

## تمويل تقنية • LBO باستخدام الأدوات المالية الإسلامية

رديف مصطفى

ليبيق محمد بشير

أستاذ مساعد بكلية العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية      أستاذ التعليم العالي بكلية العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية

جامعة سيدي بلعباس - الجزائر

جامعة سيدي بلعباس - الجزائر



ملخص:

سوف نحاول من خلال هذه الورقة البحثية التطرق إلى أهمية تقنية LBO و التي يمكن تعريفها على انها اكتساب الشركات عن

(Effet de Levier) Holding، بحيث يتم تمويل جزء من العملية بوا

خارجية أو ديون، كما تطرقنا إلى أهم الرهانات المرتبطة بالعملية و مختلف الآثار الناجمة عنها.

2010

2008

.2009

في إطار LBO بشكل كبير، بعدما بلغت أكثر من 70%

الكبير مع ظهور الأزمة المالية، حيث تسارع التعامل في هذا النوع من      كما تم التطرق إلى الأدوات المالية الإسلامية، التي

كانت حوالي 758

الأدوات بشكل كبير، إذ بلغت الأصول المستثمرة سنة 2008 حوالي 915

.% 25

2007

وفي الأخير تم صياغة نموذج LBO

RLBO

2008

LBO

الكلمات المفتاحية:

.Holding

### Résumé :

Nous allons essayer, à travers ce document pour souligner l'importance de la technique *LBO* (Leveraged Buy-Out) et qui peut être définie comme l'acquisition de sociétés par effet de levier via un holding, utilisant des ressources de financement externe (crédits bancaires, dettes, ...).

Nous avons également parlé des enjeux les plus importants y associés, ensuite, nous avons montré qu'avec l'avènement de la crise financière de 2008, et surtout depuis l'année 2010, le volume des prêts accordés par les banques dans le cadre du *LBO* a diminué du volume de façon spectaculaire, après avoir atteint plus de 70% des prêts accordés par les banques avant l'année 2009.

Après, nous avons discuté de l'importance des produits financiers islamiques, surtout pendant la crise financière, et de l'évolution très considérable du volume de ces produits, de sorte que les actifs investis atteignaient environ 915 milliards de dollars en 2008 après avoir été environ 758 milliards de dollars en 2007, soit une augmentation de 25%.

Enfin, nous somme arrivés à formuler un modèle *LBO* conforme aux principes de la charia islamique.

**Mots clés :** La technique *LBO*, les Produits Financiers Islamiques, l'Effet de Levier, la Crise Financière de 2008, *RLBO*, les Sukuks, l'Holding.

(Effet de Levier)

LBO

المشترية عبارة عن شركة  *Holding* التي بدورها تقوم بدفع فوائد الـ . حيث يتم الاستحواذ على الشركة عادة بواسطة فريق تسيير و هذا بالإشتراك مع مستثمرين ماليين، عادة ما يمول جزء من العملية عن طريق قروض بنكية، ويكون الهدف

المتبع لتطور التمويل عن طريق هذه التقنية يستطيع تقسيمها تاريخيا إلى مرحلتين، ما قبل 2007 . تميزت المرحلة الأولى بالتسارع الكبير حيث تولد هناك حماس كبير لدى صناديق الاستثمار و كذا البنوك خاصة في فرنسا، حيث بلغت قيمة الاستثمارات ما بين 2004 إلى منتصف 2005 حوالي 2.6 مليار أورو، و ما بين هذه الفترة إلى 2007 5.5 . ملحوظا لهذه العملية منذ عام 2008 53 LBO في العالم في نفس السنة، أهمها ذلك LBO 48.5 مليار دولار و الذي كان يهدف إلى شراء مجمع *Bell Canada Enterprises* . السوق الأوربي من 115 2007 إلى 45 2008، و انخفض عدد المستثمرين في فرنسا بحوالي 32 % 2007 2008<sup>1</sup> . كما أنه و في منحي آخر بلغت المالية الإسلامية مستويات مرموقة رغم نقص السيولة جراء الأزمة، حيث بلغت قيمة الأصول المالية حوالي 1.033 2010<sup>2</sup> % 36 % 43 ية مجلس التعاون الخليجي، كما بلغت نسبة النمو السنوي لهذه الصناعة حوالي %29 2009 %6.8

ففي ظل الأهمية الكبيرة لتقنية *LBO* في شراء الشركات من جهة، و التنامي المعتبر للمالية الإسلامية من جهة

LBO

و هو ما سنحاول الإجابة عنه من خلال هذه الورقة البحثية.

<sup>1</sup><http://www.salondesfusionsacquisitions.com/index.php?item=blog-fusions-acquisitions&type=post&name=avenir-lbo-crise>

<sup>2</sup> The Banker Magazine and HSBC Amanah, 6 novembre 2009.

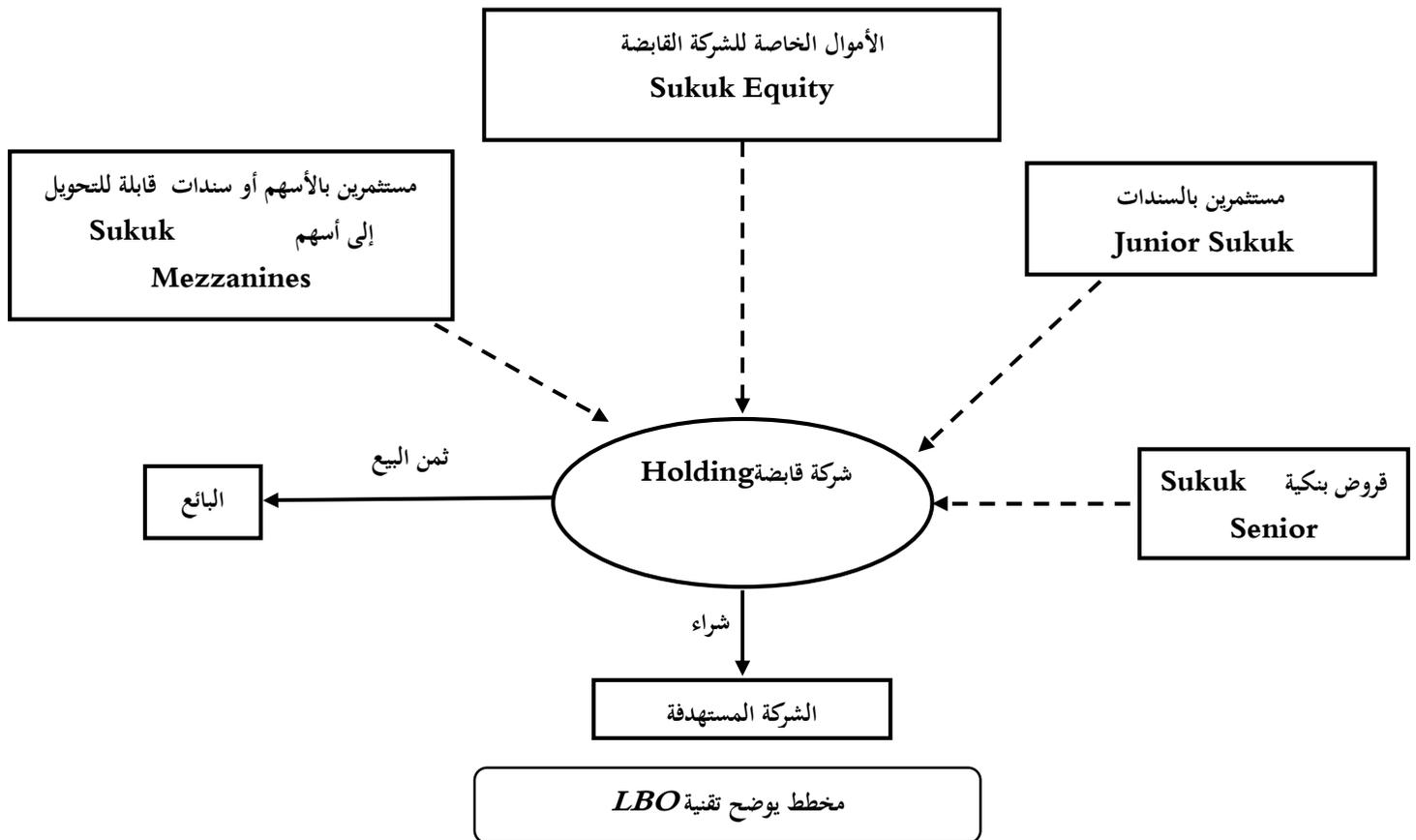
I. مفهوم الشراء بالاستدانة *LBO*أ. تعريف *LBO* :*Acquisition* ( *Leveraged Buy Out* ) التي معناها باللغة الفرنسية ( *par Effet de Levier* ) بمعنى الاستحواذ أو الشراء بالاستدانة وهي تقنية مالية كثيرة الاستعمال في ميدان شراء

في نمط تسييرها .

*LBO* " : \*

قابضة والتي تتكون من مساهمات مستثمرين بالإضافة إلى دين من قبل البنوك، تدفعها الشركة القابضة كضمن للشراء ، كما تسترجع الشركة القابضة هذا الثمن من خلال التدفقات النقدية التي تدفعها لها الشركة المشتراة ( ).  
هذه التقنية بالمشاركة في التسيير ما بين المسيرين في الشركة والمستثمر الجديد<sup>1</sup> .

كما يتم التخلي عن الشركة في إطار ما يعرف *LBO* ( *RLBO* )<sup>\*\*</sup> : وهي شركة مسعرة في البورصة ناتجة <sup>2</sup>*LBO*.



من خلال المخطط يمكن تمويل عملية الشراء هذه من خلال المصادر :

\* AFIC : Association Française d'Investissement en Capital.

<sup>1</sup> AFIC-LBO: guide pratique de 2006.<sup>\*\*</sup> RLBO : Reverse Leveraged Buy Out.<sup>2</sup> Fr.wikipedia.org/wiki/reverse\_leveraged\_buy-out.

### *Sukuk Equity* في الما

- : بحيث يكون ذو أولوية حين توزيع الأرباح وهو يعتبر من الديون ذات الأولوية الأولى وهو ما
- *Sukuk Senior* في المالية الإسلامية.
- طرح أسهم أو سندات قابلة للتحويل إلى أسهم : بحيث تكون لها أولوية بعد سداد الديون البنكية وهي
- من النوع الثاني من التمويل وهو ما يقابله *Sukuk Mezzanines* في المالية الإسلامية.
- طرح قروض ثانوية على شكل أسهم بحيث تكون لها أولوية أخيرة في السداد وهي الأكثر خطورة وما
- *Sukuk Junior* في المالية الإسلامية.

### ب. الرهانات الخاصة بـ *LBO* :

#### 1- فيما يخص :

- تخصيص جزء من مصادرها المالية والبشرية من أجل نموها
- الحاجة إلى خطة عمل من أجل مواجهة أثر الرافعة القائم.

#### 2- فيما يخص المستثمر :

يمثل له تحدي كبير وخطر قائم من جهة وقد يمثل له عائد كبير يكون في

#### 3- فيما يخص البائع :

- في الحالات الاقتصادية خاصة في حالة الأزمات، يمثل المستثمر الصناعي جزء مهم من سوق

- التردد في بيع الشركة المستهدفة لمديرها.

### ج. الطرق المختلفة للشراء بالاستدانة<sup>1</sup> :

#### 1- *LBO* :

الاستحواذ و امتلاك أموالها الخاصة.

#### 2- *MBO (Management Buy Out)* : المشتري يمول فريق التسيير

شركة بالتسيير.

#### 3- *MBI / LMBI (Management Buy In)* : المشتري يأتي بفريق

تسيير من خارج المؤسسة وتستعمل بكثرة خلال الاستحواذ على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بحيث تمول عملية (تسيير خارجي).

<sup>1</sup> Mesmin Borgia, « Financement des entreprises sous LBO en période de crise... », mémoire de master II banque et finance 2008, université d'Evry.

#### -4- (Leveraged Build-Up) LBU

التكامل و الاندماج اي محاولة إدماج الشركة مع مجمع اخر بهدف الحصول على اندماج قوي من اجل تحقيق ارباح معتبرة.

#### -5- (Buy In Management Buy Out) BIMBO

معناه مساهمة فريق المستثمرين الخارجين في الإدارة إضافة إلى تمويل الإداريين الداخليين في الشركة المستهدفة.

#### -6- (Owner Buy Out) OBO

حيث تتكون الشركة القابضة التي تشتري الشركة المستهدفة من جزء رأس مال في ملكية مدير الشركة المستهدفة والجزء الآخر في ملكية مستثمرين حيث تقوم الشركة القابضة بتسديد دين المدير، كما يقوم المدير بدفع التدفقات

#### د. أنواع الأثر الناجمة عن عملية LBO:

هناك ثلاث أنواع من الأثر الناجمة عن عملية LBO:

##### 1- المالي :

حينما تكون مردودية هذا المشروع أكبر من تكلفة تمويله، وهو ما مفاده أن المردودية

( تكون أكبر من معدلا

.1

الاقتراض

$$RF = RE + (RE - i) D/CP$$

:RF ( ) .(

:RE

: i

:D

:CP

في حالة المالية الإسلامية يمثل العدد (i)

2- تفاديا للاندواج الضريبي تكون الشركة القابضة مع الشركة المستهدفة ما يعرف بالاز

، بحيث تصبح الشركة القابضة هي الوحيدة التي تدفع الضرائب وهذا بعد خصم أعباء امتلاك أو \*

<sup>1</sup> Christophe THIBIERGE et Philippe THOMAS, « l'effet de levier : une relecture opérationnelle à destination des décideurs financiers d'entreprise », cahier de recherche ESCP N° 97-135.

\* لا يحدث هذا الاندماج الجبائي إلا بشرط حصول الشركة القابضة على أكثر من 95%

## 3- الأثر القانوني :

50%

<sup>1</sup> . لا يتعلق بالمالية الإسلامية تتم العملية عادة دون اللجوء إلى الشركة القابضة.

كما أن إصدار الأوراق المالية الإسلامية أو ما يسمى بالصكوك الإسلامية يجب أن يراعى الشروط التالية:

- غرر و اعتماد نوع من الشفافية خاصة في توقع .
- المحفظة، يجب أن يكون مصدرها استثمار فعلي في قطاع حقيقي إنتاجي.
- المعاملات، لا يجب أن تكون في أمور يحرمها الشرع الإسلامي مثل بيع الكحول ... الخ.
- يجب أن تمثل هذه الأوراق المالية الإسلامية أ خدمات أخرى مثل الإيجار.

## II- تقنية LBO و الأدوات المالية الإسلامية:

## 1- انخفاض القروض الممنوحة في إطار LBO و ارتفاع حجم المعاملات المالية الإسلامية:

2009 2008، بلغ حجم القروض الممنوحة في إطار تقنية LBO

معتبراً وصل حتى 80 % من قيمة الشراء للشركات المستهدفة، ولكن منذ ظهور الأزمة تقريباً، انخفض مستوى في الأسواق المالية.

بالمقابل وفي نفس الصدد فإن الأدوات المالية الإسلامية ( ) تطور ملحوظ من حيث حجم التعامل، فقد بلغ 35 2007 1.2 2001<sup>1</sup>.

كما انخفض إلى 7.1 \$ 2009 بفعل انخفاض السيولة في الأسواق المالية وهذا بفعل الأزمة ليرتفع من جديد إلى 13.7 2010 75%<sup>2</sup>.

وتعتبر الصكوك المالية الإسلامية أدوات تمويل وهي أوراق مالية قابلة للتداول في الأسواق المالية وهي نوعين:

سيادية تصدرها الدولة وصكوك مؤسسات تصدرها مؤسسات أو هيئات مالية تكون بحاجة إلى تمويل.

من بين الدول التي تصدر هذا النوع من الأوراق المالية نجد ماليزيا ، البحرين، قطر، الإمارات العربية المتحدة، المملكة

العربية السعودية وباكستان حيث بلغ عدد الإصدارات في مجمل 2007 حوالي 119 58%

خاصة بدول الخليج العربي ، بلغت عدد الإصدارات السيادية فيها 31 88

. من بين القطاعات التي تم تمويلها، القطاع المالي بـ 31% 25%

12% ، بينما خصصت الصكوك السيادية لتمويل مشاريع البنى التحتية<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Revue PME, « l'intégration fiscale : avantages, limites et inconvénients », N°22-juin-juillet-aout 2005.

<sup>1</sup> Publication du FMI en 2009.

<sup>2</sup> Publication de Standard & Poors de 2010.

<sup>1</sup> Moody's Investors Service, Special Report on Islamic Finance, February 25<sup>th</sup>2008.

## 2- دور و أهمية المنتجات المالية الإسلامية:

يُدية على إيجاد وسائل التمويل المختلفة عن طريق القنوات البنكية أو عن

طريق الاكتتاب في السوق المالي.

وتعمل المالية الإسلامية بأسس و أهداف تختلف عن المالية التقليدية.

ونميز بين أنواع عديدة من المنتجات الإسلامية يمكن حصرها في ما يلي:

## أ- الأدوات القائمة على المديونية:

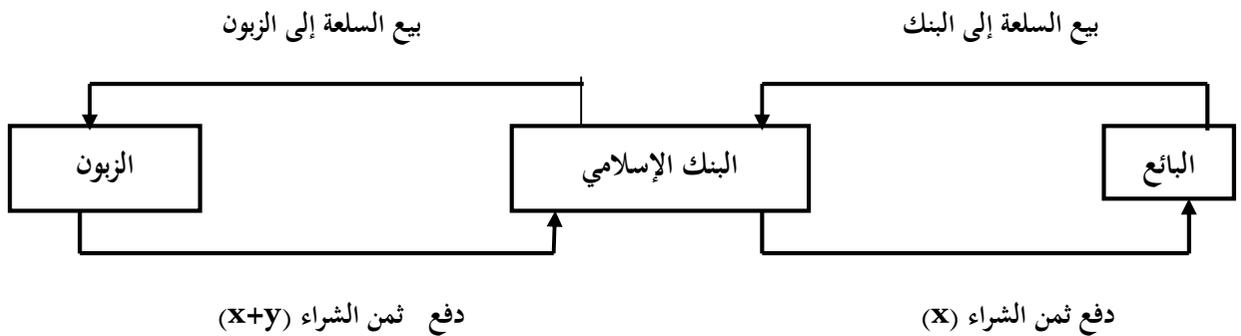
## 1. المرابحة:

( + ) حيث يشتري البنك السلعة من الطرف الأول ويحصل عليها كائياً ،

ثم يعيد بيعها إلى الطرف الثاني مع وجود كل الشفافية بحيث يكون المشتري الثاني على دراية بسعر البيع الأول وهامش الربح الذي يأخذه البنك، بطبيعة الحال هامش الربح الذي يحصل عليه البنك غير مرتبط بمعدل الفائدة وإنما هو مرتبط بتكلفة الخدمة الممنوحة للمشتري الثاني.

هذه الطريقة مستعملة بكثرة في تمويل الصادرات، تم هذه العملية.

والشكل التالي يوضح أهمية *LBO*،



: (X + Y) : ثمن الشراء الأول مضاف إليه هامش الربح المحقق من قبل البنك.

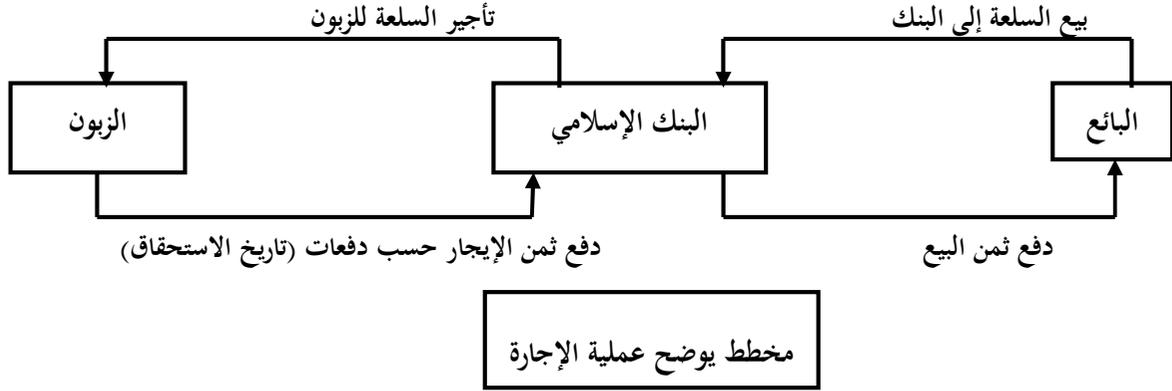
المرجع: [www.sharia-finane.lu](http://www.sharia-finane.lu)

2. <sup>1</sup> : هو أداة من الأدوات المالية الإسلامية المستخدمة في العقارات

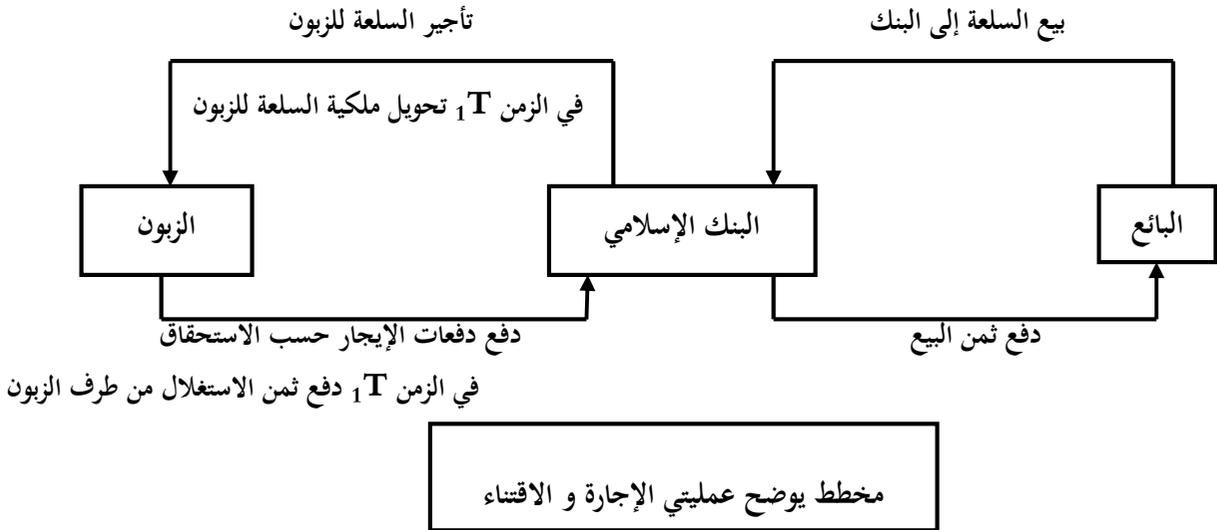
( )

( ) .

والشكل التالي يوضح ذلك:



المراجع: [www.sharia-finane.lu](http://www.sharia-finane.lu)



المراجع: [www.sharia-finane.lu](http://www.sharia-finane.lu)

:

\_\_\_\_\_ : ( ) .

( في شراء الأصل المؤجر ) وبضمان جديد يتمثل في ملكية الأصل المؤجر .

( من قيمة الأصول المؤجرة من أرباح المؤجر لتحديد صافي الربح الخاضع

للضريبة رغم أنه ليس هو المستخدم لهذه الأصول ( هذا في حالة الإجارة و الاقتناء )

\_\_\_\_\_ : ( ) .

الحصول على تمويل كامل خلال كل فترة السداد .

•

3- \_\_\_\_\_<sup>1</sup>:

يمكن تعريفه على أنه عقد بيع مؤجل يتعلق بدفع ثمن السلعة عاجلا ويتم استلام هذه السلعة آجلا، يجب أن تكون مواصفات السلعة معروفة للمشتري ومطابقة للشريعة الإسلامية، كما أنه لا يجب أن تكون مدة حياة السلعة أقل من فترة الاستحقاق.

يستعمل هذا النوع بكثرة خاصة في النشاطات الفلاحية وكذلك في بعض النشاطات التجارية والصناعية خاصة

والشكل التالي يوضح عملية السلم:



المرجع: [www.sharia-finane.lu](http://www.sharia-finane.lu)

أما فيما يخص مشروعيته فقد جاءت الآية الكريمة في قوله تعالى: " يا أيها الذين آمنوا إذا تداينتم بدين إلى أجل مسمى فاكتبوه" الآية 282 .

وجاء في الحديث عن ابن عباس ر ي الله : قدم رسول الله صلى الله عليه وسلم المدينة والناس : "من سلف فليسلف في كيل معلوم ووزن معلوم" رواه البخاري ومسلم.

4- \_\_\_\_\_ :

يتعلق الأمر بعقد أجل ولكن يتعلق بالميدان الصناعي بحيث يعقد العقد بين طرفين الأول وهو الصانع أو المصنع الذي يتعهد بصناعة السلعة المطابقة لطلبات الطرف الثاني وهو المستصنع أو المشتري الذي يدفع ثمن السلعة مسبقا عاجلا ولكن يستطيع دفع هذا المبلغ عبر دفعات، إلا أن الفرق بينه وبين عقد السلم أن عقد الاستصناع غير معلوم تاريخ الاستحقاق أو التسليم وعادة ما يضم هذا العقد ثلاث أطراف :

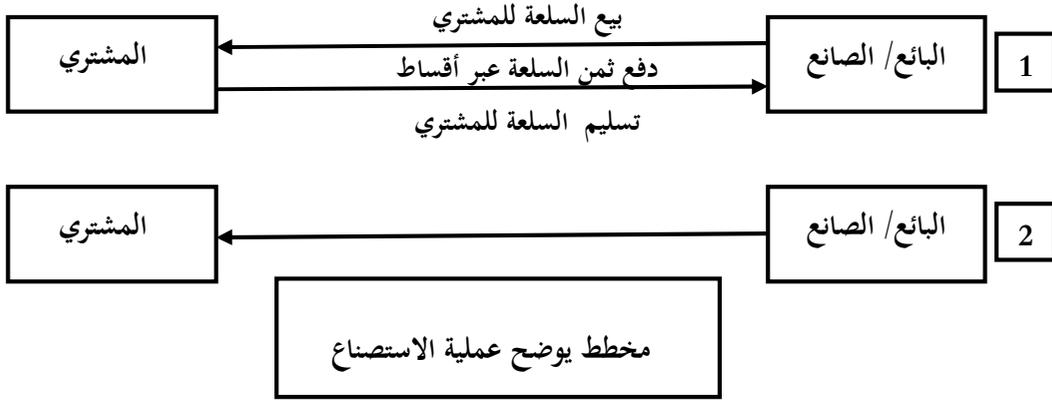
• :

• :

• وهو الطرف المشتري في عقد الاستصناع.

:

والشكل التالي



المرجع: [www.sharia-finane.lu](http://www.sharia-finane.lu)

### 5- الإجارة الموصوفة في الذمة ( القرض الإيجاري المتوقع )<sup>1</sup>:

تأخذ نفس مبادئ الإجارة ولكن في هذه المرة فإن المستأجر يدفع ثمن الإيجار قبل بناء العقار، ويحسب ثمن الإيجار في هذه الحالة من خلال العقارات السابقة التي تم تسليمها.

كما ان في حالة عدم جاهزية السلعة في تاريخ الاستحقاق فإن البنك يعيد المبالغ المدفوعة لأصحابها.

6- وهو القرض بدون فوائد ويعتبر كمساعدة مالية أكثر منه قرض تجاري، ويمنح في حالات استثنائية كعجز مؤسسة أو فرد عن القيام بنشاط اقتصادي، وكذلك من أجل النمو أو النهوض ببعض

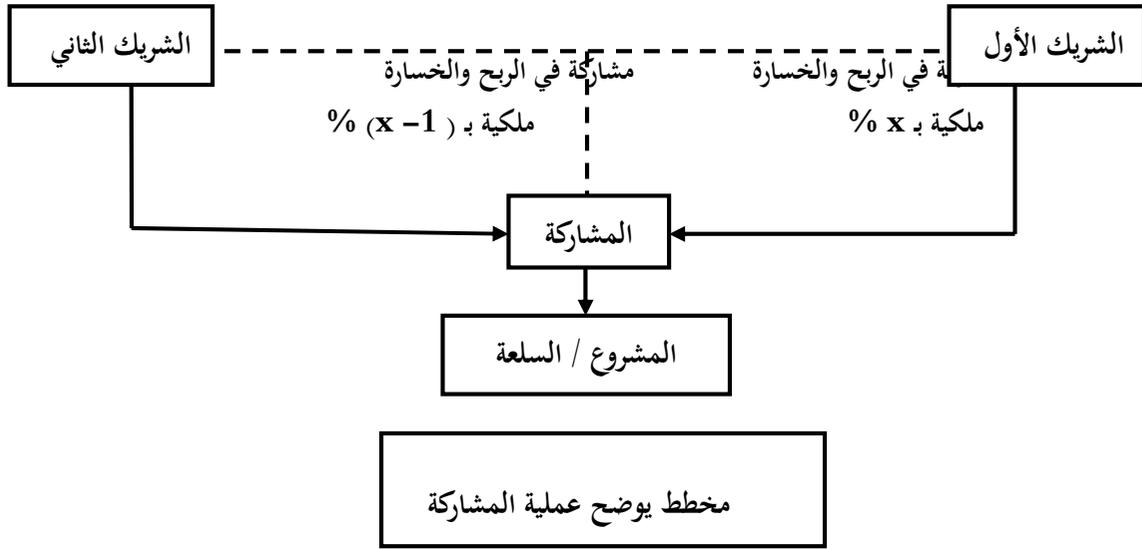
### ب- الأدوات القائمة على الملكية :

1. <sup>1</sup>:

هو عقد شراكة بين شريكين هما عادة المصرف الإسلامي والنز الإسلامي بتقديم التمويل الذي يطلبه الزبون دون فائدة ربوية، على أن يشارك المصرف الإسلامي في ناتج المشروع ربحاً أو خسارة حسب قواعد وأسس التوزيع المتفق عليها بين المصرف وطالب التمويل وبما يتفق وضوابط العقود توزيعه على النحو التالي :

- تعطى حصة متفق عليها للشريك طالب التمويل من صافي الربح وذلك مقابل إدارته للمشروع أو الإشراف
- أما باقي الربح فيوزع بين الشريك والمصرف الإسلامي بنسبة ما قدمه كل منهما إلى التكلفة المالية الكلية

والشكل التالي يوضح مراحل:

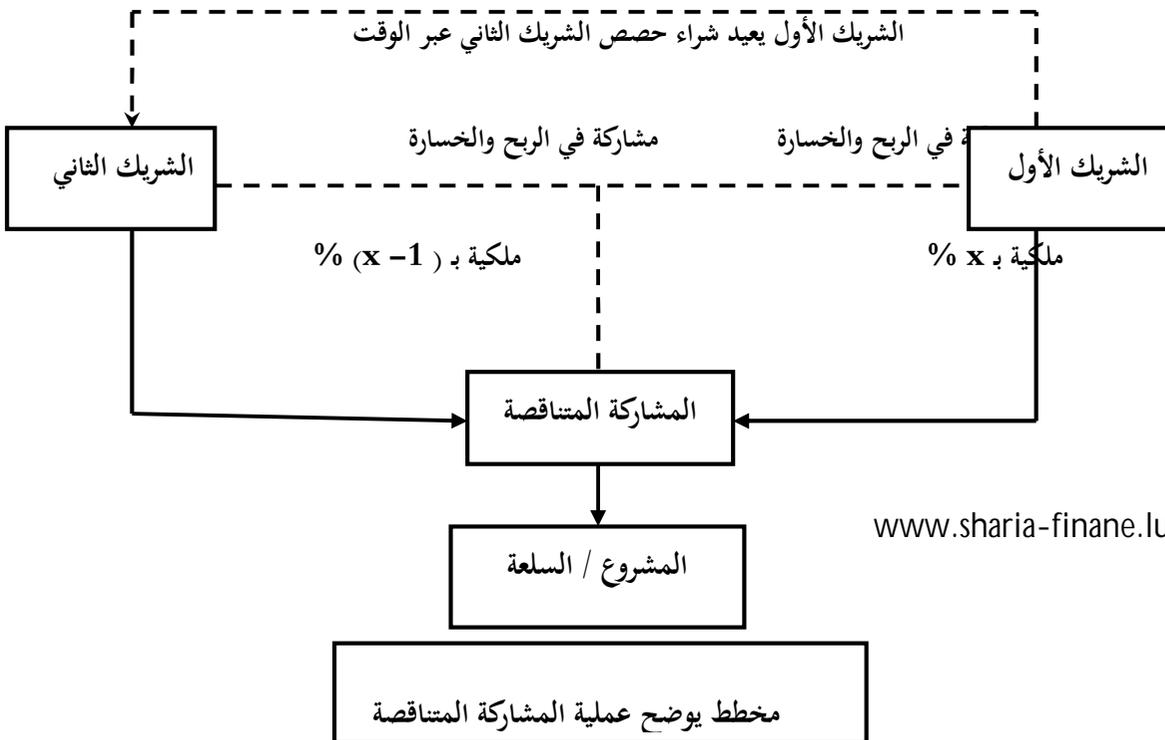


المراجع: [www.sharia-finane.lu](http://www.sharia-finane.lu)

2. \_\_\_\_\_ :

يحدث هذا النوع من العقود عندما يريد الطرف الثاني وهو طالب التمويل رفع نسبة ملكيته في المشروع عن طريق الشراء أو التخلي على جزء من الأرباح بعقد ثاني بينه وبين الطرف الأول. يعد هذا العقد كثير الاستعمال خاصة عندما يريد أحد الأطراف امتلاك المشروع آجلا، وكذلك في بعض القروض

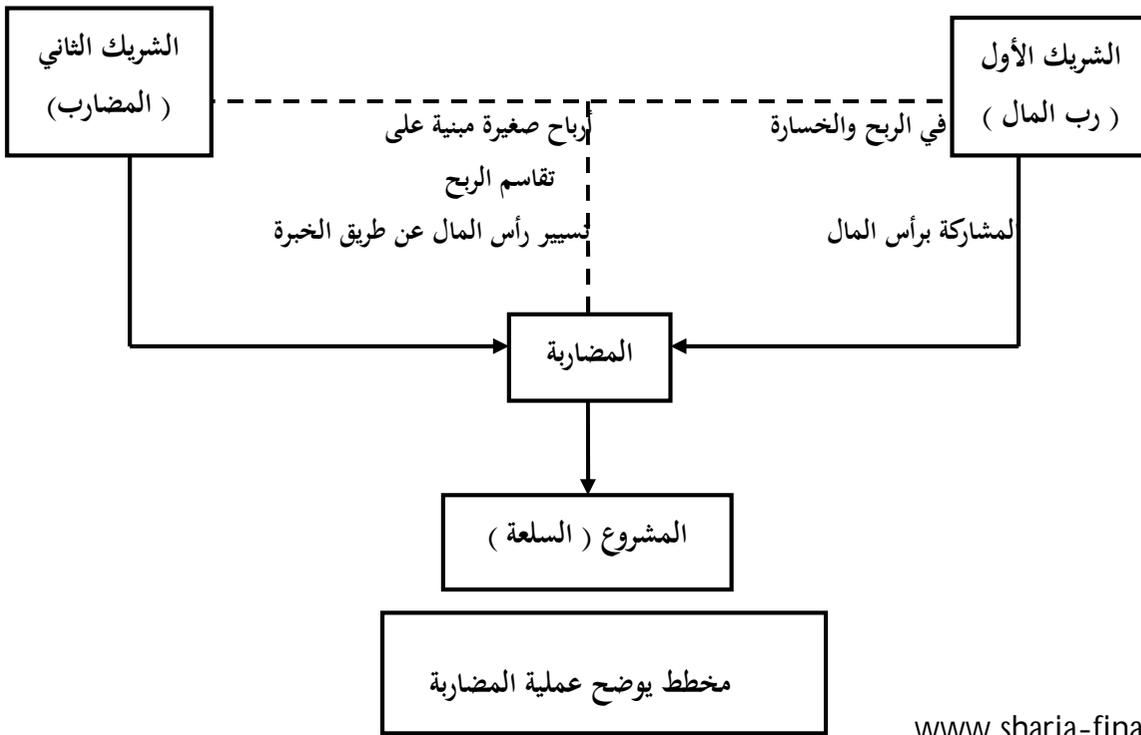
والشكل التالي يوضح هذا النوع من العقود:



المراجع: [www.sharia-finane.lu](http://www.sharia-finane.lu)

3. : فاقية بين طرفين بموجبها يقدم أحد الطرفين رأس المال ، ويسمى رب المال بينما يقدم الآخر العمل، على أن يتم تقسيم الأرباح الناتجة عن هذا المشروع وفقا لنسب يتراضى عنها الطرفان مسبقا في العقد وهي في ذلك غير ربوية كون العائد غير محدد سلفا كنسبة من رأس المال، وإنما هي نسبة من الأرباح وبالتالي فهي متغيرة وقد لا تتحقق<sup>1</sup>.

- : وهي أن تدفع المال مضاربة من غير تعيين العمل والمكان والزمان وصفة العمل، فالمضاربة المطلقة يكون للمضارب فيها
  - : وهي التي يشترط فيها رب المال على المضارب بعض الشروط لضمان ماله.
- والمخطط التالي يوضح تقنية عملية المضاربة:



المرجع: [www.sharia-finane.lu](http://www.sharia-finane.lu)

4. :

2.

- : هو تقريبا نفس التأمين على الحياة في معناه التقليدي وهو يقوم على التضامن بين مجموعة من الافراد وعائلاتهم والذي يهدف إلى حماية الشخص والتعويض له ( ) في حالة حدوث حادث غير متوقع أو أي إعاقة.
  - ( ) : يهدف إلى حماية والتعويض للمؤمن له على حاجاته ( الخ... )
- التأمين يتم جمع تعاضبات في صندوق يهدف إلى تعويض المتضرر ضد الأخطار المحدد سابقا. يتم تسيير صندوق التأمين التكافلي عادة عبر الطرق التالية:

<sup>1</sup> محمد صبح، "، الطبعة الأولى، القاهرة، 1988.

<sup>1</sup> www.BItagi.com

<sup>2</sup> www.cdvm.ma

- نموذج المضاربة: أي تكوين شركة مضاربة إسلامية بين طرفين وهما المساهمين في الصندوق ( ) من جهة ومسير الصندوق ( ) .

- نموذج الوكالة: أي أن مسير الصندوق يكون على شكل وكالة يأخذ نسبة مئوية من مجموع مساهمات الأفراد، وتعتبر هذه النسبة المؤوية بمثابة أجر هذا المسير .

- أي في مرحلة الاكتتاب نستعمل نموذج الوكالة ونستعمل نموذج المضاربة في مرحلة التوظيف .

### ج- الصكوك الإسلامية (شهادات الاستثمار):

2009 - مجمع الفقه الإسلامي الدولي لبيان ماهية التصكيك في القرار ا (4/19) 178 في دورته التاسعة عشرة 1430 -  
"إصدار وثائق أو شهادات مالية متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية  
( ) حقوق  
"1

ا وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً في ملكية أو نشاط استثماري وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وعلق باب الاكتتاب  
: "تحويل مجموعة من الأصول غير السائلة إلى صكوك قابلة للتداول مضمونة  
بمده الأصول ومن تم بيعها في الاسواق المالية مع مراعاة ضوابط التداول"<sup>2</sup>.  
و هناك عدة أنواع للصكوك الإسلامية، نذكر أهمها فيما يلي<sup>3</sup>:

1. \_\_\_\_\_ :

2. \_\_\_\_\_ (الموصوفة في \_\_\_\_\_):

3. \_\_\_\_\_ (من طرف موصوف في \_\_\_\_\_):

4. \_\_\_\_\_ :

5. \_\_\_\_\_ هي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سـ

6. صكوك المراجعة: هي وثائق متساوية القيمة تصدر لتمويل شراء سلعة مراجعة، وتصبح سلعة المراجعة مملوكة لحامل

7. \_\_\_\_\_ هي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع، أو تمويل نشاط على أساس المـ

8. \_\_\_\_\_ :

9. \_\_\_\_\_ :

10. \_\_\_\_\_ :

حملة

<sup>1</sup> <http://ar.wikipedia.org/wiki/>

<sup>2</sup> <http://www.icn.com/ar/studies/2012/02/14/> -مخاطر- - /-

<sup>3</sup> <http://forum.sh3bwah.maktoob.com/t239287.html>

11. \_\_\_\_\_ : هي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تمويل مشروع للمزا  
حصلة في المحصول

12. \_\_\_\_\_ : هي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام الاكتتاب فيها في سقي أشجار مثمرة، ورعايتها على أساس عقد المساقاة،

13. \_\_\_\_\_ :  
حصلة في الأرض و الغرس.

كما يلاحظ أن حجم إصدار الصكوك الإسلامية في تزايد مستمر حيث يُلاحظ أن دولة لها السبق في إصدارات الصكوك خلال العامين (2006-2007) 58 51% على التوالي. 30 إلى 37%  
الازدياد المستمر في حصيلة الإصدارات الخليجية بصفة عامة ولا سيما الإماراتية والسعودية خلال السنوات القادمة.<sup>1</sup>

#### إصدارات الصكوك في دول مجلس التعاون الخليجي لسنتي 2007/2006

الدولة	الإمارات العربية المتحدة	السعودية	البحرين	الكويت	قطر	المجموع
عام 2006	58%	30%	6%	4%	2%	100%
عام 2007	51%	37%	4%	6%	2%	100%

#### حجم إصدار الصكوك بالنوع لعام 2007

النوع	المضاربة	المنفعة	الإجارة	السلم	المشاركة	المجموع
عام 2007	40.2%	4.2%	45.9%	0.7%	9%	100%

7 مليار دولار في 2006 12

2007 ومن المشروعات الضخمة في أبو ظبي والتي ينتظر أن يتم تمويلها عبر إصدارات الصكوك مشروع بحوالي 10 . و الجدول التالي يوضح ذلك:<sup>2</sup>

#### القطاعات الممولة عن طريق الصكوك الإسلامية بالإمارات 2007/2006

القطاع	الخدمات المالية	القطاع العقاري	الطاقة	أخرى	المجموع
النسبة المئوية	31%	25%	12%	32%	100%

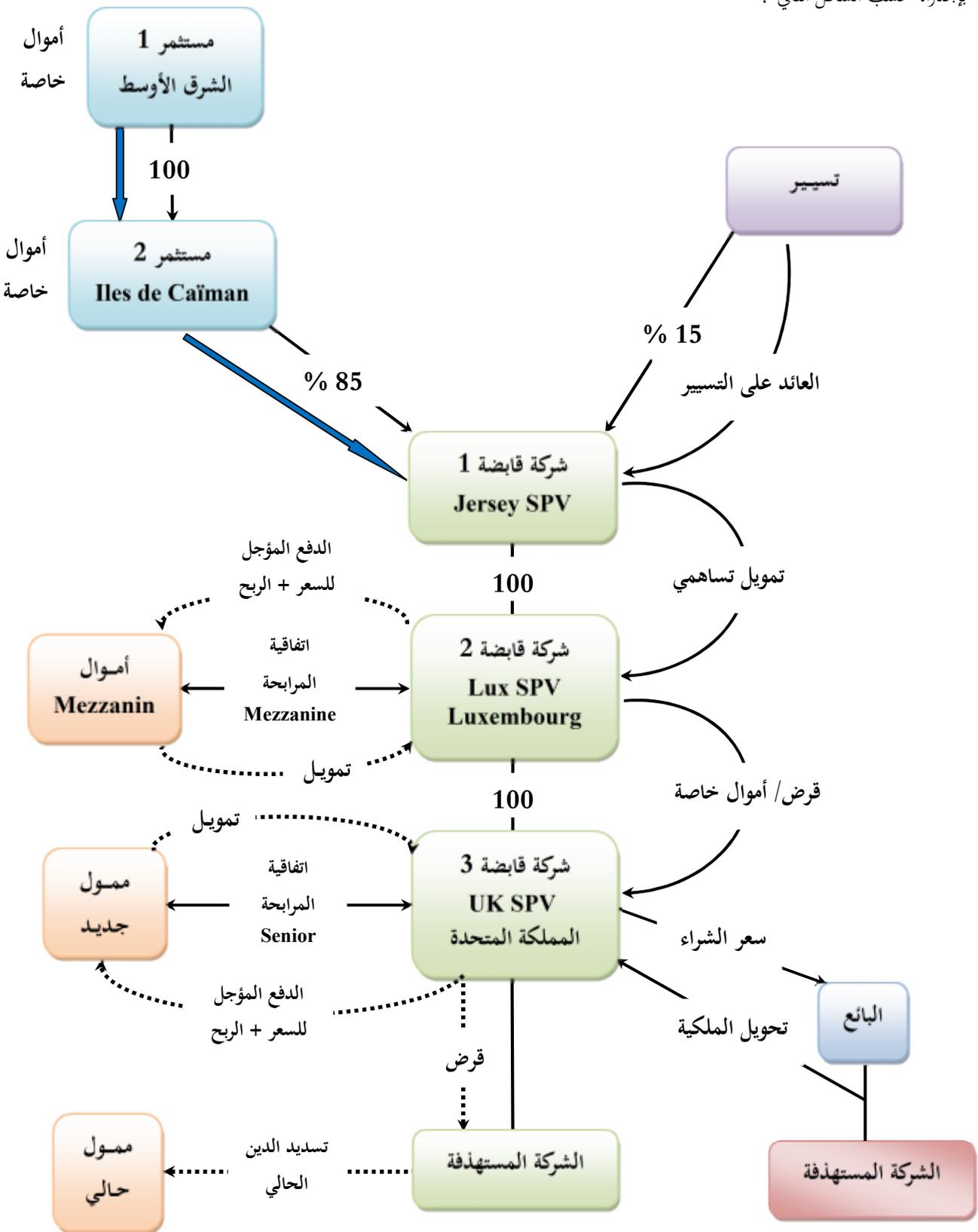
<sup>1</sup> <http://ar.wikipedia.org/wiki/>

<sup>2</sup> <http://eifa.co/News-18762.html>

د- تقنية LBO مطابقة للشريعة الإسلامية :

لقد تم و لأول مرة اقتراح نموذج تمويل عملية شراء LBO بإختصار، حسب الشكل التالي<sup>1</sup>:

هربرت سميث\*



\* Le groupe Finance Islamique Monde de Consulting International HERBERT SMITH.

<sup>1</sup> Herbert Smith LLP, guide de la Finance Islamique 2009, p20.

حيث يعبر الشكل عن سلسلة من تقنيات *LBO*، وقد تم تطبيقها في شراء البريطانية (*Water Additives*) وهي شركة مختصة في معالجة المياه من قبل بنك (*Seera Bank*) حيث لعب مجمع *Finance Islamique Monde*

- *(Senior)* عبر أربع مراحل.

#### خاتمة:

في الأخير و بعد عرضنا لهذا العمل و توصلنا إلى أنه يوجد نموذج *LBO* يتناسب مع مبادئ الشريعة الإسلامية، ننوه بأهمية هذه الأخيرة و التي رغم نموها السريع خاصة خلال الازمة المالية، إلا انها مازالت تحتل موقعا محتشما إذا ما قورنت بالمالية التقليدية، حيث لا يتعدى مجموع أصولها 1 % من مجموع أصول 1000 بنك كبير الأولى في العالم، و المشكلة الكبيرة أمام تطور الأدوات المالية الإسلامية تتمثل في نقص السيولة. أما نموها السريع في الآونة الأخيرة فيرجع إلى المداخيل الطاقوية المرتفعة للدول التي تحتضنها.

ضف إلى ذلك أن المقصود بالمالية الإسلامية المعاملات المالية الإسلامية و التي تكون في ظل النظام الرأسمالي، إذ أننا مازلنا لم نصل إلى تجسيد و بناء نظام مالي إسلامي مستقل عن النظام الليبرالي.

فمن خلال هذا كله فإن المتحدث عن الت *LBO* أو أي تمويل آخر، يجب أن يتناوله من باب كون النظام الرأسمالي و المعاملات المالية الإسلامية يسعيان إلى الإجابة عن إشكالية واحدة ألا و هي ضمان السيولة في الأسواق المالية و تنوع طرق التمويل، مع تميز ملحوظ بالنسبة للأدوات المالية الإسلامية و هي انها مرتبطة بنشاط حقيقي، فهي بذلك تخدم التنمية الاقتصادية أكثر من النظام الليبرالي. إلا أنه و في ما يتعلق بتقنية *LBO* سواء أكان التمويل إسلامي أو تقليدي، و من أجل نجاح هذه العملية، يجب احترام عدة عوامل نذكر

- النتائج المتحصل عليها يجب
- يجب على الفريق المسير ان تكون لديه نظرة شاملة حول المؤسسة المستهدفة و كذا المجموعة المسيرة ككل، و الاخذ في عين الاعتبار كل الأبعاد الاستراتيجية لحياة الشركة (...).

## قائمة المراجع:

- القرآن الكريم
- 
- "في الاقتصاد الاسلامي: البعد المعرفي و القيمي"، دار مجدلاوي، الطبعة الأولى، عمان 2010
- "الأعمال المصرفية في ضوء الشريعة الإسلامية" www.alwaei.com
- . محمد صبح، " ولي، القاهرة، 1988.
- AFIC-LBO: guide pratique de 2006.
- Christophe THIBIERGE et Philippe THOMAS, « l'effet de levier : une relecture opérationnelle à destination des décideurs financiers d'entreprise », cahier de recherche ESCP N° 97-135.
- Herbert Smith LLP, guide de la Finance Islamique 2009, p20.
- Imane KARICH, « Le Système Financier Islamique : De la Religion à la Banque », Ed Larcier 2002
- Malika KETTANI, « Une Banque Originale : La Banque Islamique », Ed Dar Al-Kotob Al-Ilmyah, 2ème édition, Beyrouth 2005
- Mesmin Borgia, « Financement des entreprises sous LBO en période de crise... », mémoire de master II banque et finance 2008, université d'Evry.
- Moody's Investors Service, Special Report on Islamic Finance, February 25<sup>th</sup>2008.
- Publication de Standard & Poors de 2010.
- Publication du FMI en 2009.
- Revue PME, « l'intégration fiscale : avantages, limites et inconvénients »,N°22-juin-juillet-aout 2005.
- The Banker Magazine and HSBC Amanah, 6 novembre 2009.
- Fr.wikipedia.org/wiki/reverse\_leveradaged\_buy-out.
- http://ar.wikipedia.org/wiki/الصكوك\_الإسلامية
- http://eifa.co/News-18762.html
- http://forum.sh3bwah.maktoob.com/t239287.html
- http://www.icn.com/ar/studies/2012/02/14/-الصكوك-الإسلامية-مخاطر/
- http://www.salondesfusionsacquisitions.com/index.php?item=blog-fusions-acquisitions&type=post&name=avenir-lbo-crise
- www.Bltagi.com
- [www.cdvm.gov.ma](http://www.cdvm.gov.ma)