

دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير الابتكارات المالية: دراسة وتقييم لصكوك الإجارة الإسلامية في مملكة البحرين

أ. بوعكاز نوال

الدرجة العلمية: أستاذ مساعد قسم أ بجامعة سطيف 01

البريد الإلكتروني: nbouakkaz@gmail.com

ملخص:

تنمو الصناعة المالية الإسلامية بسرعة. وتحتاج الأسواق بشكل متزايد للأدوات الإسلامية، مع ارتفاع عدد المؤسسات الراغبة في تقديم الخدمات الإسلامية لعملائها، فإن تطوير المنتجات المالية الإسلامية من خلال العمليات المناسبة للهندسة المالية أصبح مجالاً هاماً للبحث. تهدف هذه الورقة إلى استكشاف الممارسات الحالية لتطوير المنتجات والهندسة المالية في المؤسسات المالية الإسلامية، ووضع المنهجية والمبادئ الخاصة بالمنتجات الهندسية الفعالة والمتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية. كما نستعرض صكوك الإجارة الإسلامية الحكومية وتناقش الفوائد المحتملة للتأجير الإسلامي وتأثيراته على الصناعة المالية، وتنتظر في مراجعة موجزة للإصدار الأخير لصكوك الإجارة الإسلامية الحكومية في البحرين. كلمات مفتاحية: الهندسة المالية، الابتكارات المالية، صكوك الإجارة الإسلامية الحكومية، البحرين

Abstract:

Islamic financial industry is growing rapidly. Markets are increasingly appreciating Islamic instruments, and more institutions are willing to provide Islamic services to their clients. However, development of Islamic financial products through appropriate processes of financial engineering has remained an important area of researchers.

This paper aims at critically exploring the current practices of product development and financial engineering in Islamic financial institutions, and establishing the methodology and principles for engineering efficient and Shari'ah-based financial products. it deals with the Government Islamic Lease (Ijarah) Sukuk and discusses potential benefits of Islamic lease and their effects on financial industry and examines a brief review of the recent issuances of Government Islamic Lease (Ijarah) Sukuk in bahrain.

Key words: Financial Engineering, Financial Innovation, Government Islamic Lease (Ijarah), Bahrein

مقدمة:

برزت الهندسة المالية الإسلامية كأداة مناسبة لإيجاد حلول مبتكرة، وأدوات مالية جديدة، تجمع بين موجهات الشرع الحنيف واعتبارات الكفاءة الاقتصادية، حيث شهد العالم تغيرات جذرية هائلة، تمثلت في تغيير أسلوب إدارة الموارد الاقتصادية إلى النمط الاقتصادي الحر، مما فرض ضغوطا تنافسية حادة على المؤسسات المالية الإسلامية، وبالذات في أسواق التمويل والخدمات المصرفية والمالية، ما استدعى بشكل ضروري تطوير منتجات مالية إسلامية مستحدثة، تضمن للمؤسسات قدرا من المرونة، ونصيبا سويا وافرا، يساعدها على الاستمرار بفعالية. ومن هنا استوجب طرح الإشكالية التالية: إلى أي مدى نجحت الهندسة المالية الإسلامية في توفير ابتكارات مالية تتوافق مع الشريعة الإسلامية وتحقق الكفاءة الاقتصادية؟ للإجابة على هذا التساؤل ارتأينا تقسيم البحث إلى ثلاثة محاور:

المحور الأول: الابتكارات المالية من منظور اسلامي

المحور الثاني: الهندسة المالية الاسلامية

المحور الثالث: دراسة وتقييم صكوك الإجارة الاسلامية الحكومية في مملكة البحرين

المحور الأول: الابتكارات المالية من منظور اسلامي

تقوم فكرة الابتكارات المالية على أنه لا يوجد شيء مقدس باستثناء العقائد الدينية، وهذا يعني أن الفكر الإنساني لا يجب أن يكون مقيداً بحدود معينة أو أفكار ثابتة، ولكنه يتجه إلى مساعدة متخذي القرارات وذلك من خلال زيادة عدد البدائل المتاحة أمامهم وما يوفره كل بديل من مزايا وتكاليف مختلفة ليختاروا من بينها ما يناسبهم، ولذلك فإن مجال عمل الفكر الإنساني هو الإبداع فيما بين النقيضين، وابتكار بدائل هجينة بينهما أو اشتقاق وسائل جديدة منهما.¹

أولاً: مفهوم الابتكار المالي

1- الابتكار لغة: يعني المبادرة إلى الشيء والإسراع إليه. وابتكار الشيء إدراك أوله وهو يدل على الإقدام على فعل يسبق به صاحبه بقية الناس. والتفكير الابتكاري هو تفكير مصاغ بطريقة تؤدي إلى نتائج إبداعية، ويسمى الفرد مبتكراً عندما يحقق نتائج إبداعية باستمرار.

2- الابتكار اصطلاحاً: هو عملية خلق أو إنتاج شيء جديد، على أن يكون أصيلاً وملائماً للواقع، وذو مضمون ويحل مشكلة من المشكلات، ويكون ذا قيمة ويحظى بالقبول الاجتماعي. كما يعرفه تورانس (Torrance) بأنه قدرة الفرد على تجنب الطرق التقليدية في التفكير مع إنتاج أصيل وجديد يمكن تنفيذه أو تحقيقه.²

3- الابتكار المالي: إذا كان لفظ الابتكار يعني عدم التقيد بحدود معينة، فلا يجب تقييده بتعريف محدد، لأنه ببساطة يعني كل ما هو جديد وغير مألوف وخارج عن حدود المعرفة.

- ❖ يرى بيتر دروكر (Peter Drucker) أن الابتكار المالي هو وظيفة محددة من المشاريع، سواء كان في الأعمال التجارية الخاصة، أو في مؤسسة للخدمة العامة. وهي الوسائل التي يتمكن صاحب المشروع من خلالها أن يخلق: إما موارد جديدة تنتج ثروة، أو يمنح الموارد المتاحة إمكانيات إضافية لخلق الثروة.³
- ❖ أما الاقتصادي الأمريكي النمساوي "جوزيف شومبيتر" صاحب نظرية التنمية الاقتصادية (Theory of Economic Development) والذي دعا إلى الابتكار فيرى أن على الابتكار:⁴
 - أن يجلب إلى السوق منتجاً جديداً متميزاً عن غيره، وله وزنه في الأهمية.
 - أن يقدم فناً إنتاجياً متقدماً.
 - أن يفتح أسواقاً جديدة.

فالابتكار المالي هو: أي تطور جديد في نظام مالي وطني أو النظام المالي الدولي يعمل على:

- تحسين كفاءة المخصصات لعملية الوساطة المالية.
 - تحسين الكفاءة التشغيلية للنظام المالي عن طريق خفض التكاليف ومخاطر المعاملات في الأسواق الأولية والثانوية التي يتم فيها التداول.
- ثانياً: أنواع الابتكارات المالية: لقد زاد تعقيد الابتكار المالي وسرعته، حيث أصبح من الصعب فهم ما يحدث من وقت لآخر. لكن الابتكار المالي بشكل عام يأخذ الأبعاد الثلاثة التالية:⁵
- ❖ تحويل المواد الخام إلى منتجات أكثر تطوراً أو أقل، وفقاً لاحتياجات المستخدمين النهائيين من حيث المخاطر والاستثمار، ضمن مدة معينة (خلق أدوات مالية مبتكرة وبسيطة، وأدوات إدارة المحافظ الفردية أو الجماعية).

❖ إيجاد آليات لتسعير هذه الأدوات المالية (في السوق المنظمة أو غير المنظمة).

❖ تطوير التكنولوجيات اللازمة لتداول هذه الأدوات وتوفير جميع المعلومات ذات الصلة.

التصنيف الأول: لقد وضع بنك التسويات الدولية (Bank for International Settlements) في 1986،

نظاماً لتصنيف الابتكارات المالية يفصل بينها إلى:⁶

1- ابتكارات نقل مخاطر: هي الابتكارات التي تقلل من المخاطر الكامنة في ورقة مالية معينة أو تمكن حاملها من التحوط ضد خطر معين. مثل: عقود مبادلة التعثر على السداد CDS، إذ رغم أنها لا تقلل من احتمال حدوث الخطر إلا أنها توفر الحماية في حالة تجسد الخطر. وهنا يجب التمييز بين مخاطر الأسعار (أسعار الأصول قد تتغير)، ومخاطر القرض (المقترض قد يتعثر عن السداد).⁷

2- ابتكارات تعزيز السيولة: الابتكارات التي تعزز السيولة لديها القدرة على زيادة سيولة الأوراق المالية والأصول، مثلاً الأصول المورقة تجعل من الممكن بيع القروض في السوق الثانوية مما يوفر لمؤسسات الإقراض القدرة على تغيير هيكل محفظتها.

- 3- ابتكارات توليد الأسهم: هي أدوات تمنح خصائص الأسهم للموجودات، حيث أن طبيعة خدمة الديون فيها محددة سلفاً. كما يتم تحديد معدل العائد على الأصل بناء على أداء الجهة المصدرة، مثل مبادلات الديون بالأسهم (Debt-Equity Swap)
- وقد أضاف لويلين (Llewellyn) في كتابه "الابتكارات المالية في الخدمات المصرفية للأفراد والشركات" الأنواع التالية إلى ما سبق:⁸
- 4- ابتكارات للتأمين: بعض الأوراق المالية تعمل على تأمين المخاطر في مقابل دفع قسط التأمين. ومن الأمثلة المتعلقة بمخاطر الائتمان، عقود CDS حيث يدفع المشتري للبائع جزء من أقساط التأمين مقابل أن يتعهد البائع بتعويض المشتري في حال حدوث خلل ما.
- 5- ابتكارات إدارة الأصول والخصوم: بشكل أو بآخر، تقوم جميع الأدوات تقريباً بتوسيع نطاق البنوك لإدارة الأصول والخصوم من خلال: تقديم مجال لإدارة المخاطر، توسيع فرص الإقراض، أو تغيير هيكل الخطر في الميزانية العمومية للبنك.
- 6- الابتكارات التمويلية للمؤسسات المالية: يمكن لبعض الأدوات توسيع مصادر التمويل المصرفي. مثل التوريق الذي يُمكن البنك من تنوع تمويله لمجموعة واسعة من المستثمرين الذين قد يكونون مستعدين للاستثمار في فئة معينة من الأصول المصرفية ولكن ليس في نفس البنك، (مثل الرهون العقارية).⁹
- 7- ابتكارات توليد الائتمان: تستطيع هذه الابتكارات توسيع القدرة على الوصول إلى أسواق ائتمان معينة وبالتالي القدرة على زيادة إجمالي حجم الائتمان. على سبيل المثال، يقوم البنك بتوريق بعض قروضه، أو يشتري ضمان القرض، إلى أن يتم تمرير الخطر إلى الآخرين، حينها تزداد قدرته على الإقراض إما لأنه أصدر رأس مال أو لأن المعاملات تقلل من تعرض البنك إلى فئة معينة من المقترضين أو الأصول.¹⁰
- التصنيف الثاني: اقترح (Perez، 2002) تصنيفاً بديلاً للابتكارات المالية مبيناً في الجدول التالي:

الجدول رقم 1: تصنيف الابتكارات المالية

أمثلة	نوع الابتكار المالي
قروض البنوك، رأس المال الاستثماري، وشركات المساهمة	أدوات ابتكارية لمساعدة الأنشطة الحقيقية.
السندات	أدوات لمساعدة الشركات على النمو أو التوسع.
التحويلات البرقية، فخص الحسابات الشخصية، أجهزة الصراف الآلي، الخدمات المصرفية الإلكترونية	تحديث الخدمات المالية.
صناديق الاستثمار، السندات والاكتتابات، المشتقات وصناديق التحوط.	أدوات هادفة للربح ونشر الاستثمار والمخاطر.
المبادلات، العقود الآجلة، عمليات الدمج وعمليات الاستحواذ.	أدوات لإعادة تمويل الالتزامات أو تعبئة الأصول.
مراجعة العملات الأجنبية، الملاذات الضريبية، الصفقات خارج الميزانية.	ابتكارات مشكوك فيها (محل تساؤل).

Source : Yuan K. Chou and Martin S. Chin, Financial Innovations and Technological Innovations as

Twin Engines of Economic Growth, University of Melbourne, Australia, January 9, 2004, p 10

ثالثا: قيمة الابتكارات المالية وأهميتها في الأسواق المالية: يرى بيتر تيفانو (Peter Tufano) أن قيمة الابتكار المالي وأهميته تكمن في النقاط التالية:¹¹

1. الابتكار وجد لإكمال أسواق هي بطبيعتها غير مكتملة: تعتبر السوق غير كاملة، لأنه لا يمكن أن تكون موزعة على جميع الدول، نتيجة لذلك تصبح الأطراف غير قادرة على نقل الأموال بحرية عبر الزمان والمكان، ولا على إدارة المخاطر. ويرى دافي وراهي (Duffie and Rahi 1995) في مقدمة لعدد خاص من مجلة النظرية الاقتصادية عن الابتكار في الأسواق المالية، وفي مراجعة لما كتب حول عدم اكتمال السوق والابتكار: أن هناك حوافز لإنشاء أسواق للأوراق المالية التي لا تجد بدائل متاحة، والتي يمكن استخدامها للوقاية من المخاطر الفنية. هذا الاقتراح يتفق مع نظرية بلاك (Black 1986): "نمط الابتكار في العقود المتداولة في البورصة"، التي تظهر وجود علاقة بين بقاء العقد الجديد (قياسا إلى حجم التداول الخاص به) وقدرته على إكمال الأسواق.

2. الابتكار وسيلة لمعالجة اهتمامات الأطراف ذات المصلحة ومشكل عدم تماثل المعلومات: يحدث عدم التماثل في المعلومات في سوق الأوراق المالية عندما تعتمد إدارة الشركات حجب معلومات معينة عن المستثمرين لاستخدامها في تحقيق عائد غير عادي من الأسهم التي يملكونها، والتي قد تستخدمها الأطراف الداخلية في تحقيق عائد غير عادي قبل نشرها في التقارير المحاسبية. ونظرا لأن كافة الأطراف تتصف بالرشد الاقتصادي، فإن الأطراف الخارجية (المستثمرين) سوف تلجأ إلى أساليب دفاعية لحماية نفسها ضد مخاطر عدم تماثل المعلومات، فيفضي وجود عدم تماثل المعلومات إلى وجود الاختيار العكسي والمخاطر المعنوية (Moral Hazard) وكلاهما يتداخل مع التشغيل الكفء والسلس للأسواق المالية في تحويل الموارد التمويلية من وحدات الفائض المالي إلى وحدات العجز المالي، مما قد يقلل من حجم الموارد التمويلية المعروضة في الأسواق المالية بطريقة مصطنعة، ويخلق عجزا زائفا في عرض تلك الموارد، ومن ثم ترتفع تكلفة التمويل بطريقة غير مبررة اقتصاديا، فيضيق نطاق الأسواق المالية.¹²

3. الابتكار موجود بحيث تستطيع الأطراف تقليل تكاليف المعاملات والبحث والتسويق: ناقش ميرتون (Merton 1989) كيف أن وجود تكاليف المعاملات يوفر دورا حاسما بالنسبة للوسطاء الماليين الذين يسمحون للأسر التي تواجه تكاليف المعاملات بتحقيق الاستهلاك والاستثمار الأمثل، يستخدم ميرتون هذه الحجة لشرح كيف أن مبادلة الأسهم (Equity Swaps) يمكن أن تكون وسيلة فعالة لتحقيق عوائد للمستثمرين متعددي الجنسيات. وتهدف العديد من الابتكارات العملية في مجال تكنولوجيا نظام الدفع لخفض تكاليف المعاملات مثل: أجهزة الصراف الآلي والبطاقات الذكية (ATMs, Smart Cards). حيث أن تكاليف المعاملات وتكاليف البحث والتسويق تتضمن مجموعة متنوعة من المكونات: كتكاليف تحديد المشتري والبائع، تكاليف المعلومات وتكاليف تجهيز المعاملات. وقد قام مادان وسوبرا

(Madan and Soubra) بدراسة كيفية محاولة الوسطاء الماليين تعظيم الإيرادات الصافية من تكاليف التسويق، الأمر الذي يؤدي بهم إلى تصميم المنتجات المتعددة التي تنتشر إلى مجموعة أوسع من المستثمرين. 4. الابتكار هو رد على الضرائب والقوانين: ربط العديد من المؤلفين بين الضرائب والابتكار، حيث أشار ميلر (1986) كثيرا إلى هذه النقطة فقال بأن الدوافع الرئيسية للابتكارات الناجحة على مدى السنوات العشرين الماضية سببها القوانين والضرائب.¹³ إن السعي الدائم لتعظيم العوائد بعد خصم الضرائب، والتغيرات في قانون الضرائب يعتبران محفزين رئيسيين للابتكار المالي. على سبيل المثال، مختلف الهياكل المرتبطة بالأسهم التي تستخدمها الشركات لتسهيل مقتنياتها من الأسهم، ترخص لهذه الشركات التأخير في دفع الضرائب على أرباح رأس المال. فالابتكار يستجيب لقيود القوانين التنظيمية، والتي بدورها يتم تعديلها في رد فعل على هذه الابتكارات.

5. إنتشار العولة ومخاطر تحفيز الابتكار: معظم المقالات حول الابتكار المالي تحدد العولة والتقلبات المتزايدة (التذبذب) كدافعين للابتكار. مع انتشار العولة، تتعرض الشركات، المستثمرون والحكومات لمخاطر جديدة (مخاطر أسعار الصرف أو المخاطر السياسية)، والابتكارات تساعدهم على إدارة هذه المخاطر. كما أشار بعض الكُتاب إلى أن زيادة التذبذب تعتبر كحافز للابتكار، حيث درس كل من سميث، سميثسون وويلفورد (Smith, Smithson, and Wilford) (1990) زيادة تقلب أسعار الفائدة وأسعار الصرف وأسعار السلع الأساسية، والربط بين هذه الزيادة في المخاطرة والابتكار المالي وقد توصلوا إلى النتائج التالية: قد تسبب عدم اليقين في البيئة المالية العالمية في العديد من المشكلات الاقتصادية والاضطرابات، ولكنه كان أيضا قوة دافعة للابتكار المالي، الذي من خلاله، أصبح الوسطاء الماليون حاليا قادرين على عرض منتجات عملائهم وإدارتها بل حتى استغلال المخاطر الجديدة. من خلال هذا الابتكار نفسه، أصبحت المؤسسات المالية قادرة على تقييم وإدارة أصولها وخصومها الخاصة بشكل أفضل.

6. التطورات التكنولوجية تحفز الابتكار: تعتبر التطورات التكنولوجية تفسيرا لتوقيت عرض بعض الابتكارات المالية، فمثلا التقدم في تكنولوجيا المعلومات دعم مخططات التجميع المتطورة التي نلاحظها في التوريق. حيث أن تكنولوجيا المعلومات والاتصالات السلكية واللاسلكية في تحسن مستمر وقد سهلت عددا من الابتكارات، بما في ذلك أساليب جديدة من الاكتتاب في الأوراق المالية (على سبيل المثال الاكتتاب العام المفتوح (OpenIPO)، وسائل جديدة لتجميع محافظ الأسهم (FolioFN) ، أسواق جديدة للأوراق المالية وأيضا وسائل جديدة لتنفيذ معاملات آمنة.

رابعا: النقد الموجه للابتكار المالي:

في مقالة عن واقع الصناعة المالية والابتكار المالي، بعنوان "الابتكار أو الموت" (Innovate or Die). أشار بيتر دروكر أحد رواد الإدارة الحديثة إلى أن "المؤسسات المهيمنة لم تقدم أي ابتكار ذا بال على مدى الثلاثين

عاماً". وبدلاً من تقديم خدمات مالية لعملائها، أصبحت المؤسسات المالية غالباً نتاج لمصلحتها مع مؤسسات أخرى، لتكون النتيجة مباراة صفرية، لأن ما تربحه مؤسسة هو ما تخسره أخرى.

ويرى بعض الاقتصاديين أن الهدف الأساسي للابتكار المالي هو الالتفاف على الأنظمة، وهذا الموقف نابع من القناعة بأن آلية السوق كفيلة بتحقيق الكفاءة والرفاهية الاجتماعية، أما القوانين فهي تعيق أداء السوق بشكل أو بآخر، لذا فإن إبطال هذه الأنظمة من خلال الالتفاف عليها أو ما يسمى المراجعة النظامية (Regulatory Arbitrage) مهم في نظرهم لاستعادة كفاءة السوق. وقد يكون ذلك صحيحاً بالنسبة للأنظمة الفارغة أو البالية التي لا تحقق مصلحة اقتصادية. لكن من حيث المبدأ فإن القيود التنظيمية تؤدي دوراً مهماً في استقرار الأسواق وحفظ مقومات الاقتصاد، فالأنظمة الخاصة بالإفصاح ومتطلبات كفاية رأس المال ونحوها ضرورية لحماية المستثمرين وتحقيق المصلحة العامة. والالتفاف على هذه الأنظمة من خلال الوسائل القانونية والمحاسبية يفضي إلى نتائج غير محمودة كما اتضح ذلك في انهيار شركتي إنرون و وورلدكوم (Worldcom , Enron).¹⁴

كما أن بعض الابتكارات المالية لا تمنح مزايا اجتماعية. وتمثل في تلك الابتكارات التي ينتج عنها التهرب من الضرائب أو تأجيلها، مما يؤدي إلى خسارة في عائدات الضرائب، وفقدان الثقة في الحكومة، والشعور بعدم المساواة. يؤكد نقاد الابتكار المالي أنه يخلق أيضاً تعقيدات لا داعي لها وهذا بدوره يؤدي إلى قرارات استثمارية سيئة وتكاليف اجتماعية.¹⁵

خامساً: موقف الشريعة الإسلامية من الابتكار المالي

لا يمكن أن تقف الشريعة أو تطبيقها عائقاً أمام التطور والابتكار، لأن الشريعة في حقيقتها خير كلها، ورحمة كلها، وعدل كلها ومصلحة كلها، وأبنا تكن المصالح الحقيقية فثمة شرع الله، وأبنا كانت الشريعة فثمة المصالح والمنافع الدنيوية والأخرية. قال الله تعالى: ﴿وَقِيلَ لِلَّذِينَ اتَّقَوْا مَاذَا أَنْزَلَ رَبُّكُمْ قَالُوا خَيْرًا لِلَّذِينَ أَحْسَنُوا فِي هَذِهِ الدُّنْيَا حَسَنَةٌ وَلِلَّذِينَ اتَّقَوْا خَيْرٌ وَلَنِعْمَ دَارُ الْمُتَّقِينَ﴾. سورة النحل، الآية 30

ولذلك كان توجيه القرآن الكريم للمؤمن أن يكون شعاره طلب خيري الدنيا والآخرة، فقال تعالى: ﴿ وَمِنْهُمْ مَنْ يَقُولُ رَبَّنَا آتِنَا فِي الدُّنْيَا حَسَنَةً وَفِي الْآخِرَةِ حَسَنَةً وَقِنَا عَذَابَ النَّارِ أُولَئِكَ لَهُمْ نَصِيبٌ مِمَّا كَسَبُوا وَاللَّهُ سَرِيعُ الْحِسَابِ ﴾. سورة البقرة، الآيتين 201-202

لذلك يجب أن تتم عملية الابتكار من خلال عقلية هادئة، ومنهجية مدروسة، ووفق وحدات زمانية تتناسب مع التطور والتقدم السريع في السوق وحاجته، من خلال عدة أمور ومحاور ومنطلقات أهمها مايلي:

- ✓ توحيد المعايير المتبعة.
- ✓ إيجاد العناصر الكفاءة وتأهيل العاملين.
- ✓ توفير السياسات الداعمة.

✓ تفعيل الإطار الإشرافي وتنظيمه.

إن الشريعة الإسلامية نظام متكامل للحياة الإنسانية. وهي بطبيعة الحال تقيد السلوك البشري في جوانب متعددة، لكن هذه القيود ليست عائقاً عن الابتكار، بل العكس هو الصحيح. فالدراسات تشير إلى أن القيود تحفز الابتكار وتحث عليه، كما تشير إلى أن أحد أهم الحوافز وراء الابتكارات المالية كان القيود التنظيمية للأنشطة المالية. فالقيود إذاً ليست معوقاً للابتكار، وهذا صحيح خاصة إذا كانت هذه القيود منزلة من لدن حكيم خبير، فهي حينئذ مصدر الهداية والسعادة للبشرية. فالشريعة الإسلامية تقدم البيئة المثالية للابتكار والإبداع الإيجابي. وقد أكد القرآن في آيات عدة على أهمية التفكير والتدبير، وانتقد التقليد الأعمى للآباء والأجداد ولو كان مصادماً للعقل والمنطق. وهذا لا يعني أن التجديد ومخالفة المؤلف هدف في نفسه، بل هو وسيلة لاستكشاف الحقيقة وتصحيح الأخطاء وبناء القيمة المضافة.¹⁶

سادساً: علاقة الابتكار المالي بالهندسة المالية: إن السؤال الذي يطرح نفسه هو: هل الهندسة المالية والابتكار المالي شيء واحد؟ يجيب ميرتون على هذا التساؤل فيقول:

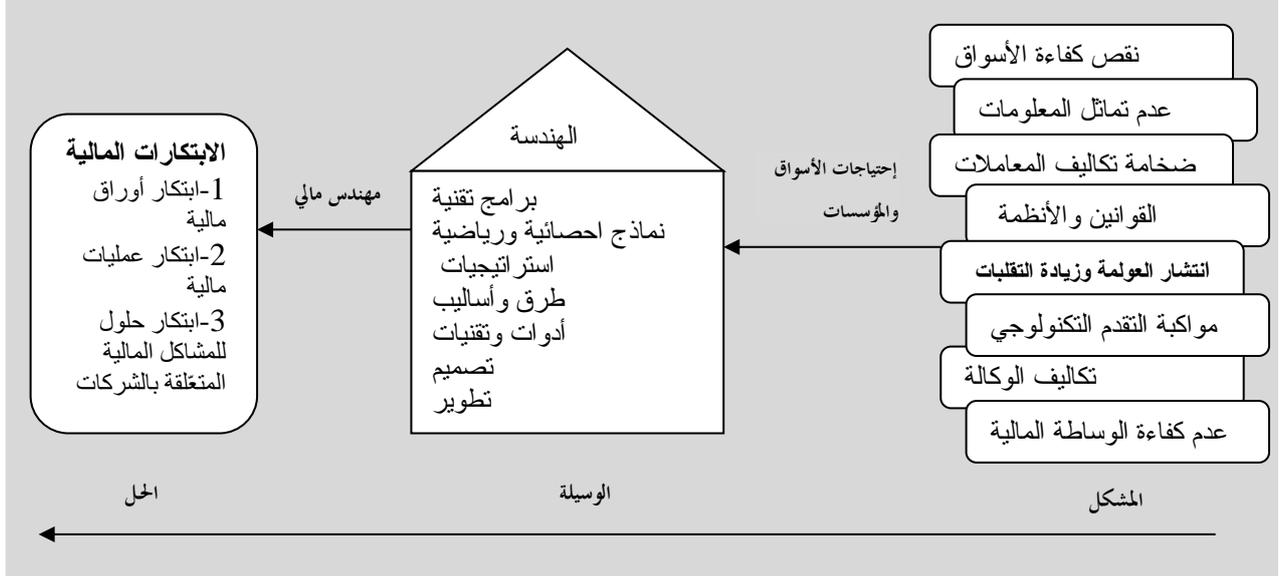
إن الهندسة المالية هي وسيلة لتنفيذ الابتكار المالي، وهي منهج مصوغ في صورة نظام أو مجموعة من الأفكار والمبادئ تستخدمه مؤسسات أو شركات الخدمات المالية لإيجاد حلول أفضل لمشاكل مالية معينة تواجه عملائها، ويستفاد مما تقدم أن الهندسة المالية والابتكار المالي ليسا شيئاً واحداً، وإنما هما عمليتان متكاملتان تعتمد كل واحدة منهما على الأخرى. فالحاجة تدفع الابتكار، والابتكار يعتمد على الهندسة المالية التي تتوفر للقائمین عليها من المهندسين الماليين من الخبرات والمهارات والقدرة على توظيف النماذج الرياضية والإحصائية المعقدة ما يؤهلها لوضع هذه الابتكارات موضع التنفيذ. ليتم طرحها في الأسواق في صورة أدوات مالية، وخدمات، تتسابق المؤسسات المالية المتنافسة على أن يكون لها فضل السبق في تقديمها للعملاء.¹⁷

فالابتكار بطبيعته لا يمكن التنبؤ به، ولولا ذلك لما سمي ابتكاراً. وبالتالي، ينبغي توجيه الاهتمام نحو الأدوات والتقنيات التي تسهل الابتكار والإبداع. نتحدث هنا عن الفرق بين أدوات الابتكار والابتكار نفسه. وقد صاغ بونو (Bono) سنة 1970 مصطلح "التفكير الجانبي" لوصف استراتيجيات التفكير والتقنيات التي تسمح بتشجيع الإبداع، فالإبداع هو نتيجة وليس هو نفسه موضوع التحليل. وبالمثل، تتعلق الهندسة المالية بالأدوات والتكنولوجيا، والأساليب والطرق لتطوير أدوات خلاقة ومنتجات مبتكرة، فتعريف الهندسة المالية يذكر الحلول المالية بدلا من الأدوات أو العقود.

هذا يسلط الضوء على القيمة المضافة للابتكار. إذ أن: "الحل" هو شيء يرضي حاجة حقيقية لم يكن إرضاءها ممكناً من قبل. بذلك فهو يشمل العمليات، الأوراق المالية والمنتجات التي تؤدي إلى تحسين الكفاءة والعائد. وفقاً لمايسون وآل (Mason et Al)، لا يجوز أن نحكم على الهندسة المالية من خلال تعقيد النماذج الرياضية،

أو الوثائق القانونية المطلوبة بل من خلال توسعها الاقتصادي والمرونة الإدارية التي تقدمها لمستخدميها.¹⁸ ويمكن تلخيص علاقة الهندسة المالية بالابتكارات المالية في الشكل التالي:

الشكل رقم 01: علاقة الهندسة المالية بالابتكارات المالية



المصدر: من إعداد الباحث

أما بالنسبة للهندسة المالية الإسلامية، فإن لم تنتهج المؤسسات المالية الإسلامية نهجاً واضح الرؤية والمعالم في سبيل تطوير الصناعة المالية الإسلامية ورفدها بمنتجات وخدمات تراعي المقاصد الشرعية في الأموال، وإذا ما سعت إلى تحقيق المعادلة الصعبة في تطوير منتجات تجمع بين المصدقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية، فإنها ستبقى أسيرة التقليد والمحاكاة لمنتجات المالية التقليدية، وهو ما قد يؤدي إلى أن تخرف هذه المؤسسات المالية الإسلامية عن الطريق القويم.¹⁹

قال تعالى: "ثم جعلناك على شريعة من الأمر فاتبعها ولا تتبع أهواء الذين لا يعلمون" سورة الجاثية، الآية 18.

المحور الثاني: الهندسة المالية الاسلامية

شهدت السوق الإسلامية حاجة ملحة لابتكار أدوات مالية تواكب التغيرات والمستجدات في شتى مجالات التمويل والاستثمار والاقتصاد الإسلامي وتوظيف الهندسة المالية الإسلامية في تطوير الأدوات الإسلامية وتعزيزها. وقد حققت المصرفية الإسلامية نجاحاً كبيراً في تطوير العمل المصرفي من خلال تطوير أدوات ومنتجات مبتكرة، وتبنت صيغاً تمويلية مناسبة مثل الإجارة والاستصناع والسلم، إضافة إلى عقود المضاربة

والمشاركة والمراجعة. وانتشرت الصكوك الإسلامية بأنواعها وبدأت بعض المصارف في ترتيب عمليات تمويل جمعة بصيغ إسلامية، وأخرى تؤسس صناديق استثمارية متوافقة مع التشريع الإسلامي.

أولاً: ماهية الهندسة المالية الإسلامية وتاريخها

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

1- تعريف الهندسة المالية الإسلامية: يمكن تعريف الهندسة المالية الإسلامية على أنها:

❖ مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة، إضافة إلى صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل وكل ذلك في إطار توجيهات الشرع الإسلامي.²⁰ وهذا التعريف يشير إلى أن الهندسة المالية الإسلامية تتضمن العناصر التالية:

- ابتكار أدوات مالية جديدة.
- ابتكار آليات تمويلية جديدة .
- ابتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية، مثل إدارة السيولة أو الديون، أو إعداد صيغ تمويلية لمشاريع معينة تلائم الظروف المحيطة بالمشروع.
- أن تكون الابتكارات المشار إليها سابقاً، سواء في الأدوات أو العمليات التمويلية موافقة للشرع مع الابتعاد بأكبر قدر ممكن عن الاختلافات الفقهية، مما يميزها بالمصادقية الشرعية.

2- تاريخ الهندسة المالية في الإسلام

من حيث الواقع، فالصناعة المالية الإسلامية وجدت منذ أن جاءت الشريعة الإسلامية بأحكامها المطهرة. وقد روي عن أبي سعيد الخدري وأبي هريرة رضي الله عنهما أن رسول الله صلى الله عليه وسلم استعمل رجلاً على خبير فجاءه بتمر جنيب فقال له رسول الله صلى الله عليه وسلم أكل تمر خبير هكذا؟ فقال لا والله يا رسول الله! إنا لناخذ الصاع من هذا بالصاعين، والصاعين بالثلاثة. فقال رسول الله صلى الله عليه وسلم: ((لا تفعل بع الجمع بالدرهم، ثم ابع بالدرهم جنياً. وقال في الميزان مثل ذلك)).²¹ إشارة لأهمية البحث عن حلول تلي الحاجات الاقتصادية دون إخلال بالأحكام الشرعية. لكن الملاحظ أن الشريعة الإسلامية لم تأت بتفصيل هذه الحلول، وإنما جاءت بتفصيل ما لا يحل من المعاملات المالية. وهذا يتفق مع القول بأن الأصل في المعاملات الحل إلا ما عارض نصاً أو حكماً شرعياً ثابتاً. وعليه فالشريعة الإسلامية لم تحجر دائرة الابتكار، وإنما على العكس، حجرت دائرة الممنوع، وأبقت دائرة المشروع متاحة للجهد البشري في الابتكار والتجديد.²²

وقد ترأست الصيرفة والتمويل الإسلامي معظم عناوين الصحف منذ الطفرة النفطية الأولى في السبعينات وظهرت المالية الإسلامية كقوى عظمى، وتستند مبادئ التمويل الإسلامي على النظرية الاقتصادية الإسلامية، فالإقتصاد الإسلامي ليس بديلاً عن النظرية الاقتصادية السائدة، لكنه إقتصاد يقترب من المنظور الأخلاقي ويرفض التجاوزات في الأسواق والاقتصاديات الرأسمالية.²³ في أعقاب أزمة النفط الأولى من 1973-1974، التي وضعت مبالغ كبيرة من المال في أيدي مستثمرين من الشرق الأوسط، تأسس أول بنك إسلامي متكامل: بنك دبي الإسلامي في عام 1975. وبعد ثلاثين عاماً لدينا المئات من المؤسسات المالية الإسلامية والفروع الإسلامية المتخصصة، في أكثر من 75 بلداً.²⁴ تعمل على تطوير الهندسة المالية الإسلامية.

ثانياً: المزايا التي توفرها الهندسة المالية الإسلامية: إن تطبيق الهندسة المالية الإسلامية سيوفر المؤسسات المالية الإسلامية مزايا أهمها:²⁵

1. توفير البدائل للمنتجات المالية التقليدية: فالهندسة المالية الإسلامية هي وسيلة للإبداع والتطوير وإيجاد المنتجات الإسلامية البديلة للمنتجات التقليدية، وهذا يتطلب توفر القدرة على إيجاد المنتجات البديلة للمنتجات المالية التقليدية في بيئة تفتقر إلى محفزات الإبداع، بالإضافة إلى ندرة الأفراد المبدعين، والحاجة إلى ثقافة المؤسسات المالية الإسلامية وتفهمها للإبداع، ومدى اهتمامها بعمليات البحوث والتطوير، ومدى إلمام المبدعين المختصين بالمفاهيم الشرعية التي من شأنها تعزيز الإبداع الأصيل.. وغيرها، فهي إذن بيئة متكاملة يجب النظر إليها من خلال كل مكوناتها دون إغفال أهمية أي منها، ويكفي هنا أن نشير إلى أن التقارير السنوية لأكثر من 12 مؤسسة مالية إسلامية في منطقة الخليج العربي، لم تحمل أي إشارة تنفيذ أن هناك مخصصات تنفقها تلك المؤسسات على البحوث والتطوير، في الوقت الذي أنفقت فيه تسعة بنوك أوروبية ما يزيد عن مليار دولار على عمليات البحث والتطوير.

2. تجنب التقليد لمنتجات المصارف التقليدية: فالتقليد هو البديل الوحيد للإبداع في غياب الهندسة المالية الإسلامية وعجز المؤسسات المالية عن ابتكار منتجات مالية إسلامية وتطويرها حتى تنافس نظيراتها التقليدية، ولكن في المقابل يجب عدم تحميل المؤسسات المالية الإسلامية ما لا تحتمل. فهي تعمل وفقاً للشريعة ولكن ضمن نظم اقتصادية تقليدية، وهو أمر يفرض عدداً من التحديات أمام استخدام بعض المنتجات المالية الإسلامية الأصيلة، ويجبر تلك المؤسسات على استخدام بعض المنتجات التقليدية بعد تطهيرها بإطار شرعي، كما أن مؤسسات البنية التحتية للصناعة المالية الإسلامية التي من المفترض فيها أن تتحمل جزءاً من أعباء البحوث والتطوير لم تقم بواجبها حتى الآن على أتم وجه.

ثالثاً: أسباب الحاجة للهندسة المالية الإسلامية

هناك جملة من الأسباب التي تدعو إلى تبني هندسة مالية إسلامية، يمكن إيجازها فيما يلي:

1- توجه جمهور المسلمين نحو حلول مالية شرعية: ضمن شريحة كبيرة من المجتمع والعالم الإسلامي، يعد توافق الخدمات المالية مع أحكام الشريعة ومبادئها هو الشغل الشاغل لمستخدمي هذه الخدمات. لذا فإن الجهود المبذولة لتعزيز حصول المجتمعات الإسلامية على الخدمات المالية ستوقف على مدى توافق هذه الخدمات مع مبادئها الدينية.²⁶

2- انضباط قواعد الشريعة الإسلامية: إن قواعد الشريعة الإسلامية الخاصة بالتبادل، وإن كانت معدودة، لكنها منضبطة ومحددة. وعليه فإن قبول التعاملات التي تلي احتياجات الناس بصورة كفاءة اقتصاديا يظل مرهونا بعدم منافاته لهذه القواعد. واستيفاء هذا الشرط قد لا يكون عسيرا، لكنه بحاجة إلى استيعاب للقواعد والمقاصد الشرعية، وفي الوقت نفسه إدراك وتقدير لاحتياجات الناس الاقتصادية. والجمع بين هذين يتطلب قدرا من البحث والعناية حتى يمكن الوصول للهدف المنشود. فالهندسة المالية الإسلامية مطلوبة للبحث عن الحلول التي تلي الاحتياجات الاقتصادية مع استيفاء متطلبات القواعد الشرعية.²⁷

3- تطور المعاملات المالية: من المعلوم أن المعاملات في الإسلام تجمع بين الثبات والتطور أو المرونة، فالربا والغش والاحتكار من الأشياء التي حرمها الإسلام منذ أربعة عشر قرناً، وهي حرام إلى يوم القيامة، في كل زمان وكل مكان، فهما اختلفت الصور والأشكال فليس لأحد أن يحل صورة مستحدثة أو شكلاً جديداً ما دام في جوهره يدخل تحت ما حرمه الله سبحانه وتعالى. والبيع حلال إلى يوم يعثون، ولكن نقود اليوم ليست كنقود عصر التشريع، ومن سلع اليوم ما لم يعرفه العالم من قبل، واستحدثت أشكال يتعامل بها الناس في بيوعهم، وما دام البيع يخلو من المحذور، فليس لأحد أن يقف به عند شكل تعامل به المسلمون في عصر معين. لهذا كان لا بد لمن يدرس فقه المعاملات المعاصرة أن يميز بين الثابت والمتطور، وأن ينظر إلى التكيف الشرعي للصور المستحدثة حتى يمكن بيان الحكم الشرعي، ومن ثم إيجاد البدائل إن أمكن ذلك.²⁸

4- المنافسة مع المؤسسات المالية التقليدية: الجانب الرابع، هو وجود المؤسسات المالية الرأسمالية، ونموها إلى درجة فرضت قدرا كبيرا من التحدي على الاقتصاد الإسلامي. فالحلول التي يقدمها المسلمون لا يكفي أن تكون عملية فحسب، بل يجب مع ذلك أن تحقق مزايا مكافئة لتلك التي تحققها الحلول الرأسمالية. ويترتب على هذه الجوانب صعوبة إيجاد حلول اقتصادية إسلامية قادرة على منافسة البدائل السائدة في الاقتصاد المعاصر. ومن هنا برزت الحاجة لتطوير الهندسة المالية الإسلامية وتأصيلها.²⁹

رابعا: واقع الهندسة المالية الإسلامية : من أبرز الثغرات في البنية التحتية للصناعة المالية الإسلامية هو محدودية توافر المعلومات الإحصائية المنتظمة والموثوق بها. استناداً إلى المعلومات المنتشرة في عدد من المصادر المختلفة، يمكن إبداء بعض الملاحظات حول حجم الصناعة المالية الإسلامية وواقعها حالياً.

1- صغر حجم الأصول ورأس المال: تشمل الصناعة المالية الإسلامية حوالي 284 مؤسسة للخدمات المالية الإسلامية التي تعمل في 38 بلدا وتدير 250 مليار دولار، وهذا لا يشمل عمليات النافذة الإسلامية التابعة

للبنوك التقليدية، التي قدر ما تديره بحوالي 200 مليار دولار. وعلاوة على ذلك، فإن المعلومات الواردة أعلاه لا تشمل مؤسسات الخدمات المالية الإسلامية غير المصرفية، وأنشطة سوق التكافل وإعادة التكافل ورأس المال. تعتبر صناعة التمويل الإسلامي واحدة من أكثر القطاعات المالية ديناميكية والأسرع نمواً في النظام المالي العالمي وخلال العقد الأخير تطورت الصيرفة الإسلامية بشكل كبير، وحققت نسب نمو معتبرة حيث بلغ معدل النمو السنوي خلال الفترة 2009-2012 حوالي 11% للمصارف الإسلامية، مقابل 8,6% للتقليدية لكن أرباح المصارف الإسلامية لم تنمو بنفس الوتيرة، فقد بلغ إجمالي العائد على الأصول خلال الفترة 2009-2012 حوالي 51,1% في المصارف الإسلامية (باستثناء تلك الموجودة في إيران والسودان لأن قطاعهما المصرفي إسلامي بالكامل) مقابل 12,2% في المصارف التقليدية في الدول نفسها، وفي عام 2012 بلغ متوسط العائد على حقوق الملكية في أكبر 20 مصرفاً إسلامياً 6,12% مقابل 15% في أكبر 20 مصرفاً تقليدياً لكن من المتوقع أن تؤدي مشاريع إعادة الهيكلة (التي بدأت عام 2011) في عدد من المصارف الإسلامية البارزة إلى تعزيز ورفع مستوى القطاع المصرفي الإسلامي وزيادة الأرباح.

2- السيولة: وضع مركز إدارة السيولة المالية في البحرين قائمة ب79 إصداراً من الصكوك المختلفة للحكومات والشركات بقيمة: 24,685.70 مليار دولار.³⁰ لكن المصارف الإسلامية تعمل مع مجموعة محدودة من الأدوات التقليدية على المدى القصير، وهناك نقص في منتجات الاستحقاق متوسطة وطويلة الأجل. وأحد أسباب هذه العيوب هو عدم وجود أسواق لبيع الأصول المالية وتجارها، والتفاوض عليها مع البنك. كما لا توجد أماكن لتوريق الأصول ونقلها خارج الميزانية العمومية. بعبارة أخرى، فإن الأسواق الثانوية ينقصها العمق والاتساع، كما لا يمكن تطبيق استراتيجية فعالة لإدارة المحافظ في ظل عدم وجود أسواق مالية، فتصبح الفرص المتاحة للتنوع محدودة. وبما أنها لا تلي احتياجات السوق فيما يتعلق بالسيولة، والمخاطر، وإدارة المحافظ، فإن هذا النظام لا يعمل في كامل إمكاناته. هناك إدراك متزايد بأنه على المدى الطويل سوف يعتمد النمو المستدام للأسواق المالية الإسلامية إلى حد كبير على تطوير أسواق ثانوية تعمل بصورة جيدة وإدخال منتجات تعزيز السيولة والمشاركة في تحمل المخاطر.³¹

3- محدودية النطاق: في غياب أسواق الديون وتختلف أسواق الأسهم، وعدم وجود أسواق المشتقات فإن الوسطاء الماليين يلعبون دوراً حاسماً في توفير الخدمات المالية الإسلامية، فالوسطاء الماليون هم المصدر الرئيسي لرأس المال وإدارة المخاطر، ويتوقع أيضاً أن يقوموا بأنشطة على نطاق أوسع. فتغير المشهد المالي العالمي يتطلب من المصارف الإسلامية أن تتجاوز دورها التقليدي كمصارف تجارية وتطور مجالات مثل الأوراق المالية وإدارة المخاطر والتأمين التي تفتقر إليها حالياً أو تعمل على نطاق محدود.³² كما أن التمييز بين الأعمال المصرفية التجارية التقليدية والاستثمار المصرفي أصبح أكثر وضوحاً، فهناك اتجاه عالمي لمزج الخدمات المالية والخدمات غير المصرفية. على الرغم من أن هذا الاتجاه هو السائد في الاقتصاديات الصناعية الكبرى، إلا أنه لم يتم تبنيه من

قبل العديد من الأسواق الناشئة التي يُمارس فيها التمويل الإسلامي. إضافة إلى محدودية القدرة على الاستثمار بالأسهم المتداولة في الأسواق المالية، حيث تحضر عليها الأحكام الشرعية الاستثمار بأسهم الشركات ذات الأغراض المحرمة كأسهم البنوك التقليدية وشركات التأمين وشركات الأغذية المحرمة إلى جانب عدم جواز الاستثمار بالسندات والأذونات الحكومية.³³

4- تمركز الخدمات المصرفية: تميل البنوك الإسلامية إلى التركيز على قاعدة ودائع أو أصول معينة، فهي عادة ما تركز على قطاعات مختارة قليلة وتتجنب المنافسة المباشرة. على سبيل المثال، يمكن أن يتخصص مصرف إسلامي في تمويل القطاع الزراعي، بينما قد يفعل آخر، الشيء نفسه في قطاع البناء، دون محاولة لدخول قطاعات أخرى. هذه الممارسة تجعل من المصارف الإسلامية عرضة للصدمات الدورية في قطاع معين فالاعتماد على عدد قليل من القطاعات (عدم وجود تنوع) يزيد تعرضهم لمنافسين جدد، وخاصة البنوك التقليدية الخارجية التي تكون مجهزة بشكل أفضل لمواجهة هذه التحديات. إن هذا التركيز في قاعدة الأصول يزيد من تعرضها للمخاطر. كما أن أصول البنوك الإسلامية تتركز في عدد قليل من المنتجات.³⁴

خامسا: تحديات الهندسة المالية الإسلامية

1- الهندسة المالية: تتمثل تحديات الهندسة المالية بالنسبة للمؤسسات المالية الإسلامية في تقديم منتجات جديدة متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية تعمل على تعزيز السيولة، إدارة المخاطر، وتنوع محافظهم الاستثمارية. عموما إن محاولات تطبيق تقنيات الهندسة المالية المصرفية الإسلامية سوف يتطلب قدرا كبيرا من الموارد لفهم خصائص العائد-مخاطرة لكل لبنة من النظام وتقديم منتجات جديدة مع تشكيلات مختلفة تلي طلبات المستثمرين، ومؤسسات الوساطة المالية، ورجال الأعمال موفرة السيولة والسلامة. ويعتبر التوريق المرشح الرئيسي للهندسة المالية. كما أنه توجد حاجة للابتكارات المالية الجديدة لتلبية الطلب على الصكوك في كل من: الودائع قصيرة الأجل والاستثمارات طويلة الأجل، فأسواق المال المتوافقة مع الشريعة الإسلامية لا توجد في الوقت الحاضر، وليس هناك ما يعادلها من سوق ما بين البنوك الإسلامية أين يمكن للمصارف التمتع. وعلى الرغم من توريق مجموعة من محافظ عقد الإيجار يمكن أن تساعد على تطوير سوق ما بين البنوك، حتى وإن كان حجم المعاملات التي تقدمها في شكل أوراق مالية غير كافي لتلبية الطلب.

هناك تحدٍ عملي آخر يواجه الهندسة المالية الإسلامية وهو الحاجة إلى توحيد عملية إدخال المنتجات الجديدة إلى السوق. فحاليا، كل مصرف إسلامي لديه المجلس الديني الخاص به الذي يدرس وقيم كل منتج جديد من دون تنسيق الجهود مع بنوك أخرى. وكل مجلس ديني يلتزم بمدرسة فكرية معينة، هذه العملية ينبغي أن تكون مبسطة وموحدة لتقليل الوقت والجهد، والارتباك. حيث أن اختلاف الاجتهادات والفتاوى الشرعية عكست الاختلاف في التطبيق وأدت إلى تنوع نماذج التمويل وعقوده.³⁵

2- إدارة المخاطر: إن الأسواق المالية أصبحت أكثر تكاملاً وترابطاً، وبالتالي زيادة احتمال حدوث آثار عدوى سريعة، مما يترك مجالاً كبيراً لاتخاذ تدابير سريعة ضد مخاطر غير متوقعة. إن الموجة الحالية من تحرير أسواق رأس المال والعملة يدفع الحاجة إلى تعزيز إجراءات إدارة المخاطر، وخاصة بالنسبة للاقتصاديات النامية والأسواق الناشئة، ففي حين تمارس إدارة المخاطر على نطاق واسع في الأسواق المالية التقليدية، فهي تظل متخلفة في الأسواق المالية الإسلامية. نظراً لتحرر الأسواق وانفتاحها فإن الأسواق العالمية تتقارب بسرعة للتلاقى في سوق واحدة. ويتيح ذلك فرصاً للبنوك الإسلامية بقدر ما يمثل من تحديات لها، فمن ناحية ستنجح العملة قدرأ أكبر من تنوع المحافظ الاستثمارية مما يقلل من المخاطرة، وسيفتح ذلك فرصاً للبنوك الإسلامية لزيادة عملياتها وكذلك سيسمح لها بفتح المزيد من الفروع في البلدان الأخرى.³⁶ لكن نظراً لمحدودية الموارد، فإن المصارف الإسلامية في كثير من الأحيان غير قادرة على تحمل ارتفاع تكلفة نظم المعلومات الإدارية أو التقنيات اللازمة لتقييم المخاطر ورصدها في الوقت المناسب. وبسبب ضعف الإدارة وعدم وجود نظم الرصد السليم للمخاطر، تتعرض المصارف الإسلامية لمخاطر عالية. يمكن للمؤسسات المالية الإسلامية توسيع القاعدة الجغرافية للودعين فتحقق التنوع في جانب الخصوم. كما أن التنوع في جانب الأصول يقلل من فرق العائدات التي يجنيها الوسطاء الماليون. أيضاً، يمكن للتنوع الجغرافي والقطاعي في جانب الأصول تشتيت تركيز المؤسسات المالية في منطقة أو قطاع وبالتالي تقليل تعرضها لمخاطر مترابطة، إن المؤسسات المالية الإسلامية تحتاج إلى اتخاذ خطوات فورية لوضع بنية تحتية لتنفيذ التدابير المناسبة والضوابط، وإدارة المخاطر وخلق أدوات مبتكرة لنقل المخاطر المالية ومشاركتها وتخفيفها بحيث يمكن لرجال الأعمال التركيز على ما يفعلونه بشكل أفضل: أي إدارة التعرض إلى المخاطر التجارية التي تتمتع فيها بميزة نسبية.³⁷

3- الخدمات المالية غير المصرفية: لمزيد من النمو، ينبغي تجاوز دور الوساطة التقليدي والتوسع أكثر، هناك حاجة لتوسيع نطاق ومدى الخدمات المالية التي تقدمها، وبذلك يلي البنك الإسلامي الحاجات التمويلية لمختلف أنواع العملاء، بدءاً من الأفراد والمؤسسات وكبار المستثمرين بتقديم المنتجات التي تخدم استثماراتهم، والاقتراض، وإدارة المخاطر، واحتياجات إدارة الثروة. في النظام المالي حيث أسواق الأوراق المالية متخلفة، كما هو الحال في الأسواق المالية الإسلامية، على الوسطاء الماليين توفير مجموعة أوسع من الخدمات، بما في ذلك الخدمات المالية غير المصرفية، معظم البنوك الإسلامية ليست مجهزة تجهيزاً كافياً لتوفير الخدمات المصرفية الاستثمارية التقليدية مثل التأمين، الضمانات، وأبحاث السوق والخدمات الاستشارية القائمة على الرسوم. ومن شأن تحسين الخدمات القائمة على الرسوم وتطويرها أن تعزز وظائف الخدمات المالية الإسلامية.³⁸

4- تطوير أسواق رأس المال: تجاوباً مع الموجة الحالية من عائدات النفط والطلب المتزايد على المنتجات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، تتوسع أسواق رأس المال الإسلامية بوتيرة متسارعة، إن تطوير البنية التحتية المؤسسية، مثل معايير المحاسبة والهيئات التنظيمية، هي خطوة في الاتجاه الصحيح ومع ذلك تحتاج الأسواق أن تلعب

الحكومات المضيفة دوراً قيادياً قوياً والقيام بإجراءات سياسية بناءة. في جانب العرض، نما حجم الاستثمارات الإسلامية بسبب تفضيل الصكوك المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، وبذلك يمكن أن تدعم الأداء الجيد وكفاءة سوق رأس المال. أما في جانب الطلب، فإن الدول في العالم النامي، ولا سيما البلدان المتوسطة الدخل، تتطلب حجماً كبيراً من الاستثمارات في البنية التحتية خلال العقد القادم. ولأن أسواق رأس المال المحلية لهؤلاء المقترضين غالباً ما تكون غير قادرة على تلبية احتياجاتهم الاستثمارية الكبيرة سيتحتم عليهم اللجوء إلى مصادر خارجية للتمويل.

سادساً: منتجات الهندسة المالية الإسلامية

رغم من أن عبارات المنتجات المالية والأدوات المالية الإسلامية شائعة الاستعمال في العصر الحاضر، إلا أنها تفتقر إلى التحديد الذي يقتضيه البحث العلمي، فالعبارة لها استعمالات متعددة وإيحاءات مختلفة مما يجعل المفهوم غامضاً وضبابياً وغير موضوعي بدرجة كافية.

1- مفهوم المنتجات المالية الإسلامية: المنتج المالي أو الأداة المالية يراد بها تصرف اختياري لحل مشكلة محددة أو الوصول لهدف معين بوسيلة محددة،³⁹ توافق الشريعة الإسلامية. وقد يقتصر على عقد واحد أو يتضمن عدة عقود، وهو يشمل عدة تصرفات: المعاوضات، المشاركات، التوثيقات والتبرعات، فالمنتج المالي من حيث المبدأ يشمل العقود المسماة (كالسلم والإجارة والشركة)، كما يشمل التطبيقات المختلفة التي تُفرض عنها، كالمراجحة للأمر بالشراء، والتي تهدف إلى حل مشكلة أو معالجة قضية مالية خاصة. ويرجم ذلك عادة في شكل عقد أو منظومة من العقود والشروط والترتيبات التي تكفل تحقيق هذا الغرض.

2- خواص المنتجات المالية الإسلامية: تمتاز عقود المعاملات والمنتجات المالية الإسلامية بأنها مشتقة غالباً من الفقه الإسلامي، فهي إذن ملزمة بإتباع أحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها في المعاملات. ويمكن حصر المبادئ الرئيسية التي تحكم العقود المالية الإسلامية حسب الشريعة الإسلامية في رزمتين:⁴⁰

الأولى: المبادئ العامة في التعاقد، وتتضمن: الأهلية القانونية للتعاقد كالعقل والبلوغ والتمييز، التراضي بين الأطراف المتعاقدة ومراعاة القوانين السائدة. والملاحظ هنا أن الشريعة الإسلامية تتفق مع القوانين الوضعية في هذا الإطار بالرغم من وجود بعض الفوارق الطفيفة في هذا الخصوص كاعتماد السن القانونية المؤهلة للتعاقد.

الثانية: هي مبادئ هامة وتتميز بالخصوصية في المعاملات المالية الإسلامية وتشمل: الالتزام الأخلاقي والقيمي، الإباحة الشرعية، التوازن والحاجة الحقيقية.

✓ إن من أهم خواص المنتج المالي أو الأداة المالية أنها تصرف اختياري ذو صبغة مالية، ومعنى كونه اختيارياً أنه يمكن تكراره لاحقاً من قبل أشخاص آخرين، وبذلك يكتسب صفة المنتج القابل للاستخدام على نطاق واسع. فعنصر التصرف الاختياري مهم لتمييز الأداة المالية عن كثير من المسائل المالية الأخرى، تلك التي تتعلق بالهلاك أو التلف الذي يحصل دون اختيار، وكذلك مسائل العيوب التي يكتشفها أحد الطرفين بعد

العقد، أو تعدي أحد الطرفين كالوكيل أو المضارب، لأن التعدي أو التفريط غير جائز ابتداءً، لكن إذا تصرف الطرفان بطريقة معينة بسبب الهلاك أو وجود عيب، فقد يكون هذا التصرف منتجاً، كما لو وجد المشتري عيباً وأراد رد المبيع واشترط عليه البائع تأخير الثمن مقابل قبول رد المبيع، فهذا منتج مالي لأنه تصرف اختياري لحل مشكلة معينة.

- ✓ من المهم التفريق بين الحكم الفقهي والمنتج، فالحكم الفقهي بالجواز أو التحريم أو الصحة أو البطلان ليس هو المنتج. وإنما المنتج هو محل الحكم وهو التصرف الاختياري الذي يقوم به صاحب المسألة، وقد يتضمن الحكم الفقهي ما يحل مشكلة السائل، وفي هذه الحالة يمكن أن يكون هذا الحل منتجاً مالياً بهذا الاعتبار.
- ✓ يجب التفريق بين المنتج والآثار المترتبة عنه، على سبيل المثال: إذا قال رجل لرجل هذه مائة دينار اتجر فيها ولك ربهما، وليس عليه فيها ضمان، فليس على الذي في يده ولا على الذي هي له زكاتها حتى يقضيا، فيزيكها زكاة واحدة لسنة. فالمنتج هو اشتراط الربح كله للمضارب أما السياق فهو عن آثار ذلك (الزكاة).
- ✓ لا يلزم أن يكون المنتج المالي مقبولاً شرعاً، فالحيل مثلاً منتجات مالية وإن كانت محل إشكال شرعاً، لكن ذلك لا ينفي عنها أنها تصرفات اختيارية لتحقيق هدف اقتصادي معين. لكن دائرة المنتجات المالية أوسع بكثير من دائرة الحيل حيث أن كثيراً من المنتجات تمثل حلولاً مقبولة لمتطلبات الحياة الاقتصادية، فالحكم الفقهي ليس جزءاً من مفهوم المنتج لكنه مهم في الاستفادة من المنتج وتوظيفه في الواقع المعاصر.
- ✓ لا يقتصر المنتج أو الأداة المالية على التصرفات الربحية، بل يشمل التصرفات غير الربحية كما في مجال الزكاة والأوقاف والتبرعات ونحوها.

3- الأوراق المالية (صكوك الاستثمار الشرعية)

صكوك (Sukuk) الاستثمار الشرعية هي وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في وحدات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله.⁴¹

- صكوك الصناديق الاستثمارية: يعرف الصندوق الاستثماري بأنه تجميع للأموال عبر الاكتتاب في صكوكه بغرض استثمارها في مجال استثماري معرف بدقة في نشرة الإصدار. وتعدد مجالات استخدامها حيث يمكن أن تشمل كافة فروع الاقتصاد، وبالطبع منها المجالات المالية. تصدر الصناديق بآجال وأحجام معينة (الصناديق المغلقة)، أو بآجال وأحجام غير محددة (الصناديق المفتوحة). تكيف شرعاً على أساس صيغة المضاربة المقيدة. وهذه الصناديق تمثل الصيغة الأم لكل أنواع الصكوك الأخرى التي يتم تداولها في سوق النقد الإسلامي.⁴²

- صكوك الإجارة: الإجارة عبارة عن عقد بموجبه يقوم المؤجر المالك للعين المعينة بإيجارها لطرف (أطراف) آخر مقابل مصروفات إيجارية محددة يتم الاتفاق عليها في عقد الإجارة. وبالتالي فإن محل العلاقة ليست دائمية ومدىونية بين المؤجر والمستأجر، وإنما هي علاقة شراء وبيع لمنافع الأصل محل الإجارة.

وتأسيسا على ذلك، فإن: "صكوك الإجارة عبارة عن صكوك متساوية القيمة تمثل أجزاء متماثلة مشاعة في ملكية أعيان معمرة مرتبطة بعقود إجارة أو تمثل عددا متماثلا من وحدات خدمة موصوفة تقدم من ملتزمها لحامل الصك في وقت مستقبلي". وعلى هذا نتعدد أنواع صكوك الإجارة بحسب العين المؤجرة فيمكن أن تكون مثلا في مجال صناعة الطائرات، والعقارات السكنية، والمصانع، وأنواع المنقولات المختلفة، وغيرها.

- صكوك المقارضة (المضاربة): صيغة المضاربة أو المقارضة تعني اتفاقية بين طرفين بموجبها يقدم أحد الأطراف رأس المال، ويسمي رب المال بينما يقدم الآخر العمل على أن يتم تقسيم الأرباح الناتجة عن هذا المشروع وفقا لنسب يتراضى عليها الطرفان ابتداء وفي مجلس العقد. وهي في ذلك تختلف عن الربا في كون أن العائد غير محدد سلفا كنسبة من رأس المال، وإنما نسبة من الأرباح وبالتالي فهي متغيرة وقد لا تتحقق. وصكوك المضاربة عبارة عن تقسيم رأس المال إلى حصص متساوية فبدلا من تقديمه بواسطة طرف واحد يتعدد مقدموه.

- صكوك المشاركة: تطرح لجمع مبلغ من المال يمثل حصته في رأس مال الشركة (مثل الأسهم) ولكن تختلف عنها في كونها مؤقتة بمشروع معين أو مدة معينة، ولحاميل الصك الحق في ملكية جزء شاسع من صافي أصول الشركة وحق في الربح الذي يتحقق، ويمكن تداولها بقيمة سوقية معبرة عن التغيرات التي تحدث في قيمة أصول المشاركة ومعدل الربح الموزع.⁴³ وتعتمد صكوك المشاركة بصورة أساسية على عقد المشاركة الجائز شرعاً، وهي مشابهة كثيرا لصكوك المقارضة أو المضاربة السابق شرحها، ولكن الاختلاف الأساسي يتمثل في أن المال في صكوك المضاربة كله من طرف (أو مجموعة أطراف). بينما في صكوك المشاركة نجد أن الجهة الوسيطة (التي تصدر الصكوك للمستثمرين) تعتبر شريكا لمجموعة المستثمرين حملة الصكوك في وعاء الشراكة وبصورة مشابهة لما هو عليه الحال في شركة المساهمة العامة.

- صكوك المراجعة: المراجعة كصيغة إسلامية تعني بيع سلعة معلومة بسعر يغطي التكاليف زائد هامش ربح يتفق عليه بين البائع (البنك مثلا) والمشتري. إن إمكانية استصدار صكوك مراجعة فقط ممكن في حالة السوق الأولي وبالذات في حالة كبر قيمة الأصل أو المشروع محل المراجعة (طائرة مثلا أو مشروع تنوي كبير). بينما تداولها في السوق الثانوي يعتبر مخالفا للشريعة لأن بيع المراجعة قد يكون مؤجلا، وبالتالي فإنه يعتبر ديناً، وبيع الدين لا يجوز الفقهاء. ولكن توجد بعض الآراء الفقهية التي تجوز تداول صكوك المراجعة ولكن ضمن وعاء غالبيته من الأصول الأخرى، كتعاقدات الإجارة أو المشاركة أو المقارضة مثلاً.⁴⁴

4- المشتقات المالية الإسلامية: تعتبر المشتقات المالية بشكلها الحالي محرمة شرعاً، لكن يمكن من خلال استخدام الهندسة المالية الإسلامية إيجاد بدائل للمشتقات المالية تحقق نفس مزايا المشتقات التقليدية وتكون

متوافقة مع توجيهات الشرع الإسلامي. تبرز ضرورة الاستفادة من المشتقات المالية في النظام المالي الإسلامي في أنها تقدم أدوات فعالة لإدارة المخاطر العامة كما يمكن الاستفادة من التوفير الكبير في تكاليف المعاملات وفي التكامل مع المنظومة المالية الدولية، والاستفادة من فرص استثمار الأموال الإسلامية، ومن فرص التمويل المتاحة في سوق رأس المال العالمي والذي تحتاج إليه الشركات والمؤسسات وكذلك حكومات الدول الإسلامية في تنمية اقتصادياتها.⁴⁵ لكن تطوير المشتقات المالية الإسلامية من خلال الهندسة المالية الإسلامية يجب أن يتوافر فيه الشروط التالية:

- ❖ يجب أن تكون المشتقات متوافقة مع الشريعة الإسلامية.
- ❖ يجب أن تتحقق الفوائد والمنافع للمشتقات المالية التقليدية.
- ❖ يجب أن تكون قابلة للتداول في أسواق المال الدولية.

وتبرز الحاجة للمشتقات المالية الإسلامية على الرغم من الخلاف الفقهي الذي يثيره جانبين: الجانب الأول: ضرورة تكيف المؤسسات الإسلامية مع واقع النظام المالي العالمي والذي من سماته الأساسية التقلبات في الأسعار بما فيها أسعار الفائدة وأسعار الأسهم والسندات وأسعار السلع والخدمات وهو ما يستدعي القيام بعمل إيجابي تجاه هذه التقلبات بدلا من تكبد المؤسسات المالية والإسلامية وحتى مؤسسات الأعمال الأخرى لخسائر نتيجة مخاطر لم تكن بأي حال من الأحوال هي المتسبب فيها.

الجانب الثاني: يستدعي المحافظة على أصالة المؤسسات المالية الإسلامية وضمان معاصرتها (تنافسيتها بشكل خاص) للأخذ بالابتكارات الجديدة أو إيجاد البدائل التي تحقق نفس المزايا التي تحققها الأدوات التقليدية وفي الوقت نفسه تحقق ميزة المصدقية الشرعية، ومما يثار بهذا الخصوص حول المشتقات المالية من أنها أدوات للقمار والمضاربة، وهذا عائد للطريقة التي يتم بها استخدام هذه الأدوات ولا يرجع لطبيعة هذه المشتقات في ذاتها.

5-التوريق في الهندسة المالية الإسلامية: إن عملية التوريق أو التصكيك في المؤسسات المالية الإسلامية تختلف عن عمليات التوريق التقليدية من حيث طبيعة الأصول التي يمكن توريقها فما كان من هذه الأصول ناتج عن بيع مثل المراجعة أو الاستصناع فلا يجوز توريقه لأنها ديون قائمة في ذمة المدين فلا يجوز بيعها، والتوريق بيع. أما الأصول الناتجة عن عقود الإجارة أو المشاركة أو المضاربة فإنه يجوز توريقها حيث أن التوريق يقع على أصول عينية تمتلكها المؤسسة المالية وليست ديون في الذمة.

– أهمية التوريق في المؤسسات المالية الإسلامية

لا شك أن المحافظ التمويلية للمؤسسات المالية الإسلامية بتركيبها التمويلية الحالية التي تشكل المراجحات حوالي 80% من أصولها سوف تحول بين هذه المؤسسات المالية وبين توريق محافظها التمويلية، مما سيخلق أعباء على هذه المؤسسات المالية من حيث كفاية رأس المال، وزيادة مخاطرها الائتمانية وعدم القدرة على منافسة المؤسسات

المالية التقليدية في سوق التمويل طويل الأجل. كما أنه سيحرم السوق المالية الإسلامية من أداة استثمارية بديلة، تحقق التنوع الاستثماري الذي ينشده المستثمر المسلم. كما أن عدم وجودها يحرم المؤسسات المالية الإسلامية من أداة استثمار يمكن استخدامها في الاستثمار قصير الأجل بديلاً عن الأوفر نايت بالنسبة للمؤسسات المالية الإسلامية، والذي لم تجد له الكثير من المؤسسات المالية الإسلامية حلاً حتى الآن. حيث أن المراجعة لا تصلح لارتفاع تكلفتها، لذا يجب على المؤسسات المالية الإسلامية إعادة النظر في سياستها التمويلية وتنوع أدواتها بما يخدم أهدافها بعيدة المدى.

– التوريق الإسلامي

إذا كان على المؤسسة ديون في ذمتها للغير وترغب في عدم وفائها بالتزامها نقدا لعدم توافر السيولة الكافية لذلك أو غيرها من الأسباب الأخرى، يمكنها تتبع أحد الطرق التالية:⁴⁶

✓ تحويل تلك الديون إلى أسهم، وخاصة عندما تقوم بإصدار جديد ضمن ما تتيحه لوائحها وأنظمتها. فتصبح تلك الديون عبارة عن أسهم يمتلكها الدائون وتمثل حصصاً من موجودات تلك المؤسسة، ويسري عليها ما يسري على بقية أسهم الشركة.

✓ إذا كانت الشركة أو المؤسسة المالية تمتلك سلعا عينيا كالسيارات والآلات وغيرها، وتريد التخلص منها ومن تكلفة تخزينها وصيانتها، فيمكن عرضها على الدائنين لمبادلتها بديونهم التي هي على ذمة المؤسسة، ومن ثم ستحقق المؤسسة فائدتين: استخلاص من مخزون سلعها يمثل عبئاً مالياً وكلفة دائمة على المؤسسة مع الوفاء بالدين وسقوط الالتزام عن ذمتها.

✓ إصدار سندات ملكية لأعيان مؤجرة، لتشجيع الدائنين على مبادلة ديونهم مقابل تلك السندات، وهي تختلف عن سندات الملكية العادية وإنما هي غير مملوكة مؤجرة تدر عائداً محدداً ومعروفاً.

المحور الثالث: دراسة وتقييم صكوك الإجارة الإسلامية الحكومية في مملكة البحرين

عملت حكومة البحرين خلال السنوات الماضية على إثراء سوق الإصدارات الإسلامية وتنشيطها، والتي توفر للمصارف قنوات شرعية للاستثمار. وقد كان من أبرز هذه الإصدارات صكوك الإجارة التي كان آخرها صكوك التأجير الإسلامية الحكومية الإسمية - الإصدار الرابع والعشرون (GILS24.SUK) الصادرة عن مصرف البحرين المركزي نيابةً عن حكومة مملكة البحرين ابتداءً من يوم الإثنين الموافق 2017/7/24 بقيمة 125,000,000 دينار بحريني وبمعدل فائدة 4.2% لمدة 3 سنوات⁴⁷ وقد بلغ إجمالي صكوك الإجارة المتداولة في البحرين 2,511.3 مليون دولار سنة 2016.⁴⁸

أولاً : صكوك التأجير الإسلامية: هي أداة مالية تمثل أصولاً حكومية (عقارات حكومية) يصدرها مصرف البحرين المركزي نيابةً عن حكومة مملكة البحرين بغرض إيجاد مجالات جديدة لاستثمار فائض الموارد المالية في

المجتمع وتمويل الإنفاق الرأسمالي لمشروعات التنمية المختلفة. تقوم حكومة مملكة البحرين بموجب هذا الإصدار، بطرح تلك الأصول على المستثمرين لشراهم لها من الحكومة ثم تأجيرهم إياها للحكومة بقسط تأجيري موضح أدناه، بموجب عقد إجارة منتهية بالتملك بحيث تعد حكومة مملكة البحرين بإعادة شراء تلك الأصول في نهاية مدة الإصدار بثمان يمثل القيمة الأصلية التي اشترت بها من الحكومة. ويقوم مصرف البحرين المركزي بإصدار هذه الصكوك نيابة عن حكومة مملكة البحرين، طبقاً للضوابط والشروط التالية:

1. ضمان الصكوك: تضمن حكومة مملكة البحرين هذه الصكوك ضماناً مباشراً وغير مشروط، وذلك بتعهداتها بإعادة شراء الأصول المؤجرة عند تاريخ نهاية الإصدار بالقيمة الأصلية لهذه الأصول. كما تضمن استمرارية استئجارها لتلك الأصول طيلة مدة الإصدار المحددة.
2. العائد المتوقع على الصكوك: يدفع عائد تأجير الأصول الممثلة لهذه الصكوك كل ستة أشهر في كل من 17 يوليو و17 يناير من كل عام خلال مدة الإصدار، ويسرى هذا العائد اعتباراً من بداية تاريخ الإصدار في 17 يوليو 2017 وتوقف عند تاريخ الاستحقاق. وتصرف أول دفعة للتأجير في يوم 17 يناير 2018 وآخر دفعة في يوم 17 يوليو 2020م. وهذا ويبلغ العائد المتوقع 2.4% سنوياً. وفي حالة وقوع تاريخ استحقاق دفع الإيجار في يوم إجازة رسمية فإن هذه المبالغ سوف تدفع في يوم العمل التالي.
3. القانون المطبق: يخضع هذا الإصدار وكافة المستندات التابعة له لقوانين مملكة البحرين بما لا يتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية الغراء.
4. تأكيد شرعية الإصدار: بموجب الفتوى الصادرة في 19 شوال 1419هـ الموافق 5 فبراير 1999م عن هيئة الرقابة الشرعية لمصرف البحرين المركزي، فقد تم بيان شرعية هذا الإصدار وعدم تعارضه مع أصول الشريعة الإسلامية.

ثانياً: آلية الإصدار: يتم إصدار صكوك الإجارة بعائد ثابت أو متغير بعد دعوة جميع المؤسسات المالية المؤهلة للمشاركة. ويتم تنفيذ إجراءات الإصدار على النحو التالي: ⁴⁹

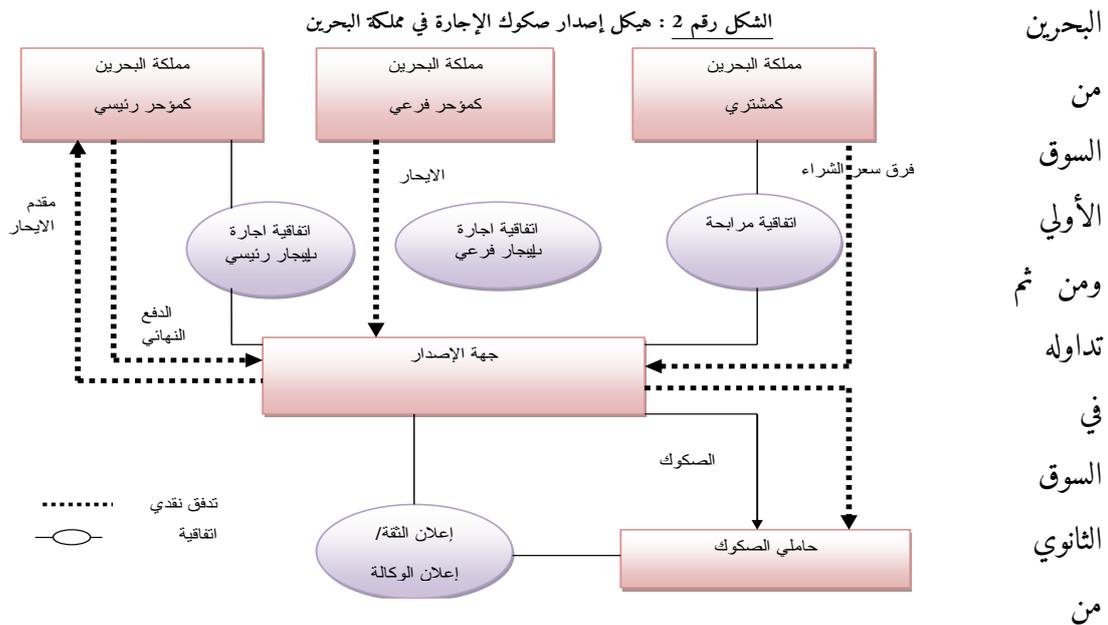
- يقوم المصرف المركزي بتوجيه دعوات المشاركة وتشمل جميع تفاصيل الإصدار إلى جميع المؤسسات المالية.
- تقوم المؤسسات المالية بتقديم إلى المصرف المركزي بالكمية التي يرغبون بها.
- يتم توزيع حجم الإصدار بالنسبة والتناسب لجميع المؤسسات المالية المشاركة في تغطية الإصدار.
- يقوم المصرف المركزي بإخطار المؤسسات المالية المشاركة حول نتيجة العطاءات والكمية المخصصة لهم.
- تتم تسوية المعاملات الناتجة عن مشاركة مصارف التجزئة من خلال الخصم من حسابات المصارف لدى المصرف المركزي بتاريخ الإصدار وذلك بعد يومين من تاريخ تقديم العطاءات.

- يقوم المصرف المركزي بإصدار بياناً صحفياً يوضح فيه نتيجة التخصيص ، بما في ذلك ، رقم الإصدار ، وتاريخ الإصدار ، وتاريخ الاستحقاق ، مبلغ الإصدار ، وسعر الفائدة ومجموع العطاءات المستلمة ، كما يتم نشر هذه المعلومات على صفحات المصرف المركزي في وكالة رويترز وبلومبرج .
وفيما يلي رسم بياني مبسط للهيكل ووصف التدفقات النقدية الرئيسية التي تقوم عليها المعاملة ، حيث يحال المستثمرون المحتملون إلى "شروط وأحكام الصكوك" والأوصاف التفصيلية .

المصدر: البنك المركزي البحريني <http://www.cbb.gov.bh> شوهد يوم 03 ديسمبر 2017

ثالثاً: أهمية صكوك الإجارة الإسلامية الحكومية في مملكة البحرين

يمكن للمستثمرين البحرينيين وغير البحرينيين وبواسطة الوسطاء المسجلين في بورصة البحرين الاكتتاب مباشرة في إصدار صكوك الإجارة الإسلامية الحكومية الذي يصدره مصرف البحرين المركزي بالنيابة عن حكومة مملكة



خلال بورصة البحرين فور إدراجه. تضمن حكومة مملكة البحرين هذه الصكوك ضماناً مباشراً وغير مشروط، وذلك بتعهدا بإعادة شراء الأصول المؤجرة عند تاريخ نهاية الإصدار بالقيمة الأصلية لهذه الأصول. كما تضمن استمرارية استئجارها لتلك الأصول طيلة مدة الإصدار. وتعتبر صكوك الإجارة من أكثر الأدوات نشاطا في السوق المالية المتداولة.

1- صيغ التمويل في المصارف الإسلامية البحرينية وموقع صكوك الإجارة الإسلامية منها

على المستوى العملي وجدنا أن التمويل بالاجارة يمثل نسبة معتبرة من أدوات التمويل بالبنوك الإسلامية البحرينية. فبعد تقيص وتحليل البيانات الصادرة عن البنوك الإسلامية، أمكن التوصل إلى صورة تقريبية عن الأهمية النسبية للصيغ الاستثمارية التي استخدمتها هذه المصارف في التطبيق العملي خلال الفترة 2007-2016، من عمر التجربة المصرفية الإسلامية في مملكة البحرين، ويمكن من خلال الجدول الموالي التعرف على حجم التمويل بالاجارة.

الجدول رقم 02: صيغ التمويل الاسلامي في المصارف الاسلامية البحرينية

السنوات	المراجحة	الاجارة	المضاربة	المشاركة	الاستصناع
2007	890.4	200.1	494.6	29.1	8.8
2008	7,754.4	1,303.4	1,032.6	339.6	172.1
2009	8,827.4	1,744.2	1,163.0	431.5	31.7
2010	6,571.6	1,506.9	1,751.6	372.0	36.0
2011	5,958.2	1,383.9	1,126.8	432.5	11.6
2012	6,268.1	2,077.9	1,566.4	478.1	11.6
2013	6,594.0	2,194.8	1,401.4	468.0	1.2
2014	7,067.2	2,319.3	1,349.4	422.2	0.7
2015	7,438.4	2,316.2	1,378.8	386.1	0
2016	7,571.5	2,078.5	1,298.4	297.9	0

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على التقارير السنوية للبنك المركزي البحريني

يحتل التمويل بالاجارة المرتبة الثانية بعد المراجحة في المصارف الاسلامية البحرينية. ونلاحظ ارتفاع حاد في حجم التمويل بالاجارة بين سنتي 2007 و2016 بنسبة 938 %، وقد حظي أسلوب الإجارة بنسبة معتبرة من جملة الاستثمارات في جميع هذه المصارف، حيث كانت درجة اعتماد هذه المصارف علي صيغة الاجارة لتوظيف مواردها عالية جداً، تناسب مع أهمية هذه الصيغة للعمل المصرفي الإسلامي كما صورتها الدراسات النظرية لطرح فكرة هذا العمل. ويوضح الشكل الموالي نسبة كل صيغة إلى صيغ التمويل الأخرى سنة 2016.

الشكل رقم 03 : صيغ التمويل في المصارف الاسلامية في مملكة البحرين لسنة 2016



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على الجدول السابق

2- تطور إصدارات صكوك الإجارة الإسلامية في مملكة البحرين

تلعب صكوك الإجارة الإسلامية دوراً هاماً في تحسين عائدات الأنشطة المصرفية من خلال توظيف الأموال الفائضة ضمن برنامج أئتماني راسخ، وهو ما سيؤدي بدوره إلى دعم صناعة الخدمات المصرفية الإسلامية من خلال توفير مجموعة متنوعة من الأصول عالية الجودة قصيرة الأجل تساعد على تحقيق النمو للمصارف على المدى الطويل. وتمثل صكوك التأجير الإسلامية أداة مالية هامة لإيجاد مجالات جديدة لاستثمار فائض الموارد المالية في المجتمع وتمويل الإنفاق الرأسمالي لمشروعات التنمية المختلفة. وتقوم حكومة مملكة البحرين بموجب هذه الإصدارات، بطرح تلك الأصول على المستثمرين لشراؤها من الحكومة ثم تأجيرهم إياها للحكومة بقسط تأجيري، بموجب عقد إجارة منتهية بالتملك بحيث تعد حكومة مملكة البحرين بإعادة شراء تلك الأصول في نهاية مدة الإصدار بتمثل القيمة الأصلية التي اشترت بها من الحكومة. والجدول التالي يبين قيمة صكوك الإجارة الإسلامية بين سنتي 2007 و 2016

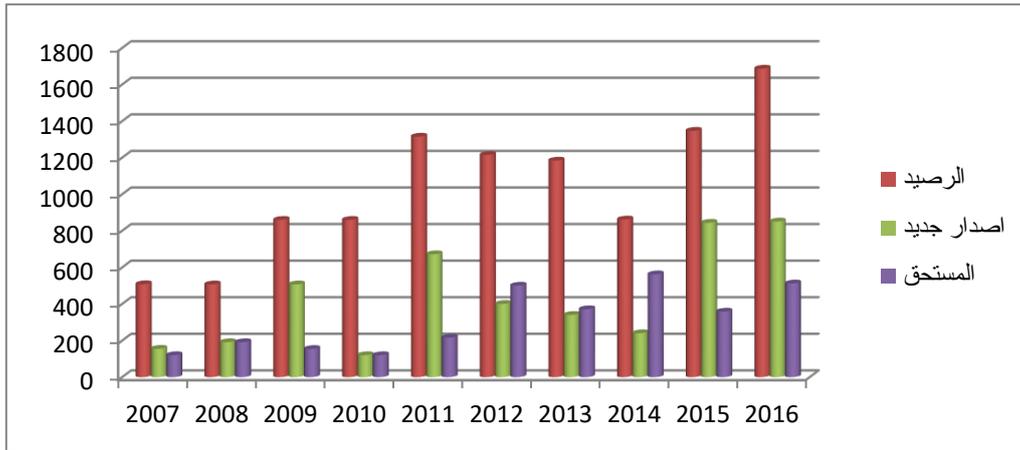
جدول رقم 3: صكوك الإجارة الإسلامية المتداولة في بورصة البحرين

السنة	الرصيد	اصدار جديد	المستحق
2007	508.6	155.0	120.0
2008	507.0	191.6	191.6
2009	860.0	507.0	154.0
2010	860.0	120.0	120.0
2011	1,315.5	672.0	216.5
2012	1,215.5	400.0	500.0
2013	1,183.9	340.0	371.6
2014	861.9	240.0	562.0
2015	1,347.9	844.0	358.0
2016	1,687.8	851.9	512.0

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية لبنك البحرين المركزي

يعتبر سوق الصكوك التأجيرية من أكثر الأسواق نشاطاً في الأسواق المالية المتداولة، من حيث الإصدار الأولي أو من خلال تداوله عن طريق البورصات أو من خلال السوق الخارجي، إذ إن الصكوك وخصوصاً السيادية منها تلعب دوراً هاماً ورئيسياً في توفير التمويل المالي اللازم إلى المشاريع التنموية الضخمة، وعليه فإن إصدار الصكوك تزايد بشكل ملحوظ على مستوى العالم خلال السنوات القليلة الماضية وهذا ما يوضحه الجدول السابق حيث ارتفع حجم الصكوك بنسبة 231 % بين سنتي 2007 و2016.

الشكل رقم 3 : حجم صكوك الإجارة المتداولة في بورصة البحرين



المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على الجدول السابق

3- دور صكوك الإجارة الاسلامية بالدين المحلي في البحرين

إن أدونات الخزانة البحرينية تستحق كل ثلاثة أشهر أو 12 شهراً وتستحق سنداتها الإسلامية قصيرة الأجل بين ثلاثة وستة أشهر. يتم إصدار هذه الأوراق المالية من قبل مصرف البحرين المركزي وتستخدم كأداة لإدارة السيولة. تستخدم البحرين إيراداتها من أوراق التأجير الإسلامي لتمويل المشاريع المختلفة. إن نسبة كبيرة من الدين الداخلي في البحرين تحتفظ بها البنوك، وهيئات التأمين الاجتماعية وصناديق التقاعد الحكومية. ونتيجة لذلك، بلغ صافي الدين الداخلي في البحرين 7،238،7 مليون دولار أمريكي في 31 ديسمبر 2013، أي 7،552.0 مليون دولار أمريكي في 31 ديسمبر 2014، و 10،197.6 مليون دولار أمريكي في 31 ديسمبر 2015، و 11،773،9 مليون دولار أمريكي في 31 ديسمبر 2016، و 12،382،8 مليون دولار أمريكي في أوت 2017. يوضح الجدول التالي متوسط أسعار الفائدة المستحقة في عام 2017 فيما يتعلق بالدين المحلي.

الجدول رقم 04 : متوسط أسعار الفائدة المستحقة للدين المحلي في البحرين

متوسط سعر الفائدة (%)	الديون المحلية قصيرة الأجل

2.2	أذونات الخزينة (ثلاثة أشهر)
2.3	أذونات الخزينة (ستة أشهر)
3.0	سندات الخزينة (12 شهرا)
2.2	صكوك السلام الإسلامية (ثلاثة أشهر)
2.3	صكوك الاجارة الإسلامية (ستة أشهر)
الديون المحلية طويلة الأجل	
4.5	سندات التنمية
4.4	صكوك الإجارة الاسلامية

Source : PDF download from <http://www.cbb.gov.bh>

لا تتحمل الحكومة أي التزامات طارئة فيما يتعلق بدينها المحلي. ولا يتم تسجيل أي من التمويل التجاري القصير الأجل في البحرين كديون محلية. ويحدد مرسوم عام 2017 سقفا لدين البحرين في شكل سندات التنمية وأذونات الخزينة وصكوك الاجارة ويبلغ هذا السقف حاليا 13000 مليون دينار بحريني.⁵⁰ ، ورغم وجود هذا السقف إلا أن الحكومة البحرينية أصدرت مؤخرا الإصدار الرابع والعشرين من صكوك الإجارة الاسلامية التي غيرت أدوات الدين في البحرين لتتوافق مع الشريعة الاسلامية وتحقق متوسطات فائدة معتبرة وتوفر أدوات قصيرة وطويلة الأجل.

رابعا: التقييم الشرعي لصكوك الإجارة الاسلامية كما تصدرها حكومة البحرين

إن الصك الإسلامي بهذه الصيغة وثيقة بتملك وهي لحصة مشاعة في أصل من الأصول المباعة على إدارة هذه الصكوك بيعا صوريا ليس له من أحكام البيع الحقيقي وشروطه أي أثر أو تأثير، وتظهر الصورية فيما يأتي⁵¹:

- 1- انتقال ملكية الأصل إلى حملة الصكوك انتقال صوري وقيمته في الحقيقة إقراض من مصدر الصكوك للجهة التي قدمت هذا الأصل لبيعه بيعا صوريا حيث لا تستطيع إدارة الصكوك أن تنصرف فيه تصرف المالك.
- 2- الإجارة الملزمة لمصدر الصكوك للجهة المالكة للأصل والتي باعته بيعا صوريا لتشكل هذه الإجارة الموهمة وجهها حقيقيا للفائدة الربوية الدورية باعتبارها أجرة هذا الأصل تضليلا، وتستمر مدة عقد الإجارة.
- 3- بعد انقضاء الإجارة تأتي مرحلة إعادة الأصل إلى مالكة الحقيقي وبالقيمة التي دفعها لمصدر الصكوك تنفيذًا لالتزام بائع الأصل بإعادته له على سبيل الشراء الوهمي، فهذه المرحلة هي المشابهة لسداد السندات في منتج السندات الاستثمارية بعد انتهاء مدة إقراضها.
- 4- إن إدارة الصكوك لا تعطي حملة الصكوك عائدهم الإيجاري الدوري إلا وفق مؤشر معين ك مؤشر لا يبر، وما زاد عن ذلك بعد حسم المصاريف بما في ذلك أجر إدارتها فليس لحامل الصك حق فيه وإنما هو لمدير الصكوك، بدعوى أنه حافز لأدائه، فالعائد للسندات ثابت مدة بقائها دينا والعائد للصكوك شبه ثابت مدة

الإجارة الوهمية. وبهذا نستطيع أن نؤكد بكل قناعة أن السندات النقدية وما يسمى بالصكوك الإسلامية بالصيغة المذكورة وجهان لعملة واحدة.

5- وقد صحح المجلس الشرعي في اجتماعه التاسع عشر المنعقد بمكة بتاريخ 26 / 8 / 1428 هـ مسار الصكوك الإسلامية وأزالوا المخالفات الواردة فيها إلا فيما يتعلق بموضوع الحافز الذي يأخذه المدير، حيث أجازته المجلس إما بأن يكون على أساس الربح المتوقع بحيث إذا زاد الربح الفعلي عن الربح المتوقع حسب دراسة الجدوى يكون له ما زاد، وخالف في ذلك الشيخ عبد الله بن سليمان المنيع باعتبار أن مدير صندوق الوحدات الاستثمارية أو الصكوك أجبر بأجرة جرى الاتفاق على تقديرها وتعيينها والرضا بها، وهي من المصاريف على الصندوق وما يحصل للصندوق من صافي العوائد فقد حصلت من تقلاب رأس مال الصندوق في الصفقات والنشاطات الاستثمارية، فبأي حق يكون لمدير الصندوق ما زاد عن نسبة معينة من العائد والحال أنه أجبر أخذ أجرته؟ ولأن صافي الأرباح حق لأرباب الأموال وليس للمدير حق فيه إلا ما كان في نطاق المعقول كجزء منه مكافأة على حسن الأداء إن كان حسن الأداء، وبطبيب نفس من أهله.⁵²

خاتمة

لا يختلف مفهوم الهندسة المالية الإسلامية عن التقليدية من حيث الجوهر وهو الحث على الابتكار والاعتماد عليه لخلق قنوات وأدوات جديدة تناسب التغيرات السريعة في الأسواق المالية العالمية بينما يختلف عنها من حيث الوسيلة والغاية والأهداف فلا بد من شرعية الوسائل المستخدمة في عملية الابتكار وتكون موجهة لتحقيق أهداف تحقق المصالح العامة وليس فقط الشخصية. وتمثل تحديات الهندسة المالية الإسلامية في تقديم منتجات جديدة متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية تعزز السيولة، وإدارة المخاطر، وتنويع المحافظ الاستثمارية.

نتائج البحث

✓ الابتكار المالي هو وظيفة محددة من المشاريع، سواء أكان في الأعمال التجارية القائمة، أو في مؤسسة للخدمة العامة، وهي الوسائل التي يمكن من خلالها:

- أن يجلب إلى السوق منتج جديد متميز عن غيره، وله وزنه في الأهمية.

- تقديم فن إنتاجي متقدم.

- فتح أسواق جديدة.

✓ الهندسة المالية الإسلامية هي مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة، إضافة إلى صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل وكل ذلك في إطار توجيهات الشرع الإسلامي.

✓ صكوك الإجارة أوراق مالية تخضع لأحكام الإجارة في الفقه الإسلامي ولا يجب أن تحيد عن الضوابط الشرعية.

التوصيات:

✓ نظراً لأهمية الهندسة المالية، على المؤسسات المالية الإسلامية أن تنظر بجديّة في بذل جهود مشتركة لتطوير البنية التحتية الأساسية لإدخال منتجات جديدة. فإجراء البحوث التطويرية الأساسية بشكل جماعي ومشارك سوف يخفض بعض التكاليف اللازمة لبناء هذه البنية التحتية.

✓ الحاجة إلى توحيد عملية إدخال المنتجات الإسلامية الجديدة إلى السوق. فحالياً، كل مصرف إسلامي لديه المجلس الديني الخاص به الذي يدرس ويقيم كل منتج جديد من دون تنسيق الجهود مع بنوك أخرى. كل مجلس ديني يلتزم بمدرسة فكرية معينة. هذه العملية ينبغي أن تكون مبسطة وموحدة لتقليل الوقت والجهد، والارتباك. باختلاف الاجتهادات والفتاوى الشرعية التي عكست الاختلاف في التطبيق أدت إلى تنوع نماذج وعقود التمويل.

✓ تطوير المنتجات الإسلامية الأصيلة التي تلبي الاحتياجات الاقتصادية وفي الوقت نفسه المقاصد والضوابط الشرعية يتطلب وضع خطط الجادة التي تصقل الهندسة المالية الإسلامية بعيداً عن منهجية التقليد والمحاكاة إلى منهجية الأصالة والابتكار.

✓ التأكيد على الأهمية الكبرى لتجربة صكوك الإجارة البحرينية، باعتبارها نموذجاً ساهم في تنشيط التداول بالأدوات المالية الإسلامية.

✓ ينبغي مراعاة مقاصد الشريعة الإسلامية عند تصميم هيكل الصكوك وإلا سوف يؤدي تركيب العقود إلى محذور شرعي. وهو ما يمثل مبدأً من مبادئ الهندسة المالية الإسلامية.

المراجع:

¹ طارق عبد العال حماد، التطورات العالمية وانعكاساتها على أعمال البنوك، الجزء الأول، الإسكندرية، الدار الجامعية، 2003، ص222

² أحمد حسن، حق الابتكار في الفقه الإسلامي، شبكة دهشة، يوم 8 جوان 2010.
<http://www.dahsha.com/viewarticle.php?id=28278>

³ Peter Ferdinand Drucker, The Discipline of Innovation, Harvard Business Review, November–December 1998, p149

⁴ سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، القاهرة، دار النشر للجامعات، 2005، ص78.

⁵ Edouard-François de Lencquesaing, Une dynamique soutenue par Finance Innovation, variance-innovation, N° 33, Mai, 2008, p 32.

⁶ Yuan K. Chou and Martin S. Chin, Financial Innovations and Technological Innovations as Twin Engines of Economic Growth , University of Melbourne, Australia, January 9, 2004, p9

- ⁷ David T. Llewellyn , Luisa Anderloni, Reinhard H. Schmidt, Financial Innovation in Retail and Corporate Banking, USA, Edward Elgar Publishing, 2009, p6.
- ⁸ Ibid, p7.
- ⁹ David T. Llewellyn, Luisa Anderloni, Reinhard H. Schmidt, op, cit, p8.
- ¹⁰ Ibid, p6
- ¹¹ Peter Tufano, Financial Innovation, working paper, the Division of Research of the Harvard Business School, June 16th, 2002. appear as a chapter in, George Constantinides, Milton Harris and Rene Stulz, The Handbook of the Economics of Finance, North Holland, 2004, p10
- ¹² <http://www.uqu.edu.sa/page/ar/43527> le 15-08-2010
- ¹³ Merton Howard Miller, "Financial innovation: The last twenty years and the next", Journal of Financial and Quantitative Analysis, volume 21. issue 4, December 1986. pp 459-471
- ¹⁴ سامي بن إبراهيم السويلم، التحوط في التمويل الإسلامي، الطبعة الأولى، بنك التنمية الإسلامية، معهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، نشر مكتبة الملك فهد الوطنية، 2008، ص 108
- ¹⁵ Yuan K. Chou and Martin S. Chin, op .cit. p 9
- ¹⁶ سامي بن إبراهيم السويلم، التحوط في التمويل الإسلامي، مرجع سابق، ص 107
- ¹⁷ سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، القاهرة، دار النشر للجامعات، الطبعة الأولى، 2005، ص 83.
- ¹⁸ Sami Al Suwailem, "Financial Engineering: An Islamic Perspective", SINERGI, Volume. 9 No. 1, january 2007, p87.
- ¹⁹ محمد عمر جاسر، نحو منتجات مالية إسلامية مبتكرة، مؤتمر المصارف الإسلامية اليمنية المقام تحت عنوان " الواقع وتحديات المستقبل"، صنعاء، 20-21 مارس 2010، ص 12
- ²⁰ عبدالكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد الإسلامي، المجلد 20، العدد2، السعودية، 2006، ص 19
- ²¹ البخاري ج4 / 399 ح2201 و 2202 / 4 481 ح2302 و 2303، ومسلم ج 11 ص 20 و 21، واللفظ للبخاري كما في 481/4
- ²² سامي بن إبراهيم السويلم، صناعة الهندسة المالية: نظرات في المنهج الإسلامي، مركز البحوث، شركة الراجحي المصرفية للاستثمار، نسخة منقحة، بيت المشورة للتدريب، الكويت، أفريل 2004، ص 10.
- ²³ Rodney Wilson, Islamic Economics and Finance, world economics , Volume 9, Number 1, January-March 2008, p180
- ²⁴ Hans Visser ,Islamic Finance Principles and Practice, Edward Elgar Publishing Limited, 2009, p xi
- ²⁵ لنفاصيل أكثر أنظر: سامر مظهر قنطقجي، مؤسسات البنية التحتية للصناعة المالية الإسلامية، 2006 متوفرة على الرابط: <http://www.kantakji.com/fiqh/Markets.htm>
- ²⁶ Islamic Research and Training Institute, Islamic Financial Services Industry Development TenYears Framwork and Stratigies , Policy Dialogue Paper No1, May 2007, p1
- ²⁷ سامي بن إبراهيم السويلم، صناعة الهندسة المالية: نظرات في المنهج الإسلامي، مرجع سابق، ص 10
- ²⁸ عبدالكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص 27
- ²⁹ نفس المرجع السابق، ص 11
- ³⁰ Information downloaded on 18th October, 2010 from <http://www.lmcbahrain.com>.
- ³¹ Zamir Iqbal, " Challenges Facing Islamic Financial Industry", Journal of Islamic Economics, Banking and Finance, (JIEBF), Volume 3, Number 1, January – June 2007, p2
- ³² Ibid, p4

³³ تيسير رضوان الصمادي، التحديات والمنافسة في الصيرفة الإسلامية، المؤتمر الرابع للمصارف والمؤسسات الإسلامية، سورية، يومي 1-2 جوان 2009، ص12

³⁴ Zamir Iqbal ,op cit,p6

³⁷ فؤاد محمد محيسن، المصارف الإسلامية الواقع والتطلعات، المؤتمر الأول للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية في سورية تحت شعار آفاق الصيرفة الإسلامية، دمشق، يومي 13-14 مارس 2006، ص8

³⁶ فؤاد محمد محيسن، مرجع سابق، ص13.

³⁷ Zamir Iqbal, op cit, p9

³⁸ Ibid, pp 10-11.

39 مشروع المنتجات والأدوات المالية في الفقه الإسلامي: المرحلة الأولى، الطبعة الأولى، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جانفي 2007، ص12

40 محمد عمر جاسر، نحو منتجات مالية إسلامية مبتكرة، مؤتمر المصارف الإسلامية اليمنية المقام تحت عنوان: الواقع وتحديات المستقبل، صنعاء، 20-21 مارس 2010، ص5

⁴¹ عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية: دورها في إنشاء وتطوير السوق المالية الإسلامية وإمدادها بالأدوات المالية الشرعية، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات: آفاق وتحديات، دبي، 6-8 مارس 2006، ص23

⁴² فتح الرحمن علي محمد صالح، مرجع سابق، ص6

زايد عبد السلام، مرجع سابق، ص943

44 فتح الرحمن علي محمد صالح، مرجع سابق، ص8

45 عبد الكريم أحمد قندوز، "الهندسة المالية الإسلامية: دورها في إنشاء وتطوير السوق المالية الإسلامية وإمدادها بالأدوات المالية الشرعية، مرجع سابق، ص25

نفس المرجع السابق، ص35.⁴⁶

⁴⁷ الموقع الرسمي لبورصة البحرين <http://www.bahrainbourse.com> شوهد يوم 2 ديسمبر 2017

⁴⁸ الموقع الرسمي لمصرف البحرين المركزي <http://www.cbb.gov.bh> شوهد يوم 2 ديسمبر 2017

⁵⁰ PDF download from <http://www.cbb.gov.bh>

⁵¹ حامد بن حسن بن محمد علي ميرة، صكوك الإجارة (دراسة فقهية تأصيلية تطبيقية)، دار الميمان، الرياض الطبعة الأولى، 2008، ص192

⁵² <http://almoslim.net/node/221059> شوهد يوم 03 ديسمبر 2017