

ومع الإقرار بأهمية الدور الذي يؤديه الاستثمار قصير الأجل عامة والمراجعة خاصة في خلق عامل الأمان للمصرف بما توفره من سيولة تمكن هذا الأخير من الوفاء بالتزاماته، فإنه من جانب آخر ينبغي أن يُعلم أن زيادة حجم السيولة له في المقابل آثار سلبية قد تؤدي إلى حدّ الإضرار بالموقف التنافسي للمصرف، إذ أن ارتفاع حجمها زيادة عن اللزوم يؤدي إلى تقليل مستوى الربحية، ويعكس في ذات الوقت عدم كفاءة أو قدرة المصرف على توظيف الأموال والموارد المتاحة في أوجه الاستخدام الحقيقية المدرة للعوائد المهمة للمودع والمساهم. هذا، وقد يتعدى أثر السيولة الزائدة إلى امتناع المصرف عن قبول ما قد يتدفق إليه من ودائع جديدة، ما يؤدي في نهاية المطاف إلى ضعف مساهمة المصرف في توجيه واستخدام موارد المجتمع المالية استخداماً فعالاً ومنتجاً، خاصة وأنه معنيٌّ بهذه الوظيفة أكثر من الكيانات الأخرى.

الشكل رقم 02- 11: شكل يوضح متوسط نسبة الاستثمارات التي يمكن أن تتولد عنها سيولة في الأجل

القصير لدى عينة الدراسة خلال الفترة 2003- 2014



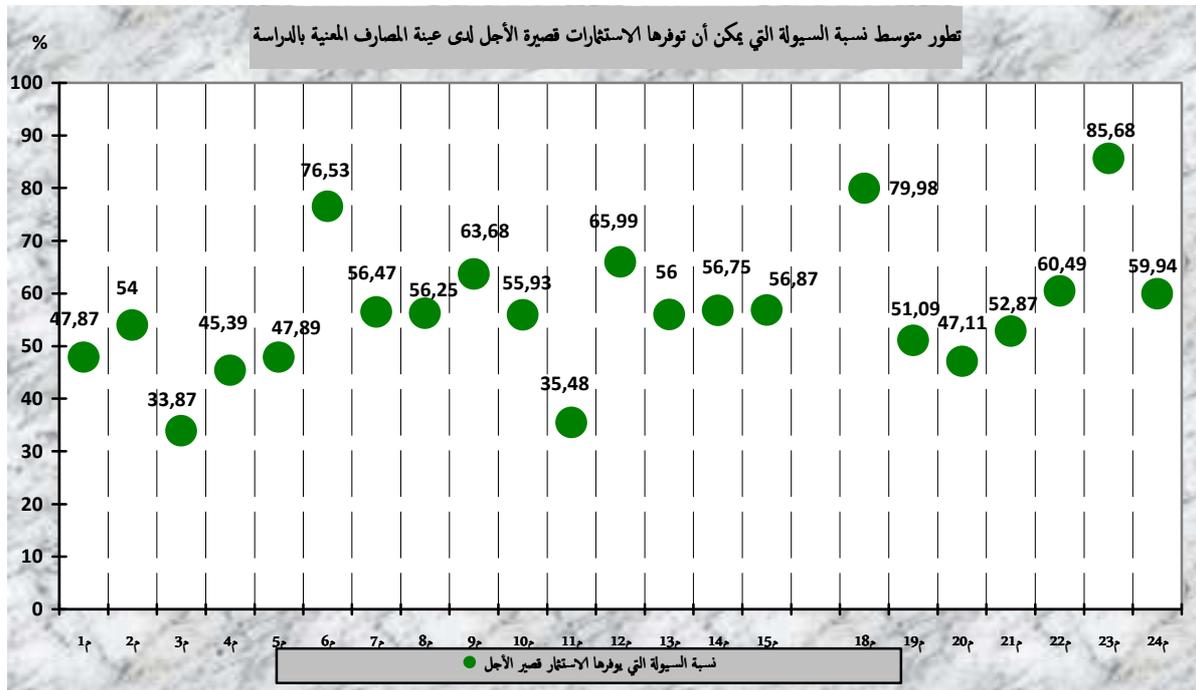
المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على التقارير السنوية للمصارف المعنية بالدراسة.

وإذ تبين هذا، فإنه من الواضح أن المصارف الإسلامية بنهجها القائم اليوم على التوسع المفرط في الاستثمار قصير الأجل الممثل خاصة بأسلوب المراجعة كما دلت عليه الدراسة الميدانية، تمتلك حجماً كبيراً من

الفصل الثاني: تقييم أثر التوسع في الاستثمار قصير الأجل على أداء المصارف الإسلامية

السيولة. وهذه حقيقة يمكن إدراكها ميدانياً بتحليل نسبة الاستثمارات المدرة للسيولة في الأجل القصير. إذ يتبين لنا بناءً على ما هو وارد في الشكل البياني أعلاه أن ما بين 60% إلى 97% في المتوسط من توظيفات* المصارف محل الدراسة السابقة هي توظيفات قادرة على توليد سيولة في الأجل القصير - فالمرابحات هي أكثر الأساليب الاستثمارية سيولة، خاصة السليعية منها (وهي الشائعة لدى المصارف الإسلامية اليوم) -، بما قد يدعم مستوى السيولة داخل تلك المصارف بمتوسط عام يتراوح بين 33% و 57% عند أغلبية المصارف تماماً كما هو واضح في الشكل البياني أدناه.

الشكل رقم 02-12: شكل يوضح متوسط نسبة السيولة التي قد يوفرها الاستثمار قصير الأجل للمصارف الإسلامية المعنية بما يدعم المستوى العام للسيولة لديها خلال الفترة 2003-2014



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على التقارير السنوية للمصارف المعنية بالدراسة.

وهذا معناه أن المصارف الإسلامية في عمومها تتجه إلى تحمّل الآثار السلبية للسيولة المرتفعة، فهي إذن ترسخ للعائد المنخفض، وتفوّت الكثير من الفرص الاستثمارية المربحة بداعي الأمان، وتحمل بشكل غير مباشر الأفراد إلى التوجّه بودائعها نحو الاكتناز أو إلى استثمارها استثماراً غير منتج أو لا قدر الله إلى التعامل مع المصارف التقليدية. وإجمالاً فإن ذلك معناه أن المصارف الإسلامية أقل كفاءة من المصارف التقليدية.

ثانياً: أثر التوسع في الاستثمار قصير الأجل على الربحية

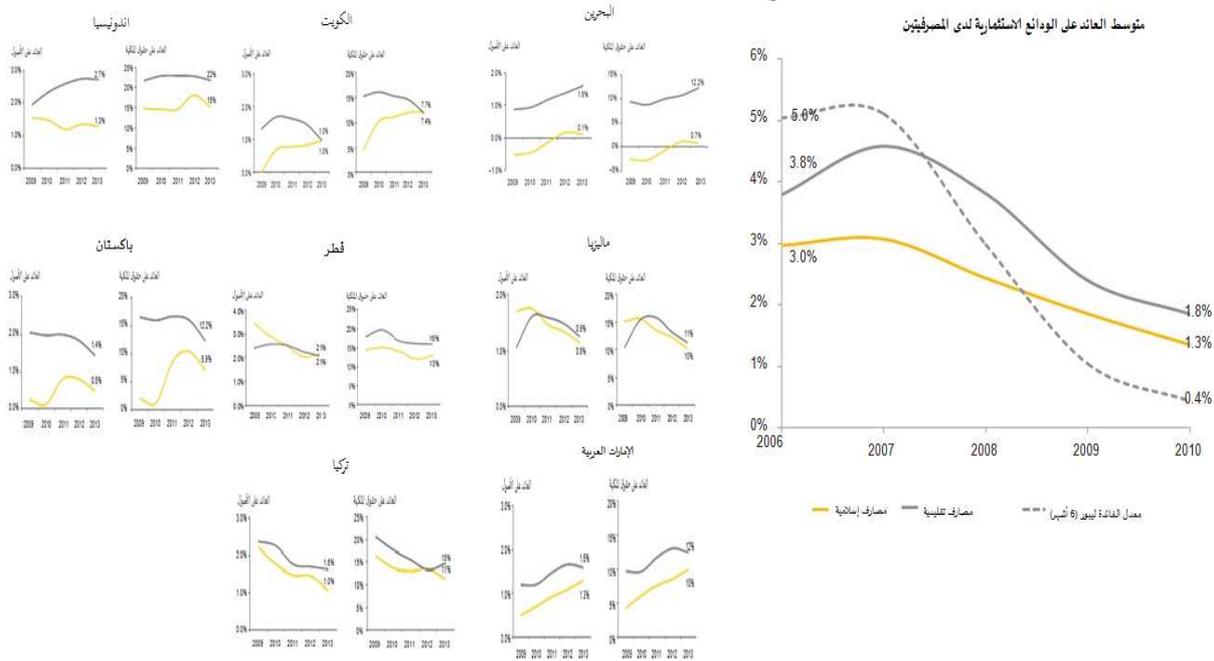
لقد أشرنا في بداية الحديث إلى أن ثمة تشابكاً وارتباطاً قوياً بين السيولة والربحية والمخاطرة، حيث أن كلّ طرف له تأثير على الآخر. ولقد انتهينا آنفاً بخصوص علاقة السيولة بالربحية إلى القول بأن ارتفاع مستوى السيولة عن اللزوم يقابله انخفاض حتمي في مؤشر الربحية. وبالانتقال إلى بحث ما بين الربحية والمخاطرة، فإنه وبإدراك

* تم اعتماد الإجابة إلى جانب المراجعة.

الفصل الثاني: تقييم أثر التوسع في الاستثمار قصير الأجل على أداء المصارف الإسلامية

حقيقة العلاقة الطردية بين المخاطرة والعائد، وبأن الاستثمار قصير الأجل يتميز بنفوره من المخاطرة، فإن ذلك معناه أن هذا الأخير يقبل بعائد استثماري أقل. وعليه، فإن سياسة التوسع التي تسلكها المصارف الإسلامية اليوم سوف يترتب عنها لا محالة مستوى ربحية أقل. ولقد كان بالإمكان إثبات ذلك الأثر السلبي ميدانياً لو أتاحت لنا بيانات عن ربحية كلاً من الاستثمارات قصيرة الأجل والاستثمارات طويلة الأجل داخل كل مصرف أو من خلال مقارنة حصة الحسابات الاستثمارية من الربح بين مصرفين أحدهما يعتمد بشكل أكبر في سياسته الاستثمارية على الاستثمار طويل الأجل والآخر يعتمد في استثماراته على أساليب الاستثمار قصير الأجل. ولكن للأسف لم نستطع إدراك لا هذا ولا ذلك. ومع ذلك سنحاول إثبات مدى سلبية التوسع في استخدام أسلوب المراجعة خاصة على ربحية المصارف الإسلامية وذلك بإجراء مقارنة بين المصرفيتين في مجال العائد على حقوق الملكية والعائد على الأصول. وهي برأينا مقارنة عادلة، وذلك للتشابه الكبير الكامن بين أسلوب الإقراض وأسلوب المراجعة بتطبيقاته المعاصرة. فيتبين لنا من خلال الشكل البياني أدناه أن ثمة تفوق واضح للمصرفية التقليدية على المصرفية الإسلامية في مجال الربحية، ما يعني أن سياسة التوسع تلك قد كان لها فعلاً أثر سلبي على ربحية المصارف الإسلامية. ونرى أن السبب في ذلك هو ارتفاع التكلفة الإجرائية في أسلوب المراجعة، وإلا لكان مستوى ربحية المصرفيتين متقارباً جداً لولا هذه السلبية التي يتميز بها أسلوب المراجعة للأمر بالشراء.

الشكل رقم 02-13: شكل يوضح تطور معدلات الربحية لدى المصرفيتين في عددٍ من الدول



المصدر: اعتماداً على المرجعين الموضحين أدناه على التوالي، وبتصرف.

Ernst & young, 'A Brave New World of Sustainable Growth', The World Islamic Banking Competitiveness Report, 2011-2012, p42.

McKinsey & Company, 'Participation Banking 2.0', The World Islamic Banking Competitiveness Report, 2014-2015, p58-75.

هذا، ولعلّ ممّا يعزّز من مقولة أن عمليات المراجعة تعد ذات عائد منخفض، وأن التوسع فيها يحتم على

المصرفية الإسلامية القبول بمستوى ربحية منخفض، ما يلي:

الفصل الثاني: تقييم أثر التوسّع في الاستثمار قصير الأجل على أداء المصارف الإسلامية

التطوّر الحاصل في عملية البيع، حيث أصبح الوكلاء وبالأخص المنتجون يوفّرون لعملائهم عادة، وبصفة خاصّة بالنسبة للسلع المعمّرة التي تحتاج إلى تدريب وصيانة كآلات الحاسب الآلي والآلات الخدمية الصّغيرة وخدمات فنيّة وتدريبية صغيرة لا يستطيع المصرف الإسلامي توفيرها في جميع الأحوال، ممّا يدعم القدرات التنافسية لهذه الفئات من الوكلاء والمنتجين. وهو ما يعني في نهاية المطاف فقدان العملاء أو على الأقل اضطراب المصرف إلى تخفيض حجم هامش الرّبح للمنافسة والحصول على نصيب من السّوق¹.

ثم إن مجال المنافسة في مجال بيع السلع الاستهلاكية والمعّمرة قد أصبح ضيقاً في الوضع الرّاهن خاصة مع لجوء المنتجين إلى توفير أسلوب البيع بالتقسيم، ومن ثم فإن فرصة المصرف الإسلامي في دخول السّوق قد أصبحت ضيقة، وبالتالي فإن تحقيق دخول في هذا المجال أصبح هو الآخر ضيقاً، خاصّة وقد أصبح للمنتجين عدد كبير من الموزعين الذين يُعتمد عليهم في تصريف السلعة بعيداً تماماً عن المصارف. ثم إنه بإمكان المنتجين أن يتحكّموا في الأسعار فيفرضوا على المصرف الإسلامي البيع بسعر معيّن ويضيقوا عليه هامش الرّبح، خاصّة في حال دخولهم أيضاً السّوق.

وبحكم اقتراب صيغة المراجعة من أسلوب القرض الرّبوي، وحتّى تحافظ المصارف الإسلامية على نجاعة هذا الأسلوب وتجنّب إليه أكبر شريحة من المتعاملين، فقد تحتم على المصارف الإسلامية أن تعتمد في تحديد عائد عملياتها التي تتم على أساس المراجعة على أساس معدّل الفائدة السّائد في السّوق وبدرجة متقاربة، على الرّغم من اختلاف طبيعة العمليتين وارتفاع درجة المخاطرة في عملية المراجعة عن عملية الإقراض التقليدية. وهو ما ترك أثراً سلبياً على ربحية تلك المصارف.

ثالثاً: أثر التوسّع في الاستثمار قصير الأجل على درجة المخاطرة

لئن انصرفنا إلى القول بأن الاستثمار قصير الأجل يتميّز بنفوره من المخاطرة، وأنه يتمتّع بنوع من الأمان فإن ذلك لا يعني أبداً أن أساليب تنفيذه لا تحمل أية مخاطرة، بل إن كلّ أسلوب من أساليبه ينطوي على عديد المخاطر، وقد تشكّل في مجموعها مستوى يفوق مستوى المخاطر التي يحتملها الاستثمار طويل الأجل.

ولأننا التزمنا بدايةً بتكيز الحديث على أسلوب المراجعة لكونه أكثر أساليب الاستثمار قصير الأجل ظهوراً، فإننا سنحاول التركيز هنا أيضاً على ذكر مصادر وحجم المخاطرة التي تنتج عن تبني ذلك الأسلوب ومدى خطورة ذلك على كفاءة المصارف الإسلامية، لنؤكّد بناءً على ذلك حقيقة أن المصرفية الإسلامية ليست بمنأى عن المخاطرة حتى وإن سلكت سبيل الاستثمار قصير الأجل الذي غالباً ما يُوصف بالأمان. وفيما يلي عرضٌ لتلك المخاطر ومصدرها:

المماطلة كمصدر أساسي للمخاطرة: تعدّ مشكلة المماطلة في تسديد الديون من أهم المشكلات التي تُحيط بالمصارف الإسلامية في الوقت الحاضر، خاصّة مع تبني أكثرها لصيغ الاستثمار قصير الأجل التي يترتب عليها ديون، مثل بيع المراجعة للأمر بالشراء. والذي تسعى إليه المصارف الإسلامية، شأنها شأن كافّة مؤسسات القطاع

¹ - حسين كامل فهدى، "أدوات السياسة النقدية التي تستخدمها البنوك المركزية في اقتصاد إسلامي"، مرجع سبق ذكره، ص 78.

الفصل الثاني: تقييم أثر التوسع في الاستثمار قصير الأجل على أداء المصارف الإسلامية

الخاص هو تحقيق الأرباح، لكن هذه الأرباح لا تتحقق إلا إذا التزم العميل بتسديد دينه في أجله المحدد وبدون ممانعة، فإذا ما ظل العميل في السداد لم يتحقق ذلك الربح المتوقع حتى لو سدد الدين بكامله (ويعني التباطؤ في سداد الالتزامات نحو المصرف الإسلامي أنه يواجه خطر الخسارة). وقد اتسم العصر الحاضر كما هو معلوم بالسرعة، الأمر الذي جعل لوفاء الديون في مواعيدها أهمية كبيرة، فالتجار يرتبطون بعقود شراء بمواعيد متوافقة في مواعيدها مع ما لهم من استحقاقات ناتجة عن البيوع، فإذا تأخرت الثانية أربكت الأولى وربما أدت إلى مشكلة تؤثر على حسن سير المؤسسة وعلى نشاطها¹.

➤ إن الائتمان التجاري (البيع الآجل، البيع بالتقسيط، الإجارة، بيع المراجعة....) يتطلب خبرة في التجارة ومعرفة بها، لأنه يتضمن التعامل بالسلع، وطبيعة التعامل بالسلع تتضمن تملكها وقبضها وحفظها وصيانتها، وما يتبع ذلك من مخاطر تجارية مألوفة (أو ما يُصطلح عليه بمخاطر السوق)، أهمها احتمال تغير الحال عند عرض السلعة والطلب عليها، مما يؤدي إلى تفاوت في الربح والخسارة.

➤ يشتمل هيكل معاملات المراجعة على عدة مراحل، وتتضمن كل مرحلة مخاطر مختلفة، نوجزها فيما يلي²:
⚡ مخاطر السيولة: تتضمن معاملات المراجعة شراء وبيع سلع إلى عميل وفق سعر محدد يتعين دفعه لاحقاً، مما يخلق ذمماً مدينة يتعين على العميل دفعها عند حلول أجلها. ويكمن مصدر خطر السيولة لدى المصرف في حال عدم الالتزام، خصوصاً في المراجعات طويلة الأجل.

⚡ مخاطر معدّل العائد: فمعدّل العائد على معاملات المراجعة ونحوها يعدّ ثابتاً ولا يجوز تغييره خاصة بالزيادة بينما نجد أن معدّل العائد بالسوق في تغير بين الارتفاع والانخفاض³، خاصة في الأجل الطويل وفي ظلّ معدّلات تضخم متذبذبة، حيث تصبح احتمالات تغيره كبيرة وملموسة.

⚡ مخاطر التسليم (مثلاً هلاك السلعة قبل التسليم) والتسوية والتخارج، والمخاطر القانونية وكذا مخاطر عدم الالتزام بأحكام الشريعة. هذا إضافة إلى مخاطر السوق ومخاطر الائتمان التي ذكرناها آنفاً.
⚡ مخاطر الصرف في حال تركيزها على المتاجرة بالسلع الدولية.

➤ إن المصارف الإسلامية بتركيزها على الاستثمارات قصيرة الأجل والقائمة على المديونية (مراجعة، استصناع...) سوف لن تتمكن من بيع هذه الديون لتوفير السيولة في ضوء تحريم ذلك شرعاً، وهذا خلافاً للمشاركات التي يمكن تسيلها فيما لو وجدت الأسواق المالية الإسلامية.

هذه باختصار جملة المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها المصارف الإسلامية جرّاء الأخذ بأساليب الاستثمار قصير الأجل، وقد نلاحظ أنها على تنوع وكثرة، وأنها على ترابط وتماسك فيما بينها، الأمر الذي يدفعنا إلى القول بأن توسّع المصرفية الإسلامية في تلك الأساليب قد يجعلها في وضع لا تستطيع معه أن تجاري أو تنافس

¹ - محمد علي القري "عرض لبعض مشكلات البنوك الإسلامية ومقترحات لمواجهتها"، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد الثامن، الجزء الثالث، 1994، ص 672.

² - لمزيد من التفاصيل أنظر: مجلس الخدمات المالية الإسلامية، "مسودة مشروع رقم 02: إرشادات حول معاملات المراجعة في السلع فيما يتعلق بإدارة المخاطر ومعايير كفاية رأس المال"، 2010-09-18.

³ - أنظر: حامد حسن محمد علي ميرة، "عقود التمويل المستجدة في المصارف الإسلامية: دراسة تأصيلية تطبيقية"، دار المبان، الرياض، الطبعة الأولى، 2011، ص 75.

الفصل الثاني: تقييم أثر التوسّع في الاستثمار قصير الأجل على أداء المصارف الإسلاميّة

المصارف التقليدية، خاصّة والمعلوم عنها أنّها ذات عائد منخفض.

المطلب الرابع: آثار التوسّع في الاستثمار قصير الأجل على مصداقية العمل المصرفي الإسلامي (الكفاءة الشرعية)

لئن كانت المصارف الإسلاميّة قد نجحت في الحفاظ على ذاتها وتمكّنت من إثبات وجودها بما حقّقت من توسّع وانتشار ومن تأييد وقبول على فناء عمرها، فإن الباحث في أسباب ذلك النجاح سيقف على حقيقة أن تلك المنجزات إنّما جاءت ممزوجة مدفوعة بنوع من الانحراف التطبيقي. فالمصارف الإسلاميّة وإن كانت قد قامت فكراً ونظراً على أساس أنّها مصارف استثمار وأعمال تمارس الاستثمار بطرح المشروعات وتوجيه الأموال المتجمّعة لديها لإنشائها ومساندتها، فإنها في الواقع العملي خرجت عن ذلك المسار واتّجهت إلى سلوك مسار المصرفية التقليديّة، حيث اكتفت طيلة العقود الماضية بدور الوسيط المالي الذي يهّمه فقط ضمان استرداد المال والعائد المحدّد بصرف النظر عن مدى استخدام هذا المال في النّشاط الاستثماري من عدمه.

وعلى الرّغم من أن القائمين على شؤون هذه التجربة لم يعدوا الدليل على ما آلت إليه التجربة، من خطر المنافسة ومقتضياتها، ومن الظروف والأوضاع المنفعلة بها، فإن ذلك الدليل وتلك المبرّرات، لم تك لتصرف الكثرة من العلماء والمراقبين من توجيه التّقدير لها واتّهامها بالصّوريّة والظّاهريّة، حتى راج الحطّ عنها بدعوى مخادعة النّاس بشعار إسلامي لا حظّ له من التطبيق الواقعي، وقيل عنها أنّها طلاء إسلامي لواقع غير إسلامي.

وعلى الرّغم من تعدّد مداخل تلك الانتقادات وارتباط مبنائها بالأساس بالتجاوزات الفقهيّة والشرعيّة كما ذهب إلى ذلك أغلب النّقاد، فقد كانت أكثر المسائل الماليّة والمعاملات مثاراً للخلاف وعبئاً على مصداقية المصرفية الإسلاميّة، تطبيقات المراجعة والتوظيفات الماليّة الخارجيّة.

➤ **التطبيقات المعاصرة للمراجعة:** تعدّ المراجعة واحدة من بين الأساليب الاستثمارية التي لم تنل إلّا حدّاً أدنى من القبول الشرعي والتعضيد الاقتصادي بإجماع أهل الاختصاص، ولقد نبّه كثير من الباحثين والاقتصاديين إلى خطورة تطبيقاتها الرّاهنة على مصداقية العمل المصرفي برمّته، حيث أشار سامي حمود إلى ذلك بقوله: "أمّا وجه الهجوم الحق، فهو الخطأ في التطبيق الذي ركنت إليه المصارف الإسلاميّة إلى الصّوريّة في التعاقد، بحيث صارت عملية المراجعة مجرد حيلة للحصول على المال من خلال توسيط عملية البيع غير المقصود أحياناً بالبيع والشراء"¹. ونبّه إلى ذلك شابرا بقوله: "هناك خطر دائم في أن يتدهور هذا البيع المؤجّل والمراجعة ليصبحا ترتيبات تمويلية خالصة بhamش ربح مُتفق عليه، ولا يعدّ أن يكون تمويلها للفائدة"²، وتبعه في ذلك صلاح الصاوي بقوله: "إنّ الواقع التطبيقي لهذه المعاملة قد شهد كثيراً من التجاوزات في ترتيب هذا العقد، فالمصرف لا يقوم بنفسه بالشراء وإنّما يكتفي بأن يقدّم إليه العميل فاتورة السّلع المراد بيعها مراجعة، ويكون العميل قد قام بشراء هذه السّلع من قبل

¹ - سامي حسن أحمد حمود، "صيّغ التمويل الإسلامي، مزايا وعقبات كل صيغة ودورها في التنمية"، ورقة بحثية مقدمة لندوة اسهام الفكر الإسلامي في الاقتصاد المعاصر، مرجع سبق ذكره، ص 209.

² - محمد عمر شابرا، "نحو نظام تقدي عادل"، مرجع سبق ذكره، ص 153.

الفصل الثاني: تقييم أثر التوسع في الاستثمار قصير الأجل على أداء المصارف الإسلامية

ووقّعت الفواتير باسمه أيضاً، فيقتصر دور البنك على تسديد قيمة الفاتورة مقابل الرّبح المتفق عليه، فيكون ممّولاً فعلياً في صورة مشتري وبائع في الظاهر، لاسيما إذا علمنا أن ارتباط العميل بالمصرف من البداية ارتباطاً ملزم لا يملك منه فكاكاً، فهو إلى العقد أقرب منه إلى الوعد"، ولا شك أن هذا الترتيب يحتوي على كثير من المخالفات الخطيرة التي يمكن أن تنسف شرعية هذه المعاملة من الأساس وتنقلها إلى دائرة العقود الربوية المحرمة¹. وأبدى مصطفى الزرقا تحفظاته على المراجعة والطريقة التي تُطبّق بها، بقوله: "عندما تأسست بيوت الاستثمار كان أمامها طريقان: أن تنزل إلى السوق وتنفذ مشاريعها الاستثمارية بصورة مباشرة، فتدير أعمالها بنفسها، أو بالمشاركة في مؤسسات تجارية عاملة في مجالات التجارة والصناعة، وهو الطريق الرئيسي المطلوب، والطريق الجاني هو المراجعة. ولقد بدأت بيوت الاستثمار بالطريق الأول الطبيعي، وهو الاستثمار المباشر، لكنها ما لبثت أن انخرقت عنه إلى طريق المراجعة والسبب في ذلك أن القائمين على بعض تلك البيوت الاستثمارية لا يريدون تحمّل مسؤوليات العمل الاستثماري في السوق². ويعضد أحد رواد الفكر المصرفي الإسلامي جملة المواقف السابقة، فيتحدث عن سيئات المراجعة بقوله: "لا تمثّل المراجعة سوى وسيلة محدودة وسيئة إذا قورنت بأسلوب المشاركة الذي يُعتبر الجوهر الأساسي لفلسفة عمل ونظام المصارف الإسلامية، حيث أن مقاصد النظام الاقتصادي الإسلامي لا تتحقّق بأسلوب المراجعة، بل قد تكون هذه الوسيلة من وسائل التمويل مدعاة وذريعة لممارسات خاطئة تسيء إلى الفكر الاقتصادي الإسلامي"³. وينضمّ إلى هذه الطائفة وهبة الزحيلي، فيتحدّث عن إساءة التطبيقات الزاهنة للمراجعة لمصادقية العمل المصرفي الإسلامي بقوله: "لقد أضحت المراجعة المشروعة سواء في صورتها العادية، أو الموصوفة بالمراجعة للأمر بالشراء جسراً في بعض المصارف الإسلامية لتميرير غايات نفعية، أو التوصل إلى "قروض ربوية" في مظلة طائفة من العقود الصورية، سواء في النطاق المحلي أو الخارجي الدولي"⁴.

هذه إذن بعض المواقف التي حملت في ثناياها إشارة صريحة وتبييناً واضحاً بما أضحي يشكّله أسلوب المراجعة بصورته الزاهنة من خطورة على الهوية والمصادقية الشرعية للمصرفية الإسلامية ككل، وبما أضحي يحمل في جنباته من ضرر قد يأتي على مكاسب المصرفية بعد أن سارت في مناهج المالىات المعاصرة كثيراً، وحازت حظوة أيّ حظوة لدى المتعاملين. وسوف نتناول تلك المخاطر بشيء من التفصيل في العرض القادم.

➤ **التوجّه نحو الإيداع الخارجي والتجارة الدولية في الذهب والعملات، فمن المسائل والمعاملات التي لاقت على إثرها المصارف الإسلامية انتقاداً لاذعاً وأثارت سلباً من الشكوك والشبهات بما أضعفت ثقة العملاء وألقت بظلال كثيفة من الريبة والشك حول مصادقية العمل المصرفي الإسلامي برمّته، خروجها بأموال المودعين إلى أسواق المضاربات الخارجية المضطربة الساخنة على العملة، وتعاملاتها في السوق الدولي، واتجاهها بفوائض المجتمعات الإسلامية إلى المصارف التقليدية الأجنبية، بالرغم من حرمة عائداتها.**

¹ - محمد الصاوي، "مشكلة الاستثمار في البنوك الإسلامية، وكيف عالجا الإسلام"، دار الوفا، المنصورة، 1990، ص 652.

² - مصطفى أحمد الزرقا، "المصارف: معاملاتها، ودائعها وفوائدها"، المركز العالمي لأبحاث الاقتصاد الإسلامي، جدة، 1983، ص 336-337.

³ - عايد فضل الشعراوي، "المصارف الإسلامية: دراسة علمية فقهية للممارسات العملية"، الدار الجامعية، بيروت، الطبعة الأولى، 2007، ص 512.

⁴ - وهبة الزحيلي، "فضايا الفقه والفكر المعاصر"، دار الفكر، دمشق، الطبعة الأولى، 2007، ص 251.

الفصل الثاني: تقييم أثر التوسع في الاستثمار قصير الأجل على أداء المصارف الإسلامية

ومع الإقرار بحقيقة أن التطبيق المصرفي لكثيرٍ من المسائل والمعاملات قد شابه بعض الانحرافات والتجاوزات التي طعنت في الصبغة الإسلامية لتلك المصرفية وبمصادقية عملها، فإن مسألة المراجعة والتوظيفات الخارجية تعدُّ برأينا من أكثر الانزلاقات رواجاً وشيوعاً ودوراناً على ألسنة النقّاد، ومن أعظم التطبيقات تشويهاً لصورة العمل المصرفي الإسلامي في نظر مجتمعات الإسلاميين أولاً، ثم المجتمع الدولي ثانياً، وإنه ليكفي على ذلك دليلاً ما يلي:

﴿ مسألة بيع ما ليس عندك ومفاسدها: فمن القضايا التي لم يتم بعد حسم النظر فيها قضية اللزوم في الوعد الذي تسير على أساسه بعض المصارف الإسلامية، ولقد اعترض البعض على لزوم الوعد على اعتبار أنه يعني بصورة غير مباشرة إبرام عقد بيع لشراء سلعة لم تدخل في ملكية المصرف بعد، وهو ما يدخل ضمن بيع ما لا يملك. ولقد نعلم أن هذا البيع منهي عنه في الشريعة، وذلك لما فيه من المفاسد:

﴿ فمن الناحية الشرعية فإن إباحة بيع ما ليس عندك محرّم شرعاً.

﴿ ومن الناحية الاجتماعية، فإن بيع ما ليس عندك سيزيد دائرة النزاع اتساعاً لتشمل أغلب المتعاملين في الأسواق، ممّا سيكون له أعمق الأثر في زيادة الفرقة والخلاف بين المسلمين وإثارة البغضاء والعداوة بينهم.

﴿ أمّا من الناحية الاقتصادية، فإن إباحة بيع ما ليس عندك يعرض أموال الناس لخطر استغلالها من قبل بعض التجار لأطول فترة ممكنة من دون وجه حق¹.

﴿ المصرفية الإسلامية ومدخل الحيل: يشترك الانحراف والحيل في أمر واحد وهو أنه يمثل مصلحة خاصة لفاعله، ويعني ذلك ضمناً تغليب المصلحة الخاصة على المصلحة العامة، بل قد يصل الأمر إلى حدّ عدم اعتبار المصلحة العامة.

اعتباراً من هذا، فإن لجوء المصرفية الإسلامية إلى أسلوب المراجعة وتوسّعها فيه بشكل مُفرط قد يُنظر إليه على أنه حيلة أكثر من كونه انحرافاً مؤقتاً يمكن تصحيحه. ذلك لأن نشاط المراجعة بصورته الزاهنة يتضمّن صنفين من الحيل، فهناك حيلة في الملكية باعتبار أن التطبيقات المعاصرة لها في المصارف الإسلامية تتضمّن بيع ما لا تملك (وقت التعاقد الأول، فتملك السلعة يكون بموجب المستندات الدالة على الشراء دون الحيازة الفعلية " أو ما يسمى بالملك الحكمي"). وهناك أيضاً جانب من حيل الجهالة، فالمراجعة كما تتّم في بعض المصارف بها جهالة فيما يتعلّق بالمسؤولية عن الخطر، ومن صور ذلك هلاك المتعاقد عليه.

والحيل والمخارج إمّا وضعت للخروج من مأزق عند الحاجات الحقيقية على مستوى الأفراد أو على مستوى المؤسسات أحياناً، وإنها لا تصلح لأن تكون هي النشاط الأساسي للمؤسسات ذات الأثر المهم، ولا لأن تمثّل النظام الاقتصادي الذي تهدف إليه الشريعة الغراء، فالتوسع في هذه الحيل والمخارج على مستوى المؤسسات المالية الكبيرة يُعرقل المسير الطبيعي للاقتصاد الإسلامي، إذ كلّما توسّعت هذه المؤسسات في مثل هذه الحيل والمخارج ضاق النطاق على النشاطات الاقتصادية التي تحثّ عليها الشريعة، والتي تُمهّد السبيل إلى إنشاء مجتمع

¹ - للتوسع أكثر انظر: سعود محمد عبد الله الربيعية، "التمويل الاستثماري في الاقتصاد الإسلامي"، مرجع سبق ذكره، ص 140-141.

الفصل الثاني: تقييم أثر التوسع في الاستثمار قصير الأجل على أداء المصارف الإسلامية

اقتصادي مطلوب. فالطريق الأمثل للاستثمارات - في الشريعة - هو الاستثمار على أساس المشاركة والمضاربة، فهو الذي يضمن التوزيع العادل للثروة بين أفراد المجتمع، ويوجه فيض الأموال من الأثرياء الكبار إلى العامة من الناس والتوسع في عمليات المراجعة، وخاصة إذا كان تقويمها على أساس مؤشر ربوي (وهو الحاصل)، يضيق المجال لعمليات المشاركة والمضاربة، ويشجع العقلية الربوية التي تهدف إلى الاسترباح دون تحمل أي خطر، ولا تُحدث أي تغيير جذري في النظام الرأسمالي السائد اليوم¹.

➤ **مسألة الاستثمارات الخارجية وأثرها على المصادقية:** ففضية التوظيفات الخارجية كانت وما زالت محل نقد من الأفراد العاديين والمتتبعين لنشاط المصرفية الإسلامية. فرجل الشارع يشعر بأن هذه التصرفات تحون فكرة المصرف الإسلامي الاستثماري التنموي على أساس غير ربوي. والمهتمين بمسيرة المصارف الإسلامية يرون أن قيام المصارف الإسلامية بتوظيف أموالها في ذلك المجال خروج على ما هو متوقع منها، من استثمار أموال المسلمين من أجل التنمية وتحقيق الرفاهية والعدالة الاجتماعية، لا سيما وأن تلك المبالغ تمثل نسبة كبيرة من إجمالي الأموال المتاحة للتوظيف². وحتى بالنسبة لأولئك الذين يقبلون تمويل عمليات الاستيراد بنظام المراجعة الدولية، فإنهم يرون أن النسبة التي توجه إلى هذا التوظيف الخارجي نسبة كبيرة، وبالتالي فإن المصارف الإسلامية تحرم المجتمعات الإسلامية من مساهمة هذه العملات الصعبة في التنمية. وفي هذا الشأن يقول أحد الفاعلين في الحركة النظرية للمصرفية الإسلامية: "إن الإثم الأكبر ليس في ترك الفوائد للمصارف الأجنبية، بل إنه يتمثل - من أول الطريق - في إيداع أموال المسلمين في تلك المصارف، فهذه الأموال هي التي تصنع بها الرفاهية في البلاد الأجنبية، بينما تترك البلاد الإسلامية تعاني من نقص الموارد والإمكانات المالية، وتروح هذه البلاد تبحث عن المقرضين الأجانب بالرّبا وهو لا يفرضونها إلا جزءاً من أموال أهل الإسلام متمنين عليها ومتكبرين"³. وأما لجوء بعض المصارف الإسلامية إلى إيداع أموالها لدى المصارف الأجنبية، فإنه وبقطع النظر عن الحجج والتواهض المقدّمة في ذلك فإن هذا التصرف سبب تشويهاً لصورة المصارف الإسلامية في نظر المدّخر المسلم.

وغني عن البيان في أن توجه المصارف الإسلامية نحو المضاربة في الأسواق المالية العالمية هو توجه غير محمود عواقبه، إذ وفضلاً عما يكتنفه من الكثير من الشبهات لكونها أسواق تقوم على إبرام صفقات وهمية، وتبيع الإنسان ما لا يملك... الخ، يعدّ حرماناً للأمة من خيرات هذه الأموال التي تعود على الغرب بعائد مجزٍ مع تشغيل عمالته ونمو تكنولوجيته، ومجازفة حقيقة بأموال المسلمين وتلاعباً بمصيرهم، فكثيراً ما تعرّضت المصارف الإسلامية إلى خسائر فادحة أضرت بمراكزها المالية وأساءت بشكل كبير لسمعتها وهو الأهم⁴. وزيادة على ذلك كلّه وربما هو الأكثر أهمية، جرّ الفقيه لتبرير هذه العقود المنحرفة.

¹ - محمد تقي العثاني، "بحوث في قضايا فقهية معاصرة"، وزارة الأوقاف والشؤون الإسلامية، قطر، الجزء الثاني، 2013، ص 510.

² - سيد الهواري، "إدارة البنوك مع التركيز على البنوك التجارية والإسلامية"، مكتبة عين شمس، القاهرة، 1987، ص 249.

³ - سابي حسن أحمد حمود، "تطوير الأعمال المصرفية بما يتفق والشريعة الإسلامية"، مرجع سبق ذكره، ص 196-197.

⁴ - سليمان ناصر، "تطوير صيغ التمويل قصير الأجل للبنوك الإسلامية مع دراسة تطبيقية حول مجموعة من البنوك الإسلامية"، جمعية التزات، الجزائر، الطبعة الأولى، 2002، ص 329، بتصرف.

الفصل الثاني: تقييم أثر التوسع في الاستثمار قصير الأجل على أداء المصارف الإسلامية

نظرة الفرد إلى المراجعة ومثلها وأثر ذلك على المصدقية: إن الرجل العادي يكاد يشعر أنه لا فرق في عمليات التمويل بين المصارف الإسلامية والمصارف الربوية، لأن كليهما تنتهيان بدين محدّد المقدار، على العميل سداده بعد فترة من الزمن، بغضّ النظر عن نجاحه أو فشله في إدارة المشروع الممول. وبتعبير آخر، فإن التطبيق التمويلي لعقد المراجعة يمكن الممول من الحصول على عائد محدّد مضمون على رأس ماله، وكل ما يميّزه من التمويل بالقرض هو شكليات وتعبئة استثمارات تُوهم من يجب مثل هذا الوهم بأن الممول قد اشترى شيئاً حقيقياً، فأدّى ثمنه نقداً، ثم باعة إلى العميل (الممول) بثمن مؤجّل (أعلى من ثمن الشراء). والمهم هنا ليس الحكم بسفاهة الرجل العادي أو رشده، ولكن المهم هو الأثر الذي يترتب على هذا الشعور واستمراره، برغم المؤتمرات والندوات حيال مصداقية المصارف الإسلامية، التي تكاد تنحصر أعمالها التمويلية في المراجعات¹.

التوجه الاستثماري المعاصر للمصارف الإسلامية وأثر ذلك على مصداقيتها في نظر الغرب، وبالمثل فقد واجهت المصارف الإسلامية بسياساتها الاستثمارية الزاهنة انتقادات من بعض أعلام الاقتصاد الغربي، حيث يقول أحدهم: إن المصارف الإسلامية لا تتصرّف في الواقع كما يزعم المتفائلون، ذلك أن حجم التمويل في المصارف الإسلامية يتمّ بالنسبة إلى المعاملات التجارية قصيرة المدى، ولا يقوم هذا التمويل على أساس اقتسام الربح والخسارة، وإتّما على طريقة هامش المراجعة. وحتى عندما تشارك المصارف الإسلامية في تمويل المشاريع، فإن ذلك لا يتم على أساس المشاركة في الغنم والغرم، وإتّما عادة حسب ترتيبات تتعلّق بالتأجير أو الإجارة المنتهية بالتملك. فليس هناك اختلاف اقتصادي كبير بالنسبة للعمليات التمويلية القائمة على أساس الفائدة، فالمصارف الإسلامية تتلقى دخلاً مقررّاً سلفاً بقطع النظر عن نتائج الممول، أما بالنسبة للشركة الممولة فإن كلاً من دفعات التأجير والفائدة تعتبر تكاليف محدّدة. أما وإن ممارسة المصارف الإسلامية تختلف اختلافاً ملحوظاً عن أيديولوجيا الأعمال المصرفية الإسلامية فليس مردّ ذلك إلى جهل إدارات المصارف أو سوء نيتها، وإتّما تعود أسبابها إلى بعض حقائق الاقتصاد الجزئي التي تعتبر المصارف الإسلامية مؤسسات فتيّة².

ومن ذلك أيضاً ما أشارت إليه مجلة "التايمز المالية" في ملحق عن المصارف الإسلامية بقولها: إن سبب إزاحة المشاركة في نشاط المصارف الإسلامية وغلبة المراجعة راجع إلى عدم استساغة المودعين لفكرة المشاركة في المخاطر، ممّا جعل المنتجات المصرفية الإسلامية قصيرة الأجل تصل إلى 80% وتتركز أساساً في تجارة السلع. وغالباً ما يتمّ التعامل للالتزام بالدولار عن طريق بنك غربي. ثم ادّعت وجود ارتباط بين عائد المصارف الإسلامية وسعر الفائدة السائد في السوق للتشابه في آلية النشاط. وانتهت إلى أن ذلك تسبّب في تراجع عوائد المصارف الإسلامية وعوائد الطّرف الغربي الذي يُدير عملية تجارة السلع³.

إن توسّع المصرفية الإسلامية في الاستثمار قصير الأجل بشكل مُفرط وخاصةً وفق أسلوب المراجعة هو توجّه

¹ - للتوسع أكثر أنظر: محمد نجاه الله صديقي، "بحوث في النظام المصرفي الإسلامي"، مرجع سبق ذكره، ص 258-262.

² - فولكر نينهاوس، "الصيرفة الإسلامية وأزمة ديون الدول النامية"، مجلة المسلم المعاصر، العدد 52/51، 1988.

³ - يوسف كمال محمد، "المصرفية الإسلامية الأزمنة والمخرج"، مرجع سبق ذكره، ص 100.

الفصل الثاني: تقييم أثر التوسّع في الاستثمار قصير الأجل على أداء المصارف الإسلامية

في الحقيقة يحتمل بشكل غير مباشر معاني ومقاصد تطعن في سلامة الشريعة، فكأنّ بالمصرفية الإسلامية وفق توجّها الحالي ومعاملاتها الرّاهنة ترى:

* أن الضوابط الشرعية أصبحت مجرد قيود شكلية لا حقيقة تحتها ولا قيمة اقتصادية من ورائها، أيّ نوع من التعقيد والجمود؟!.

* وأن الضوابط الشرعية أضحت عبئاً وعائقاً أمامها، إذ هي لا تحقّق أيّ قيمة مضافة، بل مجرد تكلفة إضافية جعلت المنتجات الإسلامية أكثر كلفة من المنتجات الربوية، مع أنّها تحقّق في النهاية النتيجة نفسها.

فإذا ما آمنت تلك المصارف بهذا فعلاً (وهو الذي نراه خاصة لدى الإداريين الذين تربّوا في حضن المصارف التقليدية وتمرسوا بالمنهج الربوي) وشعر بذلك العملاء، فما من شكّ عندئذ في أن قناعتهم بالعمل المصرفي الإسلامي ستكون محلّ شكّ وريبة ابتداءً ومحلّ ضعف في النهاية.

المطلب الخامس: آثار سلبية مُتفرّقة

وهي آثار أخرى لم نستطع إدراجها تحت عنوان محدّد، فآثرنا أن ندلّ عليها على شكل متفرّقات لنؤكّد على حقيقة أنه وبقدر توسّع المصارف الإسلامية في الاستثمار قصير الأجل بقدر ما تكون عرضة لتحمل المزيد من المخاطر المختلفة شكلاً وتأثيراً. وفيما يلي ذكر لها وتفصيل فيها:

الارتباط بمعدّلات بمعدل الفائدة "ليبور" وآثاره السيئة على العمل المصرفي الإسلامي:

يُجمع الاقتصاديون على وجود اختلاف في مقاييس التسعير بين الاقتصاديين الحقيقي والمالي، فبينما يتمّ في الاقتصاد الحقيقي الذي موضوعه السلع والخدمات وفقاً لأسعار تلك السلع والخدمات والتي تختلف حسب سوق كل سلعة أو خدمة، يقوم في الاقتصاد التقدي أو المالي على مؤشّر سعر الفائدة كمقياس تسعيري للصفقات التمويلية.

ومع أن طبيعة المعاملات التي تقوم بها المصارف الإسلامية من مشاركات ومضاربات ومراجحات وسلم واستصناع وإجارة تضعها في إطار الاقتصاد الحقيقي، إلّا أن ممارسة المصرفية الإسلامية لها جنحت بها إلى جانب الاقتصاد التقدي، الأمر الذي اضطرّها إلى الاعتماد في تسعير خدماتها ومنتجاتها على سعر الفائدة بما يحمله من مضمون ربوي. وقد ظهر ذلك في عدّة أمثلة لعلّ أهمّها ما يخصّ أسلوب المراجعة. فبيع المراجعة يحدّد الرّبح الذي يضاف إلى ثمن الشراء للوصول إلى ثمن البيع الكليّ على أساس سعر الفائدة الذي تتعامل به المصارف التقليدية وذلك بالنسبة لكلّ السلع، المفروض أن يختلف السّعر بحسب نوع السلعة على أساس أن المصرف في هذه العملية تاجراً وليس ممولاً فقط.

وليس بخافٍ أن الاسترشاد بسعر الفائدة في تحديد ربحية الاستثمارات التي يقوم بها المصرف الإسلامي توجّه من شأنه أن يتسبّب في ربط النشاط المصرفي الإسلامي بنظام الفائدة، وهذا الارتباط سيعرّض تلقائياً تدفّقات وإيرادات ونفقات المصارف الإسلامية، وكذلك قيمة موجوداتها لمخاطرة سعر الفائدة كما يلي:

الفصل الثاني: تقييم أثر التوسع في الاستثمار قصير الأجل على أداء المصارف الإسلامية

للم زيادة في معدلات "ليبور" ستؤدي إلى زيادة هامش الربح، وبالتالي سداد أرباح أعلى في المستقبل للمودعين مقارنة بما تتسلمه المصارف الإسلامية من أرباح من مُستخدمي أموالها في المدى المتوسط والطويل.

للم وعلاوة على أنها ستؤثر على عائدات المصارف الإسلامية ونفقاتها، فإن التغيرات في سعر الفائدة ستغير كذلك في القيمة الحالية في تدفقاتها النقدية، وبالتالي ستؤثر في القيمة الحالية لموجوداتها والتزاماتها وفي الأدوات المالية خارج الميزانية. وستزيد المخاطرة خاصة وأن الفقهاء لم يتفقوا على السماح شرعاً باستخدام المشتقات (المستقبلات والخيارات والعقود الآجلة) بغرض إدارة مخاطر أسعار الفائدة وأسعار الصرف¹.

للم وزيادة على ذلك، فإن ارتباط تحديد هامش الربح بمعدلات "ليبور" يؤدي إلى تكرار الأسواق الإسلامية في الغالب هيكل الإقراض المبنية على أسعار الفائدة، وتعرض المصارف الإسلامية إلى تقلبات الأسواق التقليدية.

للم هذا، وتأتي خطورة الالتزام بثبات معدل الفائدة (لأن الفائدة لا تمثل غير الفرق بين سعر بيع وشراء النقود) من أن المشروعات ليست على درجة واحدة أو ثابتة من الربحية، فأرباح مبلغ مستثمر في مصنع للغزل ليست بالضرورة هي أرباح نفس المبلغ إذا استثمر في مصنع للحلويات أو في مشروع زراعي أو صناعي آخر. وعلى ذلك فإن توحيد معدل سعر الفائدة بشكل لا يدخل في اعتباره الفروق النوعية بين المشروعات يعني في النهاية تحيزاً لبعض المشروعات، كما يعني تشجيعاً ضمنيّاً لمشروعات المنتجات الكمالية، كما يعني فقدان النظرة الاجتماعية في منح التمويل. ويعني أيضاً صيغة من صيغ الجمود التي لا تتفق مع العدالة، وحرمان المجتمع من إقدام أفرادها على الاستثمار في مشروعات لا تتحمل دفع هذا السعر الثابت في مراحلها الأولى على الرغم من وجود حاجة ملحة إليها... وباختصار فإنه يعني قيلاً على مساهمة المصارف الإسلامية في التنمية المتوازنة في المجتمع².

➤ التوسع في الضمانات الثانوية وأثر ذلك على العمل المصرفي الإسلامي:

كنا قد أشرنا في معرض الحديث عن معوقات الاستثمار طويل الأجل إلى أن الطبيعة المميزة لاستثمارات المصارف الإسلامية تستوجب توافر ضمانات (أساسية) تتلاءم وخصوصية استثمارات تلك المصارف، وقد عددناها في عنصرين أساسيين وهما: المتعاملين الملائمين والجهاز الاستثماري الكفاء، وقدّمنا لها تفصيلاً. ولقد أشرنا في ذات الوقت إلى أنه بإمكان المصارف الإسلامية تعزيزاً لتلك الضمانات أن تلجأ إلى ضمانات ثانوية أو ما يصطلح عليه أيضاً بالضمانات التقليدية، وهي الضمانات العينية والفنية. على أنه يراعى أن يكون اللجوء إليها بصورة ثانوية كضمانات تكميلية، وأن يكون تطبيقها بصورة ملائمة لطبيعة فلسفة ونشاط المصرفية الإسلامية.

ورغم إدراك أهمية هذا الاستثناء نظراً للاختلاف الواضح بين أثر الضمانات الأساسية وأثر الضمانات الثانوية على النشاط الاستثماري، إلا أن اقتراب العمل المصرفي الإسلامي من العمل المصرفي التقليدي من خلال أسلوب المراجعة خاصة، دفع بالمصارف الإسلامية إلى الإحلال بذلك الاستثناء، فالتجّه نحو اعتماد الضمانات

¹ - محمد عمر شابر وحبیب أحمد، "الإدارة المؤسسية في المؤسسات المالية الإسلامية"، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، الطبعة الأولى، 2006، ص 74.

² - أحمد عبد العزيز النجار، "100 سؤال و100 جواب حول البنوك الإسلامية"، الاتحاد الدولي للبنوك الإسلامية، القاهرة، 1981، ص 73-74.

الفصل الثاني: تقييم أثر التوسع في الاستثمار قصير الأجل على أداء المصارف الإسلامية

الثانوية اعتماداً مُفرطاً، وأضحت هذه الأخيرة بديلة عن الضمانات الأساسية، يُعتمد عليها في السيطرة على المخاطر، والمتمثلة أساساً في مخاطر عدم الالتزام بالسداد.

وقد ترتب على هذا التوجه الجديد للمصارف الإسلامية أن احتل الضمان التقليدي من الزهونات والضمانات العينية درجة متقدمة عند دراسة واختيار العمليات الاستثمارية لدرجة أن تبدلت القاعدة التي كانت سائدة لدى البعض من المصارف " أن ما يعنينا ليس ما عند العميل بل العميل ذاته" وأصبحت " أن ما يعنينا هو نوعية وطبيعة الضمان المتوفر لدى العميل". الأمر الذي أدى إلى انحراف النموذج التمويلي في التطبيق عن أحد أسسه التي تجعل الاعتبار الأول عند منح التمويل لعامل الكفاءة العملية والأخلاقية في العميل، فتقلصت بذلك قدرة مساهمة المصارف الإسلامية في علاج مشكلة البطالة من خلال تمويل قطاع عريض لا تتوافر لديهم مثل تلك الضمانات العينية، وأضحت الخدمة الاقتصادية لتلك المصارف وفقاً على الفئات الميسورة في المجتمع. ومع التركيز على الضمانات الثانوية قلَّ اهتمام المصارف بربحية المشاريع وجدديتها وأثرها التنموي، فانسلخت بذلك عن أكثر المسؤوليات أهمية وأقصد بذلك مسؤولية تخصيص الأثر لموارد المجتمع وانتقاء أفضل المشاريع وأكثرها منفعة اقتصادية وعائداً اجتماعياً.

➤ **عدم القدرة على تسهيل الأصول**، فانتشار أساليب التمويل القائمة على أساس الدين (باستثناء الإجارة) يُحدث مشكلة عويصة، وتتمثل في صعوبة تحويل تلك الأساليب التمويلية إلى أدوات مالية يمكن التفاوض بشأنها الأمر الذي يخلق صعوبة كبيرة جداً للمصارف في حال توجيهها نحو إعادة تشكيل محتويات محفظة الاستثمار في حال تغير الظروف. فمجرد إحداث الدين لا يمكن تحويله إلى أي شخص إلا بقيمته الاسمية، وهو ما يجعل هيكل السوق المالية الإسلامية غير قابلة للتسييل بدرجة عالية، ويمثل ذلك عقبة أساسية في تطوير أسواق ثانوية في الأدوات المالية الإسلامية¹، خاصة وأنها الحاجة الملحة للمصارف الإسلامية اليوم في طريقها نحو النجاح.

➤ **قصر هيكل الموجودات**، فالمراجعة، وهي بطبيعتها ممارسة تجارية، تمثل عقداً قصير المدى. وبالرغم من أنه يمكن تصوّر تصميم عقد بيع بالأقساط يقوم على المراجعة، ويدوم لعدة سنوات، إلا أن الاحتياجات التي يمكن استخدام أسلوب المراجعة من أجلها حقيقة هي احتياجات قصيرة المدى بشكل عام. لذلك فإن معاملات المراجعة التي دخلتها المصارف الإسلامية ظلّت وستكون قصيرة المدى بشكل عام. وبما أن المراجعة ترد في نسبة كبيرة من استثمارات المصارف الإسلامية، فإن هيكل الموجودات قد أصبح كذلك قصير الأجل.

➤ **التعرض لمخاطر الإزاحة التجارية**، فقد يعجز المصرف الإسلامي بسبب المنافسة التجارية في السوق المصرفية (النّاجمة أساساً عن الترويج لعقود المراجعة وبيع التقييط والآجال) عن إعطاء عائد منافس على الودائع مقارنة بالمصارف التقليدية المنافسة، فيلجأ عندئذ إلى دعم عائدات الودائع من أرباح المساهمين لأجل أن يمنع أو يقلل من لجوء المودعين إلى سحب أموالهم نتيجة العوائد المنخفضة عليها².

¹ - منور إقبال وآخرون. "التحديات التي تواجه العمل المصرفي الإسلامي"، مرجع سبق ذكره، ص55، بتصرف.

² - طارق الله خان وحبيب أحمد، "إدارة المخاطر، تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية"، مرجع سبق ذكره، ص68، بتصرف.

الفصل الثاني: تقييم أثر التوسّع في الاستثمار قصير الأجل على أداء المصارف الإسلاميّة

➤ يؤدي التوسّع المفرط في معاملات المراجعة وخاصة في السلع الدّولية إلى توجيه الأموال الفائضة إلى منشأ العجز في المجال الاقتصادي، ومن شأن هذا أن يشوّه كفاءة توزيع الموارد اللّازمة للتنويع الفعلي للمحفظة الاستثمارية والإدارة الفعالة للسيولة للمصارف الإسلاميّة.

➤ قد تضطرّ المصارف الإسلاميّة نتيجة توسّعها في الاستثمار قصير الأجل إلى استخدام ودائع طويلة الأجل الأمر الذي يؤدي إلى تعطيل الوظيفة الأساسيّة لها، حيث كان من الضّروري أن تلج بها مشروعات حيوية وهامة للمجتمع (المشروعات الإنتاجية) بالنظر إلى توافقها مع طبيعة هذه المشروعات.

➤ إن اتّسع أنشطة المصارف الإسلاميّة وانتقالها من الدّور التمويلي إلى النشاط التجاري يؤدي بها لأن تكبر بقوة لتصبح مؤسسات احتكاريّة ضخمة باستطاعتها أن تسيطر، وأن تفرض الأسعار التي تريدها لأيّ بضاعة مُستوردة، وأن تحدّد نسبة الأرباح المضافة على هذه البضائع، وبالتالي فإن المجتمع والشّعب ككل سيجد نفسه تحت رحمة هذه المصارف.

➤ إن أخوف ما يخاف على المصرفية الإسلاميّة من تماديها في أسلوب المراجعة أن تتحوّل من أدوات تبادل تجارة وثروة إلى أدوات إدارة الدّيون. هذا الخطر الأول، أمّا الثاني فصنو سابقه، أي أنه بدلاً من أن تقود إدارة الأصول والخصوم إلى زيادة في المال أخذت فيما يشبه الانحراف عن مسارها لتصبح وعاءً ينضح ديوناً¹.

➤ يؤدي التوسّع في الاستثمار قصير الأجل إلى تضخيم الدّورة الإنتاجيّة وتشجيع التبذير والإفراط في المديونية ومزاحمة الاستثمار الإنتاجي.

➤ إن توسّع المصارف الإسلاميّة في عمليات المراجعة سبّب ضعفاً كبيراً في كفاءة العاملين بها، إذ ترسّخ لدى أصحاب القرار فكرة الرّبح السّريع وتجنّب المخاطرة، وانخفضت جهود المصرف الإسلامي في تكوين الكفاءات الاستثمارية.

➤ دخول المصرف الإسلامي في عمليات شراء وبيع في أسواق سلعية لا يُساعد السلطات النّقديّة على التحكّم في المعروض النقدي² بالشّكل الذي يمكن معه تحقيق أهداف السياسة النّقديّة للدولة ككل.

➤ قد يؤدي التوسّع في الاستثمار قصير الأجل إلى توسيط سلع لا أثر لها في دعم النشاط الحقيقي أو توليد قيمة مُضافة للاقتصاد.

➤ تكريس عقلية الاستثمار قصير الأجل يؤدي إلى حرص المسلمين على ترك المشاريع التي ينخفض عائدها عن سعر الفائدة السّائد.

➤ قد يؤدي توسّع المصارف الإسلاميّة في عمليات المراجعة إلى تضخيم حجم الدّيون المعدومة والمشكوك فيها.

➤ نفقات التمويل قصير الأجل تعتبر ثقيلة لعدم قابليتها للتجزئة.

وهكذا يتّضح أن المصارف الإسلاميّة وبسبب أخذها بالنّمودج المصرفي التقليدي من خلال تركيزها على

¹ - محمد بن مسلم الرّداي، "إدارة البنوك الإسلاميّة بعد عولمة الأسواق"، المنظمة العربيّة للتنمية الإدارية، بيروت، 2001، ص 137، بتصرف.

² - حسين كامل فهي، "أدوات السياسة النّقديّة التي تستخدمها البنوك المركزيّة في اقتصاد إسلامي"، مرجع سبق ذكره، ص 76-79.

الفصل الثاني: تقييم أثر التوسّع في الاستثمار قصير الأجل على أداء المصارف الإسلاميّة

الاستثمار قصير الأجل بشكلٍ مُفرط، تعتبرها مُشكلات جوهرية (من غياب لفروق جوهرية بين المنتجات المالية الإسلاميّة والتقليدية، ممّا جعلها نسخة مشوّهة لا يوجد فيها أيُّ أصالة أو تميّز. واختلال في العدل والتوازن بين طرفي المعاملة في الحقوق والواجبات مع إقبال كاهل العميل بأكثر الواجبات المتعلّقة بالمعاملة. وتنامي حالات عدم الرضا لدى المتعاملين، وتراجع مستوى المصداقية والثقة القائمة، والشّعور باستغلال الهوية الإسلاميّة للمنتجات دون الالتزام بمضمونها والقيام بواجباتها) قد تخرج بها عن طبيعتها وخصائصها وتؤثّر بشكلٍ كبير على كفاءة أدائها وفعاليتها في تحقيق أهدافها.

وبرأينا ستظلُّ هذه المشكلات قائمة ما دامت تلك المصارف راكدة في مُستنقع المراجعة، وما دام من بيده القرار لا زال لاصقاً في المراجعة ولا يتحرّك، ومادام أصحاب الخبرة المصرفية ماضون في اتّهامهم للمشاركة ونحوها دون دليلٍ أو سببٍ وجيه. بل وقد تزداد التعقيدات ويؤلف الانحراف ويصعب التحوّل في ظلّ عدم امتلاك تلك المصارف اليوم لخطّة وأدوات ومراحل للخروج من هذه الأزمة.

خلاصة الفصل الثاني:

عُني هذا الفصل بدراسة وتحليل الهيكل الاستثماري الزاهن للمصرفية الإسلامية وتقييم أثره على الأداء العام. وبعد عرضٍ شاملٍ لواقع ذلك الشّكل من الاستثمارات لدى عيّنة من المصارف الإسلامية، ووقوفٍ على أهمّ المظاهر التي تحمل إشارة صريحة على توسّع المصرفية الإسلامية في النشاط الاستثماري قصير الأجل بشكلٍ مُفرط، وبيانٍ لأبرز آثار ذلك التوسّع على أدائها، انتهى البحث إلى عدد من النتائج لعلّ أرححها وزناً وأكثرها إحاطةً بالمسائل المحقّقة ما يلي:

☞ دلّت النتائج العمليّة لدراستنا الميدانية على أن المصارف الإسلاميّة قد اختارت التركيز على أداء الوظيفة التجارية، فاستخدمت أسلوب المراجعة وما يشبهه من الأساليب لتمويل الأنشطة والعمليات التي ترتفع فيها درجة الضّمان، وتقلُّ فيها درجة المخاطرة، وتعدُّ بأرباح عالية وتؤمّن سيولة كافية، وأولت قطاع التجارة والعقارات عناية خاصّة، وانتبذت القطاعات الإنتاجية الأخرى من زراعة وصناعة.

☞ أظهرت النتائج العمليّة لدراستنا الميدانية على أن المصارف الإسلاميّة اختارت التركيز بشكلٍ مُفرطٍ على أسلوب المراجعة لأسباب عديدة أبرزها انخفاض درجة المخاطرة والسيولة وبساطة الإجراءات. وبدرجة أقل على أسلوب الإجارة، فيما لم يحظ أسلوب السّلم والاستصناع بأيّ اهتمام يُذكر.

☞ دلّت الدّراسة النّظرية بتأييد من الواقع العملي أن التوسّع الحاصل في الاستثمار قصير الأجل لدى المصارف الإسلاميّة كان نتاجاً لتوسّعها المفرط في عمليات المراجعة، وتفضيلها للمجالات التجارية والماليّة، ومنحها أولويّة للاستثمار في رأس المال العامل، إلى جانب اهتمامها بالماتجة بالعملات والمعادن النفيسة والإيداعات.

☞ كشفت النتائج الميدانية على تفضيل المصارف الإسلاميّة لقطاع التجارة مقارنةً بالقطاعين العقاري والمالي لأسباب كثيرة كالمرونة والحيوية واستمرار الطّلب وسرعة العائد وتوفّر المعلومات الفنيّة والخبرات اللازمة ونحو ذلك.

☞ تكشّف لنا من خلال البحث والتحليل أن نهج التوسّع في الاستثمار قصير الأجل الذي اختارته المصرفية الإسلاميّة بعد فترة من العمل قد حظي بتأييد وقبول، وهذا رغم تناقضه مع التنظير الأوّلي.

☞ دلّت الدّراسة النّظرية وعلى أثرها الدراسة الميدانية على أن توسّع المصارف الإسلاميّة في الاستثمار قصير الأجل قد حمّلها آثاراً سلبيةً جمة، إذ حدّ كثيراً من دورها التنموي والاجتماعي وجعلها على مَقْرَبَةٍ ممّا تصنعه قريبتها (المصارف التجارية التقليديّة) في ذلك المجال، وقلّص من كفاءتها التشغيلية حيث رفع من مستوى السيولة لديها وحقّض معدّلات ربحيتها، وجعلها أكثر عُرضة للمخاطر التي هي في غنى عنها، وحقّط كثيراً من شخصيتها حتى راج عنها أنّها شعار إسلامي لاحظ له من التطبيق الواقعي، وجعل منها في الجملة نشاطاً تابعاً للصّناعة المصرفية التقليديّة رغم الاختلاف الواسع بينهما نهجاً وعملاً.

☞ دلّت الدّراسة النّظرية على أن لجوء المصرفية الإسلاميّة إلى العمل بأسلوب المراجعة بشكلٍ مُغالي فيه إنّما هي حيلة أكثر منها انحرافاً مؤقتاً يمكن تصحيحه والعدول عنه متى ما أتيحت الظروف الملائمة لذلك.

الفصل الثالث: مفاهيم عامّة حول التصكيك الإسلامي وأهميته الاقتصادية

تمهيد:

لكن دَلَّ التحقيق النَّظري والدراسة الميدانية التي تقدّمت على أن ثمة توسّعاً مُفرطاً للمصارف الإسلامية في الترويج لعقود المراجعة وبيع التقييد والآجال ونحو ذلك من أساليب الاستثمار قصير الأجل، ولكن ظهر لنا بعد الاستقصاء والتحليل أن ذلك المتّجه قد حملها آثاراً سلبية كثيرة، إنَّ على مستوى الدّور التنموي والاجتماعي وعلى جانب كفاءة الأداء التشغيلي، أو على مستوى شخصيتها ونحو ذلك. فإنّه وتأسيساً على ذلك، ثمة قلقٌ وخوف عند القائمين على شؤون المصرفية الإسلامية، ويتمثّل ذلك القلق والخوف في الخشية من إصابتها بالتراجع والتقهقر والاضمحلال، بعد أن باتت كياناً شامخاً في المضمار الاقتصادي والمالي.

وليس من الوارد التغلب على تلك الآثار السلبية ما لم يكن ثمة اهتمام بالبحث عن الحلول التي تحول دون وقوع هذه الأخيرة. وإنَّ من تلك الحلول الواعدة ذلكم الابتكار المالي الذي جادت به المالية الإسلامية منذ وقت قريب، والذي بات يُعرف بالتصكيك الإسلامي.

إنَّمرّد هذا الاختيار هو حُسبانها خير وسيلة مُعاصرة يُخاطب بها ذلك الواقع المؤسّف الذي أضحت تعيش في كنفه المصارف الإسلامية، واعتبارها أحسن السبل الكفيلة بنقل العمل المصرفي الإسلامي من عددٍ من الأساليب التمويلية قصيرة الأجل، وخاصّة من دائرة المراجعة المصرفية التي حُوصرت فيها - بوعيٍ أو بدونه - أشكال التمويل المصرفي الإسلامي في العصر الرّاهن، إلى أساليب تمويلية استثمارية تفتح له آفاقاً وحضوراً فاعلاً في الحياة الاقتصادية الإسلامية المعاصرة.

تأسيساً على تمهّد، فإن هذا الفصل يسعى جاهداً إلى تسليط الضّوء على هذا المبتكر المالي المعاصر للإحاطة بمكوناته ودقائقه. وبشكلٍ تفصيلي تستهدف هذه المحطّة البحثية دراسة ما يلي:

المبحث الأوّل: الإطار النَّظري للتصكيك الإسلامي.

المبحث الثّاني: آليات التصكيك الإسلامي حسب نوعية الصّكوك أو المنتج.

المبحث الثّالث: الأهمية الاقتصادية للتصكيك الإسلامي.

المبحث الأول: الإطار النظري للتصكيك الإسلامي

لقد أصبح التصكيك الإسلامي بشهادة العالمين الماليين من أكثر منتجات المصرفية الإسلامية المعاصرة نمواً واتساعاً، وأضحت التطورات فيه مُتسارعة ومُتعاقبة على نحو فاق التوقعات. وقد غدا بفعل ذلك التطور الحثيث والحضور الباهر حديث الساعة، وأصبح الطرح الفكري النظري العام له من الأهمية بمكان للعاملين والمهتمين بمجمل المصرفية الإسلامية خصوصاً والماليين والاقتصاديين عموماً، لاستيعابها فئة من الخصائص والمزايا ندر وجودها في قرينه التوريق التقليدي، ولحاجة الصناعة المالية الإسلامية إلى أدوات ومنتجات معاصرة تُسعفها على تدوير أصولها الضخمة، وعلى مواكبة ومُصاحبة التطورات والتحوّلات التي تشهدها الحياة الاقتصادية، والتي لا ينفع معها استمرار الانكفاف حول القديم من الأساليب والانكفاء بالتقليدي من الوسائل التي أثبتت الأيام والوقائع تضاًؤل جدواها.

تفصيلاً لما سبق من طرح، يهدف هذا المبحث بشكلٍ دقيق إلى ضبط المراد بمصطلح التصكيك الإسلامي، واستحضار شيءٍ من حيثيات نشأته وتطوره، وإلى بيان ما بينه وبين مصطلح التوريق التقليدي من علاقة اتفاق وافتراق، وإظهار جانب من الإطار العملي والشّرعي للعملية (أي التصكيك).

المطلب الأول: التصكيك الإسلامي، مفهوماً ونشأةً وتأصيلاً

تتألفبينة العنوان العام للمبحث، وهي العتبة الدلالية الأولى، من مصطلح مهميُجلي المنحى العام للفصل ككل، وهو مصطلح التصكيك. وقد رأينا من الضّرورة المنهجية بيان هذه المفردة، تمهيداً لوضع المفاهيم في نصابها، وتيسيراً لأسباب الفصل بينها وبين ما يُرادفها من مُصطلحات من حيث المعنى أو من ناحية المبني.

أولاً: مفهوم التصكيك الإسلامي

بالبحث في بطون المعاجم والقواميس اللغوية المتوافرة بين أيدينا نجد أن كلمة التصكيك هي لفظة مشتقة من الصك، وهو الورقة التي تُثبت استحقاقاً ما أو أمراً بتنفيذ مضمونه، مثل صكك الرزق التي تصدر عن وليّ الأمر لمستحقيها، وجمعه أصك وصكوك وصكاك¹.

أمّا التصكيك اصطلاحاً² فإنه ينصرف للتعبير عن تلك الآلية التي تستهدف أساساً تحويل الأدوات المالية الاستثمارية إلى أوراق مالية (صكوك)، يسهل تداولها بيعاً وشراءً في سوق الأوراق المالية. وقد اجتهد زُمرة من الباحثين في المصرفية الإسلامية في محاولة صياغة تعريف إجرائي له يعبر عن حقيقته بالمضمون الإسلامي يعرفه أحدهم بأنه عملية تقسيم الأعيان المؤجّرة أو منافعها أو موجودات المشروعات القائمة، أو رأس مال المضاربة أو المشاركة أو الوكالة في الاستثمار، أو ثمن شراء بضاعة المرابحة أو السلم أو الأعيان المصنّعة أو تكلفة تصنيعها أو نفقات زراعة الأرض، أو تكاليف تحصيلها إلى أجزاء يمثّل كلٌّ منها صك أو سند أو ورقة مالية، وذلك بقصد

¹ - أبو الفضل جبال الدين محمد بن مكرم (ابن منظور)، "لسان العرب"، دار صادر، بيروت، الطبعة الثالثة، الجزء العاشر، 1414هـ، ص 457.

² - نقر هنا أن المدونات الفقهية قد تجاوزت صياغة تعريف منضبط لمصطلح التصكيك، ولا غرو في هذا، ذلك لأن التصكيك لا نخاله كان ذات يوم - محل اهتمام لدى فقهاءنا الأقدمين - رحمة الله عليهم - وذلك بحسبان التصكيك من الأمور المستحدثة في الملة عامة، وفي عالم القبول والاستثمار خاصة، فضلاً عن أن الحاجة الآنية والمصلحة الزمنية لم تكونا تدعوان العالمين في تلك الأيام الخوالي إلى إيلاء عملية التصكيك جانب العناية والاهتمام الذي تحظى به اليوم في عالم المال والأعمال.

الفصل الثالث: مفاهيم عامة حول التصكيك الإسلامي وأهميته الاقتصادية

عرض هذه الصّكوك التي تمثّل هذه الأجزاء للبيع¹.

وعرّفه آخر بأهعبارة عن سلسلة من العقود التي يتمّ من خلالها وضع أصول موجودة في الحال، أو تُوجد في المستقبل، دارةً للدخل كضمان أو أساس مُقابل إصدار صكوك تُعتبر هي ذاتها أصولاً مالية قابلة للتداول في الأسواق المالية².

وانصرف آخر إلى تحديد المراد بالتصكيك فقدّمه على أنه العملية التي يُقصد منها إصدار أوراق مالية قابلة للتداول تستند إلى وعاء يتضمّن أصولاً تتحوّل ملكيتها (بالبيع) من مالكيها الأوّل (مولّد الأصول) إلى شركة ذات غرض خاص تسمى مُصدر الصّكوك تشتري تلك الأصول بقيمة نقدية، وتدفع الثمن للبائع من حصيلة الصّكوك الصّادرة عنها³.

وأوسع ممّا تقدّم ما جاء فيقرارمجمعالفقهاءالإسلاميالدوليفي دورته التاسعة عشر-بالشّارة 2009-من أنالتصكيك (التوريقالإسلامي) كما يُصطلح عليه البعض الآخر) هو "إصداروثائقأوشهاداتماليةمتساويةالقيمةتمثّلحصصاًشائعةفيملكيةموجودات (أعياناًومنافعاًوحقوقاًوخليطمنالأعيانوالمنافعوالنقودوالديون) قائمةفعالاًوسيتماينشاؤهامنحصيلةالاكتتاب، وفقعقدٍشرعيوتأخذأحكامه"⁴.

ثانياً: التّأصيل الشّرعي لعملية التصكيك الإسلامي

إنّ تجاوز المدوّنات الفقهيّة عن صياغة تعريف لمصطلح التصكيك كما سبق وأشرنا آنفا لا يحول - بأيّ حالٍ من الأحوال - دون استنباط حكم شرعيّ مناسب له من ثنايا ما جادت به تلك المدوّنات من مبادئ وأحكام وقواعد كلّية رصينة مُتماسكة، كانت ولا تزال قادرة على توجيه سائر مستجدّات المعاملات وفق المراد لله جلّ جلاله.

واعتباراً من ذلك، وانطلاقاً من كونالتصكيك في حقيقته عملية تستهدف تقسيم ما يمثله الصك من أعيان ومنافع وحقوق وأنشطة إلى حصص مُتساوية، ثمّ إصدار صكوك بقيمتها، وأن هذا التقسيم والتجزئة لا يتعارضان مع مبادئ الشريعة الإسلاميّة وأحكامها بل يتفقان مع مبدأ الحصص الشائعة وجواز المشاركة فيها⁵. ومن أن صكوك الاستثمار تُعبّ للعقد الأساس بنظمه والموجودات التي يتمثّل بها⁶، فإنه إذا كانت موجوداته ممّا يجوز تداولها

¹ - حسين حامد حسان، "صكوك الاستثمار"، ورقة بحثية مقدمة لهيئة المحاسبة والمراجعة والمؤسسات المالية الإسلاميّة، البحرين، 2003.

² - منذر قحف، "سندات الإجارة والأعيان المؤجّرة"، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، الطبعة الأولى، 1995، ص 34، بتصرف.

³ - محمد علي القري بن عيد، "الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها"، ورقة بحثية مقدمة للدورة التاسعة عشر لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، الشارقة، الإمارات العربية المتحدّة، 2009.

⁴ - أنظر قرار مجمع الفقه الإسلامي رقم 178 (19/4)، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد التاسع عشر، 2009.

⁵ - للتوسع أكثر أنظر: عبد السلام داود العبادي، "سندات المقارضة"، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد الرابع، 1988، ص 1546.

⁶ - للتوسع أكثر أنظر: حسين حامد حسان، "ضمان رأس المال أو الربحي صكوك المضاربة أو سندات المقارضة"، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد الرابع، 1988، ص 1452.

الفصل الثالث: مفاهيم عامة حول التصكيك الإسلامي وأهميته الاقتصادية

جاز تصكيك الصّكوك لها وإن لم تك كذلك مثل الدّيون، فلا يجوز تصكيكها لأجل التداول، ولكن تصكيكها من حيث هو لا مانع منه شرعاً، وحينئذٍ تطبّق عليه أحكام التصرف في الدّيون¹.

وعلى وجهٍ آخر، فإنّ التعامل في الصّكوك يندرج في صيغة المشاركة، وهي صيغة يتم فيها الاستثمار عن طريق خلط الأموال بقصد تحقيق الأرباح، وتوفّر الظروف الجماعية للاستثمار المشترك. وقد اشتملت الشريعة على تنظيم وافٍ للمشاركات من خلال المبادئ العامة، وتمخّض عن ذلك عدّة صيغ لها تمّ الاهتمام بها في الفقه الإسلامي، وهي تمثل نوعيات متعدّدة تفي بمختلف التطبيقات، ومن بينها شركة العنان التي تتم بين مالٍ ومالٍ وتعتبر هي الأرضية الصّالحة لتكليف الصّكوك الاستثمارية كمنتج لآلية التصكيك، بعد إعطائها صفة الشخصية الاعتبارية التي لا يُنظر فيها إلى الشخص الشريك بل إلى حصّته (صكوكه)².

ثالثاً: نشأة وتطور آلية التصكيك الإسلامي

يجنح كثيرٌ من الباحثين في الشّأن المالي الإسلامي إلى القول بأن الفقه الإسلامي قد سبق الاقتصاد التقليدي إلى الصّكوك كوثيقة لإثبات حق، ويستندون في إثبات ذلك على عددٍ من المعاملات والممارسات التي وقعت في العالم الإسلامي. ولعلّ أشهر ما في ذلك تجربة صكوك الطّعام التي أشار إليها الإمام النووي في شرحه على مسلم عندما قال أبو هريرة - رضي الله عنه - مروان بن الحكم: "أحللت بيع الصكاك وقد نهي رسول الله صلى الله عليه وسلم عن بيع الطّعام حتى يستوفي"، وقد علّق الإمام على ذلك بقوله: "الصكاك جمع صك وهو الورقة المكتوبة بدين، ويُجمع أيضاً على صكوك، والمراد بها هنا الورقة التي تخرج من وليّ الأمر بالزّرق لمستحقه بأن يكتب فيها للإنسان كذا وكذا من طعام أو غيره فيبيع صاحبها ذلك لإنسان قبل أن يقبضه. وفي جواز البيع قبل القبض قضية خلافية"³.

ويُفهم من كلام النووي أن الصّكوك كما أطلق على أحد النوعين من الوثائق:

الأولى: الوثائق التي تُثبت الدّين، وتستخدم لضبط الدّين. غير أنه يُشار للتوضيح أنه لا توجد علاقة بين صك الدّين في كلام النووي وصك التوريق المعروف. فالنّووي يقصد صك إثبات الدّين لا بيعه، لأن هذا ممّا هو محرّم شرعاً لمكان الرّبا الصّريح فيه.

الثّانية: تلك الوثائق التي تثبت حقاً في طعام أو غيره، وهو الأشبه بالصّكوك خصوصاً عند إيراده خلاف الفقهاء في جواز بيعه وهو التداول.

ومن الأمثلة والضّرُوب التي أُسْتُنَد لها في إثبات سبق الاقتصاد الإسلامي في العمل بالتصكيك ما ورد عن

¹ - علي محي الدين القرّة داعي، "الصّكوك الإسلامية ودورها في التنمية وتحويل البنية التحتية"، ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر الدوحة الثاني للمال الإسلامي: الصيرفة الإسلامية بين الواقع والمأمول، مرجع سبق ذكره.

² - عبد الستار أبو غدة، "ضوابط الاستثمار بالصّكوك لإيجاد السوق الثانوية للتمويلات الإسلامية"، دون ناشر، دون تاريخ، ص 13، بتصرف.

³ - أبو زكريا يحيى بن شرف النووي، "شرح النووي على صحيح مسلم"، دار إحياء التراث العربي، بيروت، الطبعة الثانية، الجزء العاشر، 1392هـ، ص 171.

الفصل الثالث: مفاهيم عامة حول التصكيك الإسلامي وأهميته الاقتصادية

الزبير بن العوام - رضي الله عنه - أنه كان يستخدم الصكوك في تجارته الخارجية. فقد كان لا يقبل الودائع، ولكنه يطلب إلى المودع أن يجعلها قرضاً عنده، ويكتب له بذلك صكاً، فكان حامل الصك يعود إليه بعد فترة ليأخذ نقوده أو يسلم الصك عامل الزبير في المدينة التي سيسافر إليها ويأخذ نقوده¹.

كما شاع استخدام الصكوك للأغراض التجارية واستعمالها فيتأدية المدفوعات بدلاً من الدفع النقدي. ومن أمثلة ذلك ما ورد عن سيف الدولة الحمداني عندما جاء بغداد زائراً متحققاً، فخدمه بعض الناس من غير أن يعرفوه، فلما هم بالانصراف كتب لهم صكاً إلى أحد الصيارفة ببغداد بألف درهم، فلما أعطوا الصير في الرقعة أعطاهم ما فيها في الحال². وبالمثل شاع استعمال الصكوك للأغراض التجارية في مدينة البصرة، وصار لها قواعد وأصول معروفة من حيث طريقة الختم والشهود، وأصبح وجود الصراف ليس عنه غنى في سوق البصرة في حوالي عام 1010م³. وازدهرت الصكوك في العصر العباسي بشكل كبير من خلال ما أطلق عليه "السفتحة" في ذلك الوقت حيث لجأ الولاة في البداية إلى هذا الأسلوب في إرسال ما زاد من دخول ولاياتهم.

تأسيساً على هذا العرض التاريخي، فإن من السائع القول بأن العالم الإسلامي قد شهد حقاً سبقاً في العمل بالتصكيك أو بالأحرى بالصكوك، بيد أن ما يُلاحظ على استخدامات هذه الأخيرة آنذاك هو أنها استعملت كوثيقة لإثبات حق مالي، والحال كذلك بالنسبة للصكوك الاستثمارية الإسلامية المعاصرة والتي هي في حقيقتها أيضاً وثيقة تثبت حقاً مالياً، ولكن ثمة فارق محسوس ملموس بين المفهومين يجدر التنبيه إليه، وهو أن الصكوك الحديثة إنما تُصدر اليوم وتتداول لأغراض الاستثمار بخلاف الصكوك المعروفة في كتب الفقه التي كانت تُصدر لإثبات حق وحسب، وقد يطرأ عليها بيع وشراء.

وإذ تبين هذا، فإن من الواضح أن عملية التصكيك لأغراض الاستثمار لم تكن معروفة في الفقه، وإنما نشأت وتطوّرت في أحضان الاقتصاد التقليدي، إذ يجد المتفحص للمدونات الاقتصادية المعاصرة أن بدايات إمارات عمليات التوريق كانت تحديداً في الولايات المتحدة الأمريكية في سبعينيات القرن الماضي⁴ حيث ارتبط هذا النوع من التمويل بشكل أساسي بالرهن العقاري، وكان ذلك عندما اشتدت أزمة الإسكان في الولايات المتحدة وعجزت مؤسسات الأوراق المالية عن الوفاء باحتياجات السوق من القروض العقارية، ولمواجهة هذا الإشكال تم التنسيق مع مؤسسة MacFreddie (وهي سوق للرهن العقاري تتبع الجهات الاتحادية)، حيث قامت هذه المؤسسة بتجميع الرهون العقارية التي اشترتها وأصدرت سندات مُقابلها وألحقتها بضمانات⁵ وهي فكرة عكست رغبة الحكومة

¹ - إنقذامة، "المغني (كتاب البيوع: باب القرض)"، دار إحياء التراث العربي، بيروت، الطبعة الأولى، 1985، ص 212.

² - سامي حسن حمود، "خصائص العمل المصرفي الإسلامي"، ورقة بحثية ضمن كتاب بعنوان "السياسة الاقتصادية في إطار النظام الإسلامي"، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، الطبعة الأولى، 1997، ص 370، بصرف.

³ - سامي حسن حمود، "تطوير الأعمال المصرفية بما يتفق والشريعة الإسلامية"، مرجع سبق ذكره، ص 46.

⁴ - لمزيد من التفصيل أنظر: منير هندي إبراهيم، "إدارة المخاطر باستخدام التوريق والمشتقات - سلسلة الفكر الحديث في الإدارة المالية"، منشأة المعارف، الإسكندرية، الطبعة الثالثة، 2011، ص 422-428. عمر محمد إدريس، "المال واستخداماته بوصفه أصلاً في إصدار الصكوك في سوق الأوراق المالية"، جمعية دار البر، دبي، الطبعة الأولى، 2013 ص 153-156.

⁵ - عبيد علي أحمد الحجازي، "التوريق ومدى أهميتها في ظل قانون الرهن العقاري"، دار النهضة العربية، القاهرة، الطبعة الثانية، 2001، ص 03-07.

الفصل الثالث: مفاهيم عامّة حول التصكيك الإسلامي وأهميته الاقتصادية

الاتحادية آنذاك في تطوير سوق ثانوية للرهن العقاري للمنازل. وعلى إثر هذه التجربة انتشر نظام التصكيك في دول مختلفة من العالم اعتباراً من منتصف الثمانينيات كوسيلة حيوية لدعم التمويل المصرفي لأغراض السكن، وكأداة فاعلة لإدارة الميزانية بشكل أفضل. وامتدّ بعد ذلك هذا النظام ليشمل قروضاً بأنواع مختلفة غير الرهونات العقارية. وكغيرها من الأنظمة المالية فقد استفادت الهندسة المالية الإسلامية بدورها من جهود الغربيين في تطوير عملية التصكيك، فكان أول طرح لموضوع الصّكوك الإسلامي كبديل لسندات الدّين في المؤتمر الأوّل للاقتصاد الإسلامي عام 1976، ثمّ تبع ذلك عدّة محاولات، منها محاولة سامي حمود في دراسته عن "سندات المقارضة" المقدم عند وضع مشروع قانون البنك الإسلامي في الأردن عام 1977. وقد طوّرت فكرته حينما عُرضت على وزارة الأوقاف الأردنية للاستفادة منها في إعمار أراضي الوقف، ثم ما لبثت أن قبلت الفكرة ولقيت استحساناً من طرف مجمع الفقه الإسلامي عام 1988 فأقرّ مشروعيتها بأسس وضوابط شرعية حدّدها المجمع بذاته.

وابتداءً من هذا التاريخ بادرت العديد من الدول الإسلامية إلى تبني مشروع وفكرة الصّكوك الإسلامية لمواجهة العجز في ميزانيتها وتعزيز الانفاق العام، وبناء المنشآت الحيوية. وأوّل من أخذ بها فيما أعلم من الدول الخليجية مملكة البحرين.

المطلب الثاني: بين التصكيك الإسلامي والتوريق التقليدي

إن التصكيك اصطلاحاً مفردة تنطوي على معانٍ متعدّدة بحسب مضمون الاستحقاق الذي أشار إليه المعنى اللّغوي ومقتضياته، وقد ترادف أو تداخل استخدامه مع مفردات أخرى منها¹:

** التوريق، وهو عملية تحويل الأصول المالية غير السائلة وكذلك الديون الثابتة في ذمم المدينين إلى أدوات مالية "أوراق" قابلة للتداول في الأسواق المالية.

** التسنييد والسنددة، وفيها يكون البعد التوثيقي هو الأبرز، فالسند من حيث الأصل وثيقة إثبات محضّة، لكنّه صار يختصّ عرفاً بوثيقة إثبات مديونية ربوية قابلة للتداول في الأسواق المالية.

** التسهيم ومثله التقطيط، أي التجزئة إلى حصص أو أنصبة. ويكون لأيّ موضوع قابل للتجزئة مثل رأس مال للشركة أو رأس مال المضاربة أو رأس مال السّلم أو ثمن سلعة المرابحة أو حتى تجزئة مبلغ القرض إلى أجزاء متساوية

(سندات) بهدف دعوة الجمهور للاكتتاب بها، لكن مصطلح السّهم ينصرف عرفاً إلى الحصّة الشائعة يملكها المساهم في محل الشركة (رأس مالها).

ولأن محلّ المقارنة هنا كما يُشير إلى ذلك العنوان المدروس هو مفردة التوريق، فإننا سنركّز اهتمامنا على هذه الأخيرة بالذات، على اعتبار أنّنا سنتناول باقي المفردات فيما بعد.

ولكي تتّسم مقارنتنا بين المصطلحين، أي التصكيك والتوريق التقليدي، بشيء من الموضوعية والإحكام

¹ - عبد الجبار حمد السباني، "الأسمو التسهيم: الأهداف والمالات"، المجلة الأردنية في الدراسات الإسلامية، المجلد الخامس، العدد (2)، 2009، ص 12.

الفصل الثالث: مفاهيم عامة حول التصكيك الإسلامي وأهميته الاقتصادية

فإننا نمهد حديثنا بتسليط ضوء خفيف على معنى التوريق التقليدي أسوةً بتحديدنا لمعنى التصكيك الإسلامي من قبل.

عُرِفَ التوريق التقليدي على أنه أداة مالية مستحدثة تُفيد قيام مؤسسة مالية بجشد مجموعة من الديون المتجانسة والمضمونة بأصول ووضعها في صورة دين واحد معزّز ائتمانياً، ثم عرضه على الجمهور من خلال منشأة متخصصة للاكتتاب في شكل أوراق مالية للجمهور، تقليلاً للمخاطر وضماناً للتدفق المستمر للسيولة التقديسية للبنك¹.

وعُني بالتوريق عند البعض بأنه الحصول على الأموال بالاستناد إلى الديون المصرفية القائمة، وذلك عن طريق خلق أصول مالية جديدة. أو بعبارة أخرى هو تحويل الموجودات المالية من المقرض الأصلي إلى الآخرين ويتم غالباً من خلال شركات مالية أو الشركات ذات الغرض الخاص². وأريد به عند البعض الآخر تحويل الحقوق المالية (غير القابلة للتداول والمضمونة بأصول) إلى منشأة متخصصة ذات غرض خاص (شركة التوريق) بهدف إصدار أوراق مالية جديدة في مقابل تلك الحقوق المالية تكون قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية³.

أولاً: أوجه الاتفاق بين المصطلحين

وهي قواسم مشتركة يمكن استنباطها بناءً على تحليل مفردات التعاريف والمفاهيم المعروضة للمصطلحين:

- ☞ كلا الآليتين تهدف إلى تحويل ما هو غير سائل "أصول أو قروض أو الاثنين معاً" إلى أصول نقدية تُستخدم لتمويل عمليات جديدة وتوظيفات أخرى.
- ☞ في كلا العمليتين تتمتع القروض و/أو الأصول المراد توريقها بدرجة من الجاذبية بالنسبة للمستثمرين من حيث نوعيتها ودرجة تصنيفها.
- ☞ تؤدّي الصّكوك (كمنتج لآلية التصكيك الإسلامي) نفس وظائف السندات التقليدية (كمنتج لآلية التوريق التقليدي) القابلة للتداول من تعبئة الموارد من السوق، وحقن السيولة في المؤسسات والحكومات، وتوفير موارد ودخلٍ مستقر للمستثمرين.
- ☞ كلا الآليتين ينتج عنهما ورقة مالية قابلة للتداول فور إصدارها أو بتحقيق شروط معينة.
- ☞ تتفق الآليتين في الخطوات والإجراءات العملية، فيبدأ كلٌّ منهما من وجود أو اقتناء الأصل محل التوريق أو التصكيك، ثم يأتي إجراء النقل لشركة التوريق (ذات الغرض الخاص)، ثم إصدار الأوراق أو الصّكوك للاكتتاب فيها، ثم توزيع العائد، ثمّ التصفية.

¹ - أظّر كلا من: حسين فتحي عثمان، "التوريق المصرفي للديون: الممارسة والإطار القانوني"، دار الكتب، القاهرة، 1999، ص 35. غانم محمد أحمد، "التوريق: الماهية-المزايا-الإجراءات-العناصر-التوريق في الشريعة الإسلامية وتطبيقاته في بعض الدول العربية"، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2009، ص 08.

² - اتحاد المصارف العربية، "بحوث في التوريق وإدارة الموجودات والمطلوبات والرهونات العقارية"، اتحاد المصارف العربية، بيروت، 2002، ص 13.

³ - صالح الحناوي، "بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق"، دار الجامعة، الإسكندرية، 2002، ص 315.

ثانياً: أوجه الافتراق بين المصطلحين

على الرّغم من التماثل الكبير الملحوظ بين الآليتين من حيث الإجراءات، إلّا أننا نلاحظ وجود اختلافات جوهرية كثيرة بينهما، منها الظاهرة ومنها الباطنة، لعلّ أكثرها قصداً ودلالة¹:

☞ تتركز عملية التصكيك الإسلامي على موجودات حقيقية تكون متوافقة تماماً مع أحكام المعاملات الإسلامية الأساسية، وهذا عكس التوريق التقليدي الذي يقوم غالباً على توريق الديون.

☞ تخضع عملية تداول الصّكوك الإسلامية لعددٍ من الشّروط المتعلقة بطبيعة الموجودات التي تمثلها عند التداول فمثلاً إذا كانت أعياناً ومنافع، فإنها تتداول حسب الاتّفاق من حيث السّعر أو التّأجيل وهكذا.

☞ يصدر التوريق التقليدي في كلّ الأنشطة التي لا يمنعها القانون-وهي مجالات واسعة-، أمّا الصّكوك الإسلامية فلا تصدر إلّا في أنشطة تتفق وأحكام الشريعة.

☞ قد تصدر عدّة أوراق مالية وبشرائح مختلفة في التوريق التقليدي، بينما تصدر صكوك الاستثمار بمبالغ متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية الموجودات.

☞ عادةً ما تصدر الصّكوك بالاستناد إلى صيغة وحيدة وفق النّموذج التقليدي ويغلب عليها صيغة القرض الرّبوي، بينما تصدر الصّكوك الإسلامية وفقاً لصيغ التمويل الإسلامية المعلومة المعروفة.

☞ يحدث الاكتتاب من المستثمرين في الصّكوك الإسلامية بينهم مشاركة ويتمّ بصورة تراكمية، في حين أن الاكتتاب في السّنديات التقليديّة لا يترتّب عليه أي مشاركة بين حملة السّنديات، بل يكون دائنية متوازنة لعدم ارتباط حملتها بالمشروع (وهو الوعاء المشترك الذي تمثله الصّكوك)، وقد ينتظم حملة السّنديات عند الحاجة لدى جهة معيّنة تمثل حقوق الدائنين على مصدري السّنديات.

☞ وفقاً للنموذج التقليدي، يتمّ رد أصل المبالغ المستثمرة من قبل المورّق الأصلي وبالقيمة الأولى، في حين يُعطي المصكك الأصلي في النّموذج الإسلامي أولوية "حق خيار الشّراء"، والأساس أن يتمّ الرّد بسعر السّوق.

المطلب الثالث: عملية التصكيك، أطرافها وأركانها ومراحلها

تعتبر عملية التصكيك الإسلامي واحدة من عمليات إعادة الهيكلة المالية الحديثة، وهي عملية تقوم على أركان محدّدة، وتتم على مراحل متسلسلة تتضمّن كل واحدة منها مجموعة من الإجراءات، وتقتضي مشاركة مجموعة من الأطراف تجمعهم علاقات وتعاقبات.

أولاً: أطراف عملية التصكيك الإسلامي

تتمثّل هذه الأطراف فيما يلي:

¹ - أنظر في هذا كلاً من: مجلس الخدمات المالية الإسلامية، "المعيار رقم 07: متطلبات كفاية رأس المال للصكوك، والتصكيك، والاستثمارات العقارية"، 2009، ص 03. عبد الستار الخويلدي "إخفاقات الصكوك"، مجلة الاقتصاد الإسلامي لبنك دبي الإسلامي، المجلد 32، العدد 277، 2012، ص 387-388. فؤاد محمد أحمد محيسن، "نحو نموذج تطبيقي إسلامي لتوريق الموجودات"، ملخص موجه لمؤتمر الصكوك المنعقد من طرف مجمع الفقه الإسلامي الدولي في دورته التاسعة عشر، الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، 2009.

الفصل الثالث: مفاهيم عامة حول التصكيك الإسلامي وأهميته الاقتصادية

➤ **مالك الأصل أو المنشئ:** هي الجهة مالكة المشروع المنوي إقامته أو توسيعه¹ (المحتاجة إلى السيولة أو التمويل)، وتكون إما شركة أو فرداً أو حكومة أو مؤسسة مالية. تقوم باستخدام حصيلة الاكتتاب في المشروع المعين أو المحدد. لها أن تدير المشروع بنفسها، أو أنتفوض مدير استثمار للقيام بذلك. قد ينوب عنها في تنظيم عملية الإصدار مؤسسة مالية وسيطة مقابل أجر أو عمولة تحددها نشرة الإصدار.

➤ **وكيل الإصدار:** هو عادة مؤسسة مالية متخصصة (شركة ذات غرض خاص²) تقوم بتنظيم عملية الإصدار وإدارته وتقديم الصكوك للمستثمرين نيابة عن المصدر مقابل أجر أو عمولة تحددها نشرة الإصدار. وتكون العلاقة بين المنشئ ووكيل الإصدار على أساس عقد الوكالة بأجر.

➤ **المشترون (المستثمرون أو حملة الصكوك):** يُقصد بهم الجهة الراغبة في شراء الأصول محل التصكيك بهدف الحصول على عائد. ويكون هذا الطرف إما مصرفاً أو مؤسسة مالية محلية أو عالمية كبرى ذات ملائمة مالية عالية أو صندوقاً استثمارياً أو تحوطياً أو صندوق تقاعد أو فرداً.... الخ.

➤ **مدير الإصدار:** هو المؤسسة الوسيطة التي تنوب عن المكتتبين حملة صكوك الاستثمار في تنفيذ عقد الإصدار مقابل أجر معين.

➤ **متعهد الدفع:** هو المؤسسة الوسيطة التي تتعهد بدفع حقوق حملة الصكوك بعد تحصيلها.

➤ **مدير الاستثمار (مدير الأصول):** يمثل الجهة التي تتولّى إدارة الاستثمار وتوجيهه وفقاً للشروط المبيّنة في نشرة الإصدار، كما تتولّى هذه الجهة إعداد الدراسات الاقتصادية اللازمة، واختيار الصيغة والطريقة التي سوف تُدار بها أموال المستثمرين³. وتحدّد العلاقة بين مدير الاستثمار والمستثمرين (حملة الصكوك) على أساس المضاربة أو الوكالة، فإذا كانت على أساس عقد المضاربة يكون مدير الاستثمار هو المضارب الذي يستحق نسبة شائعة من الربح الذي سيحقق لاحقاً نظير جهده. أمّا إذا كانت على أساس عقد الوكالة، فيستحق الوكيل (مدير الاستثمار) أجراً معلوماً.

➤ **الأمين:** يكون عادة مصرفاً أو مؤسسة قادرة على القيام بمهام المصرف. وهو الطرف الذي تُنيط إليه مهمة حماية مصالح حملة الصكوك، والرّقابة على أعمال شركة الإدارة ومدى التزامها بالشروط المنظمة لهذه العملية الاستثمارية المبيّنة في نشرة الإصدار. وقد يترافق وجود الأمين منذ الترتيبات الأولى لعملية التصكيك، وقد يُعيّن لاحقاً، وذلك وفقاً للقوانين السارية والعرف المتعارف عليه. والأمين بوصفه وكياً عن حملة الصكوك فإن إنهاء خدماته تتم بإرادتهم بصفتهم الموكلين له.

➤ **مُساعد الأمين:** يقوم مساعد الأمين بالمتابعة اليومية لعمليات الاستثمار.

¹ - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، "المعايير الشرعية: صكوك الاستثمار"، البحرين، إصدار 2004، ص 325-326.

² - للتوسع حول مهام هذه الشركة أنظر: معبد علي الجارحي و عبد العظيم جلال أبو زيد، "أسواق الصكوك الإسلامية وكيفية الانتقاء بها"، ورقة بحثية مقدمة لندوة "الصكوك الإسلامية: عرض وتقييم"، جدة، المملكة العربية السعودية، 2010.

³ - عبد الستار أبو غدة، "صناديق الاستثمار الإسلامية - دراسة فقهية تأصيلية موسعة"، ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر للمؤسسات المالية الإسلامية دبي، الإمارات العربية المتحدة، 2005، ص 615.

الفصل الثالث: مفاهيم عامة حول التصكيك الإسلامي وأهميته الاقتصادية

➤ **المتعهد بالتغطية:** هو الجهة التي تلتزم بالاكتتاب فيما لا يتمُّ الاكتتاب به من الصكوك المصدرة من قبل المستثمرين. وتحتفظ بتلك الصكوك ثم تقوم بتسويقها وبيعها تدريجياً في أسواق رأس المال.

➤ **مؤسسات التصنيف الائتماني:** تقوم هذه المؤسسات بدور أساسي في عملية التصكيك، حيث تتولّى مهمة تصنيف الإصدارات المالية التي تطرح في أسواق رأس المال، وتحديد السعر العادل للأوراق المالية المصدرة¹.

➤ **مجلس أوصياء:** يمثل حملة الصكوك لمراقبة تنفيذ الاتفاقيات، إذ أن الشركة ذات الغرض الخاص لا تكون عادة تابعة لحملة الصكوك.

➤ **هيئة الرقابة الشرعية:** هي الجهة التي تقوم بدراسة هيكل الإصدار من الناحية الشرعية ومنح شهادة شرعية باعتماد آلية عقود ومستندات الصكوك، إضافة إلى وضع المعايير الشرعية التي تضبط عملية التصكيك².

ثانياً: أركان عملية التصكيك

تقوم عملية التصكيك على الأركان التالية:

➤ الركن الأول: الصيغة

هي كلُّ قول يدلُّ على الرضا بين الأطراف المشاركة لإنشاء التعاقد (الإيجاب والقبول)، وتشمل جميع أنواع العقود والمستندات المطلوبة لإتمام عملية التصكيك التي تختلف حسب نوع وطبيعة العملية.

➤ الركن الثاني: المتعاقدون

هم كلُّ من يتولّى إبرام العقد إما أصالة عن نفسه وإما نيابة عن غيره بتفويض منه. نذكر منهم على سبيل

المثال لا الحصر ما يلي:

- مالك الأصل (منشئ الأصل) وتمثّل في الشركة الراغبة في تصكيك أصولها.

- المستثمر (مشتري الأصل).

- المؤسسة الوسيطة: أي الشركة ذات الغرض الخاص.

وهؤلاء جميعاً ينبغي أن تتوافر فيهم شروط أهلية التصرف في الحقوق. هذا، ويجدر التنبيه إلى أن العلاقة بين طرفي العقد إنما تتحدّد معالمها وتفصيلاتها بناءً على نوع العقد الشرعي الذي بُنيت عليه الصورة من الصكوك.

➤ الركن الثالث: المعقود عليه أو محل العقد

هو المبيع والثمن. والمبيع هنا هي محفظة الأصول المراد تصكيكها. والثمن هو ما يدفعه المشتري من نقد

مقابل تملك الأصول التي تباع على هيئة صكوك استثمارية.

ثالثاً: مراحل عملية التصكيك

يقبدها المتمرسون في ثلاث مراحل أساسية، تفصيلها كما هو آت:

المرحلة الأولى: تقييم إصدار الصكوك

¹ - الجمعية المصرفية للتمويل الإسلامي، "الصكوك في 30 سؤال وجواب"، القاهرة، نشرة تعريفية، العدد الأول، 2012، ص 15.

² - للتفصيل حول مهام الهيئة أظن: سوق دبي المالي، "معيّار سوق دبي المالي لإصدار وتملك وتداول الصكوك"، دون تاريخ، ص 07.

الفصل الثالث: مفاهيم عامّة حول التصكيك الإسلامي وأهميته الاقتصادية

وهي أولى المراحل التي تمرّ بها عملية تصكيك الأصول، وفيها يتمُّ بشكل أساسي تحديد جدوى إصدار الصّكوك بالنسبة للمؤسسة البادئة للتصكيك (المصدر). وتستوجب سلامتها وتمامها إعادة توافر مجموعة من العناصر والمتطلّبات نختصرها في الآتي:

1. **تحديد الهدف من عملية التصكيك:** فبالنسبة للمؤسسة البادئة للتصكيك، فإنّما أن يكون غرضها من التصكيك تلبية حاجاتها المالية لتمويل مشروع استثماري في المستقبل، فيتّم عندئذ طرح صكوك وتسويقها للمستثمرين (حملة الصّكوك) واستغلال الحصيلة في إقامة المشروع والاستفادة منه لفترة زمنية معيّنة وصولاً لمرحلة إطفاء الصّكوك. وإنّما أن تكون غايتها من التصكيك توفير السيولة، فتقوم عندئذ بتصكيك موجوداتها (أصولها) القائمة بالفعل وطرحها وبيعها للمستثمرين (حملة الصّكوك) واستغلال المصكّك للحصيلة في أغراضه الخاصّة على أن يستفيد المستثمرون بالأصل المصكّك بإيجاره مثلاً لفترة زمنية معيّنة، وصولاً لمرحلة إطفاء الصّكوك¹.

2. **تحديد نوع الأصول وحجمها:** بعد اتخاذ المؤسسة قرار تصكيك بعض أصولها، يجب عليها أن تحدّد نوع وحجم الأصول القابلة للتصكيك، التي توفر لها السيولة المطلوبة وبتكلفة أقل.

3. **إعداد دراسات الجدوى الأوليّة:** فالمفاضلة بين الأصول القابلة للتصكيك يجب أن تكون مبنية على دراسات وافية عنها، تشمل جميع الجوانب المتعلقة بأداء تلك الأصول والتدفّقات التّقديمية المتوقّعة الناتجة عنها. وبشكل عام يجب أن تتضمّن دراسة الجدوى الأوليّة للأصول القابلة للتصكيك من الناحية: الشرعيّة والقانونيّة والتسويقية والفنية والماليّة².

4. **التصنيف:** يتضمّن تحديد السّعر العادل لتلك الأوراق، وفرص نجاح تسويقها في أسواق رأس المال المحليّة والأجنبية. كما يشمل التصنيف تقييم الأداء الفتي والإداري والمالي للمؤسسة مالكة الأصول، والمنتجات والخدمات التي تقدّمها في السّوق مقارنة بالمنافسين³.

5. **تقييم ومعالجة مخاطر الصّكوك:** إذ يجب على المؤسسة ذات الغرض الخاص أن تقوم بتقييم المخاطر التي تواجه الصّكوك المتوقّع إصدارها، والتي يمكن أن تؤثر على درجة إقبال المستثمرين على تلك الأوراق، واقتراح سبل معالجتها، مع الأخذ في الاعتبار قدرة الأصول على الوفاء.

المرحلة الثّانية: تنظيم الإصدار

تركّز هذه المرحلة على وضع الهيكل الإداري والفتي لعملية التصكيك، وتوزيع المهام بين أطرافها، وتحديد مسؤوليات وحقوق كل طرف، وإعداد نماذج العقود والمستندات المطلوبة التي تتناسب مع طبيعة ونوع العملية وذلك على النحو التالي:

¹ - للتفصيل أكثر أنظر: رساميل للهيكله الماليه، "5 عناصر لمرحلة تقييم إصدار الصّكوك"، مقال مدرج في جريدة القبس الاقتصادي الكويتية، السنة 37، العدد 12580، 2008 ص38.

² - للتفصيل أكثر أنظر: رساميل للهيكله الماليه، "5 عناصر لمرحلة تقييم إصدار الصّكوك"، مرجع سبق ذكره، ص38.

³ - عبد الله بن محمد العمراني ومحمد بن ابراهيم السحيباني، "التصكيك في الأسواق المالية الإسلامية: حالة صكوك الإجارة"، كرسى سابق لدراسات الأسواق المالية الإسلامية 2013، ص13.

الفصل الثالث: مفاهيم عامّة حول التصكيك الإسلامي وأهميته الاقتصادية

1. تحديد الأطراف ذات العلاقة ومهام كل طرف: لقد سبقت الإشارة إليهم عند تناولنا لموضوع الأطراف المساهمة في عملية التصكيك.
2. تقدير نفقات التأسيس أو الإصدار: تتضمن نفقات التأسيس مصروفات استصدار التراخيص والموافقات من الجهات الرسمية واتعاب المحاماة والتدقيق، وتكاليف الاستشارات المالية والفنية والإدارية اللازمة لإتمام العملية. وتُحمّل هذه المصروفات على الصّكوك المصدرة وفق ما توضّحه نشرة الإصدار.
3. تصميم العقود الرئيسية لعملية التصكيك: تشمل هذه العقود على سبيل المثال ما يلي: نشرة الإصدار أو نشرة الاكتتاب، عقد نقل ملكية الأصل محل التصكيك، والتي قد تتمثل في ذمم ناتجة عن بيع مشروع أو عمليات إجارة أو حقوق انتفاع، عقد وكالة لإدارة الأصول... الخ¹.
4. ضمان قيمة الصّكوك أو الإصدار: حيث يمكن لجهة الإصدار أن تقدم بعض الضمانات التي تتوفر فيها الشروط والضوابط الشرعية، ومن ذلك:
 - قيام طرف ثالث للتبرّع بضمان الصّكوك المصدرة.
 - في حال تصكيك ذمم البيوع المشروعة، فإن المؤسسة المصدرة تقوم بنقل الضمانات العينية والشخصية المقدمة من عملائها إلى أمين الاستثمار ضماناً للصّكوك المصدرة.
 - في حال تصكيك موجودات عينية، فإنه يمكن ضمان الصّكوك المصدرة من خلال التأمين على تلك الموجودات وفق الضوابط والشروط الشرعية.
5. التعهد بتغطية الإصدار: عادة ما ترغب جهة الإصدار في طرح الإصدار في وقت محدّد وإدارته طبقاً للشروط المنصوص عليها في نشرة الإصدار، وحسب الجدول الزمني المحدّد، ولتحقيق ذلك تعتمد جهة الإصدار إلى التعاقد مع إحدى المؤسسات (شركة استثمار أو مصرف أو مؤسسة مالية) التي تضمن بموجب هذا التعاقد الاكتتاب بجميع أوراق الإصدار، بحيث تلتزم بشراء كل أو جزء من الصّكوك التي لم يتمّ الاكتتاب فيها من قبل الجمهور عند انتهاء مدّة الاكتتاب².
6. إعداد نشرة الإصدار أو الاكتتاب: تتمثل نشرة الإصدار أو الاكتتاب الدّعوة التي يوجّهها المصدر إلى المستثمرين، وتتضمّن التعريف بشروط وأحكام العقد الذي يصدر الاكتتاب في الصّكوك على أساسه. ويمثّل الإيجاب الاكتتابي الصّكوك، وأما القبول فيتمثّل في موافقة الجهة المصدرة أو المنشئة للصّكوك على تخصيص الصّكوك للمكتبتين.
7. تنظيم تداول الصّكوك: هو كل ما يجري عليها من انتقالات من يد لأخرى بعد أن أصدرت وحتى تطفأ أو تنتهي دورة حياتها.

¹ - للتوسع أكثر أنظر: رساميل للهيكله المالية، "8 مراحل تفتح الطريق إلى إصدار صكوك التوريق"، مقال مدرج في جريدة القبس الاقتصادي الكويتية، السنة 37، العدد 12594 ص38.

² - عاشور عبد الجواد عبد الحميد، "دور البنك في خدمة الأوراق المالية: دراسة مقارنة في القانونين المصري والفرنسي"، دار النهضة، القاهرة، 2003، ص27.

8. تنظيم عمليات الاسترداد وإعادة الشراء: في بعض الأحيان تقوم جهة الإصدار عند طرح الصّكوك بالتعهد بإعادة شرائها عند الطلب بالسعر الذي تقوّمها به في مواعيد دورية محدّدة. وقد يحصل التّعهد عن طريق مؤسسات مالية أخرى. وفي كلتا الحالتين يتطلّب الاسترداد والتّعهد بإعادة الشراء توفير السيولة عند الطلب، كما أن التّعهد مُلزم على من صدر عنه طيلة الوقت المحدّد، أي خلال مدة الصّكوك. ويخضع الاسترداد لأحكام وشروط شراء المنشئ لموجودات الصّكوك على النحو الذي تنظّمه نشرة الإصدار.

المرحلة الثالثة: طرح الصّكوك وإدارتها

تركّز هذه المرحلة على وضع إجراءات طرح الإصدار موضع التنفيذ، بدءاً من استصدار الموافقات اللاّزمة من الجهات المعنيّة، وصولاً إلى تسويق الصّكوك المصدرة لدى المستثمرين وإدراجها في السّوق الثّانوية ومُتابعة أدائها في السّوق، وانتهاءً بعملية الإطفاء والتسييل. وتفصيل ذلك:

1. استصدار الموافقات اللاّزمة من الجهات المعنيّة: هو ما تطلبه الجهات الرّقابية من وثائق وبيانات عن عملية التصكيك.

2. التسويق والبيع: يتم ذلك على إحدى الشّكلين، إمّا أن يتمّ بالطّرح مباشرة إلى الجمهور، وإمّا أن يتمّ ببيع الصّكوك التي تمثّل موجودات الأعيان أو المنافع جملةً إلى المستثمر الأوّل الذي قد يكون مصرفاً أو مجموعة مصارف أو شركة خاصة، وذلك للقيام بتسويقها وبيعها إلى حملة الصّكوك¹.

3. بيان طرق التخارج والاسترداد: هذا في حال عدم إدراج الصّكوك في السّوق الثّانوي. وبيان طرق التخارج والاسترداد والشّروط والضّوابط الشرعية أمرٌ ضروري، لما فيه من تمكين حملة الصّكوك من استرداد أموالهم وتوفير السيولة عند الحاجة. والتخارج مشروع لأنّه من قبيل الصّالح.

4. الإدراج في السّوق الثّانوي: في حال النص في نشرة الإصدار على إدراج الصّكوك في السّوق الثّانوي، فإنّه يجب على جهة الإصدار التقيّد بجميع والضّوابط الشرعية الخاصّة بتداول الصّكوك التي تضعها الهيئة الشرعية².

5. الإطفاء والتسييل: يُقصد به شراء الحصّة الاستثماريّة في الصك من المستثمرين في تواريخ استحقاقها، ثم ردها إلى الوعاء الاستثماري، ومن ثم خروج المسترد منه. أو بمعنى آخر يُقصد به إنهاء الصّكوك، وذلك بفقدان قيمتها بانتهاً ما تمثّله (بزوال موضوعها أو بانقضاء كامل عمرها الاقتصادي³) من عقود شرعية. ويتمّ الإطفاء بإحدى الطّريقتين⁴، إمّا يكون بالتنضيف (التصفية)، أين يتمّ تكوين مخصّص خاص به ليدفع مرّة واحدة القيمة الفعلية للصك وأرباحه لحملة الصّكوك في تاريخ الاستحقاق. وإمّا يكون بالتقويم الدوري، أين يتمّ الدّفع بشكل دوري وتعدّد المبالغ المدفوعة دفعات تحت الحساب، وتنزل القيمة المطفأة من الصك من أصل قيمته الإسمية، ويقسّم العائد

¹ - عبد الستار أبو غدة، "ضوابط الاستثمار بالصّكوك لإيجاد السوق الثّانوية للتمويلات الإسلامية"، مرجع سبق ذكره، ص 17.

² - للتوسع أكثر أنظر: رساميل للهيئة المالية، "5 خطوات لطرح الصّكوك وإدارتها"، مقال مدرج في جريدة القيس الاقتصادي الكويتية، السنة 37، العدد 12629، 2008 ص 26.

³ - مندر تحف، "سندات الإجارة والأعيان المؤجّرة"، مرجع سبق ذكره، ص 86.

⁴ - حسن عبد الله الأمين، "سندات المقارضة وسندات الاستثمار"، مجلة جمع الفقه الإسلامي، العدد الرابع، 1988، ص 1431.

إلى قسمين: قسم يوزع على أصحاب الصّكوك كأرباح، والقسم الثاني: يعود إليهم مقابل الإطفاء الجزئي لقيمة الصك، وفي نهاية فترة الإصدار يكون حملة الصّكوك قد استردّوا أصل قيمة الصك مع أرباحه¹.

المطلب الرابع: الضوابط الشرعية العامّة لعملية التصكيك

نكتفي هنا بذكر الضوابط الشرعية العامّة التي تمس مختلف جوانب عملية التصكيك - من إصدار وتداول وإطفاء - تماماً كما يلي:

☞ أن يمثل الصك ملكية حصّة شائعة في المشروع الذي أصدرت الصّكوك لإنشائه أو تمويله، وتستمرّ هذه الملكية طيلة المشروع من بدايته إلى نهايته. ويترتّب عليها جميع الحقوق والتصرّفات المقرّرة شرعاً للمالك في ملكه من بيع وهبة ورهن وإرث وغيرها، مع ملاحظة أن الصّكوك تتمثّل موجودات المشروع - العينية والمعنوية - وديونها. ويجب على مدير الصّكوك إثبات نقل ملكية الموجودات في سجلّاته وألاً ببقائها في موجوداته².

☞ الوجود الحقيقي للأصول مع توفّر شروطها الشرعية: ممّا يجب لصحّة العملية أن تكون الأصول موجودة فعلاً قبل إصدار الصّكوك بموجبها، إذ لا يمكن أن ينطبق حكم الوجود على المعدوم. فإذا صدرت صكوك بناءً على أصول غير حاضرة، فإنه يترتّب على ذلك تغرير بالمستثمرين، وهذا غير جائز شرعاً. ويُستثنى من هذا الحكم السّلم والاستصناع، فلا مانع من إصدار صكوك السّلم وصكوك الاستصناع مع غياب أصولهما عند الإصدار³.

☞ وضوح العقود المستخدمة ومطابقتها لحقيقة العقد المقصود ومناسبتها مع الأصول⁴، فلا تكون صكوك المضاربة مثلاً موافقة للشرعية بمجرد استخدام كلمة المضاربة إذا لم تكن صورة العقد وحقيقتها شبيهة وموافقة لعقد المضاربة بحيث تتوفّر فيها جميع أركانها وشروطها، وكذلك العقود الأخرى.

☞ يقوم العقد فيالصّكوك على أساس أن شروط التعاقد تحدّدها (نشرة الإصدار) وأن (الإيجاب) يعبر عنه (الاكتتاب) في هذه الصّكوك، وأن (القبول) يعبر عنه موافقة الجهة المصدرة. ولا بدّ أن تشمل نشرة الإصدار على جميع البيانات المطلوبة شرعاً في العقد الذي يمثّله الصك، من حيث بيان معلومية رأس المال، وتوزيع الرّبح مع بيان الشّروط الخاصّة بذلك الإصدار، على أن تتفق جميع الشّروط مع الأحكام الشرعية.

☞ مطابقة الصّكوك للقيمة الحقيقيّة للأصول: فإذا كان البيع بالتخفيض، فإن ذلك ممّا لا بأس فيه ما دام صاحب الأصول قد رضي بذلك. أمّا إذا كانت قيمة الإصدار أعلى من قيمة الأصول الحقيقية فإنه هنا يكون إضرار بالمكتّبين في الصّكوك لعدم المطابقة بين القيمتين، ويؤدّي هذا إلى ظلمهم، إلّا إذا كان ذلك مبيّناً وموضّحاً للمستثمرين، وكان بعد إبداء رغبتهم وموافقتهم على ذلك.

¹ - محمد عثمان شبير، "المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي"، عمان، درا الفانس، الطبعة السادسة، 2007، ص 230، بتصرف.

² - أنظر قرار المجلس الشرعي هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بشأن الصّكوك في اجتماعه الثالث بالبحرين عام 2008.

³ - علي محي الدين الفرة داغي، "الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي"، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد السابع، الجزء الأول، 1992، ص 110.

⁴ - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، "المعايير الشرعية: صكوك الاستثمار"، إصدار 2004، مرجع سبق ذكره، ص 313.

الفصل الثالث: مفاهيم عامّة حول التصكيك الإسلامي وأهميته الاقتصادية

☞ أن تكون الصّكوك قابلة للتداول بعد انتهاء الفترة المحدّدة للاكتتاب باعتبار ذلك مأذوناً فيه من الشّركاء مع مراعاة الشّروط التّالية:

☞ إذا كان رأس مال المشروع المتجمّع بعد الاكتتاب، وقبل مباشرة العمل ما يزال نقوداً فإن تداول الصّكوك يُعتبر مُبادلة نقد بنقد وتطبّق عليه أحكام الصّرف، من تقابض البدلين في مجلس الصّرف قبل التفرّق، والخلو عن الخيار والتماثل، إذا بيع أحد النّقدين بجنسه.

☞ إذا صار رأس المال ديوناً كما هو الحال في المراجعة، فيطبّق على تداول الصّكوك أحكام التعامل بالديون.

☞ إذا صار رأس المال موجودات مختلطة من النقود والديون والأعيان والمنافع فإنه يجوز تداول الصّكوك وفقاً للتعريف المتراضى عليه، على أن يكون الغالب في هذه الحالة أعياناً ومنافعاً¹.

وفي جميع الأحوال يتعيّن تسجيل التداول أصولياً في سجلّات الجهة المصدرة². ومع مراعاة الشّروط السّابقة في التداول يكون الحكم كما يأتي:

● أن تتضمّن نشرة الإصدار تحديد مجال الاستثمار وتحديد صيغة التمويل الإسلامي التي تصدر الصّكوك على أساسها.

● أن تكون الصّيغة التي أصدر الصك على أساسها مُستوفية لأركانها وشروطها، وألاّ تتضمّن شروطاً تنافي في مقتضاها أو يخالف أحكامها.

● يجوز تداول الصّكوك في أسواق الأوراق المالية- إن وجدت- بالصّوابط الشّرعية، وذلك وفقاً لظروف العرض والطلب، ويخضع لإرادة المتعاقدين. كما يجوز أن يتمّ التداول بقيام الجهة المصدرة في فترات دورية معيّنة بإعلان إيجاب يوجّه إلى الجمهور، تلتزم بمقتضاه خلال مدة محدّدة بشراء هذه الصّكوك بسعر معيّن، ويحسن أن تستعين في تحديد السعر بأهل الخبرة، وفقاً لظروف السّوق والمركز المالي للمشروع.

● لا يجوز أن تشتمل نشرة الإصدار أو الصّكوك على نصّ بضمان حصّة الشريك في رأس المال، أو ضمان ربحٍ مقطوع، أو منسوب إلى رأس المال، فإن نصّ على ذلك صراحة أو ضمناً بطل شرط الضّمان.

● لا يجوز أن تشتمل نشرة الإصدار، ولا الصك الصّادر بناءً عليها على نصّ يلزم أحد الشّركاء ببيع حصّته ولو كان معلّفاً أو مضافاً للمستقبل. وإتّما يجوز أن يتضمّن الصك وعداً بالبيع. وفي هذه الحالة لا يتمّ البيع إلاّ بعقد وبالقيمة التي يرتضيها الخبراء، وبرضى الطرفين.

● لا يجوز أن تتضمّن نشرة الإصدار، ولا الصّكوك المصدرة على أساسها نصاً يؤدّي إلى احتمال قطع الشّركة في الرّبح، فإن وقع كان الشّروط باطلاً³.

¹ - يوسف بن عبد الله الشبلي، "الخدمات الاستثمارية في المصارف وأحكامها في الفقه الإسلامي (الصناديق والودائع الاستثمارية)"، أطروحة دكتوراه، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، المملكة العربية السعودية، 2002، الجزء الأول، ص 368.

² - مجمع الفقه الإسلامي، "القرارات والتوصيات"، الدورة التاسعة عشر لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، 2009.

³ - أظنّ قرار المجلس الشرعي هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بشأن الصّكوك في اجتماعه الثالث بالبحرين عام 2008.

الفصل الثالث: مفاهيم عامة حول التصكيك الإسلامي وأهميته الاقتصادية

لا يجوز للمضارب أو الشريك أو وكيل الاستثمار أن يتعهد بشراء الأصول من حملة الصكوك أو ممن يمثلهم بقيمتها الاسمية عند إطفاء الصكوك في نهاية مدتها ويجوز أن يكون التعهد بالشراء على أساس صافي قيمة الأصول أو القيمة السوقية أو القيمة العادلة أو بضمن يتفق عليه عند الشراء. علماً بأن مدير الصكوك ضامن لرأس المال بالقيمة الاسمية في حالات التعدي أو التقصير ومخالفة الشروط، سواء كان مضارباً أم شريكاً أم وكيلاً بالاستثمار. أما إذا كانت موجودات صكوك المشاركة أو المضاربة أو الوكالة بالاستثمار تقتصر على أصول مؤجرة إجارة منتهية

بالتمليك، فيحوز لمدير الصكوك التعهد بشراء تلك الأصول - عند إطفاء الصكوك - بباقي أقساط الأجرة لجميع الأصول، باعتبارها تمثل صافي قيمتها.

ينبغي أن تتضمن نشرة الإصدار شروط التعاقد والبيانات الكافية عن المشاركين في الإصدار وصفاتهم الشرعية وحقوقهم وواجباتهم، وذلك مثل وكيل الإصدار، ومدير الإصدار، ومنظم الإصدار، وأمين الاستثمار، ومنتهد التغطية، ووكيل الدفع وغيرهم، كما تتضمن شروط تعيينهم وعزلهم.

يجب أن يُراعى في إصدار الصكوك مبدأ الأولويات في الاقتصاد الإسلامي، فلا يقدم مشروع لإنتاج سلعة أو خدمة كمالية على مشروع يقدم سلعة ضرورية، وهنا يجب أن تتدخل السياسة الشرعية لتوجيه الاستثمارات بما يخدم مصالح الأمة والمجتمع.

مراعاة مقاصد الشرع في الأموال والأعمال.

هذه باختصار جملة الضوابط العلمية والمبادئ العملية التي ألقاها بعض المفكرين الماليين الإسلاميين. وهي ضوابط وقواعد فيها تحقيق للغايات العليا والمقاصد السامية التي أرادها الشارع الحكيم من خلال تشريعاته الخاصة بالمال والأعمال عموماً، وتشريعاته الخاصة باستثمار المال والأعمال خصوصاً. وإنه من شأن الوعي الحصيف بهذه القواعد العامة عند التعامل في هذه الأداة التمويلية، أن تغدو أداة إعمار وبناء في المجتمع، كما أنه من شأن الوعي الرصين بتلك الضوابط العلمية والمبادئ العملية أن تُمسي هذه الأداة التمويلية وسيلة هامة لتحقيق مشروع الشهود الحضاري للأمة عامة والتمكين الاقتصادي والمالي للسواد الأعظم من أبناء الأمة خاصة.

المبحث الثاني: آليات التصكيك الإسلامي حسب نوعية الصكوك أو المنتج

انتهينا من العرض السابق لمفهوم عملية التصكيك إلى القول بأن هذه الأخيرة إنما هي آلية تستهدف تقسيم قيمة الموجودات والأعيان أو محل التعاقد إلى أجزاء متساوية وإصدار أوراق ممثلة وموثقة لها. وبالتمعن قليلاً في التصور العام للعملية ندرك بسهولة أنها عملية تُسهّم في إيجاد مخرجات جديدة للمالية الإسلامية، أو بمعنى آخر هي عملية يتمخض عنها ولادة أداة مالية جديدة تضاف إلى رصيد المصرفية التمويلية المعاصرة، وهذه أداة هي ما يُصطلح عليها بالصكوك المالية الإسلامية. فالذي يُنتج إذن هو المسمى "الصك"، والعملية التي تنتج هذا الأخير هي المسماة "التصكيك".

وبحسبان مصطلح الصّكوك مصطلحاً جديداً في الدّراسة فإنه لزاماً علينا ترسيماً وهدياً بقواعد أهل البحث في بيان جديد الدّراسات سواء من المصطلحات أو غير ذلك، أن نستجلي الملامح العامة والخاصة لهذا المصطلح بحسب ما هو متوفّر ومتاح في المدوّنات الفقهية والمراجع المالية الإسلامية المعاصرة. وتحديد أسنعي بضبط المراد بمصطلح الصّكوك، مع تبيّن شيءٍ من خصائصها ومميّزاتها، كما سنّعبسط أنواعها وتبيان آلية عمل كل نوع بما في ذلك تطبيقاتها.

المطلب الأوّل: مفهوم الصك وخصائصه

لئن كنّا قد أفضنا بعض الشيء حول مصطلح التصكيك مبني ومعنى، وتأصيلاً ونشأة، بحسبانه مصطلحاً مهماً يجلّي منحى الموضوع، فإنه حرّي بنا أن نخصّص جانباً لتسليط الضوء على مصطلح الصك، معنى وخصائصاً، وذلك بوصفه مُنتجاً للتصكيك وبحسبانه أيضاً مصطلحاً سيشهد حضوراً دائماً فيما بقي من فصول. وليس هذا وحسب، بل إننا نرى أن الحال يستوجب ذلك حتى نضع ذكركم الالتباس والخلط الذي قد يحدث في تصوّر الباحث والقارئ بين التصكيك كعملية والصك كمنتج لتلك العملية.

أولاً: معنى الصك

بالرجوع إلى المدوّنات الأصولية نجد أن كلمة صكوك جمع صك، ويطلق "صك" ويُراد به الضرب، ومنه قوله تعالى: ﴿فَأَقْبَلَتْ امْرَأَتُهُ فِي صَرَّةٍ فَصَكَّتْ وَجْهَهَا وَقَالَتْ عَجُوزٌ عَقِيمٌ﴾¹. وفي هذا يقول ابن منظور ما نصّه: "...والصكُّ الذي يكتب للعهدّة معرب أصله جك. وكانت الأرزاق تسمى صكاكا لأنها تخرج مكتوبة ومن معانيه، وثيقة اعتراف بالمال المقبوض، أو وثيقة حق في ملك أو نحوه..²". ويقول الإمام النووي: "الصكاك جمع صك وهو الورقة المكتوبة بدين، ويُجمع أيضاً على صكوك"³. وفي المعجم الوسيط: الصك توثيق بمالٍ أو نحوه⁴. أو وثيقة الاعتراف بالمال المقبوض أو نحوه.

فالصك إذن يُطلق في الأصل على ما يُكتب فيه من الورق ونحوه من حقوق، لكنّه يستعمل مجازاً في الحقوق أو الديون الثابتة، وبهذا يتضمّن التصرّف في الصك كورقة تصرّفاً فيما يحتويه من حق أو دين⁵. ولقد عرف المسلمون الصّكوك على صفة الورقة التي تخرج من وليّ الأمر بالرزق لمستحقّه بأن يكتب فيه لإنسان كذا وكذا من طعام وغيره.

¹ - سورة الذاريات، الآية رقم 29.

² - أبو الفضل جمال الدين محمد بن مكرم (ابن منظور)، "لسان العرب"، مرجع سبق ذكره، ص 457.

³ - أبو زكريا يحيى بن شرف النووي، "شرح النووي على صحيح مسلم"، مرجع سبق ذكره، ص 171.

⁴ - مجموعة من الباحثين، "المعجم الوسيط"، مكتبة الشروق الدولية، مصر، الطبعة الرابعة، 2004، ص 100، ص 519.

⁵ - ابن رجب الحنبلي، "القواعد لابن رجب"، دار الكتب العلمية، بيروت، دون طبعة، دون تاريخ، ص 85.

الفصل الثالث: مفاهيم عامّة حول التصكيك الإسلامي وأهميته الاقتصادية

وأما المعاجم والقواميس الاقتصادية والمالية، فتعرّف الصك اصطلاحاً بأنه عبارة عن الكتاب الذي يُكتب فيه المعاملات والأقارير بالمال وغيره¹، وكذلك الكتاب الذي يُكتب فيه عن مال مؤجّل أو نحوه². كما يُراد بالصك عند عدد غير يسير من الباحثين الماليين مُطلق السند الذي يمثّل حقاً من الحقوق، ولذلك فإنهم يعرفون السند بأنه صك قابل للتداول، تُصدره الشركات والمؤسسات المالية ذات الخاصية الاعتبارية عن طريق الاكتتاب العام، ويتعلّق بقرض طويل الأجل، ويُعطي مالكة حق استيفاء فوائد سنوية، وحقّ استرداد قيمته عند حلول الأجل³.

لكن كان هذا هو المعنى العام لمصطلح الصك بحسبانه مصطلحاً مرادفاً لمصطلح السند في معظم المدونات والمراجع الاقتصادية والمالية، فإن ثمة تحويراً وتعديلاً لهذا المصطلح في المراجع المالية الإسلامية، حيث إن عامّة الباحثين في المصرفية الإسلامية ينجحون إلى تحديد المراد بالصك تحديداً مختلفاً يتجاوز بالصك من دائرة الاقتراض بفائدة إلى دائرة الاستثمار والتنمية. وبناءً على هذا، فقد انتهت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية إلى تعريفه بأنه عبارة وثيقة متساوية القيمة تمثّل حصصاً شائعة في ملكية أعيان، أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معيّن، أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمته وقفل باب الاكتتاب، وبدء استخدام تلك القيمة فيما أُصدرت من أجله⁴.

وتناول آخر بالتعريف هذا المصطلح فأشار بقولها أن الصكوك هي أوراق متماثلة القيمة الإسمية، تصدر لملكيتها مقابل الأموال التي قدّمها لصاحب المشروع لتمويل تنفيذ المشروع واستغلاله من أجل تحقيق الربح، وهي تمثّل حصّة في ملكية المشروع بقدر مساهمتها المالية، وتسهم في الربح حسب النسبة المحددة في نشرة الإصدار (العقد)⁵.

وعُني به أيضاً ذلك السند الذي يمثّل حصصاً متساوية في ملكية مال، تُصدره الجهة البائعة لهذا المال لاستيفاء ثمنه من حصيلته، أو تصدره الجهة الراغبة في استثمار هذه الحصيلة بصيغ استثمار شرعية، أو يصدره وسيط مالي ينوب عنهما، ويكون إصداره لآجال محدّدة أو متفاوتة بحسب طبيعة العقود التي تصدر على أساسه ويكون قابلاً للتداول والتحوّل إلى نقود عند الحاجة⁶.

وبطبيعة الحال فإن ثمة تعريفات عديدة أوردها الباحثون في شؤون الصكوك الإسلامية، ولا يسعنا المقام للوقوف عليها جملة وتفصيلاً. ثم إنّهذه التعريفات على اختلاف ألفاظها هي مُتقاربة في المعنى، ومردّها أن الصكوك

¹ - نزيه حاد، "معجم المصطلحات المالية والاقتصادية في لغة الفقهاء"، دار القلم، دمشق، الطبعة الأولى، 2008، ص 280.

² - أبو حازم أحمد الشرباصي، "المعجم الاقتصادي الإسلامي"، دار الجليل، بيروت، 1981، ص 256.

³ - قطب مصطفى سانو، "في إصدار الصكوك والشروط الواجب توفرها في مصدرها: رؤية في منهجية صياغة الشروط"، ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر السنوي الخامس عشر حول أسواق الأوراق المالية والبورصات، دبي، الإمارات العربية المتحدة، 2008، ص 06.

⁴ - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، "المعايير الشرعية: صكوك الاستثمار"، البحرين، إصدار 2007، ص 250.

⁵ - منذر تحف، "سندات الإجارة والأعيان المؤجرة"، مرجع سبق ذكره، ص 90.

⁶ - حسين حامد حسان، "صكوك الاستثمار الإسلامي"، ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر جمع الفقه الإسلامي الدولي في دورته التاسعة عشر، الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، 2009.

الفصل الثالث: مفاهيم عامة حول التصكيك الإسلامي وأهميته الاقتصادية

عبارة عن أوراق مالية تُثبت لصاحبها حقاً شائعاً في ملكية المال المراد تقليبه في مشروع استثماري من أجل الحصول على أرباح.

ثانياً: الخصائص العامة للصكوك الإسلامية

تتمثل هذه الخصائص فيما يلي¹:

☞ يتكوّن رأس مال الصكوك (مقدار التمويل المطلوب) من وحدات استثمارية مُتساوية القيمة يُحوّل لصاحبها حصّة شائعة في موجودات العملية أو المشروع موضوع التمويل (حصّة شائعة في ملكية حقيقية) بنسبة ملكيته من الصكوك إلى إجمالي قيمة الصكوك.

☞ يصدر الصك وتستثمر حصيلته على أساس عقد شرعي، ويأخذ أحكامه.

☞ لها قيمة اسمية محدّدة، يحددها القانون أو نشرة الإصدار.

☞ الصك غير قابل للتجزئة في مواجهة الشركة، وفي حال أيلولة الصك الواحد لشخصين أو أكثر بسبب الإرث ونحوه، فإنه لا بدّ من الاتفاق على أن من يمثّلهم أمام الشركة شخص واحد.

☞ تنتقل ملكية الصكوك الصادرة باسم مالكةا بالقيّد في سجل خاص، أو بالمناولة.

☞ تشترك الصكوك في استحقاق الرّبح بالنسبة المحدّدة وتحمّل الخسارة بقدر الحصّة التي يمثّلها الصك.

☞ الصكوك الاستثمارية قابلة للتداول بعد قفل باب الاكتتاب وتوجيه حصيلتها إلى الغرض الذي صدرت من أجله أو خصّصت له. ويتم تداولها بأي وسيلة من وسائل التداول الجائزة شرعاً وقانوناً، حيث أن المالك الصك حق نقل ملكيته أو رهنه أو هبته أو نحو ذلك من التصرفات المالية من خلال شركات الوساطة المالية أو غيرها ممّا يجيزه القانون. وقابليتها للاسترداد والتداول تخضع لشروط تداول ما تمثّله من موجودات.

☞ إصدار الصكوك الاستثمارية يرتّب علاقات شرعية متعدّدة بين المشاركين في عملية الإصدار.

☞ تصدر الصكوك الاستثمارية لأجل متفاوتة، وقد تصدر دون تحديد أجل في بعض الحالات، وذلك حسب طبيعة عقود الاستثمار التي تصدر الصكوك على أساسها.

☞ الصك الاستثماري الإسلامي يخصّص حصيلة الاكتتاب فيه للاستثمار في مشاريع أو أنشطة تتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية.

☞ حق حملة الصكوك في الإدارة يختلف باختلاف الصيغة التي تستثمر بها حصيلتها والعقد الشرعي الذي يصدر الصك على أساسه والصفة الشرعية لحامل الصك الاستثماري، من حيث كونه بائعاً أو مشترياً أو مؤجراً أو مضارباً أو شريكاً أو وكيل استثمار.

¹ - راجع في هذا: حسين حامد حسان، "صكوك الاستثمار الإسلامي"، مرجع سبق ذكره. أنظر القرار رقم 178 (19/4) لمجمع الفقه الإسلامي بشأن الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، الدورة التاسعة عشر، الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، 2009. عبد الملك منصور، "العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جديدة"، ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دبي، الإمارات العربية المتحدة، 2009. هيئة الفتوى والرقابة الشرعية لسوق دبي المالي، "معيّار سوق دبي المالي لإصدار وتملك وتداول الصكوك"، مرجع سبق ذكره، ص21. علي محي الدين القرّة داغي، "بحوث في فقه البنوك الإسلامية: دراسة فقهية واقتصادية"، دار البشائر، بيروت، الطبعة الأولى، 2002، ص338-339.

الفصل الثالث: مفاهيم عامّة حول التصكيك الإسلامي وأهميته الاقتصادية

☞ يتحمّل حامل الصكّ الأعباء والتبعات المترتبة على ملكية الموجودات الممثّلة في الصك، سواء كانت الأعباء مصاريف استثمارية أو الهبوط في القيمة.

☞ مسؤولية أصحاب الصكوك مسؤولية محدّدة بقدر قيمة صكوكهم.

☞ تسترّد أو تطفأ أثناء المدّة المحدّدة لها أو بعدها.

المطلب الثاني: أوجه الاتّفاق والاختلاف بين الصك والسند والسهم

لقد أوضحنا قبلاً بأن بعض المصطلحات تختلط معانيها بمعاني مصطلحات أخرى، ممّا يستلزم ضرورة التمييز بينها وبين تلك المصطلحات ببحث ما بينها من علاقة اتّفاق أو افتراق.

ومصطلح الصك نخله واحداً من تلك المصطلحات التي تحمل شيئاً من الارتباط ببعض المصطلحات كمصطلح السند والسهم والوحدة الاستثمارية. ولذلك فإننا نرى أن نخصّص هذه النقطة البحثية لإبراز أوجه الاشتراك وأوجه الاختلاف بينه وبين تلك المصطلحات، وهذا عرض مبسّط مختصر عن ذلك.

أولاً: بين الصك والسند

تتفق الصكوك مع السندات في أن كلاهما¹:

☞ يُعتبر أداة تمويل لمشروع اقتصادي.

☞ يصدر بقيمة إسمية متساوية ولا يقبل التجزئة.

☞ يمثل حقاً مالياً يدرّ على صاحبه دخلاً دورياً.

☞ يصدر عن طريق الاكتتاب العام، وقابل للتداول.

☞ يشتركان فيما يتعلّق بالأمور التنظيمية والإجرائية، والأطراف التي يتطلّبها الإصدار والإدارة والبيانات المتعلقة برأس مال الإصدار، ومدّته، والسوق الثانوية والتسويق وسهولة التحليل والتقييم.

☞ يصنف كل منهما على أحدهما أوراق مالية تمويلية ذات استقرار كبير ومخاطر متدنيّة وقابلية عالية للتسجيل.

رغم تعدّد أوجه الشّبه بين هذين المصطلحين، فإن ثمة فروق جوهرية تبعد بالصك عن السند كلّ البعد وتدحض ذلك الترادف الذي كثيراً ما نراه في المدوّنات الاقتصادية والمالية التقليدية، ويشمل ذلك الاختلاف نواحيه²، نذكر منها على غير سبيل الحصر:

☞ القيمة الإسمية للصك خلافاً للسند ليست مضمونة على المصدر، ومن ثم فهي ليست بدین في ذمّة المصدر.

¹ - أنظر: علي محي الدين القرة داغي، "التطبيقات الشرعية لإقامة السوق الإسلامية"، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد الثامن، 1994، ص 877.

² - يراجع في هذا: حسين حامد حسان، "الأدوات المالية الإسلامية"، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد السادس، 1990، ص 1055. مجلس الخدمات المالية الإسلامية، "المعيار رقم 07: متطلبات كفاية رأس المال للصكوك، والتصكيك، والاستثمارات العقارية"، مرجع سبق ذكره، ص 31. محمد تقي العثماني، "بحوث في قضايا فقهية معاصرة"، وزارة الأوقاف والشؤون الإسلامية - قطر، الجزء الثاني، 2013، ص 263-266. عبد الله بن محمد المطلق، "الصكوك"، ورقة بحثية مقدمة لندوة "الصكوك الإسلامية: عرض وتقييم"، جامعة الملك عبد العزيز، المملكة العربية السعودية، 2010. فؤاد محمد أحمد محبس، "نحو نموذج تطبيقي إسلامي لتوريق الموجودات"، مرجع سبق ذكره. الجمعية المصرفية للتقويل الإسلامي "الصكوك في 30 سؤال وجواب"، مرجع سبق ذكره، ص 06. عبد العزيز الحياطي، "الشركات في الشريعة الإسلامية والقانون الوضعي"، مرجع سبق ذكره، ص 101-103. علي محي الدين القرة داغي، "أثر ديون ونقود الشركة أو المحفظة على حكم تداول الأسهم والصكوك والوحدات الاستثمارية (المشكلة والحلول): دراسة فقهية اقتصادية"، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة الطبعة الأولى، 2003، ص 11.

الفصل الثالث: مفاهيم عامّة حول التصكيك الإسلامي وأهميته الاقتصادية

☞ ما يُدفع على الصّكوك ليس فائدة مترتبة على قيمته الاسمية، وإنما هي ربح مصدره النشاط الذي استخدمت فيه أموال حملة الصّكوك، أو الإيراد المتولّد من الأصول التي يملكونها بموجب الصّكوك.

☞ حق صاحب الصك حقّ عيني يتعلّق بموجودات المشروع أو الشركة، في حين أن حق صاحب السند يمثل ديناً في ذمّة الشركة التي تصدره ولا يتعلّق بموجودات عينية.

☞ تقديم معلومات كافية عن الموجودات أو المشاريع التي تمثّلها الصّكوك أمرٌ ضروري، أمّا في السندات فقد تقدّم بيانات يكون الغرض منها طمأنة حملتها على التدفّقات النقدية الكفيلة بدفع العوائد وإطفاء السندات.

☞ التداول في الصّكوك مختلف تماماً عنه في السندات، ففي الصّكوك يكون لبيع الملكية الخاصّة في الموجودات أو المشاريع، أمّا في السندات فهو خصم للدين المترتب لحامله في ذمّة الجهة المصدرة.

☞ عند عجز الجهة المصدرة للسندات عن الوفاء بقيمة السند أو العائد عليه، فإن لحامل السند الأولوية في استيفاء حقّه من موجودات الشركة المصدرة، أمّا حامل الصك فيعتبر شريكاً في المشروع الذي أُصدر من أجله.

☞ تمثّل الصّكوك شهادة ملكية نسبة شائعة في الموجودات التي تمّ استثمار الأموال فيها. وتكون هذه ملكية منقولة لفترة ثابتة إلى مالكي الصّكوك تنتهي بتاريخ استحقاق الصّكوك من المالك الأصلي "المنشئ".

☞ من حيث الموجودات، بالنسبة للصّكوك يُطلب عادة حد أدنى لنسبة معيّنة من الموجودات العينية، أمّا بالنسبة للسندات فذلك غير مطلوب.

☞ مدّة الصّكوك مُرتبطة بالمشروع المعني وتنتهي بانتهائه، أمّا مدّة السند فلا ترتبط بالمشروع، وقد تزيد أو تنقص عن فترة المشروع.

☞ الصك يُعتبر دليلاً وبرهاناً على نقل الملكية في عمليتي البيع والشراء، وخلافاً لذلك فإن السند لا يعني نقل الملكية لمبلغ نقدي.

ثانياً: بين الصك والسهم

يتشابه الصك مع السهم في نواحي ذكر منها¹:

☞ يمثّل كلٌّ من السهم والصك حصّة شائعة في موجودات الشركة أو المشروع، وهذه الموجودات تشتمل غالباً على الأعيان والمنافع والحقوق، ثم فيما تؤوّل إليه الموجودات من نقود أو ديون.

☞ الرّبح من عمليات الاستثمار في الشركة والصّكوك بعد حسم المصاريف ملك لحملتها. كما أن استحقاق مالك الصك والسهم حصّة في صافي ربح الشركة والمشروع تتناسب مع قيمة الأسهم التي يملكها في الشركة أو

الصك الذي يملكه في المشروع، وكذلك الخسارة في حال تحقّقها.

☞ كلّ منهما يصدر بقيمة اسمية متساوية، ولا يقبل التجزئة.

¹ - أنظر: عبد الله بن محمد المطلق، "الصكوك"، ورقة بحثية مقدمة لندوة "الصكوك الإسلامية: عرض وتقييم"، مرجع سبق ذكره. عبد الله بن سلمان المنيع "الصكوك الإسلامية تجاوزاً وتصحيحاً"، ورقة بحثية مقدمة لندوة "الصكوك الإسلامية: عرض وتقييم"، المملكة العربية السعودية، 2010. الجمعية المصرفية للتمويل الإسلامي "الصكوك في 30 سؤال وجواب"، مرجع سبق ذكره، ص 06. معبد علي الجارحي وعبد العظيم جلال أبو زيد، "الصكوك قضايا فقهية واقتصادية"، ورقة بحثية مقدمة لمجمع الفقه الإسلامي في دورته التاسعة عشر، الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، 2009.

الفصل الثالث: مفاهيم عامّة حول التصكيك الإسلامي وأهميته الاقتصادية

☞ كما أن الموجودات تدار من جانب جهة معيّنة تكون مسؤولة من قبل حملة الأسهم والصّكوك، وأن كلاً من حاملي الأسهم والصّكوك لهم الحق في بيع ما يملكون من الأسهم والصّكوك إلى غيرهم متى أرادوا ذلك.

☞ الالتزام الناتج من النشاط الاستثماري في هذه الأدوات محدود المسؤولية في موجوداتها بقدر ملكية كل واحد منها - السّهم، الصّك -.

☞ اختصاص ملاكها في حالة التصفية بصافي تصفيتها كل بحسب ملكيته فيها.

☞ تجتمع الصّكوك مع أسهم الشركات في توزيع عائدٍ دوري على ملاكها، وفي مرونتها للتداول العام في الأسواق المالية.

☞ الرّبح في كليهما مدروس من خلال دراسة جدوى حقيقية وقابل للتوقّع.

وفي ذات الوقت يفتقر الصّك عن السّهم في نواحٍ عدّة منها¹:

☞ الأسهم تمثّل ملكية حقيقية للشركة، وبالتالي لا يصحّ إصدار أسهم لنشاط معيّن من نشاطاتها إلاّ إذا فصل هذا النشاط وأصبح شركة جديدة، في حين أن الصّكوك يمكن أن تصدر لنشاط معيّن. وبالتالي، فإن الصّكوك أكثر مرونة من الأسهم، وتستطيع الجهة المصدرة أن تختار نوع الإصدار الذي يناسبها.

☞ الصّكوك في عمومها أقلّ مخاطرة من الأسهم، والسبب في ذلك أن الأصول المرشحة للتصكيك عادة ما تكون أصولاً جيّدة، والصّكوك تكون مؤقّته، بينما الأسهم ورقة مالية غير مؤقّته.

☞ يشترك مالك السّهم في إدارة الشركة عن طريق انتخاب مجلس الإدارة من بين المساهمين، أمّا حملة الصّكوك فإنهم لا يشاركون في إدارة الصّكوك بطريق مباشر، فالإدارة توكل للمضارب وحده وفق ضوابط المضاربة الشرعية التي تقوم على التفرقة بين ربّ المال والعمل.

☞ الصّكوك يمثّل عادة حقوقاً في موجودات متنوّعة، بعضها قد يكون حقوقاً مشاعاً في شركات (أسهم) وبعضها أعيان تستغل مباشرة بمعرفة مدير الاستثمار. وعلاقة حامل الصّك بمدير الصّكوك تختلف عن علاقة حامل السّهم بإدارة الشركة.

☞ تصدر الأسهم عند تأسيس الشركة، وتنشأ مع بداية نشاطها، بينما يتم إصدار الصّكوك بعد التأسيس لغرض التوسّع في أعمال ونشاطات الشركة.

☞ تُصدر الأسهم من قبل الشركات، أمّا الصّكوك فيكون إصدارها من قبل الشركات والحكومات والهيئات والمؤسّسات، كما أن كلّ شركة مساهمة لا بدّ أن تصدر أسهماً، لكن ليس من الضروري أن تُصدر صكوكاً.

¹ - أنظر في هذا: عبد الستار الخويلدي، "إخفاقات الصّكوك"، مرجع سبق ذكره، ص24. عاشور عبد الجواد عبد الحميد، "التّمول بالمشاركة في المؤسّسات المالية الإسلامية" ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر للمؤسّسات المالية الإسلامية، دبي، الإمارات العربية المتحدة، 2005، ص1175. عبد الله بن محمد المطلق، "الصّكوك"، ورقة بحثية مقدمة لندوة "الصّكوك الإسلامية: عرض وتقييم"، مرجع سبق ذكره. عبد العزيز الحياط، "الشركات في الشريعة الإسلامية والقانون الوضعي"، مرجع سبق ذكره ص100-101. حسين حامد حسان، "الأدوات المالية الإسلامية"، مرجع سبق ذكره، ص1054. مجلس الخدمات المالية الإسلامية، "المعيار رقم 07: متطلبات كفاية رأس المال للصّكوك والتصكيك، والاستثمارات العقارية"، مرجع سبق ذكره، ص31. منذر تحف، "سندت القراض وضمان الفريق الثالث وتطبيقاتها في تمويل التنمية في البلدان الإسلامية"، مجلة الاقتصاد الإسلامي، المجلد 01، 1989، ص56-57.

الفصل الثالث: مفاهيم عامّة حول التصكيك الإسلامي وأهميته الاقتصادية

- ☞ من حيث الموجودات بالنسبة للصّكوك يُطلب عادة حد أدنى لنسبة معيّنة من الموجودات العينيّة، أمّا بالنسبة للأسهم فذلك غير مطلوب.
- ☞ بالنسبة للصّكوك تكون ملكية المطالبات على الموجودات المحدّدة أو المشاريع، أمّا بالنسبة للأسهم فملكية المطالبات تكون على الشركة.
- ☞ تداول الصّكوك يكون لبيع الملكية الخاصّة في الموجودات أو المشاريع، بينما يكون بيع الأسهم في الشركات.
- ☞ لا يتحمّل مالك الصك التزامات وديون المصدر عند التصفية، بينما يتحمّل المساهم نصيبه من سداد التزامات الشركة عند التصفية.
- ☞ تصدر الصّكوك لمشروع معيّن لا يمكن تغييره، بينما لمجلس إدارة الشركة مُصدرة السهم أن تغيّر من نشاطها.

المطلب الثالث: أنواع الصّكوك وآلية عملها ومجالات تطبيقها

يشير المختصّون في شؤون الهيكلية المالية إلى وجود اعتبارات عدّة يُستند عليها في إجراء عملية التصكيك منها ذلك الاعتبار الذي يقوم على العقود الجزئية المؤطّرة لهيكلية الصّكوك، وذلك الاعتبار الذي يستند على طبيعة ونوع الأصول محل التصكيك، وذلك الاعتبار الذي يستحضر الإطار القانوني والأمر التقني التجاري للصّكوك... الخ. ويعدّ الاعتبار الأول من أشهر وأظهر الاعتبارات المعتدّ بها في الواقع العملي، وقد أحصت بناءً عليه هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسّسات المالية الإسلاميّة أربعة عشر نوعاً من الصّكوك. هذه الأخيرة سوف تكون محل البحث والتحليل في دراستنا، وسوف نتناولها في قسمين أساسيين هما: صكوك التمويل، وهي التي تقوم على أساس عقود التمويل التي يترتب عليها دين في ذمّة المستخدم أو المستفيد من حصيلة بيع الصّكوك مثل المشتري مريحة أو استصناعاً والبائع سلماً. وصكوك الاستثمار، وهي التي تقوم على أساس عقود الاستثمار، أي تلك العقود التي لا يتخلّى فيها مصدر الصّكوك-المستفيد أو المستخدم لحصيلتها- عن ملكية الموجودات، بل يستثمر هذه الموجودات إمّا بواسطة غيره بحصّة من الرّبح كالمضارب، أو بأجر معلوم كالوكيل في الاستثمار، أو مع غيره كالشريك المدير.

أولاً: صكوك الاستثمار

يشمل هذا القسم: صكوك المضاربة، صكوك المشاركة، صكوك المزارعة والمغارسة والمساقاة، صكوك الوكالة بالاستثمار. وفيما يلي تفصيل حولها.

☞ صكوك المضاربة:

أ. في معنى صكوك المضاربة: على نحو مختصر تُعرّف صكوك المضاربة على أنها صكوك تصدر على أساس عقد المضاربة، وتستخدم حصيلة إصدارها لدفع رأس مال المضاربة للمضارب لاستثماره بحصّة معلومة من ربحه ويمثّل الصك حصّة شائعة في ملكية موجودات المضاربة، وتشمل الأعيان والمنافع والديون والتّقود والحقوق المالية

الفصل الثالث: مفاهيم عامة حول التصكيك الإسلامي وأهميته الاقتصادية

الأخرى، وفي ثمنها بعد بيعها، ويستحق مالكو الصكوك حصّةً شائعةً من عائد استثمار الموجودات، ويتحمّلون مخاطر هذا الاستثمار بنسبة ما يملكه كلٌّ منهم من صكوك، وتحدّد نشرة اكتتاب هذه الصكوك والعقود الشرعيّة الملحقّة بها شروط وأحكام عقد المضاربة وحصّة مالكي الصكوك من الرّبح¹.

ولصكوك المضاربة العديد من الصّور². فطبقاً لحرّيّة المضارب في النّشاط تردتلك الصّكوك على نوعين:

1. **صكوك المضاربة المقيدة:** وهي المقصود منها توفير رأس مال مضاربة لاستثماره في مشروع خاص أو نشاط معيّن (صناعياً كان أم زراعياً أم تجارياً...). ومن ثم فهي تقوم على فكرة الرّبط بين المصدر التمويلي ومجال الاستخدام والعائد المتوقّع ودوريتها. وتردّهي الأخرى على ضربين، وهما: صكوك المضاربة المقيدة بمشروع معيّن وهي صكوك تعطي لملكها الحق في المشاركة الموقوتة في تأسيس أو تمويل مشروع معيّن أو عملية معيّنة والمشاركة في العائد المتولّد عنه، وتحمّل النتائج إيجاباً أو سلباً، كإنشاء مشروع سكني أو استصلاح مساحة أرض معيّنة بقصد بيعها. وصكوك المضاربة المقيدة بمجال معيّن، وهي التي تُعطي لملكها الحق في المشاركة في العائد المتولّد من تشغيل الأموال في نشاط استثماري معيّن، كنشاط المقاولات أو نشاط الثروة الحيوانية، وتستخدم حصيلة هذه الصّكوك في أوجه التوظيف المختلفة داخل مجال النّشاط المعيّن الذي تقوم به الشركة.

2. **صكوك المضاربة المطلقة:** وفيها لا تلتزم جهة الإصدار بمشروع معيّن بذاته. ومن ثم فإن المستثمر في هذه الحالة يكون له حق اختيار المشروع أو النّشاط الذي يستخدم فيه أمواله.

هذا، وتنقسم صكوك المضاربة طبقاً لتوقيت الاسترداد إلى:

1. **صكوك مضاربة مُستردّة بالتدرّج:** وذلك بأن تسترد القيمة الإسمية للصكوك مع أرباحها (إن وجدت) في مدّة زمنيّة محدّدة، لتؤول ملكية المشروع لجهة الإصدار بعد استهلاك رأس المال بالكامل.

2. **صكوك مضاربة مستردّة في آخر المشروع:** أي يُترك استرداد القيمة الإسمية للصكوك حتّى آخر المشروع بينما قد توزّع الأرباح بشكلٍ دوري.

وتردّ طبقاً لمعيار رد قيمة الصّكوك على صورتين وهما:

1. **صكوك مضاربة منتهية بتمليك المشروع:** أي يكون رد قيمة صكوك المضاربة بعد الانتهاء من استثمار المشروع في فترة محدّدة، من خلال تمليك المشروع لأصحاب هذه الصّكوك حسب حصصهم.

2. **صكوك مضاربة قابلة للتحويل إلى صكوك من نفس النوع أو أنواع أخرى أو حتى التحوّل لأسهم عادية وفق ضوابط شرعيّة معيّنة.**

¹ - هيئة الفتوى والرقابة الشرعية لسوق دبي المالي، "معيّار سوق دبي المالي لإصدار وتملك وتداول الصكوك"، مرجع سبق ذكره، ص 05.

² - علي محي الدين القرة داغي، "السندات القابلة للتحويل، حكمها والبديل الإسلامي"، حولية البركة، العدد 2، 2000، ص 232-233. علي محي الدين القرة داغي، "بحوث في الاقتصاد الإسلامي"، دار البشائر الإسلامية، بيروت، 2002، ص 335. حسين حامد حسان، "صكوك الاستثمار الإسلامي"، مرجع سبق ذكره.

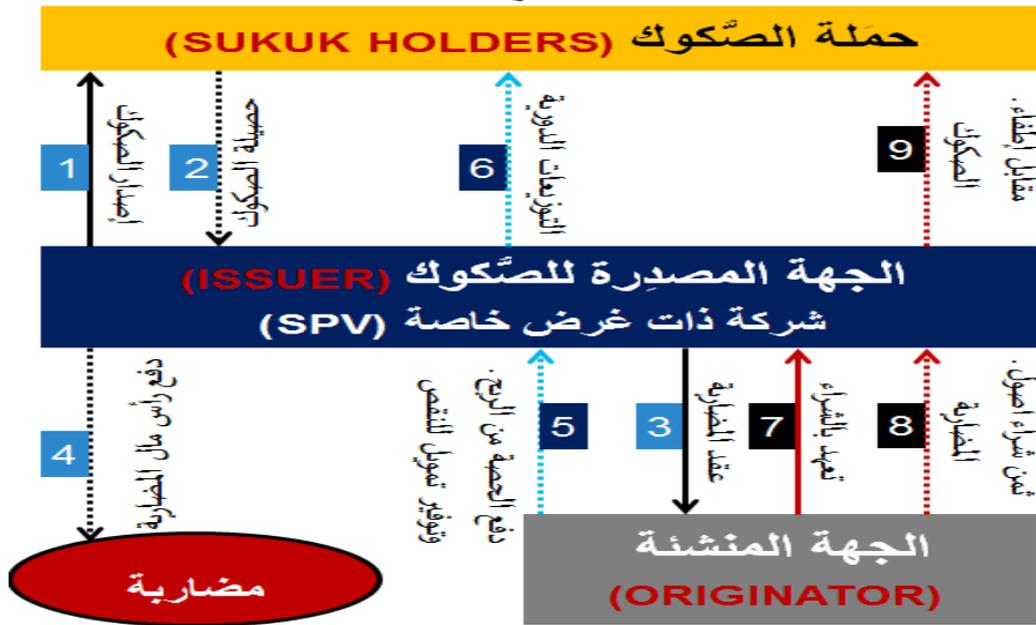
الفصل الثالث: مفاهيم عامة حول التصكيك الإسلامي وأهميته الاقتصادية

وكما سبقت الإشارة فإنه يجوز تداول هذه الصكوك بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط في الأعيان والمنافع. أما قبل ذلك فتراعى ضوابط التصرف في النقود، كما تُراعى ضوابط بيع الدين في حال بيع الموجودات بثمن مؤجل.

ب. تصكيك عقد المضاربة:

بناءً على التعريف الوارد آنفاً فإن الممول المصدر لهذه الصكوك يعرض نفسه على الجمهور مضارباً والمكتتبون فيها هم أرباب المضاربة وهم شركاء لبعضهم في ملك رأسمال المضاربة، وحصيلة الاكتتاب هي رأس مال المضاربة، ويملك حملة الصكوك صافي أصول وعاء المضاربة زائد الحصّة المتفق عليها مع المصدر (عامل المضاربة) من الربح، ويتحملون الخسارة كاملةً إن وقعت بغير تعدّد أو تقصير منه. وبشكلٍ دقيق، فإن عملية تصكيك عقد المضاربة تتم وفق المراحل المصوّرة في الشكل البياني الموضّح أدناه.

الشكل رقم 03-01: شكل يوضح خطوات تصكيك عقد المضاربة



المصدر: أسيد الكيلاني، "الصكوك (آليات وتحديات وترشيد)"، ورقة بحثية مقدّمة للملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية بعنوان: آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، الجزائر، 2013.

حيث¹:

1. يقوم المصدر (الشركة ذات الغرض الخاص) بإصدار الصكوك، وفق نشرة الإصدار.
2. يكتب المستثمرون في الصكوك، ويدفعون المقابل، ويفوضون المصدر بإتمام التعاقدات بالتيابة عنهم.

¹ - أسيد الكيلاني، "الصكوك (آليات وتحديات وترشيد)"، مرجع سبق ذكره، 2013.

الفصل الثالث: مفاهيم عامة حول التصكيك الإسلامي وأهميته الاقتصادية

3. يُبرم المصدر (رب المال) عقد مضاربة مع الجهة المنشئة (مضارب) التي تحتاج السيولة، لتستثمره وفق خطة الاستثمار ومجاله المتفق عليه.

4. يقوم المصدر بدفع رأس مال المضاربة من حصيلة الصّكوك للجهة المنشئة.

5. تدفع الجهة المنشئة (المضارب) حصة الصّكوك من ربح المضاربة، وتستبقي ما يزيد عن نسبة محدّدة في احتياطي، وذلك حتى توفّر التمويل اللازم لتلبية التوزيعات الدورية إذا لم يكن ما تمّ تحقيقه من ربح وما هو متوافر في الاحتياطي كافياً. وما يبقى من الاحتياطي في النهاية يكون حافزاً للجهة المنشئة (المضارب).

6. يقوم المصدر بتسليم الربح ودفع التوزيعات الدورية.

7. تُصدر الجهة المنشئة (المتعهد) تعهداً بشراء أصول الصّكوك في حال الإخلال أو عند الإطفاء النهائي.

8. يتم تنفيذ التعهد بالشراء، وتشترى الجهة المنشئة (المشتري) الحصّة من المصدر (البائع) في الحالات المحدّدة.

9. يدفع المصدر ما تم تحصيله من تنفيذ التعهد بالشراء لحملة الصّكوك وبذلك يتم إطفاء الصّكوك.

ج. مجالات تطبيق صكوك المضاربة: تعتبر صكوك المضاربة أداة تمويلية استثمارية واسعة الاستخدام والتطبيق، إذ يتيح تنوع صورها إمكانية لاستحضرها في شتى مجالات التنمية، الزراعيّة منها والصنّاعية، والطاقة والتعدين، والخدمات، والتجارة الداخليّة والخارجيّة، وفي أسواق الأوراق الماليّة، والتّقد، والسّلع وغير ذلك من وجوه الاستثمار المتنوّعة، العامّة منها والخاصّة.

فيمكن بها تمويل مشاريع الخدمات العامّة التي تقدّمها الدولة مثل إنشاء المدارس والمستشفيات. فعلى سبيل المثال لو أن الدولة أرادت بناء مدينة سكنية، فإنها تستطيع عن طريق إصدار صكوك المضاربة الحصول على التمويل اللازم لتطوير الأراضي المخصّصة لبناء المدينة، ومن ثمّ بيعها لتسديد قيمة الصّكوك المصدرة مع توزيع الأرباح والعوائد المناسبة¹. كما يمكن للدول أن تُصدر صكوك المضاربة لتمويل خطة الاستثمار وإقامة المشاريع الاستثمارية الجديدة المدوّرة للدخل (مثل محطّات الطّاقة الكهربائيّة والموانئ، أو إنشاء محطّة جديدة لتحلية المياه أو توسيعها ونحو ذلك من المشاريع التنموية)، بجميع أنواعها وتطوير القائم منها بالإحلال والتجديد وإضافة خطوط إنتاج جديدة.

وبالنسبة للقطاع الخاص فهو الآخر بإمكانه الاستفادة من هذا النوع من الصّكوك عن طريق قيام شركة مساهمة صناعية - على سبيل المثال - بإصدار صكوك مضاربة باعتبارها المضارب اتّجاه رب المال الذي تمثّله هيئة مالكي الصّكوك. وبالمثل فإن لشركات المساهمة التي تعمل في مجال الإنشاءات، أن تصدر صكوكاً عقارية ليكون لديها رأس المال اللازم لشراء الأراضي وتطويرها وبنائها وبيعها مبنية أو مطوّرة.

وليس من شكّ في أن هذا التنوّع قد يحقق لصكوك المضاربة قبولاً واسعاً لدى الحكومات والمؤسّسات الكبرى وهذا بدورهم يعزّز ويزيد من الثّقة بالاقتصاد الإسلامي.

صكوك المشاركة:

¹ - علي أحمد السالوس، "موسوعة القضايا الفقهية المعاصرة والاقتصاد الإسلامي"، دار الثقافة، قطر، 1993، ص 879.

أ. في معنى 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 على أساس الوكالة بالاستثمار¹.

تردّ صكوك المشاركة بوجهها على صورتين أساسيتين وهما:

1. صكوك المشاركة المستمرة (الدائمة)، وهي تلك الصكوك الصادرة لتمويل حصص المشاركة المستمرة في مشروع معيّن قائم فعلاً، أو يُقام بحصيلتها، بقصد الاشتراك في الربح.

2. صكوك المشاركة المؤقتة، ومثل هذه الصكوك تصدرها مؤسسة مالية قائمة في شكل شركة مساهمة، ثم تصدر هذه الشركة صكوكاً جديدة تشارك في الأرباح والخسارة كبقية الأسهم، غير أنها لا تشارك في الإدارة ولا تملك حق التصويت، وتوزع أرباح المؤسسة المالية على حملة الأسهم الدائمة العادية وعلى حملة هذه الصكوك دون تفرقة، كما أنهم يتحملون أية خسارة متوقعة سواءً بسواء. وتردّ في حدّ ذاتها على صور وهي²:

أ. **صكوك المشاركة المستردة بالتدرّج**: بحيث تتضمن نشرة الإصدار نصّاً يقضى باسترداد حملة الصكوك قيمة هذه الصكوك بالتدرّج في مدة معيّنة كخمس أو عشر سنوات مثلاً.

ب. **صكوك مشاركة مستردة خلال زمن مُحدّد**، وهنا يتم استصدار صكوك مشاركة تستثمر حصيلتها في تمويل مشروع معيّن في مدّة محدّدة. وفي نهاية المدّة المحدّدة يصقّى المشروع ويوزع ناتج التصفية على حملة الصكوك كلٌّ بقدر الصكوك التي يحملها.

ج. **صكوك المشاركة المنتهية بالتملك**: قد تصدر صكوك المشاركة لمدّة محدّدة تنتهي بعدها بتملك أحد حملة الصكوك لخصص بقية الشركاء، وذلك بشراء هذه الحصص على دفعات بالتقسيط الذي يتمّ الاتفاق عليه عند شراء الحصّة أو تحدّد نشرة الإصدار آلية تحديده.

ب. **تصكيك عقد المشاركة**: تأسيساً على مفاهيم صكوك المشاركة الموضّحة سابقاً فإنّ التمويل المصدر لتلك الصكوك يعرض نفسه على الجمهور شريكاً في مشروع معيّن أو توسعة معيّنة أو نشاط محدّد، وحصيلة الاكتتاب هي حصّة المكتتبين في رأس مال المشروع الجديد أو التوسعة الجديدة أو النشاط الجديد، الذي يملكون من موجوداته بنسبة قيمة ما يحملون من صكوك إلى إجمالي رأسماله، ولهم من غنم المشروع وعليهم من غرمه بحسب تلك النسبة. أي أن المنشئ (المشروع القاسم المتمول) سيدخل في شركة أموال مع المكتتبين بصكوكه، وتحدّد أحكام شركة الأموال حدود العلاقة بين الطرفين، كما ينبغي أن تظهر في نشرة الإصدار.

¹ - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، "المعايير الشرعية: صكوك الاستثمار"، إصدار 2007، مرجع سبق ذكره، ص 252.

² - أنظر كلا من: حسين حامد حسان، "صكوك الاستثمار الإسلامي"، مرجع سبق ذكره، ص 09، بصرف. أشرف محمد دوابه، "الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق"، دار السلام، القاهرة، 2009، ص 37-39.

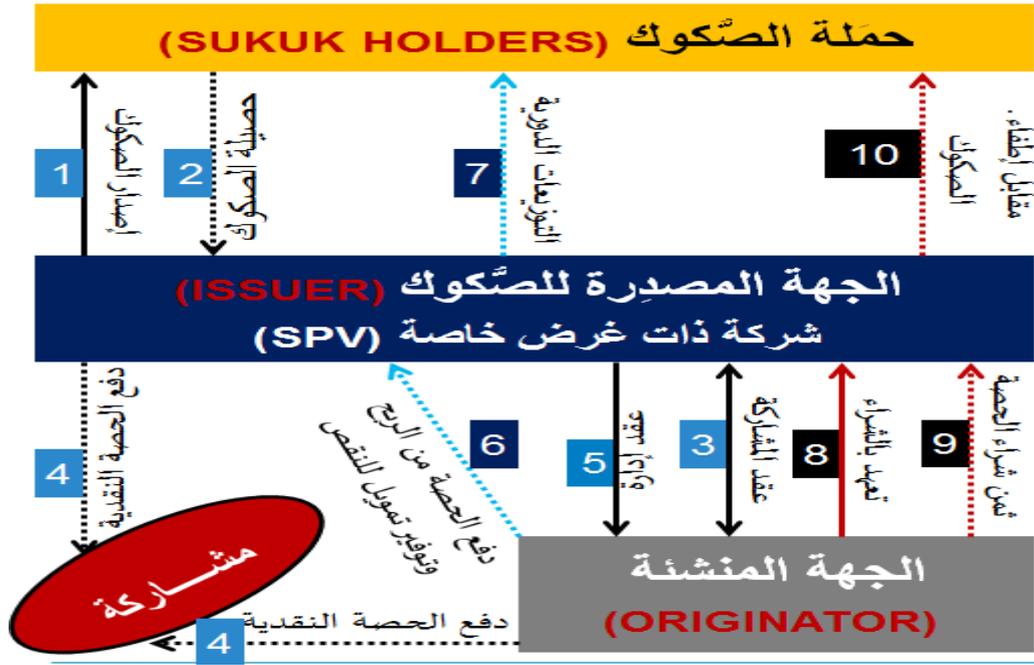
الفصل الثالث: مفاهيم عامّة حول التصكيك الإسلامي وأهميته الاقتصادية

وتميّز هنا حالتين:

ب.1. صكوك المشاركة برأس مال نقدي: الغرض من إصدار هذه الصكوك توفير سيولة للجهة المنشئة لاستثمارها في أنشطتها عموماً أو في مشروع معيّن. وأما متطلّباتها فينبغي أن تكون الجهة المنشئة مستعدّة للمشاركة بمبلغ نقدي، وأن يكون النشاط أو المشروع (محل المشاركة) دأراً للدخل، وأن يكون مشروعاً. وعلى وجه العموم، فإن هيكلة صكوك المشاركة برأس مال نقدي تتم بالطريقة أو وفقاً لخطوات الموضّحة في الشكل البياني الموالي.

1. يقوم المصدر (الشركة ذات الغرض الخاص) بإصدار الصكوك وفق نشرة الإصدار.
 2. يكتب المستثمرون في الصكوك، ويدفعون المقابل، ويفوضون المصدر بإتمام التعاقدات بالنيابة عنهم.
 3. يُبرم المصدر (شريك) عقد مشاركة مع الجهة المنشئة (شريك) التي تحتاج السيولة.
 4. يقوم المصدر بدفع حصة الصكوك التقديمية في رأس مال المشاركة، من حصيلة الصكوك للجهة المنشئة التي تدفع حصتها النقدية أيضاً.
 5. يبرم المصدر (الشريك) عقد إدارة مع الجهة المنشئة (مدير المشاركة) لإدارة المشاركة واستثمار رأس مالها.
 6. تدفع الجهة المنشئة (المدير) حصة الصكوك من ربح المشاركة، وتستبقي ما يزيد عن نسبة محدّدة في احتياطي، بغرض توفر التمويل اللازم لتلبية التوزيعات الدورية إذا لم يكن ما تمّ تحقيقه من ربح وما هو متوافر في الاحتياطي كافياً. وما يبقى من الاحتياطي في النهاية يكون حافزاً للجهة المنشئة (المدير).
 7. يقوم المصدر بتسليم الربح ودفع التوزيعات الدورية.
 8. تُصدر الجهة المنشئة (المتعهد) تعهداً بشراء حصة الصكوك في حال الإخلال أو عند الإطفاء النهائي.
 9. يتم تنفيذ التعهد بالشراء وتشتري الجهة المنشئة (المشتري) الحصة من المصدر (البائع) في الحالات المحدّدة.
 10. يدفع المصدر ما تمّ تحصيله من تنفيذ التعهد بالشراء لحملة الصكوك، وبذلك يتم إطفاء الصكوك.
- الشكل رقم 03-02: شكل يوضح خطوات تصكيك عقد المشاركة (حالة المشاركة برأس مال نقدي)

الفصل الثالث: مفاهيم عامة حول التصكيك الإسلامي وأهميته الاقتصادية



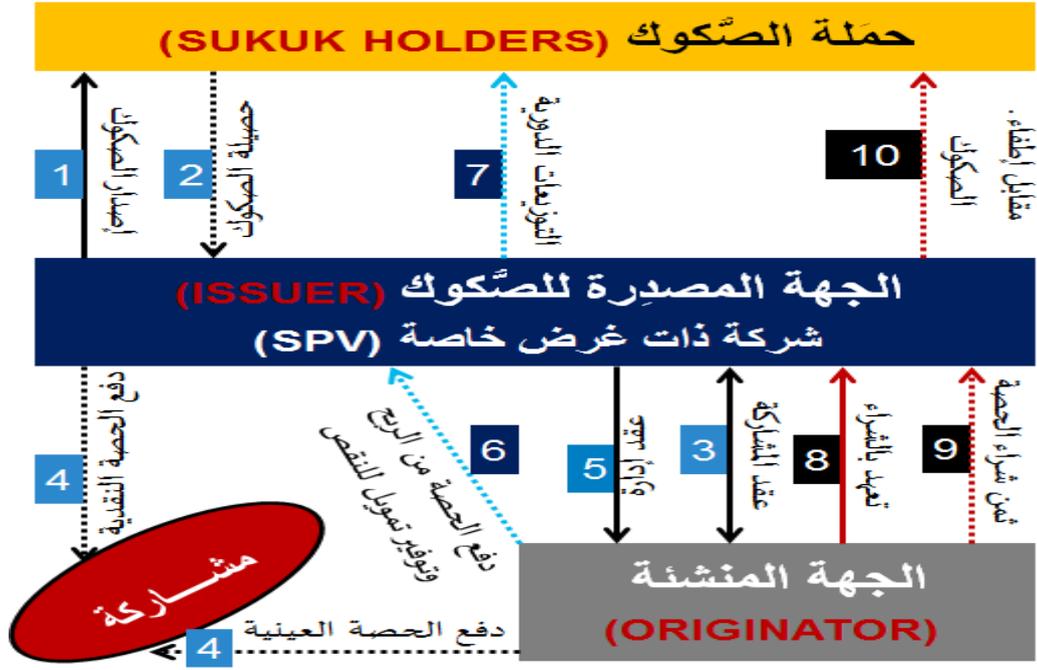
المصدر: أسيد الكيلاني، "الصكوك (آليات وتحديات وترشيد)"، مرجع سبق ذكره.

ب. صكوك المشاركة برأس مال نقدي وعيني: الغرض من إصدار هذا النوع من الصكوك هو توفير سيولة للجهة المنشئة لاستثمارها في أنشطتها عموماً أو في مشروع معين. وأما عن متطلباتها فيجب أن تكون الجهة المنشئة مستعدة للمشاركة بحصة عينية تساوي قيمتها قيمة حصتها في رأس مال المشاركة، وأن يكون النشاط أو المشروع (محل المشاركة) دافعاً للدخل، وأن يكون مشروعاً أيضاً.

ويتم التصكيك في هذه الحالة وفق الخطوات المبينة في الشكل البياني الوارد أدناه.

الشكل رقم 03-03: شكل يوضح خطوات تصكيك عقد المشاركة (حالة المشاركة برأس مال نقدي وعيني)

الفصل الثالث: مفاهيم عامة حول التصكيك الإسلامي وأهميته الاقتصادية



المصدر: أسيّد الكيلاني، "الصّكوك (آليات وتحديات وترشيد)"، مرجع سبق ذكره.

حيث:

1. يقوم المصدر (الشركة ذات الغرض الخاص) بإصدار الصّكوك وفق نشرة الإصدار.
2. يكتب المستثمرون في الصّكوك، ويدفعون المقابل، ويفوضون المصدر بإتمام التعاقدات بالنيابة عنهم.
3. يُبرم المصدر (شريك) عقد مشاركة مع الجهة المنشئة (شريك) التي تحتاج السيولة.
4. يقوم المصدر بدفع حصة الصّكوك النقدية في رأس مال المشاركة من حصة الصّكوك، للجهة المنشئة التي تدفع حصتها العينية أيضاً بعد تقويمها.
5. يُبرم المصدر (الشريك) عقد إدارة مع الجهة المنشئة (مدير المشاركة) لإدارة المشاركة واستثمار رأس مالها.
6. تدفع الجهة المنشئة (المدير) حصة الصّكوك من ربح المشاركة، وتستقي ما يزيد عن نسبة معيّنة في احتياطي لغرض توفر التمويل اللازم لتلبية التوزيعات الدورية إذا لم يكن ما تمّ تحقيقه من ربح وما هو متوافر في الاحتياطي كافياً. وما يبقى من الاحتياطي في النهاية يكون حافزاً للجهة المنشئة (مدير المشاركة).
7. يقوم المصدر بتسليم الربح ودفع التوزيعات الدورية.
8. تُصدر الجهة المنشئة (المتعهد) تعهداً بشراء حصة الصّكوك في حال الإخلال أو عند الإطفاء النهائي.
9. يتم تنفيذ التعهد بالشراء وتشتري الجهة المنشئة (المشتري) الحصة من المصدر (البائع) في الحالات المحددة.
10. يدفع المصدر ما تمّ تحصيله من تنفيذ التعهد بالشراء لحملة الصّكوك وبذلك يتم إطفاء الصّكوك.

ج. مجالات تطبيقها: كحال صكوك المضاربة، تتعدّد وتتوسّع تطبيقات صكوك المشاركة هي الأخرى، إذ أنّها تصلح لكافة أنواع الاستثمارات طويلة الأجل والمتوسطة، كما أنّها تصلح لجميع أنواع الأنشطة الاقتصادية التجارية

الفصل الثالث: مفاهيم عامة حول التصكيك الإسلامي وأهميته الاقتصادية

منها والصناعية والزراعية والخدمية، كالزراعة والصيد البحري، والصناعات التحويلية، والطاقة والمناجم والبنية الصناعية والتكنولوجية، النقل... وهلمّ جزاً! عامة كانت أم خاصة.

للقطاع الخاص أن يستخدم هذا النوع من الصكوك، حيث يمكن لأيّ شركة نقل إصدار صكوك المشاركة لشراء حافلات النقل مثلاً، على أساس إعطاء جهة العمل حصّة من الإيراد. كما يمكن للقطاع العام أيضاً أن يستخدمها، كأن تُصدر الحكومة صكوك مشاركة متناقصة تهدف بها إلى تعبئة الموارد المالية لتوفير الاحتياجات الاستثمارية وبعض المرافق العامة للدولة التي تدرّ دخلاً يتمثل في ثمن بيع خدماتها للجمهور، مثل الموانئ والمطارات والجامعات... الخ¹. كما يمكن تطبيق النوع الأخير من الصكوك من قبل القطاع الخيري، وتحديدًا لإعمار الأراضي الوقفية²، خاصة وأنه يمنع تملك الأرض الوقفية للغير مع وجود الحاجة إلى إعمارها.

صكوك المزارعة:

أ. في معنى صكوك المزارعة:

بمفهوم أوسع وأدق، هي أوراق مالية متساوية القيمة تصدر على أساس عقد المزارعة، تستخدم حصيلتها في تمويل زراعة أرض يقدمها مالكوها بناءً على هذا العقد، ويمثل الصك حصّة شائعة في ملكية موجودات المزارعة غير الأرض، وفي الزرع بعد ظهوره، وفي ثمنه بعد بيعه. ويستحق حملة الصكوك بصفتهم المزارعين بأموالهم حصّة معلومة من الزرع، ويستحق مالك الأرض الباقي³. وتحدّد نشرة اكتتاب هذه الصكوك والعقود الشرعية الملحقة بها شروط وأحكام عقد المزارعة، وحصّة كل من مالكي الصكوك ومالك الأرض من ناتج البيع.

ب. طرق تصكيك عقد المزارعة: نَمَيَز هنا بين طريقتين لإصدار صكوك المزارعة وهما:

➤ **الطريقة الأولى:** أن يكون مُصدر الصك مالكاً لمساحة من الأرض الصالحة للزراعة ويرغب في الحصول على تمويل لزراعتها، والمكتتبون في الصكوك مزارعون لهذه الأرض بأموالهم بقصد الحصول على حصّة من المحصول أو الناتج، وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف زراعة الأرض. ويتولّى المصرف تنظيم عملية الإصدار، وقد يكون هو مديراً للإصدار، وقد يتولّى بعض الوظائف الأخرى.

بناءً على الذي تمهد فإن تصكيك عقد المزارعة وفقاً لهذه الطريقة يتمُّ عبر الخطوات التالية⁴:

1. يتقدّم مالك الأرض التي يُطلب زرعها إلى المصرف الإسلامي.
2. يقوم المصرف بإنشاء شركة ذات غرض خاص - وتسمّى وكيل الإصدار - تكون وكيلة عن مالك الأرض وتتولّى إصدار صكوك المزارعة.
3. بعد جمع حصيلة الاكتتاب يقوم مدير الإصدار بتعيين شركة زراعية خبيرة تتولّى عملية الزراعة نيابة عن حملة الصكوك مقابل أجرٍ معلوم.

¹ - أنظر: عبد الملك منصور، "العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جديدة"، مرجع سبق ذكره، ص 15.

² - منذر نجف، "سندت القراض وضمان الفريق الثالث وتطبيقاتها في تمويل التنمية في البلدان الإسلامية"، مرجع سبق ذكره، ص 72، بصرف.

³ - الجريدة الرسمية لجمهورية مصر العربية، قانون الصكوك " المادة 3 "، 2013.

⁴ - خالد بن سعود الرشود، "العقود المبتكرة للتمويل والاستثمار بالصكوك الإسلامية"، المملكة العربية السعودية: كرسيّ سابق لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، 2013، ص 631.

الفصل الثالث: مفاهيم عامة حول التصكيك الإسلامي وأهميته الاقتصادية

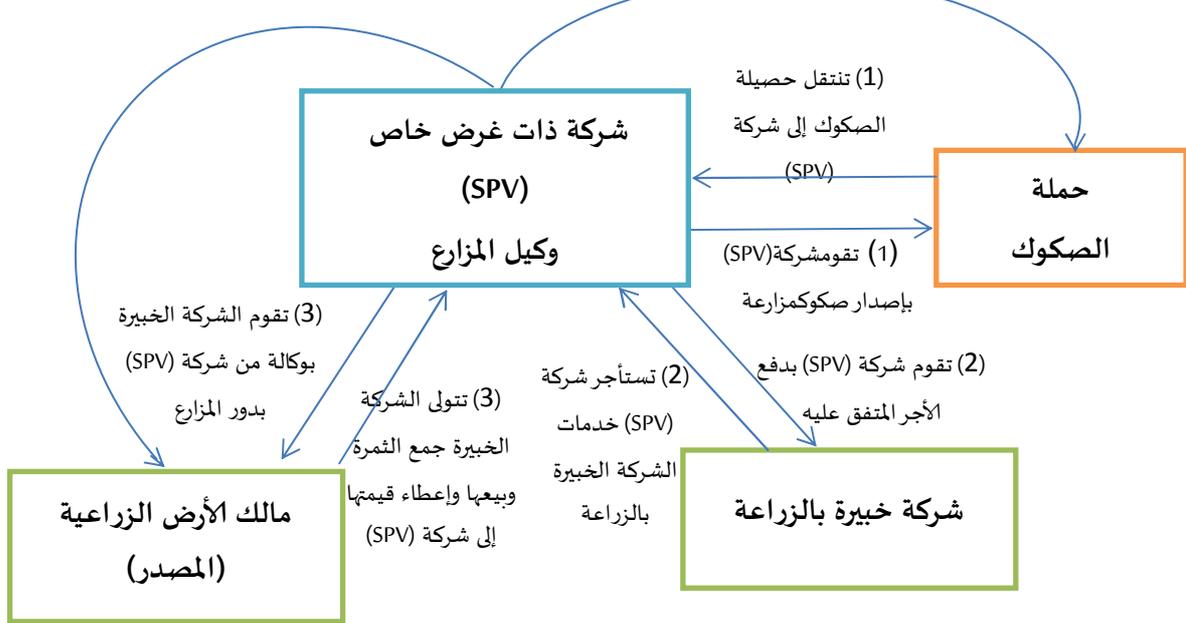
4. تتضمن نشرة الإصدار تحديد نسبة المكتبتين من المحصول.

5. تتولّى الشركة الخبيرة جمع المحصول وبيعه، وإعطاء قيمته إلى الشركة ذات الغرض الخاص التي تعطي مالك الأرض نصيبه من بيع المحصول، كما تتولّى تقسيم نصيب حملة الصّكوك من بيع المحصول على المجموع الكلي للصّكوك. ولتبسيط فهم ما ورد من مراحل فقد أدرجنا شكلاً توضيحياً لذلك، وهو المبين أدناه.

الشكل رقم 03- 04: شكل يوضح آلية عمل صكوك المزارعة حسب الطريقة الأولى

(4) تقوم شركة (SPV) بدفع أرباح المزارعة في نهاية الموسم لحملة الصكوك

ومالك الأرض الزراعية حسب نسبة الربح المتفق عليه



المصدر: من إعداد الباحث.

الطريقة الثانية: وهنا يكون مصدر الصك مزارعاً، فرداً أو شركة زراعية متخصصة في المشروعات الزراعية ولديها رأس مال كافٍ لتحقيق هذا الغرض (تمتلك مدخلات الزراعة من البذور والشتلات الزراعية والعمالة المدرّبة)، وترغب في الحصول على مساحات من الأرض الزراعية، فتصدر هذه الشركة صكوك مزارعة باعتبارها مزارعاً، ويكون المكتبتون في هذه الصّكوك ملاكاً للأرض بأموالهم، وذلك بقصد اقتسام المحصول بينهم وبين الشركة الزراعية بصفتها مزارعاً، حسبما تحدده نشرة الإصدار، وتمثّل حصيلة الصّكوك تكلفة شراء الأرض أو إحيائها، ويتولّى المصرف تنظيم عملية الإصدار وإدارته، وقد يتولّى مع ذلك وظائف أخرى حسبما تقرره نشرة إصدار صكوك المزارعة.

تأسيساً على ما سبق ذكره، فإن تصكيك عقد المزارعة حسب هذه الطريقة يتّم وفق الخطوات التالية¹:

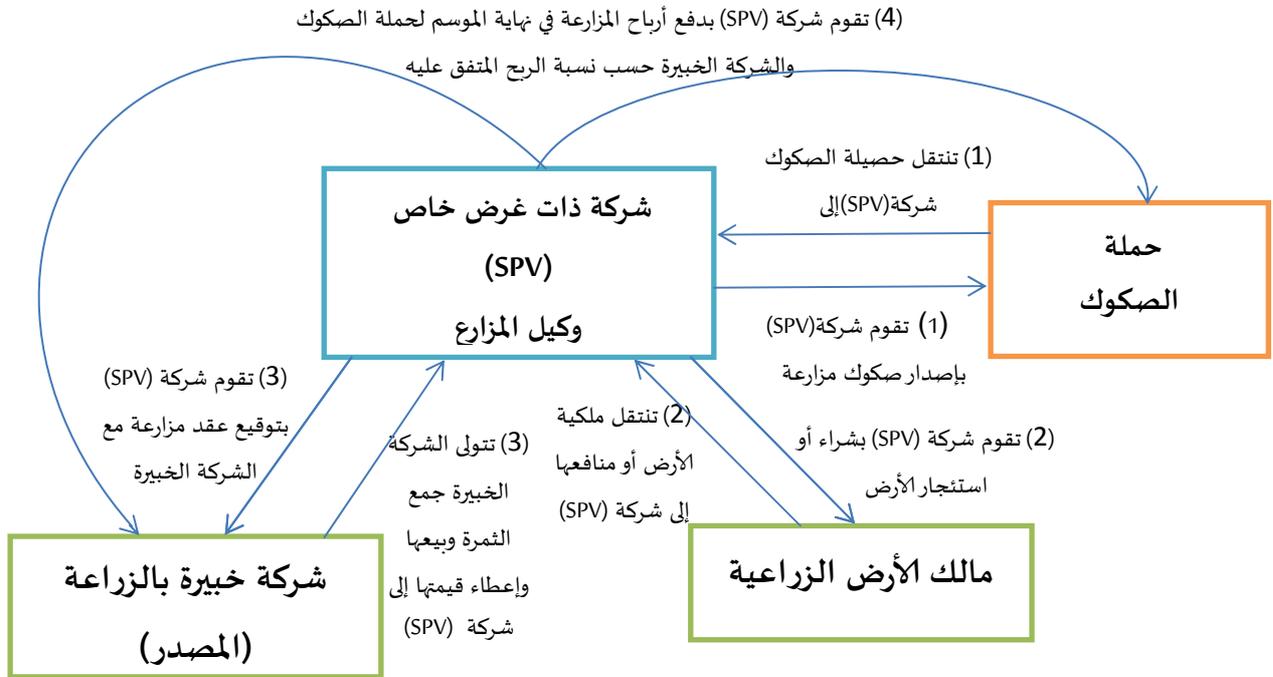
1. تتقدّم شركة زراعية ذات خبرة إلى المصرف الإسلامي بطلب الاستثمار بعقد المزارعة.
2. تنشأ شركة ذات غرض خاص - تمثّل وكيل ومدير الإصدار - تقوم بإصدار صكوك المزارعة.

¹ - خالد بن سعود الرشود، العقود المبتكرة للتمويل والاستثمار بالصكوك الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص 633.

الفصل الثالث: مفاهيم عامة حول التصكيك الإسلامي وأهميته الاقتصادية

3. بعد جمع حصيلة الاكتتاب تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بصفتها أيضاً مدير الإصدار نيابة عن حملة الصكوك باستئجار أو شراء أرض صالحة للزراعة.
4. بذلك يتملك حملة الصكوك رقبة أو منفعة تلك الأرض.
5. يتولّى مدير الإصدار " الشركة ذات الغرض الخاص " نيابةً عن حملة الصكوك (أصحاب الأرض) بتوقيع عقد المزارعة مع الشركة الخبيرة (المزارع) التي تقوم على زراعة الأرض والقيام بكلّ يُحتاج لذلك، إلى غاية حصاد الزرع وتسويقه.
6. يُتفق على حصّة كل من حملة الصكوك والمزارع في المحصول في عقد المزارعة ويشار إليه في نشرة الإصدار.
7. في حال كانت الأرض مملوكة لحملة الصكوك فإنه يمكن تجديد عقد المزارعة لأكثر من دورة إنتاج. ولتبسيط الأمور أكثر نورد شكلاً توضيحياً مختصراً لذلك.

الشكل رقم 03-05: شكل يوضّح آلية عملصكوك المزارعة حسب الطريقة الثانية



المصدر: من إعداد الباحث.

صكوك المساقاة:

أ. في معنى صكوك المساقاة:

تُعرّف عند عدد من الباحثين على أنها صكوك تصدر على أساس عقد المساقاة، وتستخدم حصيلة إصدارها لتمويل رعاية أشجار قابلة للإثمار وتعهدتها بالسقي والتهديب والتسميد ومعالجة الآفات حتى تثمر. ويمثل الصك حصّة شائعة في ملكية موجودات المساقاة غير الأرض والشجر، وفي الثمر بعد ظهوره، ويستحق مالكو الصكوك حصّة معلومة من الثمر، ومن ثمنه بعد بيعه، ويستحق مالك الشجر الباقي، وتحدّد نشرة

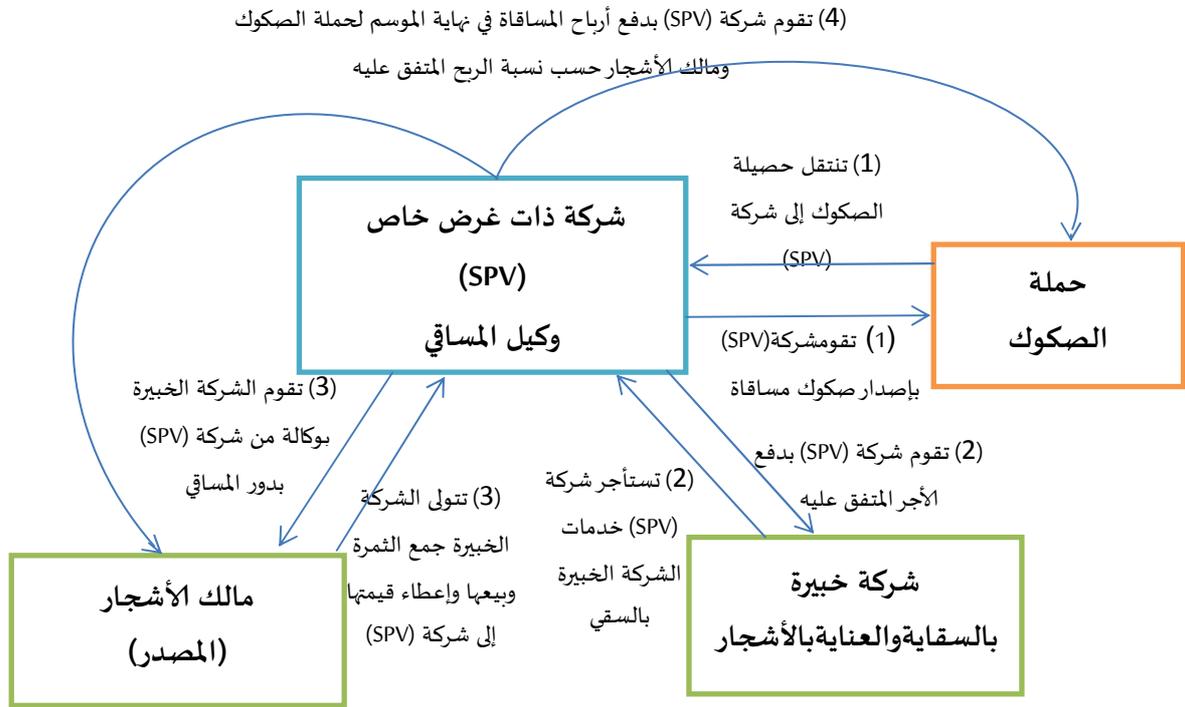
الفصل الثالث: مفاهيم عامة حول التصكيك الإسلامي وأهميته الاقتصادية

اكتتاب الصّكوك والعقود الشرعية الملحقة بها شروط وأحكام عقد المساقاة، وحصّة كل من مالكي الصّكوك بوصفهم المساقين ومالك الشجر في الثمر¹.

ب. طرق تصكيك عقد المساقاة: ولنا هنا أن نتميّز أيضا بين طريقتين لإصدار صكوك المساقاة، وتفصيلهما كالآتي:

⇒ **الطريقة الأولى:** أن يكون المصدر لتلك الصّكوك وهو صاحب الأرض (مالكها أو مالك منافعها) التي فيها الشجر، والمكتتبون فيها يمثلون العامل أو المساق في عقد المساقاة، وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف العناية بالشجر. وتحديدًا فإنه يتم تصكيك عقد المساقاة وفقاً لهذه الطريقة عبر الخطوات الموضحة في الشكل أدناه.

الشكل رقم 03-06: شكل يوضح آلية عمل صكوك المساقاة حسب الطريقة الأولى



المصدر: من إعداد الباحث.

حيث²:

①. يتقدّم مالك الأرض التي فيها الشجر، ويحتاج إلى العناية بها بالسّقيا، والسّمد، والتقليم، ومعالجة الآفات الزراعية، والعمالة، والآلات ونحوها إلى المصرف الإسلامي.

②. يقوم المصرف بإنشاء شركة ذات غرض خاص - وتسمى وكيل الإصدار - تكون وكيلة عن مالك الأرض وتتولّى إصدار صكوك المساقاة.

③. بعد جمع حصيلة الاكتتاب، يقوم مدير الإصدار بصفته نائبا عن حملة الصّكوك، بتعيين شركة زراعية خبيرة تتولّى عملية المساقاة نيابة عن حملة الصّكوك مقابل أجر معلوم.

¹ - هيئة الفتوى والرقابة الشرعية لسوق دبي المالي، "معيّار سوق دبي المالي لإصدار وتملك وتداول الصّكوك"، مرجع سبق ذكره، ص 06.

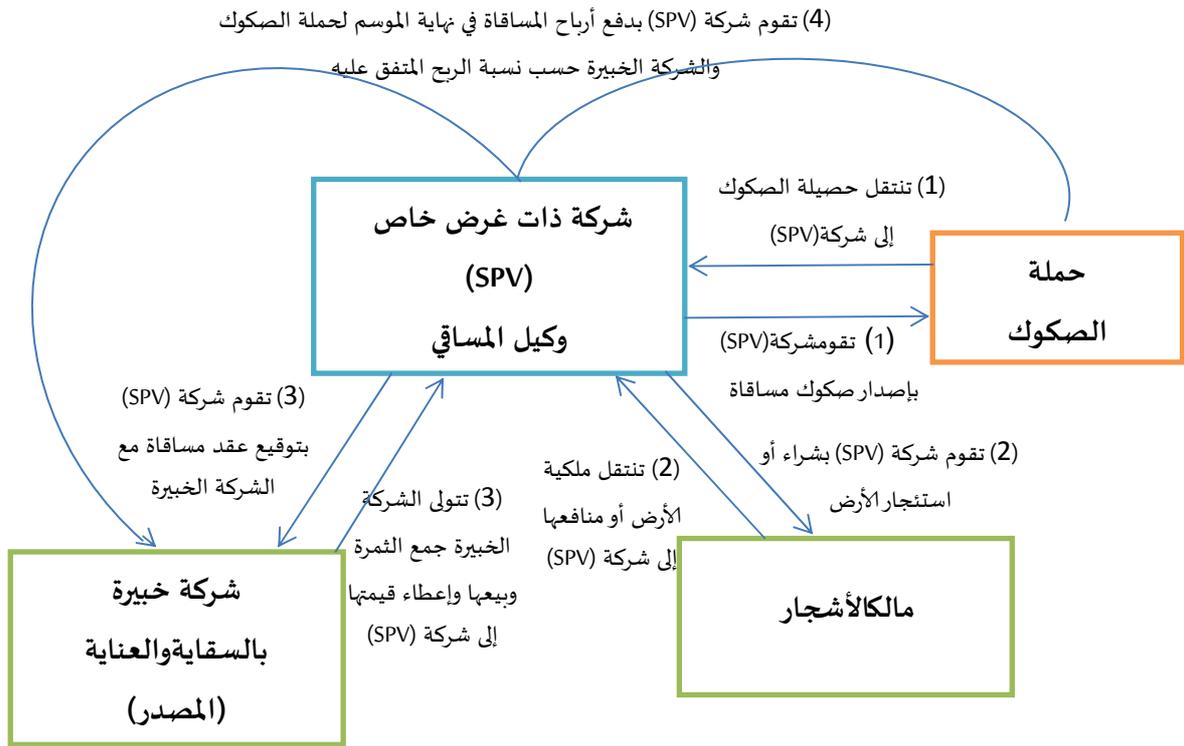
² - خالد بن سعود الرشود، العقود المبتكرة للتمويل والاستثمار بالصّكوك الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص 575.

الفصل الثالث: مفاهيم عامة حول التصكيك الإسلامي وأهميته الاقتصادية

4. تتضمن نشرة الإصدار تحديد نسبة المكتتبين من الثمرة.

5. تتولّى الشركة الزراعية الخبيرة جمع الثمرة وبيعها وإعطاء قيمتها إلى الشركة ذات الغرض الخاص التي تعطي مالك الأرض نصيبه من بيع الثمر، كما تتولّى تقسيم نصيب حملة الصّكوك من بيع الثمر على المجموع الكلي للصّكوك. **الطريقة الثانية:** وهنا يكون المصدر هو المساقى (صاحب العمل) والمكتتبون هم أصحاب الأرض، ويستحق حملة الصّكوك الحصّة المتفق عليها ممّا تنتجه الأشجار. وهذه الطريقة عكس الطريقة الأولى، وتتمّ عبر الخطوات الموضّحة في الشكل البياني أدناه.

الشكل رقم 03- 07: شكل يوضح آلية عمل صكوك المساقاة حسب الطريقة الثانية



المصدر: من إعداد الباحث.

حيث¹:

1. تتقدّم شركة زراعية ذات خبرة إلى المصرف الإسلامي بطلب الاستثمار عبر عقد المساقاة.
2. تنشأ شركة ذات غرض خاص - تمثّل وكيل ومدير الإصدار - تقوم بإصدار صكوك المساقاة.
3. بعد جمع حصيلة الاكتتاب، تقوم الشركة ذات الغرض الخاص نيابة عن حملة الصّكوك باستئجار أو شراء أرض ذات شجر مثمر.
4. وبذلك يتملّك حملة الصّكوك رقبة أو منفعة تلك الأرض.
5. يتولّى مدير الإصدار نيابة عن حملة الصّكوك (أصحاب الأرض) بتوقيع عقد المساقاة مع الشركة الخبيرة (المساقى) التي تقوم على تعهّد الأرض وسقيها، وبكل ما يحتاج له الشجر إلى قطف الثمرة وتسويقها.

¹ - خالد بن سعود الرشود، العقود المبتكرة للتمويل والاستثمار بالصكوك الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص 576.

الفصل الثالث: مفاهيم عامة حول التصكيك الإسلامي وأهميته الاقتصادية

- ⑥. يُتَّفَق على حصّة كل من حملة الصّكوك والمساقى في الثمرة في عقد المساقاة، ويشار إليه في نشرة الإصدار.
- ⑦. في حال كانت الأرض مملوكة لحملة الصّكوك أو مستأجرة إجارة طويلة، فإنه يمكن تجديد عقد المساقاة لأكثر من دورة إثمار.

صكوك المغارسة:

أ. في معنى صكوك المغارسة:

عرّفتها هيئة لمحاسبة والمراجعة بأنها وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في غرس أشجار وفيما يتطلّب هذا الغرس من أعمال ونفقات على أساس عقد المغارسة، ويصبح لحملة الصّكوك حصّة في الأرض والغرس¹.

ب. تصكيك عقد المغارسة: كحال الصّيغتين السابقتين، فإن لنا هنا أن نتميّز بين طريقتين لإصدار صكوك المغارسة:

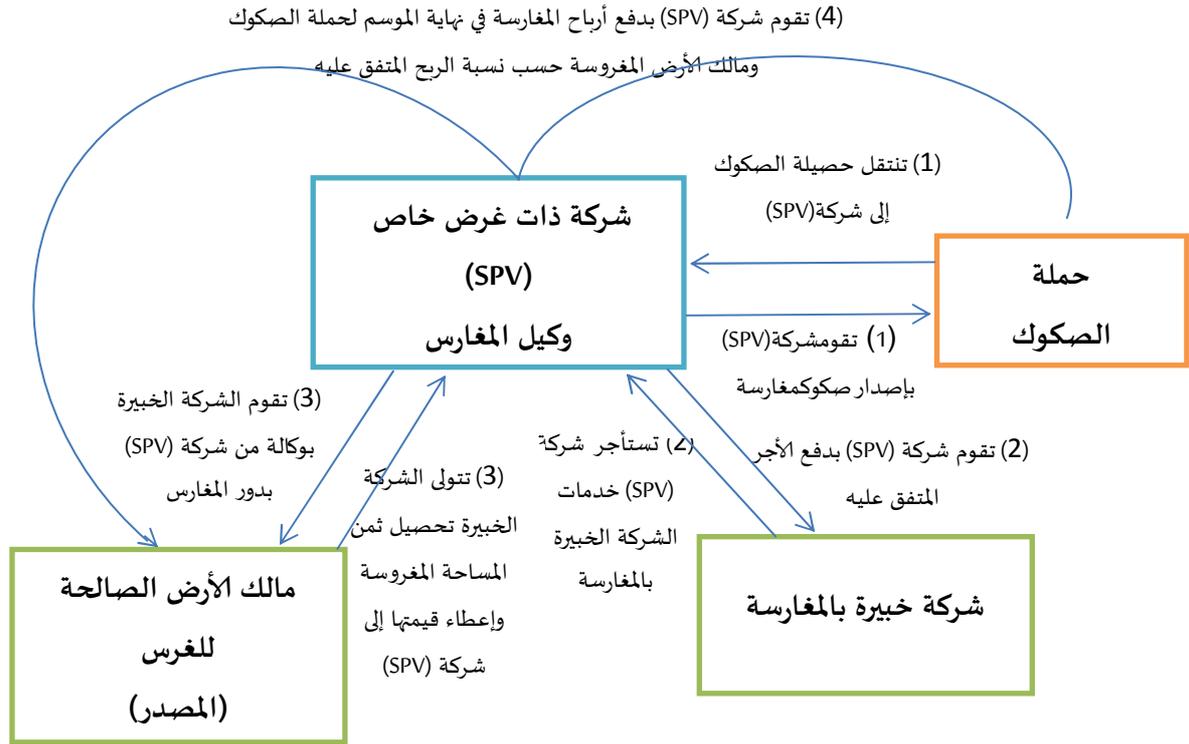
الطريقة الأولى: أن يكون المصدر لهذه الصّكوك هو مالك الأرض الصّالحة للغرس، ويحتاج إلى التمويل اللازم، فيصدر صكوكاً يكون المكتتبون فيها مغارسين بأموالهم يستحقّون حصّة تحددها نشرة الإصدار من الأرض المغروسة بالأشجار بعد بلوغها سن الإثمار وبدو هذا الإثمار. وحصيلة الاكتتاب تمثّل العمل الذي يقوم به المغارس أو البستاني، وتكون عوائد هذه الصّكوك هي ثمن الحصّة من الأرض المغروسة بأشجار الفاكهة أو حصيلة بيعها. ويتم التصكيك وفقاً لهذه الطريقة عبر الخطوات التالية:

1. يتقدّم المالك لمساحات واسعة من الأرض الصّالحة للزراعة كالدولة مثلاً، ويرغب في تشجير هذه المساحات بأشجار الفاكهة، ويحتاج إلى تمويل لتسوية الأرض وتجهيزها ومدّ شبكات الري، ثم غرسها بالشتلات اللازم، إلى المصرف الإسلامي.
2. يقوم المصرف بإنشاء شركة ذات غرض خاص - وتسمّى وكيل الإصدار - تكون وكيلة عن مالك الأرض وتتولّى إصدار صكوك المغارسة.
3. بعد جمع حصيلة الاكتتاب، يقوم مدير الإصدار بصفته نائباً عن حملة الصّكوك، بتعيين شركة زراعية خبيرة تتولّى عملية المغارسة نيابة عن حملة الصّكوك مقابل أجر معلوم.
4. تتضمّن نشرة الإصدار تحديد مساحة الأرض وأوصافها ونوع الأشجار المطلوب غرسها، ومدّة المغارسة والعوائد المتوقّعة منها وطريقة تقسيم المساحات المزروعة أو حصيلة المزرعة من الثمار.
5. تتولّى الشركة الزراعية تحصيل ثمن المساحة المغروسة وإعطائها إلى الشركة ذات الغرض الخاص التي تُعطي مالك الأرض حصّته من الأرض المغروسة بالفاكهة أو حصيلة بيعها، كما تتولّى تقسيم نصيب حملة الصّكوك من الحصّة على المجموع الكلي للصّكوك.

الشكل رقم 03-08: شكل يوضّح كيفية تصكيك عقد المغارسة حسب الطريقة الأولى

¹ - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، "المعايير الشرعية: صكوك الاستثمار"، إصدار 2007، مرجع سبق ذكره، ص 252.

الفصل الثالث: مفاهيم عامة حول التصكيك الإسلامي وأهميته الاقتصادية



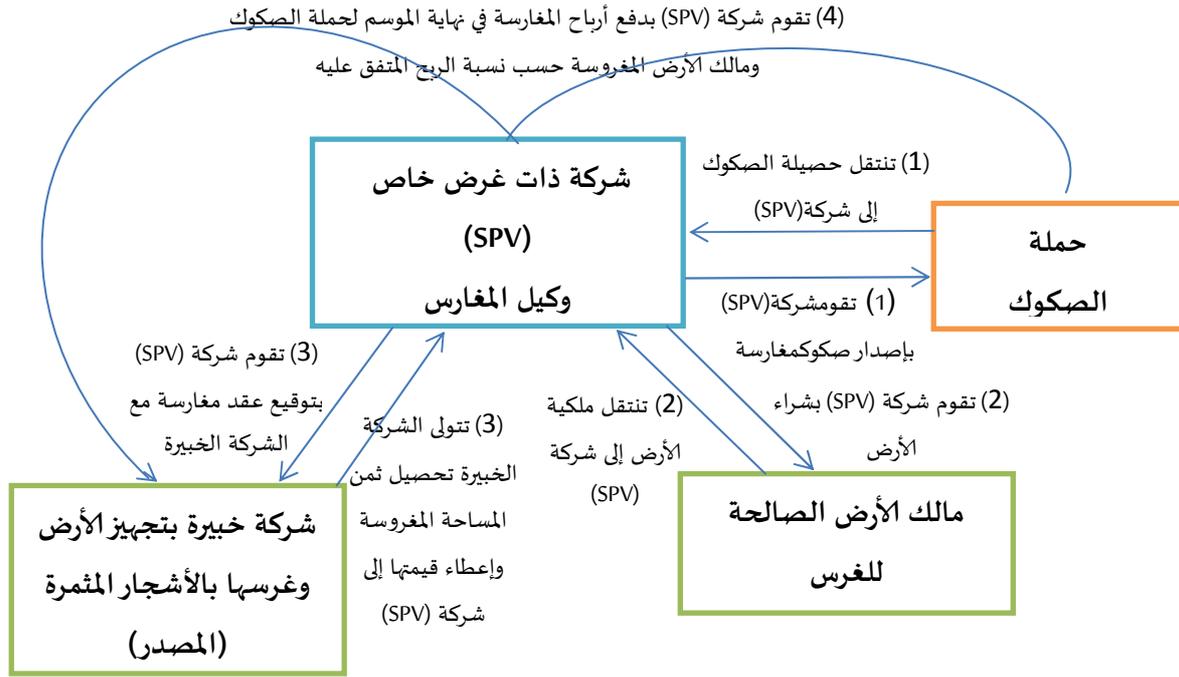
المصدر: من إعداد الباحث.

الطريقة الثانية: وذلك بأن يكون مُصدر هذه الصكوك هو المغارس (صاحب العمل) الذي يملك المال والخبيرة لتحقيق ذلك، فيصدر صكوكاً تكون ثمناً للأرض، ويكون المكتتبون فيها هم ملائكتها (المستثمرون الذين غرست الأرض بحصيلة اكتتابهم). ويتم التصكيك وفقاً لهذه الطريقة عبر الخطوات التالية:

1. تتقدم شركة زراعية ذات خبرة إلى المصرف الإسلامي بطلب الاستثمار عبر عقد المغارسة.
2. تُنشأ شركة ذات غرض خاص - تمثل وكيل ومدير الإصدار - تقوم بإصدار صكوك المغارسة.
3. بعد جمع حصيلة الاكتتاب، تقوم الشركة ذات الغرض الخاص نيابة عن حملة الصكوك بشراء أرض صالحة للغرس.
4. وبذلك يتملك حملة الصكوك رقبة تلك الأرض.
5. يتولى مدير الإصدار نيابة عن حملة الصكوك (أصحاب الأرض) بتوقيع عقد المغارسة مع الشركة الخبيرة (المغارس) التي تقوم بتسوية الأرض وتجهيزها وقرسها بالشتلات اللازمة، وتعهدتها حتى بلوغ سنّ الإنثار وبدو هذا الإنثار.
6. يُتفق على حصة كل من حملة الصكوك والمغارس في الأرض المغروسة بأشجار الفاكهة أو حصيلة بيعها في عقد المغارسة، ويشار إلى ذلك في نشرة الإصدار.

الشكل رقم 03-09: شكل يوضح كيفية تصكيك عقد المغارسة حسب الطريقة الثانية

الفصل الثالث: مفاهيم عامة حول التصكيك الإسلامي وأهميته الاقتصادية



المصدر: من إعداد الباحث.

ج. مجالات تطبيق صكوك المزارعة والمساقاة والمغارسة:

أما عن مجال العمل بهذه الصكوك فلا أظن الأمر يحتاج إلى بيان أو تفصيل، فالواضح أن مجالها الأساسي هو القطاع الزراعي. فبالإمكان تطبيق صكوك المزارعة والمغارسة على الأراضي التي تستصلحها الدولة (أو شركة لاستصلاح الأراضي) وترغب بتوزيعها على الناس ضمن برنامج للتنمية الزراعية. فتستصلح الحكومة أرضاً واسعة وتتعاقد مع شركة زراعية على زراعتها بنصف ما تُنتجه من محصول. وفي نفس الوقت تصدر صكوك مزارعة أو مغارسة، وتبيع هذه الصكوك في السوق إلى المستثمرين، فتحصل الحكومة على ثمن الأرض لتستعمله في مشروعاتها الإنمائية أو في دعم ميزانيتها، ويكون عائد مالك الصك هو حصته من غلة الأرض أو الشجر، وهي تزيد أو تنقص حسب المواسم الزراعية وأساليب الزراعة والغرس وأسعار السوق وعوامل أخرى عديدة. وبذلك يمكن الاستفادة من أساليب الزراعة والغرس الحديثة التي لا يقدر على الأفراد لو قاموا على ذلك بأنفسهم. ومن جهة أخرى سيساعد ذلك الحكومة على تنفيذ خطط التنمية الزراعية واستغلال جميع المساحات في الزراعة والغرس ورعاية البساتين.

صكوك الوكالة بالاستثمار:

أ. في معنى صكوك الوكالة بالاستثمار:

تُعرف أيضاً على أنها صكوك تصدر على أساس عقد الوكالة بالاستثمار، وتستخدم حصيلة إصدارها لدفع رأس مال الوكالة بالاستثمار إلى الوكيل لاستثماره بأجرة معلومة، ويمثل الصك حصّة شائعة في ملكية موجودات الوكالة، وتشمل الأعيان والمنافع والدّيون والتّقود والحقوق المالية الأخرى، وفي ثمنها بعد بيعها، ويستحقّ مالكو صكوك الوكالة عائد استثمار موجوداتها، ويتحمّلون مخاطر هذا الاستثمار بنسبة ما يملكه كلٌّ منهم

الفصل الثالث: مفاهيم عامة حول التصكيك الإسلامي وأهميته الاقتصادية

من صكوك، ويستحق الوكيل أجراً معلوماً مضموناً على مالكي الصكوك، وقد يستحق مع الأجر حافزاً هو كل بعض ما زاد من العائد عن حد معين¹. وتحدّد نشرة اكتتاب هذه الصكوك والعقود الشرعية الملحقة بها شروط وأحكام عقد الوكالة في الاستثمار وأجر الوكيل.

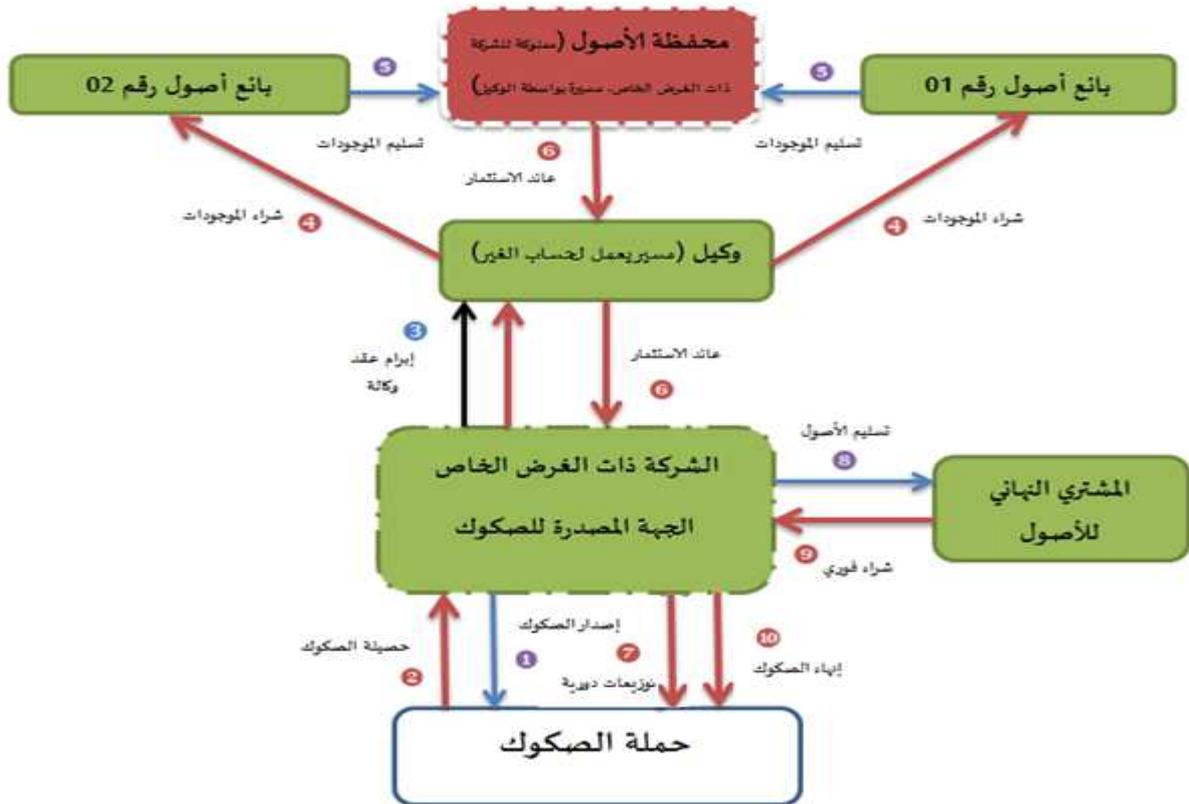
ب. تصكيك عقد الوكالة بالاستثمار:

توجّه الشركة ذات الغرض الخاص دعوة للمستثمرين في السوق، وتصدر لذلك صكوكاً ذات قيمة للمساهمة في تمويل رأس مالها، وتمنح في مقابل ذلك للمستثمرين حملة الصكوك عوائد تُحصّل من الإيرادات التي تغلّها الأصول المستثمرة من قبل الوكيل المفوض من طرف تلك الشركة.

وبشكل تفصيلي يتم ذلك عبر خطوات نعرضها كالتالي:

- 1 يقوم المصدر (الشركة ذات الغرض الخاص) بإصدار الصكوك، وفق نشرة الإصدار.
- 2 يكتب المستثمرون في الصكوك، ويدفعون المقابل. وبمجرد جمع الموارد المالية الكافية، تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بتفويض عون وسيط، ليتولّى مهمة استثمار الموارد المالية المجمّعة ضمن وعاء أو محفظة الأصول، وذلك بمراعاة شروط وضوابط شرعية محدّدة.

الشكل رقم 03-10: شكل يوضح خطوات تصكيك عقد الوكالة بالاستثمار



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على بعض من المرجع.

- 3 تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بتفويض وكيل لاستثمار الموارد المجمّعة، ويستقبل بذلك حصيلة الصكوك.

¹ - هيئة الفتوى والرقابة الشرعية لسوق دبي المالي، "معيّار سوق دبي المالي لإصدار وتملك وتداول الصكوك"، مرجع سبق ذكره، ص. 06.

الفصل الثالث: مفاهيم عامة حول التصكيك الإسلامي وأهميته الاقتصادية

- 4 يقوم الوكيل باستخدام حصيلة الصكوك في شراء أصول الوكالة المحددة من بائع مُعيّن أو أكثر.
 - 5 يستلم الوكيل الأصول من البائع.
 - 6 الأصول المستثمرة من طرف الوكيل المفوض من قبل الشركة ذات الغرض الخاص ينتج عنها إيرادات. هذه العائدات تحصل وتدفع للشركة ذات الغرض الخاص.
 - 7 يقوم المصدر بدفع التوزيعات الدورية.
 - 8 عند تاريخ الاستحقاق يتم بيع محفظة الأصول المملوكة قانوناً للشركة ذات الغرض الخاص لمشتري ما (قد تُصدر الجهة المنشئة (المتعهد) تعهداً بشراء وعاء أصول الوكالة من المصدر في حال الإخفاق أو عند الإطفاء النهائي).
 - 9 تشتري الجهة المنشئة أو المشتري الأصول من المصدر (البائع) في الحالات المحددة.
 - 10 يدفع المصدر ما تم تحصيله من الشراء لحملة الصكوك لإطفائها.
- هذا، وللإشارة فإن ثمة تصوّرات أخرى لصكوك الوكالة، كصكوك الوكالة بالخدمات (إدارة الأصول) وصكوك الوكالة بالبيع.

ثانياً: صكوك التمويل

صكوك المراجعة:

أ. في معنى صكوك المراجعة:

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المراجعة، وتصبح سلعة المراجعة مملوكة لحملة الصكوك¹.

وتعرّف أيضاً على أنها صكوك تصدر على أساس عقد المراجعة، وتستخدم حصيلة إصدارها لتمويل شراء بضاعة المراجعة لبيعها للواعد بشرائها، بعد تملكها وقبضها، ويمثل الصك حصّة شائعة في ملكية هذه البضاعة بعد شرائها، وقبل بيعها وتسليمها لمشتريها، وفي ثمنها بعد بيعها للواعد بشرائها، وعائد هذه الصكوك هو الفرق بين ثمن شراء بضاعة المراجعة وثمان بيعها للواعد بشرائها².

تردّ على صورتين³:

الصورة الأولى: وفيها يعرض مصدر هذه الصكوك (التموّل) على الجمهور سلعة يملكها لبيعها لهم بثمن تقوّمها عليه مع ربح معلوم، ومن ثم فهو بائع سلعة المراجعة، والمكتتبون بهذه الصكوك هم مشترون لهذه السلعة يملكونها على الشيوخ، لهم غنم يملكها وعليهم غرمه، أمّا المصدر فيكون قد استوفى ثمنها من حصيلة الاكتتاب.

¹ - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، "المعايير الشرعية: صكوك الاستثمار"، إصدار 2007، مرجع سبق ذكره، ص 251.

² - هيئة الفتوى والرقابة الشرعية لسوق دبي المالي، "معيّار سوق دبي المالي لإصدار وتملك وتداول الصكوك"، مرجع سبق ذكره، ص 05.

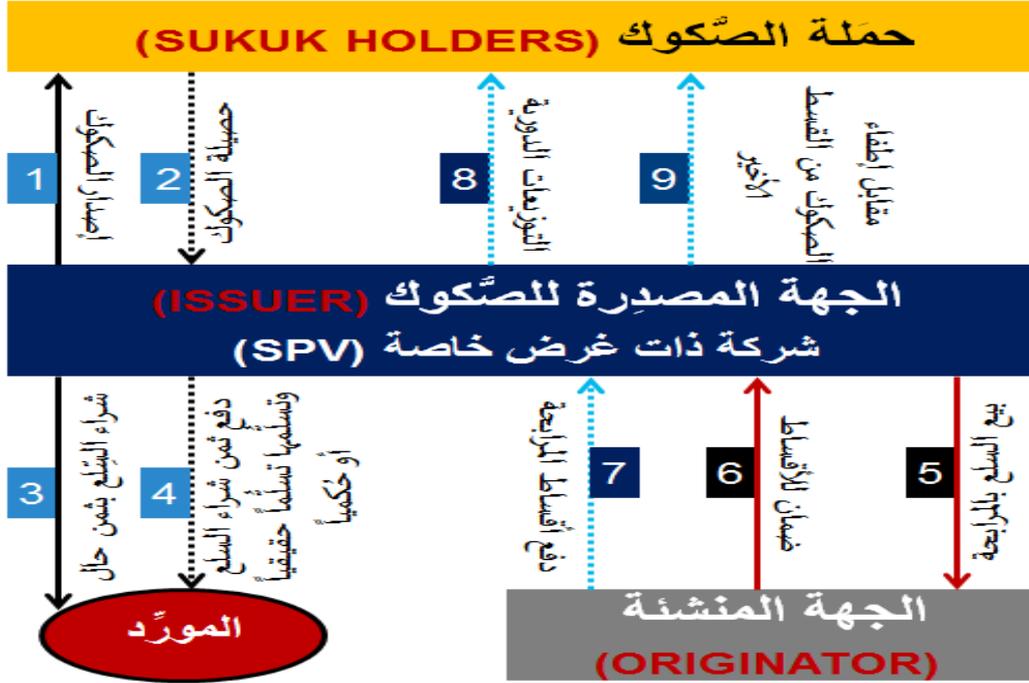
³ - أنظر: عبد الجبار السهباني، "وقف الصكوك وصكوك الوقف"، ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر الصكوك الإسلامية وأدوات التمويل الإسلامي، الأردن، 2013.

الفصل الثالث: مفاهيم عامة حول التصكيك الإسلامي وأهميته الاقتصادية

الصورة الثانية: يكون مصدرها (التموّل) تاجراً أو مؤسسة وسيطة تتعهد باستخدام حصيلة الاكتتاب بالصكوك التي تصدرها، لشراء سلعة ما ثم بيعها مرابحة، والعائد على حملة الصكوك يتمثل في الفرق بين ثمن شراء بضاعة المرابحة ودفع مصروفاتها نقداً، وثمن بيعها للمشتري مرابحة على أقساط مؤجلة.

ب. تصكيك عقد المرابحة: تأسيساً على التعريف الوارد عن الصورة الثانية، فإن تصكيك عقد المرابحة يتم وفقاً لخطوات¹ المصوّرة في الشكل البياني التالي:

الشكل رقم 03- 11: شكل يوضح كيفية تصكيك عقد المرابحة



المصدر: أسيّد الكيلاني، "الصكوك (آليات وتحديات وترشيد)"، مرجع سبق ذكره.

1. يقوم المصدر (الشركة ذات الغرض الخاص) بإصدار الصكوك وفق نشرة الإصدار.
2. يكتب المستثمرون في الصكوك، ويدفعون المقابل، ويفوضون المصدر بإتمام التعاقدات بالنيابة عنهم.
3. يُبرم المصدر (المشتري) عقد شراء (مساومة) مع المورد (البائع)، لشراء السلع التي تريدها الجهة المنشئة.
4. يقوم المصدر بدفع الثمن للمورد وتسليم السلع المشتراة تسليماً حقيقياً أو حكماً.
5. يقوم المصدر (البائع بالمرابحة) ببيع السلع للجهة المنشئة (المشتري بالمرابحة)، على أساس المرابحة بأقساط متفق على مبالغها وتواريخ استحقاقها، ويسلمها لها.
6. تقدّم الجهة المنشئة ضماناً لأقساط المرابحة.
7. تدفع الجهة المنشئة (المشتري بالمرابحة) أقساط المرابحة في تواريخ استحقاقها.
8. يقوم المصدر بتسليم الأقساط ودفع التوزيعات الدورية.
9. بأخر قسط يتم دفعه من الجهة المنشئة ويتسلمه المصدر يتم إطفاء الصكوك.

¹ - أسيّد الكيلاني، "الصكوك (آليات وتحديات وترشيد)"، مرجع سبق ذكره، 2013.

ج. مجالات تطبيقها:

يعتبر هذا النوع من الصكوك أكثر ملاءمة للأعمال التجارية مقارنة بباقي أنواع الصكوك. يمكن عن طريقها تمويل متطلبات التنمية كالأدوات الإنتاجية اللازمة للزراعة والصناعة ومدخلاتها من المواد الخام ومستلزمات الإنتاج واستيعاب كافة الاحتياجات التنموية¹.

وهي متاحة للاستخدام من قبل القطاعين العام والخاص. فقد تحتاج الحكومة مثلاً إلى شراء أجهزة طبية لتزود بها بعض المستشفيات الحكومية، ولا تستطيع تمويل شراء هذه الأجهزة من ميزانيتها السنوية، فعندئذٍ يمكنها إصدار صكوك مريحة من قبل مصرف ما، ليُجمع التمويل المطلوب لشراء التجهيزات المطلوبة وقبضها القبض الناقل للملكية، فتصبح السلعة حينها مملوكة لأرباب الصكوك، ثم يقوم المصرف ببيعها مريحة بالتقسيط على الحكومة، ويكون الربح هو الفرق بين ثمن شراء بضاعة المريحة نقداً وبيعها بالأجل.

وقد يكون المقصود من إصدار الصكوك هو تمويل عقد بيع بضاعة مريحة يقوم المصرف الإسلامي بتوقيعه مع المشتري مريحة، حكومة أو شركة أو مؤسسة فردية، بصفته مدير إصدار، نيابة عن حملة الصكوك، ويستخدم المصرف حصيلة الصكوك في تملك بضاعة المريحة وقبضها قبل بيعها مريحة، وقد يكون ذلك في السلع الاستراتيجية كالقطن والقمح والبتول والسكر بكميات كبيرة، كما قد يكون في السفن والطائرات والمصانع ومحطات توليد الطاقة مما لا يرغب المصرف في تمويله من موارده العادية. وبالمثل يمكن للشركات إصدار صكوك مريحة بهدف تعبئة الموارد المالية لشراء أي سلعة يحتاج إليها نشاطها العادي.

صكوك الإجارة:

أ. في معنى صكوك الإجارة:

يُراد بصكوك الإجارة عند أحد الباحثين الوثائق ذات القيمة المتساوية التي تمثل ملكية منافع أعيان مؤجّرة، أو ملكية منافع خدمات قائمة. كما تمثل ملكية منافع أعيان أو خدمات موصوفة في الذمة². تردُّ على صورٍ عديدة نذكر منها³:

1. صكوك ملكية الموجودات المؤجّرة: وهي وثائق متساوية القيمة يُصدرها مالك عين مؤجّرة 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. صكوك ملكية المنافع: وهي بذاتها تتضمن أنواع، تشمل:

1.2. صكوك ملكية منافع الأعيان الموجودة: تضمُّ دورها كذلك نوعان:

¹ - حسين حامد حسان، "تحرير الصيغ والأدوات الإسلامية وجدواها على المستوى الدولي"، مرجع سبق ذكره، ص 22.

² - قطب مصطفى سانو، "صكوك الإجارة"، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد الخامس عشر، الجزء الثاني، 2004، ص 69.

³ - راجع في هذا: هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، "المعايير الشرعية: صكوك الاستثمار"، إصدار 2007، مرجع سبق ذكره، ص 250-251. حسين حامد حسان، "تحرير الصيغ والأدوات الإسلامية وجدواها على المستوى الدولي"، مرجع سبق ذكره، ص 04-11. ولتفصيل واسع أنظر أيضاً: قطب مصطفى سانو، "صكوك الإجارة" مرجع سبق ذكره ص 75-86. هيئة الفتوى والرقابة الشرعية لسوق دبي المالي، "معيان سوق دبي المالي لإصدار وتملك وتداول الصكوك"، مرجع سبق ذكره، ص 05.

الفصل الثالث: مفاهيم عامة حول التصكيك الإسلامي وأهميته الاقتصادية

1.1.2. وثائق متساوية القيمة يُصدرها مالك عين موجودة، بنفسه أو عن طريق وسيط مالي، بغرض إجارة منافعها واستيفاء أجرتها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصّكوك.

2.1.2. وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك منفعة عين موجودة (مستأجر)، بنفسه أو عن طريق وسيط مالي بغرض إعادة إجارتها واستيفاء أجرتها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصّكوك.

2.2. صكوك مملوكة منافع الأعيان الموصوفة في الذمة: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض إجارة أعيان موصوفة في الذمة واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها. وتصبح منفعة العين الموصوفة في الذمة مملوكة لحملة الصّكوك.

3.2. صكوك مملوكة الخدمات من طرف معين: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض تقديم الخدمة من طرف معين (كمنفعة التعليم من جامعة مسماة) واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح تلك الخدمات مملوكة لحملة الصّكوك.

4.2. صكوك ملكية الخدمات من طرف موصوف في الذمة: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض تقديم الخدمة من مصدر موصوف في الذمة (كمنفعة التعليم من جامعة يتم تحديد مواصفاتها دون تسميتها) واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح تلك الخدمات مملوكة لحملة الصّكوك.

ب. تصكيك عقد الإجارة:

نأتي هنا على ذكر حالتين وهما:

ب.1. صكوك الإجارة (شراء وتأجير): الغرض من إصدار هذه الصّكوك هو تملك أصول عينية (ذات كيان مادي) موجودة، بعد استئجارها. أما عن متطلباتها فإنه ينبغي أن تكون الأصول العينية التي ترغب الجهة المنشئة بتملكها قابلة للتأجير، وتساوي قيمتها السوقية القيمة الإسمية للصّكوك.

يتم التصكيك في هذه الحالة عبر الخطوات التالية¹:

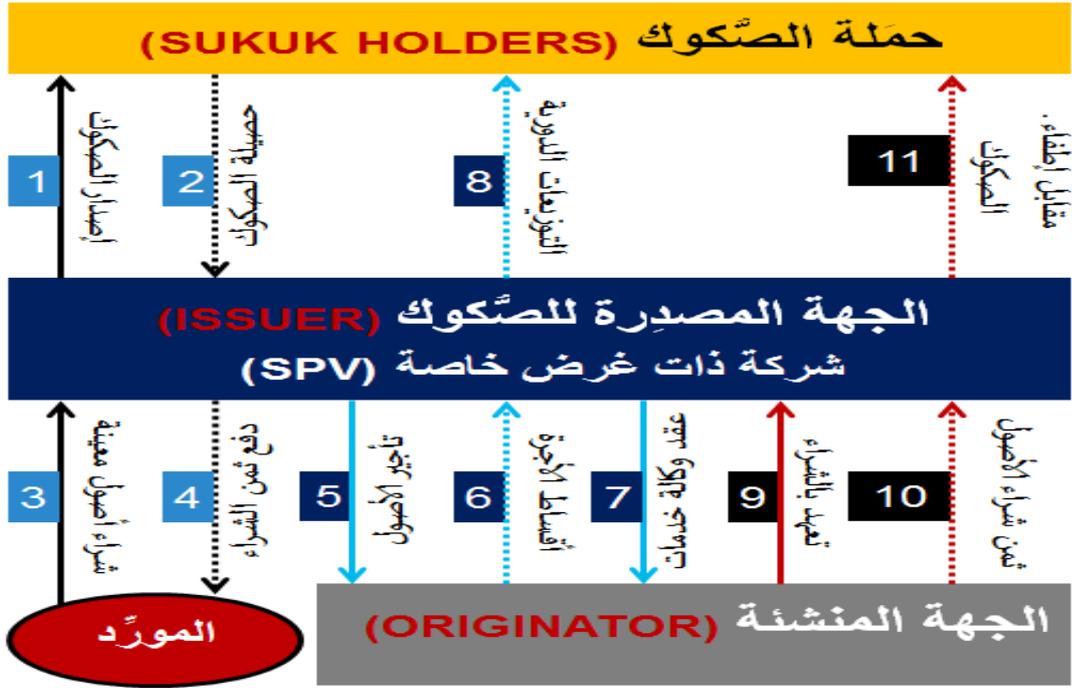
1. يقوم المصدر (الشركة ذات الغرض الخاص) بإصدار الصّكوك وفق نشرة الإصدار.
2. يكتب المستثمرون في الصّكوك، ويدفعون المقابل، ويفوضون المصدر بإتمام التعاقدات بالنيابة عنهم.
3. يُبرم المصدر (المشتري) عقد شراء أصول معينة من المورد (البائع)، يشتري به الأصول التي تريدها الجهة المنشئة.
4. يقوم المصدر بدفع الثمن من حصيلة الصّكوك للمورد.
5. يُبرم المصدر (المؤجر) عقد إجارة معينة مع الجهة المنشئة (المستأجر) لتأجيرها الأصول بأجرة متفق عليها تماثل التوزيعات الدورية للصّكوك.
6. تدفع الجهة المنشئة (المستأجر) أقساط الأجرة في مواعيدها.
7. يبرم المصدر (الموكل) عقد وكالة خدمات مع الجهة المنشئة (الوكيل)، لتقوم بصيانة الأصول والتأمين عليها.

¹ - أسيد الكيلاني، "الصّكوك (آليات وتحديات وترشيد)"، مرجع سبق ذكره، 2013.

الفصل الثالث: مفاهيم عامة حول التصكيك الإسلامي وأهميته الاقتصادية

8. يقوم المصدر بتسلم الأجرة ودفع التوزيعات الدورية.
9. تُصدر الجهة المنشئة (المتعهد) تعهداً بشراء الأصول من المصدر في حال الإخفاق أو عند الإطفاء النهائي.
10. يتم تنفيذ التعهد بالشراء وتشتري الجهة المنشئة (المشتري) الأصول من المصدر (البائع) في الحالات المحددة.
11. يدفع المصدر ما تم تحصيله من تنفيذ التعهد بالشراء لحملة الصكوك، وبذلك يتم إطفاء الصكوك.

الشكل رقم 03-12: شكل يوضح هيكل صكوك الإجارة (شراء وتأجير)



المصدر: أسيد الكيلاني، "الصكوك (آليات وتحديات وترشيد)"، مرجع سبق ذكره.

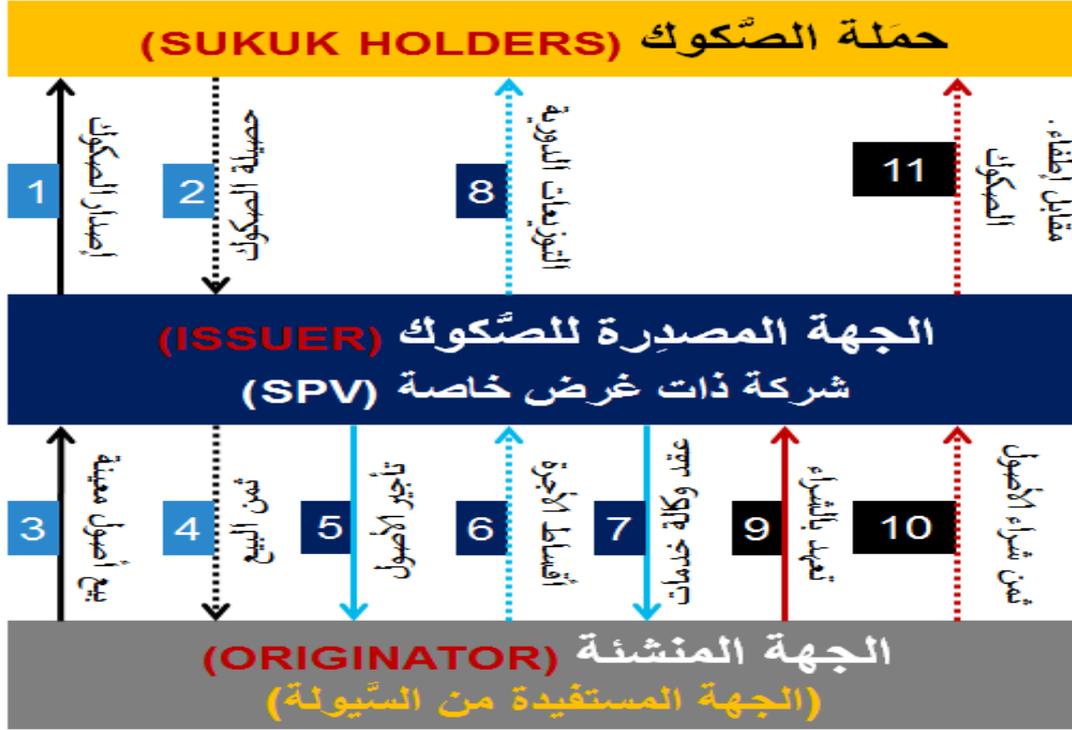
ب. صكوك الإجارة (شراء وإعادة تأجير)، وأما هذا الصكوك فإن الغرض من إصدارها هو توفير سيولة نقدية للجهة المنشئة تصرفها للمحالات ليس للصكوك صلة مباشرة بها. وأما متطلباتها فإنه يتوجب أن يكون لدى الجهة المنشئة أصول عينية (موجودة) قابلة للتأجير، تساوي قيمتها السوقية القيمة الاسمية للصكوك. وتصكيك عقد الإجارة هنا يتم عبر الخطوات التالية¹:

1. يقوم المصدر (الشركة ذات الغرض الخاص) بإصدار الصكوك وفق نشرة الإصدار.
2. يكتب المستثمرون في الصكوك، ويدفعون المقابل، ويفوضون المصدر بإتمام التعاقدات بالنيابة عنهم.
3. يُبرم المصدر (المشتري) عقد شراء أصول معينة من الجهة المنشئة (البائع) التي تحتاج السيولة.
4. يقوم المصدر بدفع الثمن من حصوله للصكوك للجهة المنشئة، وهذا الثمن يمثل السيولة.
5. يبرم المصدر (المؤجر) عقد إجارة معينة مع الجهة المنشئة (المستأجر) لتأجيرها الأصول بأجرة متفق عليها تماثل التوزيعات الدورية للصكوك.
6. تدفع الجهة المنشئة (المستأجر) أقساط الأجرة في مواعيدها.

¹ - أسيد الكيلاني، "الصكوك (آليات وتحديات وترشيد)"، مرجع سبق ذكره، 2013.

الفصل الثالث: مفاهيم عامة حول التصكيك الإسلامي وأهميته الاقتصادية

7. يبرم المصدر (الموكل) عقد وكالة خدمات مع الجهة المنشئة (الوكيل)، لتقوم بصيانة الأصول والتأمين عليها.
 8. يقوم المصدر بتسليم الأجرة ودفع التوزيعات الدورية.
 9. تُصدر الجهة المنشئة (المتعهد) تعهداً بشراء الأصول من المصدر في حال الإخفاق أو عند الإطفاء النهائي.
 10. يتم تنفيذ التعهد بالشراء وتشتري الجهة المنشئة (المشتري) الأصول من المصدر (البائع) في الحالات المحددة.
 11. يدفع المصدر ما تم تحصيله من تنفيذ التعهد بالشراء لحملة الصكوك وبذلك يتم إطفاء الصكوك.
- الشكل رقم 03-13: شكل يوضح هيكل صكوك الإجارة (شراء وإعادة تأجير)



المصدر: أسيد الكيلاني، "الصكوك (آليات وتحديات وترشيد)"، مرجع سبق ذكره، ص 12.

ج. خصائص صكوك الإجارة:

يأتي اهتمامنا بتسليط الضوء على خصائص صكوك الإجارة دون غيرها إلى الاهتمام البالغ الذي تحظى به، إذ أنها تستحوذ على النصيب الأعظم من إصدارات الصكوك كما تشير إلى ذلك مختلف الاحصائيات. وهو اهتمام نراه مُستمدّاً من الخصائص الفريدة التي تتميز بها مقارنة بباقي الأنواع، والتي منها ذكر¹:

خاصية المرونة والسعة: تتمتع صكوك التأجير بمرونة كبيرة، سواء من حيث المشروعات التي يمكن تمويلها بها، أو من حيث الجهات المستفيدة من التمويل، أو من حيث الوساطة المالية المتضمنة فيها، أو من حيث التنوع في الخيارات المتعددة التي تتاح لطالب التمويل، أو من حيث أنواع الأملاك والمشروعات التي يمكن تمويلها، أو من حيث التنوع في الصور والحالات التي يمكن فيها صياغة صكوك التأجير، أو من حيث المرونة في ميعاد دفع الأجرة.... إلخ.

¹ - أنظر: منذر حنف، "الإجارة المنتهية بالتملك وصكوك الأعيان المؤجرة"، مرجع سبق ذكره، ص 398-407. قطب مصطفى سانو، "صكوك الإجارة"، مرجع سبق ذكره، ص 70-

الفصل الثالث: مفاهيم عامة حول التصكيك الإسلامي وأهميته الاقتصادية

خاصية الخضوع لعوامل السوق: بما أن صكوك التأجير تمثل ملكية أعيان، فإن ذلك يعني أنها تخضع لعوامل السوق في تقييم أثمانها. فإذا ارتفعت القيمة السوقية للأعيان فإن قيمة الصكوك ترتفع في المقابل، بينما تهبط قيمتها إذا انخفضت القيمة السوقية للأعيان التي تمثلها.

خاصية السيولة، والشاهد في ذلك أن صكوك التأجير تحتوي على جميع العوامل التي تجعلها قابلة للتحويل إلى نقد جاهز في أي وقت. فمن الوجهة الشرعية، تمثل الصكوك ملكية أعيان مؤجّرة قابلة للبيع بأيّ سعر يتفق عليه المتبايعان. ومن الوجهة المالية، تتوافر فيها - من الناحية النظرية - جميع الشروط اللازمة لسندات القرض أو للأسهم من أجل قبول التداول بها في الأسواق المالية، سواء منها المنظمة أم غير المنظمة.

والحق نقول أن الباحثين في شؤون صكوك الإجارة قد أفاضوا في إلقاء الضوء على الجوانب التي تمّ ذكرها وما منعنا من الخوض فيها إلاّ ضيق المقام.

د. مجالات تطبيقها والعمل بها:

لئن أسلفنا القول بأن هذه الصكوك تتمتع بمرونة قلّما توجد في غيرها من الصكوك، فإنه تبعاً لهذه الخاصية، تتسم بصلاحياتها لأن تستخدم لتمويل مشروعات ذات النفع العام والخاص. فبالإمكان استخدامها لتمويل مشروعات تدرّ الربح، فيمكن مثلاً تمويل آلات مصنع للأجهزة الإلكترونية، أو أثاث متجر للمواد الغذائية

أو شاحنات شركة لنقل البضائع... الخ.

ويمكن كذلك إصدار صكوك التأجير لتمويل إقامة المشروعات ذات النفع العام التي لا ترغب الحكومة في إقامتها على أساس الربح لمصلحة عامة تراها، نحو تمويل بناء الجسور، والمطارات، والطرق، والسدود، وسائر مشروعات البنية التحتية الصّماء. وكذا تمويل أصول ثابتة لا يقصد الربح من استعمالها، سواء أكان استعمالها في قطاع الخدمات الحكومية مثل إقامة العدل، وتحقيق الأمن، ومراكز البحث العلمي، أم في القطاع الخيري التبرّعي نحو تمويل سيارات إسعاف لجمعية خيرية.

وفي هذه الحالة تكون الحكومة هي المستأجر، من أصحاب الصكوك الذين يكونون هم المالكين لهذه الأعيان المؤجّرة للدولة. ثمّ تقوم الحكومة - بصفتها مستأجراً - بإباحة الطريق لسير السيارات، والجسر للعابرين عليه، وباستعمال السد لحجز المياه، وتخزينها، وتوزيعها على المزارعين وسائر السكّان.

ويمكن لصكوك التأجير كذلك أن تمّول المشروعات الإنتاجية الحكومية أو التابعة للقطاع العام الاقتصادي. فتمّول شراء محطّات توليد الكهرباء، والأصول الثابتة لشركات النقل العام، وآلات استخراج أو تصفية البترول والمعادن الأخرى. ويمكن أيضاً استخدام هذه الصكوك في تمويل عين واحدة، أو أصل ثابت واحد، نحو طائرة، أو مولد كهربائي. وكذلك يمكن استخدام هذا الأسلوب التمويلي لمجموعة من الأصول الثابتة، سواء كانت

الفصل الثالث: مفاهيم عامّة حول التصكيك الإسلامي وأهميته الاقتصادية

ذات أعمار إنتاجية متساوية أم لا، وسواء كانت ذات استخدام نوعي واحد أم لا، وسواء كانت لمستأجر واحد أم لعدّة مستأجرين، وبعقود مختلفة¹.

➔ صكوك السّلم:

أ. في معنى صكوك السّلم:

تناولتها بالتعريف هيئة الفتوى والرقابة الشرعية لسوق دبي فعرفتھا على أنّھا صكوك تصدر على أساس عقد السّلم، تستخدم حصيلة إصدارها لتمويل شراء سلعة السّلم، ويمثل الصك حصّة شائعة في ملكية سلعة السّلم قبل قبضها، وفي ثمنها بعد بيعها، وعائد هذه الصّكوك هو الفرق بين ثمن شراء سلعة السّلم وثنم بيعها².

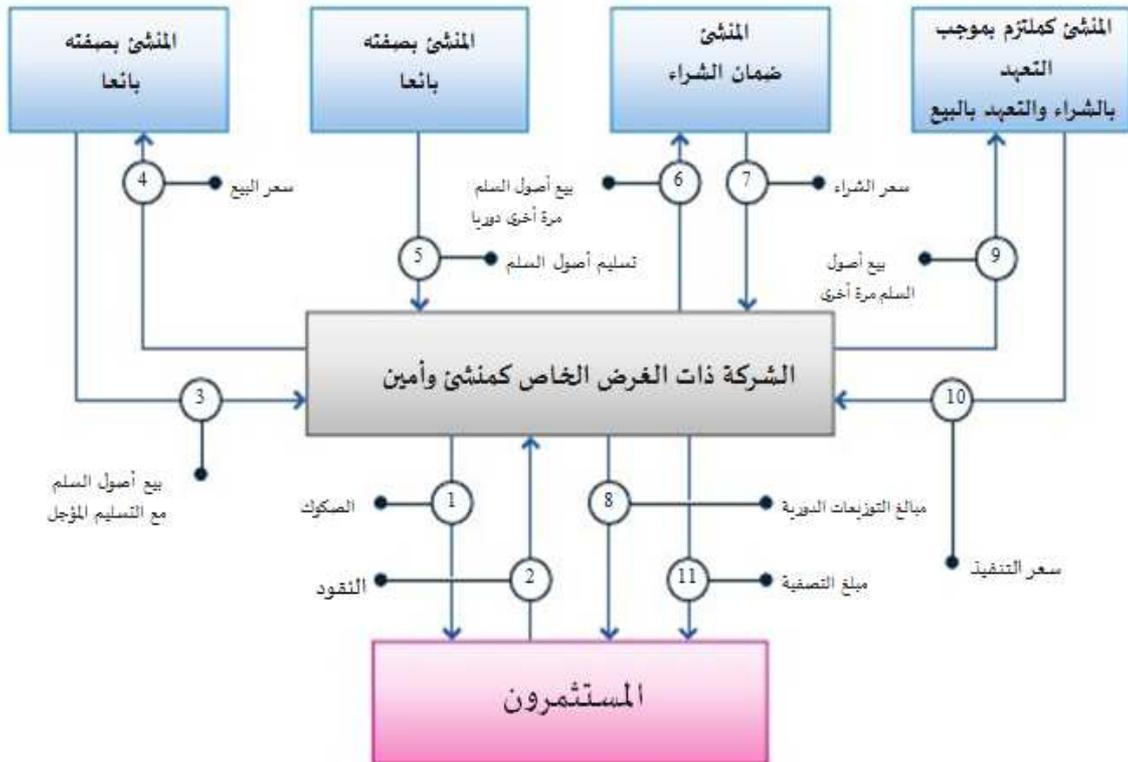
ب. تصكيك عقد السّلم:

كما تبين أنفا من التعاريف فإن المصدر لهذه الصّكوك يعرض نفسه على الجمهور بائعاً لسلعة موصوفة في ذمته، والمكتتبون فيها هم المشترون لها، وحصيلة الاكتتاب هي ثمن سلعة السّلم، ويملك حملة الصّكوك سلعة السّلم الموصوفة في ذمة البائع، ويكون لهم غنم هذا الملك وعليهم غرمه³.

وبوجه عام فإن تصكيك هذا العقد يتم وفق الآلية الموضحة في الشكل البياني الوارد أدناه.

الشكل رقم 03-14: شكل يوضح هيكل صكوك السّلم

هيكل صكوك السّلم



¹ - أنظر في هذا: محمد أحمد السريتي، "صكوك الإجارة"، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد الخامس عشر، الجزء الثاني، 2004، ص 123-124.

² - هيئة الفتوى والرقابة الشرعية لسوق دبي المالي، "معيّار سوق دبي المالي لإصدار وتملك وتداول الصّكوك"، مرجع سبق ذكره، ص 19.

³ - عبد الجبار السهاني، "وقف الصّكوك وصكوك الوقف"، مرجع سبق ذكره، ص 17.

الفصل الثالث: مفاهيم عامة حول التصكيك الإسلامي وأهميته الاقتصادية

المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على المرجع أدناه.

Dubai International Financial Center, 'Sukuk Guidebook', 2009, p35.

حيث تقوم الشركة ذات الغرض الخاص وهي المصدر بما يلي¹:

① إصدار الصكوك والتي تمثل حصّة غير مجزأة في ملكية الأصول "أصول السّلم" والتي يتم تسليمها من قبل المنشئ. وهي تمثّل أيضاً حقاً نحو المصدر "الشركة ذات الغرض الخاص" لسداد الدفّعات الدّورية ومبلغ التصفية أو الإنهاء.

② يكتب المستثمرون في الصكوك ويدفعون المقابل إلى المصدر "الشركة ذات الغرض الخاص" (المبلغ الأصلي المطلوب). ويُعلن المصدر "الشركة ذات الغرض الخاص" أنّه أمين على المبالغ وأيّ أصول تنشأ باستخدامها، ومن ثمّ يعمل كأمين نيابة عن المستثمرين.

③ يدخل المنشئ في ترتيبات شراء وبيع مع الأمين، ووفق هذه الترتيبات يوافق المنشئ على بيع أصول السّلم ويوافق الأمين على شرائها من هذا الأخير على أساس الدّفْع الفوري وشروط تسليم مؤجّل.

④ يقوم الأمين بسداد سعر البيع إلى المنشئ نظير شرائه لأصول السّلم بمبلغ يُعادل المبلغ الأصلي.

⑤ قبل كلّ تاريخ تُستحقّ فيه مبالغ التوزيع الدّورية للمستثمرين، يقوم المنشئ بتسليم أصول السّلم إلى الأمين.

⑥ المنشئ بصفته ضامناً يشتري نسبة من أصول السّلم من الأمين بسعر شراء يُتّفق عليه.

⑦ يدفع المنشئ سعر الشراء نظير شرائه نسبة من أصول السّلم. مبلغ كل سعر شراء يساوي مبلغ التوزيع الدّوري واجب السداد بالنسبة للصكوك في ذلك الوقت.

⑧ يقوم المصدر "الشركة ذات الغرض الخاص" بسداد مبلغ التوزيع الدّوري إلى المستثمرين باستخدام سعر الشراء الذي استلمه من المنشئ.

⑨ في حال:

① ⑨ حدوث إخفاق أو عند الاستحقاق "بجيار الأمين بموجب التعهد بالشراء" أو،

② ⑨ ممارسة حق الخيار أو فرض ضرائب.

⑩ يلتزم المنشئ بتسليم أصول السّلم "التي لم يستلمها حتى الآن" إلى الأمين، ويقوم هذا الأخير ببيع أصول السّلم التي يشتريها المنشئ بسعر التنفيذ المتّفق عليه، والتي تعادل المبلغ الأصلي مضافاً إليه أي مبالغ توزيع دورية مستحقة ولكنها لم تدفع ومُستحقة للمستثمرين.

① ① يتم سداد سعر التنفيذ من قبل المنشئ "بصفته ضامناً".

① ② تقوم "الشركة ذات الغرض الخاص" وهي المصدر بسداد مبلغ التوزيع إلى المستثمرين مُستخدمة سعر التنفيذ الذي سبق لها أن تسلّمته من المنشئ.

ج. مجالات تطبيقها:

¹-Dubai International Financial Center, 'Sukuk Guidebook', Op.Cit, p35.

الفصل الثالث: مفاهيم عامة حول التصكيك الإسلامي وأهميته الاقتصادية

يمكن استخدام صكوك السلم لتمويل عمليات زراعية مختلفة (لتمويل صناعة السكر، وكذا القطن وغيرها من المحاصيل الزراعية القابلة للتصنيع)، ولاسيما تمويل المراحل السابقة لإنتاج وتصدير السلع والمنتجات الزراعية. ويمكن بها أيضاً تمويل الحرفيين وصغار المنتجين الزراعيين والصناعيين بتوفير الآلات والمعدات والمواد الأولية ك رأس مال. كما يمكن طرح صكوك السلم من قبل الدولة لتمويل الصناعات الاستخراجية (كالنّفط مثلاً) والتعدينية حيث تستطيع الحكومة انطلاقاً من ثمن بيع بضاعة السلم الذي تقبضه عند التعاقد أن تمّول عمليات الإنتاج، ثمّ تُسلم البضاعة المنتجة وفاءً لالتزاماتها. كما تستطيع الحكومة أن تمّول ميزانيتها التشغيلية بإصدار صكوك سلم تستفيد من حصيلتها، ثم تشتري البضاعة المباعة من السوق وتسلمها لحملة الصكوك إذا لم تكن منتجة¹.

صكوك الاستصناع:

أ. في معنى صكوك الاستصناع:

يقصد بهاتلك الوثائق المتساوية القيمة التي يتم إصدارها لتحصيل رأس مال الاستصناع الذي يُدفع للصانع فور إنجاز المشروع، ويغدو ذلك المشروع ملكاً لحملة الصكوك².

ب. تصكيك عقد الاستصناع: تأسيساً على التعاريف فإن المتمول المصدر لهذه الصكوك هو صانع يعرض على الجمهور بيعهم سلعة يتعهد بصنعها وتسليمها في موعد محدد، والمكاتبون فيها هم مشترون لهذه السلعة وحصيلة الاكتتاب هي الثمن الذي يتراضى عليه الصانع والمشترون الذين اكتتبوا بالصكوك التي أصدرها (تكلفة المصنوع)، ويتسلمهم السلعة المصنوعة يكون لهم غنم بيعها بثمن أعلى من كلفة استصناعها، وعليهم غرمه في حال انخفاض سعرها.

وبصورة عامة فإنه يتم تصكيك عقد الاستصناع وفق الخطوات المصوّرة في الشكل البياني الموضّح أدناه.

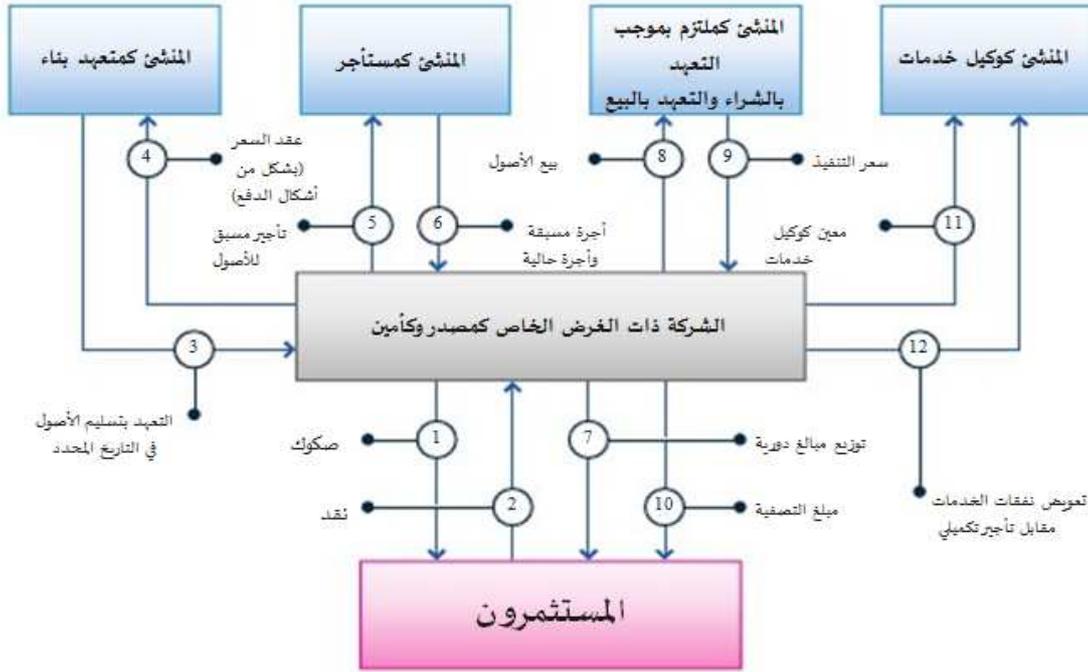
الشكل رقم 03-15: شكل يوضح هيكل صكوك الاستصناع

¹ - حسين حامد حسان، "تحرير الصيغ والأدوات الإسلامية وجدواها على المستوى الدولي"، مرجع سبق ذكره، ص 15.

² - قطب مصطفى سانو، "في إصدار الصكوك والشروط الواجب توفرها في مصدرها: رؤية في منهجية صياغة الشروط"، مرجع سبق ذكره، ص 10.

الفصل الثالث: مفاهيم عامة حول التصكيك الإسلامي وأهميته الاقتصادية

هيكل صكوك الاستصناع



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على المرجع أدناه.

Dubai International Financial Centre, 'Sukuk Guidebook', Op.Cit, p41.

حيث تقوم الشركة ذات الغرض الخاص وهي المصدر بما يلي¹:

1. إصدار صكوك تمثل حصة غير مجزأة في ملكية أصول محددة. وهي تمثل أيضاً حقاً نحو المصدر "الشركة ذات الغرض الخاص" لسداد الدفوعات الدورية ومبلغ التصفية أو الإنهاء.
2. يكتب المستثمرون في الصكوك ويدفعون المقابل إلى المصدر "الشركة ذات الغرض الخاص" (المبلغ الأصلي (المطلوب)). ويعلن المصدر "الشركة ذات الغرض الخاص" أنه أمين على المبالغ وأي أصول تنشأ باستخدامها ومن ثم يعمل كأمين نيابة عن المستثمرين.
3. يدخل المنشئ في ترتيبات (عقد) استصناع مع الأمين، ووفق هذه الترتيبات يوافق المنشئ على تصنيع أو بناء بعض الأصول، ويتعهد بتسليمها في تاريخ لاحق، ويوافق الأمين على منح وكالة أو تفويض بتسليم تلك الأصول في تاريخ لاحق، وهو المحدد مسبقاً.
4. يقوم الأمين بسداد أو دفع السعر (عادة عن طريق نظم مدفوعات معينة) إلى المنشئ نظير الموجودات بمبلغ إجمالي يُعادل المبلغ الأصلي.
5. يتعهد الأمين بتأجير الأصول للمنشئ بموجب ترتيبات إيجار مُسبق (والمعروفة بالإجارة الموصفة في الذمة) لفترة تعكس استحقاق الصكوك (أي لفترة تساوي فترة استحقاق الوفاء بقيمة الصكوك).
6. يقوم المنشئ (كمستأجر) بتقسيم الدفوعات إلى:

¹ - Dubai International Financial Centre, 'Sukuk Guidebook', Op.Cit, p41.

الفصل الثالث: مفاهيم عامة حول التصكيك الإسلامي وأهميته الاقتصادية

٦. ١. دفعات (أجرة) مقدّمة قبل تسليم الأصول.

٦. ٢. دفعات (أجرة) حالية بعد تسليم الأصول.

على فترات مُنتظمة للأمين (كمؤجّر) بمبالغ يساوي مبلغ التوزيع الدّوري المستحق بموجب الصّكوك في ذلك الوقت. هذه المبالغ يجب حسابها أو تحديدها استناداً إلى معدّل ثابت أو متغير مثل الليبور أو نحوه من المؤشّرات المعروفة، أي على حسب النوع السائد أو الغالب من الصّكوك المصدرة في السّوق.

٧. يقوم المصدر "الشركة ذات الغرض الخاص" بسداد مبلغ التوزيع الدّوري إلى المستثمرين من القسط المسبق - حسبما يقتضي الحال - أو من الأقساط الحالية التي تلقّاها أو استلمها من المنشئ.

٨. في حال:

٨. ١. حدوث إخفاق أو عند الاستحقاق "بخيار الأمين بموجب التعهّد بالشراء" أو،

٨. ٢. ممارسة حق الخيار أو فرض ضرائب.

في كلّ حالة من الحالتين يلتزم الأمين ببيع، والمنشئ بشراء، الأصول بسعر التنفيذ المتفق عليه، والذي يعادل المبلغ الأصلي مضافاً إليه أي مبالغ توزيع دورية مستحقّة ولكنّها لم تُدفع ومستحقّة للمستثمرين. وأيُّ إنهاء يقع قبل تسليم الموجودات بموجب ترتيب عقد الاستصناع يترتّب عنه استرداد القيمة مع مبلغ تعويضي (وهو ما يدعى بمبلغ إنهاء عقد الاستصناع) من المنشئ، وهذا ضروريّ للشركة ذات الغرض الخاص لتغطية قيمة إنهاء الصّكوك. وفي المقابل تلتزم الشركة ذات الغرض الخاص بردّ قسط الإيجار المسبق للمنشئ (كمستأجر) بموجب ترتيب الإيجار المقدم أو المسبق.

٩. سداد سعر التنفيذ من قبل المنشئ "بصفته ضامناً أو ملتزماً"، أو إذا وقع الإنهاء قبل تسليم الموجودات فإنّه يتم سداد مبلغ إنهاء عقد الاستصناع من قبل المنشئ (كمقاول).

١٠. تقوم "الشركة ذات الغرض الخاص" وهي المصدر بسداد مبلغ التوزيع إلى المستثمرين مستخدمة سعر التنفيذ (أو إذا حدث الإنهاء قبل تسليم الأصول فإنّه يتم استخدام مبلغ إنهاء عقد الاستصناع) الذي سبق لها أن تسلّمته من المنشئ.

١١ - ١٢. يدخل الأمين والمنشئ في اتّفاقية وكالة خدمات، حيث يعيّن الأمين المنشئ كوكيل خدمات منذ تسليم الأصول للقيام بتنفيذ بعض التزاماتها بموجب ترتيب الإيجار المقدم، والمتعلّقة أساساً بأعمال الصيانة التأمين (أو تكافل) ودفع الضرائب المتعلّقة بالأصول. وفي هذا الإطار، يُظهر المنشئ (كوكيل خدمات) جميع التكاليف والتّفقات التي تحمّلها في تنفيذه للالتزامات المشار إليها أعلاه (تكاليف الخدمات). وسيرتفع قسط الإيجار الحالي لفترة الإيجار اللاحقة في إطار ترتيب الإيجار اللاحق بقيمة مُعادلة. هذا الارتفاع في قسط الإيجار المستحق عن المنشئ (كمستأجر) سيتمّ دفعه بمقتضى تعهّد الأمين بدفع تكاليف الخدمة.

ج. مجالات تطبيقها:

الفصل الثالث: مفاهيم عامّة حول التصكيك الإسلامي وأهميته الاقتصادية

تُعتبر هذه الصّكوك أكثر ملاءمة لقطاع الإنشاءات. فلو رغبت شركة للنقل البحري أو شركة للملاحة في تجميع التمويل اللازم لشراء سفن مُستصنعة وفقاً لمواصفات محدّدة في العقد وتاريخ للاستلام وقيمة محدّدة يتمّ الاتفاق حولها، فإن بإمكان أيّ منهما إصدار صكوك استصناع مخصّصة لتمويل شراء السفن المحدّدة المواصفات ممّا يمكن استصناعه.

ولو رغبت الحكومة في توفير موارد مالية لشراء سلع صناعية كالطائرات والمصانع والمعدّات والآلات أو إلى مشاريع البناء مثل المطارات والمجمّعات الصناعية والسكنية والجسور والطرق ومحطّات توليد الطّاقة الكهربائية والماء وغيرها، فإنه بإمكانها أن تصدر صكوكاً تستخدم حصيلتها في تصنيع هذه السلع ثم تُسلّم بعد تصنيعها إلى الحكومة المشتريّة استصناعاً لدفع ثمنها لحملة الصّكوك على أقساط أو دفعة واحدة في المستقبل. وعائد هذه الصّكوك هو الفرق بين تكلفة تصنيع السلعة وثن بيعها للحكومة المصدرة للصّكوك، أيّ أن حملة الصّكوك يبيعون السلعة المصنّعة إلى الحكومة بثمن معيّن يُدفع على أقساط، ثم يتفقون هم أو من يمثّلهم مع من يقوم بالتصنيع بثمن يدفع له في مرحلة التصنيع.

ويمكن توليف صيغ أخرى معها للاستجابة لمتطلّبات العمل والتمويل. وهي من الصيغ النّشطة في عالم الصّكوك.

المبحث الثالث: الأهمية الاقتصادية للتصكيك الاسلامي

لئن كان فقه الاستثمار يقضي ويقرّر بأن فعالية أيّ أسلوب استثماري وصلاحيته ينبثقان ممّا يجلبه ذلك الأسلوب من عوائد وفوائد وأرباح، إضافةً إلى واقعيته ومدى ملاءمته للعصر الذي نعيش فيه. وأنجلب الأرباح والعوائد في أغلب الأحيان يتوقّف على ما يتمتّع به ذلك الأسلوب الاستثماري من مرونة وسعة. فإن الباحث في مكنون آلية التصكيك والصّكوك كمنتج لها، الغائص علدقائق خصائصها المحيط بتميّزاتها ليجد فيها من السّعة والمرونة والمعاصرة وعظم العائد ما يؤهلها بحقّق أن تكون أسلوباً فعّالاً يشار إليه عند القيام بأيّ نشاط استثماري ويُعرض على كلّ راغب في توظيف ما يحوزه من مال وأصول، مصرفاً كان أم مؤسسة اقتصادية أم فرداً. ولسوف نتبيّن تلكم الفعالية التي أشرنا لها انطلاقةً من العرض الآتيلحملة المزايا والمنافع التي تحقّقها آلية التصكيك ومنتجها لجميع الأطراف الفاعلة والمشاركة في العملية التمويلية الاستثمارية، بل وحتى للنظام المالي والاقتصاد برؤيته.

المطلب الأوّل: مزايا التصكيك للمصارف الإسلامية

تعتبر المصارف الإسلامية في نظرنا أكثر المؤسّسات المالية الإسلامية التي يتوجّب عليها استحضار أداة التصكيك في نشاطها الاستثماري لأسباب كثيرة، لعلّ أبرزها وأكثرها وضوحاً يلي:

الفصل الثالث: مفاهيم عامة حول التصكيك الإسلامي وأهميته الاقتصادية

تُكاد تكون عملية التصكيك الآلية الوحيدة التي تعمل على جانبي ميزانية المصرف الإسلامي، إذ بالإمكان استخدامها في حشد المدّخرات في جانب الخصوم، كما يُمكن الاستفادة منها كوسيلة لتوظيف الموارد في جانب الأصول.

قدّرتها على تحقيق المواءمة والانسجام بين آجال الاستخدامات وآجال الموارد (أي تأمين تصريف الفائض من السيولة أو الحصول عليها وفق الآجال التي يقدرها المصرف) من خلال الاستثمار في القاعدة العريضة من الصّكوك المتوقّرة¹، وهو أمرٌ بالغ الأهمية بالنسبة لأسلوب المصرفية الإسلامية وتقنياتها. وبصورة أخرى تجنّب آلية التصكيك المصارف الإسلامية مشكلة عدم تزامن التدفّقات المستمرة للأموال من الودائع الاستثمارية مع الاحتياجات الفعلية للمشاريع والتي تعدّ دافعاً أساسياً يُعزّي المصارف على التوسّع في خلق الائتمان سعياً وراء تحقيق الرّبح بأقلّ تكلفة ممكنة. أو بتعبير آخر يسمح التصكيك للمصرف الإسلامي بتدقيق الموارد مع ربط كلّ مجموعة من تلك التدفّقات بمشاريع مُعيّنة، لينتفي بذلك توجّه المصرف نحو التوسّع في خلق الائتمان سعياً وراء الرّبح بأقلّ تكلفة ممكنة، كما أنّه يحول بذلك بين تداخل الأرباح والخسائر المحقّقة خلال فترات زمنية متتابعة².

التصكيك مصدر جديد للدّخل، فللمصارف الإسلامية في عملية التصكيك أن تتصرّف بصفقتها راعية لمصدر صكوك مدعومة بالموجودات أو برنامج مُشابه يشمل موجودات عميل، حيث تُدير البرنامج أو تتصرّف فيه بصفقتها مستشاراً للبرنامج، وتطرح الصّكوك في السّوق وتسوّقها أو توفّر السيولة و/أو تقدم خدمات التعزيزات الائتمانية. فتستفيد في ذلك من رُسوم مقابل الخدمات المقدّمة³.

قد تكون الصّكوك القابلة للتداول المصدر الرئيسي للأرصدة الإضافية للمصرف الإسلامي، ما يمكّن هذا الأخير من أن يرتّب استدعاء الودائع وفق متطلّبات الاستخدام⁴.

تزيد عملية التصكيك من قدرة المصارف الإسلامية على منح التمويل، ومن ثمّ زيادة سرعة دوران رأس المال (تدوير جزء من الأصول السائلة التّاجمة عن تصكيك الأصول المملوكة لها)، ممّا يؤدي في النهاية إلى زيادة الرّبحية.

تنويع هيكل الموارد بما يُتيح تقديم أنشطة شاملة مُتنوّعة، وهذا بدوره يؤدي إلى تقليل مخاطر التمويل لدى المصرف (نظراً لتقليل الاعتماد على عددٍ محدودٍ من أساليب التمويل).

إصدار الصّكوك لتوفير احتياجات المشروعات الخاصّة والعامة هو بمثابة أداة مُناسبة للتكامل بين النّشاط المصرفي الإسلامي والأسواق الماليّة⁵. ومن ناحية أخرى فإن تداول الصّكوك الإسلامية في الأسواق الدّولية من شأنه أن يوفّر للمصرفية الإسلامية فرصة الاندماج في النّظام المالي العالمي.

¹ طارق الله خان و حبيب أحمد، "إدارة المخاطر: تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية"، مرجع سبق ذكره، ص 58.

² حسين كامل فهدى، "نحو إعادة هيكلة النظام المصرفي الإسلامي"، مجلة الاقتصاد الإسلامي، المجلد 4، 1992، ص 20.

³ مجلس الخدمات المالية الإسلامية، "المعيار رقم 07: متطلبات كفاية رأس المال للصكوك، والتصكيك، والاستثمارات العقارية"، مرجع سبق ذكره، ص 10.

⁴ يوسف كمال محمد، "المصرفية الإسلامية الأزمنة والخرج"، مرجع سبق ذكره، ص 129.

⁵ عبد الملك منصور، "العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جديدة"، مرجع سبق ذكره، ص 04، بتصرف.

الفصل الثالث: مفاهيم عامة حول التصكيك الإسلامي وأهميته الاقتصادية

☞ تُساعد عملية التصكيك في توفير السيولة باستصدار صكوك على بعض من موجودات المحفظة الاستثمارية كما تمكّن من شراء موجودات أخرى وإضافتها للمحفظة بحيث تكون هذه أقلّ مخاطرة. أي بالمجمل العام هي عملية تتيح أدوات وبدائل مرنة تُساعد في تحويل مكونات المحفظة الاستثمارية للمصرف الإسلامي إلى سيولة.

☞ تعطي الصكوك الإسلامية دوراً أكبر للمصارف الإسلامية لتوفير التمويل اللازم للاحتياجات الحكومية طويلة الأجل، من خلال تركيز هذه الأخيرة على إصدار صكوك استثمار لجمع أموال تتسم بطول الآجال.

☞ إيجاد محفظة صكوك لدى المصارف الإسلامية يُساهم في:

- **تعظيم إيرادات المصرف:** حيث يقوم المصرف باستثمار جزء من ودائعه في محافظ صكوك، ويحصل المصرف على عوائد من الاستثمار في تلك الصكوك في حال ارتفاع أسعارها، وهو ما يُطلق عليه بالأرباح الرأسمالية.

- **إيجاد مصدر سيولة سريع للمصرف الإسلامي:** وذلك عن طريق بيع الصكوك في السوق المالية، ممّا يمكن المصرف من استيفاء احتياجات السيولة في الوقت المطلوب من جهة، وبخسائر محدودة أو دون خسائر.

☞ **تخفيض حجم المخاطر وتوزيعها وتخصيصها:** وبطال ذلك التخفيض جانب الأصول والخصوم¹:

- مخاطر السيولة من جانب الخصوم: وذلك بخلق وإيجاد تناسب بين آجال الموارد وآجال الاستخدامات والاعتماد على قاعدة الأوراق المالية حسب الاستخدامات.

- مخاطر العائد من جانب الأصول: وذلك بتنويع الاستخدامات حسب الآجال.

- تقليل مخاطر السوق: وذلك من خلال تنويع الاستخدامات، وعدم الدخول في المقامرات والمغامرات في السوق الثانوية.

☞ تتيح الصكوك للمصرف الإسلامي أن يشارك في تمويل صفقة معيّنة. ويعتبر هذا الأسلوب أكثر ملاءمة للمصرف من المساهمة الدائمة، إذ يمكنه ذلك من توزيع عملياته على مختلف القطاعات فتتوزّع المخاطر، ويتمكّن من المراقبة².

☞ تحرير المصارف الإسلامية من ضغوط الودائع قصيرة الأجل القابلة للسحب.

☞ درء المفاصد المترتبة على خلط الأموال المستثمرة في المصارف الإسلامية، والتي من أهمّها وقوع الغبن على كثير من المودعين.

☞ للمصرف الإسلامي من خلال الصكوك أن يضع قدماً في سوق النقد وقدماً أخرى في سوق رأس المال فيجمع بذلك خصيصة المصرف التجاري في التمويل قصير الأجل وخصيصة المصرف الاستثماري المتخصّص في الاستثمار طويل الأجل.

☞ يمكن للمصارف الإسلامية وفقاً للصكوك توفير فرصة الاختيار الواعي للأغراض والمجالات والمشروعات التي تخصص لها حصيلة موارد الصكوك، مع ما لذلك من تنمية إيجابية للمدّخرين. ويمكن اعتبارهم عند إقبالهم على

¹ - يوسف كمال محمد، "المصرفية الإسلامية الأزمة والمخرج"، مرجع سبق ذكره، ص 187، بصرف.

² - محمد الصاوي، "مشكلة الاستثمار في البنوك الإسلامية، وكيف عالجه الإسلام"، مرجع سبق ذكره، ص 550.

الفصل الثالث: مفاهيم عامة حول التصكيك الإسلامي وأهميته الاقتصادية

الاكتتاب في هذا الصك دون غيره بمثابة قناة معلومات عن الأسواق والاستثمارات، أو بمثابة مؤشّر على تقييم الأداء في وضع قريب من المتعاملين بالأوراق المالية في البورصات¹. وهذا في مجمله سيعطي صورة جيّدة عن أهميّة دور تلك المصارف في مجتمعاتها.

تعود عمليات التصكيك إلى زيادة نسبة الموارد المستثمرة في الأصول المنتجة بدلاً من تعطيلها، ممّا يزيد من دور المصارف في اسهامهما في دعم معدّلات النمو الاقتصادي.

المطلب الثاني: مزايا التصكيك لفئة المستثمرين أفراداً وشركات

كما أشرنا آنفاً، فعملية التصكيك تطلّ بنفعها كلّ الأطراف المشاركة في العملية التمويلية الاستثمارية أفراداً كانوا أو شركات. ولسوف نسلط الضّوء على جانب من تلك المزايا التي تتيحها تلك الآلية لأولئك الأعوان وهذا عرضٌ حول ذلك²:

رفع كفاءة الدّورة الماليّة والإنتاجيّة ومعدّل دورانها، عن طريق تحويل الأصول غير السّائلة إلى أصول سائلة لإعادة توظيفها مرّة أخرى.

تُسهّم في تحسّين العائد على الموجودات، باعتبارها مصدراً رخيصاً للأموال³.

توسيع حجم الأعمال للمنشآت بدون الحاجة إلى زيادة حقوق الملكية.

تسهيل تدفّق التمويل، وبشروط وأسعار أفضل وفترات سداد أطول.

تقليل مخاطر ائتمان الأصول، من خلال توزيع المخاطر الماليّة على قاعدة عريضة من القطاعات المختلفة.

لا تحمّل المنشأة أيّة مديونية، الأمر الذي يُسهّم في تعزيز القدرة الائتمانيّة للشركة وتحسين هيكلها التمويلي.

تتيح للمنشأة مرونة أفضل في إدارة سيولتها بفعل قابليتها للتداول، ومن ثمّ رفع كفاءة أصولها المتداولة.

من المعروف أن تحويل الاستثمارات الضّخمة، سواء منذ بدء القيام بها أو بعد نشوئها إلى أوراق مالية يسهّل الكثير من عملية تجميعها وبيّح فرصة انتقالها من يد إلى يد بيسر كبير. الأمر الذي يُمكن عمّامة النّاس من الجمع بين مزيتين مهمّتين هما: الاستثمار الذي يقصد الرّبح والسيولة العالية في وقت واحد. وبذلك يمكن للاستثمار المصكّك أن يصل إلى معظم المدخرات المتوقّرة، حتى تلك التي يحتاج أصحابها إلى نسبة عالية من السيولة، دون أن تؤثر تلك السيولة على المشروع نفسه وما يحتاجه من استقرار في مصادر تمويله.

إصدار الصكوك أقل تكلفة على الشركة من إصدار الأسهم، لأنّ الأسهم يحصل حملتها على نصيب من الرّبح الناتج عن كامل نشاط الشركة، أمّا الصكوك فتدفع الشركة عليها عائداً مرتبطاً بأجرة أصل أو عائداً مشروع

¹ - عبد الملك منصور، "العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جديدة"، مرجع سبق ذكره، ص35.

² - أنظر في هذا: علاء الدين زعتري، "الصكوك: تعريفها، أنواعها، أهميتها، دورها في التنمية، حجم إصداراتها، تحديات الإصدار"، ورقة بحثية مقدمة لورشة عمل بعنوان: الصكوك الإسلامية، تحديات، تنمية، ممارسات دولية، عمان، 2010. رساميل للهيكلية المالية، "التوريق الإسلامي سوق دين متنامٍ"، مقال مدرج في جريدة القبس الاقتصادي الكويتية السنة 36 العدد 12343، 2007، ص54. منذر حفّ، "سندات الاستئثار المتوسطة وطويلة الأجل"، ورقة بحثية مقدمة للندوة الفقهيّة الخامسة لبيت التمويل الكويتي، 1998. فتح الرحمن علي محمد صالح، "دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنويّة"، ورقة بحثية مقدمة لمنتدى الصيرفة الإسلامية، بيروت، 2008. محمد علي القرني بن عيد "الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها"، مرجع سبق ذكره.

³ - Faizal Ahmed Manjoo, 'Securitization: An Important Recipe For Islamic Bank- A Survey', Review Of Islamic Economics, Vol09 N01, 2005, p57.

الفصل الثالث: مفاهيم عامّة حول التصكيك الإسلامي وأهميته الاقتصادية

بعينه تابع للشركة، وهو في الغالب أقلّ من نسبة أرباح الشركة المعتادة. ومؤدّى هذا كلّه أن الصّكوك تقلّل التكلفة المالية وتزيد من ربحية الشركات أكثر من إصدار الأسهم.

☞ الصّكوك أقلّ كلفة من التّمؤّل المصرفي، فالصّكوك يشتريها الجمهور مباشرة، بينما أموال المصرف التي مصدرها مدخرات الجمهور أيضاً، فيفرض المصرف لنفسه جزءاً من العائد مقابل الوساطة المالية. ويضاف إلى ذلك قلة المخاطر المالية المرتبطة بالصّكوك المصدرة.

☞ يترتب على إصدار الأسهم اضمحلال سيطرة الملاك الحاليين على مقاليد أمور الشركة، أما إصدار الصّكوك فلا يؤدي إلى حدوث شيءٍ من ذلك.

☞ إصدار صكوك يرفع من قيمة أسهم الشركة المصدرة لنجاحها في الدّخول في استثمارات جديدة، ممّا ينعكس إيجابياً على أسهمها، وذلك بخلاف إصدار مزيدٍ من الأسهم، فذلك يؤدي في الغالب إلى انخفاض قيمة أسهمها بسبب زيادة المعروض، ممّا يلحق الضرر بالمساهمين الحاليين.

☞ تمتلك الشركات الكثير من الأصول الصّالحة لأن تكون محلاً لإصدار الصّكوك عن طريقة البيع لحملة الصّكوك ثم إعادة الاستئجار، وقد استقرّ في النّظر المالي أن في هذه الأصول قيمة كامنة يمكن الاستفادة منها بإصدار صكوك¹.

☞ تتيح إمكانية زيادة مستوى السيولة لدى المؤسسة، وذلك بتحويل الأصل غير السائل نسبياً إلى أصل نقدي مسدّد من قبل المستثمرين في الصّكوك. ومن ثمّ فالمؤسسة تتحصّل على السيولة مباشرة من المستثمرين ودون الحاجة للوساطة المالية التقليدية².

☞ تقدّم آلية التصكيك للمستثمرين الأفراد فرصة لتنويع المحفظة الاستثمارية وحصد فوائد الاستثمار في معاملات مبرمة ومنقولة من مرحلة التمويل الاستهلاكي أو أيّ عمليات تمويلية أخرى إلى مرحلة الاستثمار في ورقة مالية.

☞ تعتبر الصّكوك بالنسبة للأفراد وعاءاً ادخارياً مرناً يمكن الاكتتاب فيها عند إصدارها أو شرائها في أيّ وقت من الأوقات، كما يمكن تسيلها إلى نقود بالبيع الفوري أو الاسترداد³.

☞ يمكن أن تحقّق رغبات أصحاب المال لا من ناحية الآجال فحسب، بل حتّى في درجة المخاطرة التي يتعرّضون لها، حين يُعرض عليهم أنشطة مخصّصة أو مشاريع مخصّصة لصكوكهم. ومن ناحية الأغراض ومجال الاستخدام والفئات... الخ، فهي إذن تتيح حرّية الاختيار للمدّخرين للاستثمار وفق رغباتهم واحتياجاتهم.

☞ تتيح للفرد المستثمر الحصول على عائدٍ ربحياً أعلى من الذي يدّرّه توظيف أمواله لدى المصارف.

¹ - الجمعية المصرفية للتمويل الإسلامي "الصكوك في 30 سؤال وجواب"، مرجع سبق ذكره، ص 22.

² - مجلس الخدمات المالية الإسلامية، "الإرشادات المعدلة للعناصر الأساسية لإجراءات الرقابة الإشرافية على المؤسسات التي تقدم خدمات مالية إسلامية (عدا مؤسسات التكافل وبرامج الاستئجار الجماعي الإسلامي)"، مسودة مشروع 16، 2013، ص 15-52.

³ - محمد محمود مكاي، "مستقبل البنوك الإسلامية في ظل التطورات الاقتصادية العالمية"، مرجع سبق ذكره، ص 313.

الفصل الثالث: مفاهيم عامة حول التصكيك الإسلامي وأهميته الاقتصادية

☞ تعميم ثقافة لا غنم بدون غرم، وبالتالي تأهيل صغار المستثمرين على احتمال تحمّل الخسارة أو البُطء في التدفّقات النقدية¹. مع ما يمثّله ذلك من توحيد لقاعدة الملكية مع قاعدة الاستثمار.

☞ تتيح للمستثمرين اتخاذ قراراتهم الاستثمارية بشكلٍ مُستقل عن التصنيف الائتماني للمنشئ، والتركيز بدلاً من ذلك على الحماية التي توفرها الشركة ذات الغرض الخاص وقدرة الأصول على الوفاء بالعائد المنتظر.

☞ يتيح التصكيك فرصة الوصول إلى أسواق رأس المال للشركات والمؤسسات التي سببت تصنيفاتها لا تستطيع الحصول على تمويل فعال من حيث التكلفة².

☞ انخفاض عبء التمويل على المستثمرين، فالتمويل بالصكوك بالنسبة للمشروع يُعتبر تمويلاً من خارج الميزانية ولذلك فهو لا تمثّل التزاماً واجب السداد-عدا قسط الإجارة-، كما لا تتطلب بالتالي فرض ضرائب من قبل الحكومة، ومن ثم فهي تُعتبر ذات جاذبية بالنسبة للمشروعات العامة فضلاً عن الخاصة³.

☞ التمويل بالصكوك لا يؤثر في الحدّ الائتماني للشركة، حيث إن كثيراً من الشركات العملاقة تكون قد استوفت حدّها الائتماني لدى كثير من المصارف المحليّة والإقليمية، ممّا يجعل مهمّة الحصول على تمويل من الصعوبة بمكان وعليه فإن حصولاً للشركة على تمويل عبر الصكوك يفتح لها أبواباً استثمارية جديدة.

☞ تعتبر الصكوك وسيلة من وسائل التّفاذ إلى أسواق رأس المال، فكثير من المستثمرين يفضّلون شراء أوراق مالية عالية التقييم حتى من دون المعرفة التامة للأصول التي تمثّلها.

☞ يعدّ الاستثمار من خلال تملك الصكوك أكثر جاذبية لكثير من المستثمرين من الاستثمار المباشر بتملّك الأصول العينيّة، وذلك لمزايا متعدّدة من أبرزها⁴:

**قابليتها للتداول في سوق رأس المال، تكفل للمستثمر السّهولة والسّرعة في الخروج من العملية الاستثمارية متى شاء، ببيع صكوكه إلى مستثمرين آخرين.

** أنها مجزأة إلى قيم صغيرة الأمر الذي يسمح للمواطنين والمستثمرين من الاشتراك في إنشاء المشاريع والشركات الكبرى كلّ على قدر طاقته ورغبته، ليتمكّنوا من استثمار مدّخراتهم العاجزة عن الاستقلال بمشاريع استثمارية. وفي حال عجز أحدهم عن الاشتراك في الشركات والمشاريع الاستثمارية عند التأسيس أو الاكتتاب، ثم توقّرت له القدرة بعد ذلك يستطيع الحصول على ما يريده من هذه الصكوك عن طريق الشراء ليتمكّن من استثمار مدّخراته.

¹ - عبد الستار الخويلدي، "إخفاقات الصكوك"، مرجع سبق ذكره، ص 24.

² -Nathifjama Adam, 'Sukuk :A Panacea for Convergence and Capital Market Development in the OIC Countries', compiled papers presented at the 6th International Conference on Islamic Economics and Banking in the 21st Century, Indonesia, 2005, p377.

³ - عبد الباري مشعل، "آليات التوازن الكلي في الاقتصاد الإسلامي"، مرجع سبق ذكره، ص 227.

⁴ - يوسف بن عبد الله الشبيلي، "إصدار وتداول الأسهم والصكوك والوحدات الاستثمارية المشتملة على النقود أو الديون وضوابطها الشرعية"، ورقة بحثية مقدمة لندوة "الصكوك الإسلامية: عرض وتقييم"، جامعة الملك عبد العزيز، المملكة العربية السعودية، 2010.

الفصل الثالث: مفاهيم عامة حول التصكيك الإسلامي وأهميته الاقتصادية

** أما مسؤولية المستثمر فهي محدودة بمقدار رأسماله الذي اكتتب أو اشترى به الصك، فلا يُطالب في ماله الخاص بالديون والالتزامات التي على المشروع الاستثماري الذي تمثله تلك الصكوك.

☞ عادة ما تتضمن الصكوك على أهم البيانات والمعلومات الخاصة بالاستثمارات موضوع الصكوك، وهو ما يؤدي إلى بث الثقة والطمأنينة في نفوس المستثمرين، وإزالة اللبس عن النشاط الاستثماري الإسلامي¹.

☞ استخدام عمليات التصكيك سوف يلغي رصيد مخصص الديون المشكوك في تحصيلها.

المطلب الثالث: المزايا التي تتيحها آلية التصكيك للنظام المالي

يتعلق الأمر هنا بالمؤسسات المالية وغير المالية وسوق المال وغير ذلك من مؤسسات القطاع المالي في الدولة، باستثناء المصارف الإسلامية باعتبار أنه قد تم عرض المزايا المتاحة لها، وإن كان في الحقيقة أنه قد يُلاحظ نوعاً من التداخل في المزايا التي سيتم عرضها لكون هذه الأخيرة جزءاً من ذلك النظام.

ومن تلك المزايا التي قد توفرها آلية التصكيك للنظام المالي نعد ما يلي:

☞ يؤدي التصكيك إلى تدويل سوق الأوراق المالية، فضلاً عن إتاحة الفرصة لتكوين نواة لسوق مالي إسلامي أولاً، ثم تفعيلها من خلال²:

** توسيع تشكيلة الأدوات المالية الإسلامية في السوق التي تشمل كثيراً من الصكوك.

** توسيع قاعدة المؤسسات المالية كالمصارف وشركات الاستثمار والحكومة والقطاع الخاص والمؤسسات المالية والوسيلة في السوق - بمعنى إيجاد لاعبين أو فاعلين جدد في السوق - التي تتعامل في الصكوك الإسلامية إصداراً وتداولاً.

** ازدياد كمية ونوعية الصكوك يؤدي إلى ارتفاع كفاءة السوق المالية، لأن ازدياد كمية الصكوك يقتضي ازدياد التداول، ومن ثم تغطية الاحتياجات التمويلية والاستثمارية وتغطية عجز السيولة.

☞ يميل إلى إحداث بيئة تنافسية نتيجة لزيادة مصادر العرض.

☞ يساهم في توزيع التمويل والمخاطر على قاعدة أوسع، وبالتالي يخفف من تمركز المخاطرة على عاتق المؤسسات المالية بمفردها.

☞ يساهم في تحسين تصنيف العديد من المؤسسات المالية الذي تقوم به وكالات التصنيف الدولية³.

☞ تنشيط وتنمية جانب الطلب في السوق المالي عبر خلق أدوات قابلة للتداول وتنويع العروض فيها من الأوراق المالية. وهو الركن الأساسي لنمو الأسواق المالية وتطويرها، حيث أن أهم محرك للأموال في أي نظام مالي هو جانب الطلب، والذي يتكوّن من الأدوات المالية ذاتها.

¹ - صبري حسنين، "الوظائف الاقتصادية للعقود المطبقة في المصارف الإسلامية"، بحث في كتاب بعنوان: موسوعة الاقتصاد الإسلامي في المصارف والنقود والأسواق المالية المجلد الرابع: الجوانب الاقتصادية للمصارف الإسلامية، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، الطبعة الأولى، 2009، ص 147.

² - عبد الملك منصور، "العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جديدة"، مرجع سبق ذكره، ص 37. رضا سعد الله، "المضاربة والمشاركة"، ورقة بحثية منشورة في كتاب بعنوان: البنوك الإسلامية ودورها في تنمية اقتصاديات المغرب العربي، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب الطبعة الأولى، المملكة العربية السعودية، 1990، ص 281.

³ - رساميل للهيكل المالية، "التوريق الإسلامي سوق دين متنام"، مرجع سبق ذكره، ص 54.

الفصل الثالث: مفاهيم عامة حول التصكيك الإسلامي وأهميته الاقتصادية

- ☞ تساعد تلك الآلية في إدارة السيولة على مستوى الاقتصاد الكلي.
- ☞ تتيح إمكانيةً لاستقطاب الأموال الموجودة خارج الجهاز المصرفي¹.
- ☞ إتاحة الفرصة أمام البنوك المركزية لاستخدام الصكوك الإسلامية ضمن أطر السياسة النقدية وفقاً للمنظور الإسلامي بما يساهم في امتصاص السيولة، ومن ثم خفض معدلات التضخم.
- ☞ تؤدي عمليات التصكيك إلى توسعة العمليات خارج الميزانية للمؤسسات والشركات المالية، مما يعمل على تحقيق ربحية أعلى من تلك التي تحققها الأنشطة العادية².
- ☞ تفكيك دور الوساطة التقليدية (المصرفية) وتقليص دورها كمصدر وحيد للتمويل³، وذلك بعد انتقالها من أيدي مؤسسات مالية كبيرة إلى تلك التي تستثمر الأموال مباشرة لمصلحة الجمهور وحسابه مثل صناديق الاستثمار المشتركة، إلى جانب توجيه المقترضين بإصداراتهم مباشرةً إلى السوق دون اللجوء إلى الوساطة المالية التقليدية - المصارف التجارية ومصارف الأعمال وغيرها-. ولذلك يلاحظ أن عملية التصكيك هنا تعمل على تحقيق منافع اقتصادية من خلال مزج السوق النقدي (سوق الإقراض) بسوق رأس المال.
- ☞ التصكيك آلية تساعد على الشفافية، وتحسين بنية المعلومات في السوق، لأنه يتطلب العديد من الإجراءات ودخول العديد من المؤسسات في عملية التصكيك، ويتطلب توفير معلومات حول الوضع الائتماني والتدفقات النقدية لحفظه العمليات. مما يوفر في النهاية المزيد من المعلومات في السوق، وبالتالي يخفّض مستوى عدم التماثل فيها.
- ☞ تقلل من الاكتناز وتخفّض من حجم الكتلة النقدية التي تتحرك خارج الجهاز المصرفي والمالي للدولة، الأمر الذي يؤدي إلى مزيد من انكشاف الأموال ووضوحها ودورانها، مما يسهل على السلطة القائمة عملية إيجاد الاجراءات اللازمة والتحكّم في الوضع السائد.
- ☞ توفر هذه الصكوك المصدقية للمؤسسات المالية نتيجة التزامها بأحكام الشريعة الإسلامية، سواء في طريقة احتساب وتوزيع العائد أو مجال الاستخدام، أو في العلاقة بين المؤسسات المالية والمستثمرين.
- ☞ إصدار صكوك سيادية مهمٌ لسوق الصكوك لأنه يمكن أن يساعد في بناء منحنى العائد الذي يمكن للمستثمرين تحاذه كمؤشر لقياس أداء العائد على صكوك الشركات⁴. ولا يقتصر الأمر على الصكوك السيادية بل ويرى زمرة من الباحثين أن إصدار الصكوك بأحجام كبيرة ومُدد مختلفة على المستوى المحلي سيؤدي إلى خلق مؤشر للعائد الإسلامي يمكن أن يكون بمثابة بديل لمؤشر "الليبور" في تسعير الأصول ذات العائد الثابت والتمويلات ما بين المصارف (سوق النقد)⁵.

¹ - محمد النوري، "دور الصكوك الإسلامية في تمويل مشروعات التنمية في تونس"، ورقة بحثية مقدمة لمنتدى تونس الأول للاقتصاد الإسلامي، 2012.

² - أحمد سفر، "موسوعة التوريق: التوريق وأسواق المال مع الإشارة إلى التجربة البنائية"، اتحاد المصارف العربية، بيروت، 2002، ص 100.

³ - فتح الرحمن علي محمد صالح، "موسوعة التوريق: صناعة التوريق في سوق التمويل السوداني"، اتحاد المصارف العربية، بيروت، 2002، ص 143، بتصرف.

⁴ - Salman Syed Ali, 'Islamic Capital Markets: Products, Regulation & Development', Saudi Arabia: Islamic Research & Training Institute, 2008, p390. Standard & Poors, 'Europe, Middle East, and Africa: Markets Outlook 2010', research paper, 2010, p74.

⁵ - Salman Syed Ali, 'State of Liquidity Management in Islamic Financial Institutions', Jeddah: Islamic Research and Training

المطلب الرابع: الآثار الإيجابية التي تحققها عمليات التصكيك للاقتصاد والمجتمع ككل

تشمل باختصار ما يلي:

تمكّن عمليات التصكيك وفق قواعد الاقتصاد الإسلامي مناجتذاب المدّخرات وتجميع الأموال المطلوبة لإقامة المشاريع الاقتصادية الكبرى بطريقة تنسجم مع الإمكانيات المتاحة لمختلف الأفراد، وذلك بالاكتمال في الصّكوك وفق قدراتهم وإمكانياتهم الماليّة، يشجّعهم في ذلك سهولة تداول تلك الصّكوك وإمكانية الحصول على أرباح مناسبة منها في حالة المحافظة عليها أو بيعها مستقبلاً¹.

تعد الصّكوك أداة مشروعة لتوزيع الثروة توزيعاً عادلاً، ذلك أنّها تمكّن جميع المستثمرين من الانتفاع بالربح الناتج من المشروع بنسبة عالية، وبهذا تنتشر الثروة على نطاقٍ واسع دون أن تكون دولة بين الأغنياء، وذلك من أعظم الأهداف التي يسعى الاقتصاد الإسلامي إلى تحقيقها².

تعتبر عمليات التصكيك أسلوباً مهماً في تنمية المجتمعات الإسلاميّة، فالموارد المجمّعة بواسطة الصّكوك سيتمّ توظيفها في استثمارات حقيقية بصورة مباشرة، الأمر الذي يؤدي في الغالب إلى زيادة رصيد المجتمع من رأس المال. الحد من هروب رؤوس الأموال إلى الخارج، وذلك اعتباراً من أن الصّكوك تتيح للمصارف والمستثمرين مجالات استثمارية محلية متنوّعة بما لا تدع لأولئك الفرصة للخروج برؤوس أموالهم خارج مجتمعاتهم.

توفير فرص عمل، ذلك أن الصّكوك في الغالب توجه حصيلتها نحو الاستثمارات الإنتاجية الحقيقية، وهذه الأخيرة غالباً ما تتميز بكثافة العمالة مثل الأنشطة القائمة على الزراعة وبعض الصناعات الصغيرة.

زيادة تدفق الاستثمارات العربية: حيث أن إصدار الصّكوك بأنواع مختلفة يؤدي لا محالة إلى جذب رؤوس الأموال العربية وبخاصّة في حالة توافر متطلّبات ورغبات المستثمرين سواء تعلق الأمر بالكفاءة الإدارية أو الشرعية³.

قد تسهم عمليات التصكيك في تغيير سلوك أفراد المجتمع من أفراد مكنتزين إلى أفراد مدّخرين، الأمر الذي يؤدي إلى تراكم رأس المال، وعند ذلك تصبح الفرصة متاحة ومهيأة لعمليات الاستثمار بما يُساعد على دفع الخطط التنموية إلى الأمام⁴.

يتمكّن التصكيك إمكانية لتوجيه الموارد إلى القطاعات ذات الأولوية، خاصّة وأن قطاعات الاقتصاد الوطني وأنشطته وفروعه ليست على درجة واحدة من التطوّر⁵.

اتّساع تداول الصّكوك الإسلاميّة وتجاوبها مع احتياجات السّوق (المدّخرين والمستثمرين والدولة) من شأنه تقليل الاعتماد على آليّة الديون بالفوائد في الاقتصاد الإسلاميّة (تقلّل من حاجة الدولة للقروض).

Institute, 2012, p: vii.

¹ - عبد السلام داود العبادي، "سندات المقارضة"، مرجع سبق ذكره، ص 1542.

² - محمد تقي العثاني، "بحوث في قضايا فقهية معاصرة"، الجزء الثاني، مرجع سبق ذكره، ص 263.

³ - محمد ساي يوسف كمال، "الصّكوك المالية الإسلاميّة: الأزمة والخروج"، دار الفكر العربي، القاهرة، 2010، ص 191.

⁴ - ساي حسن حمود، "الأدوات المالية الإسلاميّة"، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد السادس، الجزء الأول، ص 1394.

⁵ - صالح صالح، "المنهج التنموي البديل في الاقتصاد الإسلامي: دراسة للمفاهيم والأهداف والأولويات وتحليل للأركان والسياسات والمؤسسات"، مرجع سبق ذكره، ص 493.

الفصل الثالث: مفاهيم عامّة حول التصكيك الإسلامي وأهميته الاقتصادية

☞ توقّر عملية التصكيك بدلاً مجدداً لجمع الأموال للاستثمار وتوسيع ونشر هيكل التمويل القائم على الملكية عبر طيف واسع من المستثمرين¹.

☞ تُسهم في توفير تمويل مستقر وحقيقي للدولة ومن موارد موجودة أصلاً في الدورة الاقتصادية مما يقلل من الآثار التضخّمية.

☞ تتيح تنويع وزيادة موارد الدولة بما قد يخفّف عنها عبء تمويل مشاريع التنمية ومشاريع البنية التحتية- حيث تساهم الصّكوك في نقل عبء تمويل ومخاطر التشغيل التجاري إلى عاتق القطاع الخاص-. وفضلاً عن ذلك فإن للصّكوك دورٌ هام في تفعيل الأصول الثابتة التي تملكها الدولة.

☞ تعمل على تنمية الاستثمارات الحقيقية عبر توفير موارد مالية ملائمة لهذه الاستثمارات، من حيث الآجال المطلوبة، ودرجة المخاطر، ونوعية القطاعات الاقتصادية، وطريقة التمويل المناسبة، حيث يمكن تصميم هيكل الأصول الملائم (تصميم جرعات التمويل الملائمة) لنوع المشروعات والاستثمارات المطلوبة.

☞ تُسهم بشكل كبير في المساعدة على تحقيق الاستقرار الاقتصادي نتيجة للآثار التي تُحدثها في الاقتصاد المحلي ومن ذلك أنّها²:

☞ تقلّل من الميل للاستهلاك التّرفي الكمالي عن طريق تحويل جزء منه للاستثمار الإنتاجي، وهذا يؤدي إلى حدوث طلب متنوّع على السلع الإنتاجية والوسيلة والمواد الأولية وغيرها لتأمين الاحتياجات اللازمة لإقامة وتشغيل هذه المشروعات، وكذا جزء من العمالة العاطلة وما يترتّب عن امتصاصها من آثار اقتصادية واجتماعية.

☞ تضمن استثمار الأموال وتقليبها وتحريكها ضمن الأنشطة المختلفة في إطار القرارات التي تتخذها الدولة ضمن استراتيجيتها التنموية.

☞ تؤثر على الأموال المدخرة والمكتنزة، فتعمل على توجيهها نحو الاستخدامات الإنتاجية في المشاريع المطلوب تمويلها.

☞ تمكّن من إحداث خصوصية إيجابية وليست خصوصية احتيالية على الأملاك العامة، ذلك أن عملية التصكيك تضمن تمييزاً حقيقياً وواقعياً للمؤسسات.

☞ تقلّل من حجم السيولة غير الموظّفة أو الموظّفة توظيفاً غير رشيد، وتزيد من حجم التمويل الموجه للمشاريع الإنتاجية أو مشاريع القاعدة الهيكلية، وما يترتّب عنها من توفير ومن آثار استثمارية على بقية القطاعات فضلاً عن حوافز الرّبحية التي تنمّي الثقة في أهمية التعاون بين الاستثمار العام والخاص.

☞ توقّر عملية التصكيك الموارد بثمن رخيص وهو ما يسمح بتوسّع القطاع الحقيقي.

¹ - Ismail Dalla, 'East Asian Finance : Selected Issues', Washington: The World Bank, 2006, p162.

² - صالح صالح، "المنهج التنموي البديل في الاقتصاد الإسلامي: دراسة للمفاهيم والأهداف والأولويات وتحليل للأركان والسياسات والمؤسسات"، مرجع سبق ذكره، ص514-517، بتصرف.

الفصل الثالث: مفاهيم عامّة حول التصكيك الإسلامي وأهميته الاقتصادية

☞ تتيح الفرصة لتوسيع دائرة المشاركة في تحريك رؤوس الأموال والمدخرات في المجتمعات، فلئن كانت الإجارة والمضاربة وغيرها من الأساليب تتمُّ بين شخصين فأكثر، فإن تصكيكها يجعل من الممكن مشاركة مئات الأشخاص بل الألوف في ذات المشاركة، وفتح الباب على مصراعيه أمام عدد لا يُحصى من الرّاعين في استثمار مدخراتهم مع ضمان عائدٍ مستقر على الأقل بصورة دورية، فضلاً عن صيانة رؤوس الأموال وأصولها عن الضياع والتضييع والتلاعب في معظم الأحيان¹.

☞ قبول الأموال على أساس مختلف أنواع الصّكوك ينشر الوعي بالاستثماري لدى أصحاب الأموال لأنهم يشاركون في اختيار المجال الذي تستثمر فيه أموالهم.

☞ إن طرح الصّكوك لتمويل المشروعات وتوجيه الأوضاع الاقتصادية يعدُّ مؤشراً لقياس المشاركة الشعبية في الجهود التنموية، ومقياساً للثقة في الدولة، وتأميناً لمشاريعها المعروضة وإظهاراً للوزع الديني والوطني.

☞ يمكن استعمال الصّكوك للتمويل الداخلي والخارجي، وهذا يجنب الدولة مخاطر التمويل الأجنبي ويمكنها من الاستفادة من مزاياه، بحيث في ظلّ هذه الأداة تحتفظ بالقرار الاستثماري كعنوان للسيادة والقدرة على توجيه الاقتصاد الوطني، وعدم تمكين المستثمر الأجنبي من التأثير في القرارات المتخذة إلا بما يعظّم المصلحة الاقتصادية للدولة².

☞ يمكن أن تكون فعالة جداً في التنمية، ذلك أنها تساعد على تكوين ملكات المستحدثين، وإيجادهم حيث لا يوجدون، لأنها تزوج بين من يملكون المال ومن يملكون الأفكار في عالم الاستثمار والتنمية. ولهذا أهمية خاصة في الاقتصاديات القائمة على فائض العمل.

☞ تُساهم عمليات التصكيك في خلق ترابط بين معظم الفعاليات الاقتصادية من مصارف وشركات ومشروعات ومدّخرين... الخ. وهذا يساهم في تحقيق التنسيق وتكامل الأنشطة الاستثمارية والسياسات النقدية والمالية وحركة رؤوس الأموال، ممّا يساعد في استقرار النشاط الاقتصادي.

خلاصة الفصل الثالث:

سعيّاً على خُطى الكاتبين والباحثين المعاصرين، وترسّماً واستضاءة بقواعد أهل البحث في تضمين خواتيم الفصول بأهم النتائج والمسائل التي حظيت بالدراسة والتحقيق، نرى أن نودع في السطور التالية أهمّ النتائج التي توصلنا إليها ونحن بصدد تحقيق مختلف مسائل هذا الفصل، تماماً كما هو آت:

☞ لقد بذلنا ما في وسعنا من جهد في إلقاء الضوء على العديد من المفاهيم التي نُسجت حول مصطلح التصكيك عند أهل الاقتصاد والمالية، وتأكدنا من ميل سائر تلك المفاهيم إلى اعتبار التصكيك العملية التي تُعنى بتحويل الموجودات غير السائلة إلى أوراق قابلة للتداول والأبّجار. وبحثاً في مشروعيتها تبين من مُنطلق كونه صورة من صور الاستثمار الجماعي القائم على العقود الشرعية المعلومة أنّه جائز شرعاً.

¹ - قطب مصطفى سانو، "صكوك الإجارة"، مرجع سبق ذكره، ص 59.

² - صالح صالح، "المنهج التنوي البديل في الاقتصاد الإسلامي: دراسة للمفاهيم والأهداف والأولويات وتحليل للأركان والسياسات والمؤسسات"، مرجع سبق ذكره، ص 514.

الفصل الثالث: مفاهيم عامّة حول التصكيك الإسلامي وأهميته الاقتصادية

عُنيّا بتفصيل القول في علاقة مصطلح التصكيك الإسلامي بمصطلح التوريق التقليدي، وتوصّلنا إلى القول إلى أن ثمة فوارق جذرية مُعتبرة بينهما، أجّلها على الإطلاق اختلاف المركز في كلٍ منهما، فبينما يقوم الأوّل على الموجودات الحقيقيّة، يَبني الثاني على الدّيون أساساً. وأمّا اتفاقهما فلا يعدو أن يكون اتفاقاً من ناحية الهدف العام ومن حيث الإجراءات.

وما إن فرغنا من بحث الإطار النظريّ للعمليّة، حتّى انتقلنا على تفصيل الإطار العمليّ والفنيّ والشّرعيّ لآلية التصكيك، وهو ركن ركين، وأُسّ متين في فصلنا هذا، فابتدأنا بالإشارة إلى الأطراف المشتركة في ترتيب العملية فوقنا عليها جميعاً مفهوماً ومهاماً. ثم تناولنا أركانها، فعددناها في ثلاث وهي: الصّيغة والمتعاقدون والمعقود عليه أو محلّ العقد. وانتهينا بتفصيل مراحلها، فعددناها كذلك في ثلاث، بدءاً بمرحلة تقييم إصدار الصّكوك، ثم مروراً بمرحلة التنظيم وانتهاءً بمرحلة الطّرح والإدارة. ثم انصرفنا بعد ذلك إلى تسليط الضّوء على الضّوابط الشّرعية، فأتيّا على أكثر الشّروط والضّوابط والقيود التي أجمع عليها فقهاء الاقتصاد في مجمّع الفقه الإسلامي ومجلس الخدمات المالية الإسلاميّة وهيئة المحاسبة والمراجعة.

وغاية منّا لاستجلاء كل ما له علاقة وصلة بآلية التصكيك، شددنا الرّحال إلى دراسة منتجه الصّكوك فتناولناه مفهوماً وخصائصاً، وعزّفناه كورقة مالية تُثبت لصاحبها حقاً شائعاً في ملكية المال المراد تقليبه في مشروع استثماري من أجل الحصول على أرباح. ثمّ انتقلنا إلى البحث ما بين الصّكوك والأدوات المالية التقليدية من علاقة اتفاقٍ وافتراق، فوقفنا على حقيقة وجود نقاط تشابه بين الصك والسند، وبين الصك والسهم. كما وقفنا أيضاً على أوجه افتراق بينه وبين تلك الأدوات. ورأينا أن الصك يجمع من خصائص هذا وذاك، ويتفرد بميزات عن هذا وذاك، فكان وفق ذلك وسيلة ممتازة بحق. وما إن فرغنا من ذلك حتّى عُنيّا بالبحث في جلّ أنواع الصّكوك وبيّنا آلية عملها ومجال تطبيقها، وقد اعتمدنا التقسيم القائم على العقود المؤطّرة للمعاملة. وخدمة للإطار العام للموضوع قسّمناها إلى صنفين: صكوك استثمار، حيث أدرجنا فيها كلاً من صكوك المضاربة، وصكوك المشاركة وصكوك الوكالة بالاستثمار، وصكوك المزارعة والمغارسة والمساقاة. وصكوك تمويل ضمّت صكوك المراجعة، وصكوك الإجارة، وصكوك السّلم والاستصناع.

وسعيّاً حثيثاً منا لإثبات أهمية آلية التصكيك، بذلنا ما في وسعنا من طاقة لعرض كلّ مزيّة ومنفعة قد تتيحها هذه الآلية، وقد تمكّنا من الوقوف على كمّ لا بأس به من المنافع والمزايا، تحقّقت للمصارف الإسلاميّة، وللمستثمر فرداً ومؤسسة، وللنظام المالي، وكذا للاقتصاد والمجتمع ككل. وقد رأينا بعد التحقيق في كلّ تلك المنافع أن أهم مزيّة قد يشترك في الانتفاع منها كلّ تلك الأطراف، دورها المهم في تكوين نواة للسّوق المالي الإسلامي وتفعيلها من ثمّ بمدّها بالأدوات المتنوّعة الملائمة لاحتياجات مختلف فئات مصنّفي المستثمرين. وليس بخافٍ على أحد من الباحثين ذلك النفع الجَمّ الذي قد يحقّقه الحضور الفعليّ للسّوق الماليّة في المجتمعات الإسلاميّة.

الفصل الرابع: التصكيك الإسلامي كآلية لزيادة حجم الاستثمار طويل الأجل في عمليات المصارف الإسلامية

تمهيد:

لئن كان التحقيق النظري والميداني السابق قد وقف على عددٍ غيرٍ يسيرٍ من المعوّقات التي حدّت بالمصرفية الإسلامية إلى الانزواء تحت مظلة الاستثمار قصير الأجل والتسليم به كأفضل سبيل للبقاء والاستمرار، ولئن كنّا قد ألمحنا ضمناً في مدخل الدراسة العام وفي مواطن أخرى كثيرة إلى أن التصكيك هو خير وسيلة استثمارية لتلك المصرفية- في هذا الآونة- في سعيها نحو تصحيح وضعها وتعديل مسارها، فإن تلميحنا وطرحنا ذلك يظلّ غير ذي بالٍ ما لم نشقّعه بحديث مُستبق يبحث في مكنون تلك الوسيلة إلى ما قد يدلي بسببٍ أو نسبٍ لسمات وصفات الأسلوب الاستثماري الكفء والفعال. ونتبعه من ثمّ بحديثٍ يتضمّن من الحجج والقرائن ما ينمّ صراحة على كفاءة التصكيك في حلّ مُعضلات النشاط الاستثماري المصرفي طويل الأجل.

تأسيساً على ما تقدّم، يهدف هذا الفصل على وجه العموم الوقوف على ما يلي:

المبحث الأول: المقوّمات الاستثمارية للتصكيك الإسلامي.

المبحث الثاني: مظاهر قدرة التصكيك الإسلامي على حلّ المشاكل العملية للاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية.

المبحث الثالث: المزايا الأخرى للتصكيك الإسلامي في عمليات المصارف الإسلامية.

المبحث الأول: المقومات الاستثمارية للتصكيك الإسلامي

لئن كنّا قد أقررنا من ذي قبل وقلنا بأن فعالية أسلوب استثماري ما وصلاحيته ينبثقان ممّا يجلبه ذلك الأسلوب من عوائد وفوائد وأرباح، إضافة إلى واقعيته ومدى ملاءمته للعصر الذي نعيش فيه. فإن النظر في مظاهر الكفاءة والفعالية وأسباب تحقيقها يصيرنا إلى القول بأن ثمة شروطاً أخرى ينبغي استيفائها زيادة على ما سبق، وهي شروط ليست برتبة الكمال أو الاستحسان، بل إنّها تجري مجرى الضروريات والثوابت التي يُحرص أشدّ الحرص وأقواه على استيفائها عند المهمّ بانتقاء أسلوب استثماري معيّن. وهي قد تزيد ولا تنقص عمّا نحن بصدد ذكره الآن وتفصيله فيما بعد، ومُجملةً تظهر هذه الشروط في مدى دوران الأسلوب في فلك مقاصد الشّرع في المال والأعمال، ومدى استيفائه لشروط الكفاءة بشطريها الاقتصاديّة والتمويليّة، ومدى قدرته على نقل المال إلى دائرة المخاطرة المحسوبة المقبولة، وتجنّب النشاط مشاكل السيولة، وتحقيق الارتباط التام للمال بالقطاع الحقيقي، وشروط أخرى سنتبينها مع الخوض أكثر في حيثيات الدراسة والتحقيق.

وتأسيساً على ذلك، فإنه متى تمكّن الأسلوب الاستثماري من استيفاء هذه الشّروط -تامةً غير منقوصة- وتحقيقها في حال تطبيقه على الواقع المعاصر، كان الأسلوب أوفق وأقدر على قيادة النشاط نحو النّضج والاستواء وتحقيق أجزى العوائد. ومتى تبدّى للممّول والمستثمر عدم مقدرة الأسلوب الاستثماري على تحقيق تلك المقاصد على المستوى التطبيقي، فإنه ينبغي تجاوزه والاكتفاء بغيره ممّا يجسّد المقومات السّالف ذكرها.

فإذا كانت الكفاءة والفعالية كما سبق وذكرنا تشترط امتلاك تلك المقومات والمؤهلات، فهل تعني عملية التصكيك بهذه المقومات وتوفّر شروطها؟ هذا تحديداً الذي سنُعنى بدراسته وبمحلّه وتفصيله.

المطلب الأول: التصكيك ومدى إحاطته بمقاصد الشّرع في المال والأعمال

لئن كانت الأساليب الاستثمارية القديمة والحديثة تتمثّل الطّرق العملية التي يُبنى منها تطبيق تعليمات الشّرع المتعلقة باستنماء المال، ولئن كان هذا الشّرع قد سنّ وحدّد مقاصد مُعتبرة في الأموال والأعمال، وهي: الرّواج والوضوح، والحفظ، والثّبات والعدل، ونادى وشدّد على ضرورة الاعتصام بها فإنه ليس من الشّرع في شيءٍ عندئذٍ الأخذ بأسلوب استثماري لا تتحقّق منه هذه المقاصد، كما ليس من الشّرع انتقاء أسلوب استثماري لا يحقّق إلاّ قدرًا يسيراً من هذه المقاصد، بل وإنّه لمن المحذور شرعاً استخدام أسلوب يحول دون تحقيقها. إذن فالعبرة في فعالية أسلوب استثماري ما وكفاءته إنّما هي في قدرته على تحقيق هذه المقاصد تامةً غير منقوصة.

ومن ثمّ، فإن على المستثمر الباحث عن تقليب المال مراعاة تحقّق هذه المقاصد في الأسلوب الاستثماري الذي ينتقيه لنشاطه.

أولاً: التصكيك ومدى استيفائه لمقصد الرّواج

إن معنى الرّواج والتداول في المنظور الشرعي لا يختلف عن معناها اللغوي. فالمقصود منهما دوران المال وتحريكه وتقليبه بين أيدي أكثر من يمكن من الناس بوجهٍ حقٍ في شكل استهلاك واستثمار. وهو مقصد شرعي عظيم فُهمت الإشارة إليه من قوله تعالى في قسمة الفيء: ﴿كَيْ لَا يَكُونَ دُولَةً بَيْنَ الْأَغْنِيَاءِ مِنْكُمْ﴾¹، فالدولة تداول المال وتعاقبه، أي كي لا يكون مال الفيء يتسلّمه غنيٌّ من غني كالابن البكر من أبيه مثلاً، أو الصّاحب من صاحبه. كما دلّت عليه أيضاً أوجه التّرجيب في المعاملة والأبّجار بالمال، ومشروعية التوثيق في انتقال الأموال من يدٍ إلى أخرى، وأوجه التحذير المختلفة من كنز المال وتعطيله². وتناوله كثير من المفكرين الإسلاميين ومنهم سيد قطب بقوله: "إن المؤمن مُطالب بتشمير ماله وتكثيره، وشرط الله عز وجل عليه أن يلتزم في تنميته ماله بوسائل لا ينشأ عنها الأذى للآخرين، ولا يكون من جزّائها تعويق أو تعطيل لجريان الأرزاق بين العباد، ودوران المال في الأيدي على أوسع نطاق"³.

وتحقيقاً لمقصد الرّواج والتداول وصيانته له من الانحراف لم يكتف الشّارع الحكيم بتحريم كلٍ من الاحتكار والاحتناز وسواهما من المعاملات التي تأتي على هذا المقصد من الأساس بالاستئصال والإبادة وإثماً غني في المقابل بالحثّ على سائر المعاملات التي تقوم على عنصر التعاون والتكامل والتساند كما هو الحال في عقود المشاركة وغيرها، لكونها وسائل أكيدة لتحقيق مقصد ديمومة التداول. كما أنه عمّد إلى ترجيح جانب المصلحة على المفسدة في أكثر الأحيان حرصاً منه على التسهيل قدر الإمكان، حيث أنه اغتفر في عددٍ من عقود المقايضة الغرر اليسير، كما هو الحال في المغارسة والمساقاة وغيرها من العقود التي يكتنفها الغرر. وأبعد من ذلك رخصت الشريعة في ترك التوثيق المطلوب طلباً حثيثاً في مثلها، حرصاً منها على إزالة كل العوائق التي تعطل رواج الأموال وتداولها⁴.

إن الشّارع الحكيم وهو يشرّع المعاملات التي بها تتحقّق المقاصد الخاصّة في قضايا المال والأعمال، ومنها مقصد الرّواج، لم يكن ليتحجّر قط على أساليب بعينها، بل إنّه فتح باب الاجتهاد على مصراعيه للعباد ليجتهدوا ويُدعوا في استحداث أدوات وأساليب تناسب أوضاعهم الاقتصادية والمالية، وتدور مع حاجاتهم العصرية حيث دارت، وقد اشترط في ذلك الالتزام بالمبادئ الكليّة والضوابط العامّة التي سنّها في باب المعاملات. وتعدّ عملية التصكيك واحدة من الأساليب الاستثمارية الاجتهادية المستحدثة المنبثقة عن الحاجة الآنية لهذا العصر. وإنّ المستحضر لمفهومها وخصائصها ومميّزاتها ومزاياها - وهي التي انتظمتنا أبعادها في الفصل السابق - ليدرك بيسر أنّها أسلوب مُعين على تحقيق الرّواج

¹ - سورة الحشر، الآية رقم 07.

² - للتوسع حول هذه الأوجه أنظر: سيد قطب، "العدالة الاجتماعية في الإسلام"، دار الشروق، بيروت، الطبعة السادسة، 1979، ص 109. وأنظر في ذلك أيضاً: قطب مصطفى سانو، "مقاصد الشرع في الاستثمار: عرض وتحليل"، مجلة المسلم المعاصر، العدد 103، 2002.

³ - سيد قطب، "في ظلال القرآن"، دار الشروق، مصر، الجزء الأول، الطبعة الثانية والثلاثون، 2003، ص 319.

⁴ - عز الدين بن زغبية، "مقاصد الشريعة الخاصة بالتصرفات المالية"، مركز جمعة الماجد للثقافة والتراث، دبي، الطبعة الأولى، 2001، ص 320.

والتداول المقصود شرعاً. وإنّ لنا على ذلك لدلائل وحجج، ومنها نذكر على غير سبيل الحصر:

- ليس المقصود بالزواج نقل السلع من سوق إلى سوق أو من مصر إلى مصر فحسب، وإنما الزواج الحقيقي هو إنتاج تلك السلع وإيجادها سواء بطريق الزراعة أو بطريق الصناعة، لأنه إذا انعدم الإنتاج فلن تكون هناك سلع، وإذا انعدمت السلع فليس هناك ما يتم ترويجه. والتصكيك وفق المنظور المرن الواسع لا ينحصر معناه في الاستثمار المالي بمفهومه الاقتصادي، والذي يستهدف تحقيق ربح مالي فقط، بل إن جوهر عملية التصكيك يتركز على الاستثمار الحقيقي الذي يعمل على توليد واستحداث السلع الإنتاجية، وباعتبار هذه الأخيرة موضوع الزواج وسببه، فإن ذلك معناه أن التصكيك عامل من العوامل التي يتحقق بها الزواج المنشود شرعاً.

- إنّ رواج المال بين أكثر الناس لا يتحقق على أكمل وجه إلاّ في ظل توفّر بعض العوامل، وإنّا لنخال أن عملية التصكيك تحمل تلك العوامل، ومنها نعدّد ولا نعدّد:

* انتشار وتوزيع الأصول المالية، فالهدف الأساسي من التصكيك هو توزيع الأصول المالية بين أكبر عدد ممكن من المدّخرين. وتحقيقاً لهذه الغاية فإنه يتم تجزئة الصك في أصغر شكل قابل للتسويق ويتوافق هذا مع مقصد رواج المال بين كلّ طبقات المجتمع.

* تخفيض التكلفة، فمن العوامل المساعدة على رواج الأموال وسهولة تداولها تخفيض تكلفة الوساطة. والتصكيك كما رأينا من ذي قبل يعمل على تفكيك الوساطة، ويؤدّي إلى التخصص في وظائفها وبذلك فهو يوفّر على الشركة أو المشروع تكاليف الوساطة.

* تنوع المخاطر، فكون عملية التصكيك تصدق وتجري على أنواع عديدة من الموجودات والأعيان كما سبق ورأينا، فإن ذلك معناه أن هذه العملية تتيح إمكانية وفرصة لتنوع المخاطر المالية وتوزيعها على قاعدة عريضة وواسعة من المستثمرين، ما يثمر في نهاية المطاف سهولة ويسراً في تداول المال.

- تحرير المكتنزات (الأصول الرّائدة)، فلما كانت ظاهرة الاكتناز تتأصل أشكالها في صورة أصول عينية ونقدية، ولما كان محل عمليات التصكيك أصولاً عينية ونقدية، فإن استصدار صكوك يُعتبر فرصة سانحة لتشغيل ما هو في حكم الرّائد من الأصول لدى المؤسسات، ولتوظيف ما هو مُكتنز من الموارد المالية لدى الأفراد. فمنفعة تصكيك أصول المؤسسة العاطلة تشمل المؤسسة ذاتها والفرد كذلك، ووجه الاستفادة بالنسبة للمؤسسة هو حصولها على تمويل (وهو القيمة المحصّلة من بيع الصّكوك المصدرة بقيمة الأصل محل التصكيك) تستخدمه في تغطية احتياجاتها المختلفة، مولّدة به دخلاً إضافياً. ووجه المنفعة بالنسبة للأفراد هو توظيفهم للموارد المكتنزة لديهم في شراء ذلك الأصل، وتحقيق دخل من وراء تشغيله. فعملية التصكيك إذن تحقّق للطرفين مزيداً من الدخل، والأهم من ذلك تُخرج الأصول من دائرة الموارد الرّائدة أو المكتنزة.

- إن الصّكوك بقابليتها للتداول في السّوق المالية تضمن للمدّخرين عروضاً مستمرة لتوظيف مدّخراتهم

في مختلف المشروعات، وهو ما يعني إمكانية انتقال المال من طرف إلى طرف آخر. إن من أسباب سهولة الزواج تيسير التحزئة إلى أجزاء قليلة. ولقد نعلم أن عملية التصكيك مبنية على هذا الركن، فالصكوك متاحة حتى للأفراد الأقل قدرةً ودخلاً، والذين غالباً ما يمثلون السواد الأعظم من المجتمع. وفي هذا دليل واضح أن للتصكيك إسهام كبير في رواج المال ودورانه بين أكثر الناس.

ثانياً: التصكيك ومدى وضوح مقصد العدل فيه

يُراد بالعدل في الأموال حصولها على وجه لا ظلم فيه، وذلك بأن تحصل إما بعمل مكتسبها وإما بعوض مع مالكةها، وإما بتبرعه بها أو بإرث¹. وبوضعها في موضعها الذي خلقت من أجله، وما أمر الشارع الحكيم بالتزامه، وذلك بتأدية ما عليها من الحقوق والواجبات الدائمة والطارئة واتباع أرشد السبل في إنفاقها وتنميتها.

والعدل في المعاملات مصلحة لحصول الضبط وتحسن طرق أدائها، وتحقيقه في الأموال ينمي الحافز إلى عرضها واستثمارها، ويوسع من دائرة الأسباب والتجارات والصناعات والحرف النافعة، وبه يحصل التعاون بين المتعاملين والتبادل العادل، وتقلّ الخصومات والمشاجرات، وتُحسم المنازعات كلها أو معظمها. بينما الظلم والاعتداء على الناس في أموالهم أمرٌ وبال يؤدّي إلى قلة الانفاق الاستثماري وتزايد المضاربة في المجالات غير المفيدة، وضعف الحافز على استخدام الأموال وتوظيفها، وكل ذلك يعود على الأمة بالانحطاط والتخلف.

وعملية التصكيك كأسلوب استثماري ذو صبغة إسلامية خالصة لا تنتفي عنها سمة العدل بل هي ماثلة فيها ومتحققة في مختلف أنواع منتجاتها بالتوزيع العادل للمخاطر بين حملة هذه الأخيرة ومصدرها. فحملة الصكوك إنما هم مستثمرون في حقوق ملكية، أي أنهم يشاركون في ملكية المشروع الذي مؤلته حصيلة إصدار صكوكه، ومن ثمّ فهم يتحملون غرمة بنسبة مساهمتهم فيه ويقتسمون غنمه مع مدير المشروع حسب الاتفاق دونما أفضلية أو امتياز. وهم لا يتقاضون عائداً إلا من ربح المشروع الذي مؤلته حصيلة إصدار صكوكهم. وهذا بلا شك عدل كل العدل، فليس على مصدر الصك أن يدفع عائداً محددًا مسبقاً بغض النظر عن نتيجة العمل، ولا على الممول (حامل الصك) أن يقبض عائداً منخفضاً، حتى لو أحرز العمل عائداً مرتفعاً. فكلاهما مشترك في المخاطرة وفي نتيجة العمل. وبناءً عليه فإن الأوضاع التي يُعاني منها المدخرون (إذا كانت الفائدة منخفضة والربح عالياً) أو يعاني منها المنظّمون (إذا كانت الفائدة مرتفعة والربح منخفضاً أو سالباً) تزول لتقوم العدالة بين الطرفين. ولا يخفى الأثر الصحي لهذا على كل من المدخرين والمنظّمين².

ومن وجوه العدل الظاهرة في عملية التصكيك زيادة على ما سبق أنها لا تتم إلا في الاستثمارات

¹ - محمد الطاهر بن عاشور، "مقاصد الشريعة الإسلامية"، تحقيق محمد الطاهر الميساوي، دار النفائس، الأردن، الطبعة الثانية، 2001، ص 477.

² - محمد عمر شابر، "نحو نظام نقدي عادل"، مرجع سبق ذكره، ص 107.

والأنشطة التنموية، بعيداً عن أنشطة الترف واللهو ونحو ذلك، وأنها تتبع أرشد السبل في استخدام المال وتنميته، ذلك أنها لا تقوم ولا تتم عملاً وتطبيقاً إلا بعد عمل دراسات جدوى معمّقة مدقّقة يتبيّن من خلالها إمكانية نجاح المشروع أو فشله قبلاً، فلا يضيع بذلك مال المموّل ولا يذهب جهد العامل سدى. وبالإضافة إلى ذلك فإن عملية التصكيك تحرص أيّما حرص على توازن مصالح أصحاب الأموال ومصالح المستثمرين، فلا تُتيح لإحدى الفئتين استغلال الفئة الأخرى، وذلك ظاهر في كونها تعطي الفرصة لأصحاب رؤوس الأموال للحصول على كافّة المعلومات اللازمة عن طبيعة وإجراءات الاستثمار ونتائجه، لكي يتمكنوا من متابعة استخدام أموالهم بصورة مستمرة وفعّالة. كما أنها تسمح لأصحاب رؤوس الأموال بمحاسبة المستثمرين في حالة الإهمال والتقصير ومخالفة شروط العقد. وبما أن التموّل من خلالها قائم على أساس جودة المشروع بدلاً من الأصول القابلة للضمان، فإن في ذلك ضماناً أوثق نحو عدالة أكبر في توزيع الدخل والثروة.

ثالثاً: التصكيك ومدى انتظامه لمقصد الإثبات

يُراد بإثبات الأموال تقرّرها لأصحابها بوجه لا خطر فيه ولا منازعة. ومقصد الشريعة في ثبات التملّك والاكْتساب أمور¹:

الأوّل: أن يختص المالك الواحد أو المتعدّد بما تملكه بوجه صحيح، بحيث لا يكون في اختصاصه به وأحقّيته تردّد ولا خطر. والمقصد من الاكْتساب مثل المقصد من التملّك.

الثاني: أن يكون صاحب المال حرّاً التصرّف فيما تملكه أو اكتسبه تصرّفاً لا يضرّ بغيره ضرراً معتبراً، ولا اعتداء فيه على الشريعة.

الثالث: ألا يُنتزع منه بدون رضاه.

ولإقامة مقصد إثبات الأموال قرّرت الشريعة جملةً من الأحكام والإجراءات، فجعلت مبنّى العقود على اللزوم² (بمعنى وجوب الوفاء بالعقود وبمقتضياتها) (وكون العقود لازمة بالعقد أو بالشروع في العمل وسيلة لعدم نقضها، وهو حق الله تعالى، ليحصل مقصد الشريعة منها المتمثّل في رفع الخصومات وقطع المنازعات بين الأمّة، وتثبيت الأموال لأصحابها، والأمالك لملاكها من غير منازع ولا شبهة في الملك) وعدّت الرضى في صدوره، وطالبت المتعاقدين بالوفاء بشروط العقود ما لم تُصادف تلك الشروط محلاً محظوراً، وأحاطت أحكام المعاملات بإجراءات الضبط والتحديد، وأطلقت حرّية التصرّف للمالكين فيما يملكون، ما لم يدخلوا في الممنوع أو يتعدّوا على حق الغير خاصاً كان أم عاماً³.

الآن وقد تبين لنا معنى مقصد إثبات الأموال وشيء مما رسمته الشريعة لإقامته وتجسيده واقعاً

¹ - للتوسع أكثر أنظر: محمد الطاهر بن عاشور، "مقاصد الشريعة الإسلامية"، مرجع سبق ذكره، ص 474-476.

² - أنظر في هذا: أحمد بن إدريس (القراقي)، "أنوار البروق في أنواع الفروق"، عالم الكتب، الرياض، دون طبعة، دون تاريخ، الجزء الرابع، ص 14.

³ - عز الدين بن زغبة، "مقاصد الشريعة الخاصة بالتصرفات المالية"، مرجع سبق ذكره، ص 274.

فإننا سنلتفت إلى بيان مدى وضوح هذا المقصد في عملية التصكيك. فنقول أن هذه العملية لا تخلو من استيفاء هذا المقصد، فالصكوك كما قدّمنا إنّما هي شهادات مكتوبة تُثبت ملكية حائزها لما تمثله من قيمة الأصول أو الديون محل التصكيك، ومن شروط سلامة هذه العملية شرعاً انتقال ملكية الأصل محلّ التصكيك إلى حاملي الصكوك بعد شراء الصكوك أو الاشتراك فيها، وذلك بالبيع ونحوه من الأسباب التي تتحقّق بها الملكية. وقبل ذلك ينبغي أن تكون الأصول محلّ التصكيك مملوكة للمصدر، وإلا فلا يُمكن التصرف في شيء لا يدخل في الملك، فالملكية هي الصّفة التي تعطي الإنسان القدرة والحريّة الشرعية على التصرف في المال.

رابعاً: التصكيك ومدى اعتناؤه بمقصد الوضوح

يُراد بوضوح الأموال إبعادها عن الضّرر والتعرّض للخصومات بقدر الإمكان¹، وذلك بضبط صور وقائعها وتوثيق عقودها ونوازها.

وقد جاءت عناية الشريعة بهذا المقصد ملحّة لما كان أكثر العباد عُرضة للخصومات والمنازعات، بسبب الإنكارات لحقوق بعضهم وإبخاس أشياء بعضهم بعضاً، أو عدم القدرة على استيفاء شروط الالتزام، أو عدم القدرة على أداء الحق الواجب اتّجاه الغير.

ولقد بنت الشريعة هذا المقصد على مبدأ التوثيق لكونه من أعظم السبل في قطع المنازعات وحسم مادة الخصومات خاصّة في حالة الوفاة، أو عامل القراض أو الوصي... الخ. حيث يؤكّد الهواري على هذا بقوله: "إنّ علم التوثيق من أجلّ العلوم قدراً وأعظمها خطراً إذ به تُضبط أمور الناس على القوانين الشرعية، وتُحفظ دماؤهم وأموالهم على الضوابط المرعية، وهو أقطع شيء تُنبذ به دواعي الفجور وتُرمى وتطمس مسالكها الدّميمة وتعمى، فلا غنى عنه للعالم المنتصب ولا محيص عنه للطالب المهتدّب"².

والتوثيق إجراء يتمُّ بطرق حصرت في أربع، وهي: الكتابة (البينة الخطية)، الشهادة (البينة الشخصية)، الرهن والكفالة.

وهو إجراء ترتكز عليه عملية التصكيك، ويُعتمد بشكل أساسي عند إعداد نشرة الإصدار أو الاكتتاب باعتبارها المستند الذي يحدّد فيه شروط التعاقد والبيانات الكافية عن المشاركين في الإصدار وصفاتهم الشرعية وحقوقهم وواجباتهم، وحقوق حاملي الصكوك (مسألة توزيع الربح ونحو ذلك)... وهلمّ جرا! من البيانات المطلوبة شرعاً والتي يتمُّ توثيقها بالكتابة (البينة الخطية)، لتكون مرجعاً تُحسم به النزاعات والخصومات التي قد تحدث بين المصدر وحامل الصك، وربما تطال الأطراف الأخرى. وفضلاً عن ذلك فالصك في حد ذاته إنّما هو شهادة أو وثيقة خطيّة (موثقة بالكتابة) تُثبت

¹ - محمد الطاهر بن عاشور، "مقاصد الشريعة الإسلامية"، مرجع سبق ذكره، ص 473.

² - الهواري عبد السلام بن محمد، "شرح لوثائق محمد بن أحمد بن حمدون بناني"، مطبعة الشريف، تونس، 1949، ص 02.

حقاً لمالكها، وهو ذلك القدر من الأصول والموجودات التي اشتراها بماله. وهو حق لا ينازعه فيه أحد ولا يزول من يده إلاّ برضاه، سواء بالبيع أو بالهبة أو بالتوريث. ولنا أن نتصوّر الحال في غياب التوثيق فقطعاً لن يتمكّن حامل الصك من حقوقه إذا أنكر المصدر وجود تلك الحقوق.

خامساً: التصكيك ومدى مراعاته لمقصد حفظ الأموال

أما حفظ الأموال فأصله قوله تعالى: ﴿يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا لَا تَأْكُلُوا أَمْوَالَكُمْ بَيْنَكُمْ بِالْبَاطِلِ إِلَّا أَنْ تَكُونَ تِجَارَةً عَنْ تَرَاضٍ مِنْكُمْ وَلَا تَقْتُلُوا أَنْفُسَكُمْ إِنَّ اللَّهَ كَانَ بِكُمْ رَحِيمًا﴾¹، وقول النبي صلى الله عليه وسلم: «إِنَّ دِمَاءَكُمْ وَأَمْوَالَكُمْ عَلَيْكُمْ حَرَامٌ كَحَرَمَةِ يَوْمِكُمْ هَذَا، فِي شَهْرِكُمْ هَذَا فِي بَلَدِكُمْ هَذَا»². والمقصود به بقاء أصل الأموال محفوظاً وغير معرّض للإفناء والإبادة والتدمير. وهو مقصد يقع في حكم الضرورة الدنيوية والواقعية، ذلك لأنّ حاجة البشرية إلى المال تزداد يوماً بعد يوم بسبب التطوّرات التي لا تفتأ تدهم الحياة بين الغينة والأخرى.

وحفظ الأموال مُرْتَمَنٌ بإبعادها من كلّ ضرر يلحقها، أو يلحق مالكها، أو أكل بالباطل قد يطالها، أو تبذير وسرف يضيّعها ويقصّر بها عن حقّها، أو اختلال أمن تبيد فيه أصولها وفروعها. وفوق ذلك فإن العمل والكسب ضروري كذلك لحفظ المال من جانب الوجود، إذ بدون عمل لا يكون هناك مال.

إذا كان استيفاء الأسلوب الاستثماري لمقصد حفظ الأموال يستند إلى استحضار هذه الشّروط المختلفة، فإنّ النّظر الحصيف المتدبّر في أبعاد عملية التصكيك يصيّرنا إلى القول بأنّ هذه العملية تنظّم تلك الشّروط كلّها. فأما ما تعلق بإبعاد الضّرر عن الأموال، فإنّ التصكيك كما نعلم يقوم على العقود المعلومة في الشّريعة، وهذه العقود قد حُرّرت لها ضوابط وقيود بما يمنع كلّ ضررٍ مُمكن عنها. فعلى سبيل المثال نجد أن الشّارع الحكيم وتحقيقاً لمقصد المحافظة على أموال حملة الصّكوك في علاقته بالمضارب، قد أعطى هذا الأخير حق وضع الشّروط التي تحقّق مصالحه وتلبي حاجاته، وتحفظ ماله في عقد المضاربة وفي نشرة إصدار صكوكها، وكذلك حق تحديد الشّروط التي تكفي لتقليل مخاطر استثماره وغير ذلك من الأسباب التي يراها محقّقة لمصالحه. وأما بخصوص منع أكل الأموال بالباطل، فإنّ من رحمة الله تعالى أن جعل التعامل على أساس الجهد المثمر والتعويض الجزئي وطيب النّفس. ومثال ذلك مسألة التّهي عن بيع الثّمار قبل بدو صلاحها. ومن ذلك أيضاً ما يتعلّق بمسألة الاحتيال والتدليس والعيوب والغرر، فذلك من أكل الأموال بالباطل وليس التصكيك في ذلك من شيءٍ انطلاقاً من القيود والضّوابط التي شرّعت له، والتي تمنع في ظاهرها وباطنها كلّ ما قد يؤدّي إلى ضياع أموال حملة الصّكوك كأن يبالغ مُصدر الصك في قيمة الصّكوك فيجمع من الأموال أكثر ممّا يحتاجه النّشاط المراد تمويله. أو بادّعاء الخسارة بلا

¹ - سورة النساء، الآية رقم 29.

² - محمد بن اسماعيل البخاري، "صحيح البخاري- كتاب الحج - باب الخطبة أيام منى - الحديث رقم 1652"، دار ابن كثير، سوريا، الجزء الثاني، 1993، ص 620.

بيّنة. أو بإخفائه لحجم الأرباح الحقيقية، ونحو ذلك مما فيه أكل المال بغير حق. وأما منع إضاعة المال فالمرام به التبذير والاقتار، ولا نعتقد أن الذي يريد بماله صكاً لمشروع منتج حلال بمبذّر أو مُسرف. وأما الأمن في عملية التصكيك فذلك موجود في جانب التوثيق الذي تعتمد عليه العملية في إلحاق الحقوق بأهلها.

المطلب الثاني: التصكيك ومدى استيفائه لمبادئ الكفاءة الاقتصادية والتمويلية

إذا كانت مراعاة مقاصد الشرع في المال والأعمال عند مباشرة انتقاء أسلوب استثماري دون غيره أمراً ضرورياً، فإنه لا تمام ولا فلاح - في نظرنا - لعملية الاختيار ما لم يكن ثمة التفتت أمين ونظرٌ حصيف في مدى قدرة الأسلوب على تحقيق وتجسيد مظاهر الكفاءة بقسميها الاقتصادية والتمويلية. أي أن الحكم على فعالية أسلوب استثماري ما في توليد عملية استثمارية ناجحة وتحقيق أحسن النتائج إنما هو منوط بقدرته على تحقيق استخدام أمثل للموارد، ومُرتهن كذلك بقدرته على تلبية متطلبات أطراف العملية بشكل متوازن في ذات الوقت. فهل عملية التصكيك في شيء من ذلك؟.

أولاً: التصكيك ومظاهر كفاءته الاقتصادية (الاستخدام الأمثل للموارد)

يختلف تفسير مصطلح الكفاءة بحسب المقصود منه، فعلى المستوى الكلي يُقصد بالكفاءة التوظيف أو الاستغلال الكامل للموارد في الفعالية الإنتاجية. بينما يُراد بالكفاءة على مستوى الأسواق المالية ضمان عملها بشفافية دون هيمنة أو تشوّهات. وتقاس على مستوى السياسات بكفاءة الأجهزة التنفيذية المسؤولة عن تطبيقها ومتابعتها.

وكما أن مصطلح الكفاءة في عُمومه يحتمل تفاسير عدّة، فإن مصطلح الكفاءة الاقتصادية تحديداً، وهو موضوع المباحثة الآن، يحتمل هو الآخر معنيين مختلفين بحسب السياق الذي تردّ فيه. فإذا كان السياق يدور حول الموارد واستخداماتها (المستوى الاقتصادي)، فإن المرام بالكفاءة الاقتصادية¹ التشغيل (الاستخدام أو التخصيص) الأمثل للموارد الاقتصادية. والأمثلة ترجع هنا إلى الكمّ كما ترجع إلى الكيف، أي أن المطلوب توظيف الموارد بالحجم المطلوب والتنوعية الصحيحة. أما إذا كان السياق يدور حول المنتجات والأدوات المالية (المستوى المالي)، فإن المراد بالكفاءة الاقتصادية عندئذٍ هو تحقيق مقاصد المتعاملين بأقلّ قدر مُمكن من التكاليف الإجرائية أو التعاقدية² (أي أن يكون المنتج أو الأداة المالية سهلة التنفيذ، بعيدة عن التعقيد ومحقّقة لأغراض المتعاملين. أي بأقلّ حدٍ مُمكن من القيود والالتزامات).

وبما أن عملية التصكيك تُسفر عن منتجات مالية تستهدف أساساً حشد الموارد وتوزيعها على الاستخدامات المتنوّعة، فإننا سنتهمّ بيان مدى تجسّد وتحقيق كلا المعنيين السابقين للكفاءة الاقتصادية

¹ - لمزيد من التوسع أنظر: محمد عمر شابرا، "مستقبل علم الاقتصاد من منظور إسلامي"، مرجع سبق ذكره، ص 112.

² - سامي إبراهيم السويلم، "صناعة الهندسة المالية: نظرات في المنهج الإسلامي"، مركز البحوث، شركة الراجحي المصرفية للاستثمار، 2000، ص 15.

في ذلك الأسلوب الاستثماري.

- وقبل الولوج في ذلك بشيءٍ من التفصيل، قد يكون من المفيد الإشارة إلى أن ثمة محددات تدلّ على وجود استخدام أو تخصيص أمثل للموارد الاقتصادية من عدمه، نعدّها منها ولا نعدّها:
- مراعاة أولويات المجتمع بإشباع الضروبيات التي لا بدّ منها في قيام مصالح الدين والدنيا، ثم بعد ذلك الحاجيات التي لم يُراع توفيرها، وأخيراً التحسينات.
 - الاقتصاد في النفقات (تقليل التكاليف)، مع المحافظة على الإتقان والجودة كمّاً ونوعاً.
 - الاعتدال في التخصيص (أي التحرك في ما هو متاح من الموارد الاقتصادية).
 - مراعاة حدّ الكفاية في التخصيص في الأمثلية والأفضلية، وهذا يتناغم مع فرض توفير حد دخل الكفاية بالنسبة للمسلم. فلا توسّع في الإنتاج يفوق الطلب ويؤدّي إلى تدهور الأسعار وتراجع الأرباح ولا احتكار يؤدّي إلى سوء في توزيع الدخل، وتراكم للثروة في يد القلّة من الناس.
 - مراعاة التوازن في التخصيص، وهو أمرٌ يأخذ بنظر الاعتبار العدل التخصيصي للمصالح الحاضرة ومصالح الأجيال في المستقبل¹.

بعد هذا العرض المختصر عن مفهوم الكفاءة الاقتصادية ومحدداتها، ننتقل إلى بيان مظاهر الكفاءة الاقتصادية - سواء بالمعنى الأول الذي يتناول الاستخدام الأمثل أو التخصيص الأمثل للموارد أو بالمعنى الثاني الذي يركّز على درجة التعقيدات والقيود والتكاليف الإجرائية للأسلوب في ذاته - لآلية التصكيك، والتي منها نذكر:

☞ الاستثمار وفق الصّكوك يؤدّي إلى سهولة المزج والتأليف بين عنصر العمل ورأس المال، الأمر الذي يقود إلى فتح مجالات لتشغيل الطّاقات غير الموظّفة في مختلف الأنشطة الاقتصادية، ما يؤدّي في النهاية إلى المعالجة المباشرة لمشكل البطالة، أي إلى الاستخدام الكامل للمورد البشري في الفعالية الإنتاجية. هذا، ويعمل التصكيك في الوقت ذاته على توفير المناخ الملائم لتعبئة الثروات المالية والتّقدية غير المنكشفة وتوجيهها نحو التوظيف في الأنشطة المجتمعية الهامة، حيث تصوّب الأموال المكتنزة إلى الاستثمار في تلك الأنشطة التي تصبح قنوات جذّابة ومحفّزات استثمارية هامة، ممّا يُثمر في نهاية المطاف توجّه الاقتصاد نحو تحقيق التشغيل الكامل للموارد المالية المتاحة له.

☞ التمويل بالصّكوك لا يكون إلاّ لمشروع أو نشاط استثماري حلال ذو قيمة مُضافة أُعدت له دراسة جدوى تبين فيها إمكانية الحصول على أرباح. ومثل هذا المبدأ يحتمل أكثر من دلالة مهمّة، فأما الأولى فهو أن الموارد المحصّلة من الصّكوك موجهة أساساً نحو الأنشطة الاستثمارية المنتجة للسلع والخدمات وبالأخص الأساسية (والحجّة ماثلة هنا في حقيقة أن الطلب على السلع الضرورية غالباً ما يكون أعلى

¹ - أحمد إبراهيم منصور، "عدالة التوزيع والتنمية الاقتصادية: رؤية إسلامية مقارنة"، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، الطبعة الأولى، 2007، ص 259.

مقارنة بالسلع والخدمات الكمالية خاصة في المجتمعات التامية)، وأما الثانية فهو أنه تمويل مُقدّم على أساس المشاركة في الربح والخسارة، ومن ثمّ فمن البديهي أن يتحرى أكفأ المشروعات وأعظمها عائداً. وأما الثالثة فهو أنه مع تدني احتمال وقوع الخسارة أو تعرّض رأس المال للتقصان، تصبح تعبئة الموارد المالية للمشروعات والشركات أمراً ميسوراً، وكنيجة لذلك يتّجه الاقتصاد نحو الاستغلال الكامل للأموال. وبطبيعة الحال فإن التركيز على المشروعات المنتجة للسلع الأساسية من ناحية، والحرص على تعبئة المتاح من الموارد في الاقتصاد وتوجيهها نحو الأصول المولدة لأعلى قيمة مضافة من ناحية أخرى لا يُنمُّ إلا على الرّشادة في استخدام الموارد.

☞ التمويل المحصّل من خلال الصّكوك يوجّه إلى مشروعات يكون الحاكم فيها الجدارة الاقتصادية لا الملاءة الائتمانية. أي أن الممولين -حاملِي الصّكوك- ينظرون إلى الحالة الاقتصادية أو البُعد الاقتصادي للمشروع وليس للشخص صاحب المشروع وما يملك، لأن التمويل يرتبط بسلعة أو أصل من الأصول. وهذا يضمن:

☞ الخروج من مأزق توزيع الموارد المالية المتاحة على أصحاب الملاءة المالية فقط، بفتح الطريق أمام المنشآت الصغيرة وتمكينها من التنافس والحصول على نصيب الموارد المالية لتمويل أنشطتها. فقد تكون هذه الأخيرة ذات إنتاجية أعظم بمقياس مساهمة كل وحدة تمويل في الناتج الوطني وذات جدارة ائتمانية مساوية إذا ما قيست بمقياس الشّرف والاستقامة¹. فيتحقّق بذلك حسن توزيع الموارد المالية واستغلالها بشكلٍ أمثل (فالتمويل بوجود المنشآت الصغيرة سينصرف ولا شك نحو العمليات الإنتاجية فتقلّ بذلك فرص تبديد الأموال).

☞ التركيز على الجدوى الاقتصادية للمشروع يُدخل مجموعات كبيرة من الفقراء في دائرة الإنتاج ويسمح بمشاركة الجهد البدني والخبرة الفنيّة، الأمر الذي يسمح بالتوجّه نحو الاستغلال الكامل والأمثل للموارد البشرية كذلك.

☞ كما ستكون آلية التصكيك قادرة على تحسين تخصيص المدّخرات واستخدامها بشكلٍ أفضل من خلال تجميع ونشر المعلومات المهمّة ليسهل على المتعاملين المقارنة بين الفرص الاستثمارية، هذه المقارنة تُفضي إلى اختيار أكفأ المشروعات، ما يعني في النهاية استخداماً أمثلاً للمال، ذلك أن المشروعات الكفؤة تُعدّ بالعائد المجزي، والعائد المجزي يعكس الاستخدام الأمثل.

☞ إن التمويل القائم على المشاركة في حصّة الربح لا بدّ أن يحول دون المشاريع التي غرضها المراهنة على الأسعار أو ذات المخاطر الفاحشة، ذلك أن المشاركة في المخاطر والعوائد تجعل جميع الأطراف على أن تكون أكثر حذراً. ومن ثمّ فإن عمليات التصكيك تحول دون تبديد الموارد المالية بإبعاها عن هذه

¹ - عمر شابرا، "نحو نظام نقدي عادل"، مرجع سبق ذكره، ص102، بتصرف.

الأنواع من الأنشطة.

عملية التصكيك تركز على قاعدة استدعاء الأموال بالكم والكيف المناسب والملائم لاحتياجات العملية الاستثمارية. ومن ثم فهي تجنب الاقتصاد التكاليف الناجمة عن استدعاء التمويل الزائد وتفويت فرص استخدامه في الأنشطة والفعاليات الإنتاجية الأخرى المولدة للثروة.

وليس من شك في أن الاستثمار بطريق الصكوك أكثر سهولة وأقل تعقيداً من الاستثمار مشاركة أو مضاربة ونحو ذلك من العقود المعلومة. ف شراء صكوك لا يتطلب حتى الحضور الشخصي ولا توقيع الكثير من المستندات ونحو ذلك من الإجراءات التي قد تخلق نوعاً من التعقيدات، ما يعني أنها أقل كلفة. كما أن التمويل بطريق الصكوك (مصدر الصكوك) بإمكانه الحصول على موارد مالية من مصادر مختلفة، أفراداً ومؤسّسات في أقصر وقت وبأقل الإجراءات مقارنة بالتمويل بطريق الوساطة (من المصرف)، ومن ثم فإن معنى الكفاءة الاقتصادية متجسد وحاضر في عملية التصكيك.

ثانياً: التصكيك ومظاهر كفاءته التمويلية

تشكّل العملية التمويلية، والتي تعني تقديم الأموال والخدمات، من طرفين مباشرين هما الممول وطالب التمويل أو المستثمر. وطرف ثالث يتمثل في المجتمع أو الاقتصاد المحلي. وحتى يقال أن العملية التمويلية ناجحة فإنه لا بد أن تتمكن من تلبية متطلبات هذه الأطراف أو أكبر قدرٍ منها. وحتى تغدو أداة أو أسلوب تمويلي ما متّسماً بالكفاءة التمويلية فإنه لا بد من أن تتجسّد وتتوفّر فيه المقدرة الكافية على تلبية أكبر قدرٍ ممكن من احتياجات كلٍ من الطرفين، المدخر والمستثمر، بشكل متوازن، شريطة أن يتم ذلك داخل إطار ما ارتضاه المجتمع من أهداف وغايات، إضافة إلى تلبية أكبر قدرٍ ممكن من متطلبات المجتمع من العملية التمويلية.

فأمّا عن احتياجات الممول (المدخر، والذي قد يكون فرداً أو مصرفاً) فيمكن إجمالها في تأمين فرص لتوظيف كل ما لديه من موارد وطاقات مع تحقيق عائد مناسب، ودرجة أمان معقولة، وإمكانية استرداد في وقت مناسب. وأمّا احتياجات المستثمر أو طالب التمويل (التمويل) فتتبلور في تأمين القدر والنوع المناسب من الأموال في الوقت المناسب بتكلفة مناسبة. وأمّا احتياجات المجتمع فيمكن إجمالها في تحقيق التوظيف الأمثل لموارده في ظل استقرارٍ حميدٍ ودرجة عالية من العدالة¹.

الآن وقد اتّضحت وتبيّنت لنا الشروط التي يُحتكم إليها لمعرفة ما إذا كان الأسلوب ذا كفاءة تمويلية أم لا، فإننا نتساءل في هذا الصدد عمّا إذا كانت عملية التصكيك تستوعب وتستوفي تلك الشروط أم لا؟. وللإجابة عن هذا الاستفسار، ومن ثمّ تحديد موقع تلك العملية من ذلك الصنف من الكفاءة، فإننا سنلتزم ببحث دور التصكيك في تلبية احتياجات كل طرف من أطراف العملية التمويلية الذين تمت الإشارة إليهم آنفاً على حدة، تماماً كما هو آت.

¹ - شوقي أحمد دنيا، "كفاءة نظام التمويل الإسلامي: دراسة تحليلية مقارنة"، مجلة جامعة أم القرى، السنة السابعة، العدد التاسع، 1994، ص 99.

التصكيك ودوره في تلبية احتياجات المستثمر

لقد سبق وقلنا بأن احتياجات المستثمر التمويلية تتمثل أساساً في تأمين القدر المطلوب والتنوعية المطلوبة من الأموال في الوقت المناسب وبتكلفة مناسبة، هذا من ناحية. ومن ناحية أخرى فإنه من المعروف في أدبيات التمويل أن المشروع يتطلب تأمين التمويل اللازم لكل من رأس المال الثابت ورأس المال العامل، بعبارة أخرى يهّمه تأمين تمويل طويل الأجل و تمويل متوسط الأجل، وآخر قصير الأجل. كذلك قد يكون المشروع في حاجة ليس إلى مال نقدي بقدر ما هو في حاجة إلى مال عيني أو إلى خدمة بشرية أو خدمة مالية، أي أنه قد لا يرغب في امتلاك عيون الأموال لكنه في حاجة فقط إلى منافعها، لأن ذلك يهيئ له فرصة أكبر لتكوين هيكل تمويلي أمثل. كذلك قد يجد المشروع من مصلحته عدم تحمّل عبء ثابت للممول، وبدلاً من ذلك يفضل المشاركة في النتائج، وقد يكون العكس، بل قد يري أنه من الأفضل الحصول على التمويل من خلال تبادل الخدمات على سبيل التعاون. هذه باختصار أهم احتياجات المستثمر (طالب التمويل)، فهل لعملية التصكيك المقدرة على تليبيتها؟.

تأسيساً على العرض السابق لأنواع الصكوك ومجالات تطبيقها فإنه يمكننا الإجابة بنعم. فصكوك المضاربة مثلاً تحقق للمستثمر احتياجاته لو أنه كان يفضل عدم تحمّل عبء ثابت، ومدد مختلفة قصيرة كانت أم متوسطة أم طويلة، فيمكن له أن يمول بحصيلة الصكوك عملية منتهية، كما يمكن له بحصيلتها أن يمول عمليات ممتدة مستمرة، بل له أن يمول بالحصيلة إقامة مشروع متكامل. ونظراً لإمكانية اشتراك أكثر من مال بما فيها مال المضارب نفسه (المستثمر)، فإن أمام المستثمر فرصة أوسع لتأمين متطلباته من أكثر من جهة، وخاصة إذا كان لهذا المستثمر عمليات أو أنشطة متنوعة، حيث يكون من السهل فصل حسابات كل عملية أو نشاط عن غيره. وعلينا أن نلاحظ من جانب آخر أن مجالات صكوك المضاربة لا تقف عند حد مجرد التجارة أو البيع أو الشراء عند جمهور الفقهاء، ومعنى ذلك اسهامها في الاستثمارات في شتى القطاعات الاقتصادية المختلفة. هذا، وتنهض صكوك المزارعة والمغارسة والمساقاة للقيام بالاستثمار الزراعي خير قيام، بحيث غالباً ما نجد أراضي زراعية وحدائق معطّلة بغير عناية ولا رعاية من أشخاص مؤهلين لذلك، ومن ثم فإن أمام صاحب هذه الأموال في حال الرغبة في تشغيلها هذه الأنواع من الصكوك لتوفير الأصول الكفيلة بتحقيق ذلك. وعلى الجهة الأخرى عادة ما نجد مستثمرين زراعيين تعوزهم الأراضي والحدائق، فللمستثمر عندئذ إصدار صكوك مزارعة، فيشتري بحصيلتها أو يؤجر أرضاً زراعية. ولعل من أهم الإغراءات المقامة هنا للمستثمر إضافة إلى عدم تحمّله عبئاً ثابتاً في حالة صكوك المضاربة وصكوك المزارعة والمشاركة هو أنه لا يتحمّل أي خسائر من أي جهة طالما لم يُهمل ولم يتعدّد، كما أنه غير ضامن لما لديه من أموال إلا في حالتي التعدي والإهمال. كذلك قد يتضرر المستثمر من تدخل رب المال في العملية الإنتاجية من حيث حركتها ومسيرتها، ممّا يجعله قد يُحجم

عن التعامل بهذه الصكوك. وقد تنبّه الفقه الإسلامي لهذه المسألة واحترام حق المستثمر في ذلك حيث منع ربّ المال من التدخّل في الحركة الجارية للعملية الإنتاجية. وعلى خلاف ما سبق، فإن من أراد تحمّل عبء محدّد من المستثمرين فله ذلك من خلال صكوك الإجارة.

وعن صكوك السلم فيمكن القول بأن هذه الصكوك قادرة على تلبية احتياجات المستثمر (التموّل) من حيث أنواع الاستثمار ومجالاته، إذ يمكن أن تتّسع للتعامل في كلّ القطاعات الزراعيّة والصنّاعية والتجاريّة والخدمية، كما يمكن أن يكون التمويل المقدّم مالياً نقدياً أو عينياً أو منفعة مال أو خدمة بشرية. مع ما يُضاف إلى ذلك من إغراء قوي آخر لا يقلّ أهمية وهو أن هذه الصكوك إذ تُقدّم تمويلاً للمستثمر فإنّها تقدّم له في الوقت ذاته تأميناً لتسويق مُنتجاته، ومعنى ذلك توفير الطّلب على ما يقوم المستثمر بالاستثمار فيه. ومن ثمّ فإنّ المستثمر (التموّل) من خلال هذه الصكوك يؤمّن لنفسه مُقوّمين لا غنى عنهما لنجاح العملية الاستثمارية وهما: التمويل والتسويق¹.

وفي المجال الصنّاعي، تُنضمُّ إلى صكوك السلم صكوك الاستصناع في تلبية احتياجات المستثمرين في هذا المجال، فيمكن التعامل بها في مختلف الصناعات طالما أنّها في سلع مضبوطة مُتعارف عليها ولا تثير نزاعاً. أمّا عن صكوك المراجعة، فهي أسلوب يُسهّم بدور لا يستهان به في سدّ بعض حاجات المستثمر، حيث يتحصّل على مطلوبه من الأموال دون أن يضطرّ إلى دفع المقابل فورياً، وقد يكون هذا المال آلات أو تجهيزات أو معدّات أو غير ذلك من الأصول الثابتة، كما قد يكون مواد خام أو وسيطة أو وقوداً أو غير ذلك من مُستلزمات الإنتاج. وإنّ التعامل بهذه الصكوك يحمّل المستثمر عبئاً ثابتاً مؤجّلاً أو منجّماً يتمثّل في الثمن أو الأجر الذي عليه أن يدفعه للموّل (حملة الصكوك).

التصكيك ودوره في تلبية احتياجات المموّل

قد علمنا من الطرح السابق لاحتياجات أطراف العملية التمويلية بأنّ متطلبات المموّل كواحد من تلك الأطراف تتجلى أساساً في توظيف كلّ ما يريد توظيفه من موارد وطاقات بعائد ملائم ودرجة أمان مناسبة، مع إمكانية استرداد المال في الوقت المرغوب.

فإذا كانت هذه الغايات هي جلّ ما يرغبه المموّل ويأمل تحقيقه من الأدوات التمويلية، فهل لعملية التصكيك كأسلوب تمويلي المقدرة على تجسيد تلك الرغبات؟.

بناءً على الطرح الفائق لأنواع الصكوك ومجالات تطبيقها، فإننا نستطيع إدراك أن منتجات التصكيك يمكنها حقاً تحقيق وتوفير تلك الغايات. فللموّل إذا كان يمتلك أموالاً نقدية يبغى توظيفها دون أن يمارس بنفسه أو حتّى يشارك غيره عملية التوظيف هذه لعدم توفّر القدرة أو الرغبة أو كليهما لديه، فإن له أن يستخدم مختلف أنواع الصكوك المذكورة. وإن كان يُريد أن يوظّف أمواله من خلال حصوله على سلع وخدمات مستقبلاً فإن صكوك السلم تنهض بهذه المهمّة، حيث يقمّم ما لديه من

¹ - شوقي أحمد دنيا، "كفاءة نظام القبول الإسلامي: دراسة تحليلية مقارنة"، مرجع سبق ذكره، ص 126.

أموال فائضة أيًا كان شكلها ثمنًا لأموال لاحقة أيًا كان شكلها بضوابط شرعية معينة. والإغراء في ذلك يتمثل في بُعدين، الأول أنه عادة ما يدفع ثمنًا أقلّ من الثمن الجاري في السوق عندئذٍ، وثانيًا أنه يؤمّن لمشروعاته احتياجاته من السلع والأموال والخدمات سلفًا، بحيث يمكنه في ظلّ ذلك رسم خطط انتاجه المستقبلية. وإن كان يُريد أن يوظّف ماله في مشروع جديد أو قائم، فأمامه صكوك المضاربة وصكوك المشاركة. وبالمثل تمامًا في القطاع الزراعي، فإنّه يمكن لمن لديه أرض أو حدائق يُريد استغلالها وتوظيفها من قبل الغير أن يدفعها بناءً على عقد المزارعة أو المغارسة إلى حملة الصكوك بصفتهم مزارعين أو مغارسين.

كان هذا حديثاً عن مجالات التوظيف الممكنة للممّول من خلال منتجات الصكوك. أمّا بخصوص العائد وإمكانية استرداد الأموال، فمعلوم أن الصكوك هي أدوات تمويلية استثمارية ذات عائد مقبول لانخفاض درجة مخاطرتها، وأمّا عن إمكانية استرداد المال، فمعلوم أن منتجات التصكيك قابلة للتداول في السوق، ومن ثمّ فهي قابلة للتسييل عند الحاجة، أي أن إمكانية استرداد مال الممول متاحة وقت الحاجة.

التصكيك ودوره في تلبية احتياجات الاقتصاد المحلي

بشكل عام يمكن القول بأن احتياجات المجتمع والاقتصاد المحلي التي يُراد للتصكيك أن يُسهم في تلبيتها تتبلور في: عدالة اقتصادية واجتماعية، واستقرار اقتصادي حميد على المستوى الحقيقي والمستوى السعري، وتوظيف كاملٍ وصحيح لكلّ موارده وإمكاناته، مع العمل على تحقيق تنمية مستمرة.

فأمّا بخصوص العدالة فنجد في أن صكوك المضاربة والمشاركة والمزارعة ونحوها تحقّق أكبر درجة من العدل بين كلّ من الممّول (حملة الصكوك) والمستثمر (مستثمر حصيلة الصكوك)، فهما معاً أمام مصيرٍ مشترك وكلاهما يتحمّل نصيبه من المخاطرة. ولا يقف مظهر العدالة عند هذا الحد بل يمتد نفع تلك الصكوك لتُسهم في تحقيق عدالة التوزيع وتحقيق الوئام بين أفراد المجتمع، وذلك لأنّه يشمل كل طالب تمويل وإن تواضعت إمكانياته طالما أن مشروعه ذو جدوى اقتصادية، وهو بذلك يُسهم في نشر الملكية وتوسيع رقعتها وإغناء أكبر حجم مُمكن من فئات المجتمع. وكذلك فإنّه ومن خلال القواعد والضوابط الصارمة التي سنّها الشارع الحكيم على تداول الصكوك، فإنه قد باعد بين النظام التمويلي وتلك العقبات العنيفة التي يرجع أساسها إلى ما تمارسه أسواق الأوراق المالية في ظلّ الاقتصاد الوضعي من أنشطة وعمليات وأساليب تقوم أساساً على مجرّد التعامل في أوراق دونما دفع أو قبض فعلي.

وأما عن توظيف الموارد والطّاقات توظيفاً كاملاً فنجد أن الصكوك بما لها من ضوابط تُباعد بين الموارد وبين الاستخدام المنحرف الضار سواء من حيث الأسلوب أو من حيث محلّ الاستخدام أو من حيث غاياته وأهدافه. كما نجدها تتضافر سويّاً لسدّ حاجة كلّ من الممّول والمستثمر، ومن ثمّ فلن نجد

مورداً أو طاقة تريد توظيفاً تبقى معطّلة في الكثير الغالب من الحالات¹. وإذا كان هذا هو عين الاستخدام والتشغيل الكامل للموارد، فإن ثمرة هذا السلوك هي التنمية المستمرة بعينها.

المطلب الثالث: التصكيك ومظاهر قدرته على تلافي إشكالية السيولة وضمان الربحية المثلى والمخاطرة الدنيا

لا ينفك النشاط المصرفي - وخاصة الإسلامي - من أن يكون عُرضة لمشكلة السيولة فائضاً وعجزاً من ناحية، ولتدني مستوى الربحية وارتفاع درجة المخاطرة من ناحية أخرى. وقد تعدّد وتداخل في ذلك المسببات، وقد يبرز من بينها الأداة أو الأسلوب المعتمد في الممارسات الاستثمارية ليكون مدخلاً أساسياً تنشأ منه وتترايد في ظلّه تلك الأنواع من المشاكل، وتلك حقيقة نلمس لها أثراً وبشكلٍ خاص لدى المصارف الإسلامية، فأساليب المشاركة والمضاربة على الرغم من قدرتها العالية على توليد الأرباح، فإنها غالباً ما تجرّ المصارف إلى الوقوع في خطر عجز السيولة وارتفاع حجم المخاطرة. وكذلك الحال بالنسبة لأساليب البيوع، وبالأخص المراجحة، فهي الأخرى على الرغم من أنها تنأى بالمصرف عن تحمّل المخاطر العالية، إلا أنها غالباً ما تعد بأرباح غير مجزية، وقد تُحمّل المصرف عناء الفائض من السيولة.

وإذ تقدّم هذا، فإن من الواضح أن فعالية أسلوب استثماري ما إنما تُقاس أيضاً - بالإضافة إلى ما سبق - بمدى قدرته على تذليل أو تلافي إشكالية السيولة فائضاً كانت أم عجزاً، ومدى وسعه في تحقيق ربحية ملائمة، مع تدنية للمخاطر إلى أقلّ درجة ممكنة، وذلك في آن واحد. فهل التصكيك يحمل من السمات ما يؤهله إلى تجسيد هذه المتطلّبات؟

أولاً: التصكيك ومدى استيفائه لمبدأ الإقبال على ركوب المخاطرة والقدرة على تدنيتهما

تعدّ المخاطر جزءاً من طبيعة الحياة البشرية، وعامل لا ينفك عن أيّ نشاط استثماري مهما كانت طبيعته أو حجمه. فلا يمكن أن نلحظ بأيّ حال وفي أيّ مجتمع قيام استثمار حقيقي متيقّن من قيمته الاقتصادية غير معرّض لخطر قليل أو كثير في نتيجته.

والخطر عامل تأباه النفس البشرية وتنفر منه، وهو أمر غير مرغوب في نفسه ولا يُراد لذاته لا شرعاً ولا منطقاً، لأنّه تعريض للمال للتلف والضّياع، وليس في النصوص الشرعية ما يدعو إلى التعرّض إليه أبداً. بيد أن هذا ليس معناه التسليم بانتفاء تحمّل المخاطرة والابتعاد عن كلّ نشاط فيه ولو حداً أدنى منها، وإتّما المعنى المقصود هو مُطلق التعرّض للخطر. أي أن الشريعة تقرّر بوجود تحمّل نوع وقدرٍ معيّن من المخاطر. فالإقبال على ركوب المخاطر مبدأ استثماري ضروري لأسباب شرعية وأخرى اقتصادية نعدّ منها:

❖ لا يجوز في الأساليب الاستثمارية الإسلامية الفصل بين العائد والمكاسب من جهة، وبين المخاطرة

¹ - شوقي أحمد دنيا، "كفاءة نظام القبول الإسلامي: دراسة تحليلية مقارنة"، مرجع سبق ذكره، ص 135.

(تبعه الهلاك الكلي أو الجزئي، أو انخفاض القيمة) وتحمل المسؤولية من ناحية أخرى، فلا يمكن لأي طرف أن يدخل في معاملة استثمارية معينة وينفرد بعوائدها ويحوّل مخاطرها إلى أطراف أخرى، وكل أسلوب استثماري لم يتحقق فيه هذا الشرط أصبح أسلوباً استثمارياً صورياً فاقداً للمشروعية.

من الضروري أن يتميز الأسلوب بقدر من المخاطرة، وذلك لكي يكون بالإمكان استيعاب البرامج الاستثمارية والخطط التنموية الضرورية للمجتمعات، والتي يستحيل أن تكون بمنأى عن المخاطر.

ارتباط الربح بالمخاطرة: لا يختلف الخبراء وأهل الاختصاص في أنه لا يمكن من حيث الواقع تحقيق الربح دون تحمل مخاطرة. فاستحقاق الربح إذن في أي عملية استثمارية إنما منشؤه العمل بالمخاطر الذي يحقق نماءً ذا قيمة اقتصادية. ومقدار الربح مرتبط بدرجة المخاطرة، فالأنشطة الإنتاجية المهمة عالية المخاطرة، وبالمقابل فإن عائداتها عظيم.

للمخاطرة أثرٌ إيجابي بالغ الأهمية في دفع الحوافز الاقتصادية. فكلما كانت الوحدة الاقتصادية أكثر تعرّضاً للمخاطر الخاضعة للسيطرة كانت أكثر شعوراً بالمسؤولية، وأشدّ حرصاً على الأداء الإيجابي، ومن ثمّ أكثر إنتاجية وربحاً.

إشراك مبدأ المخاطرة في القرارات التخصيصية للمؤسسات المالية (مثلاً) من شأنه تحويل الموارد من القروض الموجهة للمضاربة (الوضعية) إلى قروض إنتاجية، ومن ثمّ ممارسة تأثير صحي على النشاط الاقتصادي بوجه عام¹.

وإذا كان الإسلام كما سبق وأشرنا يقرّر ضرورة تحمل المخاطرة والتعايش معها، فإننا نجد في الوقت ذاته يرسم حدوداً عامة للمقبول منها والممنوع. فالخطر في الإسلام على ثلاثة ضروب، خطر آمن (مثلما هو الحال في الاقراض الربوي)، وخطرٌ أكيد (الغرر والقمار) وفاحش، وكلا النوعين ممنوع شرعاً لما يلحقانه من ضررٍ بالنشاط الاقتصادي (كلاهما يعمل على تثبيط حركة الاستثمار ولا يسهمان في توليد الثروة)، وآخر ثالث وهو الخطر المقبول، وهو الذي يتبع النشاط الاقتصادي الذي يولد الثروة وسماته الأساسية تنحصر في²: لا يمكن التحرّز منه، أن يكون يسيراً، أن يكون غير مقصود.

تأسيساً على العرض السابق لأهمية مبدأ الإقبال على ركوب المخاطرة ولسمات المخاطرة المقبولة شرعاً، فإن من المستساغ القول بأن استيفاء أو استيعاب الأسلوب الاستثماري لهذا المبدأ ولتلك الشروط إنما هو بمثابة دلالة على الفعالية والكفاءة الاستثمارية. وإذ الأمر كذلك فإننا نتساءل عمّا إذا كان هذا المبدأ قائماً ومتجسداً في عملية التصكيك أم لا؟.

يقودنا المفهوم العام لعملية التصكيك ولتحتاجها إلى الإقرار بأن هذه عملية لا تزيغ عن مبدأ الإقبال على ركوب المخاطر شأنها شأن باقي أدوات التمويل والاستثمار الإسلامية الأخرى، ذلك أنها

¹ - عمر شابرا، "نحو نظام نقدي عادل"، مرجع سبق ذكره، ص 110، بتصرف.

² - ساي بن إبراهيم السويلم، "التحوط في التمويل الإسلامي"، مرجع سبق ذكره، ص 68-69.

تستهدف أساساً إشراك المال في الأنشطة الإنتاجية، ودخول المال في الفعالية الإنتاجية معناه أنه عرضة للمخاطر شأنه شأن باقي عناصر الإنتاج. ومن ناحية أخرى، فإن من الواضح بناءً على التعاريف الواردة في شأن الصّكوك كمنتج لعلمية التصكيك، أن حملة الصّكوك إنما هم مستثمرون في حقوق ملكية، أي أنهم شركاء في ملكية المشروع الذي مؤلته حصيلة إصدار صكوكه، وهذا معناه أنهم على استعدادٍ لتحمل المخاطر التي قد يتعرض لها المشروع الممول بمواردهم.

إن استيفاء الأسلوب الاستثماري لمبدأ الإقبال على المخاطرة في الحقيقة لا يكفي وحده للحكم على فعالية وكفاءة الأسلوب، بل إن تمام الفعالية والكفاءة أمر مُرتهن - زيادة على ما سبق - بمدى انخفاض عنصر المخاطرة في الأسلوب ذاته من ناحية، ومدى قدرته على تخفيض مخاطر المشروع أو المخاطر العامة للمؤسسة الآخذة به من جانب آخر. فهل عملية التصكيك تستوفي هذين الشرطين؟.

بالتمعّن في خصائص عملية التصكيك ومُنتجاتها نستطيع إدراك جملة من المظاهر الدالة على تحقق الشرطين السابقين، وفيما يلي بيان لتلك المظاهر:

☞ من السمات الهامة للصكوك مصرفياً أنها تتيح ربط الموارد باستخداماتها في الآجال، فوفقاً لها يستطيع المصرف تمويل استخداماته بمصادر تنسجم في خصائصها وطبيعتها مع خصائص وطبيعة الاستخدامات، الأمر الذي يمكّنها من تلافي المخاطر الناتجة عن اختلاف الآجال.

☞ ومع العلم بأن عمليات التصكيك تتم غالباً في أنشطة اقتصادية إيجابية مولدة للثروة، فإن الثروة الإضافية في الأحوال العادية يمكن أن تجبر المخاطر الإضافية الناشئة عن العلاقات المترابطة (ممارسة أيّ نشاط اقتصادي يُنشئ عادة شبكة من العلاقات المترابطة بين الوحدات الاقتصادية)، فتكون النتيجة بذلك تدبّي درجة المخاطرة.

☞ من المعلوم أن استثمار حصيلة الصّكوك غالباً ما يوسّد أمر إدارته وتسييره إلى مستثمرين متخصصين (الكفاءة الإدارية) من مؤسسات إدارية والمنشآت ذات الغرض الخاص وغيرها من الأطراف المشاركة، وهؤلاء بما تمتلكون من خبرات ومعارف ومهارات لا يقومون باتخاذ قرار الاستثمار إلاّ بعد إجراء دراسة جدوى تشمل تحليل الجوانب المالية والاقتصادية، والاتجاهات الاقتصادية، وظروف السوق وأسعار العوائد والتضخم¹ وغير ذلك من العوامل المؤثرة. ومثل هذه الدراسات لها شأن ووزن مهمّ في تلطيف المخاطرة وجعلها عند المستوى المعقول والمقبول.

☞ إن طبيعة العلاقة القائمة بين توزيع المخاطر وتنوع الأساليب هي علاقة عكسية، إذ أن زيادة عدد الأساليب والصّيع الاستثمارية وكثرة عدد الأطراف المشتركة فيها تسمح بتجزئة المخاطر وتوزيعها على

¹ - هشام أحمد عبد الحفي، "الصناديق والصكوك الاستثمارية الإسلامية"، أطروحة دكتوراه منشورة، جامعة الإمام الأزاعي، بيروت، 2009، ص 56، بتصرف.

عدد المشتركين فيها، الأمر الذي يُتيح القدرة على تحمّل العبء ويقلّل من وزن المخاطرة المحتملة في المشروع. والتصكيك كما نعلم يقدّم مجموعة واسعة ومتنوّعة من الأدوات، كما أنه يتيح فرصة لاشتراك عدد كبير من الأطراف.

يساعد التصكيك المؤسسات على ترتيب ميزانيتها بنقل مخاطر الأصول التي في حوزتها إلى المستثمرين بدلاً من الاحتفاظ بها، فالمؤسسة التي تصكك بعض أصولها لا تكون مسؤولة عن الوفاء بها لملاكها الجدد (حملة الصكوك)، وبذلك تكون قد نقلت مخاطر تلك الأصول إلى حملة الصكوك وقامت بتفتيتها وتوزيعها عليهم.

ثانياً: التصكيك ومظاهر قدرته على إدارة السيولة بكفاءة

نتدر هنا بالقول أن مسألة إدارة السيولة تتعلّق بشكل كبير بالعمل المصرفي، ذلك لأنه نشاط تقوم فلسفته على العمل بأموال الغير مع الالتزام بردها إلى أصحابها عند الطلب. وبناءً على ذلك فإن حديثنا سيرتكز أساساً حول ذلك النشاط - وبالأخص العمل المصرفي الإسلامي -، غير أنه قد يحمل بشكل غير مباشر وفي بعض الأحيان إشارات تتعلّق بقضية السيولة وإدارتها في المؤسسات غير المصرفية باعتبار أن السيولة مسألة تخص كل الفاعلين في الاقتصاد.

معلوم أن المصرف يعمل بأموال الغير. ولا شك أن ذلك يحتمّله من المسؤوليات ما لا تتحمّله المؤسسة التي تعمل بأموالها. فللغير متطلّباته، وله ظروفه. وفي الأوّل والأخير ستعود إليه أمواله سواء في آجالها المتفق عليها أو قبل ذلك. والمصرف لم يحصل على هذه الأموال على سبيل الهبة، ولا سبيل القرض الحسن في الغالب، وإنما أخذها على سبيل المضاربة بها أو العمل فيها وكالة عن أصحابها. وفي كل الحالات نجد هناك التزاماً قانونياً أو اقتصادياً على المصرف بردّ هذه الأموال محمّلة بأرباحها، ممّا يعني أنه مُلزم بتوظيف موارده. والإشكالية لا تكمن فقط في عملية توظيف هذه الأموال مع أنها في حدّ ذاتها ليست بالأمر اليسير، لكن الأمر يزداد صعوبة من حيث ضرورة أن يراعي آمام الودائع عند توظيفه موارده، بل عليه أن يراعي أنه قد يتعرّض للطلّب المفاجئ لها من قبل أصحابها، وقد تكون عند ذلك موظّفة في شكل من الأشكال، وبالتالي قد لا يتمكّن من تلبية الطلب بيسر وبدون خسارة. وإذا انحصر نظر المصرف في هذا الشقّ من المسألة وقع في مأزق لا يقلّ صعوبة ولا خطورة وهو الإبقاء على تلك الأموال في حالة سيولة دونما تشغيل أو توظيف. وهذا وضع بطبيعة الحال لا يمكنه من تحقيق مهامّه وأهدافه لكل من المساهمين والمودعين على السواء¹.

فكان من الضّرورة لضمان استقرار في العمل إيجاد نقطة توازن وتعادل بين التوظيف وعدم التوظيف أو بعبارة أخرى بين السيولة والرّبحية. ومن الواضح أن الوصول إلى تلك النقطة يتطلّب إدارة

¹ - شوقي أحمد دنيا، "إدارة السيولة في المصرف الإسلامي"، ورقة بحثية مقدمة لمجمع الفقه الإسلامي في دورته العشرون، مكة المكرمة، المملكة العربية السعودية 2010.

متخصّصة، هي ما يُعرف بإدارة السيولة.

وتأسيساً على هذا، فإن مصطلح إدارة السيولة بالمصارف-ومنها الإسلامية- نشأ أصلاً من حقيقة أن هناك مُفاضلة بين السيولة والربحية، وأن هناك تبايناً بين عرض الأصول السائلة والطلب عليها. وهو إن دلّ على معنى مُحدّد فإنه يُتمّ على قدرة المصرف على تحقيق التوازن بين الحفاظ على كمية السيولة المطلوبة للوفاء بالالتزامات، ولسير العمل، وبين استغلال السيولة وإشغالها في التمويل والاستثمار.

وتحقيق التوازن المنشود في نظرنا لا يُنط فقط إلى جملة السياسات والتدابير الوقائية التي تحددها إدارة المصرف وتلتزم بها، وإنما هو مُرتحن أيضاً- وبشكل كبير- بوجود أدوات مالية ذات فعالية عالية تتيح إمكانيةً لإدارة الأرصدة على نحو تطمئن فيه الإدارة إلى أنها لا تترك مبالغ فائضة قد تعرّضها لمستويات مخاطر غير مقبولة، وتتيح لها إدارة التبادلات وفق مؤشرات مسموح بها لتعظيم الإيرادات.

وإذا كانت إدارة السيولة على قدرٍ عظيمٍ من الأهمية خاصة في العمل المصرفي، فإنه ما من شكٍ في أن الوسيلة التي تضمن استقرارها وتوازنها ستكون بالمثل على قدرٍ عظيمٍ من الأهمية أيضاً، وليس من المبالغة في شيء أن توصف حينذاك بالكفاءة والفعالية. فالقدرة على إدارة السيولة بشكلٍ كفء هي إذن مقوم آخر من مقومات الكفاءة والفعالية التي تترجى في الأسلوب المنتقى لأداء العملية الاستثمارية. وإذا الأمر كذلك فهل في التصكيك ما يُسعف على الإدارة الجيدة للسيولة؟

لئن كنا قد أشرنا تَوّاً بالقول أن التحكّم في الفائض والعجز هو الآخر مظهر من مظاهر الكفاءة والفعالية للأسلوب أو الوسيلة الاستثمارية، فإنه وبناءً على الخصائص والسمات التي ينفرد بها أسلوب التصكيك، نسير إلى القول بأن هذا الأخير يستوفي تلك الكفاءة والفعالية نظراً لقدرة على إدارة السيولة المتاحة للمصرف الإسلامي بشكلٍ كُفء، وحتّنا في ذلك ظاهرة في:

☞ عمليات التصكيك تتيح للمصرف الإسلامي الحصول على مُعظم موارده على قاعدة الاستثمار وليس على قاعدة المديونية، فحاملي الصّكوك هم مستثمرون متحمّلون لدرجات من المخاطرة، وهم قد أقدموا على استثمار ما لديهم لدى المصرف في ظل ترتيبات محدّدة مُلزمة، وبخاصة فيما يتعلّق بأمد استرداد أموالهم، ممّا يؤمّن المصرف الإسلامي إلى حدٍ كبير من السّحوبات المفاجئة من جهة، ومن الالتزامات القانونية بردّ الأموال لأصحابها من جهة أخرى، وفي ذلك تخفيف من حدة إشكالية السيولة لديه.¹

☞ يمكن التصكيك المصرف الإسلامي من تأمين السيولة بسرعة وبكميات كبيرة وفي مُدد مختلفة (وذلك بدلاً من التّم البطيء للودائع تحت الطلب والودائع الاستثمارية) وذلك بتحويل ما يمتلكه من

¹ - شوقي أحمد دنيا، "إدارة السيولة في المصارف الإسلامية"، مجلة الاقتصاد الإسلامي، المجلد 36، العدد 375-376، 2012، ص 315.

الأصول غير السائلة (باستصدار صكوك عليها) إلى أصول مالية سائلة. أو ببيع ما يحوزه من صكوك في السوق المالية، ما يؤدي إلى التقليل من خطر عجز (نقص) سيولة.

☞ قيام المصرف الإسلامي بشراء الصكوك (بالاكتتاب في الإصدارات) هو وسيلة من وسائل امتصاص (استيعاب) السيولة الفائضة لديه.

☞ تتضمن عمليات التصكيك الشروط والخيارات والبدائل التي تكفل خروج المصرف الإسلامي من العملية الاستثمارية قبل نهايتها (وذلك بحلول مستثمر آخر محل المستثمر الراغب في الخروج) لتحقيق السيولة التي قد يحتاج إليها لتغطية العجز.

☞ يكفل التصكيك الأمان للمصارف الإسلامية ضدّ مُشكلات فوائض السيولة، والسبب في ذلك يرجع إلى الفصل بين المشاريع وقيام الإصدارات الجديدة للصكوك على دراسات مدققة للاحتياجات الفعلية (المالية) لكل مشروع. بمعنى آخر، عمليات التصكيك تحقّق المواءمة والانسجام بين آجال الاستخدامات وآجال الموارد، أي أنها تجعل آجال التمويلات والاستثمارات في ترتيب زمني بطريقة توفّر تدفقاً كافياً في كل حين، ممّا يجنب المصرف مشكلة عدم تزامن وتوافق التدفّقات المالية مع الاحتياجات الفعلية للمشاريع.

☞ تتيح عمليات التصكيك فرصة للمصارف الإسلامية للعمل على جبهة الخصوم، والاستفادة من ذلك لمواجهة مشكلة العجز (النقص)، حيث تقوم بشراء السيولة من الأسواق المالية بدلاً من تسييل أصولها. ومؤكد أن ذلك يعدّ أمراً جُداً إيجابياً، فإذا كان الجهد المبذول ينصرف الآن في المصارف الإسلامية حيال قضية السيولة ناحية الأصول واستخدامات المصارف ما لديها من أموال، فإنّ من المهم عدم إغفال دور جانب الخصوم في تلك القضية، ولا شك أن العمل على الجبهتين ممّا يكسب التعامل المصري درجة أكبر من المرونة والقوّة مع مشكلة السيولة، لأن السيولة في النهاية هي محصّلة الأمرين معاً. وإذا كانت مشكلة السيولة تعالج من خلال تسييل بعض الأصول، فإنه يمكن في المقابل شراء السيولة بإصدار صكوك استثمارية كما سبق وأشرنا. ثمّ إن التعامل الجاد من إدارة السيولة على جبهة الخصوم يمثّل خط دفاع متقدّم ضد مخاطر السيولة. ومن المؤكّد أن التّجّاح في ذلك يخفّف العمل ويرشّده في نفس الوقت على جبهة الأصول¹.

☞ هذا، وممّا يدعم فعالية التصكيك في إدارة مشكلة السيولة: وضوح مصدر الأموال، والتحديد المسبق للمحالات الاستثمارية، ويضاف إلى ذلك أن التدفّقات التقديمية مدروسة بدقّة.

ثالثاً: التصكيك ومظاهر قدرته على تحقيق ربحية مُجزية

تعتبر الرّبحية بلا خلاف واحدة من المعايير الهامّة التي يُحتكم إليها في مجال استثمار الأموال في الفكر الإسلامي، وهي هدف يندرج ضمن الأهداف الخاصّة بتحقيق المنفعة الدّآتية- للمصارف وغيرها

¹ - شوقي أحمد دنيا، "إدارة السيولة في المصارف الإسلامية"، مجلة الاقتصاد الإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص 319.

من المؤسسات الاستثمارية - ويعدُّ جوهرها. وتحصلُ كثرمن للتقليب والمخاطرة، ولا يمكن أن تكون متيقنة بحال.

إنَّه لمن المعلوم نظراً وواقعاً أن ثمة تباين واضح في أهمية الأساليب والأدوات الاستثمارية الإسلامية، فلا يختلف اثنان - من الناحية النظرية وبغض النظر على الواقع العملي - في القول بأن الإجارة أفضل من المراجعة، وبأن المشاركة والمضاربة ونحوهما أحسن من الإجارة، ومن باقي الأساليب حتى. ولا يعترض اثنان في إيعاز ذلك التفاوت إلى معيار الربحية والمخاطرة كذلك - لكونهما مترابطان - فما هو بخافٍ على أحد أن المراجعة أقلُّ عائداً ومخاطرة من الإجارة، وأن الإجارة أقلُّ عائداً ومخاطرة من المشاركة وما يُناظرها.

بناءً على ما سبق، فإن من الواضح أن الأسلوب أو الوسيلة ذات العائد الأوفر هي أكثر فعالية وكفاءةً من التي دون ذلك، فالربحية إذن هي كذلك مقوم من مقومات الكفاءة والفعالية الاستثمارية. وإذا كانت الكفاءة والفعالية تقاس بالربحية، فهل في التصكيك ما يضمن القدرة على تحقيق أكبر قدر من الأرباح؟.

قبل الشروع في بيان مظاهر قدرة التصكيك على تحقيق العائد المقبول، نرى أن نستجلي أهمية اعتماد مؤشر الربحية في عملية اختيار الأنشطة الاستثمارية، مع بحث مسألة مدى اعتماد عملية التصكيك لهذا المؤشر في بنائها.

فأما ما يتصل بالمسألة الأولى، فإن الأهمية المرصودة لاعتماد مؤشر الربحية عند الشروع باختيار نشاط استثماري ظاهرة فيما يلي¹:

☞ الربح المتوقع له أهمية في الحال تتمثل في تحديد تدفق الاستثمار، والأداء (الربح) الفعلي عامل حاسم في المال في تحديد مدى نجاح المشروع. وهذا ما يدعو إلى مزيد من النظام في الاستثمار من خلال عناية أكبر بتقويم المشروعات، بحيث تُستبعد كل المشروعات غير الفاعلة.

☞ من المتوقع أن يؤدي التمويل على أساس الربحية المتوقعة إلى وجود المزيد من مشروعات الاستثمار المتنوعة والمتعددة التي تسعى للحصول على تمويل لها. وتؤدي أيضاً إلى أن يتم الاختيار بحرص أكثر وانتقائية أكثر كفاءة من جانب مقدم الأموال، وإلى مزيد من اشتراك الجمهور في أنشطة الاستثمار والمشروعات.

☞ يحقق معيار الربح العدالة بين المدَّخرين والمستثمرين، إذ لا يحصل أيٌّ منهما على عائد ثابت ومضمون مسبقاً.

☞ لا يمكن إهمال جانب الربح في الفعالية الاستثمارية الإسلامية، لأنه دافع تحفيزي لزيادة واستمرار

¹ - أظن المراجع التالية: محمد عمر شابر، "نحو نظام تقدي عادل"، مرجع سبق ذكره، ص 100-103. أحمد إبراهيم منصور، "عدالة التوزيع والتنمية الاقتصادية: رؤية إسلامية مقارنة"، مرجع سبق ذكره، ص 248.

الاستثمار، وتشجيع مالكي رأس المال التقدي للمشاركة في الاستثمار في بيئة إسلامية.
 ☞ معدّل الربح هو معيار تخصيص الموارد، وهو آلية لمعادلة الطلب بالعرض. فكلّما زاد معدّل الربح المتوقع في عمل ما، زاد عرض التّقدود لهذا العمل. وإذا انخفض الربح الفعلي (المتحقّق) في بعض الأعمال انخفاضاً كبيراً عن الربح المتوقع، واجهت هذه الأعمال صعوبة في التّمول مستقبلاً.
 ☞ إذا ما تمّ التمويل على أساس الربحية، فإن المصارف تصبح أكثر حذراً ورشاداً في تقويم المشروعات كما أن المنشآت الصّغيرة والكبيرة والمتوسطة تصبح كلّها على قدم المساواة. فكلّما ارتفع معدّل الربح زادت القدرة على التّمول.

تأسيساً على هذا العرض، فإن من السّائع القول بأن اختيار المستثمر الحصيف للمشروع أو النّشاط الاستثماري إمّا يكون بمقارنة ربحيته¹ مع ما هو معروض على السّاحة من مشاريع أخرى. وأمّا ما يتعلّق بمسألة مدى اعتماد عملية التصكيك على معدّل الربح في بنائها وفلسفة عملها فلا أعتقد أن الأمر إلى جهدٍ وعناء حتى نتبيّن ذلك، فمعلوم أن المكافأة (الربح) في الاقتصاد الإسلامي تُبرّر فقط في حالة استخدام المدّخرات في استثمار حقيقي، يترتّب عليه استحداث أصول رأسمالية وثروة إضافية، والتمويل وفق الصّكوك إمّا يصدر استجابة للفرص الاستثمارية، ويربط حصول المشروعات على ما يلزمها من أموالٍ بمعدّل ربحيتها المتوقعة. ثمّ إن جميع أدوات الاستثمار الإسلامي قائمة في الأساس على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة، والتصكيك واحد من تلك الأساليب.

لئن اتّضح لنا بعد هذا العرض أن التصكيك يُسترد في تنزيهه على العمليات الاستثمارية على مؤشّر الربح المتوقع شأنه في ذلك شأن باقي الأدوات الإسلامية المعلومة، فإننا نتساءل عمّا إذا كان هذا الأسلوب يستوفي من المقومات ما يؤهّله لأن يكون من أحسنها إداراً للربح. يقودنا النّظر المتمعّن في خصائص عملية التصكيك إلى الإقرار بأن ثمة عددٌ من المقومات تُنزل

تلك العملية منزلة الأساليب المدرّة لقدرٍ كبير من الأرباح، ويتجلّى ذلك بوضوح في الآتي:

☛ الصّكوك خلافاً للعقود الأولية يمكنها تحقيق نوعين من العوائد، فبالإضافة إلى الأرباح الرأسمالية التي تتحقّق في حال ارتفاع أسعار الصّكوك في السّوق المالية، فإنّها من الممكن أن تستفيد أيضاً من الأرباح التشغيلية (الإيرادية)، وهي العوائد المرتبطة بنتائج نشاط الجهة المصدرة للصّكوك (أي النّاشئ نتيجة الجهود الادارية والتجارية للمشروع)، أي التّوزيعات التقديدية للصك. ومن ثمّ فإن عوائد الصّكوك أكبر مقارنة بالأساليب الاستثمارية القديمة.

☛ تزيد عمليات التصكيك من القدرة على منح التمويل، ومن ثمّ زيادة سرعة دوران رأس المال (تدوير الأصول السائلة النّاجمة عن تصكيك الأصول المملوكة، أي تعظيم الطّاقة التوظيفية)، الأمر الذي يُثمر

¹ - ويؤيد ذلك نتائج دراسة قام بها "ميلر" على 177 مشروعاً فوجد أن 77% من هذه المشروعات استخدمت مفهوم معدل الربح عند اتخاذ قراراتها الاستثمارية. أنظر: سامر مظهر قنطحي، "أيها أصلح في الاستثمار معيار الربح أم معيار الفائدة"، مؤسسة الرسالة، سوريا، 1423هـ، ص32.

في النهاية مزيداً من الربحية (فمما هو معلوم أن زيادة حجم التوظيف يجزّ معه زيادة في حجم العوائد).
 ➤ تتميز الصكوك بقدرة عالية على تحقيق أقصى الأرباح لكونها قائمة على دراسات مدققة (تختار بدقة الفعاليات الاقتصادية المثمرة) وكونها توظيفات موجهة.

➤ ارتفاع الطاقة الاستثمارية للصكوك: حيث أن حصيلة الأموال المجمعة من خلال الصكوك لا تخضع للاحتياطي النقدي كما هو الحال بالنسبة للودائع الاستثمارية، كما أنها لا تخضع لنسب السيولة المفروضة من قبل المصارف المركزية، وبالتالي فإن الطاقة الاستثمارية لموارد الصكوك أكبر من الطاقة الاستثمارية للودائع الاستثمارية. وارتفاع الطاقة الاستثمارية لا ينم إلا على ارتفاع مستوى الربحية.

➤ ومما يجعل التصكيك في حكم الأساليب الأعلى عائداً ورجحاً:

- ضخامة حجم الموارد الممكن تحصيلها من عمليات التصكيك. ومما لا يحتمل الشك أن رأس المال الكبير يُمكن صاحبه من اقتحام المجالات الاستثمارية الكبيرة الدائرة للأرباح. ثم إن ضخامة الموارد مما يمكن أيضاً من الاستفادة من مزايا التنوع، والتي من أجلها إمكانية تعظيم العوائد، حيث أن توزيع تلك الموارد على مجالات وقطاعات مختلفة أمرٌ يمكن من توزيع المخاطر وتفتيتها على تلك المجالات، وتوزيع المخاطر يُسفر عن تدنيها، وتخفيض المخاطرة مما يعظم العائد. زد على ذلك أن الاستخدام المنتج لا يكون متاحاً في الغالب للأفراد لضآلة حجم الأموال المتاحة لهم، الأمر الذي يحمل دلالة على أن الأموال المنتجة هي الأموال الضخمة المقرونة بالتنظيم الجيد، والتصكيك كما رأينا في أكثر من مرة هو من الوسائل التي تسمح بجمع الأموال بقدرٍ كبير.

- الموارد المحصلة من الصكوك غالباً ما تكون موجهة نحو الاستثمار في المشاريع الحقيقية (المشاريع المنتجة للسلع الأساسية)، ومثل هذه المشاريع غالباً ما يتولد عنها عوائد مجزية لكونها تتميز بضخامة الطلب على منتجاتها، إذ لها قاعدة عريضة من المستهلكين.

كان هذا جانباً من المظاهر الدالة على مقدرة التصكيك على توليد العائد الأجزى مقارنة بباقي الأساليب الأخرى. أمّا فيما يخص بمقدرة هذا الأسلوب على دعم مستوى ربحية المصارف الإسلامية بالخصوص وتعظيمها، فإن ثمة عدداً آخر من المظاهر الدالة على ذلك نوردتها في النقاط التالية:

➤ إلى جانب الموارد المعلومة للمصرف الإسلامي (الإيداعات بمختلف أنواعها) والتي تحدّد قدرته على الرفع من معدلات العائد للمساهمين (تعظيم ثروة الملاك)، نجد أيضاً الموارد خارج الموازنة كحسابات الاستثمار الخاصة أو المقيّدة ووحدات الصناديق الاستثمارية، فهي الأخرى لها دورٌ في صنع أو تحقيق الربح للمصرف الإسلامي، ولذا فإن التسويق لذلك النوع من الموارد وتقديمه للعملاء هو أمرٌ جدّ ضروري لتحقيق العائد بأقصى قدرٍ ممكن. ثم إنّ الموارد خارج الميزانية وبالأخص الصكوك تعتبر أسلوباً جذاباً، فضلاً عن كونها أسلوباً جيّداً لزيادة عدد العملاء، فإنها تعدُّ وسيلة هامة جداً لزيادة معدّل العائد للمساهمين لأنها تزيد إيرادات أعمال الوكالة التي هي أقل تأثراً بمخاطر الاستثمار.

الاستفادة من وفورات الإنتاج الكبير، ويتأتى ذلك بزيادة الموجودات الاستثمارية، لأن زيادة الاستثمارات تحرك مضاعف معدّل الموجودات الدائرة للربح إلى حقوق الملكية في اتجاه تعظيم الأرباح. وعمليات التصكيك كما نعلم تعدّ من قبيل الأساليب التي تتيح فرصة لزيادة الموجودات الاستثمارية.

تقليل تعطلّ الموجودات: إن المصارف الإسلامية معروفة بارتفاع احتياطياتها النقدية لأسباب بعضها فتيّ تسببه أحياناً علاقتها مع المصرف المركزي، وبعضها إداري محض. وارتفاع الاحتياطيات كما نعلم يجرم المصرف من عائد كان من الممكن تحقيقه لو تم استخدام الموجودات النقدية المحتجزة استعمالاً مدرّجاً للدخل. فالحصول على ذلك العائد إذاً مرهون بتحرير تلك الموارد، وفي هذا الصدد تعدّ الصكوك وسيلة هامة نحو تحقيق ذلك، إذ أنها تتيح الفرصة لتحرير تلك الموجودات النقدية من ناحية، ومن جانب آخر تضمن توجيهها نحو أحسن التوظيفات لتحقيق أحسن العوائد.

كان هذا جانباً آخر إضافياً يدعم مكانة التصكيك كأحسن الأساليب إدارياً للدخل. واعتباراً من قولنا بأن الكفاءة والفعالية الاستثمارية تقاس أيضاً بالربحية المتحققة، إذ بقدر عظمها تعظم كفاءة وفعالية الأسلوب أو الوسيلة، فإنه وفقاً للعرض السابق يسوغ القول بأن التصكيك يستوفي بعداً آخر من أبعاد الفعالية والكفاءة محور المباحثة.

المطلب الرابع: التصكيك ومظاهر اتصاله المباشر بالقطاع الحقيقي

إنّ من الثوابت الهامة التي يتأسس عليها التمويل الإسلامي ويحرص على احترامها وتجسيدها تجسيداً واقعياً ذلك الترابط المباشر والوثيق والمتزامن المتناسق بين التيّار المالي والتيّار السلعي فكلُّ وحدة تُبثّ من قبل أيّ كيان مالي أو استثماري إسلامي وبأيّ أسلوب من الأساليب التوظيفية يجب أن يقابلها سلع وخدمات تتحرك محققة قيمة مضافة حقيقية، فلا يُسمح - دوماً وأبداً - بجني أرباح من خلال التيارات المالية وحدها، وإلا كان ذلك ربا.

إن تأسيس المنهج الاقتصادي الإسلامي لهذا المبدأ وحرصه على تجسيده عملاً وتطبيقاً إنما يقوم على اعتبار ما يجلبه الالتزام بذلك من عظيم المصلحة للاقتصاد بمختلف أحواله، وما يسببه الانحراف عنه من عظيم المفسدة. فأما المفسدة فمُختصرها أن انحراف هذا المبدأ والانصراف عنه مآله تشوّه التوازنات الاقتصادية وانقياد الاقتصاد نحو الأزمات الاقتصادية، وليس أدلّ على ذلك ممّا هو حاصل في اقتصادات اليوم، ولا نعتقد لذلك سبباً غير تلك الهوة العميقة - والتي ما تفتأ تزداد يوماً بعد يوم - بين الاقتصادين الحقيقي والمالي، ولا نعرف سبباً أظهر لهذه الهوة غير ذلك الانحراف عن مبدأ الارتباط بين القطاعين الحقيقي والمالي. وأما المصلحة وهي التي يرحوها أي اقتصاد وأي مجتمع، فإنها ظاهرة وبائنة في: تعد هذه العلاقة في الواقع العمود الفقري الذي يعزّز استقرار النظام المالي، فمن خلال توثيق الصلة بين القطاع المالي والاقتصاد الحقيقي، يتعد النظام عن حالة عدم اليقين الفاحشة في القطاع المالي إلى

اليقين التّسبي في القطاع الحقيقي¹.

• المحافظة على رأس المال الحقيقي وإبقائه ضمن دائرة النشاط الاقتصادي الإنتاجي (انتفاء فرص تبديد الأموال أو المضاربة عليها)، والحفاظ كذلك على الوظيفة التي من أجلها خُلق المال. فأبى مال يُدفع به إلى مجالات غير القطاع الحقيقي فإنه يغدو مدمراً لوظيفته الأصلية.

• التأسيس للتنمية الاقتصادية، حيث أن الأموال تتجه مباشرة نحو تأسيس مشاريع إنتاجية وخدمية جديدة، أو تطوير مشاريع قائمة لزيادة طاقتها الإنتاجية.

• ارتباط التمويل بعمليات الاستثمار ارتباطاً وثيقاً يقلل من التكاليف المترتبة عن انتشار الاستثمار الرمزي بدلاً من الاستثمار الحقيقي.

وبناءً على هذا، فإنه متى تأسس الأسلوب التوظيفي على مبدأ ربط الأموال بشكل مباشر بالاستثمار الحقيقي، كان أقدر على تجسيد المزايا الآنف ذكرها، وكان أحقّ بوصفه بالكفاءة والفعالية عندئذ. أي أننا نقرّ بأن استهداف تحقيق الارتباط بالقطاع الحقيقي هو مقوم آخر من مقومات الكفاءة الاستثمارية ينبغي استيفاءه عند الهمّ بانتقاء الأسلوب أو الوسيلة الاستثمارية. ومن ثمّ فإننا نتساءل عمّا إذا كان التصكيك يستحضر ويستوفي هذا البعد؟ وإذا كان كذلك، فإننا نتساءل عن المظاهر الدالة على ذلك؟.

يقودنا استقراء الخصائص العامة لعملية التصكيك وتحليلها إلى استنباط عددٍ من المظاهر التي تحمل في طياتها دلالة واضحة على ارتباط ذلك الأسلوب بالقطاع الحقيقي بشكل مباشر، وعرضها كالتالي:

أولاً: التصكيك كأداة للربط المباشر بين عمليتي الادخار والاستثمار

مما لا اختلاف فيه أن أساس عملية الاستثمار هو الادخار، وما لم توجد في الاقتصاد المحلي آليات تعمل بقوة واقتدار على التوالد المستمر والمتنامي له فلن يكون هناك لا تمويل ولا استثمار اللهم إلاّ تمويل مصطنع، سرعان ما يذبل وينزوي، أو تمويل خارجي، وهو بدوره متولّد عن مدّخرات ولكنتها خارجية. ومجرّد وجود المدخرات يُعتبر شرطاً ضرورياً لكنّه غير كافٍ، حيث لا بدّ وأن يعقب ذلك خطوات أخرى لا تقلّ أهميّة، وهي تعبئة هذه المدّخرات وتجميعها وتركيبها، حتى يتأتّى لها من الفعالية ما لم تكن لها وهي مُبعثرة مُفتتة. وتلك مهمّة الأجهزة التمويلية من خلال العديد من الأدوات المتاحة لديها. تبقى خطوة أخيرة مهمّة وضرورية وهي توجيه هذه المدخرات للقنوات التوظيفية السليمة، بعبارة أخرى توصيلها للجهات ذات العجز والحاجة بعد أن جمّعت من الجهات ذات الفائض. وبغير هذا التوصيل الذي هو لبّ العملية التمويلية وبغير سداده ورشده وفعالته فإن المدّخرات سوف تعطلّ

¹ - كرسي سايب لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، "النظام المالي الإسلامي: المبادئ والممارسات"، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض، 1435هـ ص54، بتصرف.

أو يُساء استخدامها. فهي ما ولدت وما جمعت إلاّ لتستعمل الاستخدام الأمثل المتضمّن التوظيف الكامل والصّحيح في نفس الوقت¹.

فالادخار إذن يكون مُنتجاً إذا أمكن تحويله إلى رأسمال عيني سواء بالقيام باستثماره مباشرة في مشروع معيّن أو بتوجيهه إلى سوق رأس المال، بعبارة أخرى فإن معنى الادخار لا يتحقّق ولا يتجسّد إلاّ حين ينساب إلى قنوات الاستثمار.

وباللقاء نظرة تفحصية على هيكلية عملية التصكيك فإننا نجد أنها مؤسّسة على هذا المبدأ تماماً فتصكيك الاستثمارات يمرّ بمراحل يتم من خلالها تحديد حجم الأصول أو الفرص الاستثمارية المطلوب تمويلها وتقدير تكلفتها، ثمّ تحويلها إلى صكوك بالحجم والأجل والشروط المناسبة للتمويل الاستثماري المطلوب، ثمّ توزّع هذه الصكوك إلى فئات وآجال وشروط إصدار تناسب فئات مستهدفة من المدّخرين على أساس قاعدة الرّبح والعائد الحقيقي الناتج عن إضافات فعلية مُحقّقة، وزيادة في تنمية الثروة والدّخل الفعلي نتيجة لأنشطة إنتاجية حقيقية². فالتمويل المحصّل وفق الصكوك إذن معدّ ومخصّص لاستثمارات محدّدة معيّنة، وهو مُتناسب معها سواء من حيث الآجال المطلوبة، أو من حيث درجة المخاطر. فثمّة إذن ربط مستهدف مُسبقاً بين الادخار والاستثمار.

ثانياً: التصكيك ومسألة استهداف الانتاج

مقصدنا من استهداف الإنتاج الإلزام بأن يكون أسلوب مشاركة رأس المال - كأحد عوامل الإنتاج - مع العوامل الأخرى، مستهدفاً للإنتاج وليس مجرد الحصول على دخل (مادي)، وهو مبدأ يُؤسّس له أيضاً النهج الاقتصادي الإسلامي، حيث أنه يلزم ويُوجب أن يكون الاستثمار في معنى أن يُستغل المال في نشاط اقتصادي مُنتج.

إن المنهج الاقتصادي الإسلامي وهو يُؤسّس لهذا المبدأ ويلزم به إنّما بذلك يجعل التمويل جزءاً لا يتجزّأ ولا ينفك عن التبادل الحقيقي، وبذلك يصبح التمويل يسير جنباً إلى جنب مع القيمة المضافة التي يولّدها التبادل. وهذا يتفق مع طبيعة التمويل ووظيفته الاقتصادية³.

والتصكيك كأسلوب استثماري لا يجيد عن هذا المبدأ، بل هو متأصل فيه وقائم عليه، فحملة صكوك الاستثمار لا يُقدّمون التمويل إذا لم يكن هناك استثمار لمبلغ التمويل يزيد في إنتاج السّلع والخدمات في المجتمع زيادة تفوق مبلغ التمويل نفسه. واستصدار صكوك لتوفير التمويل لا يتم إلاّ بعد دراسة الجدوى للمشروع الاستثماري، وفي هذا دليل على أن هذا التمويل هو ظاهرة اقتصادية حقيقية مرتبطة بالدورة الإنتاجية للسّلع والخدمات، يزداد أو ينقص بقدر حاجة هذه الدورة لعنصر التمويل.

¹ - شوقي أحمد دنيا، "كفاءة نظام التمويل الإسلامي: دراسة تحليلية مقارنة"، مرجع سبق ذكره، ص 93.

² - عبد الملك منصور، "العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جديدة"، مرجع سبق ذكره، ص 37-38.

³ - سامي بن إبراهيم السويلم، "التحوط في التمويل الإسلامي"، مرجع سبق ذكره، ص 119.

ويترتب على ذلك أمرين مهمين وهما:

- يرتبط كل تمويل بمشروع معين أو سلعة معينة ولا يحق للمستفيد تحويله إلى أي استعمال آخر.
- يرتبط عائد الممول بنتيجة المشروع محل التمويل، وفي حال فشل المشروع وعدم قدرته على تحقيق قيمة مضافة للمجتمع لا يحقق الممول أي قيمة مضافة.

ثالثاً: التصكيك كأداة لربط التمويل بالأصول الإنتاجية (التصكيك وشرط الوجود الأولي للأصول)

سبق أن أشرنا في معرض الحديث عن الصّوابط الشرعية لعلمية التصكيك إلى أنه من شروط صحة هذه العملية شرعاً الوجود الحقيقي للأصول مع توفّر شروطها الشرعية، ذلك أنه لا يمكن أن ينطبق حكم الوجود على المعدوم.

ووجود الأصول كشرط لاستصدار صكوك يعني ضمناً وجود علاقة أو ارتباط بين القطاع الحقيقي والقطاع المالي، فمجال عمل الأصول المراد تصكيكها هو القطاع الحقيقي لا غير. والأصول المقصودة هنا تشمل النقود والديون والأعيان والمنافع، ولكن بشرط أن تكون الغلبة للأصول الإنتاجية من أعيان ومنافع (لا تقل عن 50% من مجموع الموجودات)¹. الأمر الذي يؤكّد أن عملية التصكيك تُوجد صلة مباشرة بين المال والنشاط الاقتصادي الحقيقي.

المطلب الخامس: مقومات استثمارية أخرى

إن توفّر المقومات الاستثمارية المحاط بها سابقاً لوحدها - على أهميتها وعظم وزنها - ليس بكاف لإنزال وسيلة أو أسلوب استثماري ما منزلة الكفاءة والفعالية الاستثمارية بشكل قطعي، بل لابد أن يستوعب الأسلوب مقومات أخرى، وقد نعدّ منها ما يلي:

أولاً: المرونة والسعة

المرونة هنا قد تتحدّد بأوصاف عدّة، فقد يكون وجه الدلالة عليها بأن يتوافر في الأسلوب الاستثماري الانفتاح وقلة شروط الانضمام إليه بحيث يتمّ من خلاله جمع أكبر قدر ممكن من المدّخرات من سائر ملائكتها على اختلاف إمكاناتهم. فالشركة تصبح أسلوباً استثمارياً مرناً إذا أضحت مستوعبة لأكثر قدر ممكن من المدّخرات، وفتحت بابها لأكثر عدد من ملائكتها، بغضّ النظر عن كمية ما يملكونه منها، بحيث يغدو الشركاء من ملائكتي المدّخرات من كلّ المستويات.

وقد يستدلّ عليها بالتنوّع في الخيارات والمجالات، كما قد يُستدلّ عليها بالتنوّع في الصّور والحالات التي يردّ عليها الأسلوب الاستثماري... وهلمّ جرّاً! من السمات التي تشير إلى المرونة. وليس من شكّ في أن استيعاب الأسلوب لهذه الصّفات كلّها دليل على كفاءته وفعاليته.

¹ - أنظر: معبد على الجارحي و عبد العظم أو زيد، "الفضايا المتبقية في الصكوك من الناحيتين الفقهية والاقتصادية"، ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر مجمع الفقه الإسلامي الدولي بعنوان "استكمال موضوع الصكوك الإسلامية"، الدورة الحادية والعشرون، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2013.

والمرونة بهذه الأوصاف يمكن تبينها كلها في عملية التصكيك. فأما من ناحية الانفتاح وقلة شروط الانضمام، فواضح أن مبدأ التجزئة التي تعتمد على عملية التصكيك إنما المقصود منه فتح باب المشاركة للملاكي المدخرات على اختلاف امكاناتهم الادخارية، فيمكن للمدخر العادي أن يدفع ببعض من مدخراته المحدودة للمساهمة في المشروع، كما يمكن للمدخر الكبير هو الآخر أن يدفع بما يروق له من مدخرات للمساهمة في توفير التمويل المطلوب للمشروع، ويتحقق لكل منهم نصيبه من الأرباح بقدر قيمة ما يملكه من صكوك. كما أنه لا يشترط في أولئك المدخرين أن يكونوا على قدر من الذكاء والمعرفة والدراية والخبرة بشؤون الاستثمار وأحواله حتى تُقبل مشاركتهم في المشروع.

وأما من ناحية تنوع مستخدميها واستخداماتها، فليس بخافٍ على أحد من أهل العلم بالاقتصاد والمالية في أن الصكوك بشكل عام وصكوك الإجارة بأنواعها بشكل خاص تتسم بمرونة فائقة إن على مستوى الإصدار أم على مستوى التداول¹.

فعلى مستوى جهة الإصدار، فإصدار صكوك الإجارة لا ينحصر في جهة دون سواها، بل لجميع قطاعات الدولة الحق في إصدارها وتداولها ما دام ذلك وفق الإطار الشرعي الذي يتفق عليه عند انعقاد العقد، فللقطاع العام - الحكومة وإدارتها المالية والتنمية - الحق في إصدارها لتمويل مشروعاتها. وللقطاع الخاص والأعمال - من الشركات والمؤسسات - الحق في إصدارها لتجميع المدخرات لتمويل مشروعاتها. وأما على مستوى تداولها بيعاً وشراءً وإجارةً، فإن المرونة تسعها أيضاً، ذلك لأنه من حق المؤجر عرضها وطرحها للبيع والشراء، كما أنه من حق المستأجر عرضها للإيجار من الباطن، بل للوسيط المالي - المتمثل في الطرف الثالث - بين المؤجر والمستأجر التباينة عن أيٍّ منهما في تداولها للبيع والإيجار أو الإيجار من الباطن، لينال مُقابل ذلك أجراً محدداً يتفق عليه، بل إن من حق هذا الوسيط الزيادة في سعر العين المؤجرة إذا كانت الصكوك لبيعها باتفاق مع المؤجر، أو الزيادة في سعر الإيجار المتجدد باتفاق مع المستأجر الأصلي، وذلك إذا كانت الصكوك لإعادة استئجار العين المؤجرة. ويعد هذا الأمر تأكيداً لمرونة هذه الصكوك.

وأما من حيث تنوع المجالات التي يمكن ارتيادها، فتتجلى مرونة الصكوك - عامة - على مستوى استيعابها وقدرتها على تمويل مختلف أنواع المشروعات الكبيرة والصغيرة والمتوسطة الحجم، فهي لا تختص بتمويل نوع معين من أنواع المشروعات، بل تتسع لمختلف أشكال المشروعات بأحجامها المتعددة.

ثانياً: القدرة على التنوع

يُقصد بالتنوع على وجه العموم توزيع المبالغ المخصصة للاستثمار على عدد كبير من البدائل الاستثمارية المتاحة في السوق. وبمعنى تفسيري للطرح السابق، يُراد بالتنوع عدم تركيز التمويل على

¹ - لمزيد من التوسع أنظر: قطب مصطفى سانو، "صكوك الإجارة" مرجع سبق ذكره، ص 71-72. منذر خف، "الإجارة المنتهية بالتملك وصكوك الأعيان المؤجرة" مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد الثاني عشر، الجزء الأول، 2000، ص 398-407.

مناطق معيّنة، أو أنشطة أو مجالات بعينها. وسنده ظاهر بوضوح في الحكمة القائلة "لا تضع كل بيضك في سلّة واحدة"، فما من مستثمر مبتدئاً كان أم خبيراً إلاّ ويعي هذا القول ويفهم المعنى المقصود منه. وهو يعتبر- بلا ريب- أحد المبادئ الهامّة المتداولة عند طائفة المستثمرين، ومن بين الأسس البالغة الأهمية لضمان السّلامة الاقتصاديّة للمشروعات. ويقود الالتزام والعمل به إلى تحقيق جملة من المزايا الحسنة نذكر منها¹:

☞ يؤدّي تنوع المشروعات الاستثماريّة إلى استقرار سلوك السيولة، حيث تختلف مواعيت التدفّق التقدي لكل مشروع استثماري عن الآخر، ويتربّب على ذلك تعويض العجز التقدي الناتج من مشروع من الفائض التقدي المتحقّق من مشروع آخر.

☞ توزيع احتمال وقوع الخطر على أكثر من أصل (مشروع) من شأنه تدنية حجم المخاطر وتعظيم العائد المتوقّع من ثمّ.

☞ تنوّع المشاريع الاستثماريّة يجعل عملية تعبئة الموارد المالية أمراً سهلاً- بحيث يمكن تعبئتها على نطاق كبير- من الأفراد والمؤسّسات.

☞ يعدّ التنوع وسيلة هامة لحماية الاستثمارات من مخاطر السوق، حيث أن توزيع الاستثمارات بين مجالات مختلفة ومتعدّدة يجنب المشروع آثار التقلّبات التي تحصل في سوق واحدة.

☞ تؤدّي عملية التنوع إلى قدر كبير من الاستقرار في العائد، والحماية لرأس المال، لأن توزيع الأموال على استثمارات ذات مُدد مختلفة ودرجات متنوّعة من المخاطر من حيث نوعية الاستثمار والموقع الجغرافي... إلخ يحقّق هذه النتيجة.

☞ يتيح التنوع الفرصة في تحقيق التوازن بين الأنشطة الاقتصادية، حيث ينساب التمويل وفق ذلك المبدأ إلى كافّة المجالات الاستثماريّة التجاريّة منها والزراعية والصّناعية والحرفيّة... إلخ، بشكل متوازن في ضوء مدى الحاجة (الطلب) إلى منتجاتها، الأمر الذي يهيئ الفرصة للاستفادة من جميع الموارد والإمكانات المتاحة، ويؤدّي إلى تحقيق الاكتفاء الدّاتي والذي يعتبر مبدءاً اقتصادياً وسياسياً هاماً.

إذا كانت هذه جملة المزايا والمنافع التي يُسفر عنها عامل التنوع فإنه ليس من الخطأ في شيء إذا باردنا إلى القول بأن هذا العامل هو مقوم من مقومات الكفاءة والفعالية التي يُحرص عليها أشدّ الحرص في انتقاء واختيار الأساليب الاستثماريّة. وإذا الأمر كذلك، فهل أسلوب التصكيك يحمل من السّمات ما يدلّ على قدرته على تجسيد عامل التنوع؟

يقودنا النّظر في العرض السّابق لمنتجات عملية التصكيك إلى القول بأن هذه العمليّة قادرة

¹- أظنّ المراجع التالية: محمد نجاه الله صديقي، "النظام المصرفي اللاروي"، المجلس العلمي بجامعة الملك عبد العزيز، المملكة العربية السعودية، الطبعة الأولى، 1985 ص96، بصرف. بنك أبو ظبي التجاري، "التنوع"، سلسلة المرشد، العدد الثاني، دت، ص03.

-Tariqullah Khan, 'Demand For And Supply Of Mark-Up And PLS Funds In Islamic Banking: Some Alternative Explanations', research paper, Islamic Research and Training Institute, 1995, p13.

أكثر من غيرها من الأدوات والأساليب الإسلامية على تحقيق مبدأ التنوع، فما من عقد مُعتبر في الشرع إلا ويغشاه التصكيك، وما من نوع من أنواع الصكوك إلا ويتفرع عنه أكثر من نوع، وهذا إن دلّ على أمرٍ إنّما يدلّ على سعة المنتجات التي تُسفر عنها عملية التصكيك. ولقد نعلم أن التنوع على صلة تامّة بتعدّد الأساليب. وبهذا ينضاف بُعد ومقوم آخر من مقومات الكفاءة والفعالية التي نعكف منذ البداية على بيانها في عملية التصكيك.

اعتباراً من تعدّد وتنوّع المنتجات التي تُسفر عنها عملية التصكيك، فإن اعتماد المصرف الإسلامي لهذه الآلية في ممارساته سيحقّق له -بالإضافة إلى جملة المزايا السابق ذكرها- منافع أخرى:

تحقيق مقاصد الشريعة الإسلامية، وذلك من خلال اختيار تشكيلة من الاستثمارات التي تحقّق تلك المقاصد.

يقود تنوّع المنتجات المالية التي يُسفر عنها التصكيك إلى بناء تركيب متين لميزانية المصارف فيزيد ملاءمتها وقوتها المالية، ويُبعدها عن مخاطر الائتمان -حيث لن تتركز الاستثمارات عند منتجات الائتمان المعروفة فقط-، كما يُبعدها عن مخاطر السوق لتنوّع فئات العملاء المستهدفة وزيادة المصالح المتبادلة مع البيئة المحيطة، إضافة إلى تشابك العلاقات فيما بين المجتمع¹.

ثالثاً: القدرة على المواءمة بين الأصول والخصوم

يقودنا النظر المتفحص لعملية التصكيك إلى القول بأن ثمة عدداً من المظاهر التي تحمل دلالة واضحة على مقدرتها في تحقيق انسجام ومواءمة بين أصول وخصوم المصرف الإسلامي، وأكثر هذه المظاهر وضوحاً ودلالةً نعدّ:

تقوم عمليات التصكيك على استدعاء أموال بأنظمة مختلفة تقابل حاجة البرامج الاستثمارية بطريقة متوافقة معها. أي أنّه وفقاً لهذه العمليات يتمّ تعبئة الموارد وفق شروط تناسب وتوافق حاجات الأنشطة الاستثمارية في الآجال ومستوى المخاطرة.

ومن ناحية أخرى، وحيث أن الصكوك تتمتع بسهولة التسييل عند الحاجة، فإن هذا سيجتنب للمصرف الإسلامي القدرة على استخدام حتى الموارد قصيرة الأجل لتمويل المشاريع الكبيرة ذات الأجل الطويل. فخاصية التسييل التي يتمتع بها التصكيك إذن تعمل على تكييف موارد المصرف الإسلامي قصيرة الأجل مع احتياجات نشاطها الاستثماري طويل الأجل في الغالب (خلق انسجام مع طبيعة النشاط)، ما يُثمر في النهاية توافقاً بين أصول وخصوم المصرف الإسلامي.

تتيح عمليات التصكيك للمصرف الإسلامي القدرة على موازنة الاختلالات الطرفية بين جانبي الميزانية بالحصول على القدر المطلوب من السيولة أو التمويل (بتصكيك أصولها) في حال غلبة جانب الأصول على جانب الخصوم، أو بتوظيف السيولة الفائضة (شراء صكوك) والتي تعني غلبة جانب

¹ - سامر مظهر فننطحي، "فقه المعاملات الرياضي"، مجموعة دار أبي الفداء العالمية للنشر والتوزيع، سوريا، 2012، ص 343.

الخصوم على جانب الأصول. وذلك اعتباراً من المرونة التي تتمتع بها عملية التصكيك. هذه في نظرنا أهمّ المظاهر التي تنمُّ على مدى قدرة التصكيك في خلق توازن بين أصول المصرف وخصومه. هذا، ولا نعتقد أن قدرة أسلوب ما على تحقيق الموازنة بين الأصول والخصوم يحتاج إلى إثبات أو نظر حتى نصير إلى القول بأنه مقوم من مقومات الكفاءة والفعالية الاستثمارية، إذ يكفينا في ذلك تلك المنافع الجمّة العظيمة التي يُسفر عنها توازن الجانبين. وإذ الأمر كذلك، وتأسيساً ما على ما تم بحثه وبيانه آنفاً، فإن عملية التصكيك أضحت تستوفي وتستوعب مقوماً آخر من مقومات الكفاءة والفعالية الاستثمارية.

المبحث الثاني: مظاهر قدرة التصكيك الإسلامي على حل المشاكل العملية للاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية

لئن كانت المصرفية الإسلامية تستقلّ بوسمٍ بائنٍ ومقصدٍ جليٍّ ألا وهو الجري على جادة التنمية غايةً ومقصدًا في إجراء الأنشطة وأداء الاستثمارات، فإن بلوغ ذلك المقصد وتحقيق ذلك المرام لا يتأتى إلاّ بتفضيل وتعميق الممارسات الاستثمارية طويلة الأجل، ولا نتصوّر لذلك فلاحاً ولا استواءً إلاّ باستحضار أساليب تُقيم لمقاصد الشرع في المال والأعمال، وللكفاءة الاقتصادية والتمويلية، وللمرونة والسّعة والتنويع ونحو ذلك من مقومات الكفاءة والفعالية الاستثمارية، اعتباراً أيّما اعتبار.

ولئن كان التصكيك وفقاً لما سبق - عرضه - مستودعاً لكلّ تلك المقومات، فإن فلاحه في الترويج للاستثمار طويل الأجل وتمكينه من الظهور على سائر أشكال الاستثمار الأخرى، لا يتمّ ولا يستقيم إلاّ بكسر وتفثيت العقبات والتحدّيات التي حالت دون حضور هذا الأخير حضوراً مُعتبراً.

تأسيساً على ما سبق، يسعى مبحثنا هذا - جاهداً - إلى تسليط الضّوء على بيان دور التصكيك في تذليل أهمّ العقبات التي أنزلت الاستثمار طويل الأجل بالمصارف الإسلامية منزلة الهامشية، وتحديدًا سيدور حديثنا حول دور ذلك الأسلوب في تهيئة الموارد المالية الملائمة، وكسر ذلك الجمود التي يغشى أكثر الأساليب الاستثمارية المعلومة طويلة الأمد، وإدارته لعددٍ من المخاطر التي تكتنف ذلك النشاط وتُعيق توسّعه وغلبته.

المطلب الأوّل: التصكيك ودوره في تكوين الموارد المالية الملائمة للاستثمار طويل الأجل

تُعتبر الموارد المالية ولا شك دعامة أساسية من دعائم أيّ نشاط استثماري، فهي العامل الذي يقوم على تحريك هذا الأخير وتشغيله بتلبية احتياجاته بكافة أشكالها، ولا نتصوّر قيام عملية استثمارية بلا مال. ومّا لا شك فيه أن اختلاف الأنشطة الاستثمارية يجرُّ معه اختلافاً في الموارد طبيعةً وكمّاً. فالموارد التي يحتاجها الاستثمار طويل الأجل ليست كالموارد التي يقوم عليها الاستثمار قصير الأجل أو متوسط الأجل وهكذا. فطبيعة الاستثمار ومداه إذن توافقه موارد تستجيب لتلك الطبيعة ولذلك المدى.

غني عن البيان القول بأن تعبئة الموارد يتم عادة عن طريق عدد من الأدوات والوسائل، ومن البديهي القول كذلك أن طبيعة الموارد إنما تتبع خصائص الأداة أو الوسيلة التي جُمع بها، فمن الأدوات والوسائل ما يتسم بطول المدى فيكون عندئذ المورد المجمع بواسطتها أيضاً ذو أجل طويل، والعكس صحيح. ومن ثم، إذا كان الاستثمار طويل الأجل لا يقوم ولا يستقيم إلا على موارد ذات أجل طويل وإذا كان قد انتهى بنا التحليل في الفصول السابقة إلى حقيقة أن المصارف الإسلامية لم تنل من الموارد طويلة الأجل إلا حجماً ضئيلاً، فهل التصكيك باعتباره وسيلة لحشد المدخرات بمقتدرٍ على أداء دور مُعتبر في تعبئة ذلك النوع من الموارد، وإذا كان الأمر كذلك فما هي الخصائص التي تمكّنه من تحقيق ذلك؟.

أولاً: المدخرات كأساس للاستثمار

ليس من المبالغة في شيء القول بأن نقطة البدء السليمة لأي اقتصاد يُريد لنفسه القوة والنمو تتمثل في موقفه الصحيح من عملية الادخار، التي هي الأساس الحقيقي الوحيد لعملية الاستثمار. وما لم تُوجد في الاقتصاد المحلي آليات تعمل بقوة واقتدار على التوالد المستمر والمتنامي له فلن يكون هناك لا تمويل ولا استثمار، اللهم إلا تمويل مصطنع سرعان ما يذبل وينزوي، أو تمويل خارجي، وهو بدوره متولّد عن مدخرات ولكنها خارجية.

ولأن الاقتصاد الإسلامي يأخذ على عاتقه تجسيد مثل ذلك ويتحرى المقومات الأساسية بلوغها - القوة والنمو -، فإن ذلك الأساس ما كان ليغيب عنه، فالباحث في مضامينه يقع على حقيقة العناية البالغة التي أولاها لعملية توليد المدخرات، إذ ثمة نصوص إسلامية كثيرة صريحة وحاسمة فيما يتعلّق بترشيد الاستهلاك وتجنّب الإسراف والتبذير في كلّ مجالات الإنفاق سواء تعلّق الأمر بالأفراد (أو ما يُعرف في الأدب الاقتصادي بالقطاع العائلي) أو تعلّق بالمؤسسات الاقتصادية (قطاع الأعمال) أو تعلّق بالحكومة (القطاع الحكومي).

ولأن العملية الادخارية هي ولادة لعنصرين وليس لعنصر واحد، الإنفاق من جانب والدخل من جانب آخر، فإن الإسلام لم يتوقّف في حثّه على الادخار عند ترشيد الإنفاق مع بالغ أهميته وحساسيته، وإنما امتدّ حرصه إلى مسألة الدّخل وتنميته لما لها من ضلع في تلك العملية. ورغم أن ذلك مطلب فطري غريزي، فما من أحد مسلماً كان أو غير مسلم إلا هو يحبُّ المال ويسعى لكسب المزيد منه وتنمية ما لديه، فإن الشريعة الإسلامية لم تخلُ من نصوص صريحة متعدّدة تأمر بذلك وتحتّ عليه. ومنها قوله تعالى: ﴿هُوَ الَّذِي جَعَلَ لَكُمُ الْأَرْضَ ذُلُولًا فَامْشُوا فِي مَنَاكِبِهَا وَكُلُوا مِن رِّزْقِهِ وَإِلَيْهِ النُّشُورُ﴾¹

¹ - سورة الملك، الآية رقم 15.

وقوله صلى الله عليه وسلم: «نِعَمَ المال الصَّالِح في يدِ الرَّجُلِ الصَّالِح»¹، وهناك العديد من الوسائل والتشريعات الإسلامية التي تُحِيل هذا المطلب - إذا ما طبقت التطبيق الصحيح - إلى واقع ملموس وإجمالاً نحن أمام ترشيد للإنفاق وتنمية للدخل، ولا مناص من القيام بالمهمتين معاً².

هذا، ونحِبُّ أن نؤكد هنا على أن العلاقة بين العنصرين هي علاقة تكاملٍ وترابطٍ تام، وليس كما قد يتبادر إلى أذهان البعض أن الادخار أساس الاستثمار ويسبقه في الوجود، أو أن الاستثمار هو أساس الادخار وسببه، فالمنظور الإسلامي يقرّر بأن علاقتهما أشبه بعلاقة العلة بالمعلول، فالادخار يعتبر علةً للاستثمار يلزم من عدمه عدم الاستثمار، كما يُعتبر الاستثمار هو الآخر عنصراً جوهرياً من عناصر الادخار، ممّا يعني أن فقدانه أو اختلاله يُعتبر فقداناً للادخار واختلاله مُطلقاً. فهما إذن وجهان لعملة واحدة، ولا غنى لأَيٍّ منهما عن الآخر³.

ثانياً: خصائص وطبيعة الموارد التي تحتاجها الاستثمارات طويلة الأجل

لقد سبق وذكرنا آنفاً بأن الموارد المالية هي أساس النشاط الاستثماري، وبأن اختلاف أشكال الاستثمار يقابله اختلاف في طبيعة الموارد كمّاً وكيفاً، وأن مردّد ذلك هو عدم تماثل احتياجات كلِّ شكلٍ من أشكالها.

فلاستثمار طويل الأجل مثلاً - وهو محور البحث هنا - يحتاج إلى موارد يُشترط فيها ثلاث خصائص أساسية بالإمكان انتظامها في مجموعتين:

أ. **من حيث الكم:** من المعلوم بدهاة أن الاستثمارات طويلة الأجل تتعلّق أساساً باستثمارات مُعمّرة تستهدف بشكل خاص خلق طاقات إنتاجية. ومن المعلوم نظراً وواقعاً أن القيام بمثل هذه الاستثمارات يُغرق جزءاً كبيراً من أموال المستثمر في أصول ثابتة مخصّصة لا يتم إنتاجها إلا بالطلب وتعمل لفترة زمنية طويلة. أي أن تحصيل هذه الأصول سيحتاج إلى موارد مالية تميّز بالضخامة والكبر.

ب. **من حيث الكيف:** إنّ تهيئة الموارد بالحجم الكافي لممارسة الأنشطة الاستثمارية طويلة الأجل في الحقيقة لا يمثّل الشرط الكافي لضمان النجاح، وإمّا لا بد أن يستوفي المورد بالإضافة إلى ذلك شرط طول الأجل والاستعداد لتحمل المخاطرة. فأما الشرط الأوّل وهو طول الأجل، فلا أعتقد أن الأمر يحتاج إلى إثبات أو نظر حتى نقول أن الاستثمار طويل الأجل تناسبه وتلائمه الموارد طويلة الأجل بشكلٍ أساس فلا أحد ينكر أن المشاريع التنموية - وهي مُرادف الاستثمار طويل الأجل - يغلب عليها الطابع الزمني طويل الأجل، فثمرتها لا تؤتى إلا بعد سنوات من العمل. وأمّا الشرط الثاني وهو طابع المخاطرة، فلا يختلف اثنان في حقيقة أن المشاريع التي تحدم الأهداف التنموية تنطوي على قدرٍ كبير من المخاطرة

¹ - أحمد بن علي بن حجر العسقلاني، "فتح الباري شرح صحيح البخاري: كتاب الرقاق، باب فضل الفقر، المسألة 6082"، دار الريان للتراث، مصر، 1986 ص 279.

² - شوقي أحمد دنيا، "كفاءة نظام التمويل الإسلامي: دراسة تحليلية مقارنة"، مرجع سبق ذكره، ص 95.

³ - قطب مصطفى سانو، "المدخرات: أحكامها وطرق تكوينها واستثمارها في الفقه الإسلامي"، مرجع سبق ذكره، ص 100، بتصرف.

ومنطلق ذلك أن الحوادث المستقبلية- وهي مصدر من مصادر المخاطرة- غير معروفة، وهي تزداد بطول الزمن.

ومعرفة أن الادخار أساس الاستثمار، وبأن الاستثمار طويل الأجل يحتاج إلى مدّخرات ذات سمات خاصة، فإننا نتساءل عمّا إذا كان التصكيك كأسلوب للتعبئة يستوفي من الخصائص ما يؤهله لتوفير موارد تنتظم الصفات المشار إليها؟.

ثالثاً: خصائص التصكيك المساعدة على توفير الموارد المالية طويلة الأجل

معلوم أن الادخار سلوك نفسي قائم على دعمتين أساسيتين هما القدرة والرغبة. فأما القدرة الادخارية فنعني بها مقدرة الفرد على تخصيص جزء من دخله من أجل المستقبل، وهي لا تعنينا في هذا المقام. وأما الرغبة-وهي محور اهتمامنا في هذا العنصر البحثي- فهي مسألة نفسية تربوية تقوى وتضعف تبعاً للدوافع التي ترغّب وتدعو الفرد إلى الادخار، أي أن الفرد إذا ما وجد في الفرصة الاستثمارية أو في وسيلة التعبئة ما يحقق مصلحته فإنه ولا شك يندفع نحو ممارسة الادخار، ويحدث العكس إذا كانت الحوافز ضعيفة.

وتأسيساً على هذا، فإن النظر في خصائص التصكيك يقودنا إلى القول بأن ثمة فرصة كبيرة للمصارف الإسلامية لتعبئة موارد بالحجم والكيف المناسب لاحتياجات الأنشطة الاستثمارية طويلة الأجل، وحجّتنا في ذلك جملة الحوافز والدوافع التي تستوعبها عملية التصكيك، والتي منها نذكر:

❖ **حافز تملك الأصول:** لقد سبق وذكرنا أن عملية التصكيك بشكلها العام تأخذ منحنيين، فأما الأول فيتعلّق بوجود أصل أو مجموعة أصول مُنتجة يتمّ استصدار صكوك بموجبها لمدة محدّدة، وأما الثاني فيتعلّق بتمويل فكرة استثمارية معيّنة باستصدار صكوك مالية قابلة للتداول، ومن حصيلتها يتمّ تمويل المشروعات أو المجالات الاستثمارية المحدّدة. وفي كلا الحالتين يكون الصك ممثلاً لحصّة شائعة في الأصول بعد شرائها. أي أن حامل الصك- وهو المدّخر- وفقاً لهذه العملية له فرصة لتملّك جزء من الأصول- بحسب ما يملك من صكوك- طوال فترة المشروع. وتملّك الأصول في نظرنا باعث ومحفّز قوي جداً يدفع الفرد المدخر نحو تخصيص قدرٍ من دخله، وحجّتنا في ذلك ماثلة فيما يلي:

** شعور التملّك شعور فطري مُحبّب للإنسان يدفعه إلى التضحية بما يملك من موارد، خصوصاً إذا كانت المنفعة وراء ذلك التملّك معقولة ومقبولة.

** الأصل أفضل من التقد، فحتى مع مرور الزمن وتحت أثر التضخّم فإن قيمة الأصل ومنفعته تكون في العادة أكبر من قيمة ومنفعة التقد في ذاته.

** تؤكّد الشواهد على أنه كلما اتّسعت قاعدة الملكيات الفردية كلما أتيحت في المجتمع فرص الاختيار والبدائل في مجالات العمل والإنتاج والاستثمار، وتوفّر الفرص وتوسّعها كما نعلم يقود ويدفع إلى زيادة

الرغبة في الادّخار لكونها مجالات يتولّد عنها مداخيل إضافية¹.

* التملك دافع قوي لتكوين شخصية استثمارية، والشخصية الاستثمارية يغلب عليها النزعة الادّخارية. أما عن مدى طول أجل المدخرات التي تتولّد عن هذا الحافز، فإنه ما دام الأمر متعلقاً بملكية أصول (مشروعات) وتشغيلها، فإن ذلك ينمّ ضمناً على طول الأجل، فالأصول لا تؤتي ثمرتها (أي لا تحقق عائداً) إلاّ بعد فترة من التحريك والتشغيل، وهي مدّة ليست بقريبة.

● **المحافظة على رأس المال الأصلي:** قد علمنا ممّا سبق أن عملية التصكيك تسمح للفرد بالمشاركة في بناء أصول استثمارية إنتاجية مع الغير. وممّا أكّدت عليه الوقائع وفي ظلّ الأوضاع التضخّمية أن الاستثمار بالمشاركة يُتيح زيادة في قيمة الأصول² (حيث تستفيد الأصول عادة من ارتفاع الأسعار) والعائدات (إذ يتحصّل الفرد المستثمر على جزء من الأرباح التضخّمية العالية وبالتالي يكون العائد الحقيقي على الاستثمار أكبر) قد تلغي آثار التضخم إن لم تستفد منه، ما يُثمر في النهاية المحافظة على رأس المال الأساسي أو الأصلي. وبناءً على ذلك فإنّ توظيف المدّخرات في شراء صكوك خير من توظيفها في شكل وديعة.

هذا، وممّا لا شك فيه أن توظيف المدّخرات بأساليب تضمن الاستخدام الانتاجي لها وتكفل الحفاظ على رأس المال الأصلي في الوقت ذاته، هو الآخر بمثابة محفّز يُغري على تعاطي السلوك الادّخاري.

● **المشاركة في الربح بدل الاكتفاء بالفائدة:** إن ثمة سؤال يُطرح هاهنا مفاده: إذا توفّرت لدى أيّ رجل أعمال مبالغ من النقود وحُيّر بين مسلكين: أن يوسّع أعماله القائمة (إذا كانت الظروف مناسبة) أو يُقرضها بفائدة محدّدة، فأَيُّهما يختار؟. إنه طبعا سيفضّل استثمارها بل ويقترض المزيد من الأموال طالما أن الربح المتوقع أكبر من سعر الفائدة أو يساويه، وإذا ما توفّرت لديه أموال فإنه يوظّفها في استثمارات مالية قصيرة الأجل سرعان ما يحوّلها في أوّل فرصة إلى استثمار حقيقي. هذه هي عقلية رجل الأعمال، يتحمّل المخاطرة ويستمتع بالأرباح³. فالمشاركة في ربح الاستثمارات الحقيقية إذن خيرٌ من الاكتفاء بفائدة الوديعة.

فإذا ما أخذنا في الحسبان ما توصّل إليه بعض الاقتصاديين من كون أن الاتجاه العام في المدى الطويل في سوق رأسمالية حرّة أن تلحق معدّلات الفائدة بمعدّلات العائد وليس العكس⁴، وإذا ما اقتنع الفرد

¹ - أحمد محمد النجار وآخرون، " 100 سؤال و100 جواب حول البنوك الإسلامية "، مرجع سبق ذكره، ص 60.

² - يوسف كمال محمد، " المصرفية الإسلامية الأساس الفكري "، دار الوفاء للطباعة والنشر، مصر، الطبعة الأولى، 1996، ص 110، بتصرف.

³ - درويش صديق جستنبة، " الفائدة والربح وأدوات التمويل الإسلامي: دراسة تحليلية اقتصادية "، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز جدة، 1995، ص 56.

⁴ - للتوسع أكثر حول الموضوع أنظر: محمد أنس بن مصطفى الزرقاء، "تخصيص الموارد الرأسمالية والكفاءة، والنمو، في اقتصاد لا ربوي إسلامي"، مجلة الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز بجدة، المجلد 25، العدد الأول، 2012، ص 10-13.

العادي بالحقيقة السابقة، فإن ذلك سيكون له بمثابة إغراء يحثه على تخصيص أكبر قدرٍ من دخله طمعاً في أكبر قدرٍ من الأرباح.

وقد يقول قائل أن الفرد العادي ليس كرجل الأعمال حتى يفكر بذلك المنطق، فهذا الأخير يمتلك من المقومات ما لا يجوزها الفرد العادي، خاصة ما تعلق بحجم الموارد، فنقول أن أسلوب التصكيك يُتيح الفرصة للفرد العادي ذو الدخل المحدود بأن يكون كمستثمر حقيقي يتحمل المخاطرة ويشترك في النماء الحقيقي لأمواله. فأسلوب التصكيك إذن وفق خاصية المشاركة في الأرباح يُتيح فرصة لزيادة حجم ادخار رجل الأعمال والفرد العادي كذلك (وهو الأهم بالنسبة لنا). ولا نعتقد أن فرداً ما ذا دخل محدود تُتاح له فرصة لتشغيل ذلك الحجم من المدخرات بربحٍ معينٍ وينأى عن ذلك، بل نجزم أن رغبته في الادخار ستزيد لو أُتيح له ذلك.

وإذا أخذنا في الاعتبار مسألة الحلال، فإن ذلك سيكون بمثابة محفزٍ إضافي يُغري المدخرين على الاشتراك في الصّكوك، وعندئذ سيزداد عرض المدخرات بما يسهم إسهاماً كبيراً في التكوين الرأسمالي (رأس المال الاستثماري).

• يسهم التصكيك بفعالية كبيرة التوفيق بين خواص الطلب على المدخرات وعرضها وذلك من خلال عامل التسييل الذي يلبي من ناحية رغبة المدخر في استثمار مدخراته مع الإبقاء النسبي على سيولتها ومن ناحية أخرى رغبة المشروعات في تمويل يتصف بالاستمرارية وطول الأجل.

• **قابلية التسييل:** تُعتبر خاصية التسييل واحدة من الخصائص التي تنفرد بها الأوراق المالية، وهي عملية تحويل تقع على الأصول الثابتة والأصول ذات درجة سيولة أقل، يُرجى منها نوعاً من سهولة التصرف، حيث تُحوّل الأصول غير السائلة إلى أوراق مالية قابلة للتداول تُضفي عليها صفات السيولة. والصّكوك كصنف من صنوف الأوراق المالية، وكونها حصّة مالية شائعة في صافي أصول مشروع معين فإن لها قابلية التعامل بيعاً وشراءً، ما يعني إمكانية تحويلها إلى نقود عند الطلب.

وميزة التسييل التي تتمتع بها الصّكوك - وغيرها من الأوراق المالية - ذات أثر فعال في دفع وترغيب الناس لعرض مدخراتهم على قطاع الاستثمار، فطالما أن هناك سهولة وسرعة في استرجاع المدخرات عند الاقتضاء بالحجم المبتغى وفي الوقت المراد (وذلك ببيع حصته من الأصول الاستثمارية لمستثمر آخر) وطالما أن هناك نوع من الأمان والحماية لرأس المال المدخر، بل وإمكانية لتحقيق ربحٍ إضافي خارج الربح الذي يُحصّل عليه من النشاط الاستثماري (التوزيعات النقدية)، فمن المؤكد أن المدخر لن يألو جهداً في زيادة مدخراته (تكوين رأس المال الثابت)، ثمّ عرضها من بعد ذلك على عمليات التصكيك. ومثل هذه الحوافز لا نعتقد لها وجوداً في الوديعة.

• **ملاءمة الحجم والفترة:** فالصّكوك عادة يتم إصدارها بقيم وفترات مختلفة. وصدورها يمثل هذه المواصفات يحمل نصيباً لا بأس به من الحفز والحث على ممارسة السلوك الادخاري والتزامه. فأما عن

صدورها بقيم مختلفة فإن ذلك يجعل بالإمكان تسويق ذات القيمة الصّغيرة منها بين صغار المدّخرين الأمر الذي يؤدّي إلى توسيع قاعدة الممولّين، كما يتيح للمدّخر فرصة لتنويع استثماراته بين مختلف الأنواع. وأمّا اختلاف فتراتها فيعطي مجالاً إضافياً لتنويع التوظيف للمدّخرات عبر البُعد الزّمني، كما يمكن المدّخر من التوفيق بين احتياجاته من السيولة وحسن توظيفه لمدّخراته. وليس من شك أن الصّكوك بهاتين الخاصّيتين ستكون ذات قابلية عالية جداً للتسويق ممّا يجعلها أداة جيدة لجذب قدر كبير من المدّخرات.

● **سهولة الاستثمار:** فالتصكيك كما أشرنا آنفاً يُتيح إمكانية لاستثمار أيّ مبلغ ولأيّ مدة طالت أم قصرت، كما لا يتطلّب أيّ خبرة خاصّة، ففي مقدور أيّ شخص استثمار ماله في صكوك أيّ شركة زراعية أو صناعية أو تجارية، ويستفيد من نجاحها بالحصول على الأرباح، كما يستفيد من ارتفاع قيمة الصك نتيجة تقدّم أعمال الشركة. وهذا خلافاً لمجالات الاستثمار الأخرى، إذ قد تتطلّب خبرات مُعيّنة وكفاية ودراية خاصّة. كما تتميّز الصّكوك أيضاً بأنها تُتيح الفرصة لتنويع الاستثمار، فيمكن توزيع رأس المال في صكوك مشاريع صناعية وعقارية ونحو ذلك. وممّا لا يحتمل الشك أن هذه السهولة تُعدّ باعثاً ومحفزاً قوياً على تكوين مدّخرات.

هذا، وننوّه قبل الختام أن جلّ تلك الخصائص أو قل المحفّزات تستوعب الطّبيعة المخاطرة للمورد المالي وطول الأجل، ذلك أن التصكيك كما سبق وقلنا إنّما يرتبط بالأصول (مشروعات)، وتشغيل الأصول بلا شك عملية تحتمل المخاطرة وتستغرق وقتاً ليس بقصير.

المطلب الثاني: التصكيك ودوره في تفعيل الأساليب الاستثمارية طويلة المدى

لقد سبق وأشرنا في إحدى الوقفات إلى مشكلة جمود أساليب الاستثمار الإسلامية، حيث قلنا بأن تلك الأساليب في طبيعتها الأصلية، وإن استطاعت أن تلبّي حاجات النشاط الاستثماري، فإنّها وبفعل الخصائص الفقهيّة الحاكمة لها، تواجه تحديات عملية تحدّ أو تُضعف كثيراً من كفاءتها ومرونتها في تحقيق الدور الاستثماري للمصرف الإسلامي كما نُظّر له، ومن ذلك طبيعتها العينيّة غير السائلة أو منخفضة السيولة- وذلك بعدما تتمّ عملية التمويل-، وطول المدى، وضعف قدرتها وقابليتها للتجزئة.

ولمّا كانت المصرفية الإسلامية محلّ انتقاد شديد بفعل ضعف اهتمامها بالأنشطة الاستثمارية التنموية، ولمّا كان السبب في ذلك ضعف مرونة أساليب المشاركة والمضاربة ونحوها من أساليب الاستثمار طويل الأجل، فقد كان لزاماً على تلك المصرفية إجراء تكيف وتطوير لتلك الأساليب بشكل يتلاءم مع مهمّتها الأساسية- القيام بالأنشطة الاستثمارية التنموية- دون تعطيل لضوابطها الشرعية بدافع من الأهميّة البالغة لها.

وبحثاً عمّا هو ذو قدرة على النهوض بهذا الدور- أي التكيف والتطوير- والقيام به أمّ القيام

يظهر التصكيك كأفضل المداخل والحلول التي تُتيح إمكانية لتفعيل أساليب المشاركة والمضاربة ونحوها بما قد يبعث ويدفع ويحفّز المصرفية الإسلامية للتوسع في الاستثمار طويل الأجل من جديد. والمرام بالتفعيل هنا هو تكييف تلك الأساليب يجعلها قابلة للتجزئة والتسييل والتداول، فهذه العوامل الثلاث ستجعل هذه الأخيرة بلا شك أكثر مرونة واستيعاباً لشروط ومتطلبات النشاط الاستثماري المعاصر، وستزيد من ثم من قدرة المصرفية الإسلامية على تعاطي هذه الأساليب من ناحية، ومن إقبال المستثمرين والمتعاملين على الأخذ بها من ناحية أخرى، لتكون المحصلة النهائية نشاطاً استثمارياً تنموياً أوسع وأكبر في الاقتصاد ككل. وفيما يلي تفصيل حول ذلك.

أولاً: خاصية التسييل

يلاحظ المطلع على أدوات التمويل والاستثمار الإسلامية أنّها ذات طابع أولي في المقام الأول حيث أن جلّ أنواع التمويلات المقدمة من طرف المصرف الإسلامي تكون في صورة نقدية أو عينية ملموسة أو في صورة نقود سرعان ما يتم تحويلها إلى رأسمال عيني يُباشر به النشاط الاستثماري. ويعدّ هذا الطابع مهماً للغاية للتأسيس للأنشطة الاستثمارية الحقيقية. غير أن الأخذ به والمعتمد عليه بشكل كبير - وإن كان يُصيّره مقام المستثمر الحقيقي - كثيراً ما يواجه صعوبة في استرداد ماله في حال الحاجة الماسة إلى ذلك، حيث يكون مضطراً للانتظار لغاية وصول المشروع إلى مرحلة الإثمار الناجح، وقد يكلفه ذلك ضياع فرص استثمارية أخرى مُربحة، أو قد يُعرضه إلى خطر أشد وأعظم وهو خطر السيولة. إن الوصف السابق ينطبق تماماً على حال المصرفية الإسلامية، أي أنه وفي حال رغبتها في التوسع في الدور التنموي فسيكون لزاماً عليها اللجوء إلى العقود الأولية باعتبارها الأساس الذي يقوم عليه النشاط الاستثماري الحقيقي، وعندئذ ستواجه خطر السيولة، وهو خطرٌ له آثار وخيمة. فالعقود الأولية إذن تضع هذه الأخيرة بين خيارين أحلاهما مر، فإما أن تضيّع وتهمل الدور التنموي فتحسر بذلك حقيقة وجودها - في حال تفضيل السيولة -، وإما أن تختار التعرّض لخطر السيولة ممّا قد يهدّد بقاءها واستمرارها في حال تفضيلها القيام بالدور التنموي.

بناءً على ما سبق فإن من الواضح أن ثمة حاجة ماسة لتكييف العقود الأولية يجعلها أكثر سيولة وسهولة في التصرف فيها، وذلك يستدعي استحضار بُعد إمكانية التسييل فيها، وهو أمرٌ متاح من خلال عملية التصكيك، إذ تمكّن هذه العملية المستثمر (المصرف) من استرجاع رأس المال من خلال تسييل الصكوك - التي تمثل حصّة مالية شائعة في صافي أصول المشروع - دون مساس بأصل الثروة المتمثلة في أصول المشروع - أي مع بقاء المشروع قائماً وعدم اللجوء إلى تصفيته -. وبهذا فإنّه من الواضح أن عملية التصكيك تجمع بين الطابعين الأولي والثانوي، فهي من ناحية مُرتبطة بوجود أصول استثمارية، ما يعني وجود الطابع الأولي فيها، ومن ناحية أخرى تُتيح الفرصة لبيع وشراء (قابلية التداول) الحقوق ما يعني إمكانية تحويلها إلى نقود عند الحاجة، واسترجاع رأس المال من ثمّ. وذلك هو معنى

الطابع الثانوي. ومعنى مجمل فإن عملية التصكيك تجعل الاستثمارات الرأسمالية الثابتة في حكم الأصول المنقولة من حيث قابليتها للتسويق وتمتعها بدرجة كافية من السيولة النقدية.

وبهذا فإن صفة التسييل التي تُضفيها عملية التصكيك على أساليب الاستثمار طويلة الأجل - وهي التي تمّ بحثها في الفصل الأول - سيكون لها أثرٌ بالغ الأهمية في حفز المصارف نحو التوسع في الأنشطة الاستثمارية الحقيقية، فطالما أن هناك فرصة للخروج من العملية الاستثمارية وقت الحاجة وطالما أن هناك فرصة لاسترجاع رأس المال في الوقت المناسب، وبسرعة وبسهولة، وبأدنى تكلفة مُمكنة فإن المصرف الإسلامي لن يخشى إطلاقاً ولوج المجالات الاستثمارية التنموية، وسيتمكّن حينذاك من تحقيق عوائد مجزية.

وبطبيعة الحال لا تنحصر أهمية خاصية التسييل عند هذه الفائدة بذاتها، بل ثمة منافع أخرى تختصرها في النقاط التالية¹:

☞ بوجود خاصية التسييل فإن المصرف يكون أقدر على توجيه استثماراته بالشكل الذي يكون أكثر ربحية دون الحاجة إلى تصفية الاستثمارات التي تحمل آمالاً طيبة ولم تتحقّق بعد.

☞ ومن ناحية أخرى وبعد أن تتأكد المصارف من أن مساهمتها في المشروع سوف تستمر لفترة محدّدة فإن هذا يمكّنها من استغلال أموالها التي يُفْرَج عنها من استثمار مُعيّن لكي تستخدم في فرصة استثمارية أخرى. وبالنظر إلى هذا الاعتبار فإن المصرف يمكن أن يخصّص مبلغاً أكبر لأحد المشاريع في نطاق هذه الطريقة للتمويل بدلاً من الدخول في مشاركة دائمة.

☞ التخلص من حقوق الخسارة فيما إذا هبطت أسعار منتجات المشروع وتأكّدت مخاوف مالكة من الضّرر اللاحق به لو بقي متمسكاً بها مع وجود من يشتريه².

☞ توفير السيولة عن الحاجة إليها. ولقد نعلم ما للسيولة ووفرّتها من أثرٍ عظيم على نشاط المصرف واستقراره.

هذا، وننوّه في نهاية المطاف إلى أن أمثلية أو فعالية عملية تسييل أصل ما إنّما تتحدّد بثلاث خصائص أساسية هي: اتصافها بقابلية وسرعة التداول (قابلية التحويل إلى نقد) وسلامتها من الخسارة (أو بأقل قدرٍ منها)، وأن تكون في الوقت المناسب. وبطبيعة الحال فإن عملية التسييل مُرتبطة أساساً بوجود سوق تباع فيه الأصول، فإذا كانت هناك سوق - متسعة، منظمة، كفؤة تبادلياً وهيكلية وتشغيلية³ - لبيع الأصول طويلة الأجل فهي عندئذ لا تقلُّ في سيولتها عن الأصول قصيرة الأجل.

¹ - أنظر المراجع التالية: سيد الهواري، "الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية: الاستثمار"، مرجع سبق ذكره، ص 221. نبيل عبد الإله نصيف، "الأسواق المالية من منظور النظام الاقتصادي الإسلامي: دراسة مقارنة"، مرجع سبق ذكره، ص 1481.

² - فليس هناك شرعاً ما يمنع من إخراج المشروع من ملكه بالقيام ببيعه ضمن الضوابط الشرعية بعيداً عن الغرر والتدليس والنجش. أنظر: عبد الستار أبو غدة "صناديق الاستثمار الإسلامية - دراسة فقهية تأصيلية موسعة"، مرجع سبق ذكره، ص 669، بتصرف.

³ - فأما الكفاءة التبادلية فتتحقق بانخفاض تكاليف التبادل، وأما الكفاءة الهيكلية فتتحقق بثبات الأسعار، وأما الكفاءة التشغيلية فتتحقق بانخفاض الفرق بين أسعار

ثانياً: خاصية التجزئة

تواجه المصارف الإسلامية في محاولتها للتوسع في الاستثمار طويل الأجل بالإضافة إلى إشكالية سيادة الطابع الأولي، مشكلة تدبير الموارد المالية بالكم الكافي، إذ من المعلوم بدهاء أن المشاريع طويلة الأجل يعتمد نجاحها بشكل كبير على توافر الموارد المالية بكم كبير، ومثل هذا الكم في الحقيقة يصعب تواجده لدى كافة شرائح المجتمع، ما يعني أن المشاريع التنموية التي يعرضها المصرف الإسلامي مشاركة أو مضاربة ونحو ذلك مما هو في حكم الأساليب طويلة الأجل، سيكون الإقبال عليها قاصراً على فئة دون الأخرى، الأمر الذي قد يحرم تلك المصارف من تنفيذ الكثير من الفرص الاستثمارية ذات الطابع التنموي ومن الاستفادة من عوائدها المجزية، فيتأثر بذلك هيكلها الاستثماري سلباً بالميل نحو الأشكال الاستثمارية الأخرى التي ينبغي أن تكون أقل حظاً وفقاً للطابع التنموي المفترض فيها.

وبما أن هذا الإشكال مُرتبط أساساً بطبيعة العقود الأولية (المشاركة والمضاربة ونحوها)، فإن تدليل ذلك الإشكال يحتاج إلى عملية تكيف لتلك العقود يجعلها متاحة لأكثر شريحة ممكنة من المستثمرين - حتى لصغار المدّخرين -، وذلك يستدعي استحضار بُعد التجزئة فيها، فكما أن رأس المال يمكن أن يكون كتلة واحدة يقدمه شخص واحد أو أشخاص معدودون، كذلك يمكن لرأس المال اللازم للمشروع أن يكون أجزاءً موزعة بصورة حصص تكون قابلة للتداول، وهو الأساس ذاته الذي تقوم عليه عملية التصكيك، فوفقاً لهذه الأخيرة وبعد تحديد حجم الأصول أو الفرص الاستثمارية المطلوب تمويلها وتقدير تكلفتها، يتم تجزئة رأس المال المطلوب إلى حصص تحمل قيمة نقدية متفاوتة الصغر تناسب مع الإمكانيات المتاحة لمختلف الأفراد، فتتاح لهم بذلك فرصة مشاركة المصارف الإسلامية في استثماراتها التنموية - ولو بقدرٍ قليل من السيولة -، ويحصل المصرف الإسلامي في المقابل على التمويل المطلوب لتنفيذ استثماراته الحقيقية.

فعامل التجزئة إذن يعدُّ فرصة حقيقية لنجاح تمويل المشاريع الاستثمارية الكبرى ذات الجدوى الاقتصادية العالية، ذلك أنه بتقسيم رأس المال إلى قيم صغيرة:

☞ تصبح قيمة الحصّة من رأس المال مقبولة وفي متناول أكبر عددٍ ممكن من صغار المستثمرين والمدّخرين.

☞ يصبح بالإمكان بيع الحصّة المطروحة أو تغطية أكبر قدرٍ من الحصّة المطروحة للبيع.

☞ تتيح إمكانية الحصول على التمويل المطلوب نقداً.

وبناءً على ذلك فإن عملية التصكيك باستيعابها لهذا العامل تصبح بمثابة فرصة هامة للمصرفية الإسلامية في توجيهها نحو تجسيد الدور التنموي تجسيدا واقعياً.

الشراء والبيع. أنظر: سمير عبد الحميد رضوان، "أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية ودراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية"، مرجع سبق ذكره ص 65-66، بتصرف.

ثالثاً: خاصية التداول

مما هو معلوم عن العقود الأولية بالإضافة إلى تدنيّ درجة سيولتها وضعف قابليتها للتجزئة انخفاض قابليتها للتداول، فالمصرف الإسلامي لا يسعه نقل ملكية المشاريع الناشئة في إطار تلك العقود كلّها (دفعة واحدة) إلى طرف آخر بسهولة وسُرعة كافيتين تسمح له بالانتقال من مشروع أو مجموعة مشاريع إلى أخرى، كما لا يسعُه نقل جزء من تلك الملكية إلى طرف آخر، أو كل تلك الملكية إلى أطراف متعدّدة.

وفي ظلّ هذا، فإن من الواضح جداً أن المصرف الإسلامي سيجد صعوبة بالغة في تجسيد الدور التنموي المنوط به، إذ يتعدّر عليه تماماً التوسّع في الأنشطة الحقيقية وتنويعها، ما دام أمرُ تمويلها مرهون باسترداد المال المستثمر هنا وهناك، وما دام ذلك مرتبطاً بالانتظار حتىّ تصل المشاريع إلى مرحلة الإثمار الناجح وتنضيز الأصول، وهي فترة ليست بقصيرة البتّة، أو بتصفية الأصول قبل انتهاء دورة المشروع ما قد يكلفه خسارة، أو بالبحث عن مشترٍ وذلك أشقُّ وأعسر كذلك.

وإذ تبينّ هذا، فإن من الواضح أن ثمة حاجة إلى تكييف وتعديل تلك العقود يجعلها متاحة للتعامل فيها بيعاً وشراءً، وذلك يستدعي استحضار بُعد التداول، وهو بُعد متاح في عملية التصكيك فبعد تحديد الفرص الاستثمارية المطلوب تمويلها وتقدير تكلفتها، يتم استصدار صكوك - تمثل حصصاً شائعة في موجودات المشروع المعين -، وطرحها لجمهور المستثمرين للتعامل فيها بيعاً وشراءً، حيث يصبح بالإمكان عندئذٍ لأيّ مستثمر شراء حصّة من المشروع الاستثماري بشراء الصك الذي يمثّل تلك الحصّة. ويكون بإمكان المصرف الإسلامي حينذاك استرداد المال المستخدم في المشروع والانتقال بين الفرص الاستثمارية المتاحة في السّوق بسهولة وسرعة كبيرتين.

فخاصية التداول إذن تكفل للمصرف السّهولة والسّرعة في الخروج من العملية الاستثمارية متى شاء، ببيع ملكيته إلى مستثمرين آخرين. ومن ثمّ فإن استحضارها في العقود الأولية (من مشاركة ومضاربة ونحوهما) سيتيح للمصرفية إمكانية كبيرة جداً للتوسّع في الأنشطة الاستثمارية الحقيقية، وبالتالي ممارسة دور تنموي مقبول.

المطلب الثالث: التصكيك ودوره في إدارة بعض أشكال مخاطر الاستثمار طويل الأجل

تعدّ الاستثمارات طويلة الأجل بلا شك من أكثر أشكال الاستثمار صُعبية وخطورة على نشاط المصارف عامّة والإسلامية خاصّة، ذلك أنّها تتعلّق أساساً باستثمارات مُعمّرة تعمل لفترة طويلة من الزّمن، ولها شكل أقلّ سيولة وأكثر مقاومة للتصفية الفورية، كما أن مبالغها عادة ما تكون ضخمة وكبيرة. فأما كونها استثمارات طويلة الأجل فهذا يعني أنّها ستستمرّ لفترة طويلة الأمر الذي يُفقد المصرف قدرته على المرونة ويجعله غير متأكّد من التّجّاح التّهائي للاستثمار إلّا بعد مضي فترة طويلة يظلّ فيها أسير حوادث مستقبلية غير معروفة له بالتأكيد. يُضاف إلى ذلك أن نجاح المصرف في تحقيق

المراد يتوقّف على دقّة التقديرات والتنبؤات، وكما نعلم فإن هذه التقديرات إمّا أن تُفضي إلى استثمارات زائدة عن اللازم وإمّا إلى استثمارات أقلّ من اللازم، وكلتا الحالتين تسفر عن مخاطر، فالاستثمار الزائد يقيّد الموارد ويحمّلها نفقات زائدة ومزمنة، والاستثمار الأقلّ يفتح الطّريق أمام المنافسين بما يُفقد المصرف المالك للمشروع جزءاً من السّوق والعملاء يصعب استردادهم إلّا بإنفاق مصاريف بيعية كثيفة أو بتخفيضات سعرية واضحة. وكونها تنطوي على تخصيص قدر كبير من الموارد الاقتصادية المتاحة حالياً فإن ذلك سيغرق جزءاً كبيراً من أموال المصرف في أصول ثابتة مخصّصة لا يتم إنتاجها إلّا بالطلب ولفترة زمنية طويلة¹.

بناءً على هذا الطّرح، وفي إطار السّعي نحو تغليب التوجّه الاستثماري طويل الأجل في نشاط المصرفية الإسلامية، فإننا نبادر إلى التساؤل عن أشكال المخاطر التي يسببها اعتماد هذه الأخيرة للاستثمار طويل الأجل كنشاط محوري في عملها. وإذا كان الاستثمار طويل الأجل يتم في إطار الأساليب التي رأيناها سابقاً - من مشاركة ومضاربة ونحوها -، وإذا كان قد تبين لنا من خلال التحليل السابق انخفاض فعالية تلك الأساليب في التعامل مع طبيعة تلك الاستثمارات، فإننا نتساءل في هذا الصّدّد عن الحلول التي يُتيحها التصكيك في سبيل التعامل مع تلك الطبيعة المتميّزة بمرونة وفعالية، بما قد يدفع المصرف إلى التوسّع في ذلك الشّكل الاستثماري دون وجل.

أولاً: أشكال المخاطر التي يسببها التركيز على الاستثمار طويل الأجل لنشاط المصارف الإسلامية

اعتباراً ممّا تمهد، وقياساً على السّمات والخصائص التي ينفرد بها الاستثمار طويل الأجل، فإننا نميل إلى القول بأن ثمة شكلين أساسيين من المخاطر ينجّران عن توسّع المصرفية الإسلامية في ذلك النوع من الاستثمارات، نرى لهما تأثيراً سلبياً على نشاطها، وتحديدًا هما: خطر السيولة وخطر الفشل في تحقيق العائد المرجّح أو المتوقّع على الاستثمار.

أ. خطر السيولة: لئن كنا قد أشرنا آنفاً بالقول أن الاستثمارات طويلة الأجل غالباً ما تتطلب إنفاقاً مالياً ضخماً، وتستغرق زمناً طويلاً، فإن محاولة المصرفية الإسلامية التوسّع في هذا الشّكل الاستثماري بما يخدم طبيعتها التنموية سيغرق نصيباً كبيراً من مواردها المالية في تلبية احتياجات ذلك النشاط، ويؤدّي إلى تجميدها زمنياً قد يصل إلى مرحلة الإثمار والانتهاء من المشروع، الأمر الذي قد يجعلها عرضة لما يسمى بمخاطر السيولة (تحديداً حالة العجز). حيث أنه في حال انخفاض التدفّقات التّقديّة لتلك الاستثمارات، أو حال عدم المقدرة على تحويل الأصول الاستثمارية إلى سيولة عند الحاجة وبسهولة (مخاطرة تسيل الأصول) بسبب نقص أو غياب الأدوات والأساليب الكفيلة بتحقيق ذلك، فإن

¹ - سيد الهواري، "الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية: الاستثمار"، مرجع سبق ذكره، ص 111-112، بصرف.

المصرف الإسلامي عندئذٍ سيجد صعوبة في مقابلة ما يجب عليه قانوناً ونظاماً أن يفِي به، من مسحوبات الودائع، ومصرفات التشغيل ومقابلة التزامات الدَّيون. ويزداد الوضع تأزماً في حال عجزه عن استقطاب موارد إضافية عن طريق طلب التمويل بتكلفة معقولة وبأسلوب يتماشى مع تعاليم الشريعة الإسلامية (مخاطرة تمويل السيولة).

وفضلاً عن ذلك، فإن ثمة مصدراً آخر من مصادر خطر السيولة الكامن في الأنشطة الاستثمارية طويلة الأجل، وهو خطر تعرُّض رأس المال المستثمر للخسارة، ويأتي على قمة هرم مصادر خطر السيولة، ذلك أن المصدرين الآخرين يمكن جبرهما بشكلٍ أو بآخر، أما إذا تلف الأصل فلا حيلة لتعويضه أو جبره بل إن المصرف يصل بفعل ذلك إلى مرحلة الإفلاس، خاصة وأن رأس مال الاستثمارات طويلة الأجل يمتص جزءاً كبيراً من الموارد كما أسلفنا الذكر.

ب. خطر الفشل في تحقيق العائد المتوقع (ويشمل ذلك تدني قيمته وعدم تحقُّقه كذلك): فبالإضافة إلى خطر السيولة، تحمل الاستثمارات طويلة الأجل وبشكلٍ كبير خطر الفشل في تحقيق العوائد المتوقعة. وهو خطر يرتبط بدوره بنوعين من المخاطر، مخاطر الإنتاجية وهي الناشئة من نقص المعلومة التقنية، بينما الآخر يعود لمستقبل الطلب على الإنتاج¹.

وتأتي حساسية هذا النوع من المخاطر من أهمية هدف الربح بالنسبة للمصرف من ناحية، ومن كون أن عوائد الاستثمارات طويلة الأجل عادة ما تكون عالية وتشكّل جزءاً كبيراً من أرباح المصرف الإسلامي من جانب الآخر، وبناءً على ذلك فإنه إذا كان التباين بين العائد المتوقع والعائد الفعلي من الاستثمار كبيراً فإن ذلك سينعكس سلباً على رضا المساهمين والمودعين، كما يؤدي إلى ضعف الموقف التنافسي وإلى احتمال فقدان الحصّة السوقية... وهلمَّ جرّاً من الآثار السلبية المصاحبة لذلك.

هذا، ونقرّ بأن جميع المخاطر التي تتعرَّض لها الاستثمارات طويلة الأجل تنعكس بآثارها السلبية على نشاط المصرف الإسلامي ككل - ذلك لأن المشروع هو جزء لا يتجزأ من هذا الأخير، فمخاطر التشغيل (ارتفاع مصاريف التشغيل عن معدّلاتها المتوقعة) التي يتعرَّض لها المشروع الاستثماري تستوجب مواجهتها توفير المزيد من السيولة، وهذه السيولة سيكون مصدرها موارد قد تكون مخصّصة لتوظيفات أخرى، وهكذا الحال بالنسبة للأشكال الأخرى من المخاطر ولكن وفق اعتبار مختلف بطبيعة الحال - بيد أننا اقتصرنا فقط على هذين الشكّلين أساساً لأن السيولة والربح هما أهمّ عاملين في نشاط المصرف ككل، ثم إن جميع المخاطر تسير بآثرها السلبي نحو تدنية معدّل العائد على الاستثمار، كما أن جميع المخاطر تبلغ ذروتها فتتحوّل في النهاية إلى أزمة سيولة.

¹ - إبراهيم بن صالح العمر، "الدور التأموي لخدمات الوساطة المالية في النظام المصرفي في المملكة العربية السعودية خلال الفترة 1980-2005"، ورقة بحثية مقدمة للقاء السنوي السادس عشر لجمعية الاقتصاد السعودية بعنوان "الخدمات المالية في المملكة العربية السعودية"، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2007، بتصرف.

ثانياً: الحلول التي تتيحها عملية التصكيك لتقليل المخاطر أو الحد منها

يعدُّ فهم المخاطر المحتملة والتحوُّط منها (أي إدارتها) من الأعمال والإجراءات الحاسمة التي تساعد المصارف الإسلامية على استمرار المحافظة على طبيعتها الاستثمارية المتميزة. وهي عملية تعتنى أساساً بحماية قيم الموجودات ومصادر الدخل لضمان تحقيق مصالح المساهمين بما في ذلك المودعين، وفي نفس الوقت لزيادة العائد إلى أقصى حد، وذلك من خلال تحديد المخاطر المتوقعة من وراء كل قرار والقياس السليم لحجمها في صورة الخسائر المترتبة عليها، والاحتياط لذلك مُسبقاً باستخدام الأدوات المالية لامتنعاص هذه الخسائر أو التقليل من حجمها.

من الواضح بناءً على ما سبق أن إدارة المخاطر بشكل ناجح مُرتبط أساساً بالمحافظة على موارد المصرف من ناحية، وبضمان تحقيق العائد المتوقع من ناحية أخرى. وتحقيق هذا وذاك مُرتكز هو الآخر بتوفر أساليب تستوفي من الخصائص ما يوفِّر أسباب تجسيد الهدفين تجسيداً صحيحاً.

وبالنظر في التحليل السابق لمظاهر كفاءة وفعالية أسلوب التصكيك نهتدي إلى القول بأن ثمة فرصة حقيقية للمصارف الإسلامية لإدارة المخاطر الناجمة عن توسُّعها في الأنشطة الاستثمارية طويل الأجل بواسطة ذلك الأسلوب لكونه يستوعب عدداً من الخصائص المساعدة على تحقيق ذلك، نذكر منها تحديداً:

☞ **التنوع كمنفذ لتقليل مخاطر العائد:** فمع الإقرار بأنه لا يمكن التحرُّز بشكلٍ نهائي من احتمال عدم تحقُّق العائد المتوقع - حتى مع وجود دراسات جدوى مدقَّقة - نظراً لحُضوع المشاريع لعوامل مستقبلية يغلب عليها الظن وعدم التأكد، إلا أن ثمة فرصة حقيقية للتقليل من أثر ذلك الخطر على الأرباح الإجمالية للمصرف الإسلامي في حال وقوعه، وذلك من خلال مبدأ أو خاصية التنوع التي تتيحها عملية التصكيك، فإذا قام المصرف بتوزيع موارده على مجالات وقطاعات مختلفة، وقام بتنوع حافظته الاستثمارية (المشاريع الاستثمارية) تنوعاً يتوافق ومنتجات التصكيك، خاصة صكوك الاستثمار، فإنه عندئذٍ يتمكّن من توزيع المخاطر وتفتيتها على مختلف المشاريع المنقَّدة، فلا يبقى إلا احتمال طفيف بحدوث خسارة صافية - فمن المحال أن تحقِّق كل المشاريع الممولة خسارة أو يتباعد فيها العائد المتوقع عن المحقَّق تباعداً كبيراً، اللهم إلا في ظروف نادرة -، فالأرباح الكبيرة التي يحقِّقها مشروع ما - وهي التي تحصل في الأسواق ذات الأداء الجيّد - تقلل من الأثر السلبي لنقص الأرباح الحاصل في مشروعٍ آخر وهكذا.

فالتنوع إذن يتيح فرصة لتحسين مستوى العائد العام، وارتفاع مستوى العائد هو عامل جذب قويٍّ للمدخرات ذات الطبيعة المخاطرة، ووجود هذه الأخيرة بحجم كبير محقِّز قوي للمصرف للتوجّه نحو الأنشطة الاستثمارية الحقيقية.

☞ **التسييل والتداول كمنفذ لتقليل مخاطر السيولة:** فقد رأينا سابقاً أن الاستثمارات

طويلة الأجل هي مصدر قويّ لتعرض المصارف الإسلامية لخطر السيولة، ذلك أنّها أصول صعبة التسييل وعلى درجة قليلة من قابلية التداول، أي أن التوسع فيها يُعدُّ ضرباً من المغامرة قد يهدد استقرار المصرف الإسلامي ووجوده. لكن في المقابل انتفاؤه تماماً من هيكل الاستثمارات أمرٌ يقدر في سبب إنشائه وإخراجه إلى الوجود. وللموازنة بين هذا وذاك كان لابدّ من استحداث وسائل تسمح بالتوسع في ذلك الشكل الاستثماري بما يخدم الطبيعة التنموية للمصرف من ناحية، ومن ناحية أخرى تتيح إمكانية لتذليل عقبة الجمود التي تميّز تلك الاستثمارات، بما قد يحمي المصرف من خطر عجز السيولة. فجاءت عملية التصكيك كاستجابة لتلك الحاجة، حيث أنّها تساعد على تفكيك الأصول الاستثمارية (المشاريع) إلى حصص تقبل التعامل فيها بيعاً وشراءً. وليس من شك في أن الاستثمار على أساس حصص قابلة للتداول والبيع في السوق يُسهم بشكل كبير في تقليل خطر السيولة، فمتى ظهرت للمصرف حاجة للخروج من العملية الاستثمارية واسترداد رأس المال، قام بتصكيك المشروع وعرضه للبيع في السوق، وبذلك يتمكن من توفير السيولة اللازمة للدخول في عمليات استثمارية أخرى. وبتعميم عملية التصكيك على سائر الاستثمارات طويلة الأجل، يضمن المصرف الاستفادة من خاصية التسييل والتداول، ويضمن عندئذ سهولة الانتقال بين مختلف الأنشطة الحقيقية، وبذلك يتجه نحو تجسيد الدور التنموي وتأصيله.

المبحث الثالث: المزايا الأخرى للتصكيك الإسلامي في عمليات المصارف الإسلامية

لئن كانت المنافع - المشار إليها آنفاً - التي تُسفر عنها عمليات التصكيك - وهي المتمخضة عن المقومات والمؤهلات التي تتضمنها العملية - فيها من الحفز والاستحثاث ما قد يصرّف المصرفية الإسلامية إلى العناية أكثر بالنشاط الاستثماري طويل الأجل، ويحملها على التضلع منه بقدر أكبر، فإن الاجتزاء بتلك المنافع وحدها قد لا يكفي في الحقيقة لدفع المصارف الإسلامية نحو تعاطي النشاط الاستثماري طويل الأجل بالقدر المطلوب منها كمؤسسة استثمارية تنموية بالدرجة الأولى، فثمة من المجالات الاستثمارية الحاضنة للأنشطة التنموية الخالصة - ويتعلّق الأمر هنا بالسوق المالية الإسلامية - ما لم تستطع المصارف الإسلامية - على الرغم من سعة وتنوع عدتها - ادراكه والوصول إليه، وثمة من الموقّات المثبّطة لذلك الشكل الاستثماري - ونقصد بذلك حصراً سياسات المصارف المركزية - ما لم تتمكن تلك المصارف من تطويعها والتغلب عليها.

وإذ تبين هذا، فإن من الواضح أن نضج واستواء النشاط الاستثماري طويل الأجل لدى المصارف الإسلامية لن يستقيم ولن يكتمل إلا بتعظيم الإفادة من السوق المالية الإسلامية، وتذليل جملة العقبات المنبثقة عن القوانين والتنظيمات الصادرة عن المصرف المركزي. وتحقيق هذا وذاك قد يتأتى أو يتاح - في نظرنا - بالأخذ بآلية التصكيك، وذلك نظراً لما تستوفيه من مقومات ومؤهلات استثمارية.

بناءً على ما سبق بيانه وذكره فإن هذا المبحث يهدف بشكلٍ دقيقٍ إلى بحث دور التصكيك في توفير مخارج للتخفيف من حدة الإشكالات الناجمة عن الخضوع لسياسة المصرفي المركزي النقدية، وفي خلق نواة لسوق مالية إسلامية فعّالة مساندة لسياسة التوسع المرتجاة، والدفع بالمصرف نحو الضلوع في الأنشطة الاستثمارية المنتجة بشكلٍ أوسع، وعلى نحوٍ يستكمل به الدور التنموي المنتظر منه.

المطلب الأول: التصكيك ودوره في بناء سوق مالية إسلامية فعّالة مساندة لتوجه المصارف الإسلامية نحو التوسع في الاستثمار طويل الأجل

تعتبر السوق المالية بوجه عام مجالاً واسعاً للاستثمار وتوظيف الأموال-تعدد فيه الطرائق والوسائل، وتتنوع فيه المجالات والخيارات-، وملاً هاماً يأوي إليه أكثر جمهور المستثمرين-على اختلاف إمكاناتهم المادية والتنظيمية- في سعيهم نحو استثمار فوائضهم المتراكمة استثماراً مدرّجاً للعوائد المعقولة المقبولة، ورغبتهم في استرجاع وتسييل استثماراتهم-خاصةً طويلة الأجل منها- في الوقت المناسب.

وبصفة خاصة، تعدّ السوق المالية الإسلامية في ظل اقتصاد إسلامي يقوم على المشاركة مطلباً ملحاً للغاية، إذ يتيح وجودها فرصة هامة للمصرفية الإسلامية-ككيان مهمٍ يقوم على ذلك المبدأ- لتجسيد طابعها التنموي تجسيدا كاملاً وصحيحاً، فمنها تتدفق الموارد الملائمة -كمّاً ونوعاً- لممارسة الأنشطة الاستثمارية الحقيقية، وعن طريق أدواتها تتمكّن تلك المصارف من تدوير مواردها بين مختلف المجالات، فلا يعوقها في ذلك لا طابع انخفاض السيولة الذي كثيراً ما يغلب على المشاريع الاستثمارية ولا صعوبة التداول التي لا تنفك عن أيّ نوع من أنواع الاستثمار الحقيقي.

بيد أن إقامة تلك السوق ومدّها بأسباب الفعالية والكفاءة أمرٌ مشروط بوجود ركائز ثلاث هي المؤسسات والأدوات والسياسات. فأما المؤسسات والأدوات فبها وعليها يقوم العرض والطلب في السوق، وأما السياسات والتشريعات فهي للضبط والتوجيه. والحال أن جلّ هذه دعائم في كلّ المجتمعات الإسلامية الحالّة بها هذه السوق-بقدرٍ من التفاوت- هي على قدرٍ من النقص والضعف لأسباب كثيرة¹. وبما أن هذا النقص لا ينعكس بسلبياته على تلك السوق لوحدها، بل يمتد ليطل نشاط المصرفية الإسلامية كذلك، فإن ثمة حاجة ماسّة وملحّة لتصويب وتسييد الوضع، خاصة وأن هذه الأخيرة تمثّل الجانب الأكبر من النظام المالي الإسلامي. والتسييد هذا قد يتمّ من خلال الأدوات والأساليب فقط، فقد تكون الأداة سبيلاً إلى إيجاد ركيزة المؤسسات، وقد تنتظم الأداة من الضوابط والتوجيهات ما يكفي لإيجاد جانب السياسات والتشريعات. فإذا كان الحال كذلك، فهل يجد الناظر في

¹- لأخذ فكرة عن هذه الأسباب أنظر: عبد علي الجارحي، "تعقيب على بحث سبل النهوض بسوق مالية فعالة في جذب المدخرات داخلياً وخارجياً لتمويل البنية الأساسية" للباحث صالح جميل ملائكة ضمن كتاب بعنوان: "أعمال ندوة التعاون بين الحكومة والقطاع الأهلي في تمويل المشروعات الاقتصادية"، مرجع سبق ذكره ص 443. أحمد محي الدين أحمد حسن، "عمل شركات الاستثمار الإسلامية في السوق العالمية"، بنك البركة الإسلامي للاستثمار، البحرين، الطبعة الأولى، 1986 ص 207.

تشكيلة الأدوات الاستثمارية الإسلامية المعاصرة تلك الأداة التي تُسَعَف على توفير الركائز الثلاث والجمع بينها.

يقودنا تفحص تشكيلة الأدوات المالية الإسلامية المعاصرة إلى شدّ النَّظَر لأسلوب التصكيك وإلى القول بأنه ذلك الأسلوب الذي يُرتجى منه إسهاماً فعّالاً في توفير القواعد الأساسية للسوق المالية الإسلامية، ولسوف يحمل العرض الموالي دلائل تنمُّ على ذلك.

أولاً: السوق المالية الإسلامية ومدى أهميتها لنشاط الصّيرفة الإسلامية وبالأخص نشاطها الاستثماري طويل الأجل

باختصارٍ شديد ترتبط حاجة المصرفية الإسلامية الملحة للسوق المالية الإسلامية -خاصة في إطار سعيها نحو تحقيق طبيعتها التنموية القائمة على نهج التوسع في الاستثمارات الحقيقية-، بثلاث أبعاد أساسية هي:

☞ لقد سبق وأشرنا في أكثر من مقام إلى أن الأصول المالية لأنواع التمويل الاستثماري المصرفي تُعتبر - بعدما تتم عملية التمويل - منخفضة السيولة، وبقاؤها على هذا الحال يحرم المصرف الإسلامي من اقتناص وتنفيذ أكبر قدرٍ من الفرص الاستثمارية المعروضة في السوق. وبناءً على ذلك فإن ثمة حاجة إلى سبيل للتخلّص من تلك الميزة وما يصاحبها من آثار سلبية، وذلك السبيل هو عملية التسييل، وهو جانب أساسي توفّره عادة السوق المالية من خلال الأدوات المالية، حيث تتمكّن بواسطته المصارف الإسلامية من تحويل أصولها الثابتة (المشاريع) إلى أصول يسهل التصرف فيها.

☞ معلوم أن تنفيذ المشاريع الاستثمارية يحتاج إلى موارد مالية ضخمة، والمصرف الإسلامي مهما عظمت موارده فإنه لن يستطيع أن يوفّر تمويلًا لكلّ فرصة استثمارية مرحة تلوح في الأفق، فالودائع الاستثمارية ليست على قدر من السهولة في التعبئة والتجميع، وحتى لو افترضنا القدرة على تجميعها في وقت قريب، فقد لا تحمل صفة المخاطرة وطول الأجل. وعلى خلاف ذلك نجد أن السوق المالية تتيح الفرصة لاستقطاب الموارد بشكلٍ عاجلٍ وبكمّ كبيرٍ وبطبيعة يغلب عليها المخاطرة، فبطبيعة الأسواق المالية الإسلامية بشكلٍ خاص قائمة على المشاركة وتعبئة المدخرات بطريق المساهمة في ملكية رأس المال والمشاركة في المخاطر والأرباح.

☞ أمّا البعد الثالث فهو بعد التداول، وهو أيضاً جانب مهم توفّره الأسواق المالية، يُسهّم في انتقال الملكيات الاستثمارية من طرف إلى آخر. وهو عاملٌ ضروري جداً للمصارف الإسلامية في سعيها نحو توسيع نشاطها الاستثماري التنموي، إذ كيف يُتاح لها طرقٌ مختلف المجالات الاستثمارية الحقيقية إذ لم تُتَح لها قدرة على التعامل في الأصول الاستثمارية بيعاً وشراءً. فمن دون هذا البعد سوف تقتصر تلك المصارف على عددٍ محدودٍ ويسير من المشاريع الاستثمارية -بقدرٍ ما يمتلكه من موارد ذات طبيعة

استثمارية-، فتخسر بذلك فوائد التنويع، وتقلّ فرص تجسيد أساسها النظري كمؤسّسات استثمارية تهدف إلى تحقيق تطّعات المجتمع الإسلامي إلى التنمية الاقتصادية والاجتماعية. بناءً على هذا الطّرح فإن سعي المصرفية الإسلامية نحو المساهمة في إقامة هذه السّوق بمدّها بأسباب الحضور-خاصّة في جانب الأدوات- هو أمرٌ جدّ ضروري قد يُضاهي الدور التنموي المرتجى منها تجسيده وتحقيقه.

ثانياً: متطلّبات بناء سوق مالية إسلامية كفؤة وفعّالة

لئن كان قد اتّضح لنا ممّا سبق حاجة المصارف الإسلامية الملحة للسّوق المالية في سعيها نحو ممارسة دور تنموي ملحوظ، فإن استيفاء تلك المصرفية لحاجاتها ينبغي أن يتمّ في سوق تُقيم اعتباراً لطبيعة وخصوصيّات النشاط الاستثماري الإسلامي. وفي تقديرنا فإن الحضور الفعلي للسّوق المرغوبة على أرض الواقع رهين بتوفّر جملة من المبادئ والشّروط والقيود، نعدّ منها:

☞ ضرورة تبعية السّوق المالي للسّوق العيني: بمعنى أن تحرّكات سوق الأوراق المالية ينبغي أن تكون تابعة وقويّة الارتباط بتحركات سوق السلع العينية، وذلك يعني سيادة المعرفة الاقتصادية الحقيقية في توجيه تحركات الورقة المالية.

☞ ضرورة استناد القيم السّوقية على توقّعات المدى البعيد بدلاً من تغيّرات المدى القريب، وذلك للحدّ من الاتجاهات المضاربية البحتة وتشجيع الاستثمارات ذات الأجل الطويل.

☞ التوجّه السلوكي العام لمجتمع الممولين ينبغي ألاّ يجعل مصدر إشباعهم منحصراً في متوقّع العائد التّفدي فقط، وإمّا يتعدّاه إلى إشباع الرّغبة في المشاركة الإيجابية لإنجاز الأهداف الاقتصادية للمجتمع المسلم. فسيادة الدّوافع المضاربية وانصراف المستثمرين نحو متابعة التغيّرات الدّقيقة في متوقّع العائد التّفدي خلال المدى القريب مدّعاة إلى إضعاف الشّعور الانتمائي لمجتمع المستثمرين الفاعلين إلى شركات بعينها. ويؤدّي ذلك إلى استمرار الإدارات غير الكفؤة بسبب بُعدها عن المحاسبة والمساءلة حيث يكتفي أكثر حاملو الأوراق المالية بتوقيع بيانات التفويض من بعيد¹.

☞ ينبغي أن تتميّز عمليات البيع والشّراء بالشّروط التالية: قبض الأوراق المشترية، الدّفع الكامل في مقابل القبض، وتوافر القصد في وقت الشّراء بالاحتفاظ بالأوراق المالية لمُدّة غير محدودة.

☞ حظّر الممارسات التجارية غير العادلة، ومنع التلاعب بأسعار الأوراق المالية من جانب السّماسرة أو الوسطاء أو المديرين أو كبار حملة الأوراق المالية بالاستناد إلى معرفتهم بأسواق الأوراق وأوضاع الشّركات². والممارسات الأخرى غير الصّححية التي تخلق ظروفاً اضطرارية في السّوق، وتتعارض مع المصلحة العامّة.

¹ - سيف الدين إبراهيم تاج الدين، "نحو نموذج إسلامي لسوق الأسهم"، مرجع سبق ذكره، ص 82.

² - أنظر: محمد عمر شابرا، "نحو نظام نقدي عادل"، مرجع سبق ذكره، ص 91-98، بتصرف.

- ☞ أتباع نظام شراء الأوراق المالية نقداً-بدلاً من أسلوب التغطية-، لأن ذلك يخدم صحة الأسواق المالية، وهو أمرٌ مهم جداً لتشغيل الاقتصاد القائم على المشاركة تشغيلاً فعالاً.
- ☞ تحديد الأسعار يجب أن يكون بناءً على قوى السوق من خلال آلية العرض والطلب. ومن جهة أخرى يجب أن تكون أسعار الأوراق المالية مساوية لقيمتها الحقيقية في جميع الأوقات، وبلوغ ذلك مُرتحن بشرطين وهما: توافر المعلومات الموضوعية الدقيقة حول المراكز المالية للجهات المصدرة للورقة المالية والمتغيرات المفسرة الأخرى، وإتاحتها للجمهور من ناحية، وإمكانية استيعاب المعلومات المتنوعة ومعالجتها لتقدير القيم التبادلية المنضبطة دون مبالغة أو غلوٍ من جانب آخر. فإن لم يتوفر هذين الشرطين فإن مجرد السماح لقانوني العرض والطلب لكي يتفاعلا في حرية مُطلقة لا يضمن تحقيق أو حتى الاقتراب من القيم الاقتصادية المنضبطة¹.
- ☞ ضرورة توافر معلومات كاملة للمشتريين والبائعين عن مختلف جوانب المعاملة التي هم بصددتها ولا سيما إذا كانت تلك المعلومات تؤثر على سعر الأصل. ويُضاف إلى ذلك شرط التماثل (العدالة)، أي أن تكون متاحة للجميع بالقدر نفسه وفي الوقت نفسه ودون تكاليف. وقبل ذلك كله ينبغي أن تكون المعلومات موثوقة وذات صلة.
- ☞ العمل قدر المستطاع على تجنب الوسطاء في المعاملات إلا إذا كانوا يؤدّون بحسن نية خدمات تُساعد على سلاسة التعامل في السوق.
- ☞ ينبغي أن تكون معدّلات أرباح الأوراق المالية معقولة، وذلك بغرض كسب ثقة المستثمرين.
- ☞ الاهتمام بالسوقين الأولية والثانوية بشكل متكافئ، والأخذ في الاعتبار أن معيار الكفاءة هو مدى تمويلها للمشروعات المنتجة الجديدة.
- ☞ ألا تكون أدوات الدين هي الغالب في تعاملاتها، وأن تشجع وتحفز على تداول أدوات الملكية بشكل واسع² (أي تلك الأدوات التي تمثل ملكية شائعة في أعيان أو منافع أو خدمات، وحاملها يستحق أرباحها إن وُجدت كما يتحمل خسائرها إن وُجدت).
- ☞ اتصاف المستثمرين بالرشد، أي أنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها وراء استغلال ثرواتهم.
- ☞ منع أو تضييق المعاملات الآجلة بمختلف أنواعها.
- ☞ توافر عنصري السيولة والعمق اللذين يعتبران من أهم عناصر دفع الأسواق المالية نحو الأفضل وذلك يستوجب تسهيل إدراج الشركات والمشروعات في السوق المالي عن طريق إزالة العوائق القانونية.
- ☞ ضرورة أن يكون النظام المهيمن على عمليات السوق المالية الإسلامية هو الشريعة الإسلامية عبر

¹ - سيف الدين إبراهيم تاج الدين، "نحو نموذج إسلامي لسوق الأسهم"، مرجع سبق ذكره، ص 67، بتصرف.

² - اتحاد المصارف العربية، "دور الصيرفة الإسلامية في تعبئة الموارد والأدوات الإسلامية الحديثة"، مرجع سبق ذكره، ص 140، بتصرف.

أنظمتها المخصصة وتشمل: الهيئات الشرعية الخاصة بالمؤسسات، الهيئات الإسلامية الدولية المتخصصة بتطوير المعايير والإرشادات الشرعية.

☞ ضمان سهولة الاتصال بين المتعاملين مباشرة أو عن طريق الوسطاء، وذلك باستحداث أجهزة العرض والاتصال والتسجيل ونظم المعلومات.

☞ حرية الدخول والخروج من وإلى السوق، على اعتبار أن ذلك بمثابة عنصر هام لتحقيق التنوع في أساس التمويل، حيث يضمن للمؤسسات القدرة على الحصول على الأموال الجديدة وبيع الموجودات والأوراق بسهولة ومن دون انخفاض كبير في الأسعار¹.

☞ خلو المعاملات من الربا والغرر والضّرر والاستغلال وكل أنواع الظلم.

☞ أن يكون محل العقد أو المعقود عليه ممّا هو مباحّ شرعاً.

☞ الحرص على تنوع الأدوات المالية من حيث الحجم والنوع تلبيةً لاحتياجات المتعاملين في السوق من حيث المخاطر والعوائد.

☞ توفير قاعدة عريضة من المؤسسات المصرفية والمالية الإسلامية، فينبغي أن تستوعب السوق الكفوة والفعالة نسيج مؤسساتي متنوع (مصارف، شركات استثمار، شركات تكافل... الخ) يُساعد على تنشيط الحركة في السوق (زيادة حجم التداول والتعامل فيها) من خلال العمل على توفير السيولة وإيجاد التوازن الدائم بين العرض والطلب لتفادي أي هزات مُمكنة².

☞ تحجيم تكاليف المعاملات (التبادل)، على اعتبار أن ارتفاع تكاليف هذه الأخيرة يمنع تعديل السعر من أن يأخذ مجراه بصورة فورية ودقيقة³.

☞ أن تكون المعاملات ممّا فيها تحقيق لمصالح الشرع الخاصة والعامّة في المال، والتي تتلخّص في الزواج والثبات والحفظ والعدل.

هذه برأينا هي الشّروط والمتطلّبات الأصل التي يُثمر تنزيلها على الواقع تنزيلاً محكماً سوقاً مالية تجمع بين المصدقية الشرعية والكفاءة والفعالية الاقتصادية.

ثالثاً: التصكيك ومدى استيعابه لمتطلّبات بناء السوق المالية الإسلامية

لغن كنّا قد تناولنا بالذّكر وشيء من التفصيل أهم وأجلّ الشّروط التي بها يستقيم بناء وعمل السوق المالية الإسلامية، ولغن كنّا قد أشرنا في مقام من المقامات بالقول أن قيام هذه الأخيرة مُرتّهن بتوفير دعائم ثلاث هي الأدوات والمؤسسات والسياسات، وانصرفنا في المقام ذاته إلى القول أن ثمة امكانية للقيام على ذلك أتمّ القيام من خلال أسلوب التصكيك، فإن قولنا ذلك لا يعدو إلا أن يكون

¹ مجلس الخدمات المالية الإسلامية، "المبادئ الإرشادية لإدارة مخاطر السيولة للمؤسسات (عنا مؤسسات التكافل وبرامج الاستثمار الجماعي الإسلامي) التي تقدم خدمات مالية إسلامية"، مرجع سبق ذكره، ص 61، بتصرف.

² نبيل عبد الإله نصيف، "الأسواق المالية من منظور النظام الاقتصادي الإسلامي: دراسة مقارنة"، مرجع سبق ذكره، ص 1498.

³ محمد عبيد الله، "تحويل الشركات من منظور إسلامي"، جامعة الملك عبد العزيز، المملكة العربية السعودية، 2006، ص 39.

مقترحاً غير ذي بال ما لم تُشَقَّعه بحديث ينهض بالحجج والمرجحات الدالة على ذلك.

تأسيساً على الطّروحات السابقة المتعلّقة بمقومات الكفاءة والفعالية الاستثمارية لأسلوب التصكيك، وبأنواع منتجاته، وبدوره المتصوّر حول مساهمته في إنشاء المشاريع الإنتاجية، فإنّه يسوغنا القول بأن ذلك الأسلوب يُعدُّ فعلاً نقلهً نوعيةً وفرصةً هامةً في مسيرة العمل الجاد نحو إنشاء سوق مالية إسلامية كفاءة وذات فعالية، ذلك أن تنزيهه على الأنشطة الاقتصادية والمصرفية يمدُّ تلك السوق بأسباب تحريكها ونموّها وكفاءتها وفعاليتها كذلك، والحجّة في ذلك ماثلة في الطرح التالي:

➤ **التصكيك كسبيل نحو توسيع تشكيلة الأدوات المالية الإسلامية**، فكما أشرنا سابقاً فإن الأدوات المالية تعدُّ المحور الرئيسي الذي تقوم عليه عمليات السوق المالية، حيث أن كثرتها وتنوعها يُتيح إمكانيةً لتحريك جانبي العرض والطلب. ويُعتبر التصكيك من قبيل الأنشطة المؤهّلة لتحقيق ذلك، فمن ناحية العرض، يُتيح هذا الأخير صنوفاً متنوّعة من الصّكوك - ما يُقارب عشرة أنواع قابلة للتداول - ذات تطبيقات وأحجام مُختلفة (فصكوك المشاركة على سبيل المثال تحمل أربع صور تطبيقية، وكذلك الحال بالنسبة لباقي صكوك الاستثمار التي رأيناها)، وذات عوائد متغيّرة وأخرى ثابتة، ودرجات مخاطر متنوّعة أيضاً، تُوفّر الوسائل المتباينة لاستثمار مدّخرات العملاء حسب ما يرغبون.

وبطبيعة الحال فإن جانب العرض لوحده لا يكفي لتشغيل السوق وتحريكها، وإمّا لا بدّ أن يُقابل بجانب الطلب، وهذا الأخير هو الآخر مهم جدّاً في تنمية السوق المالية بشكل عام، فأهمُّ محرّك للأموال في أيّ نظام مالي هو هذا الجانب، وهو يتكوّن من الأدوات المالية ذاتها. وبديهي القول أن تحريك جانب الطلب إمّا يتوقف - بقدرٍ معيّن - على المحفّزات الثابّية في الأدوات المعروضة - وعلى بعض الجوانب الأخرى كذلك -، وبالتّظر في منتجات التصكيك فإننا نتوقّع منها ذلك الدور الفاعل في تقويته لاشتمالها على شروط حُسن توظيف الأموال من الأمان والسيولة والقابلية للتسويق والعائد. ولا يتوقّف الأمر عند تقوية هذا الجانب وحسب، بل إنّها تساهم في جودته باستقطابها للفئات الجادّة من المستثمرين وليس فقط المضاربين على الأسعار والمؤشّرات، بما تمثّله تلك الأدوات من استثمارات طويلة الأجل¹، وهو ما يجعل السوق أكثر استقراراً.

وإذ تبين هذا، فإن من الواضح أن التوسّع في عمليات التصكيك يودّي إلى تنشيط جانب العرض بما يُثمر تكوين الطّرف الأوّل للسوق، وهي السوق الأولية (سوق الإصدارات)، ويضمن تفاعله مع جانب الطلب - بما تشتمل عليه تلك العملية من مقومات كفاءة وفعالية استثمارية - من ناحية أخرى، فيُثمر تأسيس وتشغيل الطّرف الثّاني للسوق، وهي السوق الثانوية (سوق التداولات). وفي الجملة

¹ - Wilson, Rodney, 'The Role of Equity participation in Financing Economic Development', research paper in the book title: 'Financing Development In Islam', Islamic research And Training Institute, Jeddah, 1992, p. 63-64.

يُسفر تكوين جانب العرض وتحريك جانب الطلب عن سوق مالية إسلامية عميقة وواسعة، أكثر تكاملاً، وأكثر كفاءة في أداء وظائفها الاقتصادية والتمويلية.

﴿ دور التصكيك في توسيع قاعدة المؤسسات المشتركة في السوق المالي: إنّ اتّساع تشكيلة الأدوات المالية الإسلامية كمّاً وكيفاً في الواقع لا يكفي لوحده لقيام سوق مالي إسلامي مُستمر ودائم وإنما ثمة حاجة إلى نسيج مؤسّساتي متنوّع وكثيف (مالي وإنتاجي) يتولّى مهمّة استكشاف الفرص الاستثمارية الجديدة وبلورتها في شكل مشروعات محدّدة مدروسة الجدوى، وإدارة عمليات الاكتتاب فيها، والتعهد بتغطية إصداراتها، وجذب مدّخرات الأفراد والمؤسّسات وتوجيهها نحو المشروعات الجديدة ونحو ذلك ممّا هو متصل بإثراء السوق الأولية (جانب العرض).

وفي هذا الصّدّد يمكن أن تمارس عمليات التصكيك دوراً مهماً في إيجاد ذلك النّسيج المؤسّساتي، وذلك اعتباراً من مقوماتها الاستثمارية التي تعدّ عامل جذب قوي لشريحة واسعة من المؤسّسات الإنتاجية والمالية للتعامل فيها إصداراً وتداولاً، ويؤيّد هذا الواقع التطبيقي لصناعة التصكيك، حيث تؤكّد الاحصائيات - وهو ما سنقف عليه في الفصل الموالي بشكل تفصيلي - على دخول أطراف عديدة سوق الصّكوك، من مصارف إسلامية وتقليدية، ومؤسّسات مالية، وشركات الاستثمار المؤسّسي والحكومة وكذا القطاع الخاص. بل وظهرت مع نمو هذه الصناعة شركات تخصّصت في هذا النشاط بالذات وأخرى ساهمت بشكل كبير في إصدارها وتداولها.

﴿ ضوابط التصكيك ودورها في التأسيس لجانب التشريعات في السوق المالية الإسلامية: كنّا قد ألقينا في معرض الحديث عن دعائم إقامة السوق المالية إلى جانب السياسات، وقلنا بأن إيجاد إطار قانوني وتنظيمي خاص للسوق المالية هو أمرٌ جدُّ ضروري لحماية حقوق المتعاملين وبتثالثة في نفسوهم، ولتسهيل المعاملات وضبطها، وإدارة شؤون السوق بصفة عامة. ويستوي في ذلك الأسواق المالية الصّغيرة والكبيرة.

وبطبيعة الحال فإن السوق المالية الإسلامية لا تحيد هي الأخرى عن هذا المطلب المهم، بل نجدّها أكثر حصانةً وأكثر حرصاً من الأسواق النّظيرة لها في هذا الجانب بالذات، فما من معاملة أو أداة استثمارية إلّا وهي مقيدة ومضبوطة بجملة من القيود الشرعية، فلا ربا ولا غرر ولا ضرر ولا جهالة ولا استغلال في المعاملات، ولا ينبغي أبداً أن يكون محلّ العقد أو المعقود عليه ممّا هو محذور ومحرم شرعاً... الخ.

والتصكيك كأسلوب استثماري إسلامي خالص، هو الآخر رصّد له أهل العلم بالفقه المالي جملة من الضوابط والقيود الشرعية، عامّة وخاصّة، إصداراً وتداولاً واطفاءً. وإن دخول التصكيك مجال السوق المالية ممثلاً بمثل تلك الضوابط والقيود سيؤسّس لا محالة لإطار رقابي تنظيمي قوي يصون حقوق الأطراف المتبادلة، ويؤسّس لمعاملات سليمة، فلا يشوبها ربا ولا غرر ولا جهالة، ولا تبتعد فيها أسعار

الأدوات السّوقية عن قيمها الاقتصادية الحقيقية. ومن ثمّ لسوق أكثر كفاءة ومقدرة على تدعيم الأهداف التنموية.

وإلى جانب هذه المظاهر الدّالة على الدور البارز لعملية التصكيك في بناء سوق مالية إسلامية متكاملة من حيث الأدوات والمؤسّسات والسياسات، فإنّ ثمة مقوّمات أخرى تنتظمها العملية تؤسّس بجانب الأخرى لسوق مالية إسلامية كفؤة، ومن ذلك نذكر:

☞ الصّكوك مفصّلة خصيصاً لتناسب متطلّبات المستثمرين ودرجات المخاطرة والعوائد التي يقبلون بها. ولقد نعلم أنه بقدر ملاءمة الورقة المالية لحاجات السّوق بقدر ما يحسّن تخصيص الموارد، وبقدر ما يجعل تحركات الموارد المالية بين مختلف الاستخدامات رشيداً، وخصوصاً إذا استرشدت بالأرباح وتوقعاتها.

☞ إذا كان حجم التداول يُتخذ كمعيار أساسي لتقدير مدى كفاءة الأسواق المالية التقليدية، فإن هذا المعيار لن يجد له أفضلية في ظل الأسواق المالية الإسلامية، فكفاءة الأخيرة إنّما ترتبط بمدى قدرتها على تحريك الموارد المالية وتوجيهها إلى أنشطة استثمارية حقيقية (التنموية)، ولقد نعلم أن عمليات التصكيك لا بدّ وأن ترتبط بمشاريع وأصول حقيقية (أي ترتبط بمشروع اقتصادي معيّن وموصوفٍ عند الإصدار) وهي في الأصل يتوجّب أن تراعي المشاريع التي تليّ أولويات المجتمع الإسلامي.

☞ يوفّر التصكيك أدوات شرعية قابلة للتداول صالحة للتملّك المباشر، وصالحة للتحويل مع أيّ أرباح متحقّقة. ونحن قد ذكرنا أن من متطلّبات كفاءة السّوق سيادة أدوات الملكية.

بناءً على هذا العرض المستفيض فإننا نرى أن التصكيك هو فعلاً الفرصة المنشودة للصّناعة المالية الإسلامية عامّة وللمصارف الإسلامية بشكلٍ خاص - باعتبارها أهمّ مستفيد من وجودها بناءً على مركزها في هيكل الأصول المالية الإسلامية - في سعيها نحو بناء سوق رأس المال الإسلامي، فمادامت هذه العملية تُوجد الأدوات المالية التي تقبل التداول بالبيع والشراء - رغم أنّها تمثّل حصص مشاركة - وطالما أن هذا التداول مبني على أدوات مقبولة من ناحية الأساس الشرعي فإن الوجود الواقعي لسوق رأس المال الإسلامي سيصبح واقعاً مرتبطاً بالتطبيق والحياة المعاصرة. وفي تقديرنا فإن ذلك الدور المصوّر في العرض السّابق سيجد طريقه إلى الوجود لأسباب نعدّ منها¹:

☞ ضالة الخيارات المتطابقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، إذ أن عدداً كبيراً من الأسهم والأدوات المالية لا يجوز التعامل فيها شرعاً. كما أن السّنندات بأكملها، وهي التي تمثّل الجانب الأكبر من معاملات الأسواق الماليّة، تُعتبر خارج فعاليات وأنشطة المؤسّسات الاستثمارية الإسلامية (المالية وغير المالية).

☞ كما أن أسلوب التنميط المتبع في الأسواق العالمية من حيث أحجام التداول ومعدّل تغيّرات الأسعار

¹ - أحمد سفر، "المصارف والأسواق المالية التقليدية والإسلامية في البلدان العربية"، المؤسسة الحديثة، لبنان، 2006، ص 163، بتصرف.

قلل من إمكانية توسع المؤسسات الاستثمارية الإسلامية في طرح الحصص والوحدات الاستثمارية في تلك الأسواق.

للتصكيك وعدم ثقة طائفة المستثمرين المسلمين في العمليات التي تجرى داخل الأسواق المالية الدولية لا سيما بعد الانهيارات التي حدثت في تلك الأسواق إقليمياً وعالمياً. لموقف الهيئات الشرعية الرافض لمعاملات العقود المستقبلية وعقود المبادلات والسندات والتوريق التقليدي ونحو ذلك من الأدوات.

هذا، وقد يحسن بنا في هذا المقام الإشارة إلى أن ثمة منفعة متبادلة بين التصكيك والسوق المالية الإسلامية، فالأولى هي سبب لنشأة الثانية، والثانية هي سبب في تحصيل الأولى لعدد من المزايا، نذكر منها على سبيل الإجمال:

① خلق مكان لتداول الصكوك سيُعطيها قبولاً عند جمهور الممولين والمستثمرين، الأمر الذي يوسع من دائرة المالكين لها.

② إدراجها في السوق المالية سينظم من قواعد التعامل بها ويسهل من اندماجها ضمن الأدوات الاستثمارية.

③ إدراج الصكوك في السوق المنظمة وتصنيفها يجعلها محل اعتبار واهتمام من قبل المؤسسات المالية الإسلامية - يجعلها ضمن محافظها الاستثمارية -، وبطبيعة الحال فإن ذلك الاهتمام سيكون له أثر في تنشيط التعامل بها - باعتبار أن المؤسسات المالية أكثر اللاعبين في السوق المالية -.

المطلب الثاني: التصكيك ومدى إسهامه في حل بعض إشكالات السياسة النقدية

قد علمنا مما سبق من عرضنا لجملة الأسباب التي حالت دون توسع المصرفية الإسلامية في النشاط الاستثماري طويل الأجل، أن سياسة المصرف المركزي اتجاه هذه الأخيرة قد كانت واحدة من بين تلك المعوقات التي طالها البحث والنظر. وقد تبين بعد الاسترسال في التحليل أن هذا المعوق قد برزت ملامحه في عدد كثير من الجوانب كان أهمها: الاحتياطي الإجباري، متطلبات السيولة القانونية الملجأ الأخير للإقراض وقيد المساهمة في رأس مال الشركات.

ولئن كان حضور المصرف المركزي على رأس الجهاز المصرفي أمرٌ حتمي وضروريٌّ لكل الاقتصاديات، ولئن كان لزاماً على المصرفية الإسلامية - كجزء من ذلك الجهاز - التقيد بأدواته والسير وفق سياساته، فإن من الواضح أن تجنب هذه الأخيرة للإشكالات المشار إليها آنفاً هو أمرٌ غير متاح وغير مُمكن، وبالتالي فإن ضمان قيامها بهذا الدور التنموي المنوطة به أتمّ القيام هو أمرٌ يصعب تحقيقه على أرض الواقع ما لم تكن هناك سبل تمكنها من الاستفادة من التقديرات الاستثمارية المحتجزة في إطار الاحتياطي القانوني ومتطلبات السيولة القانونية، ومن الحصول على السيولة في حال الاحتياج الشديد لتغطية المتطلبات الظرفية، ومن التكيّف مع قيد المساهمات في رأس مال المشروعات والشركات.

فإذا كانت السُّبل هذه كامنة في جانب الأدوات والأساليب، فهل يجد الناظر في عملية التصكيك ما يُفيد المصرفية الإسلامية في تذليل تلك الإشكالات، ويساعدها من ثمّ على أداء دورها التنموي على الوجه الصحيح الأمثل؟.

أولاً: التصكيك وإشكالية الاحتياطي القانوني

لقد سبق وقلنا بأن تطبيق سياسة الاحتياطي القانوني على المصارف الإسلامية يؤدّي إلى تجميد وحجب جزء من ودائعها الاستثمارية عن أوجه الاستثمار التنموية-باعتبارها حسابات مُعدّة أساساً للاستثمار-، الأمر الذي يُضعف من قدرتها على وُلوج المجالات الاستثمارية الإنتاجية، ويحرمها من ممارسة دورها التنموي المرغوب.

وفي هذا الصّدد ودرءً للأثر السلبي لهذه السياسة قامت المصارف الإسلامية بدراسة عددٍ كثير من المقترحات المالية والاستثمارية للوصول إلى الآلية الملائمة لاستيفاء ذلك المطلب القانوني-تسمح باستثمار ذلك الاحتياطي-، وكان التحديّ يتمركز في توفير أدوات مالية قابلة للتداول تتمتع بالخصائص التالية:

- التزام شرعي كامل،
- عائد حلال ومنافس،
- جودة عالية للموجودات والمستحقّات،
- إمكانية التداول (بيع وشراء) في الحال،
- آلية قانونية ومالية متطورة.

وكاستجابة لتلك الحاجة اتجهت الأنظار للصكوك كأداة تستوعب تلك الخصائص وتحقق تلك المطالب. وقد تم تطوير صكوك تأجير إسلامية تُصدرها المصارف المركزية كأداة استثمارية إسلامية ملائمة لاستخدامها في استثمار ودائع وأرصدة المصارف الإسلامية لدى المصارف المركزية.

ولنا هنا أن نستدل على ذلك بعرض تجارب بعض المصارف التي لجأت إلى استخدام الصكوك لحل إشكالية الاحتياطي القانوني¹:

➤ **مصرف فيصل المحدود (باكستان):** بالنظر إلى الحاجة الماسّة لمصرف فيصل في باكستان لاستثمار الاحتياطي القانوني الذي كان يُودع في البداية لدى المصرف المركزي بدون عائد، تمّ تطوير فرصتين مع هذا الأخير بمبادرة مع مصرف فيصل بالبحرين للتعلّب على هذه الإشكالية-وهذه المجالات متوافرة للمصارف الإسلامية، وبالأخص لمصرف فيصل المحدود ومصرف البركة-وهما: حساب المشاركة

¹ - نبيل عبد الإله نصيف، "صكوك التأجير الإسلامية"، ورقة بحثية ضمن كتاب بعنوان: "أعمال ندوة التعاون بين الحكومة والقطاع الأهلي في تمويل المشروعات الاقتصادية"، مرجع سبق ذكره، ص 64-66، بتصرف.

في الرّبح والخسارة لدى المصرف المركزي* وحساب الاستثمار الوطني.

وتتيح الفرصة الثانية بالذات إمكانية لاستثمار الاحتياطي القانوني وفق آلية الصّكوك، حيث تتمّ المساهمة في هذه الاستثمارات (الاستثمارات الوطنية) عن طريق شراء صكوك في هذه الاستثمارات، التي يمتلك المصرف المركزي حصّة في رأس مالها. تداول هذه الصّكوك في الأسواق المالية في باكستان وأسعارها عرضة للتقلّبات.

➤ **مصرف فيصل الإسلامي (البحرين)**، وبالمثل ساهم مصرف فيصل في تطوير عدّة أدوات مالية بالتعاون مع مؤسسة نقد البحرين، صالحة للتداول والاستثمار الاحتياطي القانوني، مثل صكوك تمويل الصادرات، وصكوك التأجير الإسلامي التي تهدف لتحقيق الآتي:

أ- توفير رأس المال لمشاريع البنية التحتية طويلة الأجل.

ب- توفير سيولة نقدية للإنفاق الحكومي العام، عن طريق تسييل الموجودات والأصول القائمة للدولة.

ج- تطوير أدوات مالية صالحة للتداول في السوق البيئية للمصارف الإسلامية، تستخدم كوعاء لفائض السيولة.

ثانياً: التصكيك وإشكالية الملجأ الأخير للإقراض

تقوم المصارف المركزية بوظيفة المقرض الأخير، وتقدّم وفقاً لذلك قروضاً للمصارف التجارية لمعالجة احتياجاتها الظرفية الشديدة من السيولة، ويتمّ ذلك عادة على أساس فائدة يتقاضاها المصرف المركزي. وتعدّ هذه السياسة بإجماع أهل الفن المصرفي على قدر كبير من الأهمية والضرورة لعمل المصارف التجارية، حيث أن حرمانها من هذه الخدمة يضطرّها إلى الاحتفاظ بقدر كبير من السيولة لمواجهة اضطرابات الطلب عليها، الأمر الذي قد يؤثّر على نشاطها الاستثماري، وعلى ربحيتها من ثمّ.

إن الحال التي ذكرناها آنفا تنطبق تماماً على المصرفية الإسلامية، إذ يحرم عليها شرعاً الاستفادة من تلك التسهيلات لكونها على قائمة على الفائدة. وكما أشرنا توطاً فإن ذلك يحرمها من ممارسة دورها التنموي على الوجه الأمثل، إذ يجزّرها الحذر إلى تجميد قدرٍ من السيولة المعدّة والمهيأة أساساً لممارسة الأنشطة الاستثمارية.

ومع صعوبة تنفيذ الحلول والمقترحات التي قدّمها أهل الفن المصرفي الإسلامي في هذا الشأن¹ -بالنظر إلى جملة الأعباء المتولّدة عنها-، وتحت ضغط ضرورة قيام المصارف الإسلامية بالدور التنموي وفق الإطار التأسيسي كان لا بدّ من إيجاد وسيلة ثلاثية طبيعة عملها من جهة، وتلبي من ناحية أخرى

* هو عبارة عن مضاربة خاصة مطلقة مع المصرف المركزي بإفصاح محدود، ويهدف استراتيجي، لاستيراد سلع حيوية للدولة. ويتم تحقيق عائد منافس في هذه الاستثمارات.

¹ - ثمة عدد معتبر من المقترحات التي تقدّم بها بعض الباحثين في المصرفية الإسلامية. للاطلاع عليها بشكل ملخص أنظر: أحمد محمد السعد ومحمد وجيه الحيني "بدائل المسعف الأخير للمصارف الإسلامية من البنوك المركزية"، ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دبي، الإمارات العربية المتحدة 2009. محمد عمر شابرا، "نحو نظام نقدي عادل"، مرجع سبق ذكره، ص 139-140. إقبال، منور وآخرون، "التحديات التي تواجه العمل المصرفي الإسلامي"، مرجع سبق ذكره ص 40. محمد عمر شابرا وحبيب أحمد، "الإدارة المؤسسية في المؤسسات المالية الإسلامية"، مرجع سبق ذكره، ص 94.

ذلك المطلب القانوني، فكان أن تمّ اقتراح أداة الصّكوك كوسيلة ذات فعالية نحو بلوغ وتحقيق المقصدين معاً، إذ للمصارف الإسلامية عند الاحتياج للسيولة أن تبيع الصّكوك التي يجوزها للمصرف المركزي بدلاً من عرضها مباشرة في الأسواق الثانوية- وذلك لئلاً تنخفض أسعارها نتيجة زيادة المعروض منها- فيشترتها هذا الأخير ويقدم مقابلها سيولة للمصرف الإسلامي. وللمصرف المركزي أن يُعيد بيع تلك الصّكوك في الأسواق المالية مباشرة أو فيما بعد.

ويعرف هذا المقترح حضوراً فعلياً في السودان، حيث نجد أن المصرف المركزي السوداني يوفر الدعم المالي للمصارف الإسلامية التي تواجه مصاعب سيولة مؤقتة عن طريق شراء الصّكوك وفق ترتيبات معينة يحددها هو.

وبالبقاء في دائرة الحديث عن مشكلة تدبير السيولة في أوقات الاحتياج إليها، نشير إلى أن المصارف الإسلامية كما أن لها فرصة اللجوء إلى المصرف المركزي للاستفادة من خدمة الملجأ الأخير للإقراض، فإنّ لها أيضاً إمكانية للجوء إلى السوق البيئية للمصارف الإسلامية تحديداً- باعتبار أن السوق البيئية للمصارف التقليدية غير متاحة لها لكونها تقوم على الفائدة المحرمة شرعاً- لمواجهة ذلك النقص الذي قد ينشأ نتيجة لاختلاف توقيت التدفّقات التقديمية الداخلة والخارجة، بيد أن هذه السوق هي الأخرى غير نشطة لافتقادها للأدوات المالية ذات الجودة والسيولة العالية، فمنتهج المضاربة ما بين المصارف وإن كان هو أكثر المنتجات استخداماً في معاملات المصارف البيئية، فإنّ الدراسات تؤكد أن مخاطر الأطراف المقابلة في هذه المعاملات تبقى قائمة- حيث أنّها عبارة عن معاملات غير مضمونة، ولا تُعطي مقدّم الأموال حق المطالبة بالدين من المستفيد- الأمر الذي يجعل تلك المصارف عرضة لخسائر مُحتملة. وإذا ما أضفنا إلى ذلك حقيقة أنّها غير قابلة للتداول- وهذا في حدّ ذاته يُعتبر مصدراً من مصادر مخاطر السيولة¹، فإن الوضع يزداد حرجاً وسوءاً.

ومع العلم بصعوبة الاستفادة من تسهيل المصرف المركزي بطريقة شرعية، وبالأخذ في الحسبان أفضلية هذه السوق في تلبية احتياجات المصارف الإسلامية المتكررة للسيولة التي تسببها توسّعات هذه الأخيرة في الأنشطة الاستثمارية طويلة الأجل مقارنة بتسهيل المصرف المركزي، فإنّه يظهر جلياً أهمية تطوير السوق البيئية للمصارف الإسلامية بمدّها بالأدوات القابلة للتداول والقادرة على توفير السيولة لمدى قصير. وفي هذا الصّد تظهر الصّكوك كبديل مناسب لمنتج المضاربة ونحوه، تتيح سهولة ومرونة كبيرة لنقل الأموال فيما بين المصارف الإسلامية لفترات قصيرة. ففي حال احتياج مصرف ما للسيولة يقوم ببيع الصّكوك التي يجوزها لمصرف آخر بمقدار السيولة التي يحتاج إليها، فيشترتها هذا الأخير ويقدم في المقابل سيولة للمصرف الأول. وللمصرف الثاني أن يُعيد بيع تلك الصّكوك في الأسواق المالية مباشرة

¹ - مجلس الخدمات المالية الإسلامية، "المبادئ الإرشادية لإدارة مخاطر السيولة للمؤسسات (عنا مؤسسات التكافل و برامج الاستثمار الجماعي الإسلامي) التي تقدم خدمات مالية إسلامية"، مرجع سبق ذكره، ص 59.

أو فيما بعد.

وإذ تبين هذا، فإنّ من الواضح أن تفعيل السّوق البيئية للمصارف الإسلامية عن طريق الصّكوك سيجعل هذه الأخيرة في غنى تام عن اللّجوء الجبري إلى تجميد الحسابات الاستثمارية احترازاً من طلبات السّحب المفاجئة، الأمر الذي سيزيد لا محالة في طاقتها الاستثمارية، ومن إمكانية التوسّع في المشاريع طويلة الأجل.

ثالثاً: التصكيك ومتطلبات السيولة القانونية

تنصّ القوانين المصرفية عادة على نسب السيولة التي تلتزم المصارف الاحتفاظ بها، وتحلّل عناصر الأصول لهذا الغرض إلى نقدية، وحسابات تحت الطلب بالمصرف المركزي والمصارف الأخرى وودائع أقل من شهر، ثم أقل من ثلاثة أشهر، وسندات وأسهم متداولة بالبورصة، ثم غير المتداولة بالبورصة، ومستحقّات لدى العملاء قصيرة الأجل... وهكذا صعوداً حتى تصل إلى الأصول الثابتة في نهاية السّلم، وتختار من كلّ من هذه العناصر نسبة محدّدة وتجمعها جميعاً ثم تنسبها إلى مجموع الأصول للوصول إلى معرفة ما إذا كانت حالة السيولة في المصرف فوق الحدود المسموح بها أو أدنى من ذلك.

لا شكّ أن جانب السيولة في المصارف الإسلامية يحتاج هو الآخر إلى ضبط التزاماً بالمطلب القانوني - أي مطلب السيولة -، شأنها في ذلك شأن المصارف الأخرى، ولكن بعض العناصر التي أشرنا إليها لا تتوافر لديها نظراً لأنها تدرّ عائداً مبنياً على الفائدة، فإذا نظرنا إلى ميزانية المصرف الإسلامي نجد أن أصوله تتكوّن من نقدية وحسابات تحت الطّلب لا تتقاضى عنها فوائد، وودائع استثمارية لدى مصارف إسلامية، وأسهم، ومستحقّات لدى العملاء هي حصيلة مرابحات آجلة، وإيجارات سواء منها ما هو بضمان مصارف أو ضمانات أخرى أو بدون ضمانات، ثم أصول في استثمارات بالمشاركة في الرّبح والخسارة، وأخيراً الأصول الثابتة¹.

ونظراً لأن الجانب الأكبر من المستحقّات لدى العملاء تكون عادة لمدد أكثر من ثلاثة أشهر والأصول الاستثمارية غالباً ما يصعب تسيلها، فإنه لو طبّقنا على المصارف الإسلامية حالة السيولة المطبّقة على المصارف الأخرى لوجدنا أن السيولة بها أدنى من الحد المسموح به. ولذلك نجد أن هذه الأخيرة تضطرّ تغطية لهذا النقص إلى الاحتفاظ بجزء من الحسابات الاستثمارية في صورة سيولة نقدية وحينئذ يُجمّد هذه النسبة دون فائدة، ذلك أن النّقود كما نعلم أصلٌ عقيم لا يدرّ إبقاؤها عاطلة على الخزينة عائداً.

ولا تتصوّر علاجاً لهذا الوضع بإعفاء المصارف الإسلامية من هذه النسبة القانونية، أو في التساهل معها في هذا الصّدّد، بل العلاج يكمن في إصدار صكوك استثمارية قابلة للتداول تمثّل أصول المصرف القابلة لهذا الوضع، وإيداعها بالقدر المطلوب لدى المصرف المركزي. فبهذا فقط يتمكن المصرف

¹ - جمال الدين عطية، "البنوك الإسلامية بين الحرية والتنظيم - التقويم والاجتهاد - النظرية والتطبيق"، مرجع سبق ذكره، ص 98-99، بتصرف.

الإسلامي من الالتزام بذلك المطلب القانوني، ويُتاح له في نفس الوقت فرصة وإمكانية للاستفادة من كافة ما لديه من نقود وسيولة بطاقة قصوى.

رابعاً: التصكيك وقيود المساهمة في رؤوس أموال المشروعات

لقد سبق وقلنا بأن المصارف المركزية في معظم الدول تسمح بمساهمة المصارف التجارية في رؤوس أموال المشروعات بما يرفع من مساهمتها في توسيع قاعدة الملكية في مجتمعاتها (المزيد من ملكية الأصول)، على ألا يتجاوز ذلك نسبة محددة، احتياطاً من أزمات السيولة بدرجة أساسية. وأشرنا في المقام ذاته أن هذا القيد لا يتماشى مُطلقاً مع الطبيعة الاستثمارية للمصارف الإسلامية، ذلك أن نشاطها الأساسي يقوم بشكل كبير على المساهمات في رؤوس أموال المشروعات.

وبالتركيز على عملية التصكيك - أي الخصائص - دائماً، فإن هذه الأخيرة توفر حلاً ملائماً جداً يوفق بين الطبيعة الاستثمارية للمصرف الإسلامي وبين هذا الالتزام المفروض عليها، فوفقاً لتلك العملية يمكن للمصرف الإسلامي طرح مشروعات استثمارية وتدير تمويل لها دون إرهاق لموارده الذاتية أي أن حقوق الملكية الخاصة بتلك المشاريع هي موارد متأتية من مدخرات حاملي الصكوك - باعتبارها نوع خاص من الأسهم -، وليس من موارد المصرف الإسلامي ذاته (تمويل المشاريع يتم بموارد خارج ميزانيته).

خلاصة الفصل الرابع:

عُني هذا الفصل جملةً وتفصيلاً بدراسة وتحقيق مظاهر قدرة التصكيك على حلّ المشاكل العمليّة لنشاط الاستثمار المصرفي الإسلامي طويل الأجل. وبعد عرضٍ موسّع ومفصّلٍ لمقومات الكفاءة والفعالية التي تستوعبها عملية التصكيك، وتذكيرٍ ضمني سريع لأكثر المعوّقات التي حدّت بالمصرفية الإسلاميّة إلى الانحراف عن جادة الاستثمار التنموي، ووقوفٍ على أبرز ما في تلك العملية من خصائص ذات أثرٍ في تدليل تلك المعوّقات، انتهى البحث إلى جملة من النتائج لعلّ أرححها وأوفاهها معنيٌ ومقصداً ما يلي:

☞ تبين لنا بعد الوقوف على معاني مقاصد الشريعة في المال والأعمال ومعرفة المراد منها، أن عملية التصكيك تستوعب استيعاباً كاملاً جلّ مقاصد الشريعة من رواجٍ وعدلٍ وثباتٍ ووضوحٍ وحفظٍ للأموال.

☞ تبين لنا بعد فحص محدّدات الكفاءة الاقتصادية والتمويلية للأسلوب الاستثماري أن عملية التصكيك تنتظم وتوسع المبدأين.

☞ توصلنا استناداً إلى سمات وخصائص عملية التصكيك إلى الحكم بكفاءتها في إدارة السيولة وتحقيق الربحية المجزية والمخاطرة الدّنيا في الوقت ذاته.

☞ ثبت لنا بعد الوقوف على خصائص عملية التصكيك أن هذه الأخيرة تُقيم ارتباطاً وثيقاً واتصالاً مباشراً بالقطاع الحقيقي، وتُضح ذلك جلياً في العلاقة المباشرة التي تُحدثها العملية بين الادّخار والاستثمار، وفي استهدافها المباشر للإنتاج، وفي ربط التمويل بالأصول الإنتاجية.

☞ رصدنا في بحثنا عن مقومات الكفاءة والفعالية في عملية التصكيك مظاهر أخرى ذات ارتباطٍ قوي بمعنى الكفاءة والفعالية، وقد عددناها في ثلاث وهي: المرونة والسّعة، القدرة على التنوع، وكذا القدرة على المواءمة بين الأصول والخصوم.

☞ تستوفي عملية التصكيك من المقومات والمؤهلات ما يمكنها حقيقة من تهيئة العوامل المساعدة على دعم نمو النشاط الاستثماري طويل الأجل بالمصارف الإسلاميّة. ففي جانب الموارد المالية، تساعد العوامل التي تستوعبها العملية، من حافز تملك الأصول، وعامل قدرة المحافظة على رأس المال الأصلي وخاصية المشاركة في الرّبح بدل الفائدة، وقابلية التسييل، وملاءمة الحجم والفترة، وسهولة الاستثمار على تحصيل الموارد الملائمة كمّاً وكيفاً لتمويل احتياجات النشاط الاستثماري طويل الأجل. وفي جانب تفعيل الأساليب الاستثمارية الأولى تُضفي خاصية التسييل والتجزئة والتداول التي تتوفّر عليها عملية التصكيك نوعاً من السّهولة والمرونة على تلك الأساليب، وتجعلها أكثر قدرة على استيعاب شروط ومتطلّبات النشاط الاستثماري المعاصر. وفي جانب إدارة المخاطر توفّر عوامل: التنوع والتسييل والتداول التي يستوعبها العملية حلولاً ملائمة لتدليل أكثر مخاطر الاستثمار الحقيقي أثراً سلبياً على نشاط المصرفية الإسلاميّة، وأقصد بذلك خطر العائد والسيولة. وفي إطار السّعي الدؤوب للمصرفية الإسلاميّة

نحو إيجاد سوق مالية إسلامية داعمة لأنشطتها الاستثمارية- التنموية خصوصاً-، يضمن التصكيك بما يستوفيه من خصائص وما يقوم عليه من ضوابط، قيام تلك السوق ونموها وكفاءتها وفعاليتها. وفي جانب سياسات المصرف المركزي وما تُوجده من إشكالات لنشاط المصرفية الإسلامية الاستثماري وبالأخص طويل الأجل، يوفر التصكيك حلولاً عملية تساعد على تجنب وتلافي تلك الإشكالات.

الفصل الخامس: أثر عمليات التصكيك على تركيبة الاستثمار في المصارف الإسلامية

تمهيد:

لئن كنّا قد أقررنا من ذي قبل وقلنا- على ضوء التحليل المقدم في الفصل المتقدم- بأن نشاط التصكيك هو خيرٌ وسيلةٍ معاصرةٍ لدعم وتنشيط حركة الاستثمار طويل الأجل بالمصارف الإسلامية بما يحمله من مقومات ومؤهلات استثمارية، فإن الاجتراء والاكتفاء بالطرح النظري كأساس للقبول بسلامة وصحة ما توصلنا إليه واغفال وترك الشق التطبيقي عن ذلك، هو في الحقيقة أمرٌ لا يستقيم، ذلك أن فقه الواقع في غاية التعقيد والتشابك، وهو في غالب الأحوال لا يوافق فقه النظر. ولذا فإن التأكيد على صحة الإطار النظري والتأكد من سلامته أمرٌ يقتضي ربط هذا الأخير بالواقع ربطاً مباشراً.

تأسيساً على ما سبق من قول، فإن هذا الفصل يسعى جاهداً إلى بيان مدى توافق الطرح النظري القائل بفعالية التصكيك في دعم وتنشيط حركة الاستثمار طويل الأجل بالمصارف الإسلامية مع الواقع العملي لهذه الأخيرة (بطبيعة الحال يتعلّق الأمر بالعيّنة المختارة للدراسة والتحليل). وابتغت في الوقت ذاته إلى طرح سبل تحمل المصارف الإسلامية على توسيع حجم استثماراتها من الصّكوك- إن إصداراً أو تداولاً- غاية لتعظيم نشاطها الاستثماري طويل الأجل. وبيان وتفصيل ذلك سيتم في المحاور الآتي ذكرها:

المبحث الأوّل: واقع التصكيك الاسلامي على المستوى العالمي.

المبحث الثّاني: دراسة أثر التصكيك على مؤشّرات الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية (دراسة تطبيقية على عيّنة من المصارف الإسلامية خلال الفترة 2003-2014).

المبحث الثّالث: سبل دعم نمو نشاط التصكيك بالمصارف الإسلامية.

المبحث الأول: واقع التصكيك الاسلامي على المستوى العالمي

إنّ من حقيق القول أنّ نمّة تصاعداً واضحاً واهتماماً تنظيرياً وتطبيقياً منقطع النظير بما بات يُعرف في ساحة المالية الإسلامية المعاصرة بالصّكوك الإسلامية، إذ لم يعد خافياً على أحد من العالمين الماليين ذلك التطوّر الحثيث والحضور الباهر - على فناء عمرها - التي تشهده هذه الأخيرة في جميع أسواق المال بالدول الإسلامية خصوصاً وغير الإسلامية عموماً، إذ تشير التقارير وتؤكد الدراسات على أنّها أسرع قطاعات المال والأعمال الإسلامية نمواً وأكثرها طلباً في الوقت الراهن.

ولم يكن هذا النمو وذلك الحضور غير المسبوق لتلك الأداة من صدفِ القدر ولا من ضرب الحظ، بل تشهد الوقائع وتؤكد على أنّ ذلك قد كان نتاجاً لجملةٍ عريضة من العوامل المساعدة - الاقتصادية منها وغير الاقتصادية - ساندها في ذلك تلك المزايا والخصائص التي تميّز بها، والتي ندر وجودها في مثيلاتها من الصّكوك المالية التقليدية.

هذا، ولم تكن المصرفية الإسلامية بعد انتشارها في الآفاق، ومزاحمتها للمؤسسات المالية الرّبوية واستئثارها بحظوة الأفراد والمؤسسات لتفوّت فرصة الاستفادة من هذه الأداة وسوقها الواعدة - وهي الباحثة عن كلّ جديد يوسّع من نشاطها ويقودها إلى ترسيخ أقدامها محلياً ودولياً - بل قد سجّل لها الواقع حضوراً (تباين بين الرّيادة حيناً والوصافة حيناً آخر) في سوق الصّكوك إصداراً وتنظيماً وإدارةً وتداولاً، كما تؤكد على ذلك الاحصائيات التي سنأتي على بيانها.

تأسيساً على ما خلى من قول، فإن هذا المبحث يسعى جاهداً إلى تسليط الضوء على سوق الصّكوك الإسلامية (الأولى والثانوية) بتحليل تطوّراتها على عدّة مستويات وعبر مختلف الفترات والمراحل، كما يهدف إلى بيان أهمّ وأجلّ العوامل التي ساهمت في تطوّره - إن إيجاباً أو سلباً -، ويلتفت في ذات الوقت بنظرة تحليلية إلى موقع المصرفية الإسلامية في تلك السّوق.

المطلب الأول: تحليل تطوّرات نشاط سوق الصّكوك الأولى والثانوي

مما هو معلوم نظراً وعملاً أنّ سوق الأوراق المالية تنقسم من حيث وظائفها إلى قسمين أساسيين، سوق أولية وأخرى ثانوية. فأما الأولية فهي تلك السّوق التي يتمّ فيها طرح الإصدارات الجديدة، وأما السّوق الثانوية فيُراد بها تلك السّوق التي يجري التعامل فيها على الأوراق المالية التي سبق إصدارها، ويُصطلح عليها بسوق التداول. وليس بخافٍ على أحد حقيقة ارتباطهما الوثيق ببعضهما البعض، إذ ليس من حاجة إلى قيام سوق أولية في غياب سوق ثانوية، كما أنه ليس من داعٍ لقيام سوق ثانوية في ظل غياب سوق أولية. كما أنه ليس بخافٍ على أحد عظيم المزايا والمنافع التي تتولّد عن هذين السّوقين سواء للأفراد أو للمؤسسات أو للاقتصاد برمّته، فأما الأولية فيكفي أن نستدلّ على أهميتها انطلاقاً من وظيفتها الأساسية المتمثلة في تجميع المدّخرات وتوجيهها مباشرة

الفصل الخامس: أثر عمليات التصكيك على تركيبة الاستثمار في المصارف الإسلامية

نحو المشروعات الإنتاجية، وأما الثانوية فيجزئ أن نستدل على عظيم منفعتها بإتاحتها الفرصة لبيع وشراء الحقوق دون المساس بأصل الثروة المتمثلة في أصول المشروع¹.

لئن كنا قد سبقنا بالقول أن سوق الصكوك الإسلامية يشهد حضوراً باهراً ونموً غير مسبوق، فإن الاستدلال على ذلك القول وبيان صحته يقتضي منا تحليل مسار تلك السوق ورصد المؤشرات الدالة على تطوره ونموه حقيقة. وقصد بلوغ هذا المرام فإننا نبتدر إلى دراسة سوق الصكوك الأولية- على أن نُتبع ذلك بدراسة شاملة للسوق الثانوية من بعد- من نواحٍ عدّة، وذلك خلال الفترة الممتدة من سنة 2001 إلى سنة 2015.

أولاً: سوق الصكوك الأولية (سوق الإصدار)

تحويل تطورات إصدارات الصكوك الإسلامية حسب نوع السوق:

نسعى من طرفنا لهذا الاعتبار إلى إدراك مدى القبول المحلي والعالمي الذي يحظى به نشاط التصكيك الإسلامي. فبينما يعكس وجود إصدارات دولية للصكوك (وبكمّ كبير) عالمية ذلك النشاط وأهميته على المستوى الدولي-وربما بدرجة أقل الرغبة في تحصيل موارد من السوق الدولية-، يعكس نمو الإصدارات المحلية بدرجة كبيرة رغبة الاقتصاد المحلي في الاعتماد بشكل أكبر على الموارد المحلية لتمويل الأنشطة الإنتاجية، وذلك اعتباراً من أن الهدف الأساسي لعملية التصكيك هو تعبئة المدخرات لتمويل الأنشطة الإنتاجية، واعتباراً من أن التنمية هي البغية والهدف الأول لجل الاقتصاديات المصدرة للصكوك الإسلامية.

هذا باختصار وجه الدلالة التي تتضمنها الإصدارات المحلية والدولية، أمّا عن وزن وأهمية أحدهما مقارنة بالآخر فنقول أن كليهما على قدر كبير من الأهمية، فبينما تأتي الإصدارات المحلية للصكوك كاستجابة لتمويل متطلبات التنمية التي تتطلع إليها كل المجتمعات النامية بما فيها الإسلامية، فإن الإصدارات الدولية تأتي هي الأخرى كاستجابة لتطلع الصناعة المالية الإسلامية نحو العالمية والتدويل. ومع الإقرار بأهمية هذا الهدف، فإننا نرجح أولوية الشكل الأول من الإصدارات على الصنف الثاني.

وقبل أن نلج بشيء من التفصيل في عملية تحليل التطورات التي شهدتها سوق الصكوك حسب الاعتبار المذكور، فإننا نرى أن نعرض صورة إجمالية عن تطور إصدارات الصكوك الإسلامية، وعن مكانة نشاط التصكيك بشكل عام ضمن سوق الأصول الإسلامية.

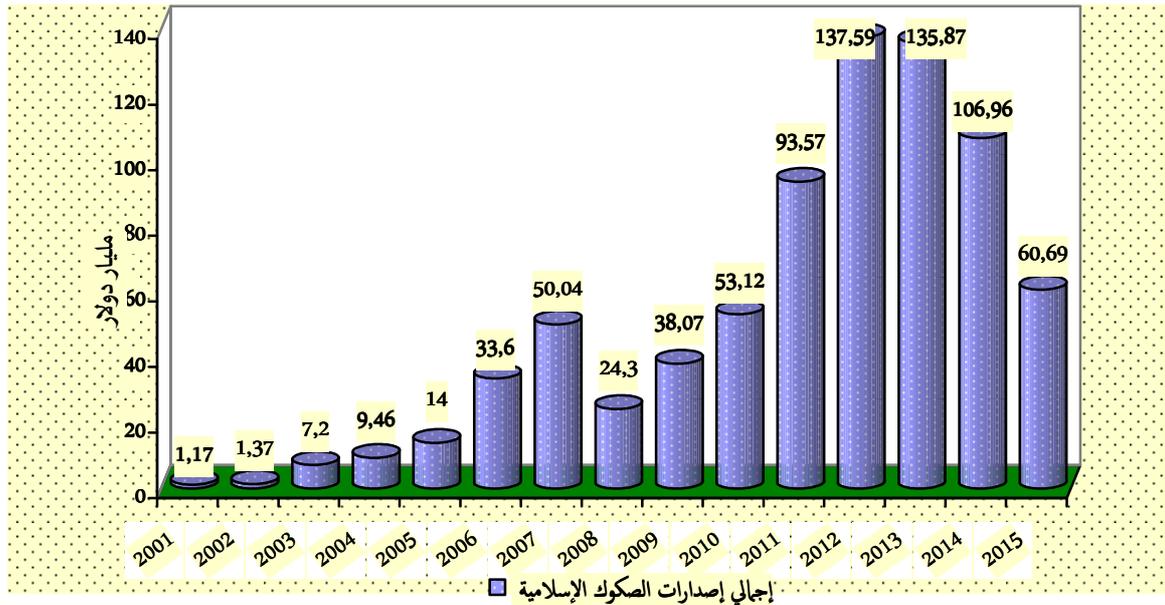
فأما بخصوص الاعتبار الأول، فإنه وفقاً للشكل أدناه، واعتماداً على مؤشر معدل النمو، نستطيع القول على وجه العموم أن سوق الصكوك الأولية قد عرف نمواً غير مستقر طوال فترة الدراسة، فتارة شهد نمواً إيجابياً قياسياً، وتارة أخرى سجل تدهوراً وانخفاضاً كبيراً. وعلى وجه التحديد، وبتكيز النظر على سنتي 2003 و 2006 نجد أن إصدارات الصكوك قد تضاغت بـ 5 و 1.5 مرة- تقريباً- على التوالي مقارنة بالسنة السابقة لها. وبالمقابل سجلت السوق- كما ذكرنا آنفاً- انخفاضاً معتبراً جداً خلال ثلاث فترات، أبرزها سنة 2008

¹ - للتوسع حول المزايا والمنافع التي توفرها سوق الأوراق المالية بجانبها أظن: سمير عبد الحميد رضوان، "أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية ودراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية"، مرجع سبق ذكره، ص 37-38 و 44-46.

الفصل الخامس: أثر عمليات التصكيك على تركيبة الاستثمار في المصارف الإسلامية

بتراجع قدر بنسبة 52% تقريباً، وسنة 2015 بواقع تدهورٍ فاق 43% مقارنة بقيمة الإصدارات المسجلة سنة 2014. أما بخصوص باقي الفترات فقد شهد سوق الإصدارات نمواً إيجابياً تباين بين 47% و76%. وعن تفسير التطورات المسجلة في السوق، فإننا نميل إلى القول بأن التغيرات الإيجابية قد تُردّ بالأساس إلى تحسّن أسعار النفط-والتي نتج عنها وفرة في السيولة دفعت مالكيها إلى البحث عن فرص لتوظيفها في استثمارات تتوافق مع أحكام الشريعة- والنمو الاقتصادي السريع للاقتصادات النفطية خاصة الخليجية منها (والذي غالباً ما يدعم على نطاق واسع نمو الطلب على التمويل وكذا النمو في أسواق رأس المال). وأما بخصوص التدهور المسجل خلال سنتي 2008 و2015، فإن الأول يرتبط بشكلٍ كبيرٍ بتداعيات وانعكاسات الأزمة المالية العالمية وبفضية عدم التوافق الشرعي لبعض إصدارات الصكوك الإسلامية التي أثارها هيئة المحاسبة والمراجعة، وأما الثاني فيعود جزءاً كبيراً منه إلى قرار توقّف المصرف المركزي الماليزي عن مواصلة نشاط إصدار الصكوك الاستثمارية قصيرة الأجل. كما يرتبط بتدهور أسعار النفط (ولكن ليس بشكلٍ قوي كما قد يغلب على ظن البعض) وتقلبات الاقتصادات الأسواق الناشئة.

الشكل رقم 05-01: التطور السنوي لإصدارات الصكوك الإسلامية الإجمالية خلال الفترة 2001-2015



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على المرجع الموضّح أدناه

International Islamic Financial Market, 'A Comprehensive Study Of The Global Sukuk Market', Sukuk Report, 5th Edition, 2016, p05.

وبالحديث عن الاعتبار الثاني، أي مكانة نشاط التصكيك ضمن أصول التمويل الإسلامي، فإنه وبناءً على الاحصائيات يُعتبر سوق التصكيك أسرع أسواق الأصول الإسلامية نمواً، إذ تشير البيانات إلى أن نصيب سوق الصكوك من إجمالي سوق الأصول الإسلامية قد ارتفع من 7% إلى 11.3% خلال الفترة 2003-2010، في حين تراجع نصيب المصرفية الإسلامية (وهي أكبر سوق) من 86.9% إلى 83.4% خلال نفس

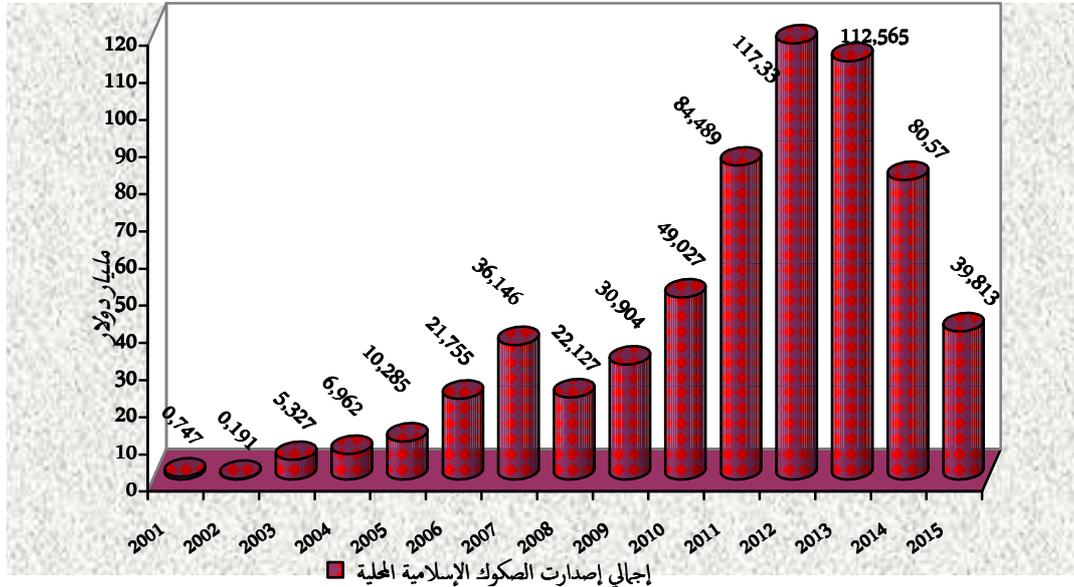
الفصل الخامس: أثر عمليات التصكيك على تركيبة الاستثمار في المصارف الإسلامية

الفترة. وعلى خلاف باقي الأسواق واصل سوق الصكوك نموّه الإيجابي، حيث ارتفعت حصته من السوق الإجمالية إلى 14% عام 2012، ثم إلى 15% بنهاية عام 2013، لتصل إلى 16.78% في نهاية عام 2015. وبطبيعة الحال فإن ذلك النمو الإيجابي المستمر يعكس بشكل واضح أهمية نشاط التصكيك لدى طائفة المستثمرين أفراداً ومؤسسات، وهذا بدوره يحمل دلالة وإشارةً ضمنية على كفاءة وفعالية ذلك النشاط. بعد هذا التلميح العام، سنحاول هاهنا الدخول في مرحلة التفصيل، وذلك بتحليل سوق الصكوك المحلية وسوق الصكوك الدولية. وللإشارة فإن التمييز بين السوقين يتم بناءً على عملية الإصدار، بمعنى أن الإصدارات المحلية هي تلك الإصدارات التي تتم بالعملة المحلية. أما الإصدارات الدولية، فهي تلك الإصدارات التي تتم بالعملة الصعبة.

التطور السنوي لإصدارات الصكوك الإسلامية المحلية خلال الفترة 2001-2015:

يقودنا النظر في الشكل أدناه إلى القول بأن سوق الإصدارات المحلية قد عرف هو الآخر نمواً غير مستقرّ طوال فترة الدراسة، حيث شهدت نمواً إيجابياً غير منتظم خلال الفترة 2003-2007 والفترة 2009-2012 تراوحت فيها معدلات التغيير الاعتيادية بين معدل 30% و 73%. وبالمقابل سجّلت السوق كذلك تدهوراً في حجم الإصدارات، وظهر ذلك بوضوح في السنوات الثلاث الأخيرة، وبالأخص خلال سنة 2015 حيث تراجعت الإصدارات إلى مستوى 39.81 مليار بعد أن كانت 80.57 مليار دولار عام 2014، أي بانخفاض قُدّر بـ 51% تقريباً.

الشكل رقم 05-02: التطور السنوي لإصدارات الصكوك الإسلامية المحلية خلال الفترة 2001-2015



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على المرجع الموضّح أدناه

International Islamic Financial Market, 'A Comprehensive Study Of The Global Sukuk Market', Op. Cit, p07.

وكتفسير للانخفاض أو التدهور المسجّل في السنتين الأخيرتين، فإننا نربط ذلك بشكل أساسي بتراجع الإصدارات المحلية الماليزية- كما سبق وأشرنا-، خاصةً وأنها ذات وزن مهم جداً في سوق الصكوك المحلية الإجمالي

الفصل الخامس: أثر عمليات التصكيك على تركيبة الاستثمار في المصارف الإسلامية

حيث تستحوذ لوحدها على أكثر من 78% من المجمال، بينما تتوزع باقي إصدارات السوق على 21 دولة وينسب أقل ما يقال عنها أنها هامشية، حيث لم تتجاوز سقف 6% كما تشير إلى ذلك الاحصائيات.

هذا، وبالالتفات إلى بحث مسألة مدى اهتمام المصدرين بممارسة نشاط التصكيك على المستوى المحلي فإننا نلمس بناءً على تحليل نسبة الإصدارات المحلية إلى إجمالي الإصدارات، اهتماماً جُذُ معتبر بذلك النوع من الإصدارات بدليل أن النسبة المدروسة فاقت معدل 73% في المتوسط، الأمر الذي يعكس رغبة مختلف الاقتصاديات في الاعتماد على مواردها المحلية لتمويل متطلبات التنمية. ويتأكد هذا أيضاً بمعرفة أن الجانب الأكبر من الإصدارات قد كان ماليزياً وبأن هذه الأخيرة ركزت بشكل كبير جداً على تمويل المشاريع التنموية المحلية. فعلى سبيل المثال خصص ذلك البلد ما يزيد عن 49.9 مليار دولار لتمويل مشاريع بنيتها التحتية بشكل خاص خلال الفترة 2001-2012، ويأتي هذا في إطار برنامج التحوّل الاقتصادي الذي تبنته الحكومة آنذاك.

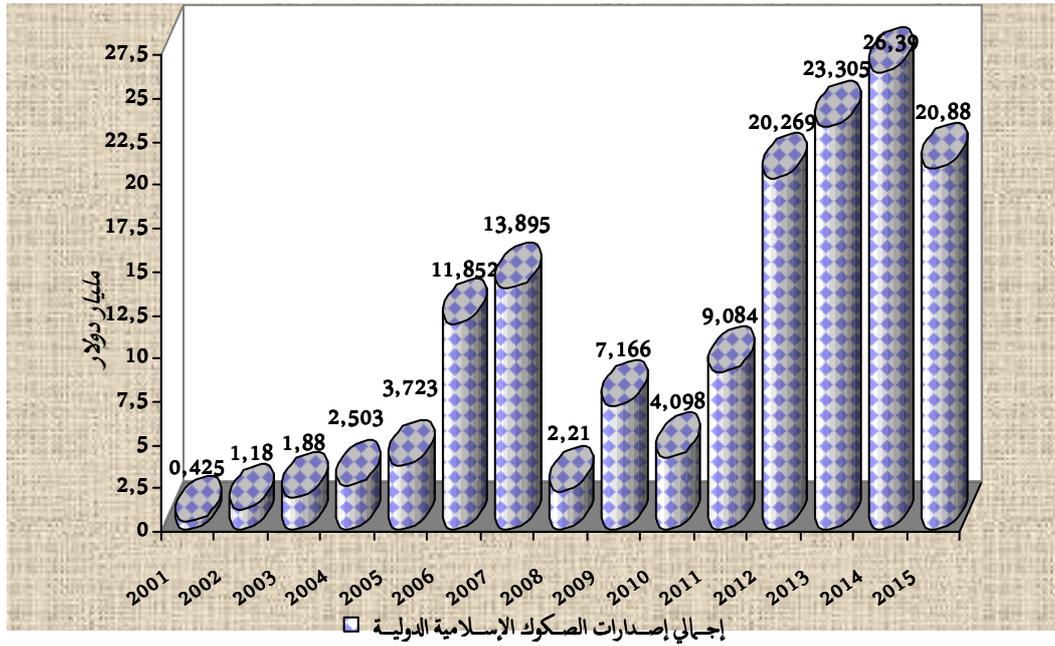
التطور السنوي لإصدارات الصكوك الإسلامية الدولية خلال الفترة 2001-2015:

تقودنا الملاحظة الأولية أو الظاهرية للشكل أدناه إلى تقرير القول بأن سوق الصكوك الدولية قد شهدت نمواً إيجابياً مستمراً للإصدارات خلال فترتين أساسيتين وهما الفترة 2001-2007 والفترة 2011-2014. بيد أن النمو الحاصل لم يكن بمستويات مستقرة خاصة خلال الفترة الأولى، حيث نلاحظ وجود طفرات في النمو بين الفينة والأخرى، وهذا بخلاف الفترة 2012-2014 حيث يتبين لنا بالعين المجردة أن ثمة استقراراً في وتيرة الإصدارات وبشكل كبير. وفي المقابل عرفت تلك السوق أيضاً عدداً من الانتكاسات حصلت تحديداً خلال سنة 2008 و2010 و2015، زادت بشكل جزئي من عدم اليقين الاقتصادي، وأدت إلى إلغاء عددٍ من الإصدارات طويلة الأجل التي كان من المنتظر حلول أجل استحقاقها عام 2014، ولم يتم إعادة إصدارها جديد عام 2015، ولقد شمل ذلك على وجه التمثيل "جنرال إلكتريك" (بإصدار قيمته 500 مليون دولار) حكومة دبي (بإصدار قيمته 1250 مليون دولار)، شركة الاستثمار السياحي الإماراتية (بإصدار قيمته مليار دولار)... الخ.

وعلى خلاف ما هو عليه الحال بالنسبة لسوق الإصدارات المحلية أين تستحوذ الإصدارات الماليزية على حصة الأسد، فإن أكثر من 62% من حجم الصكوك الدولية كانت بمساهمة من دول مجلس التعاون الخليجي وخاصة الإمارات العربية والمملكة العربية السعودية، بنسبة 36% و 15.6% من إجمالي السوق على التوالي، وفقاً لما تشير إليه التقارير، تلتها في ذلك دول منطقة آسيا بمساهمة تجاوزت بقليل 27% من إجمالي الإصدارات استحوذت منها ماليزيا لوحدها على نسبة 20.27%. في حين كانت حصة باقي الدول هامشية وبنسبة لم تتعد 7% مجتمعة.

الفصل الخامس: أثر عمليات التصكيك على تركيبة الاستثمار في المصارف الإسلامية

الشكل رقم 05-03: التطور السنوي لإصدارات الصكوك الإسلامية التولية خلال الفترة 2001-2015



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على المرجع الموضح أدناه

International Islamic Financial Market, 'A Comprehensive Study Of The Global Sukuk Market', Op. Cit, p06.

تحليل تطورات إصدارات الصكوك الإسلامية حسب جهة الإصدار:

وفقاً لهذا المعيار يمكن أن نتميز بين ثلاثة أشكال من الإصدارات: إصدارات الشركات، الإصدارات السيادية والإصدارات شبه السيادية.

فأما صكوك الشركات فالمقصود بها تلك الصكوك التي تصدرها الشركات لزيادة مواردها المالية بغرض توسيع نشاطها أو لتمويل مشروع محدد. وأما الصكوك السيادية فهي تلك الصكوك المصدرة من قبل الحكومات بعملة أجنبية كالدولار مثلاً، أو بالعملة المحلية. وأما الصكوك شبه السيادية فتشير إلى الصكوك المصدرة من قبل هيئات القطاع العام، وتكون عادة مضمونة من قبل الحكومة.

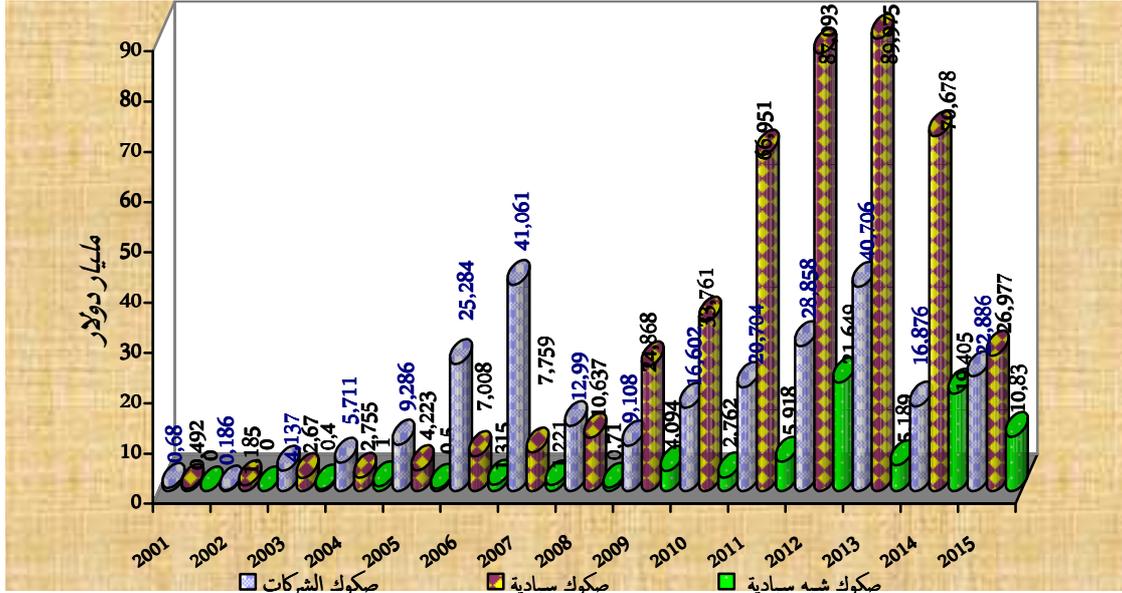
نلاحظ من خلال الشكل أدناه أن الصكوك السيادية شهدت نمواً إيجابياً متذبذباً خلال الفترة 2001-2013، حيث نما حجم الإصدار أحياناً بمعدلات بسيطة، كما هو الحال في سنتي 2004 و2013، أين كان النمو بواقع 3%. وأحياناً أخرى بمعدلات نمو مُضاعفة، كما هو الحال بالنسبة لسنة 2009، أين تضاعف الحجم المصدر من الصكوك من 10.6 مليار سنة 2008 إلى 24.8 مليار دولار، أي بمعدل فاق 130%. وعلى غرار النمو المسجل في المرحلة المشار إليها، شهدت السوق تراجعاً خلال سنتي 2014 و2015 بمعدل تجاوز 60%، حيث نزل حجم الإصدارات من 70.6 مليار خلال سنة 2014 إلى 26.9 مليار دولار لسنة 2015، ويعود السبب في ذلك إلى تراجع الإصدارات المحلية قصيرة الأجل للحكومية الماليزية.

وبالحديث عن صكوك الشركات، فإننا نلاحظ من خلال الشكل ذاته نمواً أكثر تذبذباً مقارنة بالصكوك السيادية، حيث تنمو الإصدارات بمعدلات قياسية ثم ما تلبث أن تنخفض وتيرة نموها بأكثر من النصف. فنجد

الفصل الخامس: أثر عمليات التصكيك على تركيبة الاستثمار في المصارف الإسلامية

على سبيل التمثيل بملاحظة الشكل أن تمة تدهوراً قياسيماً خلال سنتي 2008 و2014، حيث تراجعت الإصدارات بنحو 30% و60% على التوالي. ويأتي هذا الانخفاض أو التدهور كاستجابة مُقتزنة للأوضاع الصعبة التي نشأت بفعل الركود الاقتصادي، والذي غالباً ما تضرّ فيه الشركات إلى خفض انفاقها ومشاريعها التوسّعية والتطويرية. ومع ذلك فإنه من المشجّع أن نلاحظ أن عدد إصدارات قطاع الشركات قد استقرّ خلال الفترة 2014-2015، الأمر الذي يعكس نظرة تفاؤلية لدى القطاع بشأن المستقبل.

الشكل رقم 05-04: التطور السنوي لإصدارات الصكوك الإسلامية حسب جهة الإصدار خلال الفترة 2001-2015



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على المرجع الموضّح أدناه

International Islamic Financial Market, 'A Comprehensive Study Of The Global Sukuk Market', Op. Cit, p15-16.

وبالانتقال إلى سوق الصكوك شبه السيادية، فإن الملاحظ أن نمو الإصدارات كان أكثر اضطراباً بالمقارنة مع السوّقين السابقين، إذ نلاحظ أن تمة تناوباً بين الارتفاع والانخفاض في حجم الإصدارات من سنة لأخرى. الأمر الذي قد ينمّ على أن هذه الإصدارات كانت مستقلة عن الدورات الاقتصادية. وللإشارة فإن إصدارات السوق ساهم فيها بشكلٍ أساسي عددٌ من الدول: ماليزيا، العربية السعودية، البحرين، إندونيسيا والإمارات العربية وكذا عددٌ من الهيئات المالية كالمصرف الإسلامي للتنمية والبنك العالمي... إلخ. هذا، ويلاحظ أيضاً أن أكبر حجم من الإصدارات قد حصل في عام 2012 بقيمة وصلت إلى 21.6 مليار دولار، ويأتي هذا بفعل عددٍ من الإصدارات الضخمة، خاصة إصدار هيئة "بلاس بيرهاد" الماليزية بقيمة 9.7 مليار دولار، وإصدار الشركة السعودية للكهرباء بقيمة 1.75 مليار دولار، وكذا إصدار الهيئة العامة للطيران المدني (السعودية) بقيمة قارت 4 مليار دولار.

هذا، ومن الملاحظ أيضاً انطلاقاً ممّا هو وارد في الشكلين رقم (05-05) و(06-05) أن الشركات قد سيطرت بشكلٍ كبير على سوق الصكوك المحليّة والدولية خاصة خلال الفترة 2001-2008، حيث

الفصل الخامس: أثر عمليات التصكيك على تركيبة الاستثمار في المصارف الإسلامية

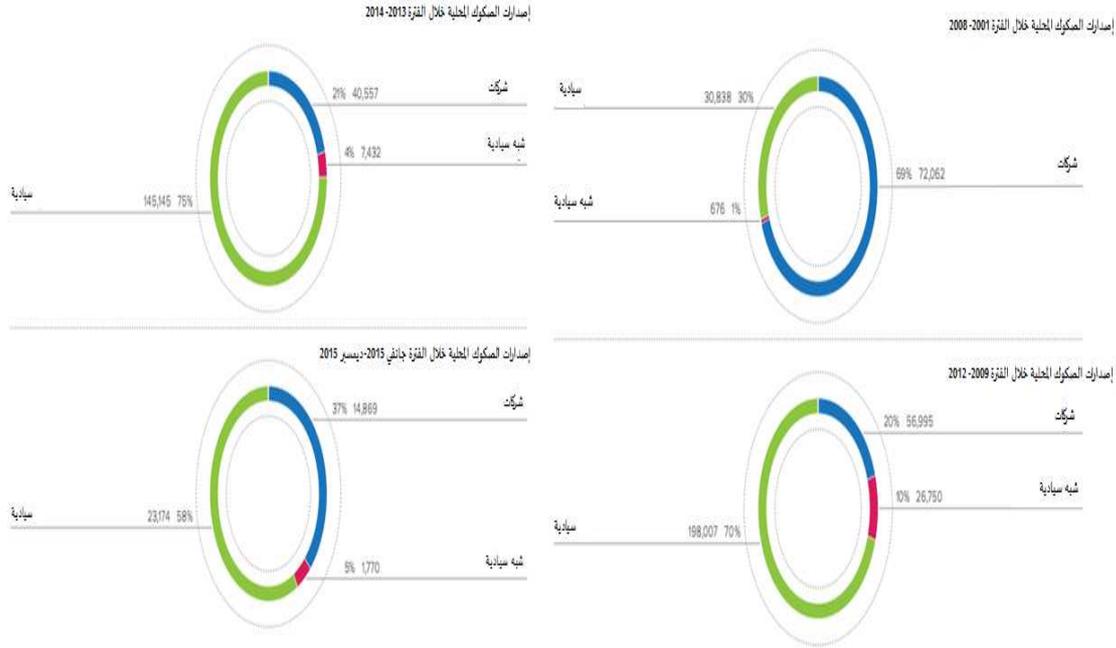
استحوذت على ما نسبته 69% من إجمالي إصدارات المحليّة وعلى ما نسبته 72% من إجمالي الإصدارات الدّولية. ويقود هذا التّموجُّ بشكلٍ كبير قطاع الخدمات المالية وقطاع المواصلات وكذا قطاع الطّاقة واستعمالاتها (بالنسبة للمليزيا)، وينضمّ إلى ذلك القطاع العقّاري- في منطقة الشّرق الأوسط وشمال إفريقيا بشكلٍ خاص- هذا ويربط البعض هذا التّموجُّ الكبير في صكوك الشّركات خلال تلك الفترة بكون أن كثيراً من إصدارات الشّركات ولاسيما الكبيرة منها هي إصدارات شبه سيّادية مشمولة بضمان سيادي ضمني، الأمر الذي دفع بالمستثمرين إلى الإقبال عليها (وينطبق هذا على وجه التمثيل على إصداري دبي بقيمة 3.5 مليار دولار). بيد أن حصّة هذه الصّكوك بدأت في التضاؤل وبشكلٍ كبير خاصّة في السّوق المحليّة، وبشكلٍ أقلّ حدّة في السّوق الدّولية خلال الفترة 2009-2015، ويأتي هذا على خلفية سحب المصرف المركزي الماليزي لقسم كبير من إصداراته المحليّة على المدى القصير، ولضعف ثقة المستثمرين بالقطاع الخاص خاصّة بمنطقة الخليج. وعلى إثر ذلك الدّور المتناقص لصكوك الشّركات برز دور الصّكوك السيّادية وبشكلٍ مطّرد خاصّة في السّوق المحليّة، حيث قفزت مساهمتها في هذه الأخيرة من 30% خلال الفترة 2001-2008 إلى 70% خلال الفترة 2009-2012 ثمّ إلى 75% خلال الفترة 2013-2014، ويأتي هذا على خلفية الدّعم المقدم لها من قبل بعض الدّول للمحافظة على نموّها (مثلما هو الحال بالنسبة لتركيا حيث عمدت هذه الأخيرة في خطتها لدعم نمو سوق الصّكوك المحليّة إلى إصدار صكوك سيّادية أوّلها كان في عام 2012 بقيمة 1.5 مليار دولار. وكذلك الحال في جنوب إفريقيا حيث اقترحت خزّانة البلاد تمديد الإصلاحات الضّريبية لتسهيل إصدار الصّكوك من قبل الشّركات المدرجة كخطة لتسهيل إصدارات الصّكوك).

وبينما كانت مساهمة الصّكوك شبه السيّادية هامشيّة في سوق الإصدارات المحليّة بنسبة لم تتجاوز 10% في أحسن الأحوال، فإن حصّتها في سوق الإصدارات الدّولية عرفت تطوّرًا محسوسًا، فمن نسبة مشاركة ضعيفة قدرها 12% من الإجمالي خلال الفترة 2001-2008 إلى حصّة سوقية مهمّة تجاوزت 35% خلال الفترة 2013-2014 ثمّ 43% خلال سنة 2015 لتتبوّأ بذلك الصّدارة في سوق الإصدارات الدّولية. ومن اللافت للانتباه أيضاً أن الصّكوك السيّادية قد عرفت حضوراً ضعيفاً في سوق الإصدارات الدّولية خلال الفترة 2001-2008 وخلال سنة 2015 بواقع مساهمة لم تتجاوز نسبتها 16%.

وفي المتوسّط العام، فإن الملاحظ أن الإصدارات السيّادية شكّلت أكثر من نصف الإصدارات الإجمالية خلال الفترة 2001-2015، وتحديدًا بحصّة سوقية بلغت 57% من الإجمالي، تلتها في ذلك إصدارات الشّركات بمساهمة سوقية قدر معدّلها بـ 33.25% في المتوسّط، في حين كان الباقي من نصيب الإصدارات شبه السيّادية.

الفصل الخامس: أثر عمليات التصكيك على تركيبة الاستثمار في المصارف الإسلامية

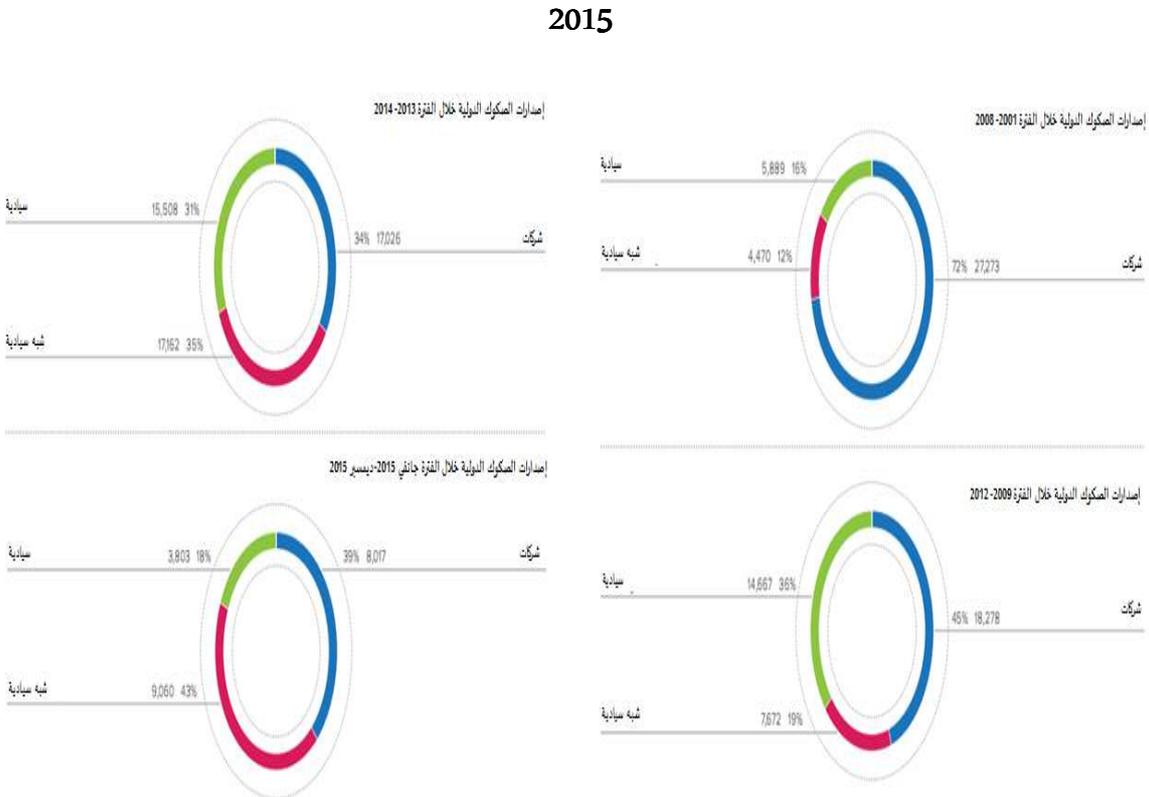
الشكل رقم 05- 05: توزيع نسبة مساهمة مختلف جهات الإصدار في سوق الصكوك المحلية خلال الفترة 2001- 2015



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على المرجع الموضح أدناه ويتصرف

International Islamic Financial Market, 'A Comprehensive Study Of The Global Sukuk Market', Op. Cit, p17.

الشكل رقم 06- 05: توزيع نسبة مساهمة مختلف جهات الإصدار في سوق الصكوك الدولية خلال الفترة 2001- 2015



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على المرجع الموضح أدناه ويتصرف

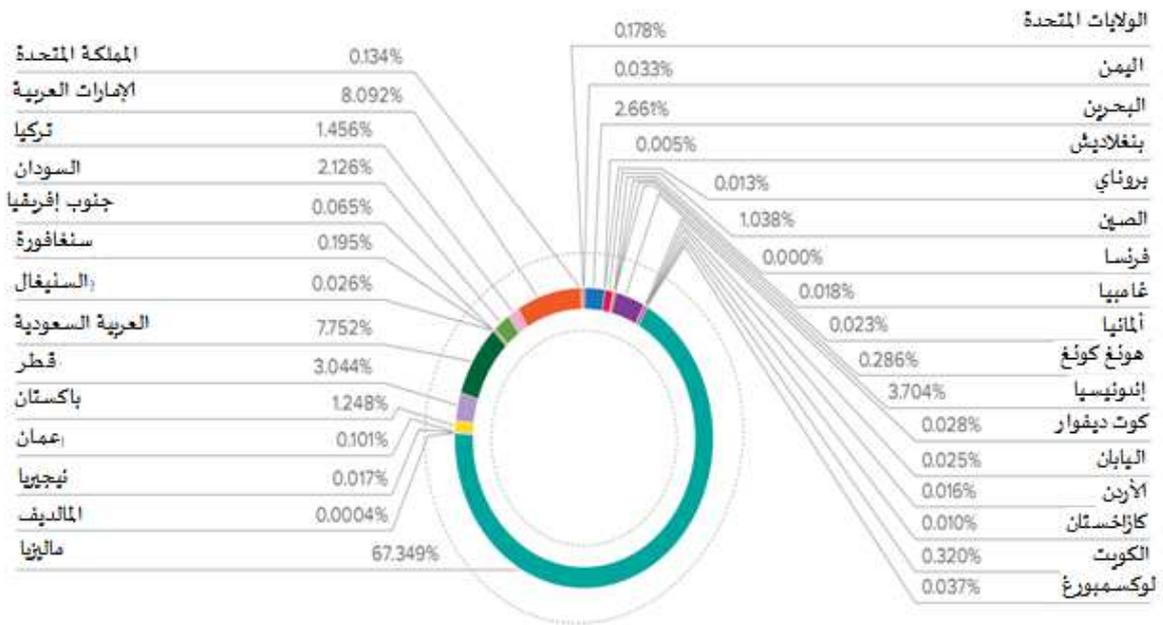
International Islamic Financial Market, 'A Comprehensive Study Of The Global Sukuk Market', Op. Cit, p18- 19.

الفصل الخامس: أثر عمليات التصكيك على تركيبة الاستثمار في المصارف الإسلامية

تحليل تطورات إصدارات الصكوك الإسلامية حسب البلد:

اعتباراً مما هو وارد في الشكل أدناه نلاحظ بوضوح سيطرة وهيمنة ماليزيا على سوق الصكوك، حيث تستحوذ لوحدها على ما يزيد عن 67% من إجمالي إصدارات السوق حتى نهاية 2015. وبأتي هذا بفضل سعيها الحثيث ونشاطها المستمر نحو تعزيز وخلق سوق حيوية للصكوك بالعملة المحلية من خلال سنّ التشريعات وخلق البيئة المساعدة لنشاط التصكيك، وبفضل توافر الجاهزية الاستثمارية لدى مجموعة كبيرة من المستثمرين كصناديق الاستثمار المشترك وصناديق التقاعد وشركات التأمين والمؤسسات المحلية ونحو ذلك من المؤسسات الاستثمارية ذات الأصول المعتبرة، وقد يُضاف إلى ذلك كفاءة سوقها المالي وارتفاع سيولته.

الشكل رقم 05-07: إصدارات الصكوك الإسلامية حسب البلد خلال الفترة 2001-2015



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على المرجع الموضح أدناه وبتصرف

International Islamic Financial Market, 'A Comprehensive Study Of The Global Sukuk Market', Op. Cit, p33.

ويدخل بشكلٍ مُعتبرٍ إلى حد ما عددٌ آخر من المصدرين كأطراف فاعلة في السوق مثل الإمارات العربية المتحدة بمساهمة سوقية بلغت 8.1%، المملكة العربية السعودية بنسبة 7.7%، اندونيسيا بنسبة 3.7%. بينما تبقى مساهمة الباقي هامشية إلى حدٍ بعيد. ولئن كان ممّا يبعث على القلق رؤية بلد واحد يسيطر على أكثر من ثلثي الإصدارات، فإن ما يبعث على التفاؤل بشأن صناعة التصكيك أن نرى أن ما مجموعه 30 دولة من غير ماليزيا دخلت كجهة من الجهات المصدرة للصكوك، كالصين، السنغال، المملكة المتحدة، الولايات المتحدة الأمريكية، ولوكسمبورغ ونيجيريا... الخ.

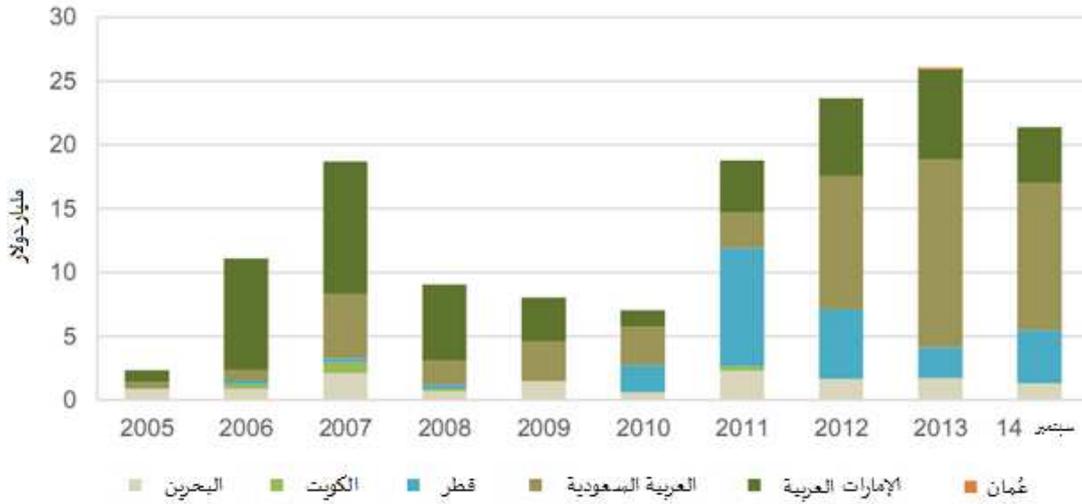
وبالتركيز على منطقة الخليج - خاصةً وأنها محور الدراسة-، فإننا نلاحظ بشيءٍ من الوضوح من خلال الشكل أدناه وبشكلٍ خاص حضور كل البحرين والإمارات العربية والمملكة العربية السعودية في سوق الصكوك في

الفصل الخامس: أثر عمليات التصكيك على تركيبة الاستثمار في المصارف الإسلامية

كل السنوات، وذلك مع أسبقية مرصودة لكل من الإمارات العربية والمملكة العربية السعودية من حيث إجمالي قيمة الإصدارات. كما نلاحظ دخول لاعب جديد إلى السوق خلال سنة 2013، ويتعلق الأمر بدولة عُمان. وللإشارة فقد وصل حجم الصكوك المصدرة في نهاية 2014 إلى حدود 24.1 مليار دولار، بعد إصدارات وصل 53 إصداراً، حازت منه البحرين على نسبة 49%. غير أنه ومن حيث قيمة الإصدار كانت الأسبقية للمملكة العربية السعودية بحصة تجاوزت 51%. في حين بلغ حجم الإصدارات حتى أكتوبر 2015 16.2 مليار دولار بعدد إصدارات وصل إلى 44 إصدار، حازت منه البحرين كذلك نسبة 52%. ولكن من حيث قيمة الإصدار كانت الأفضلية دائماً للمملكة العربية السعودية بحجم إصدار بلغت قيمته 5.9 مليار دولار تبعتها الإمارات العربية بسبع إصدارات بلغت قيمتها 5.2 مليار دولار، ثم قطر بـ 1.3 مليار دولار، ثم عُمان بـ 650 مليون دولار.

الشكل رقم 05-08: إصدارات الصكوك الإسلامية في منطقة الخليج خلال الفترة 2001-2013

حجم الإصدارات السنوية من الصكوك في دول الخليج خلال الفترة 2003- الربع الثالث 2014



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على المرجع الموضح أدناه وبتصرف

Rasameel Structured Finance, 'Global Sukuk Market: Quarterly Bulletin (October 2014)', Report, 2014, p19.

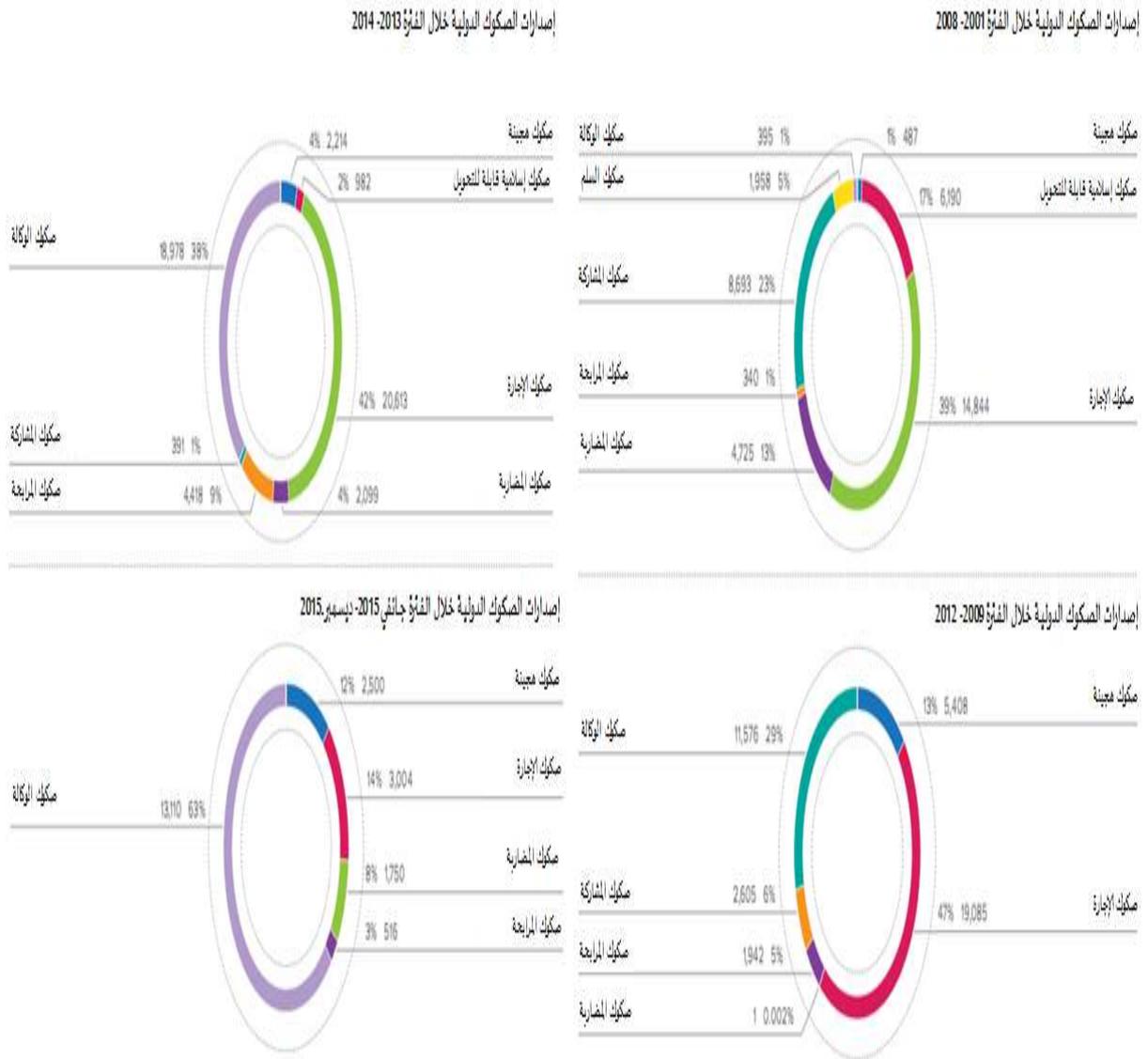
تحليل سوق الصكوك الإسلامية وفقاً لاعتبار هيكل الإصدار:

بالانتقال إلى الحديث عن تطورات سوق الصكوك الأولية بحسب هيكل الإصدار المعتمد، وبتعزيز النظر على جانب الإصدارات الدولية - وفق ما هو مبين في الشكل أدناه -، فإننا نلاحظ أن ثمة اعتماداً كبيراً لهيكل الإجارة من قبل المصدرين خاصة خلال الفترة 2001-2012، حيث بلغت حصة صكوك الإجارة من السوق الدولية ما يقارب 39% في المتوسط خلال الفترة 2001-2008، و 47% خلال الفترة 2009-2012. بيد أنها سجلت تدهوراً مفاجئاً خلال سنة 2015، حيث تراجع حصة صكوك الإجارة من 14% (انخفاض حجم إصدارات صكوك الإجارة من 20.61 مليار دولار إلى حدود 3 مليار دولار)، لتبرز محلها صكوك الوكالة، هذه الأخيرة التي قفزت حصة صكوك الإجارة من 63% من إجمالي سوق الإصدارات بعد أن كانت حصة صكوك الإجارة من 1% خلال

الفصل الخامس: أثر عمليات التصكيك على تركيبة الاستثمار في المصارف الإسلامية

الفترة 2001-2008، و38% خلال الفترة 2013-2014. ولعل ما يلفت الانتباه هنا أيضاً ذلك الحضور الضعيف جداً لصكوك الاستثمار، حيث نلاحظ أن حصة كل من صكوك المشاركة وصكوك المضاربة في سوق الإصدارات الدولية لم تتجاوز معدّل 8% في المتوسط خلال الفترة 2009-2015، وذلك على غرار الفترة 2001-2008 أين كانت مساهمتها في السوق معتبرة نوعاً ما، وتحديدًا بواقع 23% بالنسبة لصكوك المشاركة و13% بالنسبة لصكوك المضاربة.

الشكل رقم 05-09: توزيع إصدارات الصكوك في السوق الدولية بحسب هيكل التصكيك خلال الفترة 2001-2015

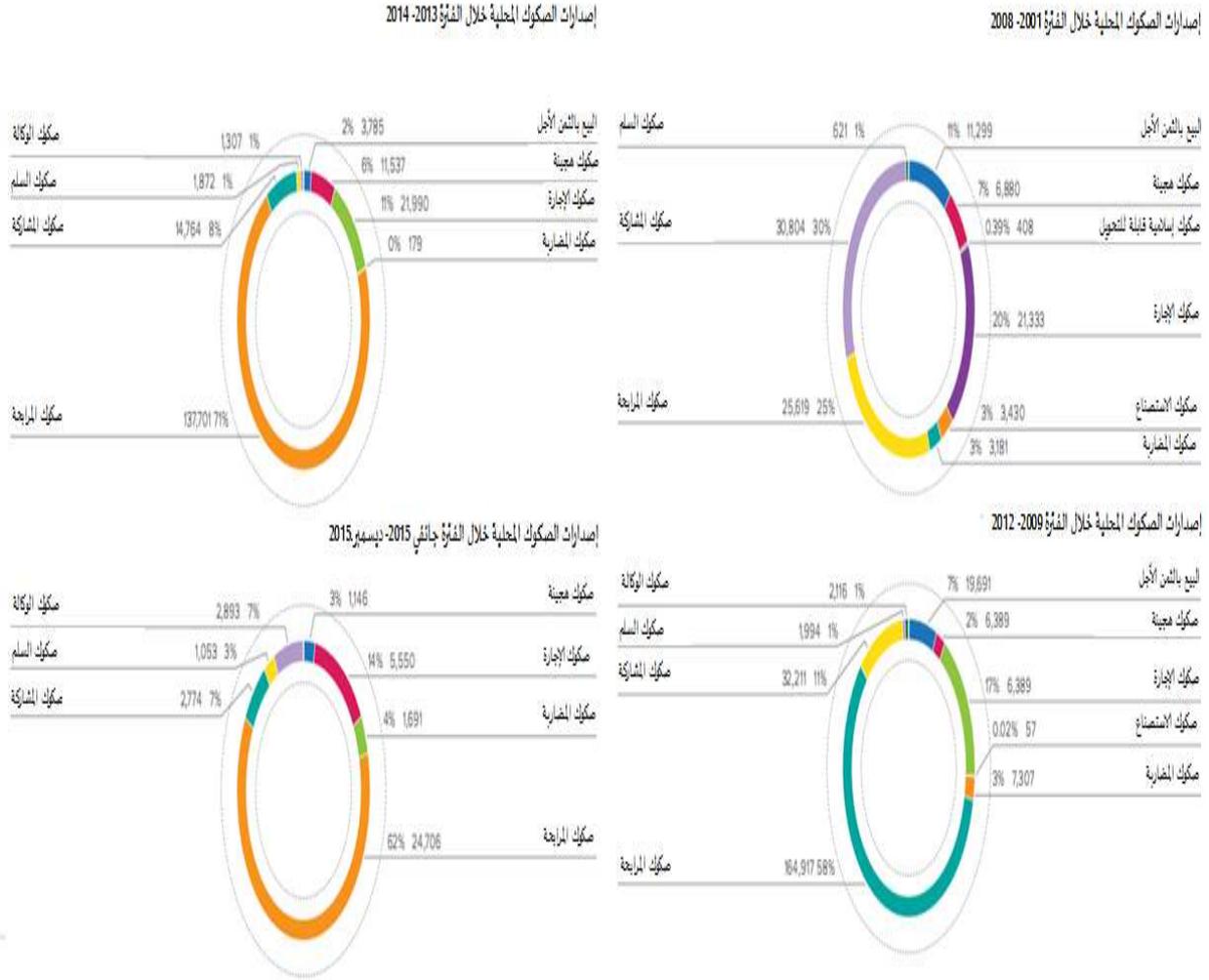


المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على المرجع الموضّح أدناه ويتصرف

International Islamic Financial Market, 'A Comprehensive Study Of The Global Sukuk Market', Op. Cit, p28-29.

الفصل الخامس: أثر عمليات التصكيك على تركيبة الاستثمار في المصارف الإسلامية

الشكل رقم 05-10: توزيع إصدارات الصكوك في السوق المحلية بحسب هيكل التصكيك خلال الفترة 2001-2015



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على المرجع الموضح أدناه ويتصرف

International Islamic Financial Market, 'A Comprehensive Study Of The Global Sukuk Market', Op. Cit, p29-30.

أما بخصوص سوق الصكوك المحلية، فإن الواقع يختلف إلى حد ما، حيث نلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن ثمة هيمنة متصاعدة لصكوك المرابحة على سوق الإصدارات، إذ ارتفعت حصتها بشكلٍ قياسي من 25% في المتوسط خلال الفترة 2008-2001، إلى 58% خلال الفترة 2012-2009، ثم إلى 71% خلال الفترة 2014-2013. تبعتها في ذلك صكوك الإجارة ولكن بشكلٍ متناقص، حيث تراجعت حصتها من إجمالي الإصدارات في السوق المحلية من 20% خلال الفترة 2008-2001، إلى 17% خلال الفترة 2012-2009، ثم إلى 11% خلال عام 2015. وباستثناء الحضور المؤقت واللافت للانتباه لصكوك المشاركة خلال الفترة 2008-2001، فإن صكوك الاستثمار سجلت حضوراً هامشياً جداً خلال كل الفترة حيث لم تتعدّ حصة صكوك المضاربة 3%، ولم تتجاوز حصة صكوك المشاركة 11% خلال الفترة 2009-2015.

الفصل الخامس: أثر عمليات التصكيك على تركيبة الاستثمار في المصارف الإسلامية

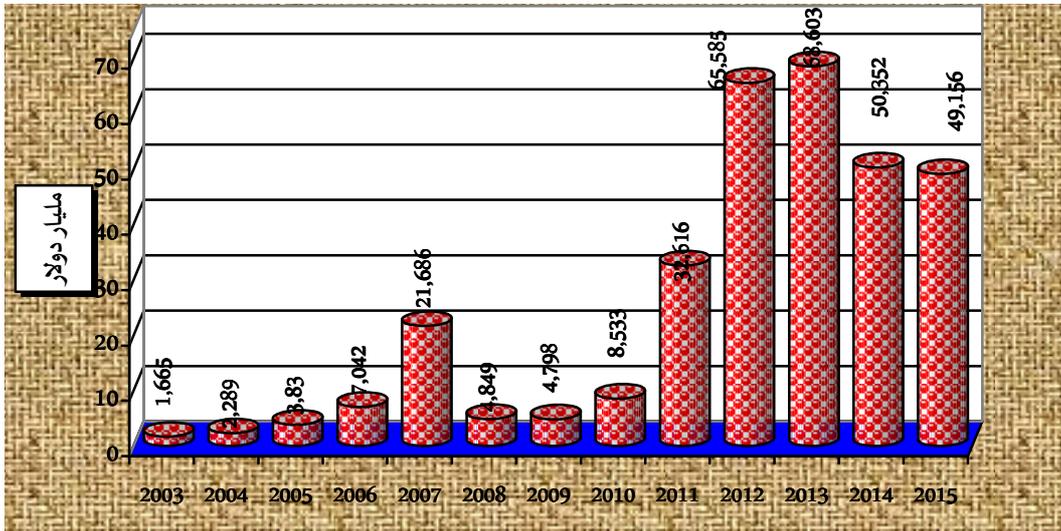
ثانياً: سوق الصكوك الثنائية (سوق التداول)

لقد سبق وقلنا في صدر الحديث بأن السوق الثنائية هي تلك السوق التي يجري التعامل فيها على الأوراق المالية التي تم إصدارها في السوق الأولية، وبأن وجودها وفعاليتها مستمد من وجود وفاعلية هذه الأخيرة. فإذا كان قد تبين لنا من خلال العرض السابق فعالية سوق الإصدارات من خلال ضخامة حجمه واستمراره وحيويته بالنظر إلى قصر حياته، فهل ستكون السوق الثنائية على قدر تلك الفعالية؟ هذا ما سنحاول إدراكه وتبينه من خلال تحليل تطورات هذه الأخيرة وفقاً لعددٍ من الاعتبارات.

رؤية مُجملّة لسوق الصكوك الثنائي

بطرق جانب التراكم فإننا نجد أن السوق الثنائية للصكوك قد شهدت نمواً تباينت معدلاته بين الارتفاع الكبير والتزايد الطفيف - أنظر الشكل أدناه-. فباستثناء سنوات النشأة، نسجل للسوق ارتفاعين مهمين خلال عام 2007 وعام 2012، بمعدل 146% و75% على التوالي، وهو تزايد جاء نتاج الإصدارات القياسية التي لم تشهد السوق الأولية مثلها قبل تلك السنتين وبعدها- تخص 2012 فقط-. وبالمقابل سجلت السوق أيضاً نمواً ضعيفاً خاصة خلال الفترة 2008-2010 والفترة 2014-2015، ويُعزى ذلك بشكلٍ أساسي إلى التراجع الكبير لحجم الإصدارات في السوق الأولية خاصة خلال سنتي 2008 و2015، وإلى استحقاق جانب كبيرٍ من الإصدارات خاصة خلال سنتي 2014 (وصل حجم الصكوك المستحقة إلى 29.9 مليار دولار) و2015 (وصل حجم الصكوك المستحقة إلى 15.7 مليار دولار).

الشكل رقم 05-11: التطور السنوي لحجم الصكوك الإسلامية المتداولة خلال الفترة 2003-2015



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على المرجع الموضح أدناه

International Islamic Financial Market, 'A Comprehensive Study Of The Global Sukuk Market', Op. Cit, p41.

وبالحديث عن التطورات السنوية للسوق فإننا نلاحظ من خلال الشكل ذاته أن هذه الأخيرة قد شهدت نمواً مطّرداً خلال الفترة 2003-2007 والفترة 2010-2013، حيث ارتفع حجم التداول من الصكوك من 1.6 مليار إلى 21.6 مليار دولار، ومن 8.5 مليار إلى 68.6 مليار دولار كأكبر حجم مسجل في السوق

الفصل الخامس: أثر عمليات التصكيك على تركيبة الاستثمار في المصارف الإسلامية

على الإطلاق. وبالمثل فإن ذلك يُعزى إلى التّمو المتصاعد في حجم الإصدارات الأولى. وبالمقابل شهدت السّوق الثّانوية تدهوراً في حجم الصّكوك المتداولة خلال الفترة 2008-2009 والفترة 2014-2015، حيث تراجع حجم المتداول من الصّكوك وبشكل كبير من 21.6 مليار دولار إلى 4.8 مليار دولار خلال الفترة الأولى، بينما تدهور حجم الصّكوك المتداولة خلال الفترة الثانية من 68.6 مليار دولار إلى 49.1 مليار دولار. وتتأكّد تلك الملاحظات أيضاً انطلاقاً من معدّلات التّمو، إذ نجد بناءً على هذه الأخيرة أن سوق الصّكوك الثّانوية قد نمت بمعدّلات عالية وأحياناً قياسية خلال الفترة 2003-2007 والفترة 2009-2012، فمثلاً تضاعف حجم المتداول من الصّكوك خلال سنتي 2007 و2011 بأكثر من مرتين. وعلى خلاف ذلك سجّلت السّوق تدهوراً خلال الفترة 2008-2009 والفترة 2014-2015، وقد كان ذلك التدهور شديداً خاصّة خلال سنة 2008، حيث تراجع حجم التداول بمعدل 77%. هذا، ولعلّ ممّا تجدر الإشارة إليه بالإضافة إلى ما سبق هو أن 83% (266 مليار دولار) من الحجم الكليّ للسّوق الثّانوية (321 مليار دولار) تشكّل فقط خلال السّنوات الخمس الأخيرة.

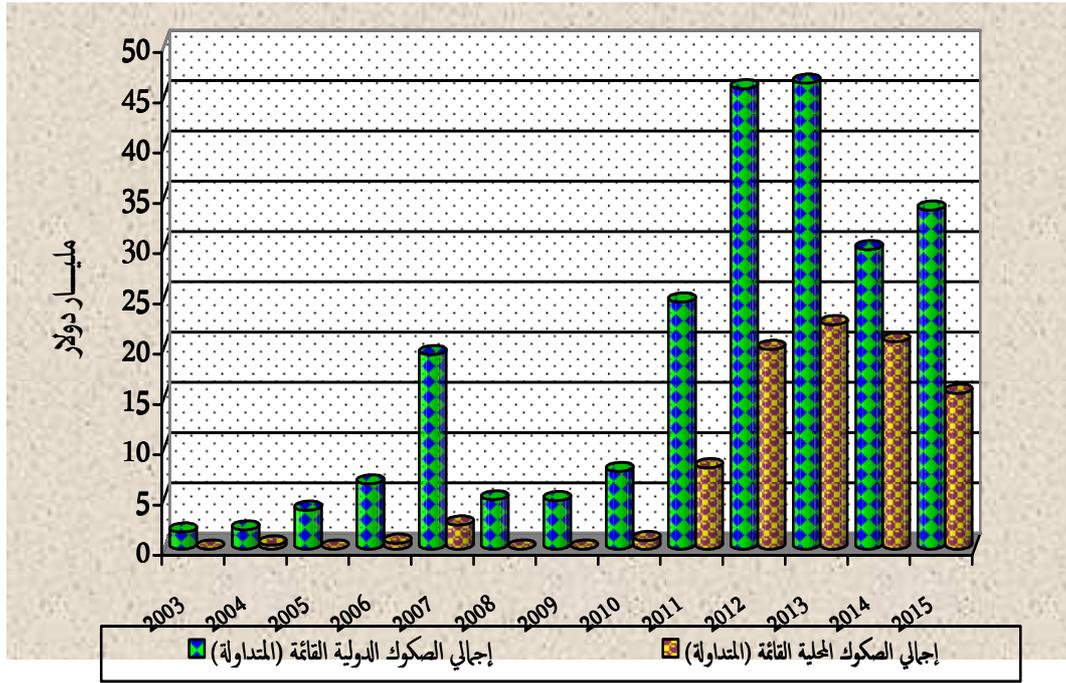
تحليل تطوّرات سوق الصّكوك الثّانوي حسب نوع السّوق:

وفقاً لاعتبار نوع السّوق فإننا نلاحظ من خلال الشّكل أدناه أن الجانب الأكبر من الصّكوك المتداولة قائم في السّوق المحليّة، وتحديدًا بنسبة 72% تقريباً (230.613 مليار دولار) من الحجم الإجماليّ للسّوق (321 مليار دولار). ويُعزى ذلك كما أشرنا سلفاً إلى ضخامة حجم سوق الإصدارات المحليّة مقارنة بسوق الإصدارات الدّولية.

وبالحديث عن التطوّرات السنوية، فإننا نلاحظ من خلال الشّكل ذاته أن ثمة طفرة في حجم التداولات في السّوق المحليّة خاصّة خلال سنتي 2007 و2011، إذ تضاعف حجم المتداول من الصّكوك بواقع مرتين وبالمقابل سجّلت السّوق أيضاً انتكاسات خاصّة خلال سنتي 2008 و2014، حيث نزل حجم الصّكوك المتداولة خلال السّنة الأولى بأكثر من 74%- قد يفسّر ذلك بالتأثيرات السّلبية للأزمة العالميّة-، وبمعدّل 36% تقريباً خلال السّنة الثّانية- يفسّر ذلك باستحقاق جانب كبيرٍ من الإصدارات (وصل حجم الصّكوك المستحقّة خلال هذا العام 21.99 مليار دولار)-. أمّا بخصوص سوق التداول الدّولية، فنلاحظ من خلال الشّكل ذاته غياب التداولات خلال سنتي 2008 و2009، وضعفها الكبير مقارنة بحجم السّوق الأولى من ناحية أخرى. وبخصوص التطوّرات السنوية، فنجد أن أكبر حجم للصّكوك المتداولة سُجّل في عام 2013 بمبلغ وصل إلى 22.2 مليار دولار. كما نلاحظ من جانب آخر وخاصّة خلال الفترة 2011-2015 أنّه قد تم تسجيل أكبر نمو خلال سنة 2012- بمعدل 145%- (يتزامن هذا التّمو مع الحجم الكبير للإصدارات في السّوق الأولى)، وأكبر انخفاض خلال سنة 2015 بنحو 25% تقريباً (من 20.59 مليار دولار إلى 15.47 مليار دولار)، وذلك نظراً لانخفاض حجم الإصدارات من ناحية ولاستحقاق بعض الإصدارات من ناحية أخرى.

الفصل الخامس: أثر عمليات التصكيك على تركيبة الاستثمار في المصارف الإسلامية

الشكل رقم 05-12: التطور السنوي لحجم الصكوك الإسلامية المتداولة في السوق المحلية والتولية حتى نهاية 2015



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على المرجع الموضح أدناه

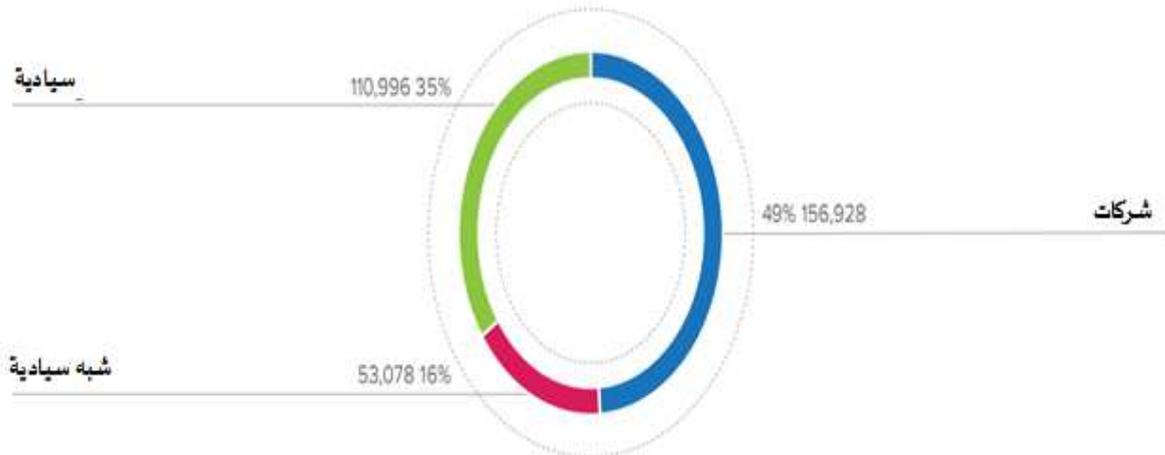
International Islamic Financial Market, 'A Comprehensive Study Of The Global Sukuk Market', Op. Cit, p42.

تحليل تطورات صكوك السوق الثانوي حسب جهة الإصدار:

وقوفاً على اعتبار جهة الإصدار، يقودنا الفحص الظاهري للشكل أدناه إلى ملاحظة أن نصف حجم السوق الثانوي للصكوك تقريباً مشكّل أساساً من صكوك الشركات، وبأن ما نسبته 35% من إجمالي تلك السوق هو في تحت مُسمى الصكوك السيادية.

الشكل رقم 05-13: إجمالي سوق الصكوك المتداولة حتى نهاية 2015

إجمالي الصكوك القائمة (المتداولة) حتى نهاية 2015



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على المرجع الموضح أدناه وبتصرف

International Islamic Financial Market, 'A Comprehensive Study Of The Global Sukuk Market', Op. Cit, p41.

الفصل الخامس: أثر عمليات التصكيك على تركيبة الاستثمار في المصارف الإسلامية

الشكل رقم 05- 14: إجمالي سوق الصكوك المتداولة المحليّة حتى نهاية 2015

إجمالي الصكوك المحليّة القائمة (المتداولة) حتى نهاية 2015



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على المرجع الموضّح أدناه وبتصرف

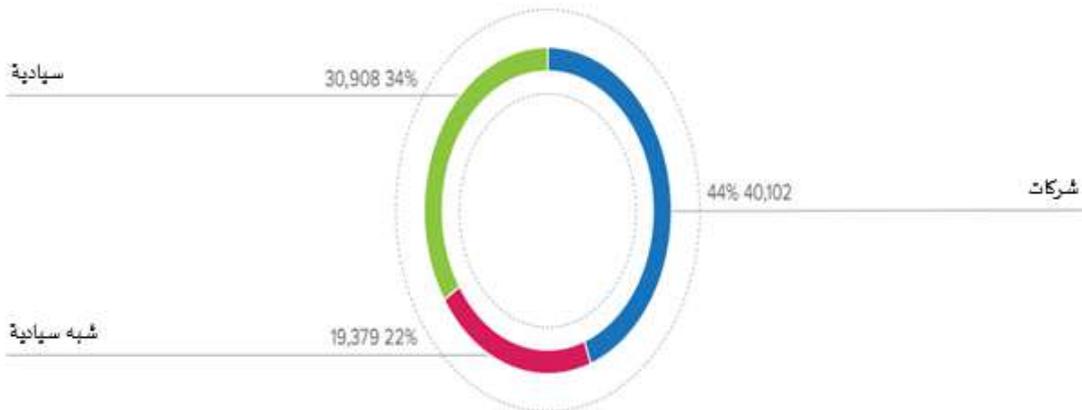
International Islamic Financial Market, 'A Comprehensive Study Of The Global Sukuk Market', Op. Cit, p42.

وبالمزج بين الاعتبارين السابقين، فإننا نلاحظ أن صكوك الشركات القائمة في السوق المحليّة تمثل لوحدها 51% من إجمالي المتداول في هذه الأخيرة، بينما تشكّل الصكوك السيادية القائمة 35% من الجمل، تماماً كما هو وارد في الشكل أعلاه.

وبخلاف التوضع السابق للجهات المصدرة في السوق المحليّة، فإن حصّة تلك الجهات من إجمالي الصكوك المتداولة في السوق الدوليّة كانت معدّلة قليلاً، إذ وكما هو وارد في الشكل أدناه نلاحظ أن صكوك الشركات القائمة استحوذت على حصّة أقلّ مقارنة بما هو عليه حالها في السوق المحليّة، وتحديدًا مثلت 44% من إجمالي ما هو متداول، في حين شكّلت الصكوك شبه السيادية 22% من الإجمالي وهي حصّة أعلى مقارنة بحصّتها في السوق المحليّة. أمّا الصكوك السيادية القائمة فإنّها استحوذت على 34% من إجمالي الصكوك المتداولة في السوق الدوليّة، وهي الحصّة ذاتها-تقريباً- التي نالتها في السوق المحليّة.

الشكل رقم 05- 15: إجمالي سوق الصكوك المتداولة الدوليّة حتى نهاية 2015

إجمالي الصكوك الدوليّة القائمة (المتداولة) حتى نهاية 2015



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على المرجع الموضّح أدناه وبتصرف

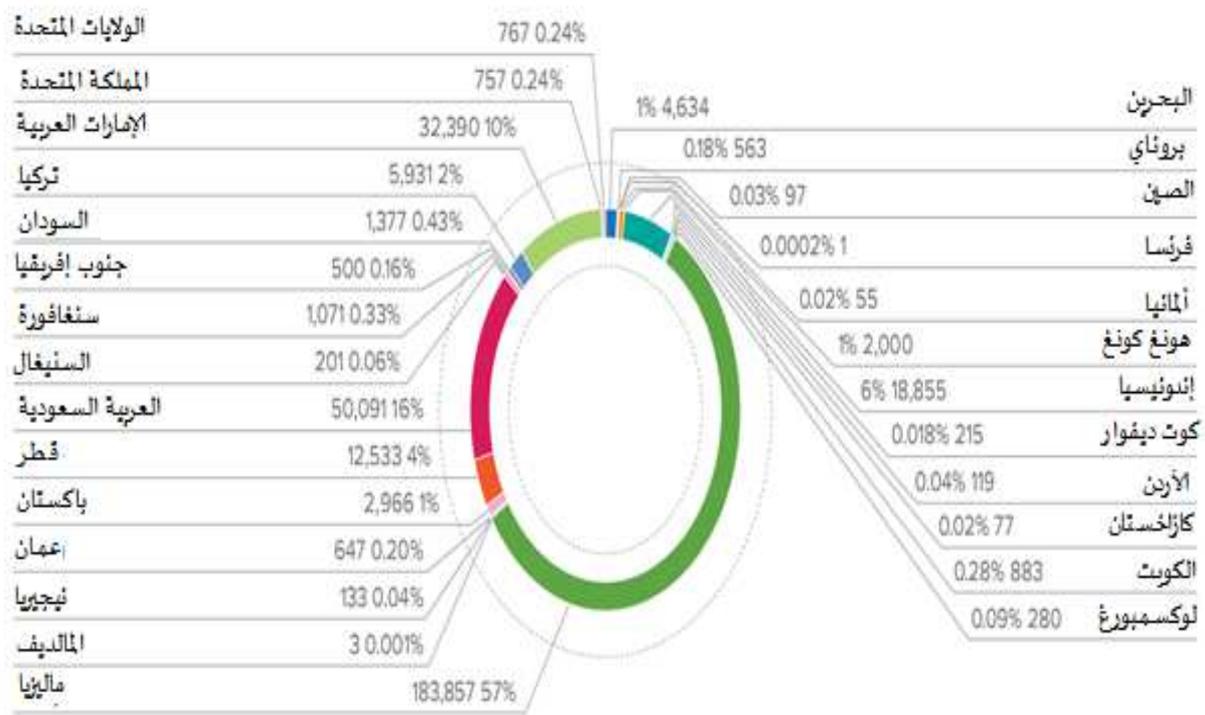
International Islamic Financial Market, 'A Comprehensive Study Of The Global Sukuk Market', Op. Cit, p43.

الفصل الخامس: أثر عمليات التصكيك على تركيبة الاستثمار في المصارف الإسلامية

تحليل تطورات صكوك السوق الثانوي حسب البلد:

وفقاً لهذا الاعتبار تعدُّ السوق الماليزية الأكثر نشاطاً بالمقارنة، إذ تستحوذ منفردةً على 57% من مجمل الصكوك القائمة (المتداولة) في مختلف الأسواق، تليها من حيث الأهمية الأسواق الخليجية، وتحديدًا السوق السعودية والسوق الإماراتية، حيث يشكل كلٌّ منهما ما نسبته 16% و 10% على التوالي من إجمالي الصكوك القائمة. يُضاف إلى ذلك الحضور الذي يمكن وصفه بالضعيف إلى حد ما لكلٍ من اندونيسيا وقطر بمعدل استحواذ قدره 6% و 4% على التوالي. وباستثناء هذه الأسواق، فإننا نسجل حضوراً هامشياً لباقي البلدان إذ أنّها تمتلك حصصاً ضعيفة جداً من إجمالي الصكوك المتداولة، لا تكاد تتجاوز حصة كل منها 1%.

الشكل رقم 05-16: سوق الصكوك المتداولة حسب البلد حتى نهاية 2015



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على المرجع الموضَّح أدناه وتبصره

International Islamic Financial Market, 'A Comprehensive Study Of The Global Sukuk Market', Op. Cit, p43.

وعلى نحوٍ من التفصيل، فإنّه وكما رأينا آنفاً فإن ماليزيا هي السوق الوحيدة للصكوك الثانوية التي تتجاوز حاجز الـ 100 مليار دولار من الصكوك القائمة. وتحديدًا نما حجم الصكوك القائمة لديها من 151.22 مليار دولار في نهاية 2013 إلى 183.85 مليار دولار في نهاية 2015، أي بزيادة قدرها 21.5%. وفي نفس الوقت زاد إجمالي الصكوك الخليجية القائمة (المتداولة) بنسبة 18.74% لتصل قيمتها إلى 101.29 مليار دولار تقريباً في نهاية 2015 مقارنة بمبلغ 85.3 مليار دولار قائمة كما في نهاية 2013. غير أنّه وبرغم التّمو الحاصل في السوق، فإن حصة بلدان مجلس التعاون الخليجي من إجمالي الصكوك القائمة انخفضت إلى 31.5% بعد أن كانت في حدود 38.5% بنهاية عام 2013. وبالمقابل انخفضت كذلك حصة ماليزيا من 68.2% من إجمالي السوق في نهاية 2013 إلى 57% في نهاية 2015.

الفصل الخامس: أثر عمليات التصكيك على تركيبة الاستثمار في المصارف الإسلامية

وبالالتفات إلى مسألة مدى إقبال مصدري الصّكوك على إدراج إصداراتهم ضمن تداولات الأسواق الرئيسية فإننا نسجّل بناءً على الإحصائيات الواردة في هذا الشأن أن 10.95% فقط (بقيمة إسمية قدرها 84 مليار دولار- 139 إصدار) من إجمالي إصدارات الصّكوك هي مدرجة ضمن تعاملات البورصات التي تقبل تداول الصّكوك فيها، وهذا خلال الفترة 2013-2015. تستحوذ دبي منها على 44% من إجمالي ما هو مُدرج في مختلف الأسواق (93% منها مدرجة في بورصة ناسداك دبي، والباقي في سوق دبي المالي)، تليها بورصة إيرلندا بحصّة 30% (23.1 مليار دولار) من الإجمالي، ثم بورصة "البوان" الماليزية وبورصة لندن بحصّة 18% و8% من إجمالي الصّكوك المدرجة على التوالي.

وبالحديث عن مصدر أو منشأ الصّكوك المدرجة في الأسواق الأربعة المذكورة، فإننا نجد وفقاً للإحصائيات الواردة في التقارير الخاصّة بهذا، وتحديداً ببورصة إيرلندا أن 42% من إجمالي المدرج من الصّكوك هي إصدارات إماراتية، تليها من حيث الوزن الإصدارات السّعودية والتركيبية بنسبة 23% و21% على التوالي. أمّا ببورصة ماليزيا، فإن 64% من الصّكوك المدرجة هي ماليزية المصدر، والأمر ذاته ينطبق على بورصة ناسداك حيث أن أكثر من نصف المدرج من الصّكوك إماراتي المنشأ. أمّا ما يخص بورصة لندن، فإننا نجد أن الجانب الأكبر من الإصدارات المدرجة متوزّع بين الإصدارات السّعودية والإصدارات الإماراتية بنسبة 39% و36%.

هذا، وإن يكن ثمة ملحوظة تجدر الإشارة إليها، فإنّه وبناءً على العرض السابق نلمس ضعفاً كبيراً في سوق الصّكوك الثّانوية. إذ من المفترض وفقاً لما هو عليه حال الأسواق المالية العالميّة أن يكون حجم السّوق الثّانوية أكبر بكثير من حجم السّوق الأولى (الإصدارات)، بيد أن هذا الاعتبار وللأسف لا ينطبق على حال سوق الصّكوك الثّانوية، إذ يتبيّن لنا من خلال ما سبق عرضه حول سوق الإصدارات وسوق التداول، أن المتداول من الصّكوك لا يمثّل في الواقع إلاّ جزءاً يسيراً من إجمالي الإصدارات، وتحديداً هناك فقط 34.5% من الإصدارات تدخل مجال التداول وأمّا النّسبة الباقية (65.5%) فتبقى حبيسة السّوق الأولى. وهذا بطبيعة الحال ينعكس على وجود خلل في سوق الصّكوك، إذ ثمة اهتمام واضح وكبير بسوق الإصدارات دون سوق التداول، ولا يمكن بأيّ حال من الأحوال التّهوض بسوق مالية من خلال جانب العرض فقط، بل إن حيوية وفعالية أيّ سوق مالية مرهّنة بتفعيل الجانبين أي العرض والطلب معاً. وبطبيعة الحال فإن هذا الوضع أو الخلل برأينا ناتج عن مجموعة الأسباب والعوامل نذكر منها على غير سبيل الحصر:

للعدد المحدود من الإصدارات وغياب الأدوات البديلة. فسوق الصّكوك الأولى بالمقارنة مع سوق التوريق التقليدي لا تتمثّل سوى نسبة ضئيلة منه، قد لا تتجاوز 1%. ولعلّ السّبب في ذلك هو محدودية المؤسسات الاستثمارية والمالية القادرة على إصدار الصّكوك، وغياب آلية جيّدة للتسعير تسهّل عمليات الإصدار الجديدة. وقد يدعم السّببين السابقين عدم رغبة بعض الحكومات ومنها الخليجية في إصدار المزيد من الصّكوك- خاصّة وأن إصداراتها ذات أهمية بالغة في تطوير السّوق، لأنّها تصدر من كيان ذو مخاطرة معدومة وبقيم كبيرة من جهة أخرى- لأسباب نذكر منها:

الفصل الخامس: أثر عمليات التصكيك على تركيبة الاستثمار في المصارف الإسلامية

* نقص في الكوادر المتخصصة.

* معظم الإصدارات الحكومية يتم شراؤها من قبل مؤسسات مالية عالمية مُهتمة أكثر بالحصول على العائد من غير الالتفات إلى كون هذه الإصدارات سندات تقليدية أو صكوك.

* لا يوجد حافز حقيقي لهذه الحكومات لإصدار الصكوك سوى رغبتها في تطوير أسواق المال الإسلامية.
 * يُضاف إلى ما سبق حقيقة أن الصكوك المصدرة لا تُتاح في الغالب للمستثمرين العاديين وأن حملتها هم عادة من كبار المستثمرين. ويؤكد على ذلك واقع السوق، حيث تشير التقارير إلى وجود سيطرة واضحة للمصارف وعدد قليل من المؤسسات الاستثمارية على مجمل السوق الثانوية، مما قد يطيل إجراءات التداول والمقاصة.
 * وجود جانب كبير من الصكوك الصادرة على أساس الصيغ القائمة على الدين. إذ لاحظنا من خلال التحليل السابق حضوراً قوياً لصكوك المراجعة خاصة في السوق المحلية - بحصة بلغت 71% -. وغني عن البيان أن الشريعة لا تسمح بتداول الدين.

* غياب العمق: إذ أشرنا في التحليل السابق إلى أن ما يقارب 66% من مجمل ما تم إصداره من الصكوك قد بقي حبيس السوق الأولية، أي لا تجري عليها تداولات. والأسباب في ذلك برأينا كثيرة منها على وجه التحديد:
 * وجود جانب كبير من الإصدارات غير مدرجة في الأسواق الثانوية بسبب مشكلة ضعف أو غياب الإطار التشريعي والتنظيمي والفتي-واختلافه بين الدول في حال وجوده- (أي مؤسسات البنية التحتية المساندة مثل أنظمة التداول والتسوية، ومؤسسات مراقبة أداء الإصدارات، ومعايير محاسبة ومراجعة قياسية... ونحو ذلك) لإدراج وتداول الصكوك، وبسبب مسألة عدم توحيد (تنميط) الهياكل نتيجة غياب معايير شرعية موحدة (لعل أوضح دليل على ذلك الصكوك الماليزية التي لم تلق اقبالاً كبيراً في منطقة الخليج). وقد يُضاف إلى السببين إشكالية التصنيف الائتماني، بمعنى صعوبة الحصول على تقييم ائتماني جيد وفقاً للمعايير الغربية، ويزداد الأمر صعوبة في حال رغبة المصدر إدراج صكوكه في الأسواق المالية الغربية.

* سيطرة طابع الاحتفاظ بالصكوك لدى المستثمرين، إذ تشير إحدى الدراسات الميدانية إلى أن 65% من حاملي الصكوك يفضلون الاحتفاظ بها. وقد يعود السبب في ذلك إلى وعدم وجود بديل لها في السوق كما سبق وأشرنا. كما قد يُردّ السبب في ذلك أيضاً إلى سيادة النمط العائلي للمشروعات والشركات، حيث تدور الصكوك في غالب الأحوال بين أفراد العائلة أو بين عدد محدود من الناس. وبطبيعة الحال فإن هذا الوضع يتعارض حتى مع الهدف الحقيقي من وراء إيجاد الصكوك، ناهيك عن هدف بناء سوق مالية إسلامية حيوية ونشطة.
 * عدم توفر البيئة القانونية المناسبة التي تشجع المستثمرين على اقتناء الصكوك (فتمّة ندرة في الأحكام القضائية المنشورة التي تعالج موضوع حقوق حاملي الصكوك)، حيث لا أهمية لوجود أسواق ثانوية لتداولها إذا لم توجد القوانين والتشريعات التي تضمن حقوق جميع الأطراف بكل وضوح وشفافية، والنظام القضائي الفاعل والمؤهل خاصة وأن مثل هذه القضايا لا تحتل التأخير أو المماطلة.

الفصل الخامس: أثر عمليات التصكيك على تركيبة الاستثمار في المصارف الإسلامية

❖ غياب آلية لإصدار صكوك للشركات الصغيرة والمتوسطة نظراً لصعوبة إدراجها في أسواق المال والتكلفة العالية نسبياً لإصدارها.

❖ محدودية عدد المؤسسات كلاعبين (صناع) مُتخصّصين في تقديم عروض وطلبات مستمرة، وافتقار المصارف الإسلامية إلى القدرة على هيكلة أو إنشاء أو ترتيب المعاملات في سوق رأس المال، وذلك باعتبارها- نظرياً- من أهمّ الفاعلين في الأسواق المالية.

❖ لا يزال عددٌ كبير من المشاركين في السوق بمن فيهم المستثمرين، حديثي العهد بالصكوك، فضلاً عن افتقارهم إلى الإلمام الكافي بالمضامين القانونية لهذه الأداة. ولا ننسى أن نشير كذلك إلى نظرة المستثمرين لها كأداة ذات عائد محدّد وبأتمّ مرتبطة بمعدّلات الفائدة العالمية.

❖ الشكوك حول مقدرة الشركات من أداء التزاماتها.

❖ محدودية مساهمة المؤسسات ذات الاستراتيجية الاستثمارية طويلة الأجل كصناديق التقاعد ومؤسسات التمويل، لا سيما في الأسواق الرئيسية مثل دول مجلس التعاون الخليجي.

❖ ارتفاع أسعار الصكوك قياساً بالإمكانات المالية لصغار المستثمرين الذين قد يمثلون الغالبية في أسواق التداول. فعلى سبيل المثال يقدر الحد الأدنى لقيمة الصك في الأسواق السعودية 10 آلاف ريال سعودي، و10 آلاف درهم للصك للاشتراك في صندوق الهلال للصكوك العالمية.

❖ محدودية الوعي بشأن الصكوك الإسلامية في الأسواق الغربية.

❖ غياب وكالات التصنيف المحلية، إذ لا توجد حالياً وكالات تصنيف محلية منتشرة في المجتمعات الإسلامية ذات الأسواق المالية، ولجوء الشركات الراغبة في ممارسة نشاط التصكيك إلى شركات التصنيف العالمية يحملها مزيداً من التكاليف وقد يؤخّرها فضلاً عن ذلك عن الحصول على التمويل المطلوب في الفترة المحددة بسبب طول مدّة إجراءات التقييم والتصنيف. وبطبيعة الحال فإن هذا الوضع يعوق إلى حدٍ ما رغبة وقدره العديد من الشركات في دخول مجال التصكيك.

❖ تميل الاتفاقيات القانونية الخاصة بالصكوك عموماً إلى اعتبارها أداة معقّدة نوعاً ما وكثيرة التشابك، وذلك لأنها في كثيرٍ من الأحيان تحاول التوفيق بين المتطلّبات الشرعية من جهة وبين المتطلّبات القانونية من جهة أخرى وهذا التصنيف من شأنه أن يحدّ من التوسّع في التعامل بالصكوك وبالأخص في الأسواق الثانوية الغربية.

❖ ضعف معدّلات العوائد التي تعرضها الصكوك المدرجة في الأسواق الثانوية مقارنة بالأدوات الاستثمارية الأخرى. فعلى سبيل المثال تؤكد شركة جدوى للاستثمار على أن الصكوك المدرجة في سوق الأسهم السعودية لا تقدّم أيّ إجراءات تعوّض عن ضعف التداول¹.

¹ - شركة جدوى للاستثمار، "سوق الصكوك السعودية"، مرجع سبق ذكره، ص 07.

المطلب الثاني: أسباب التوسّع الحاصل في سوق التصكيك الإسلامي

لئن كان النمو الحاصل في سوق التصكيك-خاصةً الأولى-بالنظر إلى ما تمّ عرضه من بيانات واحصاءات علامةً ظاهرةً على تصاعد الاهتمام بنشاط التصكيك، فإنّه لمن المؤكّد أن ذلك التوسّع لم يكن أبداً من ضرب الحظ أو من صدف القدر كما يقال، بل هو نتاج جملة من الحوافز تضافرت فيما بينها مهيأةً البيئة الملائمة لذلك النمو والتوسّع، وفي رأينا فإن تعدّد تلك الحوافز وتنوّعها لا يحملها على الخروج عمّا سنقوم بعرضه في هذه المحطّة البحثية. ومن ثمّ فإن من أهمّ أسباب نمو سوق التصكيك وتوسّعها:

➤ **الإنفاق على مشاريع البنية التحتية وتحسيناتها:** ويعدّ هذا السبب من أبرز العوامل التي حفّزت وهيأت الفرصة المناسبة لنمو سوق الصّكوك الأولى والثانوية ولازالت، وهذا بالنظر إلى ضخامة قيمة المشاريع التي أطلقتها مختلف الدول المنضوية في سوق الصّكوك- ارتبط ذلك أساساً بدول الخليج ومنطقة آسيا-، وتوافق احتياجاتها (أي المشاريع) وخصائصها مع خصائص الصّكوك كأداة للتمويل وكآلية لتقاسم المخاطر، فتصميمها يشبه تصميم الشراكات بين القطاعين العام والخاص التي يقوم المستثمرون من خلالها بتمويل الأصول وامتلاكها.

➤ **الدور المحوري للمؤسسات التنموية متعدّدة الأطراف:** كالبنك الإسلامي للتنمية والمجموعات التابعة له مؤسّسة إدارة السيولة الدولية الإسلامية، مصرف التنمية الآسيوي، ومختلف المنظّمات الدولية-كالبنك الدولي- بالإضافة إلى المصارف المركزيّة. هذه الأخيرة كان لها أثرٌ محمود في دفع سوق الصّكوك (فعلى سبيل المثال وصلت حصّة المنظّمتين الدوليتين الأولى والثانية إلى ما يعادل 15.2% من إجمالي سوق الإصدارات في الربع الأول من عام 2015) بفضل المبادرات التي قامت بها بالاشتراك مع المنظّمين المحليين، والتي كان الهدف منها إيجاد حلول عملية لتسهيل الوساطة والتكامل المالي، وإيجاد سوق صكوك منظمّ في الدول التي تفتقر إلى ذلك، بما قد ينفع أسواق رأس المال الإسلاميّة في النهاية.

➤ **بلوغ تواريخ الاستحقاق والحاجة إلى إعادة التمويل:** حيث تشير التقارير إلى أن أكثر من 10 مليار دولار من صكوك الشركات الدولية والمحليّة قد وصل تاريخ استحقاقها عام 2014، وبأن أكثر من 7 مليار دولار بلغ تاريخ استحقاقها بنهاية 2015. ومع تجدد احتياجات تلك الشركات للتمويل وعجزها عن الاستفادة من مصادر التمويل التقليديّة من ناحية أخرى، لجأت إلى طلب إصدارات جديدة مُساعدة، الأمر الذي أعطى دفعاً لا بأس به لسوق الصّكوك. وقد نلاحظ ذلك بوضوحٍ بمراجعة إصدارات ذلك القطاع خلال عام 2015، حيث نجد أن حجم الإصدارات قد زاد بمعدّل 35.61% مقارنةً بسنة الاستحقاقات، أي سنة 2014، والتي لاحظنا فيها تراجعاً في حجم السّوق الأولى، وهو انخفاض كنا قد برّناهُ بمسألة بلوغ تواريخ الاستحقاق.

➤ **دخول لاعبين جدد إلى سوق الصّكوك:** خاصةً في قطاع الصّكوك السياديّة والشبه سياديّة. وشمل ذلك مجموعة من الدول أطلقت أول إصدارات صكوك لها، باستخدام عملات مختلفة. بدءاً من إفريقيا، قامت الحكومة السنغالية بتسعير أول صكوك سياديّة لها بقيمة 200 مليون دولار والتي أذنت ببداية حقبة جديدة لأسواق رأس المال الإسلاميّة في منطقة إفريقيا وجنوب الصحراء الكبرى، بعد إصدارات السّودان وولاية "أوسون" النيجرية.

الفصل الخامس: أثر عمليات التصكيك على تركيبة الاستثمار في المصارف الإسلامية

ولاحقاً انضمت جمهورية جنوب إفريقيا بإصدارها صكوك سيادية بقيمة 500 مليون دولار موفّرة للمستثمرين فرصة لدخول سوق استثمار متوافق مع الشريعة الإسلامية. وفي منطقة آسيا دخلت حكومة هونغ كونغ للمرة الأولى سوق الصكوك الدولي من خلال إصدار ضخّم بقيمة مليار دولار. وفي أوروبا قامت لوكسمبورغ بتسعير أوّل صكوك سيادية بعد المملكة المتحدة على المستوى القومي. وقد حدث هذا كلّه خلال عام 2014، وهو العام الذي سجّل فيه حجم الصكوك الدولي رقماً قياسياً مقارنةً بباقي السنوات (حوالي 26 مليار دولار). أمّا بخصوص عام 2015، فقد أصبحت ساحل العاج أحدث دولة إفريقية تصدر صكوكاً سيادية بقيمة 150 مليار فرنك إفريقي. هذا، واشتمل السوق بالإضافة إلى ما سبق على لاعبين آخرين من مختلف المناطق في العالم كالولايات المتحدة الأمريكية وفرنسا وكازاخستان والصين واليابان.

➤ **تزايد الطلب على أدوات التمويل الإسلامي:** ويؤكّد على هذا الاتجاه مجموعة من الدّراسات، حيث تشير إحداها إلى أن الاهتمام بالمنتجات والخدمات المتوافقة مع ضوابط الشريعة قد أصبح عاملاً مهماً في نظر المستثمرين أصحاب الثروات الصّغيرة والكبيرة على السّواء (خاصةً في منطقة الخليج) يدفعهم إلى إدارة 60% من إجمالي ثرواتهم ومواردهم المالية بطريقة تتفق مع ضوابط الشريعة الإسلامية. بل إنّه وفي حال ارتفاع أداء الخدمات المالية الإسلامية ومنافستها للخدمات التقليدية، تشير ذات الدراسة إلى زيادة حرصهم على الالتزام بذلك العامل يجعل 90% من توظيفاتهم متوافقةً مع أحكام الشريعة (ويشمل ذلك المسلمين وغير المسلمين). وهذا بطبيعة الحال يعكس صورة واضحة عن تزايد الطلب على أدوات التمويل الإسلامية واتّساع شعبيتها، الأمر الذي يعني زيادة في حجم التمويل الإسلامي وذلك في حال زيادة تركّز الثروة لدى هذه الفئة.

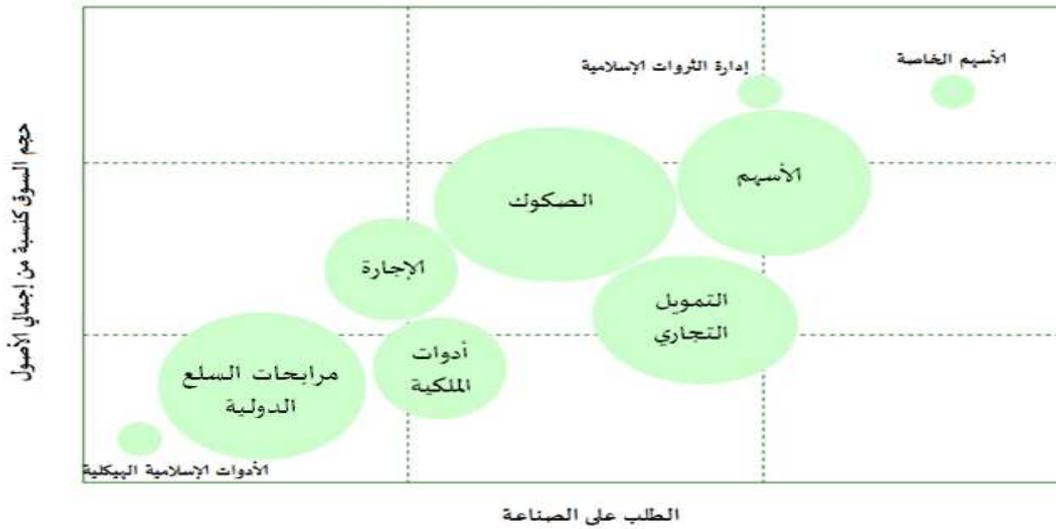
ويؤكّد على هذا الاتجاه كذلك دراسة أخرى لمؤسسة "ماكزوي"، حيث تشير هذه الأخيرة بناءً على المسح الذي أجرته في منطقة الخليج، أن التمويل الإسلامي قد تمكّن من تسجيل معدّل اختراق (أي جذب للأصول) تباين بين 10% و15% لدى فئة الأثرياء جداً.

هذا، ومما يؤكّد صحّة ما توجّهت إليه تلك الدّراسات هو ذلك النّمّو القوي والمتواصل التي تعرفه الصّناعة المالية الإسلامية بمختلف قطاعاتها، حيث تشير الإحصائيات إلى أن حجم الأصول المدارة من قبلها قد وصل إلى حدود 1.88 تريليون دولار بنهاية عام 2015، بمعدّل نمو سنوي تراوح بين 15% و20% سنوياً.

ومن ضمن التشكيلة الواسعة لأدوات التمويل والاستثمار الإسلامية التي تحظى بقبول مختلف شرائح المستثمرين المشار إليها، نلاحظ بناءً على ما هو واد في الشّكل أدناه أن الصكوك تعدّ واحدة من أفضل من تلك الخيارات (خاصةً وأنّها من الأدوات الاستثمارية التي يمكن التنبؤ بعائداتها)، ويتأكّد ذلك بالنّظر إلى حصّتها الواسعة من إجمالي الأصول (المعبّر عنها بحجم الدّائرة) وبمكانيّتها ضمن الأصول الاستثمارية، حيث أنّها تقترب كثيراً من الأصول ذات الأداء القوي كالأسهم والأسهم الخاصة ونحو ذلك. وبطبيعة الحال فإن هذا التفضيل شكّل في نظرنا أساساً قوياً للنّمّو الذي شهده سوق الصكوك.

الفصل الخامس: أثر عمليات التصكيك على تركيبة الاستثمار في المصارف الإسلامية

الشكل رقم 05-17: شكل يوضح مدى أهمية الطلب على الصكوك مقارنة بباقي أدوات التمويل والاستثمار الإسلامية
الطلب المحتمل على أدوات التمويل الإسلامي



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على المرجع الموضح أدناه وبتصرف

Baljeet Kaur Grewal, 'Enhancing The Intermediation Process In The Capital Market', Kuwait Finance House Research, 2007, p29.

هذا، ولا يقتصر في الحقيقة الطلب على الصكوك على المستثمرين في منطقة الخليج والمنطقة الآسيوية باعتبارها أسواقاً رئيسية، بل إن ذلك يشمل حتى المستثمرين الغربيين وبخاصة المستثمرين الأوروبيين الباحثين عن مزيد من فرص الاستثمار في الخليج. والأمثلة في ذلك كثيرة جداً، فنجد على سبيل الذكر أن ما يزيد عن 40% من المكتتبين في الصكوك المصدرة من قبل مصرف أبو ظبي بقيمة 800 مليون دولار وكذا "صكوك نخيل" هم أوروبيون، وكذلك الحال بالنسبة لصكوك البنك الإسلامي للتنمية، حيث كان الطلب عليها قوياً من قبل المستثمرين الأوروبيين وبحصة بلغت 27% من إجمالي الإصدار المقدّر قيمته بـ 1.5 مليار دولار. بل يمكننا الجزم بأنه ما من إصدار - خاصة الإصدارات الدولية - إلا ويمتلك فيه الأجانب حصة معيّنة. ومما يؤكد على هذا المتجه أيضاً اتجاه الكثير من صناديق الاستثمار الأوروبية، وصناديق التقاعد، والكيانات المالية التقليدية ومؤسسات الاستثمار الأخرى بقوة نحو حياة الصكوك والاحتفاظ بها كجزء من استراتيجية التنوع، وبهدف زيادة العائد كذلك.

تراجع فرص الحصول على التمويل من المصارف: فقطاع الشركات كما لا يخفى على الجميع واجه صعوبة كبيرة في الحصول على موارد مالية لتمويل احتياجاته المتنامية خاصة من المصارف التي أصبحت أكثر تشدداً في منح التسهيلات الائتمانية عقب الأزمة العالمية. ففي منطقة الخليج مثلاً حدث تراجع في معدّل الائتمان الممنوح للقطاع الخاص بنسبة 20% تقريباً - وذلك بفعل الأزمة وتداعياتها -. وكان الحال كذلك في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا وفي غيرها من المناطق ولكن بدرجة أقل بالمقارنة. وفي ظلّ هذا التراجع وانخفاض الفرص أمام الشركات في تأمين التمويل من مصادر أخرى، وارتفاع تكلفتها في حال تواجدها، وجدت

الفصل الخامس: أثر عمليات التصكيك على تركيبة الاستثمار في المصارف الإسلامية

هذه الأخيرة (خاصة الشركات الكبرى) في الصّكوك الملاذ المهم لتدبير السيولة الكافية والملائمة لأعمالها (لكونها واحدة من أكثر خطوط التمويل استقراراً)، الأمر الذي انعكس إيجاباً على سوق الصّكوك الذي شهد صعوداً متتالياً عقب الأزمة، حيث ففز حجم إصدارات الشركات من 12 مليار دولار عام 2008 إلى 16.6 مليار دولار عام 2010، ثم إلى 40.7 مليار دولار عام 2013.

❖ **الفوائد النفطية:** وهي الأخرى يمكن اعتبارها كعامل من العوامل التي ساهمت في إيجاد حركية في سوق الصّكوك، حيث ساهم الارتفاع الكبير في أسعار النفط خاصة خلال الفترة 2009-2014 في خلق فوائض مالية مهمة لدى الحكومات والمؤسسات المالية الإسلامية والتقليدية (خاصة بمنطقة الخليج)، فكان من ذلك أن وجدت تلك الهيئات نفسها مجبرة على السعي سعياً متزايداً للعثور على فرص لتوظيف تلك الفوائض، وقد كان مجال الصّكوك فرصة مهمة خاصة في ظلّ سعي وطموح بعض الحكومات لجعل التمويل الإسلامي أحد المكونات الاستراتيجية في أنظمتها الاقتصادية-كدول الخليج ودول جنوب شرق آسيا-، وكان الحال كذلك بالنسبة للمؤسسات المالية الإسلامية التي وجدت في ذلك فرصة مهمة نحو توسيع نشاطها وتعزيز توظيفاتها بعد نمو حجم السيولة لديها بشكل كبير.

بيد أنه لا يمكن في الحقيقة وصف تلك الحركية أو ذلك التجاوب- بين أسعار النفط ومستوى الإصدارات- بالمهمّ كما قد يرى البعض، فالواقع يشير إلى أنه لا الإصدارات السيادية ولا الإصدارات شبه السيادية كان لها ارتباط قوي بتطوّرات أسعار النفط كما تفيد بعض الدراسات¹.

❖ **الدعم المصرفي الإسلامي لسوق الصّكوك:** ويأتي الاهتمام الملحوظ للمصرفية الإسلامية بالصّكوك في إطار سعيها نحو إيجاد أدوات مالية تساعد على استثمار السيولة العالية (التي تشكّلت بصفة أساسية من عائدات النفط) وفي إطار سعيها الدؤوب نحو تنويع محافظها الاستثمارية، وتغطية ضعفها الشديدي في المجال الاستثماري وزيادة حجم الأدوات القابلة للتداول، وكذا موازنة خصومها بتمويلٍ مُستقر. وتشير الإحصائيات في هذا الجانب إلى أن المصرفية الإسلامية ساهمت بشكلٍ معتبر- إلى حدٍ ما- في دفع سوق الصّكوك الأولية، حيث وصل حجم إصداراتها حتى عام 2014 إلى 86.1 مليار دولار (أي ما يعادل 13.5% تقريباً من إجمالي السوق). كما كان اسهامها معتبراً في مجال إدارة الإصدارات والإشراف عليها. هذا، ومما يجعل المصرفية الإسلامية في نظرنا كأحد العوامل التي كان لها دورٌ ملموس في نمو سوق الصّكوك توسّعها التدريجي في إصدار صكوك متوافقة مع بازل 3 بهدف تلبية متطلبات معايير كفاية رأس المال بموجب الاتفاقية. فمنذ بدء التطبيق التدريجي لتعليمات بازل 3 في جانفي 2013 بدأت المصارف الإسلامية بصورة متزايدة في استخدام سوق الصّكوك لإصدار متوافقة مع الاتفاقية المذكورة، حيث بلغ عدد الإصدارات 14 إصداراً بإجمالي مبلغ 6.93 مليار دولار من قبل 13 مصرفاً إسلامياً مختلفاً، توزّعت بين ماليزيا والمملكة العربية السعودية والإمارات العربية. وحسب بعض التقديرات فإن

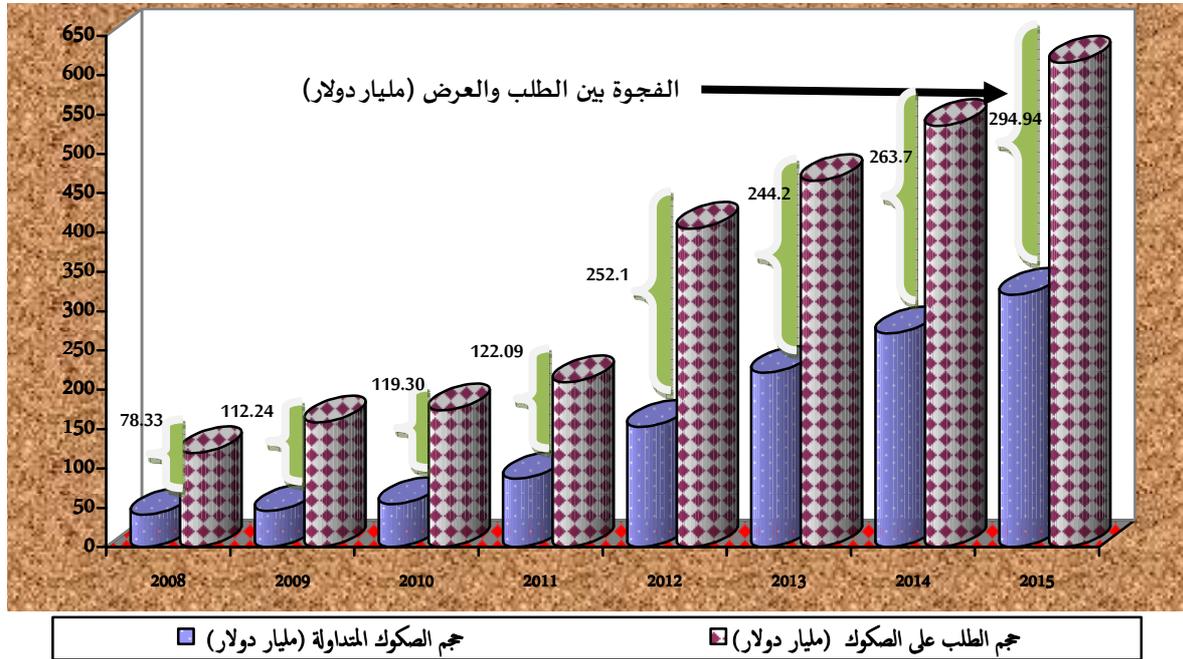
¹- Standard & Poor's, 'Islamic Finance Outlook 2016', Report, 2015, p59-62.

الفصل الخامس: أثر عمليات التصكيك على تركيبة الاستثمار في المصارف الإسلامية

المصارف الإسلامية بحاجة إلى حوالي 40 مليار دولار في سبيل الامتثال لمعايير بازل الجديدة خلال السنوات الثلاث المقبلة. هذا، ويندرج ضمن العوامل التي ساهمت في دعم المصرفية الإسلامية لسوق الصكوك إضافة إلى ما سبق، إدراج الصكوك المصدرة من قبل مؤسسة إدارة السيولة الإسلامية الدولية والتي بلغت قيمتها 4.54 مليار دولار ضمن تعاملاتها. وزيادة على هذا كله فإنه من الطبيعي أن يكون هناك طلب قوي على الصكوك من قبل المصارف الإسلامية (وغيرها من مؤسسات التمويل الإسلامية) باعتبار أنه لا يوجد لها سوى بضعة خيارات أخرى فيما يتعلّق بالأدوات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية.

➤ **قوة جانب الطلب على الصكوك:** ويعدّ هذا الاعتبار أيضاً عاملاً ساهم بشكلٍ قويٍّ في دعم النمو الذي شهده سوق الصكوك خاصة بعد الأزمة، حيث ساهم تنامي الوعي بمهية الصكوك (في أوساط المستثمرين سواء على مستوى الشركات أو الأفراد) ووضوح المستندات المتعلقة بعملياتها، وارتفاع تصنيفاتها الائتمانية من قبل وكالات التصنيف الدولية، في ارتفاع الطلب عليها وبشدة من قبل المستثمرين المسلمين (ويدعم ذلك كله محدودية القنوات الاستثمارية المتاحة لهم في مجتمعاتهم) وغير المسلمين (خاصة في أعقاب انهيار سوق الأسهم في العديد من الأجنبية من الدول بفعل الأزمة العالمية)، فلا نكاد نجد إصداراً سيادياً أو غير ذلك إلا وتمّ الاكتتاب فيه بأكثر من ضعف قيمته.

الشكل رقم 05-18: شكل يوضح الفجوة بين عرض الصكوك والطلب عليها خلال الفترة 2008-2015



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على عددٍ من التقارير.

وبوجه عام فإن الفجوة بين الطلب على الصكوك وعرضها في أعقاب الأزمة عرفت نمواً كبيراً من سنة لأخرى، إذ تضاعفت بأكثر من ثلاث مرّات (تحديداً بمعدل 376%) بين سنة 2008 وسنة 2015 التي سجّل فيها

الفصل الخامس: أثر عمليات التصكيك على تركيبة الاستثمار في المصارف الإسلامية

الطلب أقصى قيمة له بمبلغ وصل إلى 294 مليار دولار، أي بضعف حجم الصكوك المتداولة تقريباً (أنظر الشكل أعلاه).

المطلب الثالث: تحليل حركة نشاط الاستثمار في الصكوك بالمصارف الإسلامية

كنا قد أشرنا في معرض الحديث عن أسباب وعوامل نمو سوق الصكوك إلى أنه قد كان للمصرفية الإسلامية دورٌ معتبرٌ في دفع هذه السوق، وقد جاء ذلك بفعل اهتمامها- الملحوظ- بنشاط الاستثمار في الصكوك، حيث أتمها كانت من بين أكثر المؤسسات المالية والاستثمارية حوضاً فيه، وذلك بفعل ممارستها لأدوار عديدة، إذ أتمها ولجت سوق الصكوك كمصدرٍ وكمُنظِّمٍ (مشرف) وكمدير إصدار وكمستثمرٍ (مكتب)... الخ. وكان حضورها قوياً بالأخص في جانب الاكتتاب مقارنة بنظيرتها التقليدية وغيرها من المؤسسات المالية.

أولاً: المصارف الإسلامية كمصدر للصكوك

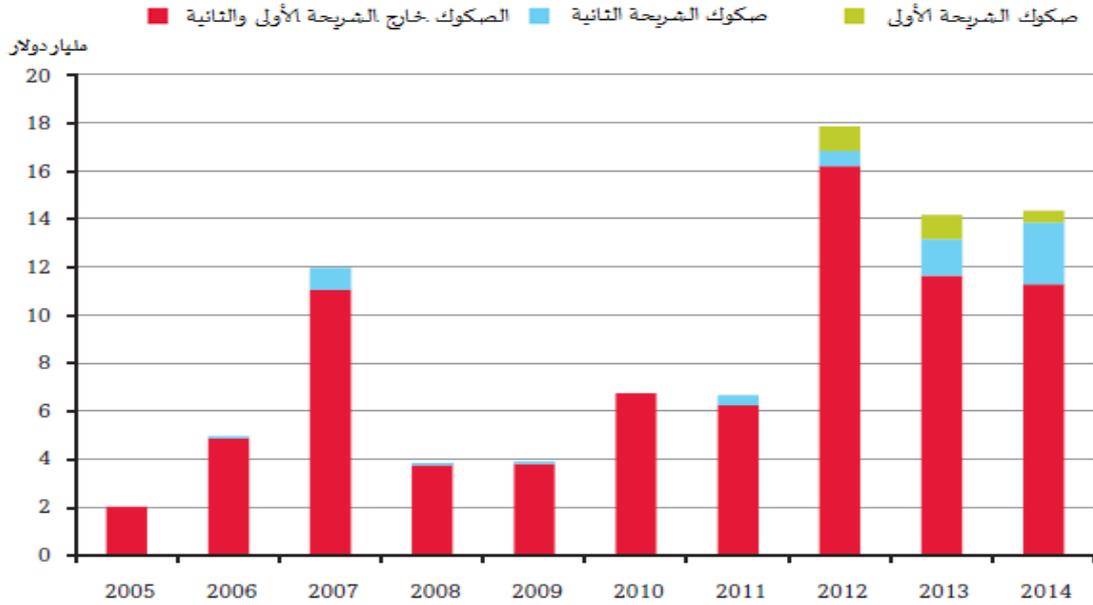
عموماً وكما أشرنا سلفاً فإن المصارف الإسلامية قد تتجه إلى إصدار الصكوك بغرض جمع موارد لتمويل أنشطتها الاستثمارية، كما قد تلجأ إلى ذلك (وهو توجه جديد) بغرض دعم رأس المال استجابة لمتطلبات بازل 3 الجديدة. وبخصوص النشاط المصرفي الإسلامي في مجال إصدار الصكوك فإن الإحصائيات تُفيد بوجود حركة معتبرة فيه، إذ يتضح من خلال ما هو الشكل الوارد أدناه أن ثمة نمواً قياسيًّا في نشاط الإصدار خاصة خلال الفترة 2005-2007، والفترة 2011-2012، حيث وصل معدّل النمو إلى 145% و 175% على التوالي. وبالمقابل سجّلت المصارف تراجعاً في حجم الإصدارات خاصة خلال عامي 2008 و 2013، بمعدّل 67% و 21% تقريباً على التوالي. وهو تراجع اقترن بتداعيات الأزمة المالية العالمية (بخصوص الفترة الأولى) وبوجود فائض في السيولة وصعوبة إيجاد منافذ استثمارية فيما يتعلّق بالفترة الثانية. هذا، ويُلحظ من جانب آخر وبشكلٍ عام وجود ترابطٍ- إلى حدٍ ما- بين نشاط الإصدار المصرفي الإسلامي وبين تطوّر إصدارات السوق الأولية- أنظر الشكل رقم (05-01)-، فالفترة التي بلغت فيها هذه الأخيرة الذروة (عامي 2007 و 2012) هي الفترة ذاتها التي سجّلت فيها المصارف الإسلامية أكبر حجم من الإصدارات. كما أن التراجع المسجّل في إصدارات هذه الأخيرة كان متبوعاً بالانخفاض المسجّل في سوق الإصدارات، ولكن بوتيرة مختلفة.

هذا، وإذ كنا بصدد تحليل نشاط الإصدار وفقاً لاعتبار الغرض من الإصدار، فإنّه من الواضح بناءً على الإحصائيات الواردة في الشكل ذاته أن الهدف الأساسي للمصارف الإسلامية من إصداراتها قد غلب عليه طابع جمع السيولة، أمّا هدف دعم رأس المال استجابة لمعايير بازل 3- بشكلٍ أساسي- فلم ينل إلا جانباً بسيطاً من الحجم الكلي للإصدارات، إذ لم يتعدّ حجمها (وفقاً للشكل أعلاه) 6.2 مليار دولار من مجمل ما تمّ إصداره. وقد يكون ذلك- في رأينا- بسبب الفترة الانتقالية الممنوحة لتطبيق المعايير (2013-2019)، حيث من المتوقع أن يزداد حجم ذلك النوع من الإصدارات تدريجياً، وقد نلحظ ذلك بشيءٍ من الوضوح من خلال مقارنة الحجم المصدر منها بين سنتي 2013 و 2014.

الفصل الخامس: أثر عمليات التصكيك على تركيبة الاستثمار في المصارف الإسلامية

الشكل رقم 05-19: شكل يوضح إجمالي إصدارات المصارف الإسلامية من الصكوك خلال الفترة 2005-2014

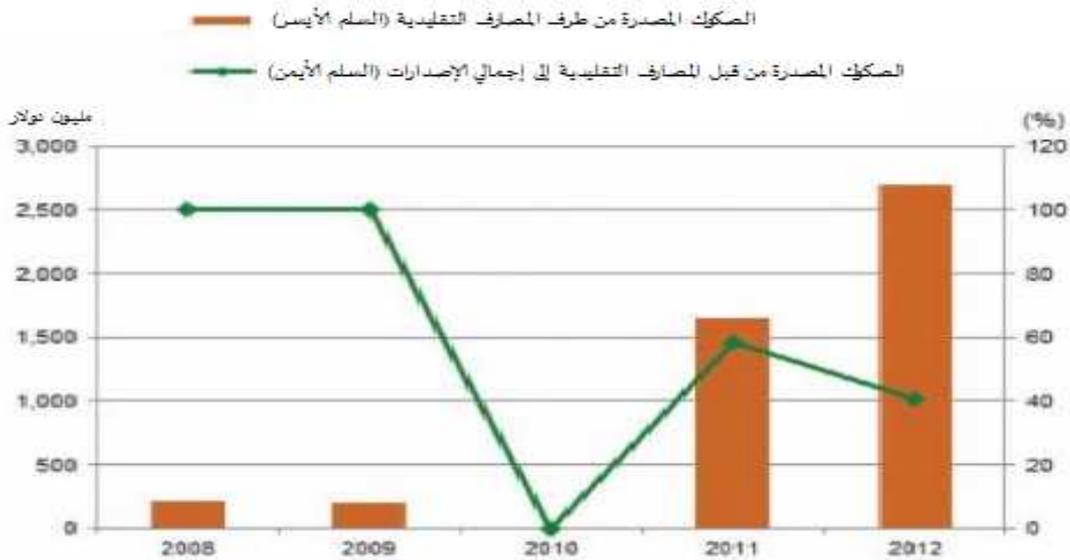
إجمالي الصكوك المصدرة من طرف المصارف الإسلامية خلال الفترة 2005-2014



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على المرجع الموضح أدناه وبتصرف

Standard & Poor's, 'Islamic Finance Outlook 2015', Report, 2014, p33.

ولإشارة فإن نشاط إصدار الصكوك في منطقة الخليج بالذات من قبل المصارف الإسلامية كان ضعيفاً جداً للغاية مقارنة بالمصارف التقليدية (ذات النوافذ الإسلامية)، حيث نلاحظ من خلال الشكل أدناه وبوجه خاص خلال عامي 2008 و 2009 أن جلّ الإصدارات تمت من قبل هذه الأخيرة، واستمرّ الحضور الضعيف للمصارف الإسلامية خلال عام 2011 كذلك، حيث لم يتجاوز حجم إصداراتها 40% من الإجمالي. وكان الحال أفضل كثيراً انطلاقاً من عام 2012 بحصة قارت 60% من الجمل العام، وكذلك الحال بالنسبة لعامي الشكل رقم 05-20: إجمالي إصدارات المصارف التقليدية من الصكوك بمنطقة الخليج خلال الفترة 2008-2012



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على بيانات موقع زاوية حول الصكوك "Zawya Sukuk Montor".

الفصل الخامس: أثر عمليات التصكيك على تركيبة الاستثمار في المصارف الإسلامية

2014 و 2015 (بحصة تجاوزت 70%)، حيث وصل حجم الإصدارات المصرفية الإسلامية إلى 5.6 مليار دولار، في حين وصل حجم الإصدارات المصرفية التقليدية إلى 2.396 مليار دولار). وحتى منتصف العام الرّاهن (2016) كانت جلّ الإصدارات إسلاميّة (بلغ حجمها 4.813 مليار دولار).

وبالانتقال إلى بحث مسألة الأهميّة التي يحظى بها نشاط التصكيك كوسيلة لتوفير موارد مالية للمصارف الإسلاميّة، وكذا مسألة مدى إسهام إصدارات هذه الأخيرة في دفع سوق الصّكوك قياساً مع القطاعات الأخرى. فالظاهر بخصوص المسألة الأولى أن المصارف الإسلاميّة لا تُولي أهمية كبيرة لاستخدام الصّكوك كوسيلة لجمع الموارد المالية، وذلك بحكم النسبة الهامشيّة التي تمثّلها الإصدارات مقارنة بالموارد التمويلية المتاحة للمصارف الإسلاميّة، إذ أنّها لم تتجاوز 3% في أحسن الفترات نشاطاً (أي إصداراً)، كما أنّها لم تتعدّ 1.5% في المتوسّط خلال الفترة 2005-2014. وقد يطرح هذا في نظرنا تساؤلاً كبيراً خاصّة في ظلّ السّعي الحثيث للمصارف الإسلاميّة نحو البحث عن المنتجات المبتكرة، ومع ذلك فقد يبرز هذا الوضع بوجود جملةٍ من التحدّيات التي حالت دون التوسّع المفترض في التعامل بالصّكوك باعتباره منتجاً جديداً يوسّع أو يرفع عنها ضيق تشكيلة الأدوات المتاحة. وقد كانت الإشارة ضمنيّة لعدد من تلك التحدّيات. وأمّا بخصوص المسألة الثّانية، فإنه من الواضح بناءً على مقارنة حجم الإصدارات المصرفية إلى حجم الإصدارات الإجمالية أن إسهام المصرفية الإسلاميّة في دفع هذه الأخيرة كان محدوداً نوعاً ما، حيث لم تتجاوز نسبة مساهمتها في إجماليّ الإصدارات 24% في أحسن الأحوال (كان هذا عام 2007)، وفي المتوسّط (الفترة 2005-2014) لم تتعدّ 13.5%، وهي في رأينا نسبة قليلة بالنظر إلى إمكانيات القطاع المصرفي الإسلامي، وإلى الدور التنموي المنوط به أساساً.

ثانياً: المصارف الإسلاميّة كمنظّم وكمدبرٍ للإصدار

مما هو معلوم بدهاءة أن المصارف الإسلاميّة كونها وسيطاً مالياً لها أن تتولّى تنظيم عملية إصدار الصّكوك بنفسها مقابل عمولة محدّدة. وقد تتولّى مع ذلك إدارة الاستثمار مُقابل أجرٍ مقطوع أو حصّة من ربح العملية أو المشروع أو النّشاط، حسب ما تنص عليه نشرة إصدار الصك. وقد تؤدّي مع ذلك أدواراً أخرى كدور متعهّد تغطية ووكيل الدّفع ومروّج الصّكوك.... ونحو ذلك ممّا هو ممكن و متاح في ظلّ دور الوساطة.

وبالرّغم من أهميّة هذا الدور كمصدر للدّخل، وكمؤشّر على الاهتمام بنشاط التصكيك، وكسبيلٍ أيضاً لتغطية الدّور المحدود للمصرفية الإسلاميّة في جانب الإصدار، فإن حضور هذه الأخيرة في هذا المجال كان ضعيفاً للغاية مقارنة بنظيرتها التقليدية، إذ ومن بين 20 أحسن منظّم ومدير لإصدارات الصّكوك نلحظ فقط وجود 3 مصارف إسلامية- أنظر الجدول أدناه-، وهم: مصرف دبي الإسلامي ومصرف CIMB الإسلامي (ماليزي) ومصرف قطر الاستثماري (Qinvest Investment) وبحصّة سوقية ضعيفة وترتيب متدنٍ خاصّة بالنسبة للثالث (المرتبة 18). وعلى عكس حال المصرفية الإسلاميّة فإنّ من الواضح أن اهتمام المصرفية التقليدية بتنظيم وإدارة إصدارات الصّكوك كان كبيراً، بدليل أن أكثر من 60% من إجماليّ العمليات تمّت بإشراف 8 مصارف منها فقط- ثمة مصارف أخرى كثيرة شاركت في عمليات الإصدار- وبدليل وجود المصارف التقليدية ضمن المراتب

الفصل الخامس: أثر عمليات التصكيك على تركيبة الاستثمار في المصارف الإسلامية

الخمس الأولى في جدول ترتيب أحسن المنظّمين والمدراء في كلّ السّنوات باستثناء عام 2008 أين سُجّل وجود مصرف CIMB الإسلامي على رأس قائمة الترتيب بحصّة سوقية قاربت 21% (أنظر الجدول رقم 05-02).

الجدول رقم 05-01: قائمة أحسن المصارف المنظّمة لإصدارات الصّكوك خلال الفترة 2005-2016 / 12

| المرتبة | الحصة السوقية (%) | عدد الإصدارات | قيمة الإصدارات (مليار دولار) | البلد | اسم المصرف |
|---------|-------------------|---------------|------------------------------|----------------------------|-------------------------|
| 1 | 15.14 | 434 | 52.584 | ماليزيا | CIMB Bank |
| 2 | 12.75 | 255 | 44.295 | المملكة المتحدة | HSBC Bank |
| 3 | 8.84 | 225 | 30.710 | ماليزيا | Maybank Investment Bank |
| 4 | 6.20 | 196 | 21.557 | ماليزيا | AmlInvestment Bank |
| 5 | 5.64 | 140 | 19.607 | هونغ كونغ | Standard Chartered Bank |
| 6 | 5.48 | 330 | 19.046 | ماليزيا | RHB Bank |
| 7 | 3.46 | 67 | 12.017 | الولايات المتحدة الأمريكية | Citigroup Bank |
| 8 | 3.32 | 44 | 11.528 | ألمانيا | Deutsche Bank |
| 9 | 2.14 | 41 | 7.462 | الإمارات العربية المتحدة | مصرف دبي الإسلامي |
| 10 | 2.11 | 20 | 7.333 | الولايات المتحدة الأمريكية | JP Morgan Bank |
| 11 | 2.06 | 54 | 7.178 | الإمارات العربية المتحدة | أبو ظبي الوطني |
| 12 | 1.87 | 78 | 6.515 | جنوب إفريقيا | Standard Bank Group |
| 13 | 1.69 | 52 | 5.875 | الإمارات العربية المتحدة | بنك الإمارات الوطني |
| 14 | 1.21 | 78 | 4.222 | ماليزيا | RHB Investment |
| 15 | 0.86 | 68 | 3.001 | المملكة المتحدة | Barclays Capital |
| 16 | 0.83 | 92 | 2.910 | ماليزيا | CIMB الإسلامي |
| 17 | 0.80 | 66 | 2.798 | ماليزيا | Aseambankers |
| 18 | 0.73 | 13 | 2.547 | قطر | Qinvest Investment |
| 19 | 0.73 | 76 | 2.536 | ماليزيا | AmMerchant Bank |
| 20 | 0.72 | 5 | 2.526 | المملكة العربية السعودية | Samba Financial Group |

المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على مجموعة من المراجع.

الجدول رقم 05-02: قائمة أحسن المصارف المنظّمة لإصدارات الصّكوك خلال عام 2008

| المرتبة | الحصة السوقية (%) | عدد الإصدارات | قيمة الإصدارات (مليار دولار) | اسم المصرف |
|---------|-------------------|---------------|------------------------------|---------------------|
| 1 | 20.9 | 92 | 2.910 | CIMB الإسلامي |
| 2 | 10.2 | 45 | 1.423 | HSBC Bank |
| 3 | 8.9 | 56 | 1.234 | AmlInvestment Bank |
| 4 | 7.3 | 2 | 1.016 | Calyon Bank |
| 5 | 6.7 | 41 | 0.933 | Aseambankers Bank |
| 6 | 5.9 | 5 | 0.814 | مصرف دبي الإسلامي |
| 7 | 3.9 | 2 | 0.544 | بنك الإمارات الوطني |
| | 36.2 | 179 | 5.045 | |

المصدر: التقرير السنوي لعام 2008 لمصرف CIMB الإسلامي.

الفصل الخامس: أثر عمليات التصكيك على تركيبة الاستثمار في المصارف الإسلامية

وبخصوص تفسير الضعف المسجل للمصارف الإسلامية في مجال تنظيم وإدارة عمليات الإصدار، فمن المؤكد أن نقص المورد البشري المؤهل والخبير يمثل تلك العمليات هو السبب الرئيس والمباشر في تخلف هذه الأخيرة عن أداء هذا الدور المهم - باعتباره يدرّ عوائد مجزية تدعم مستوى الربح العام - بشكلٍ أوسع.

ثالثاً: المصارف الإسلامية كمكتتب في الإصدارات

يعدُّ الاكتتاب في الإصدارات منفذاً آخر من المنافذ التي تلج من خلاله مختلف المؤسسات الاستثمارية السوق الأولية بالإضافة إلى الإصدار وتنظيمه وإدارته. وتعتبر المؤسسات المصرفية بشهادة الواقع من أكثر الأطراف الفاعلة في ذلك الجانب، خاصة في الإصدارات التي يتوقع منها مردود جيد (كالإصدارات الحكومية وإصدارات الشركات الكبيرة) يساعدها في ذلك مركزها المالي وخبرتها في ذلك المجال.

هذا، وتعتبر الصكوك واحدة من بين الأوراق المالية التي كثيراً ما تحظى بإقبال كبيرٍ من قبل المصارف (الإسلامية والتقليدية) للاكتتاب فيها مقارنة بالمؤسسات الاستثمارية الأخرى - كمدراء الأصول وصناديق الاستثمار وشركات التأمين... الخ -، فغالباً ما تكون سبّاقة إلى الاكتتاب في الإصدارات الجديدة، وفي الغالب كانت حصّتها من الاكتتاب فوق 50% (خاصة في حالة الإصدارات السيادية)، وهذا وفقاً لإحصائيات بعض التقارير، وهذه عيّنة تحمل تأكيداً على ذلك (أنظر الجدول والشكل أدناه).

الجدول رقم 05-03: نسبة الاكتتاب في عيّنة من الصكوك بحسب نوع المستثمر

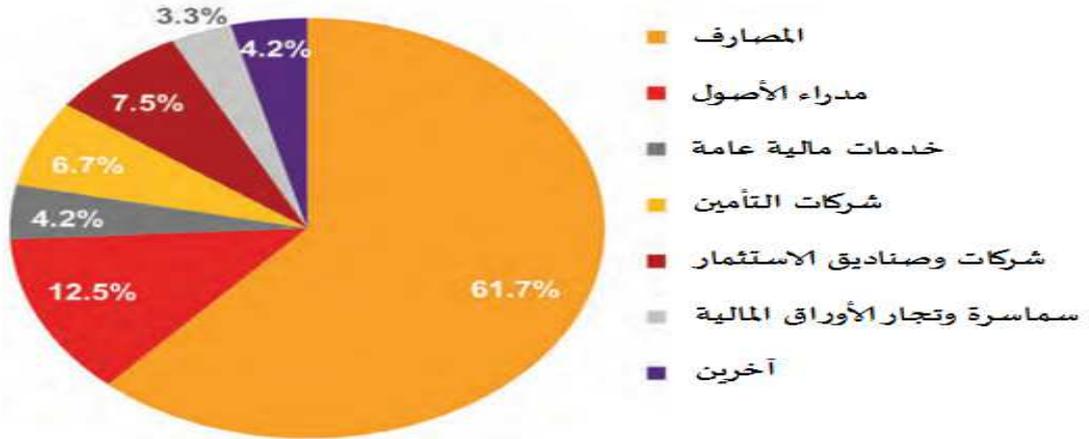
| المصدر | المصارف (%) | صناديق الاستثمار (%) | مصارف خاصة (%) | أخرى (%) |
|--------------------------------|-------------|----------------------|----------------|----------|
| مصرف قطر الإسلامي 2017 | 42 | 39 | 6 | 3 |
| مصرف قطر الإسلامي الدولي 2017 | 44 | 34 | 4 | 18 |
| جبل علي المنطقة الحرة 2019 | 64 | 27 | 9 | |
| مصرف الإمارات الإسلامي 2017 | 35 | 40 | 20 | 5 |
| حكومة قطر 2017 | 61 | 24 | 7 | 8 |
| حكومة قطر 2022 | 54 | 33 | 9 | 4 |
| جمهورية تركيا 2018 | 59 | 26 | 5 | 10 |
| مصرف أبوظبي الإسلامي (دائمة) | 11 | 26 | 60 | 3 |
| 2019 Emaar Properties | 40 | 47 | 7 | 6 |
| هيئة دبي للمياه والكهرباء 2018 | 63 | 24 | | 13 |
| الطيران الإماراتي 2023 | 73 | 19 | 5 | 3 |
| مصرف أبوظبي الإسلامي (دائمة) | 33 | 29 | 32 | 6 |
| السعودية للمياه والكهرباء 2023 | 32 | 42 | | 26 |
| السعودية للمياه والكهرباء 2043 | 10 | 64 | | 26 |
| مصرف الشارقة 2018 | 12 | 49 | 24 | 15 |
| دار الأركان 2018 | 62 | 34 | | 4 |
| مصرف الهلال 2018 | 48 | 31 | 4 | 17 |
| جمهورية تركيا 2018 | 43 | 36 | 7 | 14 |
| رأس الخيمة الإمارات 2018 | 46 | 33 | 3 | 18 |

المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على المرجع الموضّح أدناه ويتصرّف.

Thomson Reuters Zawya, 'Sukuk Perceptions and Forecast Study 2014', research paper, 2014, p108.

الفصل الخامس: أثر عمليات التصكيك على تركيبة الاستثمار في المصارف الإسلامية

الشكل رقم 05- 21: شكل يوضح نسبة أكتتاب مختلف الفئات الاستثمارية في إصدارات الصكوك



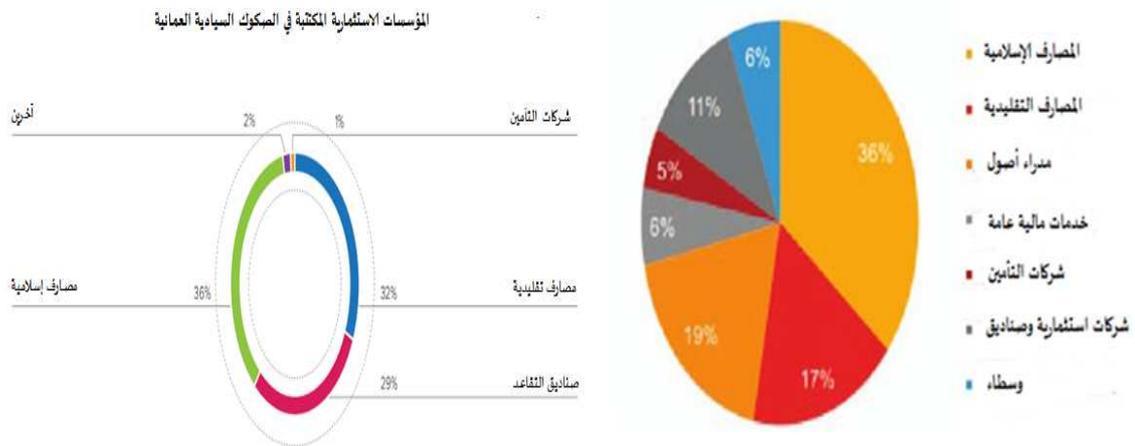
المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على المرجع الموضح أدناه وبتصرف.

Thomson Reuters Zawya, 'Sukuk Perceptions and Forecast Study 2013', research paper, 2012, p98.

وإذا كانت المصرفية التقليدية بما تمتلكه من خبرة ومؤهلات تقنية وفنية قد تفوّقت على المصرفية الإسلامية في مجال تنظيم وإدارة الإصدارات، فإنّ هذه الأخيرة كان لها حضوراً أقوى في جانب الاكتتاب مقارنة بالمصارف التقليدية، إذ وكما يتّضح لنا في الشكل الموالي- أنظر الشكل الأيمن- فإن 36% من إجمالي الطلب على إصدارات الصكوك كان متأتياً من المصارف الإسلامية- ويؤكد على ذلك الشكل الأيسر-، في حين كان ذلك الجانب أقلّ عند المصرفية التقليدية، حيث لم يتعدّ 17%، وكان أقلّ كذلك مقارنة بفتحة مدرء الأصول (19%).

وتأتي قوّة الطلب عند المصرفية الإسلامية مقارنة بغيرها من المؤسسات الاستثمارية بفعل اهتمامها الكبير بتوظيف فائض السيولة المتاح لها، وفي ظلّ سعيها الحثيث وبحثها عن سبل لتفعيل دورها الاستثماري.

الشكل رقم 05- 22: شكل يوضح نسبة أكتتاب مختلف الفئات الاستثمارية في إصدارات الصكوك



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على المرجعين الموضحين أدناه وبتصرف على التوالي.

Thomson Reuters Zawya, 'Sukuk Perceptions and Forecast Study 2014', Op.Cit , p108.

International Islamic Financial Market, 'A Comprehensive Study Of The Global Sukuk Market', Op. Cit, p67.

المبحث الثاني: دراسة أثر التصكيك على مؤشرات الاستثمار طويل الأجل في المصارف

الإسلامية (دراسة تطبيقية على عينة من المصارف الإسلامية خلال الفترة 2003-2014)

لئن كنا قد أقررنا من ذي قبل وقلنا - على ضوء التحليل المقدم في الفصل المتقدم - بأن نشاط التصكيك هو خير وسيلة معاصرة لدعم وتنشيط حركة الاستثمار طويل الأجل بالمصارف الإسلامية بما يحمله من مقومات ومؤهلات استثمارية، فإن الاجتزاء والاكتفاء بالطرح النظري كأساس للقبول بسلامة وصحة ما توصلنا إليه واغفال وترك الشق التطبيقي عن ذلك، هو في الحقيقة أمر لا يستقيم، ذلك أن فقه الواقع في غاية التعقيد والتشابك، وهو في غالب الأحوال لا يوافق فقه النظر. ولذا فإن التأكيد على صحة الإطار النظري والتأكد من سلامته أمر يقتضي ربط هذا الأخير بالواقع ربطاً مباشراً.

وتأسيساً على ذلك، فإن تحقيق ذلك الغرض يحملنا على ضرورة دراسة الواقع العملي لنشاط التصكيك. وهو تماماً ما سنهتّم ببيانه في هذا المبحث، حيث سنعمل بداية على تحليل تطوّر هذا النشاط لدى عينة المصارف المختارة سلفاً، وذلك خلال الفترة ذاتها التي تناولنا فيها تحليل نشاط الاستثمار طويل الأجل سابقاً. لننتقل بعد ذلك إلى عمل تقييم لتأثير ذلك النشاط - أي التصكيك - على بعض المؤشرات الأساسية للاستثمار طويل الأجل. وإذا ما تبين لنا وجود نقص أو ضيم في الأثر المتوقع سنجتهد عندها في بيان أسباب المحدودية تلك.

المطلب الأول: تحليل تطوّر نشاط الاستثمار في الصكوك بعينة المصارف الإسلامية المختارة

انتهينا بعد عرض وتحليل الإحصائيات المتعلقة بحركة نشاط الاستثمار المصرفي الإسلامي في الصكوك - في المطلب المنصرم - إلى حقيقة أن هذا النشاط قد نال اهتماماً محدوداً للغاية خاصة في جانب الإصدار والتنظيم. بيد أن الحكم المتوصل إليه يحمل تعبيراً عن الواقع العام ولا يشمل بالضرورة كل مصرف على حدة، وقد يشير هذا إلى احتمال وجود مصارف يكون قد حظي فيها نشاط الاستثمار في الصكوك - إن إصداراً أو اكتتاباً - باهتمام معتبر ومقبول. وللوقوف على مدى صحة هذا الاحتمال تأتي هذه النقطة البحثية لبحث تطوّر ذلك النشاط لدى عينة محدّدة من المصارف الإسلامية¹ - وهي عينة تشمل عدداً من المصارف الرائدة في النشاط المصرفي الإسلامي - وذلك خلال الفترة 2003-2014.

أولاً: تحليل تطوّر جانب الإصدارات

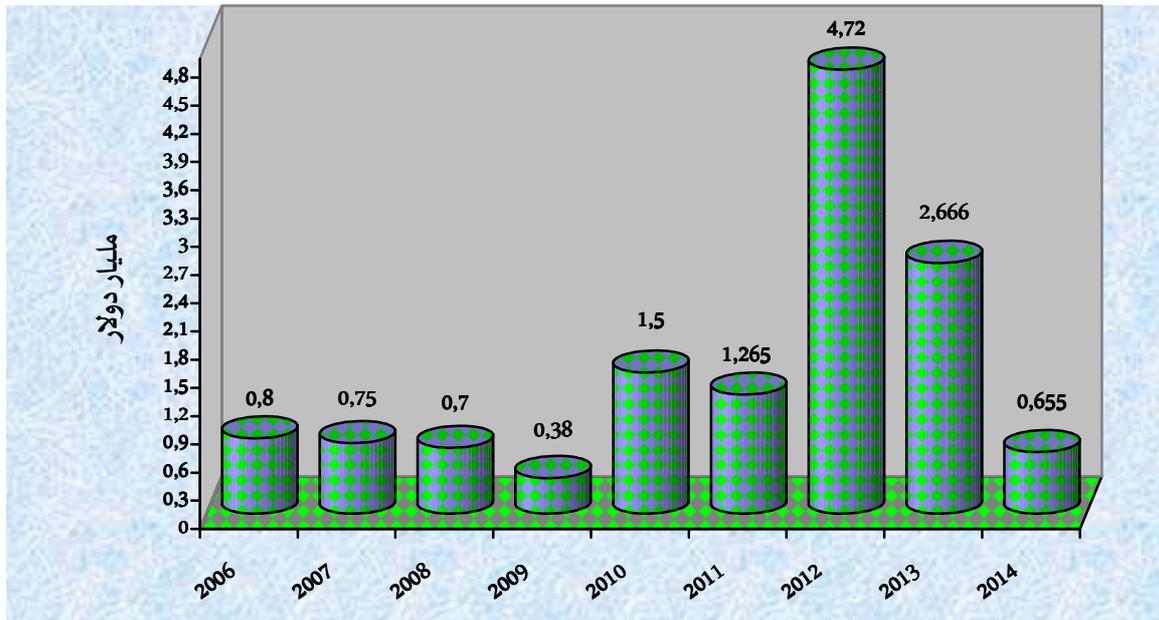
اعتباراً ممّا هو وارد في الشكل أدناه - والذي يصوّر لنا تطوّر إصدارات المصارف المختارة للتقييم بشكل مجمل - فإننا نميل إلى القول بأن نشاط الإصدار قد سلك منحى لا يعبر بشكل قوي عن اهتمام تلك المصارف بنشاط التصكيك، إذ وبتدقيق النظر نلاحظ وجود تذبذب قوي في تطوّر الإصدارات، حيث نسجل في البداية أي

¹ - المصارف المعنية بالدراسة هي على الترتيب التالي: مصرف البحرين الإسلامي، مصرف البركة البحرين، مصرف الإمارات البحرين، مصرف السلام البحرين، بنك التمويل الكويتي (فرع البحرين)، المؤسسة العربية المصرفية الإسلامية بالبحرين، مصرف قطر الإسلامي، مصرف قطر الدولي الإسلامي، مصرف الريان القطري، البنك العربي الإسلامي الدولي الأردني، البنك الإسلامي الأردني، مصرف الراجحي السعودي، بنك الجزيرة السعودي، البنك السعودي الهولندي، بنك البلاد السعودي، بنك RHB الماليزي، بنك CIMB الماليزي، مصرف أبو ظبي الإسلامي، بنك دبي الإسلامي، مصرف الإمارات الإسلامي، مصرف عجمان الإماراتي، مصرف الشارقة الإسلامي، مصرف الهلال الإماراتي، بنك التمويل الكويتي (الكويت).

الفصل الخامس: أثر عمليات التصكيك على تركيبة الاستثمار في المصارف الإسلامية

خلال الفترة 2006-2009 تدهوراً مستمراً وكبيراً في حجم الإصدارات، ثمّ نلحظ فجأة طفرة في النشاط خلال عام 2010 بحجم إصدار تساوى تقريباً مع حجم ما تمّ إصداره خلال الفترة 2006-2009 كلّها. ويُلاحظ الحال ذاته خلال الفترة 2011-2014، فبعد الانخفاض الحاد الذي عقب طفرة عام 2010، نما حجم الإصدارات مرّة أخرى بشكلٍ حادٍ جداً، حيث تضاعف فجأة بعشر مرّات تقريباً خلال عام 2012، ثمّ عاد لينخفض بشكلٍ حادٍ أيضاً وبواقع سبع أضعاف تقريباً- مقارنة بإصدارات عام 2012- خلال عام 2014. واستمرّ الوضع ذاته خلال سنتي 2015 و2016، حيث سُجل نموّ مهمّ في حجم الإصدارات خلال 2015 (ب 2 مليار دولار)- بعد أن كان حجم الإصدار 0.65 مليار عام 2014-، تبعه تدهورٌ حادٌ عام 2016 بواقع حجم إصدار بلغ 0.225 مليار دولار. وهذا في الحقيقة واقِع يحمل على التساؤل كثيراً خاصّة في ظلّ الاحتياج المستمرّ والكبير لمواطن هذه المصارف إلى تنمية حقيقية، وفي ظلّ ضرورة توجّه تلك المصارف نحو ممارسة دورٍ تنموي ملموس أكثر ممّا هو عليه حالها اليوم (وهو ما قد يُتيح نشاط التصكيك على نحوٍ موسّع كما سبق ورأينا) تحقيقاً لتطلّعات إطارها النظري.

الشكل رقم 05-23: شكل يوضّح التطوّر السنوي لإصدارات الصّكوك لدى عيّنة المصارف الإسلامية المدروسة خلال الفترة 2006-2014



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على التقارير السنوية للمصارف الإسلامية المدروسة.

هذا، ويبدو من جانب آخر أن مسار تطوّر الإصدارات لدى المصارف المدروسة لم يحاك كثيراً مسار تطوّر إجمالي إصدارات المصارف الإسلامية- أنظر الشكل رقم (05-19)-، فباستثناء عامي 2012 و2013 فإنّ حركة الإصدار في السنوات الأخرى كانت معاكسة لحركة التطوّر العام.

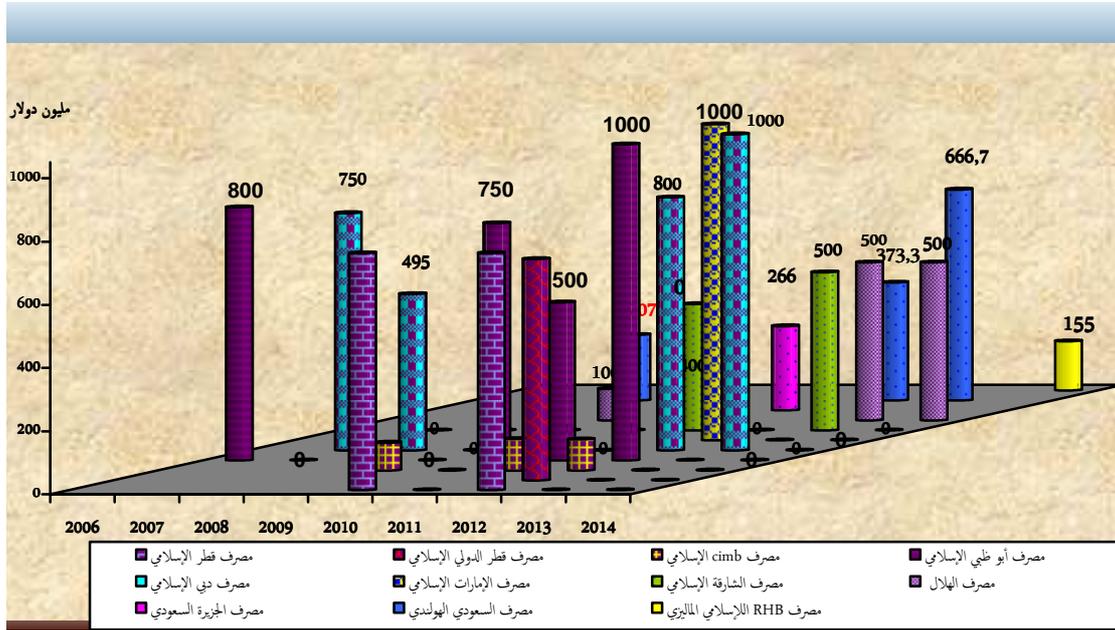
ومن جهة أخرى وبغضّ النظر عن محدودية أهميّة إصدارات المصارف الإسلامية مقارنة بإجمالي سوق الإصدارات- يبدو أن حال العيّنة المدروسة أكثرّ ضعفاً، فمُجمّل إصداراتها خلال الفترة 2003-2014 لم

الفصل الخامس: أثر عمليات التصكيك على تركيبة الاستثمار في المصارف الإسلامية

يتجاوز 1.9% من سوق الإصدارات (التي وصل حجمها إلى 704 مليار دولار)-، فإن الأمر الملحوظ مقارنة مع الحجم الإجمالي لإصدارات المصارف الإسلامية هو ضعف وزن إصدارات العتية، وذلك على الرغم من ضمها لعددٍ من المصارف الفاعلة في المجال المصرفي الإسلامي، حيث أنها لم تتعدَّ 16% من مجمل ما أصدرته المصارف الإسلامية كلَّها (86.1 مليار دولار حتى نهاية 2014).

وبرأينا فإنَّ محدودية وزن الإصدارات المصرفية مقارنةً بإجمالي سوق الإصدارات سيبقى مستمراً والسبب في ذلك هو عدم استمرار نشاط الإصدار ومحدودية حجمه من ناحية أخرى، وينكشف هذا بشكلٍ واضحٍ من خلال الشَّكل أدناه، إذُ وتبديق الملاحظة نجد أن من بين 11 مصرفاً، هناك 4 مصارف لم تدخل سوق الإصدار إلاّ مرّة واحدة وبمتوسّط حجم إصدار لم يتعدَّ 550 مليون دولار، وهناك مصرفين لم يدخلوا السوق إلاّ مرتين. وحتى بالنسبة للمصارف التي دخلت سوق الإصدار أكثر من مرتين، فإن نشاطها كان متقطعاً بشكلٍ كبير، إذ غالباً ما يكون بين الإصدار والإصدار الذي يليه فترة تتجاوز السنة، ويُلاحظ هذا بشكلٍ خاص في السنوات الأولى. وقد يُضاف إلى ذلك ضعف حجم الإصدار الذي لم يتجاوز عند أحسن المصارف مليار دولار، وهذا على الرغم من إدراكها لحقيقة الانخفاض النسبي لكلفة التمويل عن طريق إصدار الصكوك.

الشكل رقم 05-24: شكل يوضح التطور السنوي لإصدارات الصكوك لكل مصرف من مصارف العينة المدروسة خلال الفترة 2003-2014



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على التقارير السنوية للمصارف الإسلامية المدروسة.

وبالالتفات إلى بيان مسألة أحسن المصارف نشاطاً في مجال الإصدار، فإنه وكما هو واضح في الشَّكل ذاته فإن أفضل المصارف إصداراً (حجماً وعدداً) هو مصرف أبو ظبي الإسلامي بحجم إصدار وصلت قيمته في المجمل إلى 3.050 مليار دولار (أي بحصّة مساهمة قدرها 22.65%) من خلال 4 إصدارات، يليه في ذلك مصرف دبي الإسلامي بحصّة مقارنة كثيراً 22.64% وبـ 4 إصدارات، ثم مصرف قطر الإسلامي بحصّة

الفصل الخامس: أثر عمليات التصكيك على تركيبة الاستثمار في المصارف الإسلامية

11.16%. وتوسيع مجال الدراسة إلى غاية ديسمبر 2016، فإننا نسجل إصدارين خلال عام 2015 أحدهما كان لمصرف قطر الإسلامي بحجم وصل إلى 1.5 مليار دولار- وهو ما سمح بتوسيع حصته في سوق إصدارات المصارف الإسلامية محل الدراسة من 11.16% إلى 19.42%-، وإصداراً واحداً خلال عام 2016 من طرف مصرف الهلال بقيمة 225 مليون دولار. وللإشارة فإن جانباً من إصدارات بعض المصارف (شمل ذلك مصرف أبو ظبي الإسلامي، دبي الإسلامي البنك السعودي الهولندي ومصرف الهلال) تمّ بغرض تلبية متطلبات معايير كفاية رأس المال المعدلة، ولتلبية معدّل تغطية السيولة وفقاً لبازل 3، حيث بلغ حجم الإصدارات المتعلقة بذلك ما يفوق 3 مليار دولار (أي ما يعادل 22% من إجمالي الإصدارات).

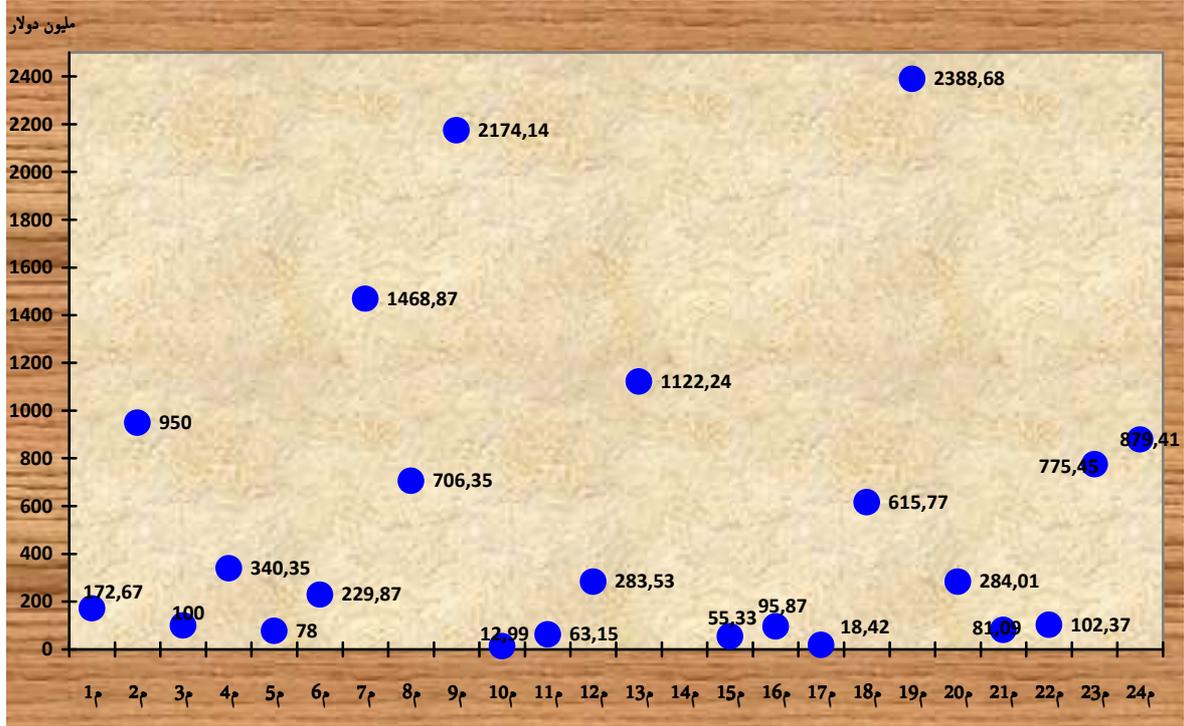
ثانياً: تحليل حركة التوظيف بواسطة الصّكوك (المصرف الإسلامي كمكتتب في الإصدارات)

على عكس حركة الإصدار تماماً، فإن نشاط التوظيف من خلال الصّكوك (الاكتتاب في الإصدارات) لدى المصارف المدروسة يمكن وصفه بالنشاط الحيوي، فبينما لم يتعدّ جانب الإصدار فيها نسبة 1.8% من مجمل سوق الصّكوك الأولي، مثل حجم اكتتاب تلك المصارف في إصدارات هذه الأخيرة ما نسبته 16% من المجمل (119 مليار دولار تقريباً)، أي بما يعادل 8 أضعاف حجم نشاط الإصدار. ومن ناحية أخرى، فإن المصارف التي لم يكن لها اسهام ملموس في جانب الإصدار (وتمثل أكثر من نصف العينة)، كان لها حضورٌ في جانب الاكتتاب.

وعلى نحوٍ التباين الذي شاهدناه في جانب الإصدار، فإنّ جانب الاكتتاب هو الآخر كان متبايناً لدى مصارف العينة، إذ تُسجّل التطوّرات في ذلك المجال- أنظر الشّكل أدناه- حضوراً قوياً لأربعة مصارف بحجم توظيف فاق مليار دولار في المتوسط (يُشكّل حجم اكتتاب هذه العينة لوحدها 55% من إجمالي الحجم المكتتب. وأفضل هذه المصارف هو مصرف دبي الإسلامي بحجم اكتتاب إجمالي قدر بـ 26.275 مليار دولار) كما تمّ تسجيل وجود أقلّ أهمية بالمقارنة مع الفئة الأولى الخمسة مصارف أخرى بمتوسط توظيف انحصر بين 600 مليون دولار و 1 مليار دولار في المتوسط (يمثّل حجم اكتتاب هذه المصارف إلى المجمل ما نسبته 31.11%). وعلى خلاف الفئتين السّابقتين، تمّ تسجيل أداءٍ جدّ ضعيف لأربعة مصارف أخرى، بحجم اكتتاب لم يتعدّ 64 مليون دولار في المتوسط (يمثّل حجم اكتتاب هذه المصارف إلى المجمل ما معدّله 0.85%).

الفصل الخامس: أثر عمليات التصكيك على تركيبة الاستثمار في المصارف الإسلامية

الشكل رقم 05-25: متوسط حجم التوظيف بواسطة الصكوك لدى عينة المصارف الإسلامية المدروسة* خلال الفترة 2014-2003



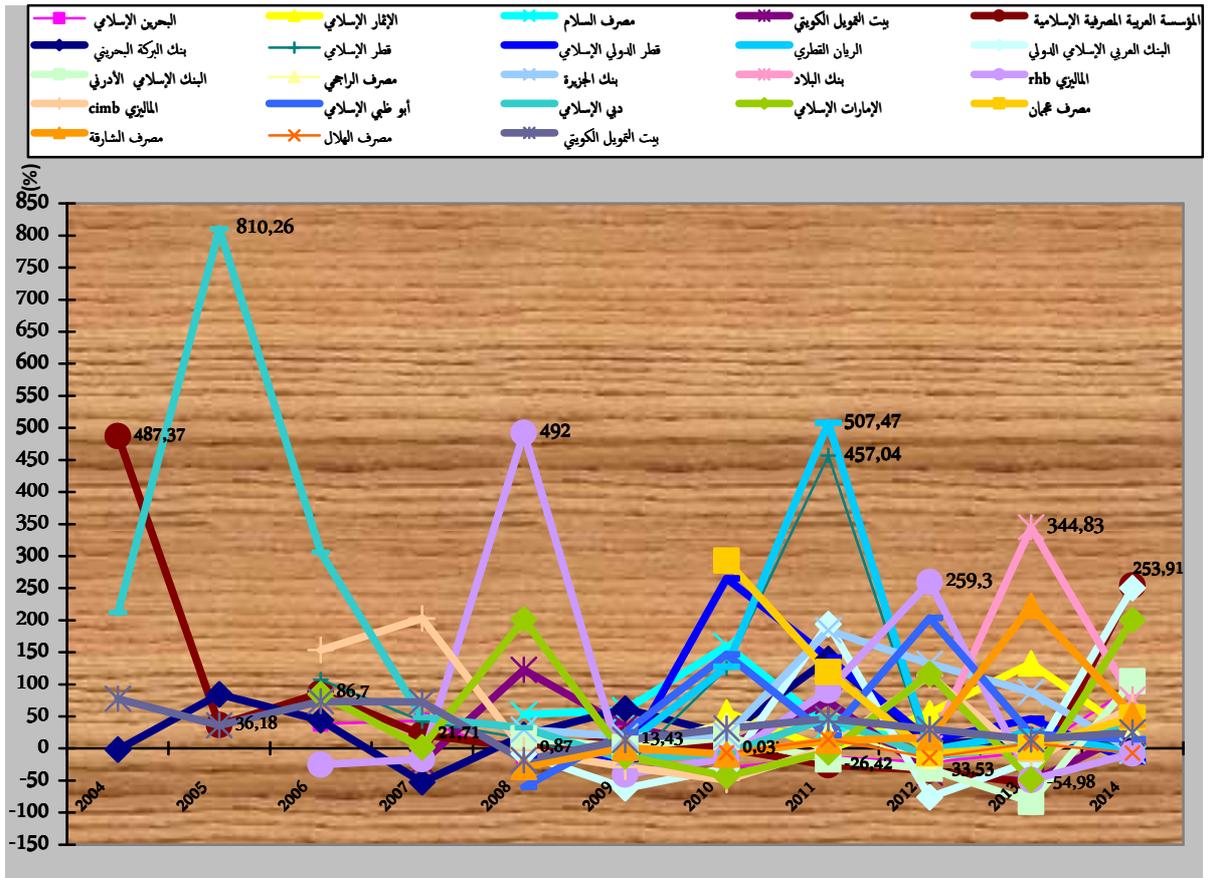
المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على التقارير السنوية للمصارف الإسلامية المدروسة.

أما من حيث انتظام عملية التوظيف (الاكتتاب) من خلال الصكوك، فالواضح من خلال الشكل أدناه أن جلّ المصارف قد مارست هذا النشاط بشكلٍ مستمرٍ - على عكس نشاط الإصدار -، غير أنه لم يكن بمنحى يشير إلى نوعٍ من الاستقرار بدليل تضاعف حجم الاكتتاب في بعض الأحيان وبشكلٍ كبير. فنلاحظ على سبيل المثال أن حجم الاكتتاب بمصرف دبي الإسلامي قد تضاعف بأكثر من 8 مرّات في سنة 2005 مقارنة بسنة 2004. وكذلك الحال بالنسبة لمصرف الريان، حيث تضاعف حجم التوظيف من خلال الصكوك سنة 2011 بـ 5 أضعاف مقارنة بالسنة التي السابقة لها.

* للتذكير فإن عينة الدراسة تشمل المصارف الإسلامية التالية: 1م: مصرف البحرين الإسلامي، 2م: مصرف البركة البحرين، 3م: مصرف الإمارات البحرين، 4م: مصرف السلام البحرين، 5م: بنك التمويل الكويتي (فرع البحرين)، 6م: المؤسسة العربية المصرفية الإسلامية بالبحرين، 7م: مصرف قطر الإسلامي، 8م: مصرف قطر الدولي الإسلامي 9م: مصرف الريان القطري، 10م: البنك العربي الإسلامي الدولي الأردني، 11م: البنك الإسلامي الأردني، 12م: مصرف الراجحي السعودي، 13م: بنك الجزيرة السعودي 14م: البنك السعودي الهولندي، 15م: بنك البلاد السعودي، 16م: بنك RHB الماليزي، 17م: بنك CIMB الماليزي، 18م: مصرف أبو ظبي الإسلامي، 19م: بنك دبي الإسلامي، 20م: مصرف الإمارات الإسلامي، 21م: مصرف عجمان الإماراتي، 22م: مصرف الشارقة الإسلامي، 23م: مصرف الهلال الإماراتي، 24م: بنك التمويل الكويتي (الكويت).

الفصل الخامس: أثر عمليات التصكيك على تركيبة الاستثمار في المصارف الإسلامية

الشكل رقم 05- 26: تطور معدلات الاكتتاب في الصّكوك لدى عيّنة المصارف المدروسة خلال الفترة 2004- 2014



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على التقارير السنوية للمصارف الإسلامية المدروسة.

وفي رأينا فإن عدم الاستقرار (سواء تعلق الأمر بالطّفرات أو بالتّمو السلبي) ذاك قد يرجع بشكلٍ أساسي إلى محدودية الإصدارات (يدخل في ذلك صغر حجم الإصدارات وعدم استمرارها) وضيق نشاط سوق الصّكوك القانونيّة، أي أنه وفي حال دخول إصدار جديد إلى سوق الصّكوك تفرع المصارف القويّة إلى الاكتتاب فيه وتحاول الحصول على حصّة كبيرة منه، فيتسبّب ذلك في حصول طفرة لديها خاصّة إذا كان الإصدار كبير الحجم، وتخسر في المقابل المصارف الأخرى الحصّة التي تضمن استقرار نشاطها الاستثماري في الصّكوك، فينجم عن ذلك التّمو السلبي (وهو الأمر المشهود عند كثيرٍ من مصارف العيّنة المدروسة).

ثالثاً: تحليل مساهمة المصارف في عمليات تنظيم وإدارة إصدارات الصّكوك

يُعدُّ جانب تنظيم الإصدارات وإدارتها هو الآخر سبباً من سبل المساهمة في عمليات التصكيك، وواحدًا من الأدوار المهمّة التي غالباً ما تدرّ دخلاً لا يقلّ وزناً عن عائد الاستثمار المباشر في الصّكوك. ولذا فإن أخذ هذا الجانب بعين الاعتبار - إضافة إلى الإصدار والاكتتاب - كمؤشّر في تحليل حركة الاستثمار في الصّكوك لدى المصارف الإسلاميّة هو أيضاً أمرٌ مهمٌّ في نظرنا، إذ يُعطي إشارة عن مدى اهتمام هذه الأخيرة بنشاط التصكيك إذا لم يعكس ذلك جانب الإصدار أو الاكتتاب بشكلٍ واضح.

وكما أشرنا سلفاً، فإنه على الرّغم من أهميّة هذا الجانب كمصدر للدّخل وكدور قد يعوّض ضعف

الفصل الخامس: أثر عمليات التصكيك على تركيبة الاستثمار في المصارف الإسلامية

المصارف الإسلامية في الجانبين السابقين-خاصة في الإصدار-، فإن أداء هذه الأخيرة لهذا الدور لا يمكن وصفه إلا بالضعف، فمن ضمن 83 مصرفاً لم نجد سوى 9 مصارف إسلامية ساهمت وبشكل محدود في عملية التنظيم والإدارة- أنظر الجدول أدناه-، حيث لم تتجاوز حصتها من ناحية الحجم (القيمة) 5% من المجمل، ولم تتعد حصتها من حيث عدد الإصدارات 10% بالنسبة للمُجمل أيضاً.

الجدول رقم 05-04: ترتيب المصارف الإسلامية المساهمة في تنظيم وإدارة إصدارات الصكوك خلال الفترة 2016-2005

| المرتبة | عدد الإصدارات | قيمة الإصدارات (مليار دولار) | اسم المصرف |
|---------|---------------|------------------------------|------------------------|
| 9 | 41 | 7.462 | مصرف دبي الإسلامي |
| 16 | 92 | 2.910 | CIMB الإسلامي |
| 23 | 19 | 1.987 | أبو ظبي الإسلامي |
| 25 | 19 | 1.830 | بيت التمويل الكويتي |
| 33 | 14 | 1.192 | مصرف الهلال |
| 54 | 5 | 0.542 | مصرف الشارقة |
| 64 | 2 | 0.284 | البنك السعودي الهولندي |
| 71 | 1 | 0.208 | مصرف البحرين الإسلامي |
| 79 | 1 | 0.122 | مصرف الراجحي |

المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على مجموعة من التقارير.

هذا، ويبدو انطلاقاً من بيانات الجدول أعلاه أن أحسن المصارف أداءً في هذا الجانب مقارنة بباقي المصارف الإسلامية هو مصرف دبي الإسلامي، حيث استطاع هذا الأخير أن يحتل المرتبة 9 ضمن المصارف المؤدية للدور بتنظيمه وإدارته لـ 41 إصداراً بقيمة تجاوزت 7 مليار دولار، يليه في ذلك مصرف CIMB الإسلامي بأكثر عدد من الإصدارات (92 عملية ترتيب)، ولكن بحصة سوقية تكاد تكون مهملة مقارنة بمجمل الإصدارات المنظمة والمدارة.

أما عن تفسير هذا الضعف- وإن كنا قد أشرنا لذلك سابقاً- فلا نعلم لذلك حجة أكثر قبولاً من ضعف الموارد البشرية المدربة والمؤهلة للممارسة لعمليات التصكيك لدى المصارف الإسلامية، وإلا فلا أحد من تلك المصارف يكره تحقيق عوائد إضافية خارج نشاطها العادي.

المطلب الثاني: تقييم أثر الاستثمار في الصكوك على حركة النشاط الاستثماري طويل الأجل بعينة المصارف الإسلامية المدروسة

بعد أن انتهينا من تحليل حركة الاستثمار في الصكوك لدى عينة المصارف الإسلامية المختارة للدراسة - إصداراً واكتساباً وتنظيماً وإدارة-، نرى أن نلتفت الآن إلى تقييم أثر ذلك النشاط على الهيكل الاستثماري لتلك المصارف، وتحديدًا على الجانب طويل الأجل (أي الاستثمار طويل الأجل). وذلك انطلاقاً من تحليل عدد

الفصل الخامس: أثر عمليات التصكيك على تركيبة الاستثمار في المصارف الإسلامية

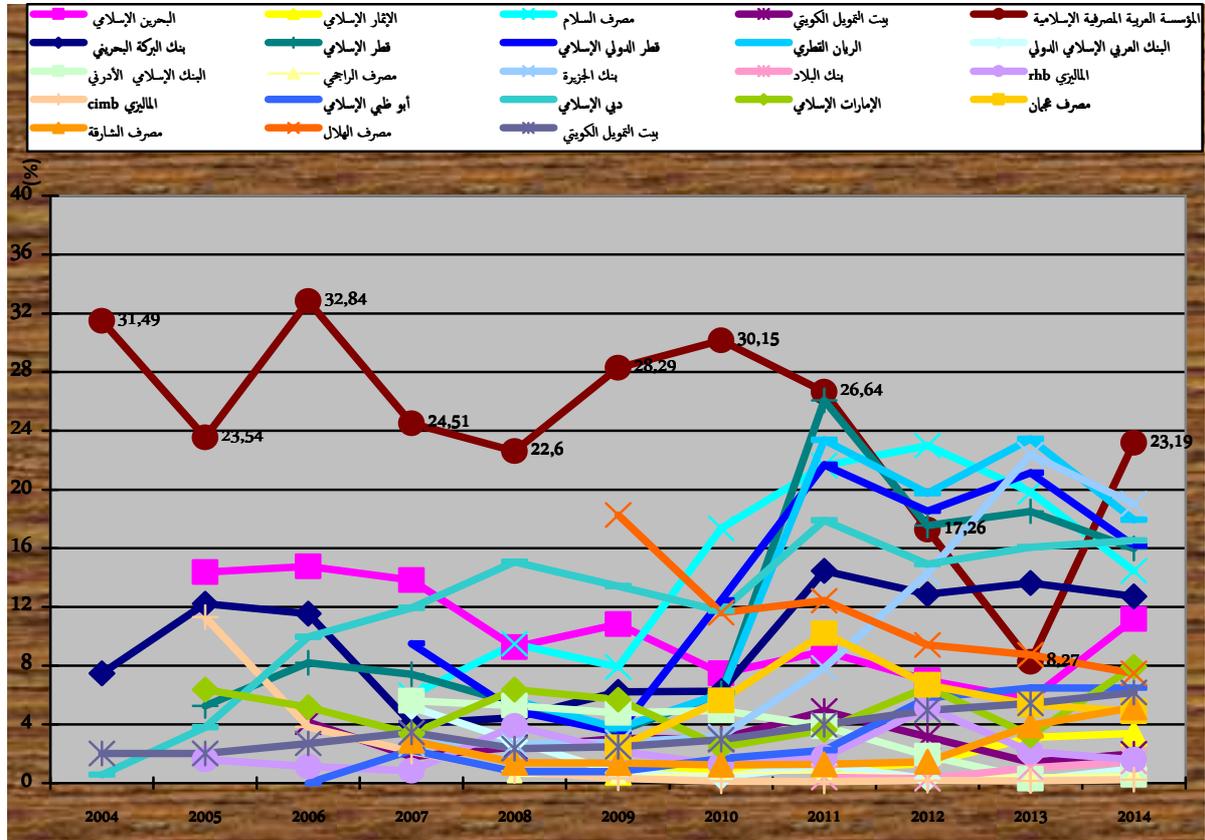
من المؤشرات التي لها دور واسهام مباشر في دفع المصارف الإسلامية نحو التوسع في الأنشطة الاستثمارية طويل الأجل (وهي التي جاء عنها الحديث بشكل مفصل في الفصل السابق).

أولاً: تقييم المساهمة العملية للاستثمار في الصكوك في دعم النشاط الاستثماري طويل الأجل
تستهدف هذه النقطة البحثية تحديداً دراسة تأثير حركة الاستثمار (التوظيف) في الصكوك على حركة الاستثمار طويل الأجل بالمصارف الإسلامية محل التقييم، أو بمعنى آخر تحاول هذه المحطّة بيان حجم الدعم الذي قدّمه الاستثمار في الصكوك فعلياً إلى حجم النشاط الاستثماري طويل الأمد. والوصول إلى توضيح ذلك الأثر يعتمد في نظرنا على دراسة وتحليل مؤشرين اثنين وهما: مؤشّر مدى توافق مسار حركة الاستثمار طويل الأجل مع مسار حركة الاستثمار في الصكوك، ومؤشّر مقدار التغيّر الذي يحدثه الاستثمار في الصكوك على حجم الاستثمار طويل الأجل.

وقبل أن نلج في ذلك بشيءٍ من التفصيل، فإننا نرى من تمام البيان أن نُلقي نظرة على تأثير حركة الاستثمار في الصكوك على جانب التوظيف لدى المصارف الإسلامية محلّ المعاينة بشكل عام، وذلك اعتماداً على نسبة الاستثمار في الصكوك إلى إجمالي التوظيفات، حيث يشير ارتفاعها إلى قوة تأثير التوظيف عن طريق الصكوك على مجمل نشاط التوظيفات، بينما يشير انقباض حجم التوظيف من خلال الصكوك إلى العكس.

الشكل رقم 05-27: تطوّر نسبة الاستثمار بواسطة الصكوك إلى إجمالي التوظيفات لدى عيّنة المصارف الإسلامية

المدرسة خلال الفترة 2004-2014



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على التقارير السنوية للمصارف المدرسة.

الفصل الخامس: أثر عمليات التصكيك على تركيبة الاستثمار في المصارف الإسلامية

اعتماداً على البيان الوارد أعلاه والذي يعبر عن تطوّر نسبة الاستثمار من خلال الصّكوك مقارنةً بإجمالي التوظيفات، فإننا نلمس على وجه العموم نوعاً من الضّعف في مساهمة الصّكوك في تشكيل جانب التوظيفات حيث لم تتعدّ نسبة المساهمة 12% عند غالبية المصارف وفي جلّ فترات الدّراسة تقريباً. ويُسْتثنى من ذلك البعض منها، حيث لم تنزل النّسبة عن الحدّ المذكور وذلك خلال الفترة 2010-2014 تحديداً. وكانت النّسبة أفضل بكثير بالمقارنة لدى المؤسّسة العربية المصرفية الإسلاميّة، حيث كان اسهام الصّكوك قوياً إلى حدّ ما في جانب التوظيفات بنسبة انحصرت بين 32% و22% خلال أغلب فترات الدّراسة.

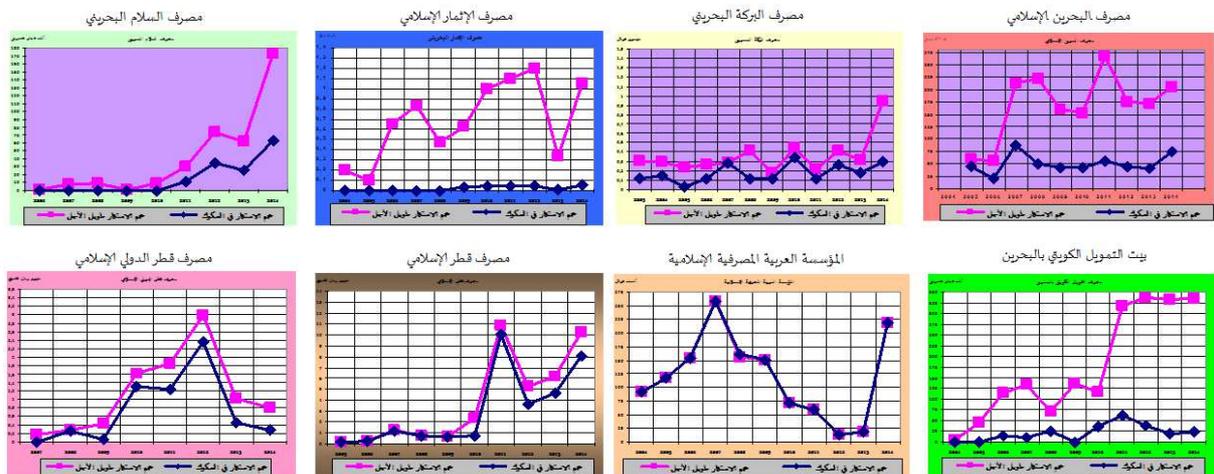
بالعودة إلى بحث مسألة أثر الاستثمار في الصّكوك على حجم الاستثمار طويل الأجل، فإنه وكما ذكرنا في صدر هذه النّقطة البحثية فإننا سنقوم ببيان ذلك اعتماداً على مؤشّرين اثنين:

➤ مقارنة مسار حركة الاستثمار في الصّكوك بمسار حركة الاستثمار طويل الأجل: حيث يشير توافق الطّرفين في اتجاه التغيّر إلى وجود علاقة قويّة بينهما، في حين يشير سلوك أحدهما لمسار غير مشابه لمسار الطّرف الآخر إلى ضّعف قوّة التأثير.

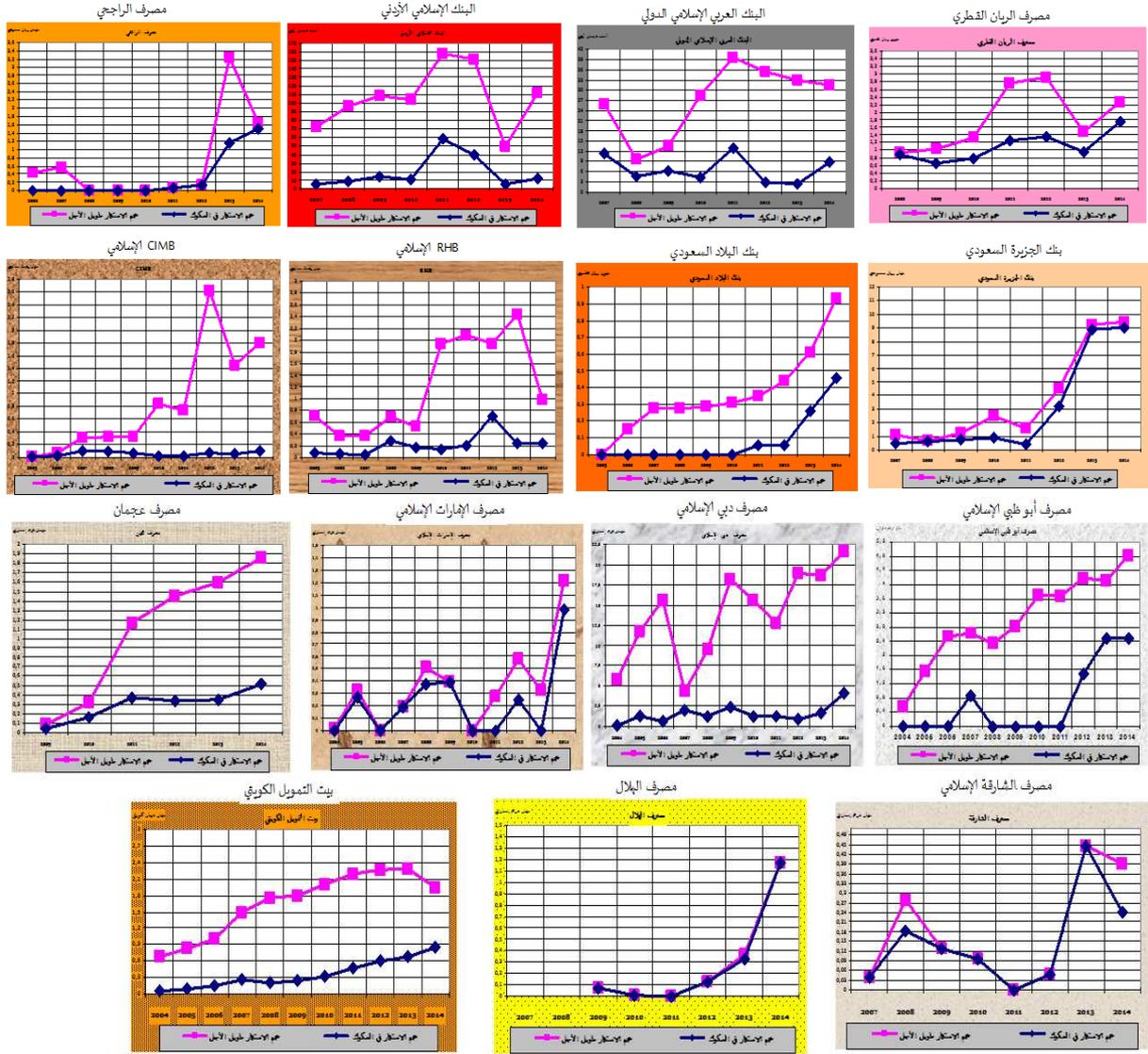
بغضّ النّظر عن مقدار درجة التأثير الذي يُحدثه تغيّر حجم الاستثمار في الصّكوك على حجم الاستثمار طويل الأجل فإن الملاحظ على وجه العموم من خلال الشّكل أدناه هو وجود توافق بين حركة الصّكوك وحركة الاستثمار طويل الأجل لدى جلّ المصارف وخلال أغلب الفترات تقريباً. بيد أن التوافق الملحوظ نجده مختلفاً عند الأغلبية. فتمّة مصارف وافق فيها اتجاه الاستثمار في الصّكوك اتجاه النّشاط الاستثماري طويل الأجل بشكلٍ تام كمصرف الهلال والمؤسّسة العربية المصرفية الإسلاميّة. وثمة مصارف كان فيها التوافق شبه كليّ كمصرف قطر ومصرف الشارقة الإسلاميين. وعلى نحوٍ أقلّ مقارنة بالسّابق كمصرف قطر الدّولي الإسلامي ومصرف البركة البحريني. وعلى غرار المصارف المذكورة آنفاً فإن التوافق بين النّشاطين عند باقي المصارف كان أقلّ أهميّة بالمقارنة - يمكن ملاحظة ذلك بسهولة من خلال التركيز على التقارب بين المنحنيين - غير أنه يحمل دلالةً على وجود تأثير لنشاط الاستثمار في الصّكوك على النّشاط الاستثماري طويل الأمد.

الشّكل رقم 05-28: شكل يوضّح تطوّر حركة الاستثمار طويل الأجل وحركة الاستثمار في الصّكوك لدى عيّنة

المصارف الإسلاميّة المدروسة خلال الفترة 2004-2014



الفصل الخامس: أثر عمليات التصكيك على تركيبة الاستثمار في المصارف الإسلامية



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على التقارير السنوية للمصارف المدروسة.

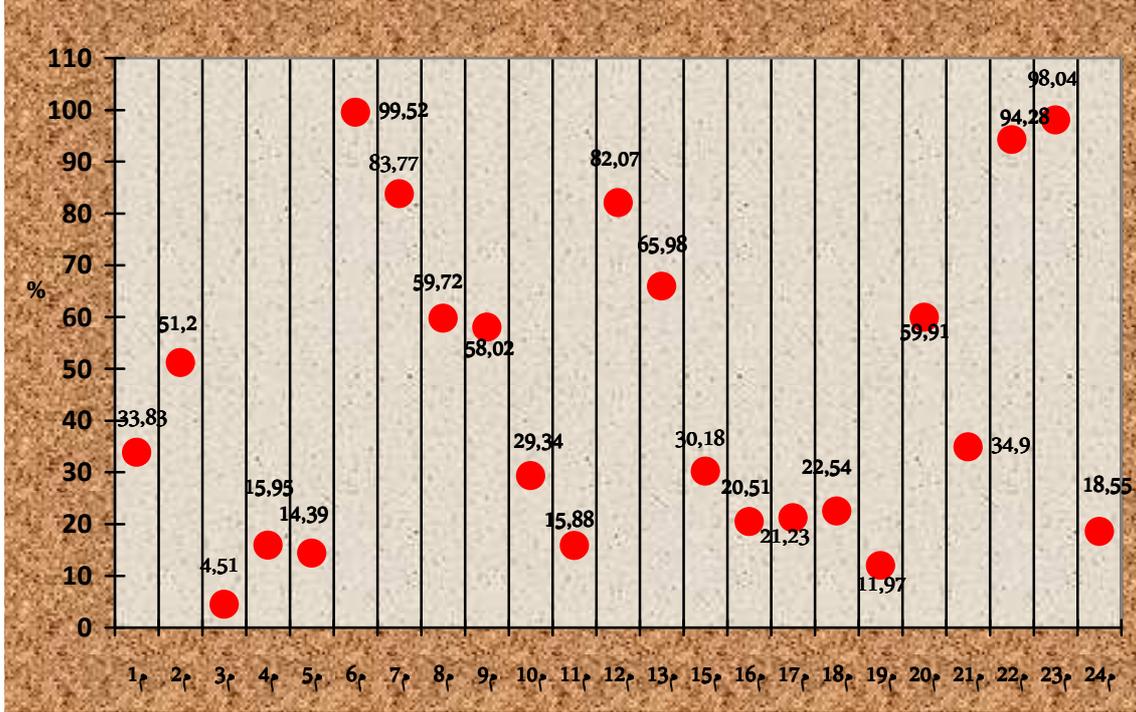
وتأسيساً على هذا، فإنه من المستساغ القول مبدئياً بأن ثمة تأثيراً لنشاط الاستثمار في الصكوك على النشاط الاستثماري طويل المدى. غير أن التأكيد على ذلك يبقى في نظرنا مرهون بشكل أكبر بمعرفة درجة أو مقدار التأثير، وهو ما سنحاول بيانه في النقطة الموالية.

دراسة وتحليل درجة تأثير الاستثمار في الصكوك على حجم الاستثمار طويل الأمد: يقيس هذا المؤشر مقدار مساهمة الاستثمار بواسطة الصكوك في حجم الاستثمار طويل المدى المحقق من طرف المصرف.

وبطبيعة الحال يشير ارتفاع نسبة المساهمة (أو درجة التأثير) إلى ارتفاع أهمية الصكوك كأسلوب للاستثمار طويل الأجل في حين يدل انخفاض النسبة على اعتماد المصرف بشكل أكبر في تجسيد أنشطته الاستثمارية طويلة الأمد على الأساليب الاستثمارية الأخرى الملائمة كالمشاركات والمضاربات والاستثمار المباشر ونحو ذلك.

الفصل الخامس: أثر عمليات التصكيك على تركيبة الاستثمار في المصارف الإسلامية

الشكل رقم 05-30: متوسط مساهمة الاستثمار بواسطة الصكوك في إجمالي حجم الاستثمار طويل الأجل المنقذ لدى عينة المصارف الإسلامية المدروسة خلال الفترة 2004-2014



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على التقارير السنوية للمصارف المدروسة.

تأسيساً على ما سبق بيانه من خلال المؤشرين، فإنّ من الواضح أنّ ثمة دوراً ملموساً ومهماً - إلى حدٍ كبير - للصكوك في النشاط الاستثماري طويل الأجل لدى غالبية المصارف محل التقييم، وبالتالي فإنّ مزيداً من التوسّع في ذلك النشاط - إن إصداراً أو اكتتاباً - (خاصةً وأنه قد تبين لنا من خلال العرض أن الموارد المخصّصة للاستثمار في الصكوك لدى أكثر المصارف لم تتعدّ في الغالب 12% في أغلب فترات الدراسة) قد يرفع من قدرة تلك المصارف على التوجّه أكثر نحو الاستثمارات الحقيقية (التنموية)، ويحقّق نقلة نوعية في العمل المصرفي الإسلامي الذي ظلّ لفترة طويلة - ولا يزال - أسير الاستثمارات الهامشية.

ولكن كان هذا العرض بما يحمله من دلائل تشير إلى الأهمية الكبيرة للصكوك في تفعيل النشاط الاستثماري طويل الأجل لدى المصارف المدروسة - وقد يمتد ذلك إلى باقي المصارف الإسلامية -، قد يجزئ في نظرنا للتأكيد على صحّة المتجه العام للدراسة ككل وللطّروحات التي تقدّمت في الفصل السابق، فإننا لن نكتفي بما تمّ عرضه، بل سنتجه نحو بحث وتأكيد صحّة جزئيات الاطار النظري الأخرى التي تمّ تناولها في الفصل المنصرم وأقصد بذلك تحديداً تقييم دور نشاط التصكيك في تهيئة الموارد المالية الملائمة للنشاط الاستثماري طويل الأجل وفي تدنية المخاطرة، ورفع معدّل العائد، ودفع المصارف نحو توسيع مشاركتها في السوق المالية، وتحجيرها من بعض الإشكالات التي تسببها سياسة المصارف المركزية. هذا، وقد نجزم أنّ التأثير القوي للصكوك على حركة النشاط الاستثماري طويل الأجل - عند أكثر المصارف كما سبق وتبين لنا آنفاً - إنّما جاء نتاج هذه العوامل، ولسوف نتأكّد ونؤكّد في ذات الوقت على ذلك من خلال العرض التالي.

ثانياً: تقييم دور الصّكوك في دعم نمو حجم الموارد طويلة الأجل

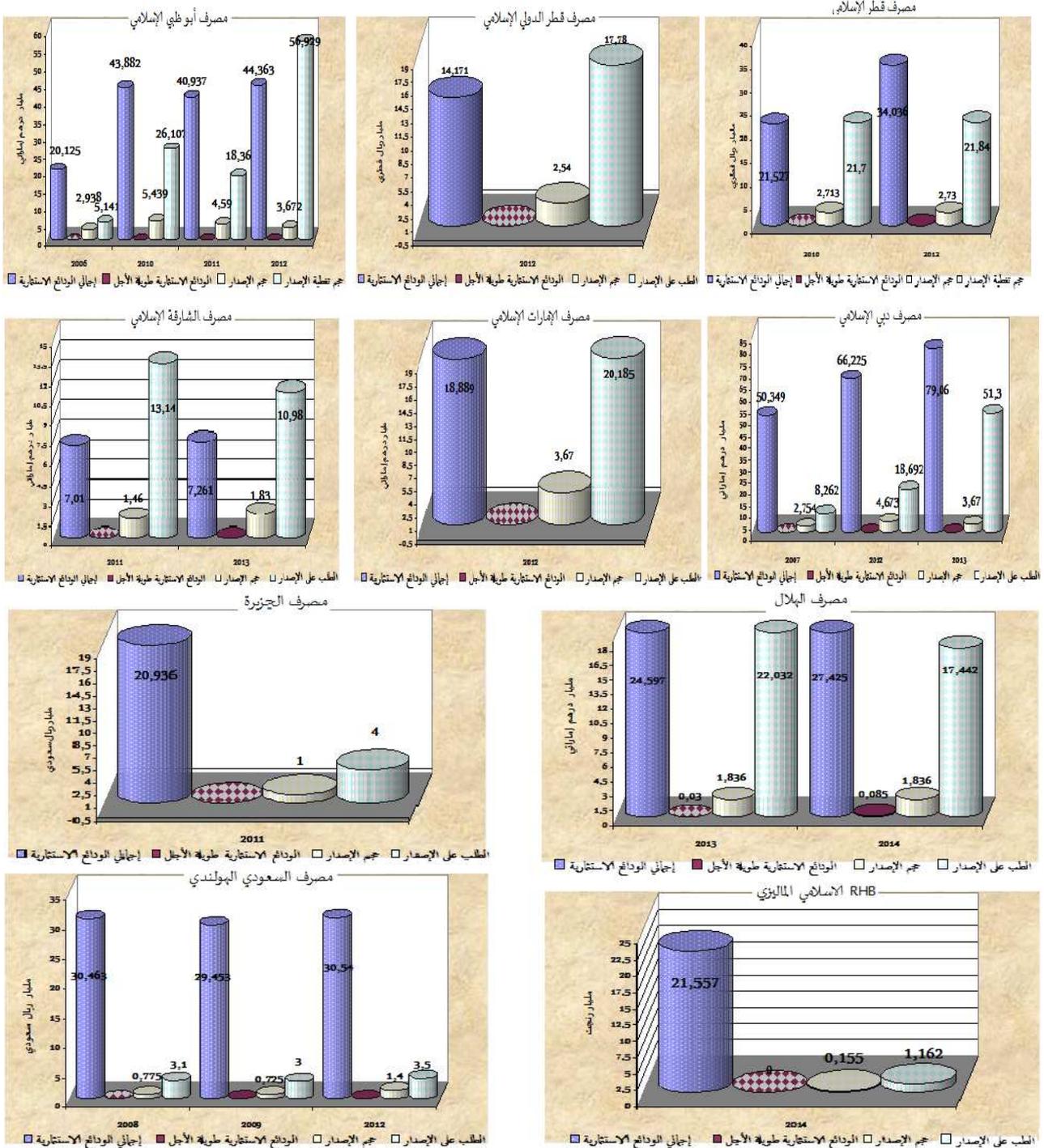
لقد سبق وانتهينا بعد النّظر والتحقيق في بعض سمات وخصائص الصّكوك إلى القول بأن هذه الأخيرة قد تتيح للمصارف الإسلامية امكانيةً كبيرة لتعبئة ذلك المورد الملائم كماً وكيفاً لممارسة الأنشطة الاستثمارية طويلة الأجل. وانصرفنا من جانب آخر بعد تحليل نشاط الإصدار لدى عيّنة المصارف الإسلامية المدروسة إلى القول بمحدودية وضعف ذلك النّشاط لدى جلّ تلك المصارف.

وبما أن جانب الإصدار هو الجانب الذي يرتبط ارتباطاً مباشراً بنشاط التعبئة، وبما أنه اتصف بالضعف والمحدودية، فإن هذا معناه-ترابطاً- فشل تلك المصارف في تجميع المورد المالية المناسبة لنهج التوسّع في الأنشطة والأعمال الاستثمارية طويلة الأجل. وإذا ما أتينا للتأكيد على ذلك رقماً وعددًا، فإنه لو أجرينا مقارنة بين حجم الودائع الاستثمارية وحجم الإصدارات من الصّكوك (مع العلم أنها ذات آجال استحقاق لا تقلّ عن 5 سنوات) فسنقع على حقيقة أن حجم هذه الأخيرة (باعتبارها تمثّل مورداً طويل الأجل) لم تتجاوز في أحسن الأحوال 20% من مجمل الموارد الاستثمارية (بل إنها لم تتعدّ 10% عند 6 مصارف من أصل 10)، ما يعني أن أكثر من 80% من هذه الأخيرة كانت موارد قصيرة الأجل. وليس بخافٍ على أحد أن غلبة هذا النوع من الموارد لن يمكن أي مصرف من تسطير وتنفيذ برامج استثمارية تنموية بشكلٍ موسّع يوافق الإطار النظري الذي سطره مؤسسو المصرفية الإسلامية.

غير أن هذه الحال لا تعني البتّة عدم صحة المتّجه القائل بفعالية دور الصّكوك في جذب الموارد الملائمة للنّشاط الاستثماري طويل الأجل، بل إننا نؤكّد مرّة أخرى على مقدرة هذه الأخيرة على تجسيد ذلك بشكلٍ فعلي، ذلك أن جلّ الإصدارات الحاصلة قد كان لها اقبال وطلب كبير تتجاوز في حالات كثيرة حجم الإصدار ذاته وبأضعاف كثيرة- وقد دفع ذلك ببعض المصارف إلى رفع حجم إصداراتها بمرّتين-، حتى إنه تعدّى حجم إجمالي الودائع الاستثمارية وحجم الودائع الاستثمارية ذات الأمد الطّويل لدى بعض المصارف (أنظر الشّكل أدناه).

الفصل الخامس: أثر عمليات التصكيك على تركيبة الاستثمار في المصارف الإسلامية

الشكل رقم 05- 31: مقارنة بين حجم الطلب على إصدارات الصكوك وحجم الودائع الاستثمارية لدى عينة المصارف الإسلامية الممارسة لنشاط الإصدار خلال الفترة 2006- 2014



وهذا يعني أنه لو استجاب المصرف لحجم الطلب لتمكّن من جمع موارد ذات أجل طويل وبأحجام كبيرة. وقد نذكر من ذلك على سبيل الاستدلال بعض الحالات، فنشير إلى إصداري مصرف قطر الإسلامي واللذان حظيا بطلب فاق حجم التمويل المطلوب، فأما الإصدار الأول والذي كان بحجم 2.716 مليار ريال فإن حجم الطلب عليه قد تجاوز 8 أضعاف، أي ما يعادل 21.7 مليار ريال (6 مليار دولار)، وهو حجم يفوق

الفصل الخامس: أثر عمليات التصكيك على تركيبة الاستثمار في المصارف الإسلامية

حجم الودائع الاستثمارية لذلك العام (وهي المقدّرة بـ 21.5 مليار ريال). وشوهد الواقع ذاته لدى مصرف قطر الدولي الإسلامي، حيث تعدّى حجم الطلب مبلغ الإصدار - الذي كان بقيمة 2.540 مليار ريال (700 مليون دولار) - بـ 7 أضعاف أي بما يعادل 17.78 مليار ريال (5 مليار دولار)، وتجاوز في الوقت ذاته حجم الودائع الاستثمارية (14.1 مليار ريال). وحصل الأمر ذاته عند كل من مصرف الإمارات الإسلامي ومصرف الشارقة الإسلامي، مثلما هو مبين ومُتضح في الشكل أعلاه.

وحتى بالنسبة للمصارف التي كان فيها حجم الطلب على الصّكوك المصدرة أقلّ من مجمل حجم الودائع الاستثمارية، فإن أقلّ ما يقال في وصف ذلك هو أن تلك الإصدارات كانت لتساهم وبشكلٍ مُعتبر في توفير المورد المالي الملائم لنهج التوسّع في الاستثمار طويل الأجل في حال رغبة المصارف الإسلامية في ذلك. وتحديدًا لو أن المصارف المصدرة للصّكوك استجابت بشكلٍ كامل لطلبات الاكتتاب لتمكّنت عندئذٍ من رفع حجم مواردها المالية طويلة الأجل بمعدل لا يقلّ عن 60%، 36%، 75% في المتوسط بكلٍ من مصرف أبو ظبي الإسلامي مصرف دبي الإسلامي ومصرف الهلال على التوالي.

وإذ تبين هذا، فإنّ من الواضح أن توسّع المصارف الإسلامية في نشاط إصدار الصّكوك وممارستها له بشكلٍ مستمرٍ سيُمكنها لا محالة في رفع مواردها التمويلية المناسبة للتوسّع في الأنشطة الاستثمارية التنموية، وذلك باعتبارها موارد مالية موجهة أي مخصّصة.

ثالثاً: تقييم أثر نشاط الاستثمار في الصّكوك على المستوى العام للمخاطرة

كما قد انتهينا في بحثنا المتقدّم لمسألة التصكيك والمخاطرة إلى القول بأن عنصر الخطر في الصّكوك كأسلوب للاستثمار هو أقلّ مقارنة بغيرها من الأساليب، وقد استدللنا على ذلك بعددٍ غير يسيرٍ من الأسباب والمبررات (وهي المستمدة من خصائص ومميّزات الصّكوك ذاتها).

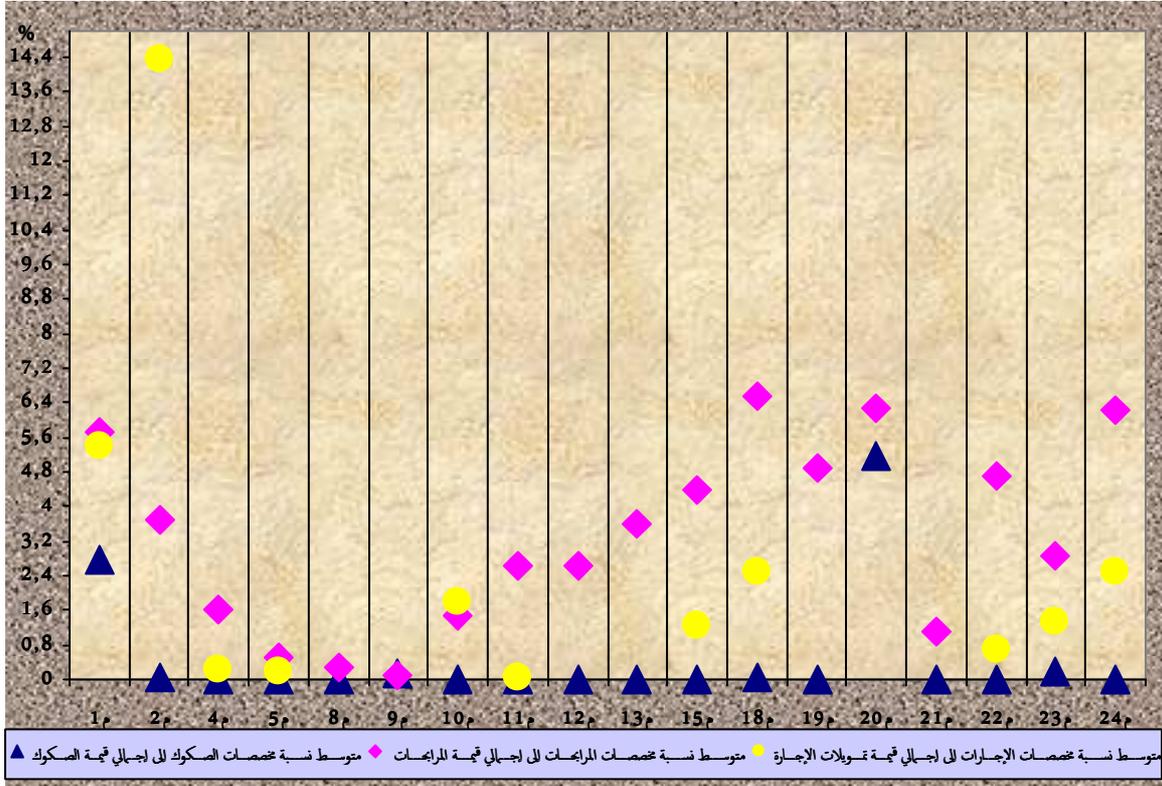
إنّ من الواضح بناءً على ما تمّهد أن بيان تدبّي عنصر المخاطرة في الصّكوك -إصداراً أو توظيفاً- إنّما يعتمد على بحث مدى تحقق وتحسّد العوامل المشار إليها على أرض الواقع، بيد أن ذلك أمرٌ يصعب في الحقيقية بحثه بشكلٍ مفصّل وتام لضيم البيانات وانقباضها لدى الكثير من المصارف قيد الدراسة والتقييم. ولذا سنعتمد في بيان تدبّي أو ارتفاع مستوى المخاطرة في الصّكوك - ومساهمتهما من ثمّ في تدنية أو رفع حجم المخاطر - بناءً على دراسة وتحليل مؤشّري نسبة المخاطر المرجّحة - متى تيسّر لنا ذلك - ونسبة المخصّصات. حيث يحمل ارتفاع النسبة دلالةً على ارتفاع حجم المخاطرة، بينما يدلّ تدبّيها على يُسر حجم الخطر فيها. وبطبيعة الحال سنحاول تبين مستوى المخاطرة من خلال المقارنة، وستنخذ المراجعة والإجارة كمعيارٍ وأساسٍ لذلك.

أخذاً بمؤشّر نسبة المخصّصات إلى إجمالي قيمة التوظيفات المحسّد تطوّر متوسطها في الشكل البياني أدناه نلاحظ أن متوسط نسبة المخصّصات المحدّدة للموارد المستثمرة في الصّكوك لدى جلّ المصارف هي أقلّ - بكثيرٍ في الغالب - مقارنة بمتوسط نسبة المخصّصات المحدّدة للموارد الموظفة بأسلوب المراجعة والإجارة، حيث لم تتجاوز النسبة المدروسة بالنسبة للصّكوك 0.2% في المتوسط لدى غالبية المصارف، في حين لم تنزل النسبة بالنسبة

الفصل الخامس: أثر عمليات التصكيك على تركيبة الاستثمار في المصارف الإسلامية

لأسلوب الإجارة عن 0.8% في المتوسط عند أكثر المصارف، وتجاوزت 1% عند 15 مصرفاً من أصل 18 مصرفاً بالنسبة لأسلوب المراجعة.

الشكل رقم 05-32: شكل يوضح متوسط نسبة المخصصات إلى إجمالي قيمة الاستثمار وفق كل من أسلوب الصكوك والمراجعة والإجارة لدى عينة المصارف الإسلامية محل الدراسة خلال الفترة 2004-2014



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على التقارير السنوية للمصارف المدروسة.

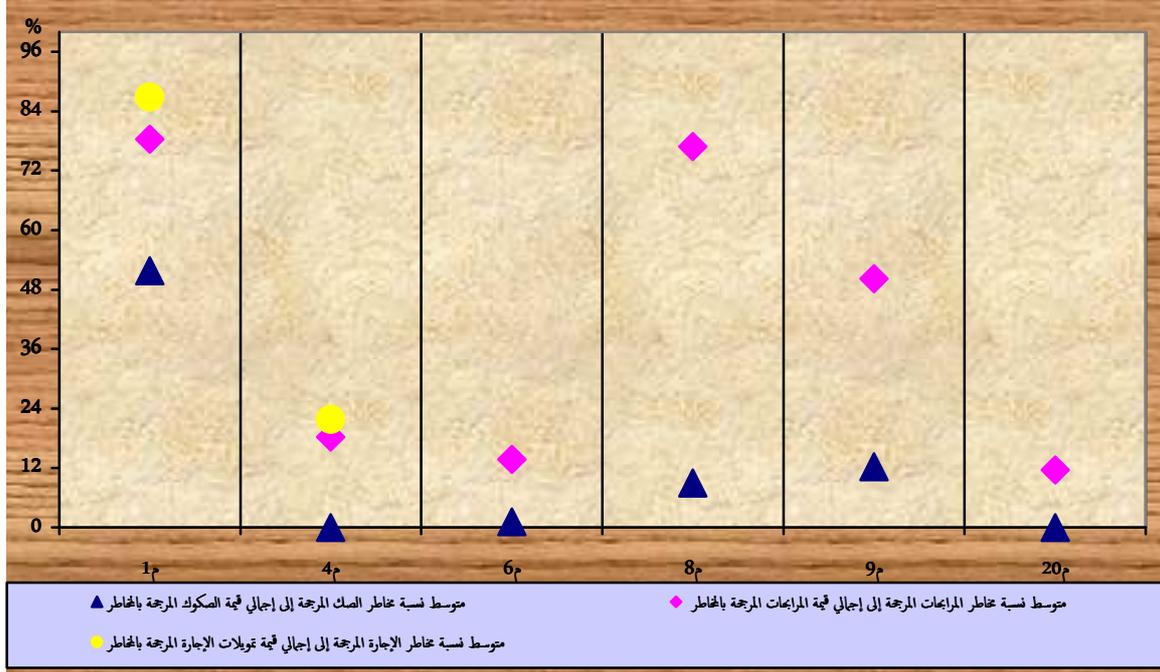
وبما أن عنصر المخصصات يحمل في طياته بيان حجم المخاطر التي تحملها الموارد الموظفة بأسلوب معين كما أشرنا سلفاً، فإنه ووفقاً للتطورات المشاهدة آنفاً تعتبر الصكوك أقل مخاطرة مقارنة بالإجارة والمراجعة على التوالي.

ويتأكد هذا من ناحية أخرى أيضاً بتحليل ودراسة مؤشر نسبة المخاطر المرجحة* - للصكوك والمراجعة والإجارة- إلى إجمالي قيمة الأصول المرجحة بالمخاطر. حيث نلاحظ بوضوح من خلال الشكل أدناه (مع الإقرار بشح الحالات لنقص البيانات في هذا الجانب) أن متوسط نسبة المخاطر المرجحة للصكوك دائماً أقل مقارنة بنسبة المخاطر المرجحة لكل من تمويل المراجعة والإجارة، ولكل المصارف المدروسة في هذا الجانب بالذات.

* للإشارة فإن قيمة المخاطر المرجحة، وكذا إجمالي قيمة الأصول المرجحة بالمخاطر لكل من الصكوك والمراجعة والإجارة مأخوذة مباشرة من التقارير السنوية للمصارف المدروسة.

الفصل الخامس: أثر عمليات التصكيك على تركيبة الاستثمار في المصارف الإسلامية

الشكل رقم 05-33: شكل يوضح متوسط نسبة المخاطر المرجحة إلى إجمالي قيمة الأصول المرجحة بالمخاطر لكلٍ من الصكوك والمراجحة والإجارة لدى عينة المصارف الإسلامية محل الدراسة خلال الفترة 2006-2014



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على التقارير السنوية للمصارف المدروسة.

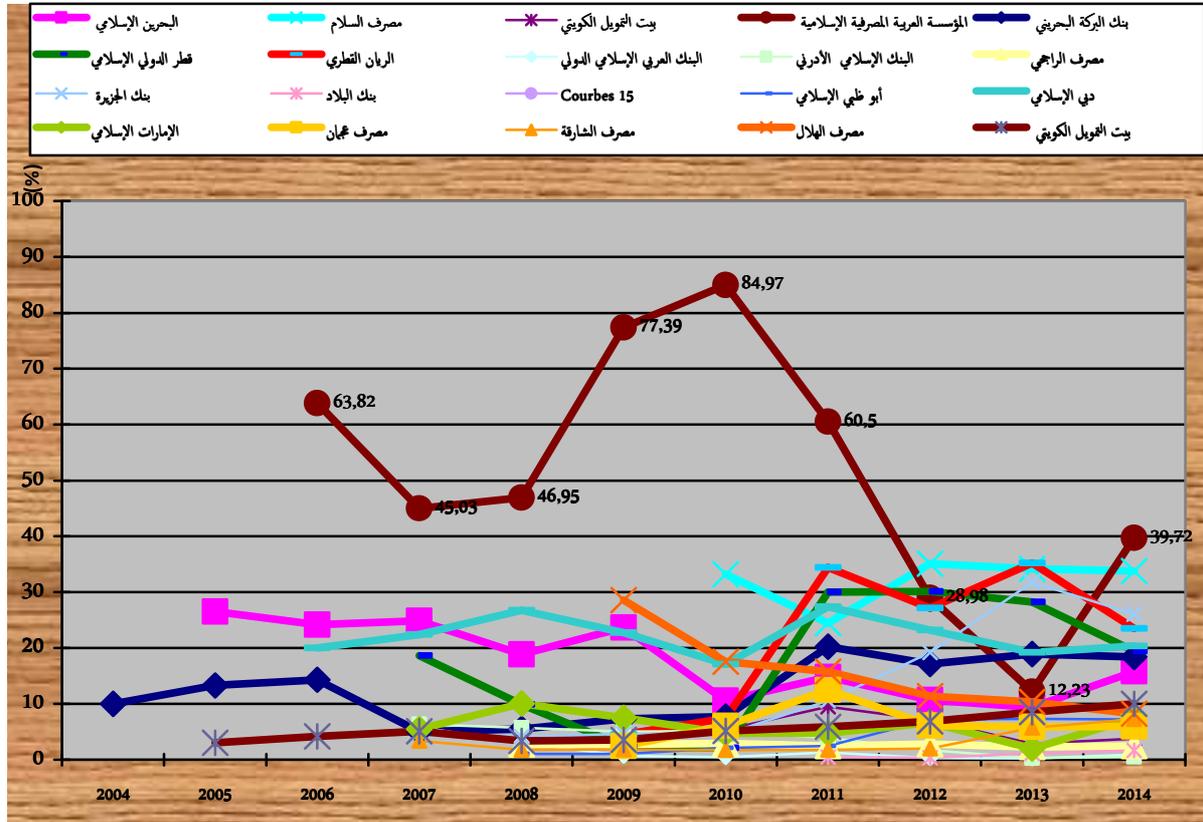
وبطبيعة الحال فإن انخفاض حجم المخاطر التي تتعرض لها الصكوك أمرٌ من شأنه أن يسهم في تدنية حجم المخاطر الكلية التي قد تواجه المصارف، وهذا يعني إمكانية تحقيق عوائد أكبر في حال توسيع حجم الموارد المستثمرة في الصكوك مقارنة بأسلوب المراجحة والإجارة. ويظهر هذا بشيءٍ من الوضوح من خلال الشكل البياني أدناه، والذي يعطينا صورة عن حجم المخاطرة التي يمكن أن تتجنبها المصارف باستثمارها وتوظيفها لجزءٍ من مواردها في صكوك بدلاً من توظيفها وفق أسلوب المراجحة أو الإجارة بشكلٍ أساسي. حيث لاحظنا أن ما يقارب 11% من المشاهدات تجاوز فيها حجم مساهمة الصكوك في تحجيم حجم المخاطر 30%- ظهر ذلك بشكلٍ كبير في المؤسسة العربية المصرفية الإسلامية-، وأن ما يقارب 13% و 16% من المشاهدات انحصر فيها حجم إسهام تلك الأخيرة في تقليص حجم المخاطر ما بين 20% و 30%، وما بين 10% و 20% على التوالي. في حين لم يتعدّ معدّل مساهمة الصكوك في تخفيض حجم المخاطرة المتأثية من المراجحة والإجارة بشكلٍ خاص 10% بالنسبة لباقي المشاهدات (ما يعادل 61% من إجمالي المشاهدات).

وبالحديث عن أكثر المصارف استفادة في هذا الجانب، فإنه وبناءً على المتوسطات العامة ثمة ثلاث مصارف تعدّى فيها حجم اسهام الصكوك في تقليص المخاطر 30% طوال فترة الدراسة، ويتعلّق الأمر بكلٍ من المؤسسة العربية المصرفية الإسلامية، مصرف الإثمار ومصرف الريان القطري. وثمة 6 مصارف تراوح حجم مساهمة الصكوك في تدنية الحجم العام للمخاطرة ما بين 12.5% و 30%، وأمّا بالنسبة لباقي المصارف فإن أهمية الصكوك في تحجيم المخاطر كانت أقلّ بالمقارنة، حيث لم تتجاوز 10%. ومع أنها قد تبدو نسبةً محدودة فإنها في نظرنا مهمة

الفصل الخامس: أثر عمليات التصكيك على تركيبة الاستثمار في المصارف الإسلامية

لأنها كانت لتكون محل خطرٍ أو تعثرٍ لو تمَّ توظيفها وفق أسلوب المراجحة أو الإجارة، ومن ثمَّ فهي تعتبر بمثابة مكسب أو مغنم للمصرف.

الشكل رقم 05-34: تطوّر معدّل مساهمة الصّكوك في تحجيم مستوى المخاطرة لدى عيّنة المصارف الإسلاميّة محلّ التّراسة خلال الفترة 2004-2014



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على التقارير السنوية للمصارف المدروسة.

على ضوء ما سبق بيانه، فإنّه يتأكّد لنا أن الصّكوك تعتبر فعلاً أسلوباً استثمارياً ذو مخاطر قليلة مقارنة مع غيره من الأساليب، وبأن التوسّع في استخدامها كسبيل لتوظيف الموارد يُساهم بشكلٍ إيجابي في تحجيم وامتصاص جزءٍ معتبرٍ من المخاطر الكليّة- وقد يكون مهمّاً كما كان الحال في إحدى المصارف حيث وصل حجم المخاطر التي امتصّتها الصّكوك إلى 51%-. ومن ثمَّ فإنَّ أخذ المصرفية الإسلاميّة بما (أي الصّكوك) في توظيفاتها واستثماراتها سيقودها نحو تعظيم مكاسبها من ناحية- فانخفاض حجم المخاطرة يعني في المقابل ارتفاع حجم العائد-، وسيساعدتها على تصويب مسارها (ونقصد بذلك توسيع حجم الاستثمار طويل الأجل) من جانب آخر. وتحقيق ذلك بشكلٍ إيجابي وملحوظ يقتضي منها تخصيص المزيد من الموارد، بل والاتّجاه نحو إعادة توجيه جزءٍ من تلك الموارد المقيّدة تحت بند المراجحات ونحو ذلك من الأساليب المشابهة لهذه الأخيرة.

رابعاً: تقييم أثر نشاط الاستثمار في الصّكوك على إجمالي العائد

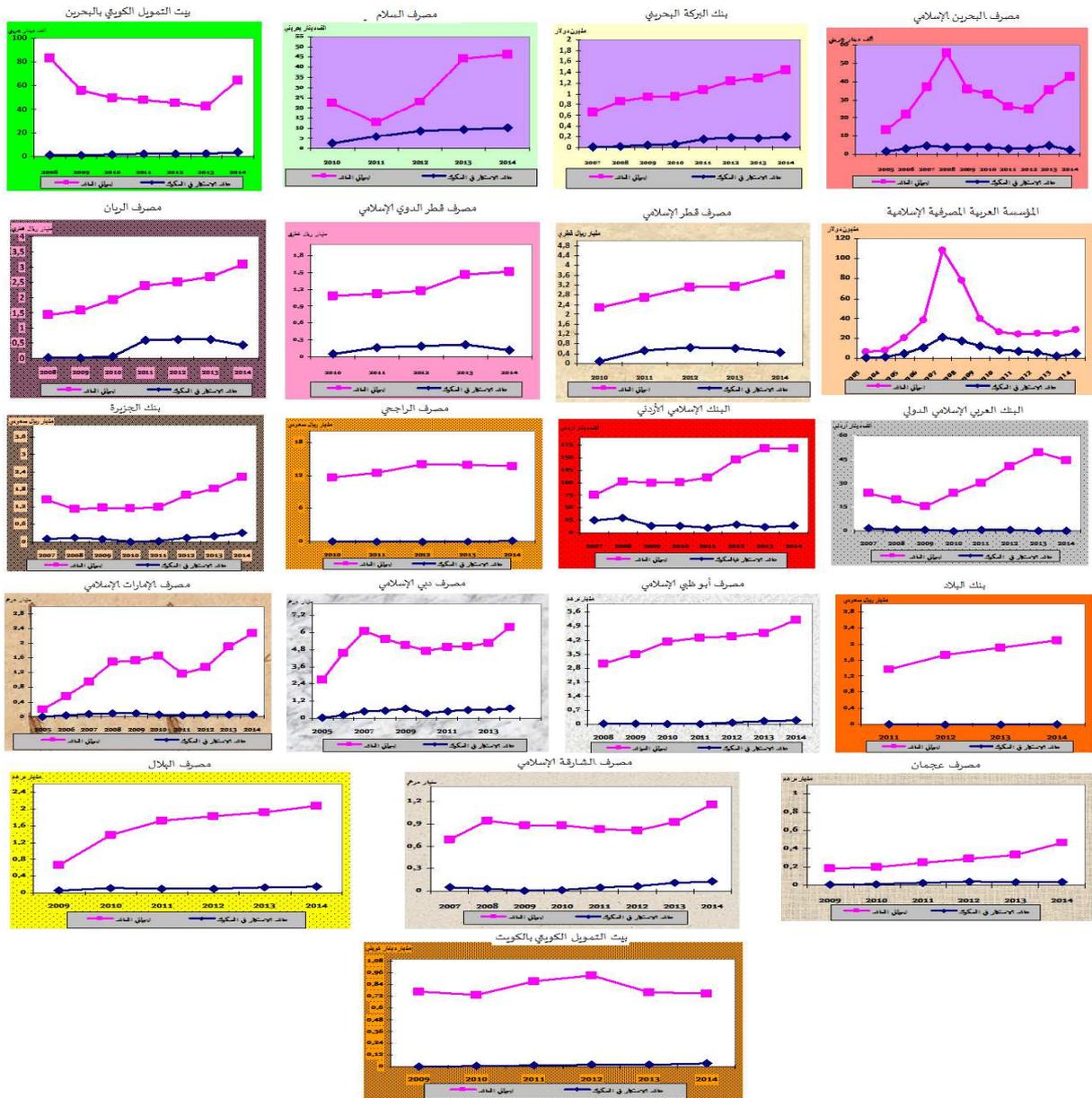
إن بيان أهميّة الصّكوك في تحقيق الأرباح في حالتنا هذه يعتمد في نظرنا على دراسة وتحليل ثلاث مؤشّرات أساسيّة وهي: اتّجاه حركة إجمالي العائد وحركة عائد الصّكوك، مؤشّر نسبة عائد الصّكوك إلى إجمالي

الفصل الخامس: أثر عمليات التصكيك على تركيبة الاستثمار في المصارف الإسلامية

إجمالي عائد المصرف، ومؤشر عائد الصّكوك مقارنة بعائد المرجحة والإجارة.

➤ اتجاه حركة إجمالي العائد وحركة عائد الصّكوك: وهو مؤشر تمهيدي يدعم كثيراً المؤشر الثاني، إذ يعطينا صورة ظاهرية عما إذا كان عائد الصّكوك يسهم في دعم المستوى العام للعائد أم لا. حيث يعكس اتجاههما في مسار واحد وجود وتحقق ذلك الدعم، في حين يُشير اختلاف مسارهما إلى ضعف العلاقة بينهما. بغضّ النظر عن مدى التوافق في قوّة حركة الاتجاه (سواء كان سلبياً أم إيجابياً) فإنه يمكن القول عموماً- بناءً على الملاحظة الظاهرية للشكل البياني أدناه- أن ثمة علاقة مهمّة بين عائد الصّكوك والعائد الإجمالي، حيث أن ما يقارب 69% من المشاهدات حصل فيها توافق بين حركة المتغيّرين.

الشكل رقم 05- 35: شكل يوضح تطوّر حركتي إجمالي العائد وعائد الصّكوك لدى عينة المصارف الإسلامية محلّ الدراسة خلال الفترة 2004- 2014



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على التقارير السنوية للمصارف المدروسة.

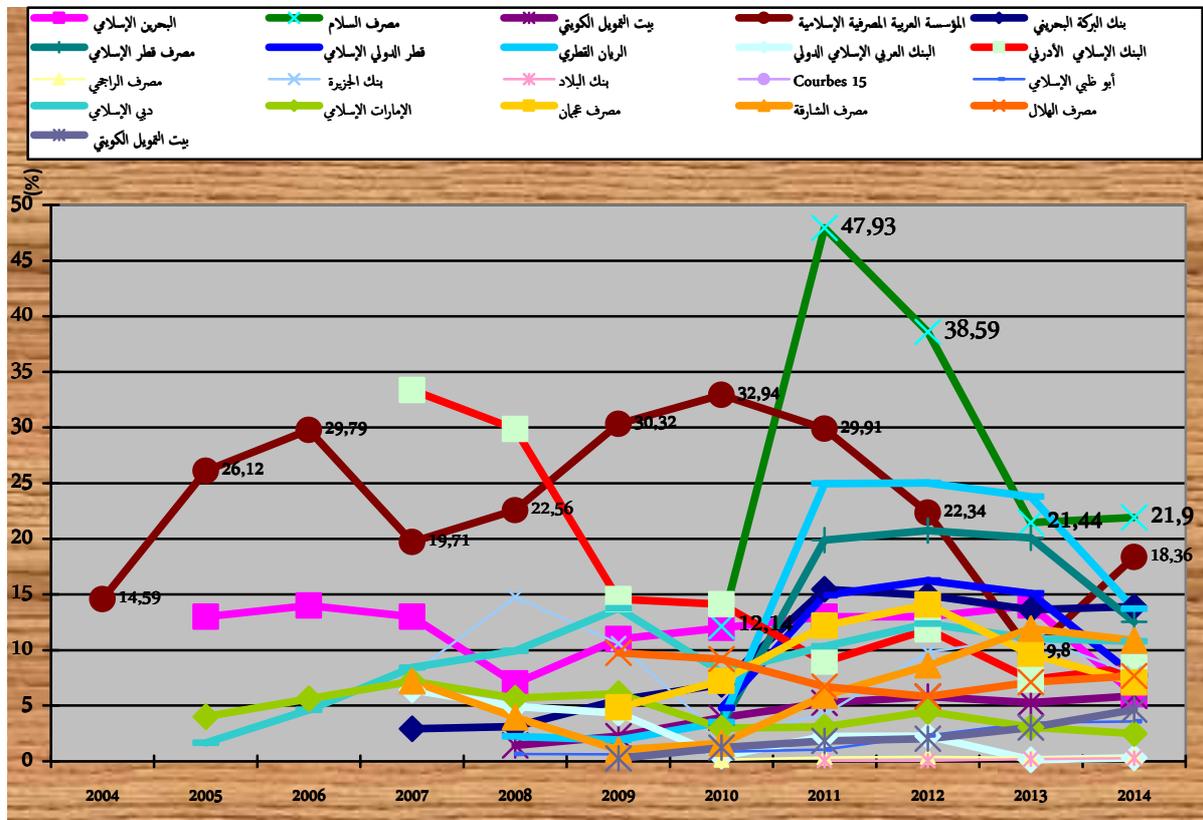
الفصل الخامس: أثر عمليات التصكيك على تركيبة الاستثمار في المصارف الإسلامية

وكان ذلك التوافق تاماً لدى مصرف أبو ظبي الإسلامي، وشبه تام (ما يفوق 75% من المشاهدات) لدى 8 مصارف من أصل 19، وأقل أهمية مقارنة بما سبق (ما يفوق 60% من المشاهدات) لدى 7 مصارف.

● مؤشّر نسبة عائد الصّكوك إلى إجمالي العوائد: لكن كان التوافق المشاهد آنفاً بين حركتي العائد الإجمالي وعائد الصّكوك يحمل دلالة على وجود علاقة بين الطرفين، فإن ذلك في الحقيقة لا يعكس وبشكل واضح مدى أو حجم التأثير الذي يحدثه عائد الصّكوك على إجمالي العائد، أو بمعنى آخر حجم اسهامه في تشكيل أو تكوين الرّبح. وإتّما يعتمد بيان ذلك في نظرنا وبشكل كبير على مؤشّر نسبة عائد الصك إلى إجمالي العائد، حيث يدلّ ارتفاع هذه النسبة على أهمية عائد الصّكوك في تكوين جانب الرّبح العام، في حين يشير تدنّيها إلى عكس ذلك.

الشكل رقم 05-36: تطوّر نسبة عائد الصّكوك إلى إجمالي العائد لدى عيّنة المصارف الإسلامية محل الدّراسة خلال

الفترة 2004-2014



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على التقارير السنوية للمصارف المدروسة.

يقودنا الفحص الدقيق لتطوّرات النسبة المدروسة التي يصوّرها الشكل البياني أعلاه إلى القول بأن ثمة اسهاماً محدوداً للغاية للعائد الناتج عن الاستثمار في الصّكوك في دعم مستوى العائد المصرفي العام، إذ لم نجد ضمن إجمالي المشاهدات محلّ الفحص سوى 12.5% منها تجاوز فيها حجم مساهمة الصّكوك في تكوين جانب الأرباح 20% وانحصر ذلك في 6 مصارف وبشكلٍ مُنقطع. وبمستوى اسهام أقلّ أهمية تراوح بين 10% و20% وجدنا فقط 26% من إجمالي المشاهدات ما يعبر عن ذلك. أمّا بخصوص باقي المشاهدات (61.5%) فإنها كانت أكثر تعبيراً عن الضّعف والمحدودية التي أشرنا لها آنفاً، حيث لم يتعدّ حجم مساهمة عوائد الموارد

الفصل الخامس: أثر عمليات التصكيك على تركيبة الاستثمار في المصارف الإسلامية

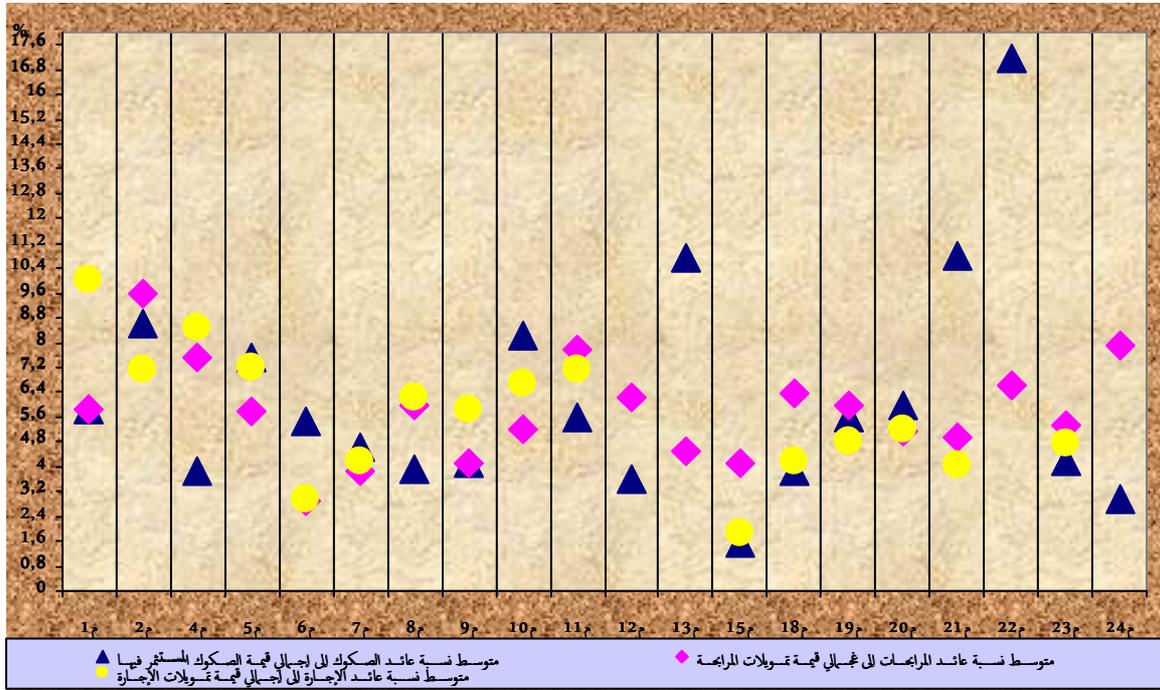
المستثمرة في الصّكوك في تشكيل إجمالي العائد لدى المصارف محل الدّراسة 10%، بل وكانت أقرب إلى مستوى الصفر عند البعض منها (خاصة مصرف البلاد السعودي).

وبطبيعة الحال فإن الضّعف الملاحظ قد لا نجد له تبريراً أقوى من القلّة الملموسة في الموارد المخصّصة للاستثمار في الصّكوك، فقد رأينا سابقاً أنّها لم تتجاوز 4% من إجمالي الموارد عند أغلب المصارف محل التقييم. وهذا ما يدعم في الحقيقة وجهة نظرنا بخصوص قدرة الصّكوك على تحقيق عوائد مجزية، فحتى مع محدودية حجم الموارد المستثمرة من خلالها استطاع هذا الأسلوب أن يدعم إجمالي عوائد المصرف بمعدّل أقلّ ما يقال عنه أنه مقبول.

➤ **مؤشّر عائد الصّكوك مقارنة بعائد المراجعة والإجارة:** إن الاعتماد على المؤشّرين السابقين قد لا يكفي في الحقيقية للفصل بشكلٍ دقيق في فعالية الصّكوك في تحقيق العائد المجزي، ذلك أن المصارف قد تلوذ في تنفيذ استثماراتها بعددٍ آخر من الأساليب تساهم هي الأخرى في تشكيل جانب الرّبح العام، وقد يكون منها من هو أكثر اسهاماً وتأثيراً في ذلك مقارنة بالصّكوك. ومن ثمّ فإن الحكم على فعالية هذه الأخيرة بمعزل عن تلك الأساليب لن يكون واقعياً ولا حقيقياً.

ولذا فإن اعتماد مؤشّر المقارنة بالإضافة إلى المؤشّرين السابقين قد يخدم أكثر هدفنا نحو تقييم أثر نشاط الاستثمار في الصّكوك على المستوى العام للعائد، باعتباره يُعطينا صورة واضحة عن أحسن الأساليب إدراكاً للدّخل، وبالتالي أكثرها أثراً إيجابياً في تكوين إجمالي العائد.

الشكل رقم 05-37: شكل يوضّح متوسط نسبة عائد كل من الصّكوك والمراجعة والإجارة إلى إجمالي قيمة الموارد المستثمرة من خلالها لدى عينة المصارف الإسلامية محل الدّراسة خلال الفترة 2004-2014



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على التقارير السنوية للمصارف المدروسة.

الفصل الخامس: أثر عمليات التصكيك على تركيبة الاستثمار في المصارف الإسلامية

بناءً على المشاهدة الظاهرية للتطورات المصوّرة في الشكل البياني أعلاه فإن من المستساغ القول بأن ثمة محدودية في أهمية الصّكوك كأحسن الأساليب توليداً للدّخل، إذ لا نجد ضمن إجمالي المصارف المقيّمة - وعددها 20 - سوى 8 مصارف فاق فيها الدّخل الناتج عن الاستثمار الصّكوك العائد المتولّد عن تمويلات المراجعة والإجارة، وبنسبة بسيطة أحياناً. وعلى وجه التدقيق، فإنّه وبناءً على تحليل التطوّرات السنوية لعوائد الأساليب الثلاثة نجد أن 36% فقط من إجمالي المشاهدات تجاوز فيها عائد الصّكوك عائد المراجعة، وأن ما يقارب 45% فقط من مجموع المشاهدات تعدّى فيها حجم عائد الصّكوك عائد تمويلات الإجارة، وأما المشاهدات التي فاق فيها عائد الصّكوك عائد المراجعة والإجارة معاً فلم تتعدّ 31.5% من الجمل. وبطبيعة الحال فإن تلك النّسب بما تحمله من ضعف تعبّر بوضوح عن المحدودية التي أشرنا إليها بداية. وغنيّ عن البيان أن في ضعف عائد الصّكوك مقارنة بعائد المراجعة والإجارة إشارة صريحة على ضعف أهميتها في تكوين وتشكيل جانب الرّبح لدى المصارف محلّ المعاينة. غير أن ذلك لا يعني أننا ندحض ما ذهبنا إلى بيانه وإثباته حول كون الصّكوك أكثر وأحسن الأساليب الاستثمارية توليداً للدّخل، وإتّما مازلنا نقبل بذلك، ونبرّر الضّعف الملحوظ في حالتنا هذه بقلة ومحدودية الموارد المتاحة للتوظيف من خلالها - فلو قمنا برفع حجم التوظيفات في الصّكوك إلى مستوى حجم الموارد الموظّفة في شكل مراجعات لوجدنا أن الصّكوك تحقّق مستوى مقارب لمستوى العائد المحقّق من خلال توظيفات المراجعة (وهذا بافتراض ثبات مستوى عائد الحجم الأولي للموارد المستثمرة في الصّكوك) - وقد نستدلّ على قبولنا بأهمية الصّكوك في تحقيق عوائد مجزية بمصرف الشّارقة، حيث نلاحظ لهذا الأخير اعتماداً كبيراً على الصّكوك في توظيفاته الاستثمارية (أنظر الشكل رقم 29)، ونجد أن هذه الأخيرة قد حقّقت له عائداً أعلى مقارنة بعائد المراجعة (أنظر الشكل أعلاه)، ويستوي في ذلك بدرجة أقلّ حال المؤسسة العربية المصرفية الإسلامية. وقد يدفعنا هذا الاستدلال إلى القول بأن توسّع المصرفية الإسلامية في الأخذ بالصّكوك في توظيف مواردها المالية قد يدعم وبشكل كبير مستوى عائدها الإجمالي. هذا، ونشير قبل الختام أنه إذا كان التوظيف من خلال الصّكوك يحقّق للمصارف مستوى عائد مقارب لما تحقّقه توظيفات المراجعة والإجارة (وهو الذي لمسنه من خلال التحليل) فإنّه من باب أولى أن تُقدّم الصّكوك عليهما، لأنّها الأسلوب الذي يضمن للمصارف إحداث تغيير في تركيبة النّشاط الاستثماري لصالح الشّكل الاستثماري التنموي (الحقيقي).

خامساً: تقييم المساهمة العملية للاستثمار في الصّكوك في دفع المصارف الإسلامية نحو الاستثمار في السّوق الماليّة

ويأتي الحديث عن السّوق المالية هنا اعتباراً من أهميتها البالغة في الدّفع بالمصارف الإسلامية نحو توسيع دائرة نشاطها الاستثماري طويل الأجل، وذلك من خلال مساهمتها الفاعلة في تهيئة العوامل المساعدة على تحقيق ذلك التوسّع خاصّة ما تعلق بتوفير الموارد المالية الملائمة كماً ونوعاً، وإيجاد منافذ استثمارية حقيقية، مع إتاحة الفرصة لتسييلها وتداولها بيسرٍ وسهولة. وبطبيعة الحال فإن التأسيس للأمرين معاً - أي بناء السّوق والاستفادة منها في تنشيط جانب الاستثمار طويل الأجل لدى المصارف - لا يتمّ إلاّ من خلال أدوات تستوفي من

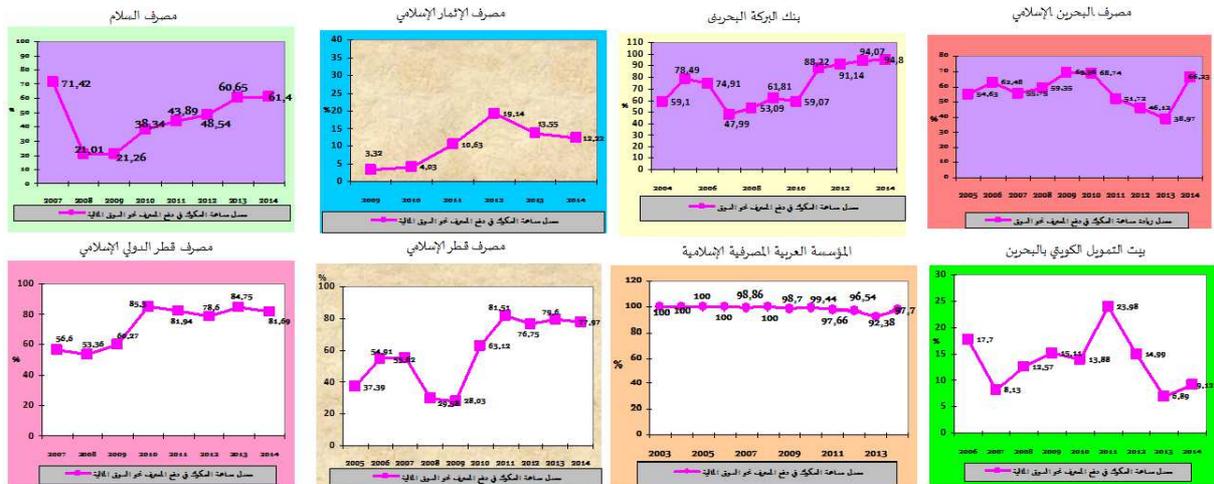
الفصل الخامس: أثر عمليات التصكيك على تركيبة الاستثمار في المصارف الإسلامية

الخصائص والسّمات ما يؤهل لتحقيق ذلك، وقد انتهينا في الفصل السابق بناءً على عرض عددٍ من الحجج إلى تأكيد أفضلية التصكيك في هذا المجال.

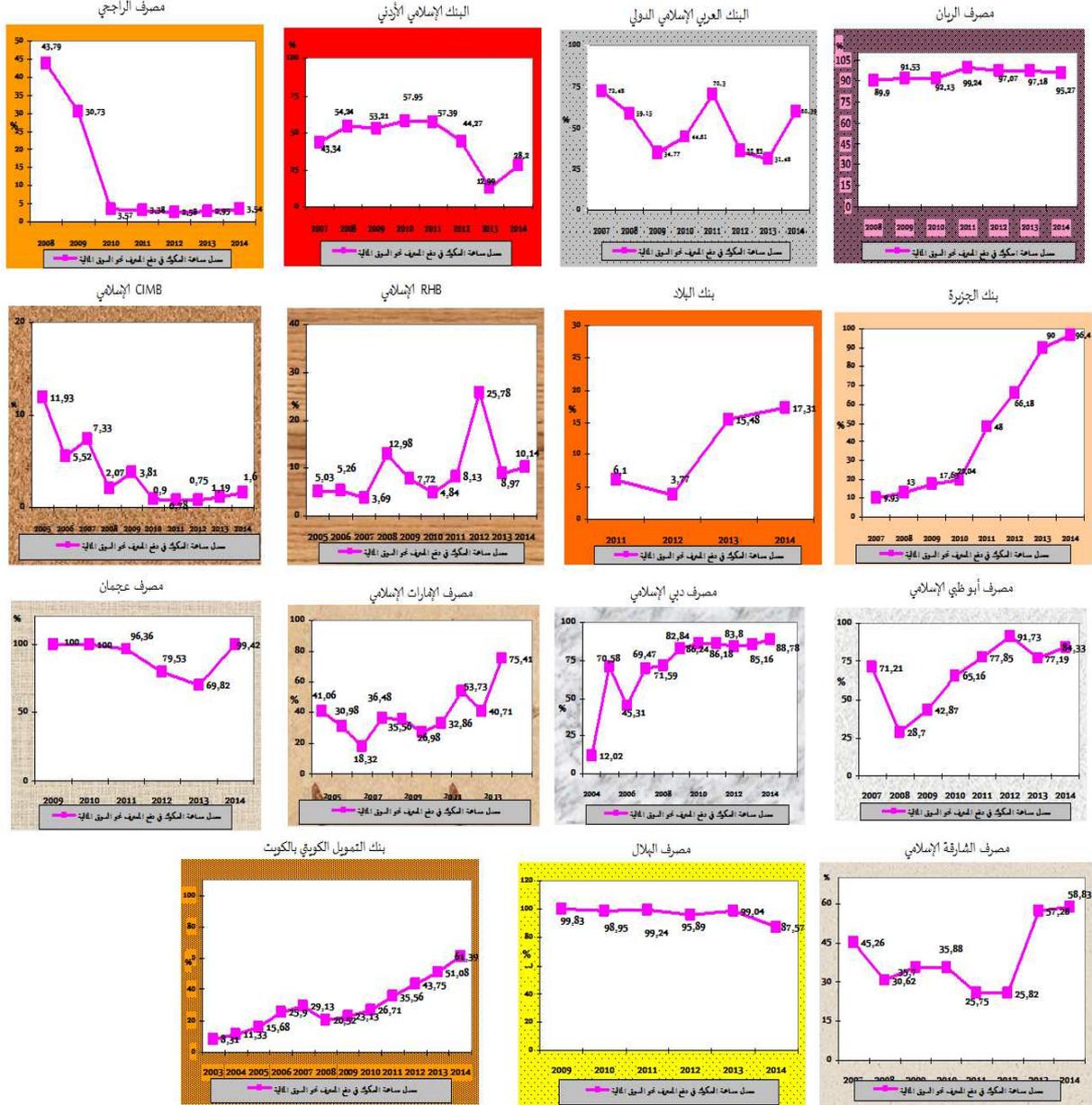
فأما عن مدى أهمية الصّكوك في التأسيس لسوق مالية إسلامية، فإنه وإن كنّا على قناعة بأنها قد ساهمت بشكلٍ أو بآخر في دعم وتقوية جانبي العرض والطلب، سواء بتعزيزها لتشكيلة الأدوات المتاحة للاستثمار - فقد رأينا في تحليلنا لسوق الصّكوك الأولية ذلك التنوّع الكبير في هياكل الصّكوك المصدرة - وتوسيعها للتسيج المؤسّساتي الفاعل في السّوق (من مصارف إسلامية وتقليدية، ومدراء أصول وشركات استثمار... الخ، كما سبق ورأينا في التحليل السابق لسوق الصّكوك)، لا يمكننا تقدير ذلك الأثر بشكلٍ دقيق بسبب نقص المعلومات حول السّوق المالية الإسلامية ورسالتها.

وأما عن مساهمة الصّكوك في دفع المصارف الإسلامية محل التقييم نحو الاستثمار في السّوق المالية - بغضّ النّظر عمّا إذا كانت إسلامية أو تقليدية - والإفادة منها في تنشيط جانب الاستثمار طويل الأجل، فإنها كانت محدودة للغاية في جانب جذب وتوفير الموارد المالية الملائمة كشرطٍ أساسي لتنشيط حركة الاستثمار طويل الأجل وتوسيع دائرته، وذلك بسبب ضعف ومحدودية نشاط الإصدار (كمّاً وعددًا) لدى تلك المصارف كما سبق ورأينا. وأمّا في جانب إيجاد منافذ لاستثمار الموارد المالية في السّوق المالية (بقطع النظر عن كونه توظيفاً طويل الأمد أو قصير الأجل) فيبدو أن إسهام الصّكوك في ذلك قد كان مُهمّاً للغاية، ويتّضح ذلك بالملاحظة الأولية للشكل أدناه، ويتجلى أكثر بالفحص الدقيق للمشاهدات، حيث نجد بناءً على ذلك الفحص أن ما يقارب 25% من المشاهدات فاقت فيها نسبة مساهمة الصّكوك في دفع المصارف نحو الاستثمار في السّوق المالية 80%، أي أن 80% من المعاملات الاستثمارية التي أجريت في السّوق المالية تمّت من خلال الصّكوك فقط أمّا 20% المتبقية فتّمّت بواسطة الأسهم ونحو ذلك من أدوات الاستثمار الإسلامية.

الشكل رقم 05-38: شكل يوضح معدل مساهمة الصّكوك في دفع المصارف الإسلامية نحو الاستثمار في السّوق المالية لدى عينة المصارف محل التّراسة خلال الفترة 2004-2014



الفصل الخامس: أثر عمليات التصكيك على تركيبة الاستثمار في المصارف الإسلامية



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على التقارير السنوية للمصارف المدروسة.

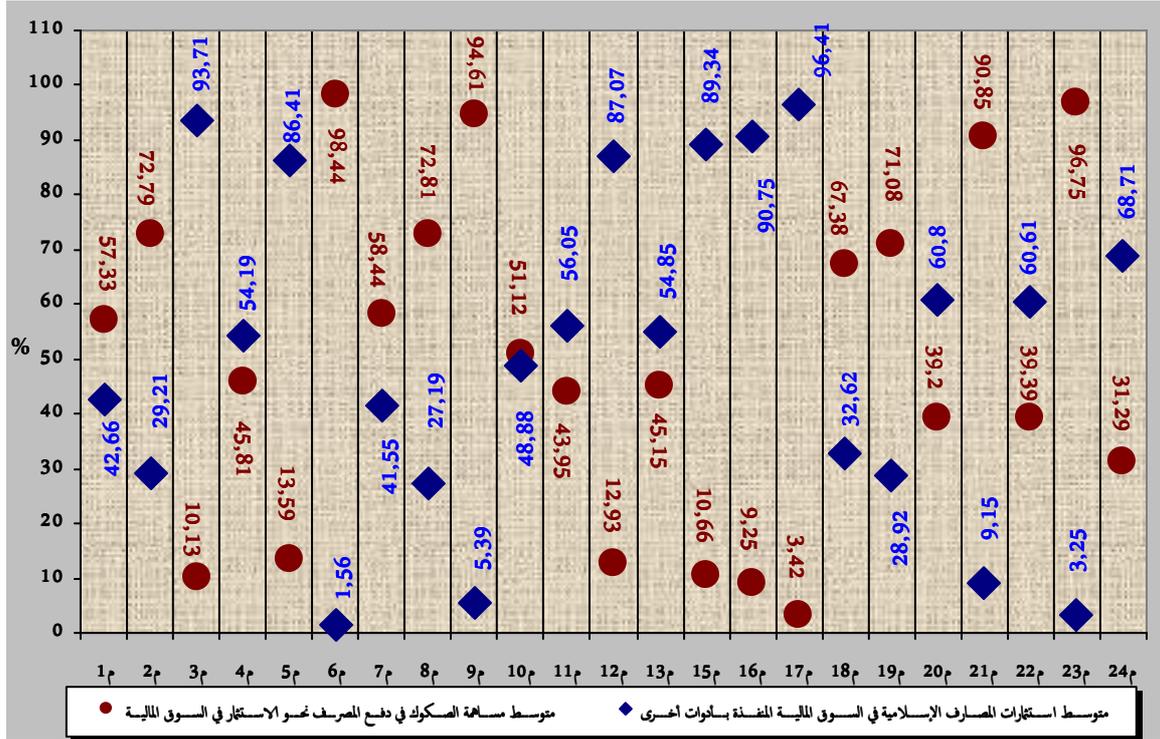
كما نجد بناءً على ذلك الفحص أن 51% من مجمل المشاهدات فاق فيها إسهام الصكوك في خلق فرص استثمارية على مستوى الأسواق المالية 50%. أما بخصوص باقي المشاهدات، فإنه وإن كان دور الصكوك كقناة ربط وأداة لخلق تفاعل بين السوق المالية والمصارف الإسلامية أقل أهمية بالمقارنة بالمشاهدات السابقة، فإن إسهامها في ذلك لم يقل عن معدل 25% في 27% من أصل 49% من باقي المشاهدات.

وبالحديث عن المصارف التي ظهر فيه تأثير أكثر أهمية للصكوك، فإنه وفقاً لمؤشر المتوسطات العامة ثمة 7 مصارف من أصل 23 مصرفاً، تجاوز فيها متوسط مساهمة الصكوك في توظيف الموارد بالسوق المالية 70% و 4 مصارف تراوح فيها متوسط المساهمة بين 51% و 69% - أنظر الشكل أدناه-. وفي المقابل فإن ثمة 6 مصارف من المجمل كان فيها معدل المساهمة ضعيفاً للغاية، وبشكل خاص بمصرفي CIMB و RHB

الفصل الخامس: أثر عمليات التصكيك على تركيبة الاستثمار في المصارف الإسلامية

الإسلاميين حيث لم يتعدَّ 10% في المتوسط، وفي نظرنا فإن ذلك قد يفسّر بتنوّع الأدوات والخيارات المتاحة للمصارف الإسلامية بالسوق المالية الماليزية، وذلك على غرار بعض المصارف الإسلامية الخليجية (كمصرف الإثمار الإسلامي وبنك البلاد السعودي) التي قد يفسّر ضعف مساهمة الصّكوك في الدّفع بها نحو الاستثمار بالأسواق المالية بقلّة فرص الاكتتاب لمحدودية وندرة الإصدارات.

الشكل رقم 05-39: شكل يوضّح متوسط معدّل مساهمة الصّكوك في دفع المصارف الإسلامية نحو الاستثمار في السوق المالية لدى عيّنة المصارف محلّ الدراسة خلال الفترة 2004-2014



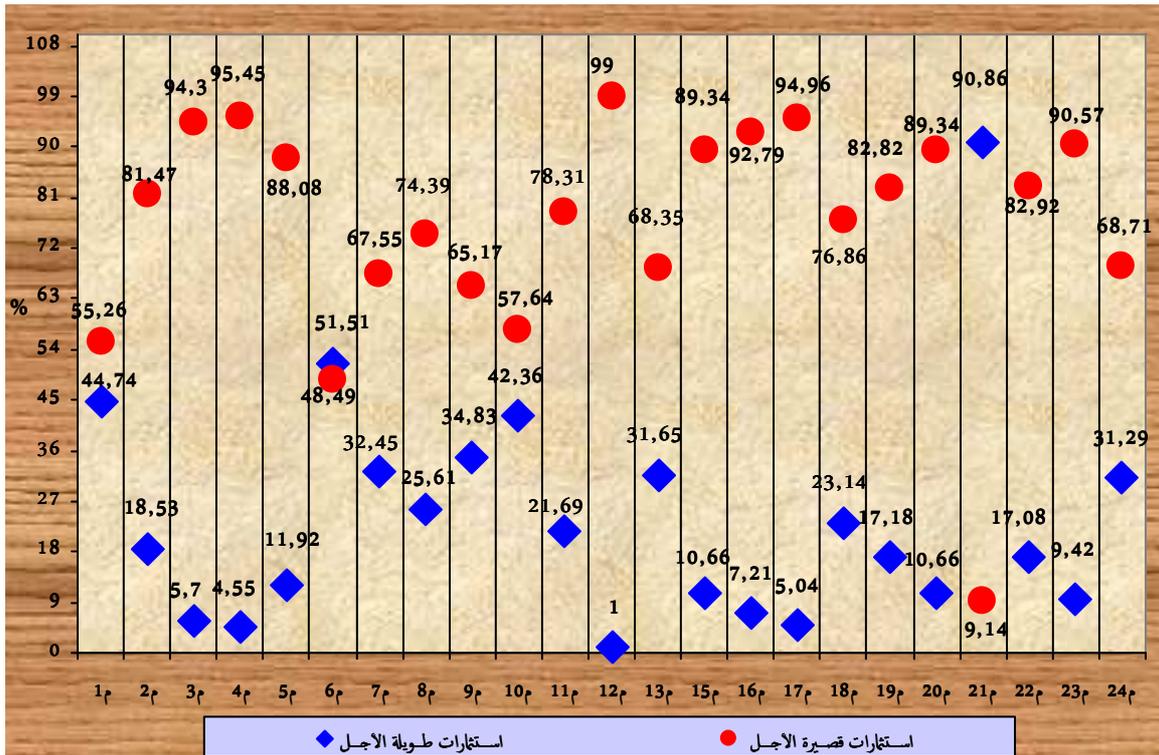
المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على التقارير السنوية للمصارف المدروسة.

وبالالتفات إلى مسألة مدى أهمية الصّكوك في تمكين المصارف الإسلامية من الاستفادة من السّوق المالية في تنشيط حركة الاستثمار طويل الأمد، فإنه وبناءً على تحليلنا للتوظيفات التي تمّت من خلال الصّكوك من ناحية الأمد يمكن القول عموماً أن إسهام الصّكوك في ذلك قد تراوح بين الأهمية الكبيرة والضعف المحسوس، مع غلبة هذا الأخير إلى حدٍ ما. وعلى نحوٍ من التفصيل، وبالفحص الدقيق للملاحظات وجدنا أن ما يقارب 12% من مجمل الملاحظات فاقت فيها مساهمة الصّكوك في تمكين المصارف الإسلامية من الحصول على فرص استثمارية طويلة الأجل من السّوق المالية (تحديداً) نسبة 60% (بشكلٍ دقيق تبين معدّل المساهمة بين 60% و100%) - من مجمل استثمارات المصارف المالية-، وهي فرص كان لها أثرٌ إيجابي في دعم النّشاط الاستثماري طويل الأمد للمصارف الإسلامية محلّ التقييم، حيث أنّها ساهمت في تشكيل هذا الأخير بنسبة 67.3% في المتوسط. وبمستوى تأثير وأهمية أقلّ مقارنة بما سبق وجدنا ما يقارب 5% من الملاحظات تبين فيها إسهام الصّكوك في تحقيق الترابط بين الكيانين بما في ذلك دعم النّشاط الاستثماري طويل الأمد، بين 50% و60% (كان للمنفذ

الفصل الخامس: أثر عمليات التصكيك على تركيبة الاستثمار في المصارف الإسلامية

الاستثمارية التي أوجدتها السوق المالية دوراً في تشكيل 60% في المتوسط من النشاط الاستثماري طويل الأجل). وبمستوى تأثير انحصر بين 30% و50% وجدنا 15% من إجمالي المشاهدات ما يحمل تعبيراً عن ذلك. وعلى غرار هذا الدور الإيجابي المهم للموسم للصكوك في تحقيق الترابط ومن ثمّ الإفادة في تفعيل حركة النشاط الاستثماري طويل الأجل لدى المصارف، فإن ذلك الدور - في جانبه الأول - تميّز بنوع من الضعف (ومال إلى الغلبة)، حيث وجدنا بتتبع تطوّر نسبة الاستثمار في الصكوك (ذات الأجل الطويل بالأخص) إلى مجمل الاستثمارات في السوق المالية أن ما يقارب 59% من مجمل المشاهدات لم تتعدّ فيها مساهمة الصكوك في تحصيل المصارف الإسلامية لفرص استثمارية طويلة الأجل من السوق المالية نسبة 20%، وهي نسبة وإن كانت ضعيفة فإن دورها في تشكيل أو تكوين جانب الاستثمار طويل الأجل لدى المصارف الإسلامية محل الدراسة كان مُعتبراً للغاية، فهي ساهمت في بناء 35% في المتوسط من مجمل الاستثمار طويل الأمد الذي قامت به تلك المصارف. وإن دلّ هذا على شأن فإنه يدلّ على الفعالية الكبيرة للصكوك في تنشيط حركة الاستثمار طويل المدى بالمصارف الإسلامية.

الشكل رقم 05-40: شكل يوضح متوسط مساهمة السوق المالية في إيجاد منافذ استثمارية قصيرة وطويلة الأجل للمصارف الإسلامية- محل الدراسة- من خلال الاستثمار في الصكوك خلال الفترة 2004-2014



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على التقارير السنوية للمصارف المدروسة.

وبالانتقال إلى الحديث عن أكثر المصارف استفادة من دور الصكوك في إيجاد تفاعل بين السوق المالية والمصارف والإفادة من ذلك في تنشيط حركة الاستثمار طويل الأجل باقتناص الفرص الاستثمارية الحقيقية التي تستوعبها تلك السوق، فإنّه واعتماداً على المتوسطات العامة لنسبة إجمالي الموارد المستثمرة في صكوك إلى إجمالي

الفصل الخامس: أثر عمليات التصكيك على تركيبة الاستثمار في المصارف الإسلامية

الاستثمارات المالية (أنظر الشكل أعلاه) نمت 4 مصارف كان للسوق المالية دورٌ مهمٌ للغاية في دعم نشاطها الاستثماري طويل الأجل بفرص استثمارية طويلة الأمد - ساهمت في إيجادها الصّكوك -، ويتعلّق الأمر بمصرف البحرين الإسلامي المؤسّسة العربية المصرفية الإسلامية، البنك العربي الإسلامي الدولي ومصرف عجمان. وعلى نحو من الدقّة، تباين حجم مساهمة السوق المالية في توليد فرص استثمارية طويلة الأجل لتلك المصارف بين 43% و 91% من مجمل الاستثمارات المالية لهذه الأخيرة، وقد ساهم هذا في تشكيل جانبٍ كبيرٍ للغاية من الاستثمارات طويلة الأجل، وظهر ذلك بشكلٍ بارزٍ جداً لدى المؤسّسة العربية المصرفية الإسلامية والبنك العربي الإسلامي الدولي، حيث كانت السوق المالية المصدر الأساسي لجلّ استثماراتها طويلة الأجل (أنظر الشكل رقم 30). وبمستوى استفادة أقلّ أهميّة مقارنة بالمصارف السابقة، تمّ رصد أربعة مصارف أخرى ساهمت السوق المالية في دعم نشاطها بفرص استثمارية طويلة الأجل بنسب تراوحت بين 31% و 35%، وهي نسب وإن كانت بسيطة فإن أثرها على حجم الاستثمار طويل الأجل بالمصارف المعنية كان قوياً للغاية، إذ أنها ساهمت في تشكيل ما لا يقلّ عن 58% في المتوسط من مجمل الاستثمارات طويلة الأمد التي قامت به تلك المصارف (يشمل ذلك مصرف قطر الإسلامي، مصرف الريان، بنك الجزيرة). وتسري الحال ذاتها على عددٍ من المصارف المتبقية كمصرف الهلال مصرف الشارقة، مصرف الراجحي ومصرف الاثمار الإسلامي، حيث أنه ومع ضعف درجة تفاعلها مع السوق المالية (لم يتجاوز معدّل اسهام هذه الأخيرة في مدّها بفرص استثمارية طويلة الأمد 17%) فإن أثر ذلك على حجم استثماراتها طويلة الأجل كان معتبراً جداً، حيث أنها ساهمت (أي الفرص الاستثمارية المتأتية من السوق المالية) في تشكيل ما لا يقلّ عن 40% من متوسط حجم هذا الأخير. وهذا يؤكّد مرّة أخرى على فعالية الصّكوك في دعم النشاط الاستثماري طويل المدى لدى المصارف الإسلامية.

بناءً على أطروحات هذا العرض، فإنّ من الواضح أن توسّع المصارف الإسلامية في استخدام الصّكوك سيُسعفها في توسيع مجال تفاعلها مع السوق المالية نفعاً - أي دعم جانبي العرض والطلب - وانتفاعاً وسيُساعدها ذلك على تنشيط حركة الاستثمار طويل الأجل لديها، وذلك اعتباراً من كون هذه الأخيرة مجالاً حاضناً للأنشطة الاستثمارية الحقيقية (طويلة الأجل).

سادساً: تقييم مساهمة الصّكوك في تحرير موارد المصارف الإسلامية الاستثمارية من إشكالات بعض المتطلّبات القانونية

كنا قد تطرّقنا في معرض حديثنا عن دور الصّكوك في تهيئة العوامل المساعدة على تنشيط حركة الاستثمار طويل الأجل بالمصارف الإسلامية إلى بحث مسألة مدى أهميّة الصّكوك في علاج الإشكالات والصّعوبات المنبثقة عن المتطلّبات القانونية للمصارف المركزية، وانتهينا بعد تحليل أبعاد المسألة إلى الإقرار بأهميّة الصّكوك في علاج عددٍ من الإشكالات التي تطرحها وتثيرها تلك المتطلّبات أمام حركة النشاط الاستثماري المصرفي الإسلامي التنموي، وقلنا بأن استخدامها يُعني إلى حدٍ كبيرٍ المصرفية الإسلامية عن اللجوء الجبري إلى

الفصل الخامس: أثر عمليات التصكيك على تركيبة الاستثمار في المصارف الإسلامية

تجسيد حساباتها المعدّة أساساً للأنشطة الاستثمارية التنموية وفاءاً بمتطلّبات السيولة القانونيّة والاحتياطي القانوني ونحو ذلك من المتطلّبات القانونيّة المفروضة.

وعلى الرّغم من أهمية الإسهامات التي تقدّمها الصّكوك في مجال التوفيق بين المتطلّبات القانونية والطبيعية التنموية للمصارف الإسلاميّة- بالطّرق المشار إليها في التحليل النظري السّابق-، غير أنه وللأسف لم نعثر في تحليلنا للتقارير المالية للمصارف المعنيّة بالدراسة إلى ما يُفيد بلجوئها إلى استخدام الصّكوك للغرض المدروس. ومن ثمّ فإنّ تقييمنا الميداني لدور الصّكوك في هذا المجال يبقى أمراً مُستبعداً. وبطبيعة الحال فإن ذلك لا يعني بتاتاً إلغاء دورها المفترض في تلافي الإشكالات المنبثقة عن تلك المتطلّبات على النّحو الوارد ذكره سالفاً، وإنّما نقبل بقدرتها على ذلك ونقرّ بأهميّة الحلول التي تُوجد لها، لتوافقها (أي الحلول) مع منطق العمل المصرفي الإسلامي والتقليدي كذلك، ولكونها تحقّق مُبتغى الطرفين، أي المصرف المركزي والمصرف الإسلامي.

المطلب الثالث: أسباب محدوديّة أثر التصكيك على حجم النّشاط الاستثماري طويل الأجل

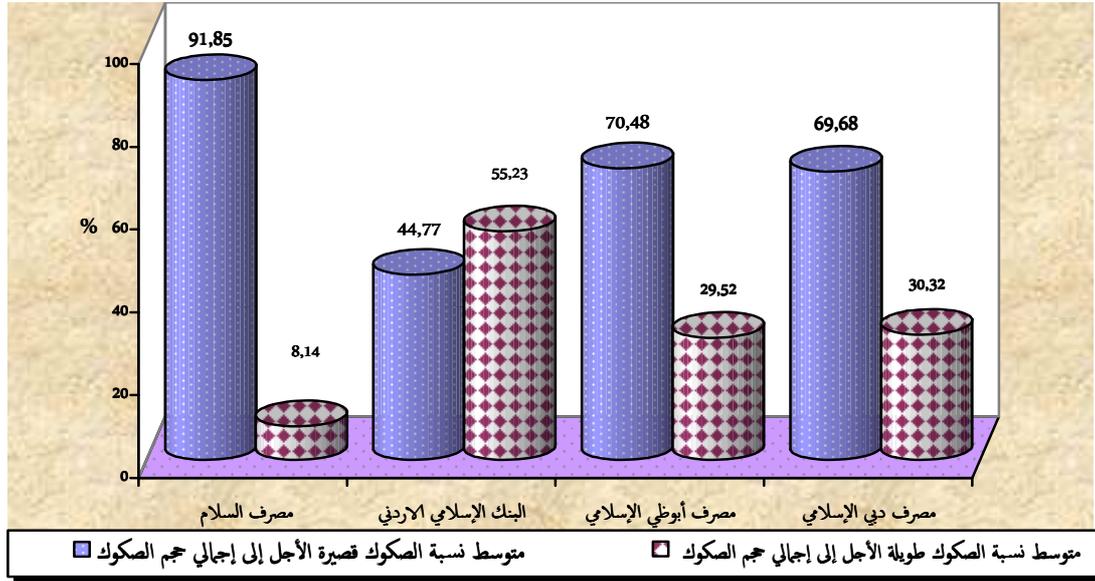
عند بعض المصارف الإسلاميّة

يأتي طرق هذه المسألة على خلفية التباين الملموس في أثر الاستثمار من خلال الصّكوك على حجم النّشاط الاستثماري طويل الأجل عند بعض المصارف، حيث رأينا بناءً على الدّراسة والتحليل السّابق وجود تأثير قويّ للصّكوك في دفع هذا الأخير نحو التوسّع عند بعض المصارف، وفي المقابل لمسنا فعالية محدودة لها في ذلك عند البعض الآخر من المصارف. ولا يعني هذا في نظرنا وجود قصورٍ في فعالية وقدرة الصّكوك على إحداث ذلك الأثر- الإيجابي- على النّحو المشار إليه في الإطار النظري، وإنّما قد تُرجع ذلك بشكلٍ أساسي إلى عددٍ من العوامل والأسباب الخارجة عن ذلك، وهي على النّحو التّالي.

معظم التوظيفات التي تتمّ في شكل صكوك من قبل المصارف التي تُشهد فيها ضعف أو محدودية في الأثر المدروس، كانت قصيرة الأمد لا تتجاوز السنّة (أنظر الشّكل أدناه). ولا أعتقد أن الأمر يحتاج إلى إثبات لنقول أن ذلك يُضعف كثيراً- بقدر حجم الصّكوك ذات المدى القصير- من دور الصّكوك في إحداث أثرٍ إيجابي (أي توسّع) على النّشاط الاستثماري طويل الأمد بتلك المصارف. ويعود السّبب الرّئيس في هذا في نظرنا إلى ندرة أو قلّة الإصدارات ذات الأجل الطويل.

الفصل الخامس: أثر عمليات التصكيك على تركيبة الاستثمار في المصارف الإسلامية

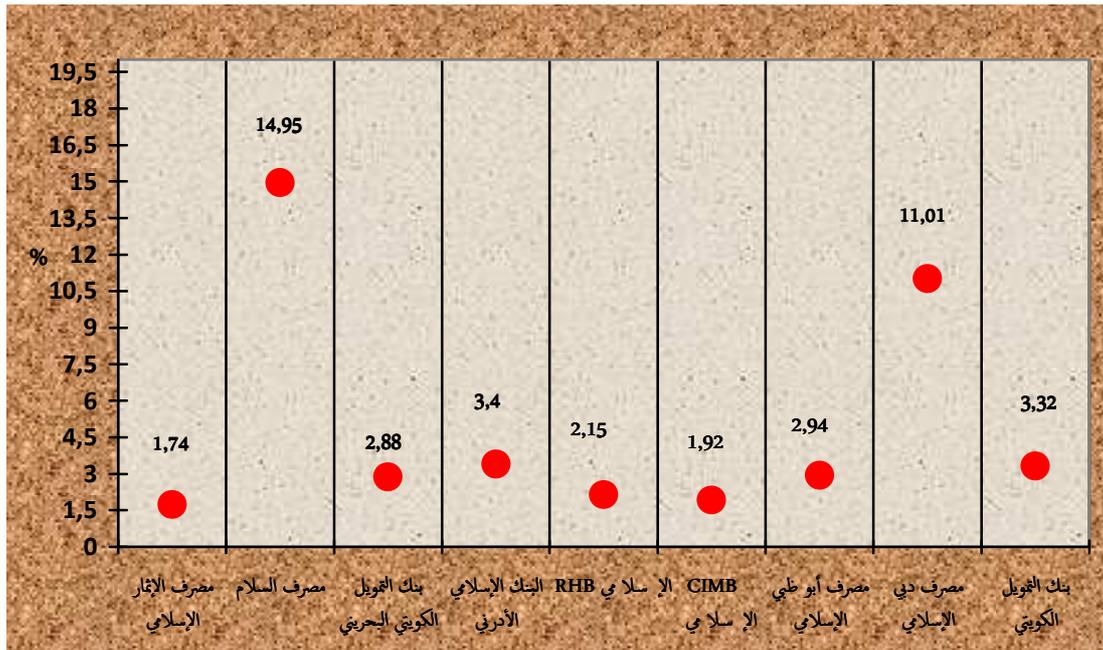
الشكل رقم 05- 41: شكل يوضح متوسط نسبة الصكوك القصيرة وطويلة الأجل إلى إجمالي قيمة الصكوك لدى عدد من المصارف- محل الدراسة- خلال الفترة 2004- 2014



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على التقارير السنوية للمصارف المدروسة.

وإذا لم يكن السبب في ضعف الأثر المدروس مقترباً بقصر أجل الصكوك، فإنه يرجع إلى ضآلة حجم الموارد الموظفة في شكل صكوك، وهو الأمر المشهود عند جلّ المصارف التي لم يكن للصكوك فيها أثر مهمّ في دفع النشاط الاستثماري طويل الأجل، حيث نلاحظ من خلال الشكل أدناه أن نسبة الموارد المستثمرة في صكوك مقارنة بإجمالي الموارد الموظفة لم تتجاوز 4 % عند أكثر تلك المصارف.

الشكل رقم 05- 42: شكل يوضح متوسط نسبة الموارد الموظفة في صكوك إلى إجمالي التوظيفات لدى عدد من المصارف الإسلامية- محل الدراسة- خلال الفترة 2004- 2014



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على التقارير السنوية للمصارف المدروسة.

الفصل الخامس: أثر عمليات التصكيك على تركيبة الاستثمار في المصارف الإسلامية

وبطبيعة الحال فإن هذا الضعف ينعكس سلباً على الدور الإيجابي للصكوك - المشار إليه نظراً والمثبت واقعاً عند بعض المصارف - على النشاط الاستثماري طويل الأمد.

وقد لا يكون الضعف الملموس في حجم الموارد الموظفة في شكل صكوك لدى تلك المصارف أمراً اختيارياً خاصةً وأنها تسعى سعياً حثيثاً نحو تبني الجديد من الأساليب الاستثمارية، وإنما قد يكون نتاج موانع ذاتية وخارجية - من غير المتاح التحكم فيها -، وقد نرجح من هذا وذاك ما يلي:

❖ محدودية فرص الاكتتاب في الإصدارات الجديدة وضعف نشاط التداول (حيث أنه يقتصر على عدد محدود من الإصدارات)، وذلك بسبب سياسة الاحتفاظ - إلى حين تاريخ الاستحقاق - المنتهجة من قبل أكثر المستثمرين (ويشمل ذلك المصارف الإسلامية بدرجة كبيرة بما في ذلك المصارف محل التقييم)، وهي الناتجة بدورها عن محدودية البدائل في حال التحلي عنها (أي الصكوك)، وعدم وجود سماسة وصنّاع سوق متخصصين في تقديم عروض وطلبات مستمرة. وبسبب محدودية نشاط الإصدار (نقصد بذلك الإصدارات الناشئة عن مختلف الجهات الفاعلة في السوق الأولية للصكوك وليس إصدارات المصارف الإسلامية) من ناحية أخرى.

❖ كنتيجة لسياسة الاحتفاظ الحتمية وما ينجر عن ذلك من انخفاض في مستوى السيولة، فإن الكثير من المصارف الراغبة في توفر السيولة لديها تتجنب توظيف مواردها في صكوك لئلا تتأثر استراتيجيتها الاستثمارية وفرص تنويع المحافظ لديها.

❖ إن كثرة التعامل في صكوك بعض الشركات بالبيع والشراء من أجل الاستثمار قصير الأجل تجعلها عرضة لحالات طلب وعرض غير منظم مما يؤدي إلى تذبذبات غير حقيقية في أسعارها، هذه التذبذبات قد تؤثر على قرارات بعض المصارف التي ترغب في الاحتفاظ بأموالها في شكل محفظة آمنة للأوراق المالية طويلة الأجل.

❖ نقص الشفافية في بعض الإصدارات وذلك بسبب تردد الشركات والمؤسسات في توفير الشفافية المناسبة والكشف الكامل عن بياناتها المالية.

❖ التخوف من مخاطر عدم الانتقال الحقيقي للملكية الأصول المصكّكة، ويحصل هذا بشكل كبير في الصكوك التي تصدر عن المشروعات العامة التي ترغب الدولة أو جهات منبثقة عنها في تمويلها كمحطات الكهرباء أو المطارات أو شركات النفط ونحو ذلك، حيث غالباً ما يخشى حملة الصكوك أن يكون الانتقال الرسمي للملكية الأصول المصكّكة إما معدوماً أو وهمياً. كما يحدث ذلك في الصكوك الصادرة عن مشاريع القطاع الخاص إذ عادة ما يتم تحبب تسجيل عقارات قيمتها بالملايين تفادياً للرّسوم التي ترفع من تكلفة الصكوك. ومن الناحية المحاسبية غالباً لا تلتزم الشركات المصدرة للصكوك بإخراج الأصول من الميزانية بعد بيعها لحملة الصكوك. وليس من شك أن غياب هذا الجانب في عمليات التصكيك يُضعف الحافز لدى المصارف - كغيرها من المستثمرين - للاكتتاب في الإصدارات، لأنها عندئذٍ تفقد أهمّ الضمانات التي توفرها عملية النقل الحقيقي وهي حماية الملكية وتمكين المالك من الاحتجاج بها على الغير والتمتع بكامل ثمارها.

❖ ضعف العائد مقابل وجود خيارات بديلة وبعوائد أعلى منها كالأسهم وكذلك السوق العقارية.

الفصل الخامس: أثر عمليات التصكيك على تركيبة الاستثمار في المصارف الإسلامية

لقد قد نزيد على ما ذكر مسألة ضعف الوعي بأهمية الصّكوك وضرورتها الاقتصادية للمجتمعات الإسلامية لدى بعض المصارف (على أن ذلك ليس على درجة كبيرة من التأثير).

يضاف إلى السببين المذكورين آنفاً، غياب نشاط الإصدار عند أكثر المصارف المنظور فيها، وضعفه عند البعض الآخر (أنظر الشكل رقم 24). وبطبيعة الحال فإن غياب ذلك النشاط أو ضعفه - عدداً وحجماً - لا يتيح حقاً فرصة التمويل طويل الأجل للمشروعات الإنتاجية الصناعية والزراعية، ومن ثمّ فإنه لا يُنتظر أن يكون هناك تغيير في تركيبة الاستثمار لصالح الشكل طويل الأجل منه. وبطبيعة الحال فإن ذلك الضعف له مسبباته ودواعيه وهي الأخرى على تعدد وكثرة، وقد نرجح منها ما يلي:

نقص الكوادر البشرية المؤهلة في تنظيم وإدارة عمليات الإصدار، فليس بخافٍ على أحد أن عملية إصدار الصّكوك وإدارتها تتطلب توفّر معرفة عميقة في مجالات القانون والمحاسبة والفقهاء ونحو ذلك من المجالات ذات الصلة بنشاط التصكيك. والمصارف الإسلامية في الوقت الحالي تفتقر للأسف إلى امتلاك ذلك العدد الكافي من الأشخاص المتمرسين في تلك المعارف - أي الخبراء بعمليات التصكيك - . ولقد رأينا من خلال تحليلنا السابق لذلك النشاط أن الدور الريادي لا يزال إلى الآن بيد المصارف التقليدية الأجنبية.

ارتفاع تكلفة الإصدار، فعملية إصدار الصّكوك كما رأينا سلفاً تتم على مراحل كثيرة تستوجب دفع الكثير من الرسوم، كالرسوم القانونية والمحاسبية والتصنيف والتسجيل للتداول، ورسوم التسجيل وتكلفة ترجمة المستندات وتكلفة ضمان الامتثال لأحكام الشريعة - سواء من خلال تطبيق الصّوابط الشرعية أو طلب مشورة بشأن الامتثال -، والعلاوة المدفوعة من قبل المصدرين الذي يلجئون السّوق لأوّل مرّة نظراً لعدم التأكد ونقص الأداء.

تعقّد هياكل الصّكوك، فالصّكوك تُهيكل في كثيرٍ من الأحيان من عقود مركّبة وأطراف إضافية، تستدعي استشارات قانونية وشرعية مكلفة - لجعلها متوافقة مع المتطلبات الشرعية - وتحتاج إلى الكثير من المهارات والموارد لوضعها إطار التنفيذ وإنجاحها من ثمّ. ولأنّ حجم المصارف الإسلامية يميل إلى الصّغر فإنها قد لا تتوفر لها ميزانيات كافية للبحث والتطوير.

التكلفة العالية لاستبدال الموجودات التي يتمّ تصكيكها.

ضعف سيولة السّوق الثانوي للصّكوك بسبب محدودية التداول وصنّاع السّوق.

يضاف إلى ذلك كلّّه تزايد مستوى السيولة لدى المصارف المصكّكة.

عدم كفاية أو غياب الإطار الرّقابي والقانوني الواضح والملائم لإصدار وإدارة الصّكوك، فالتعامل بالصّكوك في معظم البلدان الإسلامية يتمّ ضمن إطار تشريعي غير منظم، وهو في الغالب متروك للاجتهاد ويتوقّف على مدى الخبرات المتوقّرة والظروف الحاكمة.

التخوّف من مخاطر عدم التوافق الشرعي، ويحدث هذا في ظلّ عدم وحدة هياكل الصّكوك واختلاف التفسير الشرعي بين العديد من البلدان الإسلامية، فالحكم الذي يصدر عن هيئة شرعية في بلد ما غالباً ما يختلف عن الحكم الذي يصدر عن الهيئة الشرعية في بلدٍ آخر - فالقوانين الشرعية مقسّمة بين المذاهب الفقهية المختلفة وكلّ

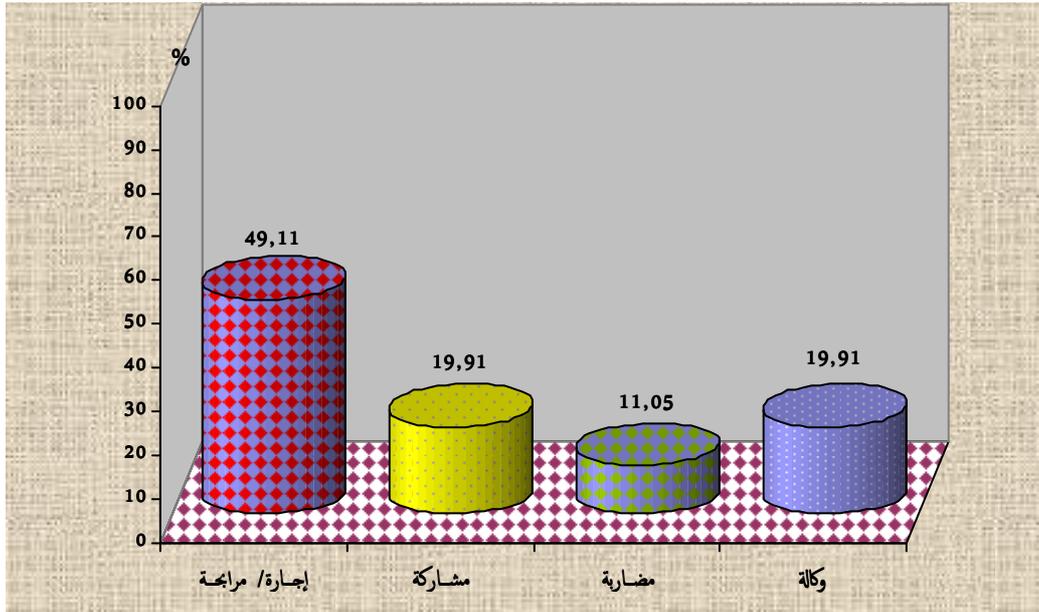
الفصل الخامس: أثر عمليات التصكيك على تركيبة الاستثمار في المصارف الإسلامية

منها يُقدّم تفسيرات مختلفة-. ومن ثمّ فإنّ الصّكوك التي تتّصف بخصائص لا تتوافق مع الأحكام الشرعية المعمول بها داخل البلد لن تلقى بطبيعة الحال قبولاً وترحيباً، بل قد يؤدي ذلك إلى تهديد المصارف الفاعلة في إصدارها بسوء السمعة وفقدان الثقة فيها.

معاملة الصّكوك كأوراق مالية مضمونة الأصل والعائد (من قبل المستثمرين).

التركيز على الصّكوك التمويلية وتمهيش الصّكوك الاستثمارية، فعلى الرغم من مشروعية الصّكوك التمويلية وخلوها من المخالفات الشرعية الواضحة، فإن الملاحظ أن هذه الصّكوك تشهد حضوراً طاعياً على حساب الصّكوك الاستثمارية كصكوك المشاركة والمضاربة ونحوها. فالذي نراه من خلال الشّكل أدناه أن إصدارات المصارف الإسلامية-محل التقييم- اتّجّهت بشكلٍ مبالغٍ فيه إلى تصكيك عقود الإجارة والمراجحة (بنسبة فاقت 49%)، في حين لم يتجاوز حجم الصّكوك القائمة على هيكل المشاركة والمضاربة 20% من مجمل ما تمّ إصداره من صكوك. وليس بخافٍ على أحد أن صكوك المشاركة والمضاربة أكثر إسهاماً في تفعيل النشاط الاستثماري طويل الأمد من صكوك الإجارة والمراجحة، الأمر الذي يجعل التوسّع في التصكيك لتلك العقود أولى وأهم.

الشكل رقم 05-43: شكل يوضّح الهياكل المعتمدة في إصدارات المصارف الإسلامية محل التقييم



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على التقارير السنوية للمصارف المدروسة.

ولم يكن جانب التوظيف (الاكتتاب في إصدارات الشركات والحكومات) بمختلف عن جانب الإصدار، فإنّه وإن كنّا في الحقيقة لا نملك معلومات مفصّلة ودقيقة عن أنواع الصّكوك التي قامت المصارف الإسلامية بتوظيف مواردها فيها، فإننا نرجّح اتجاهها نحو الاستثمار في صكوك الإجارة والمراجحة بشكلٍ مبالغٍ فيه، وذلك بناءً على التحليل السّابق لهيكل سوق الصّكوك أين تبين لنا غلبة هيكل الإجارة والمراجحة في إصدارات الشركات والحكومات والهيئات المنبثقة عنها- شبه السيادية-. ولا نخال الأمر يحتاج إلى إثباتٍ للقول بأن تركيز المصارف على هذه

الفصل الخامس: أثر عمليات التصكيك على تركيبة الاستثمار في المصارف الإسلامية

الأنواع من الصّكوك لن يخدم مسعاها نحو توسيع حجم النشاط الاستثماري طويل الأمد (في حال رغبتها في ذلك).

عدم توفر المصارف الإسلامية على الأصول المناسبة والملائمة لممارسة نشاط التصكيك، وقلة الأصول المناسبة لذلك تعود بدرجة كبيرة إلى كون أن معظم توظيفاتها هي ديون- وهذا عائدٌ بشكلٍ أساسي إلى توسّعها الكبير والمستمر في النشاط الاستثماري قصير الأجل-، والتصكيك يقوم على الأصول (تقبل المخاطرة) وليس على الديون، باعتبار أنه لا يجوز شرعاً تداول الديون إلا بقيمتها.

المبحث الثالث: سبل دعم نمو نشاط التصكيك بالمصارف الإسلامية

لئن كنّا قد انتهينا بناءً على تحليلنا وتقييمنا لنشاط الاستثمار في الصّكوك لدى عينة المصارف الإسلامية المختارة للدراسة إلى القول بضعف ذلك النشاط عند جلّ تلك المصارف إن إصداراً أو اكتتاباً، ولئن كنّا قد لمسنا على الرّغم من ذلك الضّعف دوراً مهماً وتأثيراً كبيراً لها في دفع وتفعيل حركة النشاط الاستثماري طويل الأجل عند البعض من تلك المصارف، فإن استدراك النّفع الفاتت عن المصارف التي استحضرت ذلك الأسلوب الاستثماري استحضاراً باهتاً في ممارساتها، وتعظيم قدره عند المصارف الأخذة به أخذاً أكثر قبولاً بالمقارنة، لن يتحقّق في نظرنا إلاّ بتنزيل ذلك الأسلوب على أنشطتها وممارساتها تنزيلاً واسعاً (أي تصكيك الأصول المتاحة لها)، أو بتخصيص قدرٍ كبيرٍ من الموارد المتوقّرة لها لتوظيفها في الإصدارات المتاحة في السّوق الأولى- خاصّة وأنها على قدرٍ من السّعة-، أو بهما معاً. وإنّ هذا وذاك لن يتاح في نظرنا إلاّ بكسر وتفتيت العقبات التي حالت دون الأخذ بالصّكوك (إصداراً واكتتاباً) على نحوٍ واسع عند البعض منها (خاصّة وأنها أكثر المؤسسات قدرة على الظّفر بنصيبٍ كبيرٍ من الإصدارات المدرجة في الأسواق الأولى لما تحوزه من خبرات ومؤهّلات، وبممارسة نشاط الإصدار بقدر كبير لما تمتلكه من أصول)، وبسطٍ لسبل تدعم على نحوٍ واسع لدى المصارف التي حظي فيها بنوعٍ من الاهتمام بالمقارنة.

على ضوء ما سبق، فإن هذا المبحث يسعى جاهداً بحث السبل التي تروم تمكين نشاط التصكيك من الحضور بشكلٍ قويٍّ ومستمر بالمصارف الإسلامية-إصداراً واكتتاباً-، بغرض دعم النشاط الاستثماري طويل الأجل كهدفٍ مقصودٍ ومحدّد.

المطلب الأوّل: تقدير حجم الاستثمارات المصرفية الممكنة (الفرص الضائعة) في الصّكوك وأثر ذلك على النشاط الاستثماري طويل الأمد

تأكيداً منا على أهميّة طرح سبل لتمكين المصارف الإسلامية من التوسّع في نشاط التصكيك وتحقيق مزايا من وراء ذلك خاصّة تفعيل حركة الاستثمار طويل الأجل، فقد ارتأينا أن نقوم بإجراء تقديرٍ لحجم الاستثمارات التي كان بإمكان المصارف محلّ التقييم أن تجسّدها في شكل صكوك- أي بالاكْتتاب في الإصدارات الجديدة- في ظلّ ما تمتلكه من موارد مالية فائضة غير مُستغلّة (طويلة الأجل)، والسّعة التي تتميّز بها السّوق الأولى للصّكوك (كما سبق وأتّضح). وأن نحدّد تبعاً لذلك مقدار الأثر الإيجابي المتوقّع على حجم النشاط

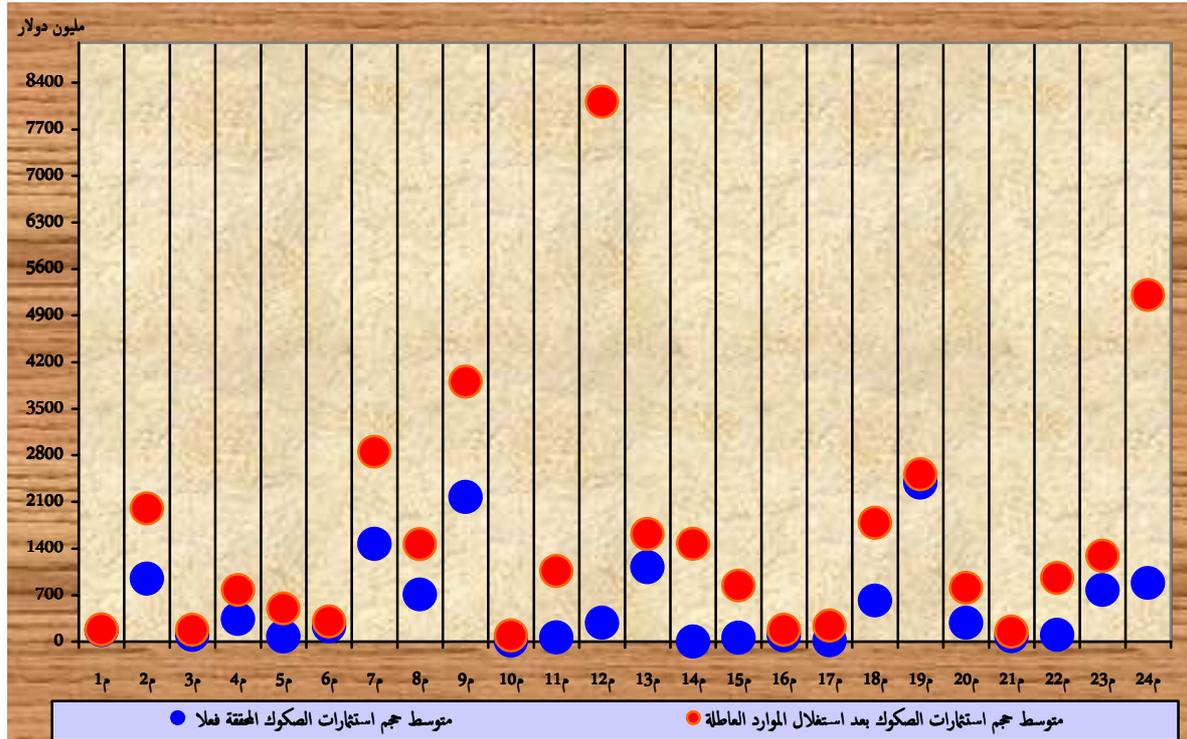
الفصل الخامس: أثر عمليات التصكيك على تركيبة الاستثمار في المصارف الإسلامية

الاستثماري طويل الأجل وعلى عددٍ آخر من العوامل كالمخاطرة والعائد الإجمالي ودرجة تفعيل مساهمة (تفاعل) المصارف في السوق المالية.

أولاً: تقدير حجم استثمارات الصّكوك الممكنة بالاستغلال الكامل للموارد

لقد سبق وتبيّن لنا في خصمّ تحليلنا لحركة النشاط الاستثماري طويل الأجل - في الفصل الأوّل - لدى المصارف الإسلامية محل الدّراسة والتقييم أن ثمة حجمٌ مُعتبرٌ من الموارد المالية طويلة الأجل (من ودائع طويلة الأجل وحقوق الملكية) لم يحظ بأيّ استخدامٍ أو استغلال. ولقد صرّحنا بالقول عند ذاك بأن ثمة فرصة كبيرة لإضفاء نوع من الحيوية على ذلك الشّكل من الاستثمارات في حال استثمار تلك الموارد واستغلالها بشكلٍ كامل. وبما أنه قد ظهر لنا - بناءً على التحليل الوارد في جزئيات المبحث الثاني - أن الصّكوك تُسهّم بشكلٍ جدّ إيجابي في توسيع وتنشيط حركة الاستثمار طويل الأجل في حال التوسّع فيها، فإننا سنفترض بناءً على ذلك أن كلّ الموارد غير المستغلّة من قبل المصارف محل الدّراسة سيتمّ توظيفها في شراء (الاكتتاب) صكوك، ونرى من ثمّ حجم الأثر الإيجابي الذي يمكن أن يُحدثه استغلال تلك الموارد على حركة "استثمارات الصّكوك".

الشكل رقم 05- 44: شكل يوضّح حجم الاستثمار في الصّكوك (اكتتاباً) قبل وبعد استغلال الموارد العاطلة لدى المصارف الإسلامية محل الدّراسة خلال الفترة 2004- 2014



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على التقارير السنوية للمصارف المدروسة.

بتدقيق النّظر في التطوّرات الحاصلة في حركة توظيفات الصّكوك بعد استغلال الموارد العاطلة ومقارنتها مع حجم التوظيفات (الصّكوك) التي تمّت فعلياً لدى المصارف محل الدّراسة، فإننا نرى أن جلّ مصارف العيّنة تمتلك فرصة لرفع حجم استثماراتها في الصّكوك من خلال استغلال مواردها العاطلة بشكلٍ كامل (أنظر الشّكل البياني أعلاه)

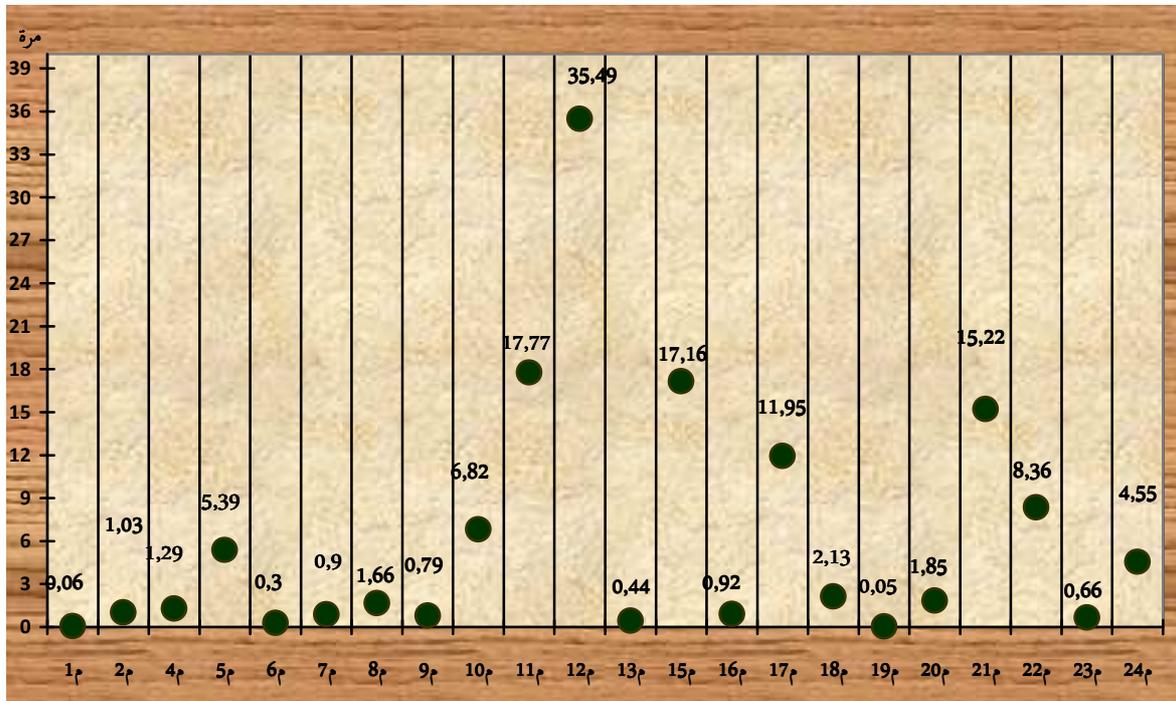
الفصل الخامس: أثر عمليات التصكيك على تركيبة الاستثمار في المصارف الإسلامية

وذلك بقدرٍ من التفاوت، والذي يمكن أن نتبينه من خلال معدل النمو أو التغير - الذي يرتبط بحجم الموارد غير المستغلة وحجم الاستثمارات الفعلية في الصكوك-، حيث يُلاحظ وفقاً لذلك المعدل أنه في إمكان بعض المصارف مضاعفة حجم توظيفاتها في الصكوك بشكلٍ كبيرٍ جداً، وتحديدًا بمعدل نمو يتراوح بين 36 و 15 مرة كحدٍ أدنى (يتعلق الأمر بأربعة مصارف)، وبشكلٍ أقلّ عند البعض الآخر منها- بمعدل نمو أقلّ من 100% (ويرتبط الأمر بـ 8 مصارف بالتحديد)، تماماً كما هو واضح في الشكل أدناه (الشكل رقم 45)-.

وبغض النظر عن مقدار تضاعف حجم استثمارات الصكوك- بعد استغلال الموارد العاطلة- مقارنة بالحجم الفعلي، فإن ذلك يوحي في النهاية بإمكانية زيادة حجم النشاط الاستثماري طويل الأجل لدى المصارف المدروسة وذلك انطلاقاً من كون الصكوك أسلوباً للقيام بالأنشطة الاستثمارية التنموية كما سبق وتبين.

الشكل رقم 05- 45: شكل يوضح معدل التغير أو النمو في حجم استثمارات الصكوك باستغلال الموارد العاطلة لدى

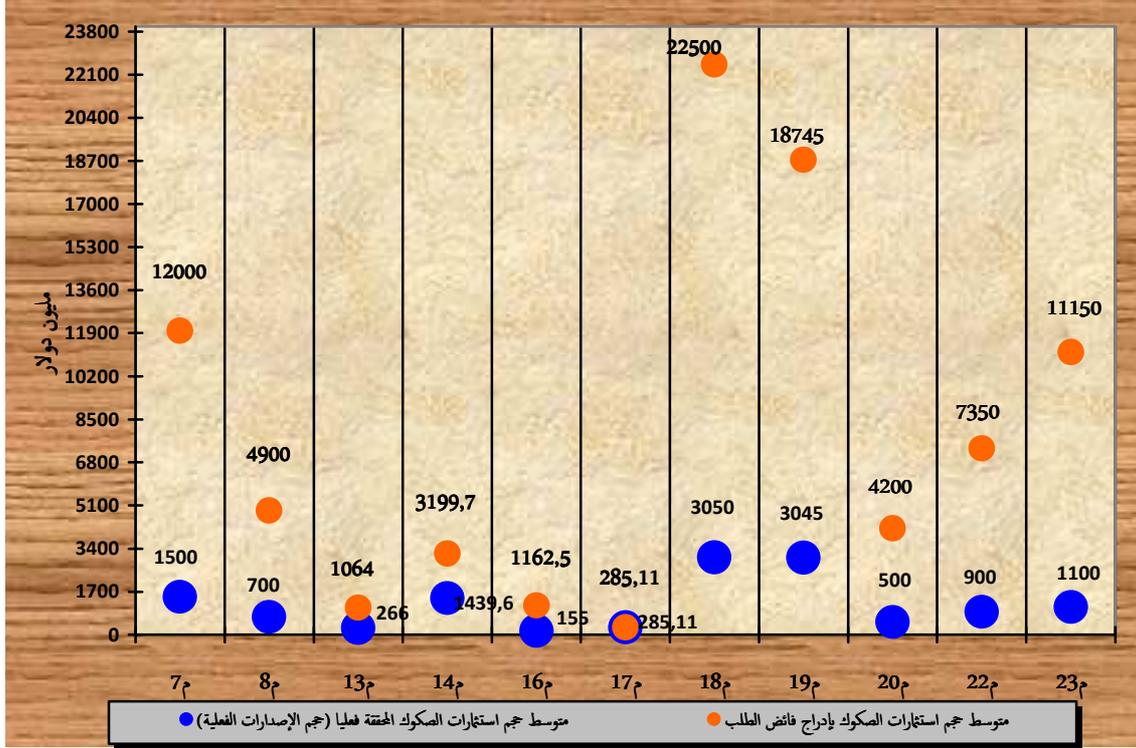
المصارف الإسلامية محل الدراسة خلال الفترة 2004- 2014



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على التقارير السنوية للمصارف المدروسة.

الفصل الخامس: أثر عمليات التصكيك على تركيبة الاستثمار في المصارف الإسلامية

الشكل رقم 05-46: شكل يوضح حجم استثمارات الصكوك الممكنة بناء على حجم الطلب على الإصدارات لدى المصارف الإسلامية محل الدراسة خلال الفترة 2004-2014

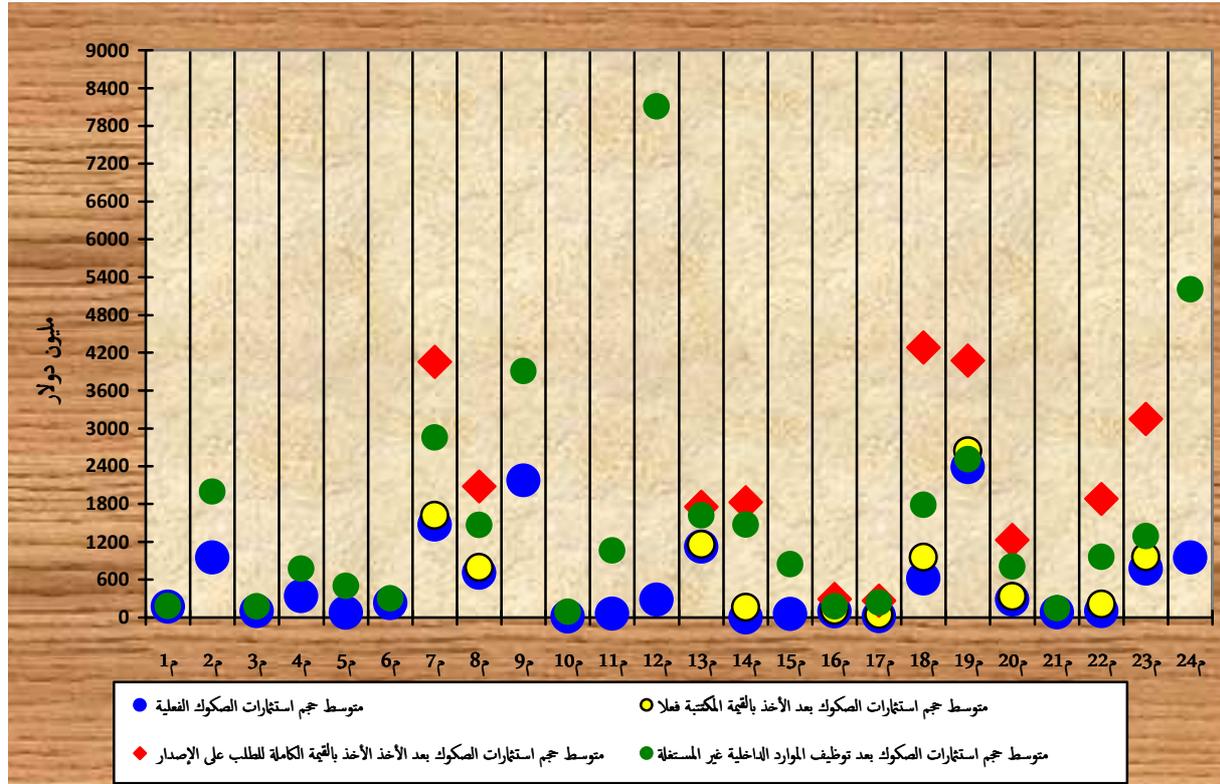


المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على التقارير السنوية للمصارف المدروسة.

وبالبقاء في دائرة استغلال الموارد المتاحة في رفع حجم توظيفات الصكوك، فإننا نشير إلى أن الموارد الداخلية-غير المستغلة- (أي الودائع طويلة الأجل وحقوق الملكية) لا تعتبر في الحقيقة الفرصة الوحيدة للمصارف الإسلامية لرفع حجم استثماراتها في الصكوك، بل كان للبعض منها فرصة أخرى يمكن أن تدعم بها النمو المتحمل في هذه الأخيرة (الذي شهدناه آنفاً)، ويتعلق الأمر بحجم الطلب على الإصدارات الذي لم يتم تلبية. إذ يتضح من خلال الشكل أعلاه (الشكل رقم 46) أن أغلب الإصدارات التي قامت بها المصارف المعنية (يتعلق الأمر بـ 11 مصرف من مصارف العينة المدروسة) قد حظيت بطلب تجاوز حجم التمويل المراد تحصيله بأضعاف (فعلى سبيل المثال تجاوز حجم الطلب على إصدارات مصرف أبو ظبي الإسلامي الحجم الأصلي للإصدار بـ 14 مرة)، وهذا معناه أنه كان لتلك المصارف فرصة لاستقطاب موارد إضافية، واستغلالها في توسيع حجم استثماراتها في الصكوك. ويظهر هذا بوضوح لدى جميع المصارف المدروسة، وبشكل أكثر جلاءً (أنظر الشكل أدناه) لدى كل من مصرف قطر الإسلامي، ومصرف دبي والشارقة الإسلاميين.

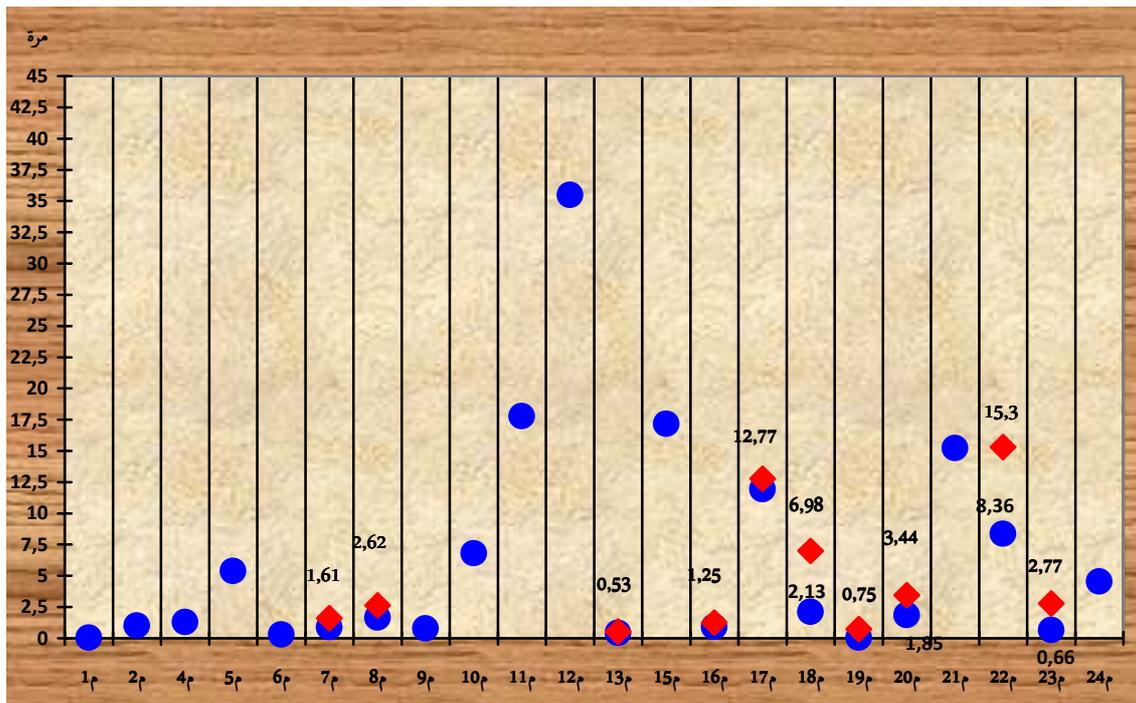
الفصل الخامس: أثر عمليات التصكيك على تركيبة الاستثمار في المصارف الإسلامية

الشكل رقم 05-47: شكل يوضح متوسط حجم الاستثمار في الصكوك بالاستغلال الكامل للموارد (الموارد الداخلية العاطلة وحجم الطلب على الإصدارات غير الممتلئ) لدى المصارف محل الدراسة خلال الفترة 2004-2014



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على التقارير السنوية للمصارف المدروسة.

الشكل رقم 05-48: شكل يوضح مقدار التغير في حجم استثمارات الصكوك بالاستغلال الكامل للموارد لدى المصارف الإسلامية محل الدراسة خلال الفترة 2004-2014



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على التقارير السنوية للمصارف المدروسة.

الفصل الخامس: أثر عمليات التصكيك على تركيبة الاستثمار في المصارف الإسلامية

ويمكن تبين ذلك بشكل أوضح اعتماداً على معدّل نمو أو تضاعف حجم استثمارات الصّكوك في حال تلبية الطلب على الإصدارات، حيث نلاحظ من خلال الشّكل أعلاه توسّعاً في حجم هذه الأخيرة مقارنةً بالحجم الناتج عن استغلال الموارد الداخليّة فقط، فيظهر على سبيل المثال أن حجم توظيفات الصّكوك بعد أخذ فائض الطلب على الإصدارات بعين الاعتبار - أي في حال تلبية الطلب على الإصدارات بشكلٍ كليّ - لدى مصرف الشارقة الإسلامي قد تضاعف بواقع 15.3 مرّة بعد أن تضاعف بواقع 8.36 مرة اعتماداً على الموارد الداخليّة غير المستغلّة فقط، أي بفارق 6.94 مرّة. وكان الحال كذلك عند باقي المصارف المصدرّة، ولكن بدرجة أقلّ بالمقارنة كمصرف أبو ظبي الإسلامي، مصرف الإمارات الإسلامي ومصرف الهلال.

ثانياً: أثر التوسّع الحاصل في حجم استثمارات الصّكوك - بفعل الاستغلال الكامل للموارد - على النّشاط الاستثماري طويل الأجل

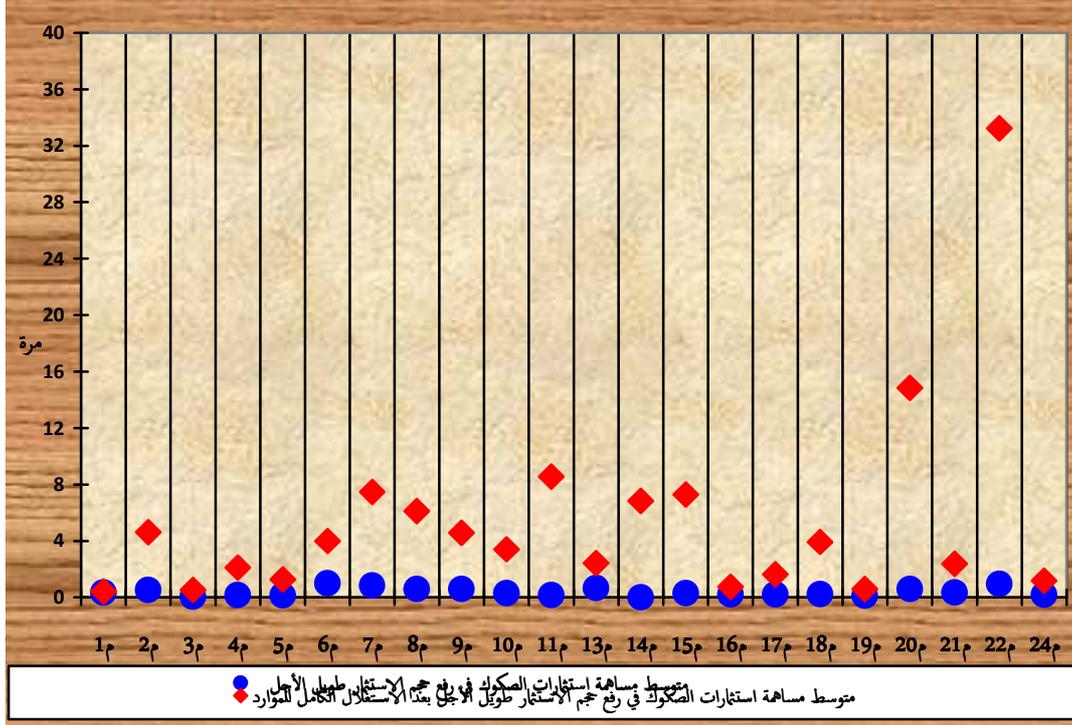
كنا قد انتهينا في بحثنا لمسألة مدى تأثير استثمارات الصّكوك على حجم النّشاط الاستثماري طويل الأجل إلى تأكيد وجود علاقة إيجابية بينهما عند غالبية المصارف محلّ الدّراسة، وانصرفنا بناءً على ذلك إلى القول بأن التوسّع في توظيفات الصّكوك يدعم كثيراً حركية وحيوية الاستثمار طويل الأمد.

ولكن كان قد تبين لنا من خلال العرض الفائق وجود إمكانية كبيرة لتوسيع حجم توظيفات الصّكوك لدى جل مصارف العينة (بدرجات متفاوتة) من خلال الاستغلال الكامل للموارد المتاحة، فإن ذلك معناه - بناءً على القول الآنف ذكره - وجود فرصة لزيادة حجم النّشاط الاستثماري طويل الأجل. وإظهار ذلك ممكن في نظرنا من خلال ثلاث مؤشّرات مختلفة وهي:

• **متوسّط معدّل مساهمة استثمارات الصّكوك الممكنة (الناتجة عن الاستغلال الكامل للموارد) في رفع حجم الاستثمار طويل الأجل،** فالذي يتّضح لنا من خلال الشّكل أدناه أن ثمة نموّ في متوسّط حجم الاستثمار طويل الأجل لدى جميع مصارف العينة المدروسة. ويبدو أن هذا النمو كان قوياً للغاية، ففي 13 مصرف من إجمالي مصارف العينة (22 مصرف) شهد فيها حجم الاستثمار طويل المدى نمواً بمعدّل فاق 400%، ولدى 5 مصارف أخرى عرف هذا الأخير نمواً انحصر بين 210% و 390%. وحدث هذا بفضل التوسّع الحاصل في حجم استثمارات الصّكوك، الأمر الذي يؤكّد في النّهاية أهميّة الأثر التي يمكن تحديدها هذه الأخيرة على النّشاط الاستثماري التنموي (طويل الأجل)، تماماً كما سبق وأشرنا إلى ذلك في صدر هذه المحطّة البحثية.

الفصل الخامس: أثر عمليات التصكيك على تركيبة الاستثمار في المصارف الإسلامية

الشكل رقم 05- 49: شكل يوضح تطور حركة استثمارات الصّكوك قبل وبعد الاستغلال الكامل للموارد لدى المصارف الإسلامية محل الدراسة خلال الفترة 2004- 2014



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على التقارير السنوية للمصارف المدروسة.

➤ **متوسط مساهمة استثمارات الصّكوك- قبل وبعد الاستغلال الكامل للموارد- في إجمالي حجم الاستثمار طويل الأجل:** يختلف هذا المؤشر عن سابقة في كونه يقيس مدى مساهمة إجمالي استثمارات الصّكوك- أي استثمارات الصّكوك المحققة (التي تمت فعلاً) والممكنة باستغلال الموارد العاطلة- في بناء النشاط الاستثماري طويل الأجل.

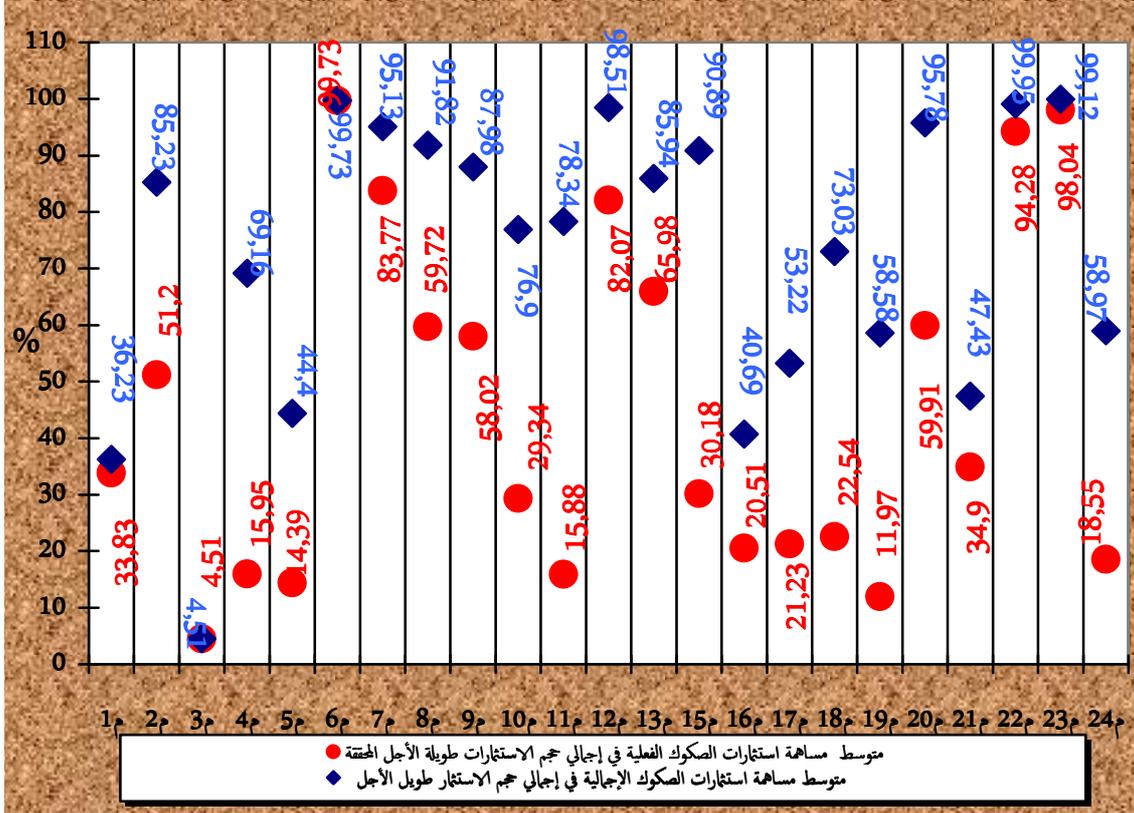
ويشير ارتفاع النسبة المدروسة إلى قوّة مساهمة الصّكوك في تشكيل وتكوين هذا الأخير. كما يُشير ارتفاع الفارق بين معدّل المساهمة الفعلي- أي مساهمة استثمارات الصّكوك الفعلية في إجمالي حجم الاستثمار طويل الأجل الفعلي- ومعدّل المساهمة الإجمالي إلى قوّة تأثير التوسّع في حجم توظيفات الصّكوك على النشاط الاستثماري طويل المدى لدى المصارف، بينما يشير انخفاض الفارق إلى العكس أي إلى قلة قوّة التأثير، ولا ينفي العلاقة الإيجابية المشار إليها.

بناءً على ما سبق بيانه واعتماداً على ما هو وارد في الشكل أدناه فإنه يبدو أن جلّ المصارف قد حققت تطوراً إيجابياً في حجم الاستثمار طويل الأمد. ويبدو من جانب آخر أن هذا التّموج كان قوياً عند الغالبية منها، إذ نلاحظ وجود فارق كبير للغاية بين معدّل المساهمة الفعلي ومعدّل المساهمة الإجمالي عند أكثر مصارف العينة. وبشكلٍ دقيق فإن هذا الفارق تجاوز 30% عند 12 مصرفاً، وانحصر بين 15% و 30% لدى 4 مصارف. وهذا معناه أن التوسّع الحاصل في حجم توظيفات الصّكوك-بفعل الاستغلال الكامل للموارد- لدى هذه

الفصل الخامس: أثر عمليات التصكيك على تركيبة الاستثمار في المصارف الإسلامية

المصارف بالذات قد عزّز أو رفع من مساهمة الصّكوك في تشكيل النشاط الاستثماري طويل الأجل بمعدّل لا يقلّ عن 15% عند مجموع العيّتين، ولا شكّ أن هذا يحمل دلالةً على أن ثمة أثر إيجابي ينجم عن زيادة حجم استثمارات الصّكوك على الاستثمار طويل الأجل.

الشكل رقم 05-50: شكل يوضح متوسط مساهمة إجمالي استثمارات الصّكوك في إجمالي حجم الاستثمار طويل الأجل لدى عينة المصارف الإسلامية المدروسة خلال الفترة 2004-2014



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على التقارير السنوية للمصارف المدروسة.

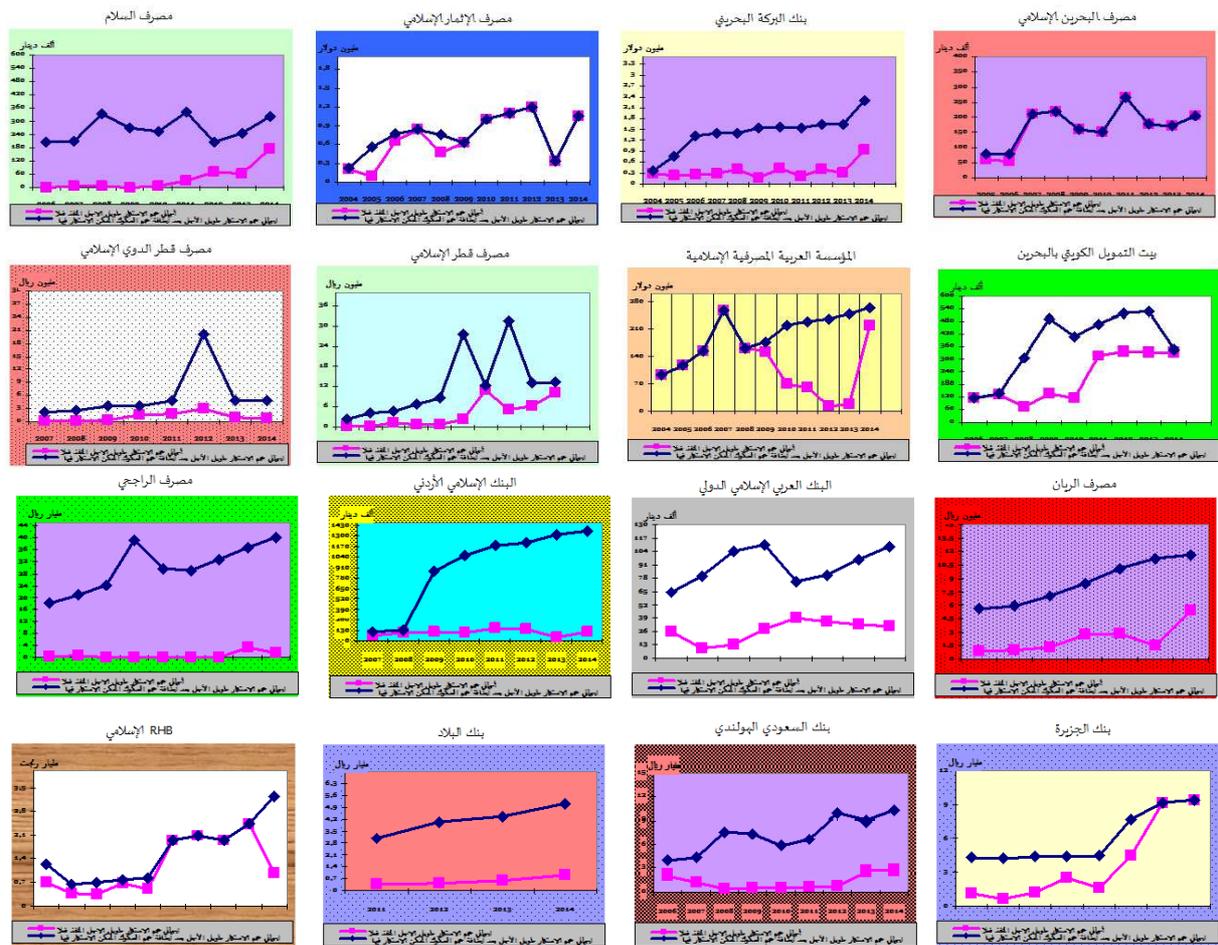
➔ حركة إجمالي الاستثمار طويل الأجل: يحمل هذا المؤشر هو الآخر دلالةً ضمنية على مدى تحقّق تلك العلاقة الإيجابية بين حجم الاستثمار طويل الأجل وحجم توظيفات الصّكوك التي تمّ الوقوف عليها من خلال المؤشرين السابقين، حيث يعكس التوافق بين مسار إجمالي الاستثمار طويل المدى الفعلي ومسار إجمالي الاستثمار طويل الأمد الممكن- الناتج عن الاستغلال الكامل للموارد في شكل صكوك- وارتفاع مقدار الفجوة بينهما قوّة تأثير التوسّع الحاصل في استثمارات الصّكوك على حركة النشاط الاستثماري طويل الأجل، في حين يشير اختلاف مساره وتقلص الفجوة بينهما إلى محدودية قوّة التأثير وقتلتها. وكما أشرنا آنفاً فإن ذلك لا ينفي العلاقة الإيجابية المتحدّث عنها، وإنّما نبرّر ذلك بمحدودية حجم الموارد غير المستغلّة وكذا قوّة نشاط الاستثمار في الصّكوك الفعلي (المحقّق).

تأسيساً على ما سبق ذكره وبتتبّع التطوّرات الحاصلة في كلّ من حركة الاستثمار طويل الأجل الفعلي والاستثمار طويل الأجل الممكن- الناتج عن استغلال الموارد غير المدججة في الأنشطة الاستثمارية- فإننا نلمس

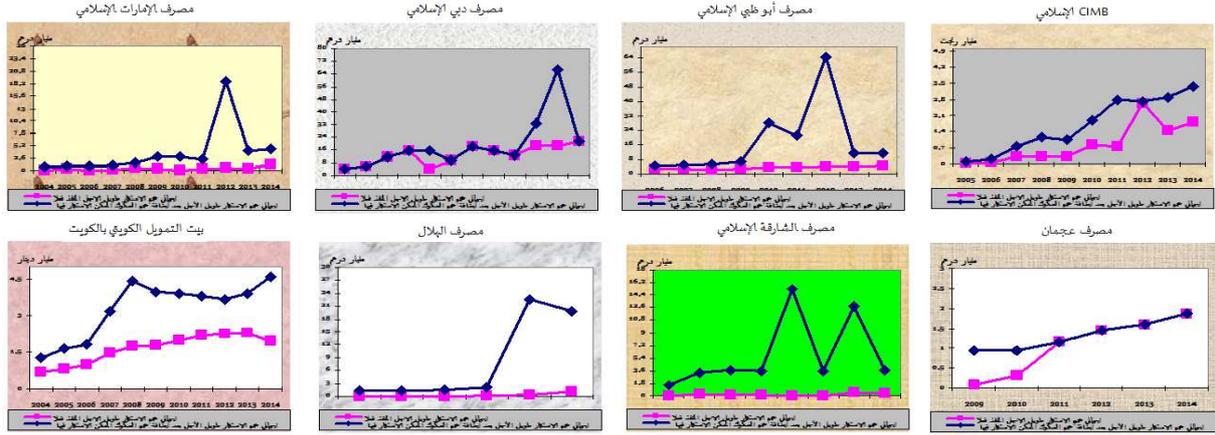
الفصل الخامس: أثر عمليات التصكيك على تركيبة الاستثمار في المصارف الإسلامية

بشكل فعلي تحقق الأثر المدروس عند جلّ المصارف تقريباً وخلال أغلب فترات الدّراسة، بمعنى أن التوسّع الحاصل في استثمارات الصّكوك كان له فعلاً دورٌ في توسّع أو زيادة حجم النّشاط الاستثماري طويل الأمد، إذ نلاحظ من خلال الشّكل أدناه وجود توافق في حركة النّشاط الاستثماري طويل الأجل الفعلي والممكن في غالب الأحوال كما نلاحظ وجود فارقٍ (فجوة) بين مسارهما خلال أغلب الفترات وعند أكثر مصارف العيّنة باستثناء مصرف البحرين الإسلامي ومصرف عجمان، أين نلمس تطابقاً شبه كليّ بين المتغيّرين، ما يعني أن ثمة أثراً محدوداً نوعاً ما على حجم النّشاط الاستثماري طويل المدى وذلك بفعل محدوديّة حجم الموارد غير المستغلّة لدى المصرفين.

الشّكل رقم 51-50: شكل يوضّح تطوّر حركة إجمالي الاستثمار طويل الأجل قبل وبعد استغلال الموارد العاطلة في شكل استثمارات الصّكوك لدى عيّنة المصارف الإسلامية المدروسة خلال الفترة 2004-2014



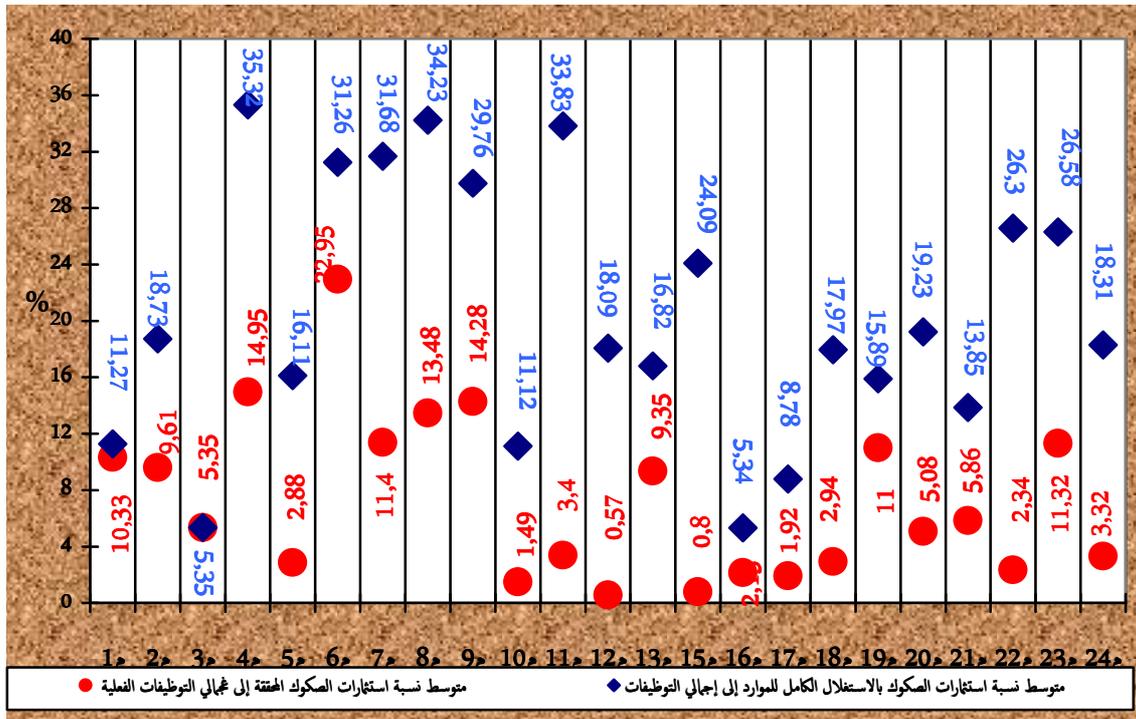
الفصل الخامس: أثر عمليات التصكيك على تركيبة الاستثمار في المصارف الإسلامية



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على التقارير السنوية للمصارف المدروسة.

وبالالتفات إلى بحث الأثر الناجم عن التوسع في استثمارات الصكوك على إجمالي الاستثمارات، فيبدو من خلال الشكل أدناه أن ثمة أثراً إيجابياً لذلك التوسع على حركة إجمالي التوظيفات، إذ نلمس بقراءة ومقارنة المتوسطات وجود تطورات إيجابية مهمة في حجم التوظيفات لدى أغلب المصارف تقريباً، فمن أصل 23 مصرف حقق 13 مصرفاً نمواً في حجم إجمالي التوظيفات بمعدل لا يقل عن 13%، بل ووصل إلى حدود 31% بمصرف قطر الإسلامي. وحتى بالنسبة للمصارف التي كانت معدلات النمو فيها بسيطة، فإنها في نظرنا تعتبر معدلات مهمة وذلك بحكم أن ضخامة حجم الموارد الإجمالية غالباً ما تجعل أثر التوسع الحاصل في نشاط ما بسيطاً بالمقارنة.

الشكل رقم 05- 52: شكل يوضح متوسط استثمارات الصكوك الإجمالية إلى إجمالي التوظيفات لدى عينة المصارف الإسلامية المدروسة خلال الفترة 2004- 2014



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على التقارير السنوية للمصارف المدروسة.

الفصل الخامس: أثر عمليات التصكيك على تركيبة الاستثمار في المصارف الإسلامية

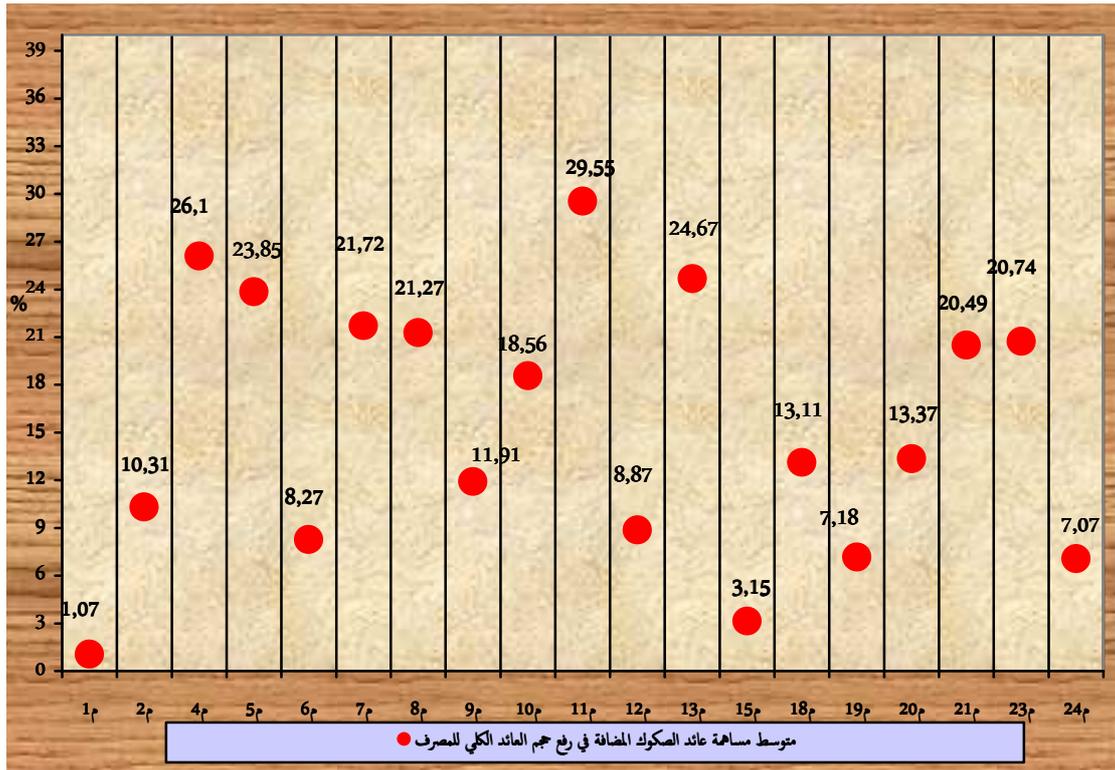
ثالثاً: أثر التوسّع الحاصل في حجم استثمارات الصّكوك- بفعل الاستغلال الكامل للموارد-

على حجم المخاطرة، إجمالي العائد ودرجة التفاعل مع السّوق المالية

على شاكلة التحليل السابق لأثر استثمارات الصّكوك المحقّقة على العوامل المشار إليها في العنوان، فإننا سنحاول في هذا المقام تقدير حجم الأثر الناتج عن التوسّع الممكن في حجم هذه الأخيرة على تلك الجوانب بغية التأكيد على أهمّية الأخذ الواسع بها في الاستراتيجية الاستثمارية للمصارف الإسلامية.

● **أثر التوسّع في الصّكوك على حجم العائد الكلي:** اعتماداً على معدّل العائد الناتج عن استثمارات الصّكوك الفعلية، فإنّه يبدو أن توسيع حجم هذه الأخيرة من شأنه أن يُساهم في رفع مقدار الدّخل الكلي للمصرف، إذ يتّضح من خلال الشّكل أدناه أن جلّ المصارف حقّقت نمواً في حجم الدّخل، ويبدو أن هذا التّموم كان قوياً للغاية عند الغالبية منها، فمن أصل 19 مصرفاً، تمكّنت 9 مصارف من تحقيق نمو في الدّخل الكلي بمعدّل فاق 18%، كما حقّقت 4 مصارف- أخرى- نمواً بمعدّل تباين بين 10% و13%.

الشّكل رقم 05- 53: شكل يوضّح متوسط مساهمة عائد استثمارات الصّكوك- الناتجة عن الاستغلال الكلي للموارد- في رفع حجم العائد الكلي لدى عيّنة المصارف الإسلامية المدروسة خلال الفترة 2004- 2014

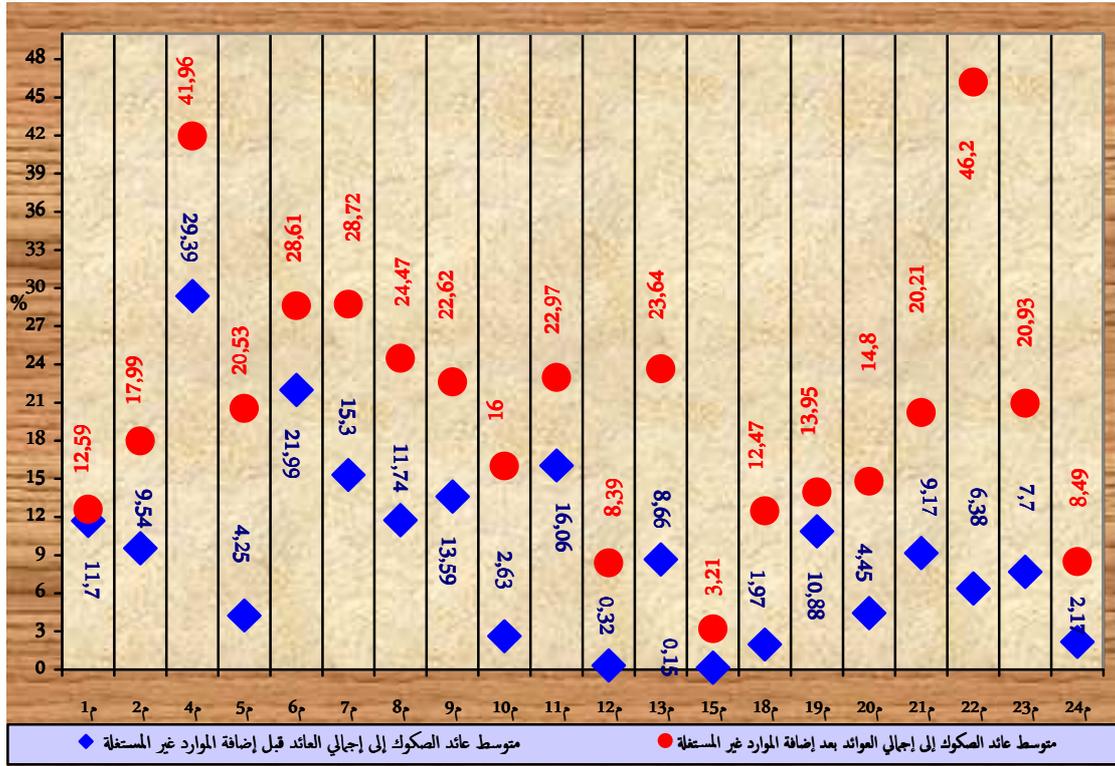


المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على التقارير السنوية للمصارف المدروسة.

هذا، ويمكن أن نلمس مدى تحقّق ذلك الأثر أيضاً- وبشكلٍ أوضح- من خلال مقارنة مساهمة عائد الصّكوك في تشكيل إجمالي العائد المصرفي، حيث يتبيّن لنا من خلال الشّكل أدناه وجود فارقٍ واضحٍ بين معدّل المساهمة الفعلي ومعدّل المساهمة الناتج عن التوسّع في حجم توظيفات الصّكوك، يستثنى من ذلك ثلاثة مصارف حيث يُلاحظ وجود فارقٍ بسيطٍ للغاية في معدّل المساهمة في الحالتين.

الفصل الخامس: أثر عمليات التصكيك على تركيبة الاستثمار في المصارف الإسلامية

الشكل رقم 05- 54: شكل يوضح متوسط نسبة إجمالي عائد استثمارات الصكوك- الناتجة عن الاستغلال الكلي للموارد- إلى إجمالي العائد الكلي لدى عينة المصارف الإسلامية المدروسة خلال الفترة 2004- 2014

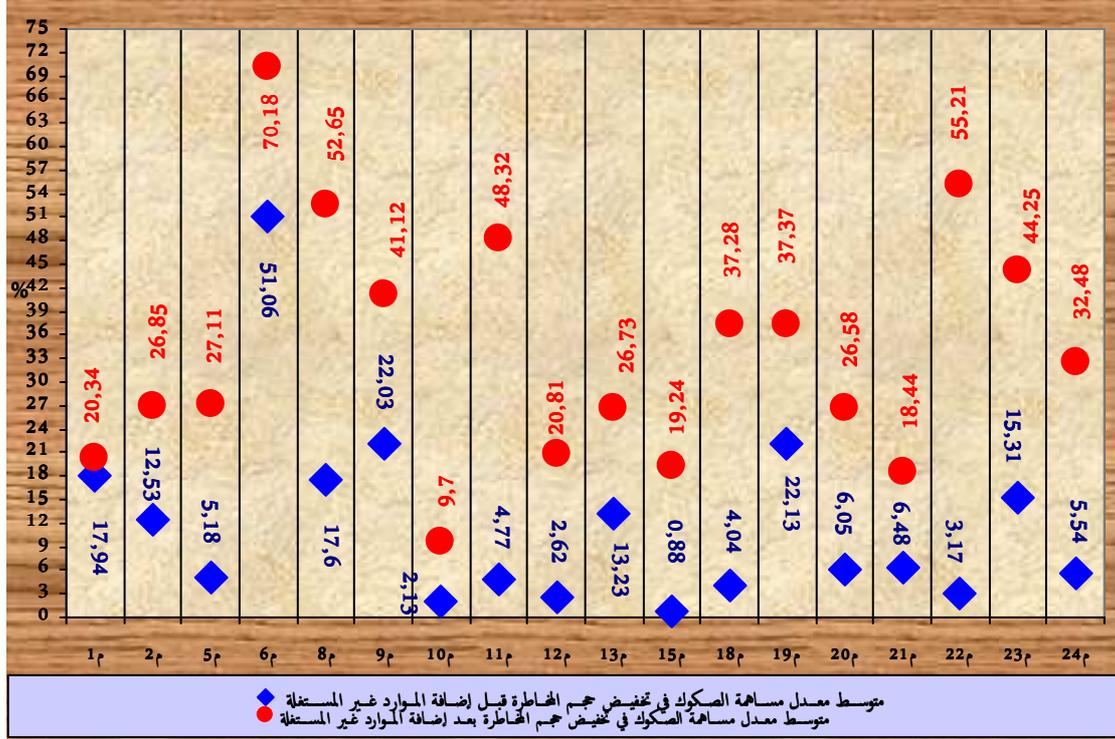


المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على التقارير السنوية للمصارف المدروسة.

➤ **أثر التوسع في الصكوك على حجم المخاطرة:** كنّا قد انتهينا بناءً على تقييمنا لأثر استثمارات الصكوك على المستوى العام للمخاطرة إلى القول بانخفاض عنصر المخاطرة في هذه الأخيرة وبقدرتها على امتصاص جزءٍ مُعتبر من المخاطرة العامة، وانصرفنا بناءً على ذلك إلى القول بأن التوسع فيها سيُسهم بشكلٍ أكبر في تدنية عنصر المخاطرة لدى المصرف. ويبدو أن هذا الحكم يحمل مصداقية هو الآخر، إذ يتّضح من خلال الشكل أدناه أن جلّ المصارف التي حصل فيها توسع في حركة الصكوك تمكّنت من تحجيم عنصر المخاطرة وبمستوى مهمٍ للغاية. فعلى سبيل المثال فإنّه بإمكان مصرف الشارقة الإسلامي أن يخفض من حجم المخاطرة العامة بمعدّل 52% فيما لو اتّجه نحو استغلال جميع موارده-غير المستغلّة طبعاً- في شكل صكوك. وبالمثل فإنه بإمكان 8 مصارف من أصل 17 مصرف أن تقلص المستوى العام للمخاطرة بمعدّل لا يقلّ عن 18% في حال توجيهها نحو توسيع استثماراتها في الصكوك، وهذا كلّه راجع إلى انخفاض مستوى مخاطرة هذه الأخيرة.

الفصل الخامس: أثر عمليات التصكيك على تركيبة الاستثمار في المصارف الإسلامية

الشكل رقم 05-55: شكل يوضح متوسط معدل مساهمة استثمارات الصكوك في تحجيم عنصر المخاطرة قبل وبعد الأخذ بالموارد غير المستغلة لدى عينة المصارف الإسلامية المدروسة خلال الفترة 2004-2014



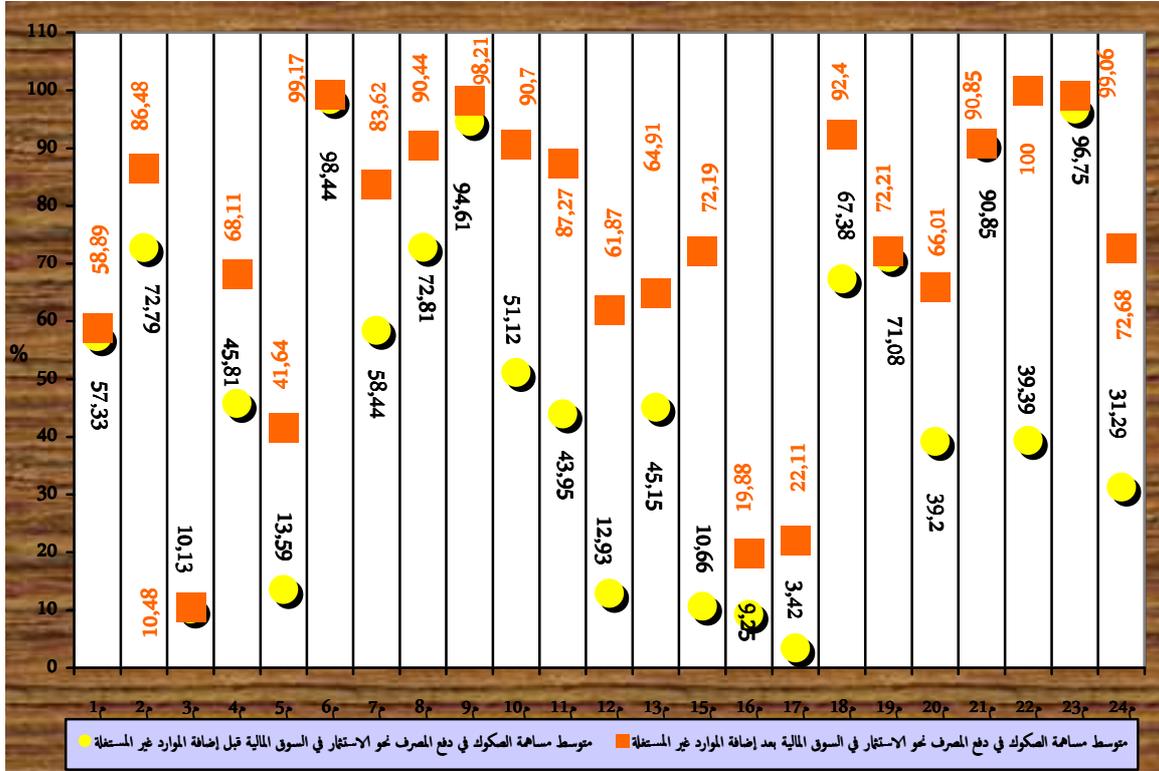
المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على التقارير السنوية للمصارف المدروسة.

أثر التوسع في الصكوك على درجة تفاعل المصارف الإسلامية مع السوق المالية: كُنَّا قد انتهينا في تقييمنا المنصرم لدور الصكوك في تهيئة العوامل المساعدة على تنشيط حركة الاستثمار طويل الأمد لدى المصارف إلى نتيجة مفادها أن الصكوك بإمكانها أن تُوجد أو تُقيم ارتباطاً وتفاعلاً قوياً للغاية بين المصرف الإسلامي والسوق المالية-وذلك من خلال إيجاد فرص استثمارية بها-، وانصرفنا بناءً على ذلك إلى القول بضرورة أحداث حركية وتوسع كبير في نشاط التصكيك إذا ما أرادت المصرفية الإسلامية ممارسة دور تنموي ملموس. ويبدو أن هذا القول هو الآخر له مصداقية، فالذي يتبين من خلال الشكل أدناه أن توسع المصارف محل الدراسة في توظيفات الصكوك (من خلال الاستغلال الكامل للموارد) حقق لها مزيداً من التفاعل مع السوق المالية، وقد يتضح هذا من خلال مقارنة الوضع الحالي مع الوضع السابق (استثمارات الصكوك الفعلية)، ففي الوقت الذي لم يتجاوز فيه عدد المصارف التي حققت لها استثمارات الصكوك تفاعلاً مع السوق المالية بمعدل تجاوز 70% (في المتوسط) 7 مصارف بالتحديد، فإن التوسع في حجم الصكوك الناتج عن استغلال الموارد المتاحة بشكل كامل مكّن 7 مصارف أخرى من تحطّي حاجز 70% في المتوسط (أي ثمة 14 مصرفاً في المجمل تعدّى فيها حجم التفاعل 70% في المتوسط). وليس هذا فحسب، بل إن ذلك التوسع وسّع من مدى التفاعل عند جلّ المصارف ووصل به إلى مستوى 20% تقريباً كحدٍ أدنى، وهذا خلافاً للوضع السابق حيث أن 6 مصارف من أصل 23 مصرفاً لم يتجاوز فيها اسهام استثمارات الصكوك في إيجاد تفاعل مع السوق المالية معدل 12% في

الفصل الخامس: أثر عمليات التصكيك على تركيبة الاستثمار في المصارف الإسلامية

المتوسط كحدٍ أعلى (أنظر الشكل رقم 39).

الشكل رقم 05-56: شكل يوضح متوسط معدل مساهمة الصكوك في دفع المصارف الإسلامية نحو الاستثمار في السوق المالية قبل وبعد الأخذ بالموارد العاطلة لدى عينة المصارف الإسلامية محل الدراسة خلال الفترة 2004-2014



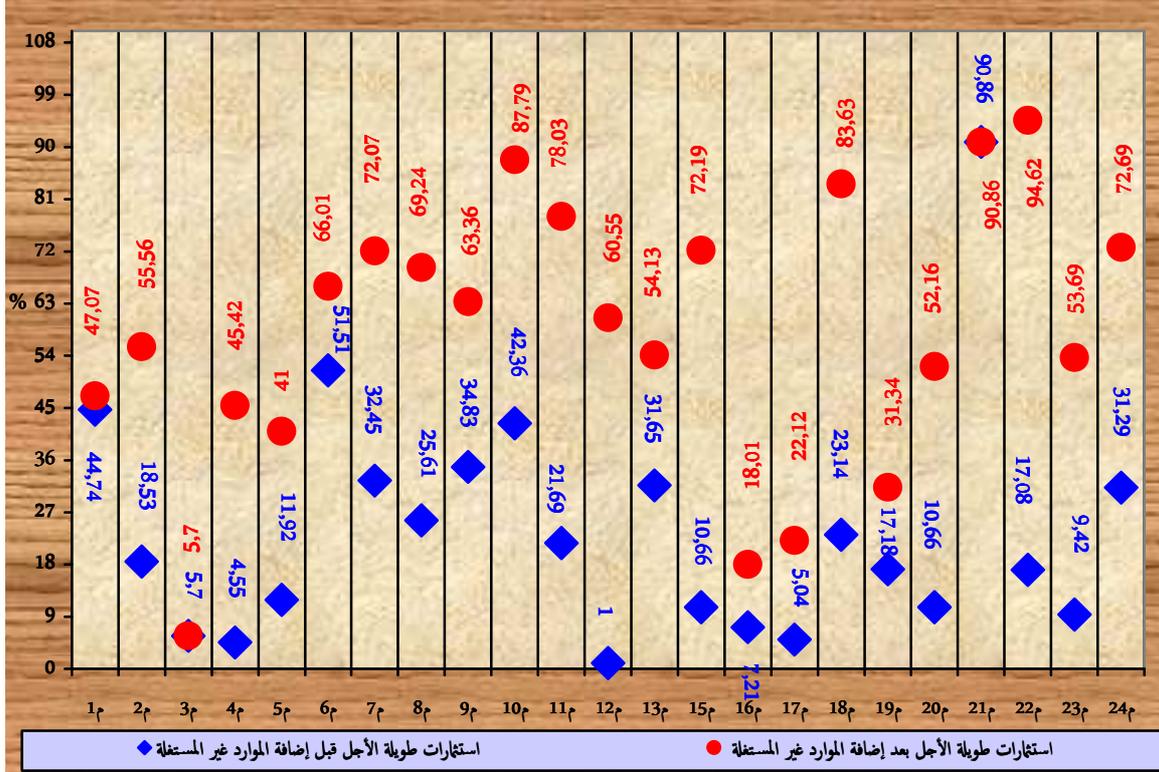
المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على التقارير السنوية للمصارف المدروسة.

وبخصوص مسألة مدى استفادة المصارف من ذلك التفاعل في تنشيط حركة الاستثمار طويل الأجل باقتناص الفرص الاستثمارية الحقيقية التي تستوعبها تلك السوق المالية، فيبدو بناءً على ما هو وراة في الشكل أدناه أن هذه الأخيرة ساهمت بشكلٍ جِدُّ فعَّالٍ في توليد وإيجاد فرص استثمارية طويلة الأجل - ساهمت في إيجادها استثمارات الصكوك - لـ 18 مصرفاً من أصل 23 مصرف، بمعدل لا يقلُّ عن 45% في المتوسط من مجمل الاستثمارات المالية لهذه الأخيرة، وقد ساهم هذا في تشكيل ما لا يقلُّ عن 50% في المتوسط من مجمل الاستثمارات طويلة الأمد التي قامت به تلك المصارف المشار إليها (أنظر الشكل رقم 52). وقد يظهر الأثر الإيجابي للتوسع في استثمارات الصكوك في هذا الشأن بشكلٍ أفضل من خلال مقارنة الوضع الفعلي مع الوضع التَّاجم عن التوسع، فيظهر من خلال المقارنة أن التوسع في توظيفات الصكوك مكَّنت 14 مصرفاً آخر من تعظيم مجال الإفادة من الفرص الاستثمارية طويلة الأجل المتاحة من طرف السوق المالية (بمعدل لا يقلُّ عن 45% في المتوسط) مقابل 4 مصارف فقط دخلت مجال الاستفادة المشار إليه (أنظر الشكل رقم 40).

وإذ تبين هذا، فإن من المؤكَّد أن زيادة حجم توظيفات الصكوك ستزيد من قوة التفاعل بين المصارف الإسلامية والسوق المالية، وهذا بدوره سيُسعِف المصارف على تعظيم حجم استثماراتها طويلة الأمد.

الفصل الخامس: أثر عمليات التصكيك على تركيبة الاستثمار في المصارف الإسلامية

الشكل رقم 05- 57: متوسط معدل مساهمة السوق المالية في إيجاد منافذ استثمارية طويلة الأجل للمصارف الإسلامية - محل الدراسة- من خلال الاستثمار في الصكوك قبل وبعد الاستغلال الكامل للموارد خلال الفترة 2004- 2014



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على التقارير السنوية للمصارف المدروسة.

تأسيساً على سبق، فإن من الواضح أن ثمة فرصة كبيرة أمام المصارف الإسلامية نحو تعظيم نشاطها الاستثماري طويل الأجل، وثمة مجال واسع أمامها لتعظيم حجم عوائدها وتدنية مستوى المخاطرة العامة التي يتعرض لها نشاطها، وثمة فرصة نحو زيادة تفاعلها مع السوق المالية بما قد يعزز من دورها التنموي، والظفر بهذا وذاك لا يقتضي منها سوى تحريك مواردها العاطلة نحو الصكوك.

المطلب الثاني: سبل توسيع حجم نشاط التصكيك بالمصارف الإسلامية

لئن كان قد ظهر لنا بناءً على تحليلنا السابق لحركة استثمارات الصكوك لدى المصارف محلّ الدّراسة أن ثمة حضوراً متواضعاً لذلك الشكل من الاستثمارات عند أغلب تلك المصارف، ولئن كان اتّضح لنا من خلال العرض الآنف بما لا يدعُ مجالاً للشك أن ثمة فرصة هامة أمام تلك المصارف لتفعيل وتعظيم نشاطها الاستثماري طويل الأجل- مع تحصيل المنافع الأخرى المشار إليها- بتركيز اهتمامها على استثمارات الصكوك، فإن انكشاف المصارف الإسلامية حول هذه الأخيرة وتمكينها من الحضور المستمر والقوي هو أمرٌ ضروري في نظرنا، وإن تحقيق ذلك رهين بصياغة جملة حسنة من التدابير والخطوات الإجرائية، ولعلّ أرجح تلك التدابير وزناً وأبعدها أثراً في الفعيل والتمكين المنشود ما سنقوم بعرضه في النقاط الآتية.

أولاً: تدابير تُعنى بها المصارف الإسلامية أساساً (داخلياً)

ترتيب أقسام بذاتها - خلية مُتخصّصة - بالمصارف الإسلامية تشرف على تنفيذ عمليات الاستثمار في

الفصل الخامس: أثر عمليات التصكيك على تركيبة الاستثمار في المصارف الإسلامية

الصَّكوك (البيع والشراء).

توفير خبرات وكوادر فنية متخصصة في عمليات التصكيك، فنجاح عمليات التصكيك ومماستها على نحو واسع وغرس الطمأنينة في نفوس المستثمرين فيها أمرٌ يحتاج بلا شك إلى خبرات وكوادر فنية مؤهلة ومُتخصّصة على مستوى عالٍ من المهارة والكفاءة في دراسة الجدوى وتقييم المشروعات وتحديد الأصول وفرص الاستثمار الجيدة. وتوفير هذه الخبرات لن يُتاح إلا بتأهيل بعض من موظفيها- وهذا حتى لا تضطر إلى الاستعانة بالخبرات الخارجية التي تحمّلها تكاليف إضافية- من خلال إعداد برامج تدريبية مرتبطة بالجوانب الشرعية والقانونية والمحاسبية والمالية والفنية للعملية.

المساهمة على نحو واسع في تمويل البنى التحتية- لكونها تأخذ نصيباً معتبراً في سوق الصَّكوك كما سبق وظهر لنا- وفي تأسيس المشروعات والمساهمة في رؤوس أموالها (تغليب قاعدة الملكية على الدين) (أي التنوع الواسع لأنشطة الاستثمارية خصوصاً) والتوجّه نحو المجالات الاستثمارية التي تتطلب أحجاماً هائلة من الاستثمارات. هذا ويجدر أن تكون الفرص الاستثمارية ذات مخاطر واستحقاقات (آجال) متنوّعة، وذلك حتى يكون الإمكان إصدار صكوك مُتنوّعة لإشباع التفضيلات المختلفة للمدّخرين، وتغيّر من ثقافة التملّك (أي الصَّكوك) السائدة حالياً عند غالبية المالكين لها. كما ينبغي من جانب آخر أن تكون المشاريع أو الفرص الاستثمارية التي يُراد التصكيك لتمويلها أو تسهيلها مُجديةً اقتصادياً واجتماعياً.

من المعلوم أن تداول الصَّكوك- بما يُثمر في النهاية ممارسة النشاط على نحو واسع- يحتاج إلى توليد الثقة بها والاطمئنان إليها في السوق. وقد يكون من أهمّ عناصر إيجاد ذلك (خاصة في حال تخلف أسواق الأوراق المالية الإسلامية) إعلان المصارف استعدادها لشراء الصَّكوك بأسعار تُعلن يومياً أو أسبوعياً. وإذا ما استطاعت إعادة أموال حملة الصَّكوك في وقتها مع العائد الذي ينبغي سداده (إطفاء الصَّكوك)، فإن ذلك سوف يكون أفضل وأكمل، لأنه بذلك يزول تخوّف الجمهور من التعامل بتك الأداة، ويتوقّف جو أكثر ملاءمة لشراء الاصدارات الجديدة (الأمر الذي يزيد في حركية وحيوية النشاط لدى المصرف). وبالبقاء في دائرة الحديث عن الثقة وسبل بثّها في نفوس المستثمرين، فإنه يتحمّم على المصارف المنقّدة للمشروعات التي تمّ تمويلها بواسطة الصَّكوك الالتزام بالإفصاح ونشر المعلومات الخاصة بالمراكز المالية ونتائج النشاط وتدقّقاته النقدية ونحو ذلك ممّا هو متّصل بالبيانات الواجب الاطلاع عليها (بشكلٍ مُستمر)، وذلك حتى يتمكن المستثمرون من اتخاذ قراراتهم على أساس معلومات تعكس حقيقة أوضاع المشروع خلال فترة التعامل، خاصة وأن الصَّكوك تقوم على مبدأ الرّبح والخسارة.

إنشاء صندوق ذي طبيعة وقفية تساهم فيه المصارف الإسلامية وتبرّع له بمبالغ تتناسب مع حجم إصداراتها من الصَّكوك، ليقدم الضمان اللازم لهذه الأخيرة. ويمكن أن تنص شروط الإصدار على تخصيص جزءٍ من أرباح الصَّكوك لهذا الصندوق، حتى يتمكن من بناء طاقة مالية ذاتية كافية لحاجاته¹.

¹- مندر نجف، "سندات القراض وضمان الفريق الثالث وتطبيقها في تمويل التنمية في البلدان الإسلامية"، مرجع سبق ذكره، ص73، بتصرف.

الفصل الخامس: أثر عمليات التصكيك على تركيبة الاستثمار في المصارف الإسلامية

نشر ثقافة الاستثمار في الصّكوك: فينبغي على المصارف الإسلامية في سعيها نحو توسيع وزيادة حجم استثماراتها في الصّكوك (إن إصداراً أو اكتتاباً) أن تهتمّ بنشر وتطوير ثقافة التعامل بالصّكوك لدى جمهور المتعاملين معها - وحتى غير المتعاملين معها-، وذلك بإعداد وتنفيذ خطة إعلامية مدروسة (بإصدار مجلّات دورية والمقالات التحليلية، وتنظيم وعقد المحاضرات والتّدوات وحلقات النقاش التي يشارك فيها المسؤولون المختصّون وذوو الخبرة) للتعريف بالتصكيك والصّكوك والتوعية بأهمّية الأخذ بها، وبكونها وسيلة يمكن من خلالها مشاركة المصرف في تأسيس المشروعات بالاكتتاب فيما يُطرح من صكوك عند التأسيس، وبأن حيازتها تعني ملكية جزء من المشروع بما يمثّله من حقوق مختلفة أثناء حياة المشروع وعند تصفيته.

الاستفاضة في التصكيك لسائر العقود، مع التركيز على الصّكوك الاستثمارية - اعتباراً من أن لها قابلية للتداول ومن أن التداول هو سرّ إيجادها وسرّ حياتها وسرّ ممارستها لوظيفتها - على نحوٍ واسع مقارنة بالصّكوك التمويلية.

عمل ترتيبات بين مجموعة من المصارف للقيام بشراء وبيع الصّكوك الإسلامية التي تصدر عن هذه المجموعة ويكون هذا بمثابة سوق نقدية على نطاقٍ محدود.

الحرص أشدّ الحرص على النجاح المشاريع الاستثمارية الممولة بالصّكوك (خاصة النماذج الأولية منها).

وإذا ما أرادت المصارف الإسلامية أن تحقق توسعاً ملموساً في حركة التصكيك لديها فينبغي أن يكون الجمهور المستهدف هو نفسه جمهور الأسهم والاكتتابات العامة.

الابتعاد عن المخالفات التطبيقية، إن من حيث نقل الملكية أو من حيث التوزيع الدّوري على حملة الصّكوك أو من حيث ضمان استرداد رأس المال. وذلك اعتباراً من أن شيوع هذه المخالفات يُزعزع ويهزّ كثيراً من مصداقية الصّكوك ويصّرف اهتمام المستثمرين عنها.

السعي بشكلٍ دائمٍ لتصنيف الصّكوك المصدرة. هذا مع العمل على تحسينه، وذلك عن طريق تكوين احتياطي ضدّ مخاطر استثمار الموجودات، باحتجاز نسبة يُتفق عليها مع حملة الصّكوك في نهاية كلّ فترة، حتى يصل الاحتياطي إلى نسبة معيّنة من قيمة الأصول.

الاهتمام بإدراج الإصدارات في الأسواق الثّانوية، وذلك حتى يتوسّع نطاق العمل بها وتنشأ عليها حركة مستمرة بيعاً وشراءً، ممّا يُكسب الصك صفة الورقة المالية الجيدة الكفؤة.

البعد عن التركيب والتعقيد، وذلك اعتباراً من أن مع زيادة التركيب والتعقيد تزداد التكاليف والإجراءات.

ثانياً: مقترحات مُرتبطة بسوق الصّكوك أساساً

وتجري مناقشة هذه النقطة انطلاقاً من كون السوق المالية المكان الذي يجري فيه إصدار وتداول الصّكوك واعتباراً من كونها المصدر الأساسي الذي يُتيح للمصرفية الإسلامية خاصّة التوسّع في استثماراتها من الصّكوك بالقدر الذي يخدم حركة استثماراتها طويلة الأجل، ومستوى السيولة والعائد ونحو ذلك من أهدافها وغاياتها. أي أن تنشيط حركة الصّكوك وتوسيع حجمها لدى المصرفية الإسلامية مرهونٌ إلى حدٍ بعيد بمدى نشاط وحيوية

الفصل الخامس: أثر عمليات التصكيك على تركيبة الاستثمار في المصارف الإسلامية

سوقي الصكوك الأولية والثانوية. ولكن كان قد تبين بناءً على مقارنة جانبي العرض والطلب ضعف السوقين (وخاصة السوق الثانوية) فإن ثمة عدداً من التدابير قد تؤدي في نظرنا إلى خفض حجم الهوة بين الجانبين (أي العرض والطلب) وتزيد من قوة ونشاط السوق، ومن ذلك نذكر:

☞ تعزيز عرض السوق: يستوجب ذلك العمل على تنشيط الإصدار بحجم واسع ومتنوع من الأدوات، ويمكن تحقيقه بأسلوبين:

* الأسلوب الإلزامي: حيث يتم من خلال الأحكام التشريعية مطالبة بعض الشركات بإصدار أو طرح صكوكها للاكتتاب العام أو الإدراج التلقائي في السوق الثانوية عندما يصل رأسمال هذه الشركات إلى حد معين. ويفضل أن تكون الشركات المقصودة هنا تلك الشركات الكبيرة والمؤسسات المعروفة، وذلك اعتباراً من أنها غالباً ما تتمتع بفرص نجاح أفضل (وذلك نظراً لكونها ذات مخاطر ومكانة ائتمانية جيدة) وبقبول أكبر (من قبل المستثمرين) مقارنة مع غيرها.

* الأسلوب التشجيعي، والمتمثل في السياسات الضريبية التي تحفز على التوسع في الإصدارات الجديدة كالإعفاء الضريبي على المصاريف المترتبة على عملية إصدار صكوك.

فإذا ما حصلت هذه الإصدارات -وعلى نحو واسع- فإن من المرجح جداً أن ذلك سيجعل سوق الصكوك أكثر نشاطاً وعمقاً (زيادة عدد المتعاملين النشيطين)، وستتوفر للمصارف الإسلامية عندئذ فرص إضافية في السوق لشراء تلك الصكوك والاستثمار فيها.

☞ تيسير التداول، وذلك بالاتفاق مع بعض الأسواق المالية في البلدان الإسلامية لقبول تداول إصدارات الصكوك والاتفاق مع إدارة هذه الأسواق - وبخاصة في البلدان التي تطبق أنظمة أجنبية - على قبول الصكوك قبل إصدارها، بحيث تتضمن النشرة الدعوة إلى شراء ذلك الإصدار مع ذكر الأسواق التي وافقت على السماح بتداولها. ويمكن وضع التعريف الشرعي الواضح لبدو صلاح الصكوك، ثم يُوكل إلى اللجان الفنية المختصة في الأسواق المالية تحديد بدء تداول صكوك كل إصدار بما ينسجم مع بدو صلاح المشروع المتعلق به¹.

☞ زيادة الوعي لدى الشركات بمنتج الصكوك، والتركيز على تحقيق ذلك يمكن أن يشمل بيان النواحي التالية:

- توعية الشركات بأن هذا المنتج تتم هيكليته خارج إطار الميزانية، حيث لا تتم وفقه زيادة الدين على الشركة.

- عادة ما تكون تكلفة التمويل عن طريق الصكوك أقل من تكلفة التمويل المصرفي التقليدي.

- تساعد الصكوك على تعزيز مكانة الشركة في السوق (بالإشهار بها ونحو ذلك).

فإذا ما حصل وأخذت هذه الجوانب نصيبها من الاهتمام لدى الشركات، فإنه من شك أن ذلك سيكون له أثر إيجابي جداً على سوق الإصدارات، وسيتاح عندئذ للمصارف الإسلامية فرصة لتنوع محفظة الصكوك لديها ويتسنى لها المشاركة في استثمارات غالباً ما تكون تنموية وحقيقية.

☞ تبسيط إجراءات نقل ملكية الأصول: ويأتي تناول هذا الجانب اعتباراً من أن تعقيد نظام نقل الملكية ينجر

¹ - مندر نجف، "سندات القراض وضمان الفريق الثالث وتطبيقاتها في تمويل التنمية في البلدان الإسلامية"، مرجع سبق ذكره، ص 73-74، بتصرف.

الفصل الخامس: أثر عمليات التصكيك على تركيبة الاستثمار في المصارف الإسلامية

عنه في الغالب زيادة في الكلفة المالية لعملية التصكيك، الأمر الذي يترتب عليه عدم نقل الملكية بشكلٍ فاعل. ولقد نعلم أن جانب نقل الملكية مهم جداً في نظر المستثمر، إذ أن تحققه عملياً يُضفي كثيراً من المصدقية على الصك محل التعامل ويجذب الاهتمام إليه.

☞ ضرورة دعم السوق بإصدارات سيادية -متكررة وذات جودة-، وذلك اعتباراً من أن التركيز عليها يقود إلى تطوير السوق وبتثالث الثقة فيها، كما أنها تعطي إمكانية لبناء مؤشّر للعائد.

☞ الاهتمام بشكل أكبر بالمستثمرين المؤسسين وصناديق الاستثمار... الخ، باعتبار أن لهم دوراً مهماً للغاية في سوق التداول.

☞ توحيد هياكل الصكوك: وهي مسألة على قدر عالٍ من الأهمية في إطار السعي نحو تنشيط سوق الصكوك لكون أن عملية التوحيد هذه تتيح مزايا مهمّة للغاية، والتي منها نعد¹:

- يمكن لتوحيد (تنميط) الهياكل أن يقلل من التكاليف والمخاطر.

- يلعب توحيد هياكل الصكوك دوراً مهماً في تحقيق النمو وتوفير السيولة ضمن سوق الصكوك كونه يُسهّم في تعزيز الثقة والوضوح حيال مزايا الهياكل.

- يتيح لحملة الصكوك قدرة أفضل على استيعاب حقوقهم وواجباتهم، فضلاً عن تعزيز ثقتهم لدخول السوق وممارسة التعاملات.

- تلقى الهياكل الموحدة قبولاً لدى الأطراف إذا كانت سهلة الاستيعاب وتحقق التوازن المطلوب بين مصالح المتعاقدين، كما تُصبح عملية التفاوض حول جوانب التعاملات المختلفة أكثر بساطة وانسيابية. وعلاوة على ذلك يتمتع الممولون في ظل التنميط بحماية أفضل ضد المخاطر التي لا يمكنهم توقعها أو المطالبات التي قد لا تكون لازمة.

- تسهم الهياكل الموحدة في تسهيل إدارة ومتابعة التعاملات بعد توقيعها. وتتظافر هذه المزايا كلّها لثمر في النهاية - مع غيرها من التدابير - سوقاً مالية أكثر عمقاً ونشاطاً، بما يتيح للمصارف الإسلامية الفرصة لتوسيع معاملاتها في الصكوك.

ولالإشارة فإن اهتمامنا بهذه المسألة بإدراجها كواحدة من المقترحات الأساسية يأتي بناءً على مُفرزات واقع سوق الصكوك، إذ تنفيذ التقارير والدراسات إلى أنه ثمة فعلاً اختلاف وعدم تجانس في هياكل الصكوك المعتمدة في كثيرٍ من الدول، تماماً كما هو حال الصكوك الماليزية التي لا تلقى قبولاً وترحيباً في الأسواق الخليجية، وقد يبرر هذا ضعف سوق التداول كما سبق وتبين لنا في صدر هذا الفصل.

☞ تعزيز الوعي بهذا المنتج بين الشركات الأوروبية وكذلك بالنسبة للمستثمرين الأجانب من أجل جذب وزيادة الطلب عليها كمنتج استثماري بديل لتلك الشركات ولأولئك المستثمرين، وضمان تداخلها مع الصناعة المالية العالمية بشكلٍ واسعٍ من ثمّ.

¹ - حبيب أحمد، "التمويل الإسلامي لمشاريع البنية التحتية"، ورقة بحثية تم إعدادها لصالح سلطة مركز دبي المالي العالمي، 2009، ص 25، بتصرف.

الفصل الخامس: أثر عمليات التصكيك على تركيبة الاستثمار في المصارف الإسلامية

☞ الإعفاءات الضريبية: ويشمل هذا الإعفاء الشركة ذات الغرض الخاص وإعفاء الأرباح الناشئة عن الاستثمار في الصكوك من الضريبة على الدخل... الخ.

☞ دعم المؤسسات المالية الإسلامية الدولية كالمصرف الإسلامي للتنمية ونحو ذلك من الهيئات التنظيمية والمؤسسات الرائدة في العالم الإسلامي، لنمو سوق الصكوك والترويج لها عالمياً، وذلك من خلال تقديم ضمانات جزئية أو كلية ضد مخاطر عدم استقرار العملة، وقيود المصارف المركزية، وتأمين ومصادرة الممتلكات ونحو ذلك من المخاطر.

☞ إيجاد الثقة في السوق: وذلك بالإعلان والافصاح التام والدوري عن المراكز المالية الحقيقية وأنشطة الشركات المتداول صكوكها في السوق، بما يوفر للمستثمرين المعرفة الكاملة لاتجاه استثماراتهم وتقييم قراراتهم على أسس سليمة (بناءً على الأوضاع الحقيقية للمؤسسات). هذا فضلاً عن أهمية وضع المعايير المحاسبية التي يمكن بها الحكم على مدى سلامة المراكز المالية للشركات، مع ضرورة تطوير البنية الأساسية للسوق الثانوي وتجهيزها بالمعدات الحديثة، والاهتمام بالإعلان عن الأسعار لحماية حقوق المستثمرين. وفي دائرة الحديث عن الثقة وسبل إيجادها في السوق فإنه بالإمكان تأسيس جهاز فني محايد تتوفر لديه الإمكانيات الفنية والكفاءات التحليلية ليؤدي خدمة استشارية مجانية لحاملي الصكوك والمستثمرين المحتملين من أصحاب الأموال. هذا الجهاز يمكن تمويله جزئياً عن طريق رسم يفرض على كل حاملي الصكوك، وفي ذلك توجيه لهم كي ينتفعوا بهذه الخدمة الاستشارية التي سيدفعون ثمنها على أية حال، وضماناً للحد من تأثر قيم السوق التبادلية بمصادر الغرر والجهالة¹.

☞ تشجيع المصارف وغيرها من المؤسسات المصدرة على بيع الصكوك للمستثمرين الأفراد، وذلك اعتباراً من أن زيادة عمق السوق وكفاءته يعتمد على ولوج عدد كبير جداً من المستثمرين.

☞ إيجاد صانع السوق: وذلك لضمان قدر من الاستقرار والانضباط في سوق الصكوك، حيث يتولى بيع وشراء الصكوك لغرض منع قوى السوق من دفع أسعار الصكوك بفعل ظروف وقتية إلى الارتفاع أو الانخفاض الحادين. ويمكن أن يكون الصانع أحد المصارف الكبيرة أو إحدى شركات الاستثمار المتخصصة.

☞ تشجيع إنشاء شركات تقييم شرعي وائتماني محلية تتولى تصنيف الشركات المصدرة للصكوك بدلاً من اللجوء إلى شركات التصنيف الأجنبية.

☞ العمل على توفير الدعم المؤسسي الآخر في شكل خدمات الاستشارات القانونية والمحاسبية. فمثل هذه التدابير - إلى جانب التصنيف - ستساعد في استخدام كافة أنواع الصكوك.

☞ تطوير مؤشر عائدي مرجعي خارج مؤشر "الليبور" يعبر عن الربحية الحقيقية للاستثمار ويعكس بشكل سليم تكلفة الفرصة البديلة لقرارات الاستثمار. وهذا تحقيقاً لاستقلالية الصكوك عن السندات التقليدية في التسعير وإزالة لأي ترابط ذهني بينهما لدى جمهور المستثمرين.

☞ إيجاد تنظيمات فعالة لتنشيط سوق الصكوك، ومن ذلك شركات تزويد السيولة، حيث تقوم هذه الشركات

¹ - سيف الدين إبراهيم تاج الدين، "نحو نموذج إسلامي لسوق الأسهم"، مرجع سبق ذكره، ص 84، بتصرف.

الفصل الخامس: أثر عمليات التصكيك على تركيبة الاستثمار في المصارف الإسلامية

بتقديم أسعارٍ مُستمرّة لشرء أو بيع الصّكوك بغرض زيادة سيولتها وفق الضّوابط والشّروط المحدّدة في اتفاقية مزوّد السيولة.

✎ إصدار تشريعات تسمح للحكومات والهيئات التابعة لها بإصدار برنامج معناد للصّكوك بأجال استحقاق مختلفة مع استخدام الهياكل المتّفقة مع الشّريعة الإسلاميّة، وذلك اعتباراً من المنافع التي تحملها لسوق الصّكوك والتي منها نذكر:

- إمكانية استخدامها من قبل المصارف الإسلاميّة كوسيلة للحفاظ على متطلّبات السيولة القانونيّة لدى السّلطات الإشرافيّة.

- إمكانية استخدامها كأداة من أدوات السّوق النّقدية.

- تتمتع عادة الصّكوك الحكوميّة بدرجة عالية من الضّمان والثّقة- لكونها ذات مخاطر مُنخفضة-، ومن ثمّ فهي مقبولة تماماً في السّوق المحليّة.

- تمثّل الصّكوك الحكوميّة أساساً للسّوق الماليّة الإسلاميّة باعتبارها توّفر المقاييس (المؤشّرات) اللاّزمة للتداول.

✎ الدّعم الحكومي: ويشمل ذلك مُستويين، المستوى القانوني/التنظيمي والمستوى الاقتصادي/المالي. فعلى المستوى الأوّل، فمن المهمّ بمكان إرساء إطار قانوني وتنظيمي قويّ وفعال يضمن وضوح العمل واستقراره ويساعد على كسب ثقة المستثمرين في حماية حقوقهم-خاصّة وأن مجال الصّكوك هو المشاريع، وهذه الأخيرة بحاجة إلى الاطمئنان على استمرارية القوانين والأنظمة التي تحكمها-، ويكفل تطبيق العقود عبر عملية قضائية عادلة في حال نشوب الخلافات. ومن أمثلة الأنظمة والقوانين والإجراءات المهمّ سُنها لدعم نشاط التصكيك:

- اعتماد لائحة أو نظام طرح الصّكوك الإسلاميّة، مثلها مثل اللوائح والأنظمة المتعلّقة بترتيب طرح الأسهم والوساطة في إصدارها وتداولها.

- اعتماد نظام تأسيس الشّركات ذات الغرض الخاص، وتحديد صلاحيتها والإطار القانوني الذي يحكمها.

- اعتماد نظام حفظ الموجودات، والتأكّد فيما إذا تمّ تحويل القيمة الاقتصاديّة والمخاطر لتلك الأصول، وذلك لأن الصّكوك تتعلّق بما حقوق المستثمرين كما ترتبط بالتزامات المتموّلين.

- وضع الإطار القانوني لإجراءات التقاضي في المنازعات حول الصّكوك (نظام تسوية)، وتنظيم نشاط الوسطاء.

- توفير القوانين التفصيلية النّاطمة للصّكوك، والإفصاح والإعسار ضمن الإطار الإسلامي.

ويمكن أن تساند المصارف المركزيّة حكوماتها في ذلك من خلال استخدام الصّكوك في عمليات في السّوق المفتوحة مثلاً.

أمّا من الجانب الاقتصادي/المالي، فيكون الدّعم الحكومي من خلال الحرص على قدرة المشاريع على توفير أفضل معدّلات العائد والمخاطر للمستثمرين. وقد تكون هناك حاجة أيضاً لتقديم الدّعم المتمثّل في الحوافز الضريبيّة الكفيلة برفع كفاءة المشروع.

خلاصة الفصل الخامس:

عُني هذا الفصل بدراسة وتحليل أثر نشاط الاستثمار في الصّكوك على حركة الاستثمار طويل الأجل بالمصارف الإسلامية. وبعد عرضٍ مفصّل لتطوّرات سوق الصّكوك الأولى والثّانوية، وقراءةٍ لأهمّ أسباب نموّها واتّساعها، ووقوفٍ على حركة ذلك النّشاط على مستوى المصرفية الإسلاميّة بشكلٍ عام. وتقييم من ثمّ للمساهمات العملية التي تولّدت عن استثمارات الصّكوك-إصداراً واكتتاباً- إنّ على مستوى دعم حجم النّشاط الاستثماري طويل الأجل، أو على مستوى دعم العائد الإجمالي، أو على مستوى درجة المخاطرة ونحو ذلك، انتهى البحث إلى عددٍ من النّائج لعلّ أرجحها وزناً وأكثرها إحاطةً بالمسائل المحقّقة ما يلي:

☞ تبيّن على إثر تشخيص تطوّرات السّوق الأولى والثّانوية للصّكوك، أن هذه الأخيرة أقلّ حركية وفعالية مقارنة بالأولى، وبأن ثمة حضوراً ضعيفاً لدول الخليج- إصداراً واكتتاباً- مقارنة بالمنطقة الآسيوية وبالأخص ماليزيا.

☞ تبيّن لنا بعد تحليل سوق الإصدارات حسب القطاع الاقتصادي أن حضور المؤسسات المالية الإسلاميّة قد كان محدوداً إلى حدٍ بعيد، حيث أن حصّتها من إجمالي السّوق لم تتجاوز 22%. كما تبيّن من خلال تحليل السّوق ذاتها أن المراجعة والإجارة هما أكثر الهياكل استحضاراً في عمليات التصكيك، وفي المقابل كان استخدام هيكل المضاربة والمشاركة باهتاً إلى حدٍ بعيد.

☞ تبيّن لنا على إثر تشخيص تطوّرات السّوق الأولى أن نموّها كان نتاجاً لعوامل عديدة أهمّها: ضخامة حجم الإنفاق على مشاريع البنية التحتية وتحسيناتها، الدور المحوري للمؤسّسات التنموية متعدّدة الأطراف، بلوغ تواريخ الاستحقاق والحاجة إلى إعادة التمويل، تزايد الطلب على أدوات التمويل الإسلامي، البحث عن تنوع مصادر التمويل خاصّة بالنسبة لقطاع الشّركات، النّمو الاقتصادي القوي في الأسواق النّاشئة، قوّة جانب الطلب على الصّكوك، عمليات التطوير التنظيمي.

☞ ظهر لنا بناءً على تحليل حركة نشاط الاستثمار في الصّكوك لدى المصارف الإسلاميّة- بشكلٍ عام- أن ذلك النّشاط قد حظي باهتمامٍ ضعيف مقارنة بحركة سوق الصّكوك الأولى والثّانوية، وظهر ذلك الضّعف بشكلٍ كبيرٍ من ناحية الإصدار وتنظيمه، بينما كان أكثر أهميّة في جانب الاكتتاب.

☞ اتّضح لنا من خلال تقييم أثر الاستثمار في الصّكوك-إصداراً واكتتاباً- لدى عيّنة المصارف الإسلاميّة المختارة للدراسة أن مساهمة الصّكوك في دعم النّشاط الاستثماري طويل الأجل لدى هذه الأخيرة قد كان قوياً للغاية عند عددٍ منها. كما تبيّن لنا من خلال التقييم الجّري على تلك المصارف أن الصّكوك كان لها دورٌ إيجابي إلى حدٍ كبيرٍ في تعبئة الموارد، وفي تدنية عامل المخاطرة ودعم مستوى الرّبح المصرفي العام، وفي إقامة وتحقيق تفاعل بين المصارف والسّوق المالية.

☞ تبيّن لنا بناءً على التقدير الجّري لحجم استثمارات الصّكوك الممكنة، والمبني أساساً على الاستغلال الكامل للموارد أن ثمة فرصة هامة أمام المصارف الإسلاميّة نحو تعظيم نشاطها الاستثماري طويل الأجل، والظّفر بمنافع أخرى إضافية، كتعظيم حجم العائد وتدنية مستوى المخاطرة العامّة، وتقوية مستوى التفاعل مع السّوق الماليّة.

ملخص الدراسة

باللغة العربية:

عُنيت الدراسة بقراءة في خصائص آلية التصكيك بحثاً فيها عمّا هو ذو أثر يؤدي إلى تفعيل حركة النشاط الاستثماري طويل الأجل- التنموي- لدى المصارف الإسلامية. وبعد عرضٍ لواقع ذلك النشاط عند عددٍ من المصارف، ووقوفٍ على أهمّ الأسباب التي ساهمت في صنع معالمة، وتقييمٍ لأثر انزوائه وانحساره على أداء تلك المصارف، وبسطٍ ذا تفصيلٍ لخلفيات وأساسيات آلية التصكيك، وبيانٍ من ثمّ لمقوماتها الاستثمارية ولمظاهر قدرتها على حلّ المشاكل العملية للاستثمار طويل المدى، ودراسة ميدانية- لدى عينة من المصارف الإسلامية خلال الفترة 2003-2014- هدفت إلى التأكّد من حقيقة تجسد تلك المظاهر انتهت الدراسة إلى عدد من النتائج أبرزها: أن الأخذ بنشاط التصكيك- إن إصداراً أو اكتتاباً- على نحوٍ واسعٍ يتيح للمصارف الإسلامية فرصةً لتعظيم نشاطها الاستثماري طويل الأمد وممارسة دورٍ تنمويٍّ فاعلٍ من ثمّ، وذلك بفعل خصائصها ذات القدرة الكافية على توفير الموارد المالية الملائمة كماً وكيفاً لطبيعة ذلك النشاط، وذات القدرة على تكييف أساليب الاستثمار الأولية (من مشاركة ومضاربة ونحو ذلك) بإضفاء السهولة والمرونة عليها، وإكسابها شروط ومتطلبات النشاط الاستثماري المعاصر (من خلال عامل السيولة والتجزئة والتداول)، وذات القدرة على تدنية عنصر المخاطرة (من خلال خاصية التنوع والتداول)، ودعم المستوى العام للأرباح (بما تحمل من قدرة معتبرة على توليد أرباح مُجزية)، وإقامة علاقة تفاعلية قوية بين المصارف والسوق المالية أخذاً وعطاءً، وإيجاد مخارج وحلول عملية تصرّف أكثر إشكالات سياسات المصرف المركزي أثراً سلبياً على النشاط الاستثماري الحقيقي (طويل الأجل).

الكلمات المفتاحية: الاستثمار طويل الأجل، التصكيك، المصارف الإسلامية.

باللغة الإنجليزية:

This study aims at identifying the securitization mechanism in order to determine their role and impact in the activation of long-term investment in Islamic banks.

This study shows the reality of long-term investment activity for a number of Islamic banks and the reasons for their increasing influence. The study also includes theoretical the theoretical background of Islamic securitization and its Ingredients for investment; also its ability to solve practical long-term investment problems.

The study finds several results the most important is that securitization widely gives Islamic banks an opportunity to expand its investment long term and then practice a developmental role of an actor and that due to its ability to provide adequate financial resources in quantity and quality and their ability to adapt initial investment methods, and with the ability to minimize risk, and support of the general level of earnings and the creation of interaction between banks and financial market and solving problematic central bank policies that hinder the mobility of long-term investment activity.

Key words: long-term investment, Islamic securitization ,Islamic banks.

— المصادر والمراجع —

أولاً: مراجع باللّغة العربيّة

① ➤ الكتب:

📖 إبراهيم الدسوقي، "استثمار احتياطات التأمينات الاجتماعية مع التطبيق على المملكة العربية السعودية" جامعة الملك سعود، المملكة العربية السعودية، الطّبعة الأولى، 1988.

📖 ابن رجب الحنبلي، "القواعد لابن رجب"، دار الكتب العلمية، بيروت، دون طبعة، دون تاريخ.

📖 ابن رشد، "بداية المجتهد ونهاية المقتصد"، دار المعرفة، بيروت، الطّبعة السادسة، الجزء الثاني 1982.

📖 ابن قدامة، "المغني (كتاب البيوع: باب القرض)"، دار إحياء التراث العربي، بيروت، الطّبعة الأولى 1985.

📖 أبو الفضل جمال الدين محمد بن مكرم (ابن منظور)، "لسان العرب"، دار صادر، بيروت، الطّبعة الثالثة الجزء العاشر، 1414هـ.

📖 أبو حازم أحمد الشرباصي، "المعجم الاقتصادي الإسلامي"، دار الجيل، بيروت، 1981.

📖 أبو زكريا يحيى بن شرف النووي، "شرح النووي على صحيح مسلم"، دار إحياء التراث العربي، بيروت الطّبعة الثانية، الجزء العاشر، 1392هـ.

📖 اتحاد المصارف العربية، "برنامج تقييم المشروعات من وجهة النظر المصرفية"، اتحاد المصارف العربية، بيروت 1976.

📖 اتحاد المصارف العربية، "بحوث في التوريق وإدارة الموجودات والمطلوبات والرهونات العقارية"، اتحاد المصارف العربية، بيروت، 2002.

📖 اتحاد المصارف العربية، "إدارة الأصول ومخاطر التمويل في العمل المصرفي التقليدي والإسلامي"، اتحاد المصارف العربية، بيروت، 2002.

📖 اتحاد المصارف العربية، "دور الصيرفة الإسلامية في تعبئة الموارد و الأدوات الإسلامية الحديثة"، اتحاد المصارف العربية، بيروت، 2005.

📖 أحمد إبراهيم منصور، "عدالة التوزيع والتنمية الاقتصادية: رؤية إسلامية مقارنة"، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، الطّبعة الأولى، 2007.

📖 أحمد بن إدريس (القرافي)، "أنوار البروق في أنواع الفروق"، عالم الكتب، الرياض، الجزء الرابع، دون طبعة دون تاريخ.

📖 أحمد بن علي بن حجر العسقلاني، "فتح الباري شرح صحيح البخاري"، دار الريان للتراث، مصر 1986.

- 📖 أحمد حسن أحمد الحسيني، "صناديق الاستثمار: دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1999.
- 📖 أحمد حسن رضوان، "البنوك الإسلامية: التجربة والمستقبل"، دون ناشر، دون تاريخ.
- 📖 أحمد سفر، "موسوعة التوريق: التوريق وأسواق المال مع الإشارة إلى التجربة اللبنانية"، اتحاد المصارف العربية بيروت، 2002.
- 📖 أحمد سفر، "المصارف والأسواق المالية التقليدية والإسلامية في البلدان العربية"، المؤسسة الحديثة، لبنان 2006.
- 📖 أحمد عبد العزيز النجار، "طريقنا إلى نظرية متميزة في الاقتصاد الإسلامي"، كتاب بحوث مختارة من المؤتمر العالمي الأول للاقتصاد الإسلامي، المركز العالمي لأبحاث الاقتصاد الإسلامي، جدة، الطبعة الأولى، 1976.
- 📖 أحمد عبد العزيز النجار، "الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية"، الاتحاد الدولي للبنوك الإسلامية القاهرة، الجزء الأول، 1977.
- 📖 أحمد عبد العزيز النجار، "100 سؤال و100 جواب حول البنوك الإسلامية"، الاتحاد الدولي للبنوك الإسلامية، القاهرة، 1981.
- 📖 أحمد محي الدين أحمد حسن، "عمل شركات الاستثمار الإسلامية في السوق العالمية"، بنك البركة الإسلامي للاستثمار، البحرين، الطبعة الأولى، 1986.
- 📖 أشرف محمد دوابه، "دور الأسواق المالية في تدعيم الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية"، دار السلام، القاهرة، الطبعة الأولى، 2006.
- 📖 أشرف محمد دوابه، "الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق"، دار السلام، القاهرة، 2009.
- 📖 السعيد عثمان محجوب، "دراسة فنية عن المشاركة في رأس المال التشغيلي للقطاع الصناعي" بحث ضمن كتاب "صيغ تمويل التنمية في الإسلام"، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، المملكة العربية السعودية، الطبعة الثانية، 2002.
- 📖 الهواري عبد السلام بن محمد، "شرح لوثائق محمد بن أحمد بن حمدون بناني"، مطبعة الشريف، تونس 1949.
- 📖 أميرة عبد اللطيف مشهور، "الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي"، مكتبة مدبولي، القاهرة، 1991.
- 📖 بدران أحمد جابر، "المشاركات الزراعية وتطبيقاتها العملية في البنوك الإسلامية"، مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر، 2002.
- 📖 بول ميلز و جون بريسلي، "التمويل الإسلامي: النظرية والتطبيق"، ترجمة كرسي سابق لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، مكتبة الملك فهد الوطنية، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2014.

- 📖 جمال الدين عطية، "تقوم مسيرة البنوك الإسلامية، بحث ضمن كتاب بعنوان: ندوة اسهام الفكر الإسلامي في الاقتصاد المعاصر"، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، الطبعة الأولى، 1992.
- 📖 جمال الدين عطية، "البنوك الإسلامية بين الحرية والتنظيم - التقويم والاجتهاد - النظرية والتطبيق"، المؤسسة الجامعية للدراسات، لبنان، 1993.
- 📖 جمال عبد الناصر، "المعجم الاقتصادي"، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2006.
- 📖 حامد حسن محمد علي ميرة، "عقود التمويل المستجدة في المصارف الإسلامية: دراسة تأصيلية تطبيقية" دار الميمان، الرياض، الطبعة الأولى، 2011.
- 📖 حسن يوسف داود، "الاستثمار قصير الأجل في المصارف الإسلامية"، المعهد العالمي للفكر الإسلامي القاهرة، الطبعة الأولى، 1996.
- 📖 حسين فتحي عثمان، "التوريق المصرفي للديون: الممارسة والإطار القانوني"، دار الكتب، القاهرة، 1999.
- 📖 حسين كامل فهمي، "أدوات السياسة النقدية التي تستخدمها البنوك المركزية في اقتصاد إسلامي"، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 2006.
- 📖 خليل محمد حسن الشماع، "الإدارة المالية"، جامعة بغداد، العراق، الطبعة الثانية، 1992.
- 📖 درويش صديق جستنيه، "الفائدة والربح وأدوات التمويل الإسلامية: دراسة تحليلية اقتصادية"، جامعة الملك عبد العزيز، المملكة العربية السعودية، 1995.
- 📖 رضا سعد الله، "المضاربة والمشاركة، بحث ضمن كتاب بعنوان: البنوك الإسلامية ودورها في تنمية اقتصاديات المغرب العربي"، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، المملكة العربية السعودية الطبعة الأولى، 1990.
- 📖 رفيق يونس المصري، "مصرف التنمية الإسلامي أو محاولة جديدة في الربا والفائدة والبنك"، مؤسسة الرسالة بيروت، الطبعة الثالثة، 1987.
- 📖 رفيق يونس المصري، "فقه المعاملات المالية"، دار القلم، دمشق، الطبعة الأولى، 2005.
- 📖 رفيق يونس المصري، "الاقتصاد والأخلاق"، دار القلم، دمشق، الطبعة الأولى، 2007.
- 📖 زياد رمضان ومحفوظ جودة، "الاتجاهات المعاصرة في إدارة البنوك"، دار وائل، عمان، الطبعة الثالثة 2006.
- 📖 سامر مظهر فنطقجي، "أيّهما أصلح في الاستثمار معيار الربح أم معيار الفائدة"، مؤسسة الرسالة، سوريا 1423هـ.
- 📖 سامر مظهر فنطقجي، "فقه المعاملات الرياضي"، مجموعة دار أبي الفداء العالمية للنشر والتوزيع، سوريا 2012.
- 📖 سامي إبراهيم السويلم، "صناعة الهندسة المالية: نظرات في المنهج الإسلامي"، مركز البحوث شركة الراجحي المصرفية للاستثمار، 2000.

- 📖 سامي حسن أحمد حمود، "تطوير الأعمال المصرفية بما يتفق والشريعة الإسلامية"، دار الاتحاد العربي القاهرة، الطبعة الأولى، 1396هـ.
- 📖 سامي حسن حمود، "خصائص العمل المصرفي الإسلامي"، ورقة بحثية ضمن كتاب بعنوان "السياسة الاقتصادية في إطار النظام الإسلامي"، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، الطبعة الأولى، 1997.
- 📖 سليمان ناصر، "تطوير صيغ التمويل قصير الأجل للبنوك الإسلامية مع دراسة تطبيقية حول مجموعة من البنوك الإسلامية"، جمعية التراث، الجزائر، الطبعة الأولى، 2002.
- 📖 سمير عبد الحميد رضوان، "أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية ودراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية"، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، 1996.
- 📖 سيد الهواري، "إدارة البنوك مع التركيز على البنوك التجارية والإسلامية"، مكتبة عين شمس، القاهرة 1987.
- 📖 سيد قطب، "العدالة الاجتماعية في الإسلام"، دار الشروق، بيروت، الطبعة السادسة، 1979.
- 📖 سيد قطب، "في ظلال القرآن"، دار الشروق، مصر، الجزء الأول، الطبعة الثانية والثلاثون، 2003.
- 📖 صالح الحناوي، "بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق"، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2002.
- 📖 صالح جميل ملائكة، "سبل النهوض بسوق مالية فعالة في جذب المدخرات داخليا وخارجيا لتمويل البنية الأساسية، بحث ضمن كتاب بعنوان: أعمال ندوة التعاون بين الحكومة والقطاع الأهلي في تمويل المشروعات الاقتصادية"، تحرير رفيق يونس المصري، مطبعة جامعة الملك عبد العزيز المملكة العربية السعودية، الطبعة الأولى 2001.
- 📖 صبري حسنين، "الوظائف الاقتصادية للعقود المطبقة في المصارف الإسلامية، بحث ضمن كتاب بعنوان: موسوعة الاقتصاد الإسلامي في المصارف والنقود والأسواق المالية، المجلد الرابع: الجوانب الاقتصادية للمصارف الإسلامية، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، الطبعة الأولى، 2009.
- 📖 طارق الله خان وحبيب أحمد، "إدارة المخاطر، تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية"، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 2003.
- 📖 عاشور عبد الجواد عبد الحميد، "دور البنك في خدمة الأوراق المالية: دراسة مقارنة في القانونين المصري والفرنسي"، دار النهضة، القاهرة، 2003.
- 📖 عايد فضل الشعراوي، "المصارف الإسلامية: دراسة علمية فقهية للممارسات العملية"، الدار الجامعية بيروت، الطبعة الأولى، 2007.
- 📖 عبد الحميد عبد الفتاح المغربي، "الإدارة الاستراتيجية في البنوك الإسلامية"، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، الطبعة الأولى، 1425هـ.

- 📖 عبد الحميد محمود البعلي، "أدوات الاستثمار في المصارف الإسلامية"، الديوان الأميري، الكويت دون طبعة، دون تاريخ.
- 📖 عبد السميع المصري، "ماذا حرم الله الربا"، مكتبة وهبة، القاهرة، الطبعة الأولى، 1987.
- 📖 عبد العزيز الحياط، "الشركات في الشريعة الإسلامية والقانون الوضعي"، دار البشير، عمان الطبعة الرابعة الجزء الثاني، 1994.
- 📖 عبد العظيم أبو زيد، "بيع المراجعة وتطبيقاته المعاصرة في المصارف الإسلامية"، دار الفكر، دمشق، الطبعة الأولى، 1425هـ.
- 📖 عبيد علي أحمد الحجازي، "التوريق ومدى أهميتها في ظل قانون الرهن العقاري"، دار النهضة العربية القاهرة، الطبعة الثانية، 2001.
- 📖 عثمان بابكر أحمد، "نظام حماية الودائع لدى المصارف الإسلامية"، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب جدة، الطبعة الأولى، 2000.
- 📖 عثمان بابكر أحمد، "تجربة البنوك السودانية في التمويل الزراعي بصيغة السلم"، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 1418هـ.
- 📖 عز الدين بن زغبية، "مقاصد الشريعة الخاصة بالتصرفات المالية"، مركز جمعة الماجد للثقافة والتراث، دبي الطبعة الأولى، 2001.
- 📖 عز الدين محمد خوجة، "صناديق الاستثمار الإسلامية"، مجموعة دلة البركة، البحرين، الطبعة الأولى 1993.
- 📖 عز الدين خوجة، "أدوات الاستثمار الإسلامي"، مصرف الزيتونة، تونس، 2014.
- 📖 علي أحمد السالوس، "موسوعة القضايا الفقهية المعاصرة والاقتصاد الإسلامي"، دار الثقافة، قطر، 1993.
- 📖 علي بن محمد جمعة، "معجم المصطلحات الاقتصادية والإسلامية"، مكتبة العبيكات، الرياض، الطبعة الأولى، 2000.
- 📖 علي محي الدين القرة داغي، "بحوث في فقه البنوك الإسلامية: دراسة فقهية واقتصادية"، دار البشائر بيروت، الطبعة الأولى، 2002.
- 📖 علي محي الدين القرة داغي، "بحوث في الاقتصاد الإسلامي"، دار البشائر الإسلامية، بيروت، 2002.
- 📖 علي محي الدين القرة داغي، "أثر ديون ونقود الشركة أو المحفظة على حكم تداول الأسهم والصكوك والوحدات الاستثمارية (المشكلة والحلول): دراسة فقهية اقتصادية"، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة الطبعة الأولى، 2003.
- 📖 عماد صالح سلام، "البنوك العربية والكفاءة الاستثمارية"، اتحاد المصارف العربية، بيروت، 2004.

- 📖 عمر محمد إدريس، "المال واستخداماته بوصفه أصلاً في إصدار الصكوك في سوق الأوراق المالية"، جمعية دار البر، دبي، الطبعة الأولى، 2013.
- 📖 غانم محمد أحمد، "التوريق: الماهية- المزاي- الإجراءات- العناصر- التوريق في الشريعة الإسلامية وتطبيقاته في بعض الدول العربية"، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2009.
- 📖 فادي محمد الرفاعي، "المصارف الإسلامية"، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، الطبعة الأولى، 2004.
- 📖 فتح الرحمن علي محمد صالح، "موسوعة التوريق: صناعة التوريق في سوق التمويل السوداني"، اتحاد المصارف العربية، بيروت، 2002.
- 📖 قاسم محمد قاسم، "كتاب المصارف الإسلامية: نماذج من تجارب بنوك إسلامية"، اتحاد المصارف العربية بيروت، 1989.
- 📖 قطب مصطفى سانو، "المدخرات: أحكامها وطرق تكوينها واستثمارها في الفقه الإسلامي"، دار النفائس الأردن، الطبعة الأولى، 2001.
- 📖 كرسي سابع لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، "النظام المالي الإسلامي: المبادئ والممارسات"، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض، 1435هـ.
- 📖 لجنة من الخبراء الاقتصاديين والشرعيين والمصرفيين، "تقويم الدور الاقتصادي للمصارف الإسلامية"، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، الطبعة الأولى، 1996.
- 📖 مجموعة من الباحثين، "المعجم الوسيط"، مكتبة الشروق الدولية، مصر، الطبعة الرابعة، 2004.
- 📖 محمد الشحات الجندي، "التعامل المصرفي والمالي المعاصر من منظور إسلامي: الطبيعة الاستثمارية للمصارف الإسلامية"، دار الفكر العربي، القاهرة، 2008.
- 📖 محمد الصاوي، "مشكلة الاستثمار في البنوك الإسلامية، وكيف عاجلها الإسلام"، دار الوفاء المنصورة 1990.
- 📖 محمد الطاهر بن عاشور، "مقاصد الشريعة الإسلامية"، تحقيق محمد الطاهر الميساوي، دار النفائس، الأردن الطبعة الثانية، 2001.
- 📖 محمد باقر الصدر، "البنك اللاربوي في الإسلام"، دار التعارف للمطبوعات، سوريا، 1994.
- 📖 محمد بن اسماعيل البخاري، "صحيح البخاري"، دار ابن كثير، سوريا، الجزء الثاني، 1993.
- 📖 محمد بن مسلم الراددي، "إدارة البنوك الإسلامية بعد عولمة الأسواق"، المنظمة العربية للتنمية الإدارية بيروت، 2001.
- 📖 محمد تقي العثماني، "بحوث في قضايا فقهية معاصرة"، وزارة الأوقاف والشؤون الإسلامية، قطر، الجزء الثاني 2013.

- 📖 محمد جلال سليمان، "الودائع الاستثمارية في البنوك الإسلامية"، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة الطبعة الأولى، 1996.
- 📖 محمد سامي يوسف كمال، "الصكوك المالية الإسلامية: الأزمة والمخرج"، دار الفكر العربي، القاهرة 2010.
- 📖 محمد عبد الحميد الفقي، "الأداء الاقتصادي للمصارف الإسلامية وأثره في عملية التنمية الاقتصادية: دراسة فقهية اقتصادية"، عالم الكتب، القاهرة، 2010.
- 📖 محمد عبد الله الشباني، "بنوك تجارية بدون ربا: دراسة نظرية وعملية"، دار عالم الكتاب الرياض، 1987.
- 📖 محمد عبد المنعم أبو زيد، "الضمان في الفقه الإسلامي وتطبيقاته في المصارف الإسلامية"، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، الطبعة الأولى، 1996.
- 📖 محمد عبد المنعم أبو زيد، "نحو تطوير لنظام المضاربة في المصارف الإسلامية"، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، 2000.
- 📖 محمد عبد المنعم أبو زيد، "المخاطر التي تواجه استثمارات المؤسسات المصرفية الإسلامية، بحث ضمن كتاب الوقائع: دور المؤسسات المصرفية الإسلامية في الاستثمار والتنمية"، جامعة الشارقة الإمارات العربية المتحدة 2003.
- 📖 محمد عبيد الله، "تمويل الشركات من منظور إسلامي"، جامعة الملك عبد العزيز، المملكة العربية السعودية 2006.
- 📖 محمد عثمان شبير، "المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي"، عمان، درا النفائس، الطبعة السادسة 2007.
- 📖 محمد علي إبراهيم العامري، "الإدارة المالية"، دار المناهج، عمان، الطبعة الأولى، 2007.
- 📖 محمد عمر شابرا، "نحو نظام نقدي عادل"، دار البشير، عمان، الطبعة الأولى، 1990.
- 📖 محمد عمر شابرا وطارق الله خان، "الرقابة والإشراف على المصارف الإسلامية"، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 2000.
- 📖 محمد عمر شابرا، "مستقبل علم الاقتصاد من منظور إسلامي"، دار الفكر المعاصر، بيروت، 2004.
- 📖 محمد عمر شابرا وحبیب أحمد، "الإدارة المؤسسية في المؤسسات المالية الإسلامية"، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، الطبعة الأولى، 2006.
- 📖 محمد محمود مكاوي، "مستقبل البنوك الإسلامية في ظل التطورات الاقتصادية العالمية"، دون ناشر المنصورة، 2003.
- 📖 محمد محمود مكاوي، "الاستثمار في البنوك الإسلامية"، مؤسسة رؤية، الإسكندرية، 2011.

📖 محمد نجاه الله صديقي، "النظام المصرفي اللاربوي"، المجلس العلمي بجامعة الملك عبد العزيز، المملكة العربية السعودية، الطبعة الأولى، 1985.

📖 محمد نجاه الله صديقي، "بحوث في النظام المصرفي الإسلامي"، مركز النشر العلمي، جدة، 2003.

📖 مركز الاقتصاد الإسلامي، "التمويل بالمشاركة"، الرسالة، بيروت، الطبعة الأولى، 1988.

📖 مصطفى أحمد الزرقا، "المصارف: معاملاتها، ودائعها وفوائدها"، المركز العالمي لأبحاث الاقتصاد الإسلامي، جدة، 1983.

📖 مصطفى كمال طایل، "البنوك الإسلامية المنهج والتطبيق"، دار الوفاء، المنصورة، الطبعة الأولى، 1990.

📖 منذر قحف، "سندات الإجارة والأعيان المؤجرة"، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، الطبعة الأولى، 1995.

📖 منذر قحف، "مفهوم التمويل في الاقتصاد الإسلامي: تحليل فقهي اقتصادي"، مكتبة الملك فهد الوطنية، جدة، الطبعة الأولى، 1998.

📖 منور إقبال وآخرون، "التحديات التي تواجه العمل المصرفي الإسلامي"، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 1998.

📖 منير هندي ابراهيم، "إدارة المخاطر باستخدام التوريق والمشتقات - سلسلة الفكر الحديث في الإدارة المالية" منشأة المعارف، الإسكندرية، الطبعة الثالثة، 2011.

📖 مؤيد وهيب الزبيدي، "المصارف الإسلامية دراسة تقويمية لصيرفة لا تقوم على الفائدة"، الجامعة الأردنية، الأردن، 1994.

📖 نزيه حماد، "معجم المصطلحات المالية والاقتصادية في لغة الفقهاء"، دار القلم، دمشق، الطبعة الأولى، 2008.

📖 وائل عربيات، المصارف الإسلامية والمؤسسات الاقتصادية "أساليب الاستثمار، الاستصناع المشاركة المتناقصة (المنتهية التملك) النظرية والتطبيق"، دار الثقافة، الأردن، 2006.

📖 وهبة الزحيلي، "قضايا الفقه والفكر المعاصر"، دار الفكر، دمشق، الطبعة الأولى، 2007.

📖 يوسف كمال محمد، "المصرفية الإسلامية الأساس الفكري"، دار الوفاء للطباعة والنشر، مصر، الطبعة الأولى، 1996.

📖 يوسف كمال محمد، "المصرفية الإسلامية الأزمة والمخرج"، مكتبة الوفاء، القاهرة، الطبعة الثانية، 1996.

② أطروحات ورسائل جامعية:

📖 حسني عبد العزيز يحيى، "الصيغ الإسلامية للاستثمار في رأس المال العامل"، أطروحة دكتوراه منشورة الأكاديمية العربية للعلوم والمالية والمصرفية، عمان، 2009.

❏ خالد بن سعود الرشود، "العقود المبتكرة للتمويل والاستثمار بالصكوك الإسلامية"، أطروحة دكتوراه، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، المملكة العربية السعودية، 2013.

❏ سعود محمد عبد الله الربيع، "التمويل الاستثماري في الاقتصاد الإسلامي"، أطروحة دكتوراه جامعة أم القرى المملكة العربية السعودية، 1996.

❏ عبد الباري مشعل، "آليات التوازن الكلي في الاقتصاد الإسلامي"، أطروحة دكتوراه، جامعة الإمام محمد بن سعود، المملكة العربية السعودية، 2001.

❏ عبد الحليم إبراهيم محيسن، "تقييم تجربة البنوك الإسلامية: دراسة تحليلية"، رسالة ماجستير الجامعة الأردنية 1989.

❏ محمد عبد المنعم أبو زيد، "النشاط الاستثماري للمصارف الإسلامية ومعوّقاته مع الإشارة إلى تجربة المصارف الإسلامية في مصر"، رسالة ماجستير في الاقتصاد، جامعة الإسكندرية، 1991.

❏ يوسف بن عبد الله الشبيلي، "الخدمات الاستثمارية في المصارف وأحكامها في الفقه الإسلامي (الصناديق والودائع الاستثمارية)"، أطروحة دكتوراه، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية المملكة العربية السعودية، الجزء الأول، 2002.

❏ هشام أحمد عبد الحفي، "الصناديق والصكوك الاستثمارية الإسلامية"، أطروحة دكتوراه منشورة جامعة الإمام الأوزاعي، بيروت، 2009.

❏ 3 مقالات علمية:

❏ أحمد عبد العزيز النجار، "البنوك الإسلامية وأثرها في تطوير الاقتصاد الوطني"، مجلّة المسلم المعاصر، العدد 24، 1980.

❏ الجمعية المصرفية للتمويل الإسلامي، "الصكوك في 30 سؤال وجواب"، نشرة تعريفية، القاهرة، العدد الأول 2012.

❏ حسن عبد الله الأمين، "سندات المقارضة وسندات الاستثمار"، مجلّة مجمع الفقه الإسلامي، العدد الرابع 1988، ص 1431.

❏ حسين حامد حسان، "ضمان رأس المال أو الربح في صكوك المضاربة أو سندات المقارضة"، مجلّة مجمع الفقه الإسلامي، العدد الرابع، 1988.

❏ حسين حامد حسان، "الأدوات المالية الإسلامية"، مجلّة مجمع الفقه الإسلامي، العدد السادس، 1990.

❏ حسين كامل فهمي، "نحو إعادة هيكلة النظام المصرفي الإسلامي"، مجلّة الاقتصاد الإسلامي، المجلد 4 1992.

❏ سيف الدين إبراهيم تاج الدين، "نحو نموذج إسلامي لسوق الأسهم"، مجلّة أبحاث الاقتصاد الإسلامي، المجلد 03، العدد 01، 1985.

- شوقي أحمد دنيا، "كفاءة نظام التمويل الإسلامي: دراسة تحليلية مقارنة"، مجلّة جامعة أم القرى، السنة السابعة، العدد التاسع، 1994.
- شوقي أحمد دنيا، "إدارة السيولة في المصارف الإسلامية"، مجلّة الاقتصاد الإسلامي، المجلّد 36، العدد 375-376، 2012.
- عبد الجبار حمد السبهاني، "الأسهم والتسهيم: الأهداف والمآلات"، المجلّة الأردنية في الدراسات الإسلامية المجلّد الخامس، العدد (2 | أ)، 2009.
- عبد الرحمن يسرى أحمد، "دور المصارف الإسلامية في التنمية"، مجلّة الاقتصاد الإسلامي، بنك دبي الإسلامي العدد 167، 1995.
- عبد الستار الخويلدي، "إخفاقات الصكوك"، مجلّة الاقتصاد الإسلامي لبنك دبي الإسلامي، المجلّد 32 العدد 277، 2012.
- عبد السلام داود العبادي، "سندات المقارضة"، مجلّة مجمع الفقه الإسلامي، العدد الرابع، 1988.
- علي محي الدين القرّة داغي، "الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي"، مجلّة مجمع الفقه الإسلامي، العدد السابع، الجزء الأول، 1992.
- علي محي الدين القرّة داغي، "التطبيقات الشرعية لإقامة السوق الإسلامية"، مجلّة مجمع الفقه الإسلامي، العدد الثامن، 1994.
- فولكر نينهوس، "الصيرفة الإسلامية وأزمة ديون الدول النامية"، مجلّة المسلم المعاصر، العدد 52/51، 1988.
- قطب مصطفى سانو، "مقاصد الشرع في الاستثمار: عرض وتحليل"، مجلّة المسلم المعاصر، العدد 103، 2002.
- قطب مصطفى سانو، "المشاركة المتناقصة وضوابطها الشرعية"، مجلّة مجمع الفقه الإسلامي، العدد الخامس عشر، الجزء الأول، 2004.
- قطب مصطفى سانو، "صكوك الإجارة"، مجلّة مجمع الفقه الإسلامي، العدد الخامس عشر، الجزء الثاني، 2004.
- لوقا إريكو وميترا فرح بخش، "النظام المصرفي الإسلامي: قضايا مطروحة بشأن قواعد التنظيم الاحترازي والمراقبة"، مجلّة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، المجلّد 13، 2001.
- محمد أحمد السريتي، "صكوك الإجارة"، مجلّة مجمع الفقه الإسلامي، العدد الخامس عشر، الجزء الثاني، 2004.
- محمد أنس بن مصطفى الزرقا، "تخصيص الموارد الرأسمالية والكفاءة، والنمو، في اقتصاد لا ربوي إسلامي"، مجلّة الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز بجدة، المجلّد 25، العدد الأول، 2012.

❏ محمد علي القرني "عرض لبعض مشكلات البنوك الإسلامية ومقترحات لمواجهتها"، مجلّة مجمع الفقه الإسلامي، العدد الثامن، الجزء الثالث، 1994.

❏ منذر قحف، "سندت القراض وضممان الفريق الثالث وتطبيقاتهما في تمويل التنمية في البلدان الإسلامية"، مجلّة الاقتصاد الإسلامي، المجلّد الأوّل، 1989.

❏ منذر قحف، "الإجارة المنتهية بالتملك وصكوك الأعيان المؤجرة"، مجلّة مجمع الفقه الإسلامي، العدد الثاني عشر، الجزء الأوّل، 2000.

❏ منذر قحف، "حوار حول الوساطة المالية والمصارف الإسلامية"، مجلّة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، المجلّد 13، 2001.

❏ 4 أوراق بحثية:

❏ إبراهيم بن صالح العمر، "الدور التنموي لخدمات الوساطة المالية في النظام المصرفي في المملكة العربية السعودية خلال الفترة 1980-2005"، ورقة بحثية مقدّمة للقاء السنوي السادس عشر لجمعية الاقتصاد السعودية بعنوان "الخدمات المالية في المملكة العربية السعودية"، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2007.

❏ أحمد محي الدين أحمد، "تطبيق المضاربة والمشاركة الثابتة والمتناقضة في التمويلات المصرفية"، ورقة بحثية مقدّمة إلى المؤتمر الرابع للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، مملكة البحرين، 2004.

❏ أسيد الكيلاني، "الصكوك (آليات وتحديات وترشيد)"، ورقة بحثية مقدّمة للملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية بعنوان: آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، الجزائر، 2013.

❏ حاتم القرنشاوي، "الجوانب الاجتماعية والاقتصادية لتطبيق عقد المراجعة"، ورقة بحثية مقدّمة لندوة خطة "استراتيجية" الاستثمار في البنوك الإسلامية: الجوانب التطبيقية الجوانب والمشكلات، عمان، 1987.

❏ حبيب أحمد، "التمويل الإسلامي لمشاريع البنية التحتية"، ورقة بحثية تم إعدادها لصالح سلطة مركز دبي المالي العالمي، 2009.

❏ حسين حامد حسان، "صكوك الاستثمار"، ورقة بحثية مقدّمة لهيئة المحاسبة والمراجعة والمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 2003.

❏ حسين حامد حسان، "صكوك الاستثمار الإسلامي"، ورقة بحثية مقدّمة لمؤتمر مجمع الفقه الإسلامي الدولي في دورته التاسعة عشر، الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، 2009.

❏ شوقي أحمد دنيا، "إدارة السيولة في المصرف الإسلامي"، ورقة بحثية مقدّمة لمجمع الفقه الإسلامي في دورته العشرون، مكّة المكرمة، المملكة العربية السعودية، 2010.

❏ عاشور عبد الجواد عبد الحميد، "التمويل بالمشاركة في المؤسسات المالية الإسلامية"، ورقة بحثية مقدّمة للمؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر للمؤسسات المالية الإسلامية، دبي، الإمارات العربية المتحدة، 2005.

- ❏ عبد الجبار السبهاني، "وقف الصكوك وصكوك الوقف"، ورقة بحثية مقدّمة لمؤتمر الصكوك الإسلامية وأدوات التمويل الإسلامي، الأردن، 2013.
- ❏ عبد الحميد الغزالي، "مشكلات المصارف الإسلامية"، ورقة بحثية مقدّمة لندوة تجربة البنوك الإسلامية، بنك فيصل الإسلامي المصري، القاهرة، 1990.
- ❏ عبد الرحمن يسرى أحمد، "البنوك الإسلامية: الأسس وآليات العمل وضرورات التطور"، ورقة بحثية مقدّمة لندوة الصناعة المالية الإسلامية، الاسكندرية، 2000.
- ❏ عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، "الوظائف الاقتصادية للصكوك، نظرة مقاصدية"، ورقة بحثية مقدّمة لندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقييم، جامعة الملك عبد العزيز، المملكة العربية السعودية، 2010.
- ❏ عبد الستار أبو غدة، "ضوابط الاستثمار بالصكوك لإيجاد السوق الثانوية للتمويلات الإسلامية" دون تاريخ.
- ❏ عبد الستار أبو غدة، "صناديق الاستثمار الإسلامية - دراسة فقهية تأصيلية موسعة-"، ورقة بحثية مقدّمة للمؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر للمؤسسات المالية الإسلامية، دبي، الإمارات العربية المتحدة، 2005.
- ❏ عبد الستار أبو غدة، "التمويل بالمشاركة، الآليات العملية لتطويره"، ورقة بحثية مقدّمة لندوة الفقهية الثالثة لمصرف أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، 2011.
- ❏ عبد الله بن سليمان المنيع، "الصكوك الإسلامية تجاوزاً وتصحيحاً"، ورقة بحثية مقدّمة لندوة "الصكوك الإسلامية: عرض وتقييم"، المملكة العربية السعودية، 2010.
- ❏ عبد الله بن محمد العمراني ومحمد بن ابراهيم السحيباني، "التصكيك في الأسواق المالية الإسلامية: حالة صكوك الإجارة"، كرسي سابك لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، 2013.
- ❏ عبد الله بن محمد المطلق، "الصكوك"، ورقة بحثية مقدّمة لندوة "الصكوك الإسلامية: عرض وتقييم"، جامعة الملك عبد العزيز، المملكة العربية السعودية، 2010.
- ❏ عبد الملك منصور، "العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جديدة"، ورقة بحثية مقدّمة لمؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دبي، الإمارات العربية المتحدة، 2009.
- ❏ علاء الدين زعتري، "الصكوك: تعريفها، أنواعها، أهميتها، دورها في التنمية، حجم إصداراتها تحديات الإصدار"، ورقة بحثية مقدّمة لورشة عمل بعنوان: الصكوك الإسلامية، تحديات، تنمية ممارسات دولية، عمان 2010.
- ❏ عمار عودة، "إخفاق/إعسار بعض إصدارات الصكوك: الأسباب والآثار"، ورقة بحثية مقدّمة لندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقييم، جامعة الملك عبد العزيز، المملكة العربية السعودية، 2010.
- ❏ فتح الرحمن علي محمد صالح، "دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية"، ورقة بحثية مقدّمة لمنتدى الصيرفة الإسلامية، بيروت، 2008.

فؤاد محمد أحمد محيسن، "نحو نموذج تطبيقي إسلامي لتوريق الموجودات"، ملّخص مقدّم لمؤتمر الصكوك المنعقد من طرف مجمع الفقه الإسلامي الدولي في دورته التاسعة عشر، الشارقة الإمارات العربية المتحدة، 2009.

قاسم محمد قاسم، "البنوك الإسلامية واستراتيجيتها الاستثمارية"، ورقة بحثية مقدّمة لندوة خطة "استراتيجية" الاستثمار في البنوك الإسلامية: الجوانب التطبيقية، والقضايا والمشكلات، عمان، 1987.

قطب مصطفى سانو، "في إصدار الصكوك والشروط الواجب توفرها في مصدرها: رؤية في منهجية صياغة الشروط"، ورقة بحثية مقدّمة للمؤتمر السنوي الخامس عشر حول أسواق الأوراق المالية والبورصات، دبي الإمارات العربية المتحدة، 2008.

محمد النوري، "دور الصكوك الإسلامية في تمويل مشروعات التنمية في تونس"، ورقة بحثية مقدّمة لمنتدى تونس الأول للاقتصاد الإسلامي، 2012.

محمد عبد الحليم عمر، "الأسس الشرعية والمحاسبية لتوزيع الأرباح في المصارف الإسلامية"، ورقة بحثية مقدّمة لمؤتمر "دور المؤسسات المصرفية الإسلامية في الاستثمار والتنمية"، جامعة الشارقة الإمارات العربية المتحدة، 2002.

محمد علي القري بن عيد، "الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها"، ورقة بحثية مقدّمة للدورة التاسعة عشر لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، 2009.

معبد علي الجارحي وعبد العظيم جلال أبو زيد، "الصكوك قضايا فقهية واقتصادية"، ورقة بحثية مقدّمة لمجمع الفقه الإسلامي في دورته التاسعة عشر، الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، 2009.

معبد علي الجارحي و عبد العظيم جلال أبو زيد، "أسواق الصكوك الإسلامية وكيفية الارتقاء بها"، ورقة بحثية مقدّمة لندوة "الصكوك الإسلامية: عرض وتقويم"، جدة، المملكة العربية السعودية، 2010.

معبد علي الجارحي و عبد العظيم أو زيد، "القضايا المتبقية في الصكوك من الناحيتين الفقهية والاقتصادية" ورقة بحثية مقدّمة لمؤتمر مجمع الفقه الإسلامي الدولي بعنوان "استكمال موضوع الصكوك الإسلامية"، الدورة الحادية والعشرون، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2013.

منذر قحف، "سندات الاستثمار المتوسطة وطويلة الأجل"، ورقة بحثية مقدّمة للندوة الفقهية الخامسة لبيت التمويل الكويتي، الكويت، 1998.

نزيه حماد، "سلوكيات العاملين وأثرها على مستقبل الصيرفة الإسلامية"، ورقة بحثية مقدّمة لمؤتمر الدوحة الثاني للمال الإسلامي: الصيرفة الإسلاميّة بين الواقع والمأمول الدوحة، قطر، 2011.

يوسف الشبيلي، "التمويل بالمشاركة: الآليات العملية لتطويره"، ورقة بحثية مقدّمة للندوة الثالثة لمصرف أبو ظبي الإسلامي حول التمويل بالمشاركة: الآليات العملية لتطويره، الإمارات العربية المتحدة، 2011.

❏ يوسف بن عبد الله الشبيلي، "إصدار وتداول الأسهم والصكوك والوحدات الاستثمارية المشتملة على النقود أو الديون وضوابطها الشرعية"، ورقة بحثية مقدّمة لندوة "الصكوك الإسلامية: عرض وتقوم"، جامعة الملك عبد العزيز، المملكة العربية السعودية، 2010.

5 ❏ التقارير السنوية:

- ** تقارير مصرف البحرين الإسلامي،
- ** تقارير مصرف البركة البحريني،
- ** تقارير مصرف الإثمار البحريني،
- ** تقارير مصرف السلام البحريني،
- ** تقارير بنك التمويل الكويتي (فرع البحرين)،
- ** تقارير المؤسسة العربية المصرفية الإسلامية بالبحرين،
- ** تقارير مصرف قطر الإسلامي،
- ** تقارير مصرف قطر الدولي الإسلامي،
- ** تقارير مصرف الريان القطري،
- ** تقارير البنك العربي الإسلامي الدولي الأردني،
- ** تقارير البنك الإسلامي الأردني،
- ** تقارير مصرف الراجحي السعودي،
- ** تقارير بنك الجزيرة السعودي،
- ** تقارير بنك البلاد السعودي،
- ** تقارير بنك RHB الماليزي،
- ** تقارير بنك CIMB الماليزي،
- ** تقارير مصرف أبو ظبي الإسلامي،
- ** تقارير بنك دبي الإسلامي،
- ** تقارير مصرف الإمارات الإسلامي،
- ** تقارير مصرف عجمان الإماراتي،
- ** تقارير مصرف الشارقة الإسلامي،
- ** تقارير مصرف الهلال الإماراتي،
- ** تقارير بنك التمويل الكويتي (الكويت).

6 ❏ معايير وقوانين مصرفية:

❏ سوق دبي المالي، "معيّار سوق دبي المالي لإصدار وتملك وتداول الصكوك"، دون تاريخ.

□ مجلس الخدمات المالية الإسلامية، "مسودة مشروع رقم 02: إرشادات حول معاملات المراجعة في السلع فيما يتعلق بإدارة المخاطر ومعيار كفاية رأس المال"، 2010.

□ مجلس الخدمات المالية الإسلامية، "المعيار رقم 07: متطلبات كفاية رأس المال للصكوك والتصكيك والاستثمارات العقارية"، 2009.

□ مجلس الخدمات المالية الإسلامية، "الإرشادات المعدلة للعناصر الأساسية بإجراءات الرقابة الإشرافية على المؤسسات التي تقدّم خدمات مالية إسلامية (عدا مؤسسات التكافل وبرامج الاستثمار الجماعي الإسلامي)" مسودة مشروع رقم 16، 2013.

□ هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، "المعايير الشرعية: صكوك الاستثمار"، البحرين، إصدار 2004.

□ هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، "المعايير الشرعية: صكوك الاستثمار" البحرين، إصدار 2007.

7 ➤ حوليات:

📖 علي محي الدين القرّة داغي، "السندات القابلة للتحويل، حكمها والبديل الإسلامي"، حولية البركة العدد 2، 2000.

📖 بنك أبو ظبي التجاري، "التنوع"، سلسلة المرشد، العدد الثاني، دون تاريخ.

8 ➤ جرائد:

📖 رساميل للهيكلية المالية، "التوريق الإسلامي سوق دين متنامٍ"، مقال مدرج في جريدة القبس الاقتصادي السنة 36، العدد 12343، 2007.

📖 رساميل للهيكلية المالية، "5 عناصر لمرحلة تقييم إصدار الصكوك"، مقال مدرج في جريدة القبس الاقتصادي السنة 37، العدد 12580، 2008.

📖 رساميل للهيكلية المالية، "8 مراحل تفتح الطريق إلى إصدار صكوك التوريق"، مقال مدرج في جريدة القبس الاقتصادي الكويتية، السنة 37، العدد 12594، 2008.

📖 رساميل للهيكلية المالية، "5 خطوات لطرح الصكوك وإدارتها"، مقال مدرج في جريدة القبس الاقتصادي السنة 37، العدد 12629، 2008.

📖 الجريدة الرسمية لجمهورية مصر العربية، قانون الصكوك "المادة 3"، 2013.

ثانياً: المراجع باللّغة الأجنبية

1 ➤ الكتب:

- Salman Syed Ali, 'Islamic Capital Markets: Products, Regulation & Development', Saudi Arabia: Islamic Research & Training Institute, 2008.
- Salman Syed Ali, 'State of Liquidity Management in Islamic Financial Institutions', Jeddah: Islamic Research and Training Institute, 2012.
- Wilson Rodney, 'The Role of Equity participation in Financing Economic Development', research paper in the book title: 'Financing Development In Islam', Islamic research And Training Institute, Jeddah, 1992.
- Zubair Iqbal And Abbas Mirakhor, 'Islamic Banking', Washington: International Monetary Fund, 1987.

❷ بحوث ومقالات:

- Baljeet Kaur Grewal, 'Enhancing The Intermediation Process In The Capital Market', Kuwait Finance House Research, 2007.
- Blom Invest SAL, 'Islamic Banking in The MENA region', Research study, 2009.
- Faizal Ahmed Manjoo, 'Securitization: An Important Recipe For Islamic Bank- A Survey', Review Of Islamic Economics, Vol09, N01, 2005.
- Henry Chin and Others, 'Understanding Shariah Investment', RREEF Research, 2008.
- McKinsey & Company, 'Global Capital Market: Entering A New Era', research paper, 2009.
- Nathif Jama Adam, 'Sukuk :A Panacea for Convergence and Capital Market Development in the OIC Countries', compiled papers presented at the 6th International Conference on Islamic Economics and Banking in the 21st Century, Indonesia, 2005.
- Standard & Poor's, 'Islamic Finance Outlook 2016', Report, 2015.
- Standard & Poors, 'Europe, Middle East, and Africa: Markets Outlook 2010', research paper, 2010.
- Tariqullah Khan, 'Demand For And Supply Of Mark-Up And PLS Funds In Islamic Banking: Some Alternative Explanations', research paper, Islamic Research and Training Institute, 1995.
- Tariqullah Khan, 'Ten-Years Framework And Strategies ', Islamic Bankers Forum, Malaysia, 2006.
- Thomson Reuters, 'Islamic Finance Gateway', research paper, 2012.

- Thomson Reuters Zawya, 'Sukuk Perceptions and Forecast Study 2013', research paper, 2012.
- Thomson Reuters Zawya, 'Sukuk Perceptions and Forecast Study 2014', research paper, 2014 .
- Thomson Reuters, 'Growing the Global Footprint of Sukuk, Tapping New Sovereign & Corporate Opportunities In The Islamic Capital Markets', Research paper, 2015.

3 تقارير:

- Elyès Jouini et Olivier Pastré, 'Enjeux Et Opportunités Du Développement De La Finance Islamique Pour La Place De Pari ', Rapport remis à Paris Europlace 2008.
- Ernst & young, 'A Brave New World of Sustainable Growth', The World Islamic Banking Competitiveness Report, 2011-2012.
- Filippo di Mauro And Others, 'Islamic Islamic Finance In Europe', European Central Bank, 2013.
- International Islamic Financial Market, 'A Comprehensive Study Of The Global Sukuk Market', Sukuk Report, 5th Edition, 2016.
- Islamic Financial Services Board, 'Islamic Financial Services Industry Stability', Report, 2016.
- Ismail Dalla, 'East Asian Finance : Selected Issues', Washington: The World Bank, 2006.
- McKinsey & Company, ' The Financial Crisis and the way forward ', The World Islamic Banking Competitiveness Report, 2009-2010.
- McKinsey & Company, 'Participation Banking 2.0', The World Islamic Banking Competitiveness Report, 2014-2015.
- Rasameel Structured Finance, '2013 Annual Global Sukuk Report', Report 2013.
- Rasameel Structured Finance, 'Global Sukuk Market: Quarterly Bulletin (October 2014)', Report, 2014.
- Standard & Poor's, 'Islamic Finance Outlook 2012', Report, 2012.
- Standard & Poor's, 'Islamic Finance Outlook 2015', Report, 2014.