

## التوريق بين الواقع العملي والتكيف الشرعي

- دراسة حالة ماليزيا -

*Securitization between Practical and Legal Adaptation*

- Case study of Malaysia -

أ. بباس منيرة

[pgmimi2005@yahoo.fr](mailto:pgmimi2005@yahoo.fr)

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير - جامعة سطيف 1

تاريخ الاستلام: 2017/04/29 تاريخ التعديل: 2017/05/30 تاريخ قبول النشر: 2017/06/05

تصنيف *JEL*: G1-G19

### المخلص:

تهدف هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على تقنية التوريق، من خلال التعرف على أساسياته ومختلف أساليبه، والرؤية الشرعية لممارساته التقليدية، وتم التوصل إلى أن التوريق القائم على مبدأ بيع الدين المؤجل لغير من عليه الدين، مرفوض شرعا، لكن بالمقابل هناك بديل في الاقتصاد الإسلامي ألا وهو التصكيك الإسلامي، القائم على أساس الضوابط الشرعية. وتعتبر ماليزيا الرائدة في مجال التصكيك الإسلامي، لكن تكتنف بعض معاملاته بعض المخالفات -كبيع المرابحة والبيع بالثمن الآجل-.

الكلمات المفتاحية: التوريق - بيع الديون - التصكيك الإسلامي - الصكوك - صكوك المرابحة والبيع بالثمن الآجل.

**Abstract:**

*This study aims at shedding light on the technique of securitization through the recognition of its fundamentals and various methods and the legitimate vision of its traditional practices. It has been concluded that securitization based on the principle of selling deferred debt is legally rejected, but there is an alternative in the Islamic economy, which is based on Shari'a controls. Malaysia is the first in the field of Islamic sukuk, but some of its transactions are characterized by irregularities such as the sale of Murabaha and selling at a future price.*

**Key words:** *Securitization, Sale of debt, Islamic Securitization, Sukuk, Sukuk Al-Mourabaha and Selling at a future price.*

**مقدمة:**

يعتبر التوريق من بين أحدث أدوات الهندسة المالية، يعود تاريخه إلى عهد الثمانينات من القرن العشرين، وتطور وانتشر بشكل كبير بتطور نشاط الأسواق المالية، إذ يقوم على مبدأ بيع الديون، أو تحويل الأصول غير السائلة إلى أوراق مالية قابلة للتداول في الأسواق المالية. لكن الممارسة العملية للتوريق التقليدي، بينت أنه يكتف العديد من المخالفات الشرعية، لذا وجب ضبط عملياته وإيجاد بديل له في الاقتصاد الإسلامي، لكي يستطيع المتعاملون الاقتصاديون الاستفادة من ميزات.

انطلاقاً من ذلك، تمحورت إشكالية هذا البحث في التساؤل الرئيسي التالي:

**ما هو التكييف الفقهي للتوريق التقليدي؟ وما هو بديله في الاقتصاد الإسلامي؟**

واندرج تحت التساؤل الرئيسي مجموعة التساؤلات الفرعية التالية:

- ما المقصود بالتوريق؟ وما هي دوافعه وأساليبه؟ وما هو التكييف الفقهي لصوره المختلفة؟
- ما المقصود بالتصكيك الإسلامي؟ وما هي أدواته؟ وما مدى تطور سوق التوريق الإسلامي في ماليزيا؟

للإجابة على الإشكالية الرئيسية والتساؤلات الفرعية، تم اعتماد الفرضيتين التاليتين:

- يعتبر التوريق التقليدي القائم على مبدأ بيع الديون غير جائز، لأنه يفضي إلى الربا؛

- سهولة التعامل بصكوك المرابحة والبيع بالثمن الآجل جعلها تهيمن على سوق التوريق في ماليزيا.

**أهمية البحث:** تتجلى أهمية هذه الورقة البحثية من خلال أهمية الموضوع، إذ يعود السبب الرئيسي للأزمة المالية العالمية سنة 2008، إلى ممارسات التوريق غير المضبوطة، والتي أدت إلى انهيار أكبر البورصات والمصارف والمؤسسات المالية على المستوى العالمي، لذا كان لزاما علينا معرفة مواطن الخلل في آلية التوريق التقليدي وبديله في الاقتصاد الإسلامي لنقادي سلبياته، كما تعتبر تجربة ماليزيا رائدة في مجال التوريق التقليدي وكذلك التصكيك الإسلامي خاصة في مجال صكوك المرابحة والبيع بالثمن الآجل.

**أهداف البحث:** يهدف هذا البحث إلى تحقيق النقاط التالية:

- التعرف على أسلوب التوريق وأركانه وأهدافه؛
- التعرف على مختلف أساليب التوريق وتكييفها الفقهي؛
- التعرف على آلية التصكيك الإسلامي ومختلف الصكوك الاستثمارية؛
- التعرف على تجربة ماليزيا في مجال التوريق الإسلامي، وكيف خالفت رأي الجمهور فيما يتعلق بصكوك المرابحة والبيع بالثمن الآجل.

**منهج البحث ومحتوى الدراسة:** لدراسة هذا الموضوع تمّ اعتماد الأسلوب الوصفي التحليلي الذي يعتمد على جمع البيانات لدراستها وتحليلها بغرض دراسة الموضوع من جميع جوانبه، والتعرف على أهمّ حيثياته. وقد تمّ تقسيم هذا البحث إلى أربع محاور أساسية هي:

**المحور الأول:** تمّ في هذا المحور دراسة التوريق، من خلال التطرق إلى مفهومه وتطوره وأهميته بالنسبة للبنك والمستثمر والأسواق المالية؛

**المحور الثاني:** خصّص هذا المحور لدراسة أطراف وأنواع وأساليب التوريق؛

**المحور الثالث:** درس الرؤية الشرعية للتوريق وبديله في الاقتصاد الإسلامي؛

**المحور الرابع:** تمت في هذا المحور دراسة تطور سوق التوريق الإسلامي في ماليزيا، من خلال التركيز على تجربة صكوك المرابحة والبيع بالثمن الآجل.

### **المحور الأول: التوريق: مفهومه وتطوره التاريخي وأهميته**

يعتبر التوريق أحد التقنيات المستحدثة في المجال المالي، حيث تطورت هذه التقنية بتطور المحيط المالي والمصرفي. وللتعرف على هذه التقنية، قسم المحور إلى:

## 1- تعريف التوريق وأركانه

1-1- تعريف التوريق لغة: ورد في المعجم الوسيط أن الورق من الشجر، وورق الدنيا: جمالها وبهجتها، وورق القوم: أحداثهم أو الضعاف من فتيانهم، وورق الشباب: نصرته وحداثته، والورق: الفضة.<sup>(1)</sup>

1-2- اصطلاحاً: يمكن تعريف التوريق\* على النحو التالي:

1-2-1- عرفه الدكتور عبد القادر بلطاس بأنه: عبارة عن نقدنة للأصول المالية.<sup>(2)</sup> وقد ركز الكاتب في تعريفه للتوريق -بشكل عام- على أنه عبارة عن تحويل للمنتجات المالية إلى نقود (قمة السيولة).

1-2-2- هو إجراء يسمح بتحويل كتلة قروض لأوراق مالية قابلة للتداول، حيث تتدخل مؤسسة إقراض من خلال بيع مجموعة ديون متجانسة لهيئة خاصة التي تتكفل بتمويل المبادلة عن طريق إصدار أوراق مالية موجهة للمستثمرين.<sup>(3)</sup>

1-2-3- "هو تحويل القروض وأدوات الديون غير السائلة إلى أوراق مالية قابلة للتسييل (أسهم أو سندات) عن طريق التداول في أسواق المال، وهي أوراق تستند إلى ضمانات عينية أو مالية ذات تدفقات نقدية متوقعة، ولا تستند إلى مجرد القدرة المتوقعة للمدين على السداد من خلال التزامه العام بالوفاء بالدين."<sup>(4)</sup>

يلاحظ من التعريف الثاني والثالث أنهما اتفقا على أن التوريق هو تقنية يتم من خلالها تحويل القروض إلى أوراق مالية قابلة للتداول، مركزا التعريف الثاني على ضرورة تدخل مؤسسة وسيطة في العملية، في حين ركز التعريف الثالث على ضرورة وجود ضمانات لإتمام العملية. وعليه يمكن تعريف التوريق على أنه: آلية، يتم من خلالها تحويل القروض (أصول غير سائلة) إلى أوراق مالية (أصول سائلة) تتداول في الأسواق المالية، بشرط توفر المؤسسة الوسيطة والضمانات اللازمة لإتمام العملية في السوق، وبالتالي فهي عملية تهدف إلى زيادة التمويل وتحويل المخاطر.

ومن التعاريف السابقة يتبين أن للتوريق خمسة أركان أساسية تتمثل في:<sup>(5)</sup>

- وجود علاقة دائنية أصلية بين دائن ومدين؛
- رغبة الدائن في التخلص من سندات الدين التي عنده وتحويلها إلى جهة أخرى؛
- قيام الجهة المحال إليها الدين بإصدار سندات جديدة قابلة للتداول؛
- استناد الأوراق المصدرة إلى ضمانات عينية أو مالية ذات تدفقات نقدية متوقعة؛
- وجود مستثمر.

## 2- تاريخ التوريق المصرفي

يعود تاريخ التوريق المصرفي إلى عهد الثلاثينات، فلقد كان تمويل السكنات في الولايات المتحدة الأمريكية قبل سنة 1930 يتم من طرف صناديق الادخار، حيث كانت هذه الصناديق تقوم بهذا التمويل لمدة طويلة اعتمادا على موارد مالية قصيرة الأجل، ولما ظهرت الأزمة بفعل السحب المكثف للودائع، حدثت العديد من الإفلاسات، الأمر الذي أدى إلى ضرورة إنشاء المؤسسات التالية:<sup>(6)</sup>

- سنة 1932: تم إنشاء بنك قرض السكن الفدرالي (FHLB - Federal Home Loan Bank)، بهدف تحديد التنظيم المطبق على صناديق الادخار ومن أجل خلق سوق ثانوي للرهن العقاري؛

- سنة 1934: تم إنشاء إدارة الإسكان الفدرالي (Federal Housing Administration - FHA) والهدف من إنشاء هذه المؤسسة، هو التأمين ضد مخاطر عدم القدرة على السداد، وتحديد الضمانات اللازمة لهذا النوع من القروض؛

- سنة 1938: تم إنشاء مؤسسة الرهن القومية الفدرالية (Federal National Mortgage Association - FNMA)، ويطلق عليها كذلك (Fannie.Mae) وهي هيئة حكومية تستطيع شراء قروض الرهن العقاري والاحتفاظ بها؛

- سنة 1968: خلال هذه المرحلة كان هناك احتكار قلة لسوق الرهن العقاري، لذا أوكلت مهمة الحفاظ على استقرار سوق الرهن العقاري إلى وكالة (Federal National Mortgage Association - FNMA) إذ تقوم بشراء القروض المصرفية من مؤسسات الإقراض، عن طريق طرح سندات في السوق.

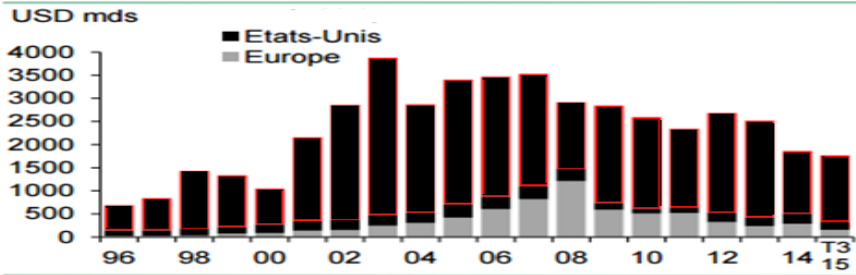
فقد حاولت الحكومة سنة 1968 إنشاء مؤسسة الرهن القومية الحكومية (GNMA - Gouvernement National Mortgage Association) والمسماة بـ (Ginnie.Mae) ومهمتها منح ضمانات للشهادات التي تمثل قروضا ممنوحة من البنوك؛

- سنة 1970: تم إنشاء الشركة الفدرالية لقروض الإسكان العقاري (FHLMC Federal Home Loan Mortgage Corporation) والمسماة كذلك بـ (Freddie.Mae) التي أسندت إليها مهمة إعادة شراء قروض الإسكان الممنوحة من قبل البنوك.

وبذلك يعود الفضل لكل من (FNMA) و (GNMA) و (FHLMC) في انطلاق عملية التوريق في الولايات المتحدة، وقد تطورت هذه العملية بسبب وجود سوق ثانوي لتداول سندات قروض الرهن العقاري ودور وكالات التصنيف.

والشكل البياني الموالي يوضح تطور حجم إصدارات سندات التوريق في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا خلال: 1996- الثلاثي الثالث من سنة 2015.

الشكل رقم 01: تطور حجم سندات التوريق في الو.م.أ وأوروبا خلال الفترة 1996 - الثلاثي الثالث من سنة 2015



**Source :** Céline Choulet et Yelena Shulyatyeva, Aux origines de la désintermédiation bancaire américaine Janvier 2016, p.18. dans le site: <http://economic-research.bnpparibas.com/Views/DisplayPublication.aspx?type=document&IdPdf=27425>

يلاحظ أن هناك حجما هائلا من القروض المورقة في الولايات المتحدة وأوروبا، كانت أكبر نسبة لها سنة 2003 بالنسبة للولايات المتحدة الأمريكية، وسنة 2008 بالنسبة لأوروبا، لكن بالرغم من تطور سوق التوريق في أوروبا، إلا أن المبلغ الإجمالي المصدر يبقى متواضعا جدا مقارنة بالمبالغ المصدرة في الولايات الأمريكية.

### 3- أهمية التوريق

يمكن تلخيص أهمية التوريق في النقاط التالية:(7)

3-1- يعتبر التوريق بالنسبة للمورق سواء كان بنكا أو مؤسسة متخصصة في الأوراق المالية، أداة هامة لتحريك القروض من ميزانياتها والتخلص من بند مخصص الديون المشكوك في تحصيلها، وتحويل هذه القروض إلى أوراق مالية قابلة للتداول، وبذلك يتم تخفيض حجم الأصول ويتحسن معدل المديونية ويرتفع مستوى الجدارة الائتمانية؛

3-2- يمكن للبنك أن يستعمل حصيلة بيع القروض في منح قروض جديدة أقل مخاطرة، وبذلك تصبح عملية التوريق عبارة عن عملية تدوير لاستعمال القرض السيئ في خلق قرض جديد أكثر سيولة؛

3-3- يمكن للمؤسسات المالية متوسطة الحجم استخدام التوريق كبديل عن الحساب الجاري المدين أو الحساب على المكشوف أو خط الائتمان، حيث تمثل هذه الحسابات تكلفة تمويلية مرتفعة؛

3-4- تحسين معدل كفاية رأس المال في ظل معايير بازل 2، وتحسين المواءمة بين آجال الأصول والالتزامات وتوسيع نشاط أسواق المال؛

3-5- يمكن للمستثمر من خلال عملية التوريق الحصول على العديد من الأوراق المالية القابلة للتداول، وبالتالي الاستفادة من التغيرات السعرية التي تطرأ على قيمة هذه الأوراق في سوق التداول، كما يمكن للمستثمر، الاقتراض بضمان سندات التوريق لأنها سندات مضمونة.

### المحور الثاني: أطراف وأنواع وأساليب التوريق

للتعرف على أطراف ومنتجات وأنواع وأساليب التوريق، قسم المحور إلى:

#### 1- أطراف عملية التوريق\*

لكي تتم عملية التوريق، لا بد من توفر مجموعة من الأطراف، تتمثل أهمها في: (8)

1-1- **المنظم (L'arrangeur)**: وهو عادة عبارة عن بنك استثماري أو مؤسسة متخصصة في مجال الأوراق المالية، يتكفل بالبحث عن متنازلين محتملين، ويضع تصور عام لهيكل صفقة التوريق، حتى يتم تحقيق أهداف البنك المتنازل ومشترو الحصص المالية، حتى يلقى منتج التوريق طلبا فعلا، كما يتولى المنظم في غالب الأحيان إبرام عقد مشاركة مع بنوك أخرى لضمان إصدار الحصص وبيعها؛

1-2- **المتنازل (le cédant)**: وهو عادة عبارة عن مؤسسات إقراض وليس بالضرورة بنكا، وفي

معظم الدول، تقوم السلطات الرقابية بوضع قائمة المؤسسات التي يسمح لها القيام بهذا النشاط؛

1-3- **شركة التسيير (Société de gestion)**: وهي عبارة عن شركة تجارية تدير الشركة ذات الغرض الخاص، وهي تمثل مصالح حاملي الحصص، فهي تراقب عملية تنفيذ المستحقات، إذ تقوم بتسيير أموال خزينة SPV، ومتابعة الإجراءات للحصول على التصنيف الائتماني المناسب، كما أنها توفر المعلومات الضرورية للسلطات الرقابية؛

1-4- **جهة الإيداع (Le dépositaire)**: وهي عبارة عن مؤسسة إقراض تراقب عمل شركة

التسيير؛

1-5- **وكالات التصنيف (Agences de notation)**: تؤدي وكالات التصنيف دورا حاسما خاصة

بالنسبة للمستثمرين، فهي تحدد نوعية الحصص المتداولة، وبالتالي فهي تقيم المخاطر المرتبطة بمحفظة القروض الخاصة بالشركة ذات الغرض الخاص؛

1-6- **السلطات الرقابية (les autorités de surveillance)**: يختلف دور هذه الوكالات من بلد

إلى آخر، لكنها موجودة دائما من أجل مراقبة وترخيص هذا النوع من العمليات؛

1-7- **الشركة ذات الغرض الخاص (organisme ad hoc)**: وهي عبارة عن هيكل قانوني أنشئ

لهذا الغرض (صفقة التوريق)، والهدف من اللجوء إلى الشركة ذات الغرض الخاص هو عزل الشركة عن خطر القرض للمؤسسة المتنازلة؛(9)

## 2- منتجات التوريق وأنواعه

2-1-1- منتجات التوريق: يمكن تقسيم منتجات التوريق إلى قسمين هما: (10)

2-1-1-1- الأوراق المالية المستندة لقروض الرهن العقاري (Mortgage-backed security) (MBS): وهي تمثل أوراق مالية مضمونة بحزمة من القروض العقارية التقليدية، جمعتها البنوك لتمويل عملية شراء المقترض مثلا لمنزل أو أي أصول عقارية أخرى، ويقوم المصدر بتجميع هذه القروض في وعاء واحد، وبيعها للمستثمرين عن طريق طرح أوراق مالية، مضمونة بأصول عقارية بقيمة هذه المديونيات، وعندما يقوم المقترض بدفع أقساط الدين، يتم تسليم المستثمرون الفوائد المستحقة لهم. وتتقسم منتجات الأوراق المالية المستندة لقروض الرهن العقاري (MBS) إلى عقارية سكنية، و (Residential Mortgage Backed Securities) (RMBS) وهي أوراق مالية مستندة لقروض عقارية سكنية، و (Commercial Mortgage Backed Securities) (CMBS) وهي عبارة عن أوراق مالية مصدرة تمثل ديون عقارية تجارية.

2-1-2- الأوراق المالية المضمونة بأصول (Assets-backed security) (ABS): وتشمل حاليا أنواعا جديدة من الأصول، ليست مضمونة بقروض الرهن العقاري، وإنما تستند إلى قروض أخرى كقروض الاستهلاك وقروض السيارات وبطاقات الائتمان... إلخ.

2-2- أنواع التوريق: يمكن تليخيص أنواع التوريق - حسب معيار التقسيم - كما يلي: (11)

2-2-1- حسب تدخل أو عدم تدخل شركة التوريق: وهناك نوعان:

أ- توريق غير مباشر: وفيه تقوم الجهة أو الشركة منشئة محفظة التوريق ببيع المحفظة لشركة أخرى متخصصة، وهي شركة التوريق التي تقوم بإصدار السندات؛

ب- توريق مباشر: قيام الشركة المنشئة للمحفظة بإصدار سندات التوريق ذاتها.

2-2-2- حسب نوعية الأصول المورقة: وهناك أربعة أنواع هي:

أ- توريق قروض الرهن العقاري: وتكون الصكوك مستندة على قروض مضمونة بالرهن العقاري؛

ب- توريق تدفقات نقدية دورية وقروض أخرى: وتكون الصكوك مستندة على مجموعة من الأصول ذات التدفقات النقدية الدورية والقروض بأنواعها المختلفة غير الرهون العقارية، بل هو ناتج عن تجميع الأصول المتجانسة ذات التدفقات النقدية في وعاء استثماري واحد، وتمثيلها بصكوك قابلة للتداول والاتجار وهو المعروف بـ Asset Backed Securities

ج- توريق الموجودات العينية: تقوم شركة التوريق بإصدار أوراق مالية (صكوك إجارة) بقيمتها وطرحها الاكتتاب العام ليشتريها المستثمرون، وبالتالي يكونوا ملاكا على الشيوع في الأصل،



ويحصلون على أقساط الإيجار إضافة إلى استهلاك (إطفاء) قيمة الأصل المورق تباعا، ويمكنهم تداول هذه الصكوك في السوق الثانوية.

د- توريق أدوات التمويل: من مشاركات ومضاربات، ممثلة في حصة المؤسسة البادئة للتوريق في رأس مال هذه الأدوات عن طريق الاتفاق مع شركة التوريق التي تقوم بطرح قيمة التمويل في صورة أوراق مالية (صكوك مشاركة أو مضاربة) ليشتريها المستثمرون، والذي يكون من حقهم الحصول على حصة من العائد المحقق، إضافة إلى أصل رأس المال، ويمكن تداولها بالبيع في السوق الثانوية.

### 3- أساليب التوريق

هناك ثلاثة أساليب للتوريق، يتم شرحها كالآتي:

#### 3-1- نقل الأصول عن طريق حوالة الحق (Assignment): تعتبر حوالة الحق إحدى

صور انتقال الالتزام، وهي أن يحيل الدائن إلى غيره ما له من حق في ذمة مدينه، وتختلف عن حوالة الدين التي يقوم فيها المدين بتحويل دائنه على مدين له، ففي حوالة الحق يكون الدائن الأصلي هو المحيل، والدائن الجديد المحال، والمدين للدائن الأصلي المحال عليه، ومبلغ الدين المحال به، واتفاق حوالة الحق ينتقل للمحال إليه الحق بصفته وضمائنه وما يتعلق به من فوائد وشروط سداده، والمحال عليه (المدين) ليس طرفا في العقد، لذا تكتفي القوانين بإعلانه بالحوالة حتى لا يستمر في السداد إلى العميل.<sup>(12)</sup>

وتتمثل طريقة استخدام حوالة الحق في التوريق، في أن تحيل المؤسسة البادئة للتوريق حقوقها قبل المدينين أو المقترضين للدين بصفاته وتوابعه (الفوائد والأقساط) وضمائنه إلى شركة التوريق بمقابل أقل من قيمة الدين، لتتولى توريقه بطرح أوراق مالية للاكتتاب العام، وتنقضي علاقة الدائن الأصلي المحيل بمجرد انعقاد حوالة الحق، فلا يضمن سداد الدين ولا يحصله إلا إذا تمّ الاتفاق على تحصيله بصفته نائبا عن شركة التوريق (المحال إليه) وبمقابل لأتباعه.<sup>(13)</sup>

#### 3-2- نقل الأصول عن طريق التجديد أو التنازل أو الاستبدال (Novation): وفي

هذه الطريقة تحل شركة التوريق محل المؤسسة البادئة للتوريق (الدائن الأصلي) في ملكية الأصل، ويكون باتفاق ثلاثي بين المدين والمؤسسة البادئة للتوريق وشركة التوريق.<sup>(14)</sup> وتختلف هذه الطريقة عن طريقة حوالة الحق في:<sup>(15)</sup>

- أن المدين ليس طرفا في اتفاق حوالة الحق ويكتفي بإعلانه بالحوالة فقط حتى لا يستمر في السداد للدائن الأصلي، بينما هو طرف رئيسي في اتفاقية نقل الأصول؛

- أن الضمانات (العينية والشخصية) المقدمة من المدين للدائن الأصلي تنتقل لشركة التوريق بعقد الحوالة أما في عقد التجديد فلا تنتقل إلا باتفاق على ذلك؛

- تعتبر طريقة حوالة الحق أسهل من طريقة التجديد، لأن طريقة التجديد تتضمن موافقة جميع المدينين لتحويل الدين إلى الدائن الجديد، وهي طريقة صعبة، خاصة إذا كان عدد المدينين كبيراً.

### 3-3- المشاركة الجزئية الفرعية (Sub-participation): وفي هذه الطريقة يتدخل ما

يعرف بالبنك المشارك أو البنك المتخصص في شراء الذمم، ومحتوى هذه الطريقة أن يتم الاتفاق بين المؤسسة البادئة للتوريق والبنك المشارك، إذ يقوم البنك المشارك بتقديم قرض للمؤسسة مقابل سندات مديونية، على أن يسترد البنك المشارك أمواله وفوائدها عندما تستلم المؤسسة البادئة من المدينين أقساط الدين وفوائدها. (16)

والملاحظ من خلال هذه الطريقة أن البنك المشارك معرض لخطر انتماني مزدوج يتمثل في: (17)

- حالة إفلاس المؤسسة البادئة في التوريق؛

- إفلاس المدين وعدم قدرته على تسديد الأقساط للمؤسسة البادئة للتوريق.

### المحور الثالث: التكيف الفقهي للتوريق

لمعرفة التكيف الفقهي لصور التوريق، وبديله في الشرع الإسلامي، يتم تناول الآتي:

#### 1- صور التوريق وحكمها الفقهي

جاء في قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي في دورته الحادية عشر، قرار رقم 101 (11/4) ما يلي: "لا يجوز بيع الدين المؤجل من غير المدين بنقد معجل من جنسه أو من غير جنسه، لإفضائه إلى الربا، كما لا يجوز بيعه بنقد مؤجل من جنسه أو غير جنسه، لأنه من باب بيع الكالئ بالكالئ المنهي عنه شرعاً، ولا فرق في ذلك بين كون الدين ناشئاً عن قرض أو بيع آجل". (18)

والتكيف الفقهي للتوريق، يقتضي التفريق بين مختلف أنواعه:

**1-1- توريق الديون:** تتفق المؤسسة المدينة مع شركة توريق على أن تنتقل لها الديون في صورة حوالة حق، حيث تدفع بموجبها شركة التوريق قيمة الديون بمبلغ أقل من القيمة الاسمية، فينتقل الدين مع ما عليه من التزامات مثل الضمانات والفوائد، لتقوم شركة التوريق فيما بعد بإصدار أوراق مالية في صورة سندات بقيمة الديون ل طرحها للاكتتاب العام، لتصبح بعدها تلك السندات قابلة للتداول في السوق المالية.

تعتبر هذه الصورة غير جائزة شرعاً بسبب: (19)

- تقوم هذه الصورة على بيع الدين المؤجل لغير من عليه الدين، والدين هنا يمثل نقودا مؤجلة، تباع بنقود حالا بأقل من قيمة الدين لغير من عليه الدين، وذلك لا يجوز شرعا لأنه يفضي إلى الربا، وكذا لا يجوز بيعه بنقد آجل، لأنه يكون من باب بيع الكالئ بالكالئ المنهي عنه شرعا؛

- تحوي هذه الصورة على فائدة ربوية، وهذا ما حرمته الشريعة تحريما قاطعا.

**1-2- توريق الأصول:** وصورتها أن يكون لدى مؤسسة ما، أصل مدر للدخل (مثل أصول مؤجرة أو مشاركة أو مضاربة) فنقوم المؤسسة مباشرة، أو بالاتفاق مع شركة توريق على تحويل هذه الأصول إلى صكوك لتزورها للاكتتاب لتجميع ثمن هذه الأصول، ويصبح بذلك حملة الصكوك مالكين للأصول المورقة بدلا من المؤسسة، ويحصلون على العائد، ويكون دور المؤسسة هو إدارة هذه الصكوك مقابل عمولة يتفق عليها، ويمكن لحملة الصكوك تداولها في السوق المالية بالبيع والشراء. (20)

لا مانع من هذه العملية طالما أن حملة الصكوك بعد شرائها هم مالكون لهذه الأصول بعد دفع قيمتها نقدا، وهم المستحقون لما تدره عليهم أملاكهم بطريق مشروع، وهم يملكون بذلك حق التصرف فيها بيعا وشراء، إذ هو بيع لما يملكه المشتري من نصيب في السلع المورقة. (21)

**1-3- توريق ثمن السلعة:** وتتمثل صورتها في أن يطلب بعض العملاء من المصرف الإسلامي شراء سلعة بطريقة المراجعة، ويكون ثمنها كبيرا لا يستطيع المصرف أن يقوم به، لكن يمكن أن يغطي هذه الرغبة عن طريق توريقه أو تصكيكه، حيث يلجأ المصرف الإسلامي إلى تقسيم المبلغ المطلوب لهذه العملية إلى فئات صغيرة ويصدر بها صكوك مراجعة، ويجمع بموجبها المبلغ المطلوب. (22)

وتعتبر هذه الصكوك جائزة غير قابلة للتداول في السوق الثانوية لأنها ديون، وبيع الدين لغير من عليه الدين في الشريعة الإسلامية له ضوابط. (23)

لكن السؤال الذي يطرح نفسه الآن: هل بعد البيع مراجعة (مؤجلة أو مقسطة)، يمكن أن تباع هذه الصكوك (التي تمثل ثمن السلعة المبيعة مراجعة بأقل من قيمتها) إلى شركة توريق لتقوم

هذه الشركة مع المصرف بمتابعة استثناء ثمنها المؤجل أو المقسط وتكسب هي فرق السعر؟ يعتبر الصك هنا صك بدين هو ثمن المبيع المعين والمقبوض، هل يجوز بيعه؟ أما بيعه لمن عليه الدين فيجوز بثمن حال، لا مؤجل لأن المؤجل بيع دين بدين، هو غير جائز شرعا للنهي عن بيع الكالئ بالكالئ وأما بيعه لغير من عليه الدين فيفضي إلى الربا. (24)

## 2- التصكيك الإسلامي: تعريفه وضوابطه

اتفق الفقهاء على تسمية عمليات التوريق في الإطار الإسلامي بعمليات التصكيك وذلك لسببين: (25)

- كلمة تصكيك مشتقة من كلمة صكوك، وهي تمثل البديل الإسلامي لكلمة سندات، وهي تعني ضمناً التعامل بأداة مالية قائمة على المداينة والفائدة المحرمة؛  
- كلمة التوريق في الفكر المالي التقليدي قائمة بصفة أساسية على مكون الديون وهو ما ينهي عنه الشرع في التبادل تفاضلاً.

## 2-1- تعريف التصكيك الإسلامي: يمكن تعريف التصكيك الإسلامي كما يلي:

2-1-1- عرفه مجمع الفقه الإسلامي على أنه: "إصدار أوراق مالية قابلة للتداول، مبنية على مشروع استثماري يدر دخلاً"؛ (26)

2-1-2- "عملية تقسيم ملكية الأصول والموجودات المالية إلى أجزاء يمثل كل منها صكاً قابل للتداول لأغراض الاستثمار في سوق المال وفق الضوابط والمعايير الشرعية." (27)

يلاحظ من خلال التعريفين أن التصكيك الإسلامي تقنية لا تختلف عن التوريق التقليدي في مجال إصدار وتداول الأوراق المالية في السوق المالي، لكن يجب أن تكون هذه الأوراق (الصكوك) مباحة شرعاً وتستند إلى أصول تدر دخلاً، لا على الديون المستندة إلى أصول.

2-2- ضوابطه: تخضع عملية التصكيك الإسلامي إلى ضوابط ومعايير يجب مراعاتها حتى تكون متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، تتمثل هذه الضوابط في: (28)

- أن تكون نوعية الأصول المصككة من الأصول المباحة شرعاً؛  
- أن يكون بيع الأصول المراد تصكيكها مبنية على الديون في الذمم من المنشئ إلى شركة التصكيك نقداً للابتعاد عن بيع الدين بالدين؛

- أن تكون خطوات وهيكل التصكيك مقبولة شرعاً؛

- عنصر الملكية للأصول حتى تصح العملية، وتبرر الاستفادة من العوائد؛

- يجب أن يراعى في إصدار الصكوك مبدأ الأولويات في الاقتصاد الإسلامي؛

- يجب النظر في مآلات عملية التصكيك ومدى ملاءمتها للمصلحة العامة.

وبذلك يمكن تلخيص أهم الفروقات بين التوريق والتصكيك في الجدول الموالي.

## الجدول رقم 01: أهم الفروقات بين التوريق التقليدي والتصكيك الإسلامي

التصكيك الإسلامي	التوريق التقليدي	معيّار التفرقة
1990	1970	تاريخ التطبيق
ملكية حصة شائعة من أصول	مديونية مضمونة بأصول	العلاقة بين المصدر والمستثمر
العائد من استثمار الأصول	سعر الفائدة	مصدر العائد
يعتمد على طبيعة الأصول	قابلية التداول	قابلية التداول
خارج الميزانية	خارج الميزانية	المعاملة المحاسبية
مرتبطة بصيغة استثمار الأصول	منخفضة	درجة المخاطرة
مؤقتة	مؤقتة	المدة

المصدر: منى خالد فرحات، توريق الدين التقليدي والإسلامي (دراسة مقارنة)، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 29، العدد الأول، 2013، ص. 229.

## 3- أنواع الصكوك الاستثمارية الإسلامية وتطورها

كانت التجربة الغربية في معظمها في مجال تصكيك الديون، بعكس التجربة الإسلامية التي تشترط وجود الأصول قبل تصكيكها، الأمر الذي يحفظ لهذه الأصول قيمتها، ويحفظ السوق المالية من المقامرات والمجازفات. وبشكل عام فلقد أشارت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية إلى وجود أكثر من أربعة عشر نوعاً من الصكوك الإسلامية، غير أن الأكثر انتشاراً يمكن حصرها في عدة أنواع هي: (29)

3-1- صكوك الإجارة: تمثل صكوك الإجارة حصة شائعة في ملكية أصول متاحة للاستثمار، سواء كانت أصول حقيقية أو منافع أو خدمات أو مزيج من ذلك كله، وهي أشهر أنواع الصكوك على الإطلاق، وهي كما يلي:

3-1-1- صكوك ملكية المنافع: وهي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين موجودة بغرض إجارة منافعها واستئجارها من حصيلة الاكتتاب، وتصبح منفعة مملوكة لحملة الصكوك.

3-1-2- صكوك ملكية منافع الأعيان الموجودة أو (الموصوفة في الذمة): وهي وثائق متساوية القيمة، يصدرها مالك منفعة موجودة (مستأجر) بغرض إعادة إيجارها واستئجار الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة مملوكة لحملة الصكوك؛

3-1-3- صكوك ملكية الخدمات من طرف معين أو (من طرف موصوف في الذمة): وهي وثائق متساوية القيمة تصدر بغرض تقديم الخدمة من طرف معين واستئجار الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح تلك الخدمات مملوكة لحملة الصكوك.

3-2- صكوك المضاربة: وهي أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس مال القراض، بإصدار صكوك ملكية برأس مال المضاربة على أساس وحدات متساوية القيمة ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصاً شائعة في رأس مال المضاربة؛

3-3- صكوك المرابحة: وهي وثائق متساوية القيمة تصدر لتمويل شراء سلعة مرابحة، وتصبح سلعة المرابحة مملوكة لحامل الصكوك، وهذه الصكوك غير قابلة للتداول؛

3-4- صكوك المشاركة: وتطرح لجمع مبلغ معين من المال تمثل حصة في رأس مال الشركة مثل الأسهم، ولكنها تختلف عنها في كونها مؤقتة بمشروع معين أو مدة معينة، ولحامل الصك الحق في ملكية جزء من صافي أصول الشركة وحق في الربح الذي يتحقق، ويمكن تداولها في السوق المالي؛

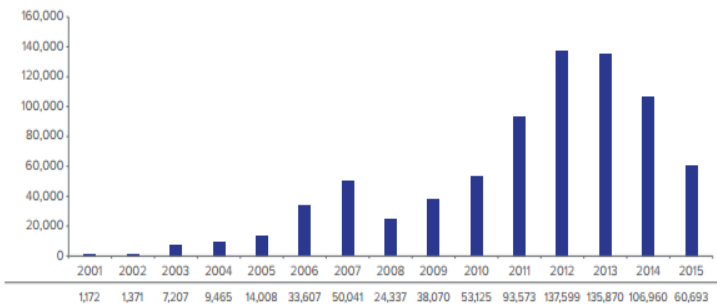
3-5- صكوك السلم: ويطرح هذا النوع من الصكوك من أجل جمع مبلغ من المال لتسليمه إلى مورد لشراء سلعة منه، تسلم بعد مدة، ويكون حق حامل الصك مؤجلاً إلى حين استلام السلعة وبيعها، فتصفي الصكوك بالحصول على المبلغ الأصلي زائد الربح من بيع السلعة، وهذه الصكوك لا يجوز تداولها لأنه لا يجوز بيع السلم قبل قبضة، كما أنها تمثل ديناً وتداول الديون له ضوابط لا تيسر معه تداول الصكوك؛

3-6- صكوك الاستصناع: وتطرح من أجل جمع مبلغ لإنشاء مبنى أو صناعة أو آلة أو معدات مطلوبة من مؤسسة ما بمبلغ يزيد عن المبلغ اللازم لصناعتها، وحقوق حملة الصكوك تتمثل فيما دفعوه ثمناً لهذه الصكوك إضافة إلى الربح المتحقق نتيجة الفرق بين تكلفة التصنيع وثمان البيع، ولا يجوز تداول هذا النوع من الصكوك.

وقد تطور حجم إصدارات الصكوك على النحو المبين في الشكل الموالي.

الشكل رقم 02: تطور إصدارات الصكوك خلال الفترة 2001 - 2015

مليون دولار



Source: International Islamic Financial Market, A comprehensive study of the Global Sukuk Market, 5th edition, march 2016, p.5.

يلاحظ تطور حجم إصدارات الصكوك بشكل مستمر خلال الفترة 2001-2007، ويرجع السبب في ذلك إلى الطفرة النفطية التي شهدتها دول الخليج، حيث سعت المؤسسات المالية الإسلامية في هذه الدول إلى العثور على فرص لتوظيف رأسمالها في استثمارات تتوافق وأحكام الشريعة الإسلامية، لكن عرفت الصكوك الإسلامية انخفاضا نسبيا سنتي 2008 و2009، ويرجع السبب في ذلك إلى الأزمة المالية العالمية والمخالفات الشرعية التي تكتنف هذا النوع من الصكوك بسبب حدوثها، أضف إلى ذلك غياب الإطار التشريعي أو عدم اكتماله في بعض الدول الإسلامية وسيطرة الدولار الأمريكي على سوق الصكوك، ومن المعلوم أن الدولار أكثر العملات تأثرا بالأزمة المالية، لكن عاود إصدار الصكوك تطوره خلال الفترة 2009-2013، لينخفض مجددا سنتي 2014 و2015. (30)

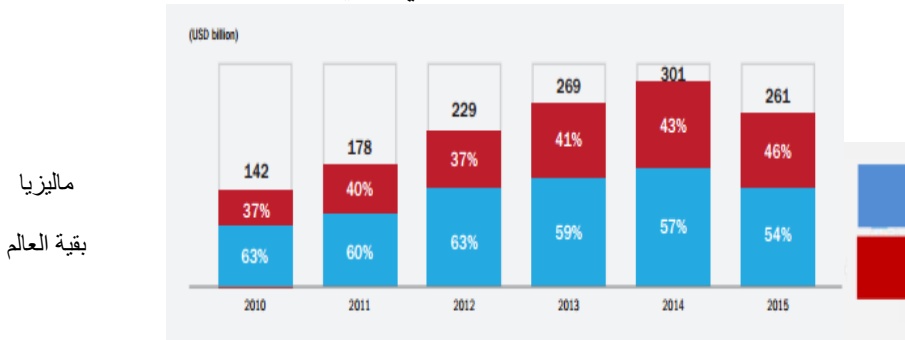
#### المحور الرابع: تجربة التوريق الإسلامي في ماليزيا

تقوم عملية التوريق في ماليزيا على نظامين أساسيين، نظام إسلامي وآخر تقليدي، وللتعرف أكثر على تجربة التوريق في ماليزيا، يتم تناول ما يلي:

#### 1- نظرة عامة حول سوق الصكوك الماليزي

تعتبر السوق المالية الماليزية جزءًا مهما من النظام المالي الماليزي، تقوم بأدوار مهمة من خلال عملية إصدار الصكوك الإسلامية، التي استقطبت عددا معتبرا من المستثمرين داخل وخارج ماليزيا. وتعتبر ماليزيا الدولة الأولى من حيث الإصدار، فقد أصدرت العديد من الصكوك، لتمويل البنى التحتية للدولة والشركات التابعة لها، وقد تطور حجم إصدارات الصكوك خلال الفترة 2010-2015 كما يلي:

الشكل رقم 03: تطور حجم إصدارات الصكوك في ماليزيا خلال الفترة 2010-2015



Source: CM2Capital Market Malaysia, **Malaysia: Diversity –Stability-Expertise, Securities Commission Malaysia (SC)**, p.6. dans le site : [www.sc.com.my](http://www.sc.com.my)

يلاحظ من الشكل البياني تطور حجم إصدارات الصكوك خلال الفترة 2010-2015، بلغت أعلى نسبة لها سنة 2012 بـ 63% (مقارنة بباقي العالم)، ويرجع سبب تطور إصدارات الصكوك، إلى أن ماليزيا عملت على تطوير أسواقها المالية منذ سنة 2001، وفق خطة إستراتيجية مكونة من ثلاث مراحل، تضمنت 152 توصية، تعمل على تغطية مجالات متعددة، حيث بدأت المرحلة الأولى، من 2001 واستمرت حتى سنة 2004، وفيها قامت السوق بتقوية وتطوير المؤسسات الاستثمارية المحلية، والمرحلة الثانية دامت حتى سنة 2006، حيث تمّ المزيد من التطوير فيما يخص القطاعات الأساسية، مما جعلها تدرجيا قابلة للانفتاح، أما المرحلة التي استمرت حتى سنة 2010، تمّ من خلالها مواصلة عمليات التطوير لمقتضيات السوق، حتى تصبح ماليزيا مركزا عالميا للسوق المالية الإسلامية.<sup>(31)</sup>

2- صور وعمليات التوريق الإسلامي في ماليزيا: يمكن تلخيصها كما يلي:<sup>(32)</sup>

1-2- هناك صورتان للتوريق في ماليزيا هما:

1-1-1 الأوراق المالية الخاصة (Private Debt Securities): وهي عبارة عن أوراق مالية

أو صكوك تصدر من غير أن تستند إلى دخل أو إيراد ثابت، وهو النوع السائد؛

1-2-2 الأوراق المالية المعتمدة على الواردات المستقبلية (الأصول) (Asset Backed

Securities): ويعتبر هذا النوع جديدا في السوق المالي الماليزي.

2-2- تعتبر هيئة الأوراق المالية الماليزية المسؤولة عن تنظيم الأوراق المالية الإسلامية؛

2-3- تم إنشاء قسم سوق المال الإسلامي سنة 1996 التابع لهيئة الأوراق المالية الإسلامية،

لمساعدة الهيئة في إصدار الأوراق المالية الإسلامية؛

2-4- إنشاء هيئة الرقابة الشرعية (Shariah Advisory Council) لتنظيم إصدارات الأوراق

المالية الإسلامية؛

2-5- تعيين مستشار شرعي مستقل ومعتمد من قبل هيئة الأوراق المالية الماليزية لتقرير شرعية

الإصدار؛

2-6- تعيين مصرف إسلامي أو مصرف تقليدي مرخص له من قبل البنك المركزي للتعامل

بمعاملات البنوك الإسلامية من خلال النوافذ الإسلامية لإتمام الإجراءات الإدارية

والتنفيذية التي تتعلق بإصدار الأوراق المالية الإسلامية؛

2-7- للبنك المركزي الماليزي دور مهم في عملية التسجيل ومراقبة حاملي الأوراق المالية

الإسلامية ونقل ملكية هذه الأوراق، ويتم ذلك من خلال نظام الآلية الكاملة للإصدارات

والعرض ونظام التحويل المباشر للموارد المالية والصكوك؛



8-2- يشترط عرض الإصدارات على جهة تقوم بالتصنيف في مجال التوريق الإسلامي، حيث يوجد في ماليزيا هينتين هما: Rating Agency Malaysia , Malaysian Rating Corporation

### 3- صكوك المرابحة والبيع بالثمن الآجل (ماليزيا تخالف رأي الجمهور)

يبين الجدول الموالي تطور حجم ونسبة إصدارات صكوك المرابحة والبيع الآجل في ماليزيا خلال الفترة 2006-2015

الجدول رقم 02: حجم ونسبة إصدارات صكوك المرابحة والبيع الآجل في ماليزيا خلال الفترة 2006-

#### 2015

السنوات	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
المبلغ (مليار رنجيت)	11.7	17.6	6.4	14.42	30.22	6.54	25.46	4.4	0.4
النسبة	87	100	53.5	95.15	69.8	15.6	21	1.89	0.15
السنوات	2010	2011	2012	2014	2015				
المبلغ (مليار رنجيت)	3.38	7.1	39.1	60.47	32.1				
النسبة	8.4	9	55	79.49	66				

**Source :** Securities Commission of Malaysia Annual Reports, 2007-2008-2009-2010-2011-2012-2013-2015-2016.

تعتبر صكوك المرابحة والبيع بالثمن الآجل الأكثر إصدارا في السوق المالي الماليزي خلال الفترة 2001-2005، بسبب سهولة إصدارها والتعامل بها، لكن انخفضت نسبتها خلال السنوات 2008 و 2009 و 2010 و 2011 بسبب إصدار صكوك أخرى منافسة لها كصكوك المشاركة والمضاربة والتأجير، لتعاود ارتفاعها مرة أخرى خلال الفترة 2012-2015. تجري ترتيبات بيع المرابحة أو البيع بالثمن الآجل على نحو يشبه بيع العينة، حيث يعرف هذا الأخير بأنه: العينة هي أن يبيعه السلعة بثمن معلوم إلى أجل، ثم يشتريها من المشتري حالا بأقل، ويبقى الباقي في ذمته.<sup>(33)</sup>

لقد أخذت هيئة الرقابة الشرعية في ماليزيا بناء على القرار الصادر عن اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية بشأن بيع الدين، بجواز التعامل بهذه العقود، وتداول الصكوك القائمة عليها لما فيها من مصلحة عامة، حيث يمكن عن طريق هذه الصيغة حل مشكل نقص السيولة دون اللجوء إلى الاقتراض الربوي، استنادا إلى رأي الشافعية بجواز بيع العينة، وخالفوا بذلك رأي الحنفية والمالكية والحنابلة الذين رأوا أنه ذريعة إلى الربا، وبهذا خالفت ماليزيا رأي الجمهور، حيث يعد هذا عقبة أمام الشركات الماليزية التي تطمح إلى جذب المدخرات من الدول الإسلامية الأخرى التي تعتمد رأي الجمهور.<sup>(34)</sup>

**الخاتمة:**

يعتبر التوريق المصرفي أحد تطبيقات عمليات الهندسة المالية المبتكرة، يرتكز على مبدأ بيع القروض (الديون) وتحويلها إلى أوراق مالية قابلة للتداول في الأسواق المالية، وتعتبر الدول الغربية الدول الرائدة في مجال التوريق خاصة التوريق المصرفي، وقد تم من خلال هذا البحث التوصل إلى جملة من النقاط منها ما تعلق بالجانب النظري ومنها ما تعلق بالجانب التطبيقي.

**نتائج البحث:** تتمثل في:

- يقوم التوريق على مبدأ بيع الديون، وله أركان عديدة كوجود البنك المتنازل والمؤسسة ذات الغرض الخاص ووجود المستثمر وغيرهم. ظهر لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية، وتطور بشكل كبير خلال السنوات الأخيرة خاصة في دولة المنشأ وأوروبا؛

- للتوريق العديد من المزايا كإعادة تدوير الأموال المستثمرة، وتحسين القدرة الائتمانية والهيكلة التمويلي، والمواءمة بين آجال التمويل، كما تتعدد منتجات التوريق وأنواعه، حيث يوجد التوريق المباشر وغير المباشر وتوريق قروض الرهن العقاري وتوريق تدفقات نقدية دورية وقروض أخرى وتوريق الموجودات العينية وتوريق أدوات التمويل؛

- تعتبر تقنية توريق الديون غير جائزة شرعا، لأنها تقوم على أساس بيع الدين المؤجل لغير من عليه الدين، وذلك لا يجوز شرعا لأنه يفضي إلى الربا، كما تحوي هذه الصورة على فائدة ربوية، وهذا ما حرّمته الشريعة الإسلامية تحريما قاطعا. أما تقنية توريق الأصول فهي جائزة شرعا طالما أن حملة الصكوك هم مالكون لهذه الأصول بعد دفع قيمتها نقدا، وهم المستحقون لما تدره عليهم أملاكهم بطريق مشروع. أما توريق ثمن السلعة فهو جائز، لكن الصكوك الممثلة لها غير قابلة للتداول في السوق الثانوية لأنها ديون، وبيع الدين له ضوابطه؛

- يعتبر التصكيك الإسلامي العملية البديلة لتقنية التوريق التقليدي، وقد تطورت هذه العملية خلال السنوات الأخيرة، كما تتعدد الصكوك الاستثمارية. وتعتبر تجربة ماليزيا التجربة الرائدة في مجال التصكيك أو التوريق الإسلامي، حيث تعتبر أول سوق على المستوى العالمي، لكن تجربة ماليزيا فيما يخص صكوك المراجعة والبيع بالثمن الآجل خالفت ما استقر عليه رأي جمهور علماء المسلمين، ممثلا فيما صدر عن المجامع الفقهية من قرارات، مثل بيع العينة وبيع الديون، مما جعلها غير مقبولة عند عامة المسلمين خارج ماليزيا.

**مقترحات البحث:** من خلال هذا البحث يمكن وضع مجموعة اقتراحات يمكن أخذها بعين

الاعتبار من طرف المهتمين تتمثل في:

- لا بد من الاستفادة من التجربة الغربية في مجال التوريق التقليدي، إذ لا يجب رفضه بشكل كلي وإنما محاولة تقويمه والاستفادة من إيجابياته، خاصة وأنه تقنية تؤدي إلى نقل وتحويل المخاطر؛
- ضرورة نشر ثقافة التصكيك الإسلامي والصكوك الإسلامية على المستوى المحلي والدولي، خاصة في ظل الاعتراف الدولي بأهمية الصكوك الإسلامية؛
- تطوير السوق المالية الإسلامية لتسهيل وتشجيع إصدار وتداول الصكوك الاستثمارية.

### الهوامش والاحالات:

(1) إبراهيم أنيس وآخرون، المعجم الوسيط، مايو 1972، ص.1069.

\* يعرف التوريق كذلك بالتسديد نسبة إلى السندات أو التصكيك نسبة إلى الصكوك، وتعتبر الكلمة ترجمة للكلمة الفرنسية Titrisation وبدورها ترجمة لكلمة Securitization بالانجليزية.

(2) Abdelkader Beltas, la titrisation, Maison édition legende, 2007, p.13.

(3) Robert Ferrandier et Vincent Kôen, Marchés de capitaux et Techniques financières, 4<sup>ème</sup> édition, Paris, Economica, 1997, p.169.

(4) عبيد علي أحمد الحجازي، التوريق ومدى أهميته في ظل قانون الرهن العقاري، القاهرة، دار النهضة العربية، الطبعة الثانية، 2001، ص.10.

(5) انظر: - المرجع السابق، ص.10-24. - مدحت صادق، أدوات وتقنيات مصرفية، القاهرة، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع، 2001، ص.239-240.

(6) Thierry Grannier et Corynne Jaffaux, La Titrisation, Aspects juridique et financier, Paris, Economica, 1997, pp. 12-14.

(7) انظر: - عبيد علي احمد الحجازي، مرجع سابق، ص.35-36. - ماجدة أحمد إسماعيل شلبي،

تطوير أداء سوق الأوراق المالية المصرية في ظل التحديات الدولية ومعايير حوكمة الشركات وتفعيل نشاط التوريق، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 6-8 مارس 2006، المجلد 1، ص.60.

تجدر الإشارة أن أطراف عملية التوريق الإسلامي لا تختلف عن أطراف عملية التوريق التقليدي إلا فيما يخص الالتزام بالضوابط الشرعية، كوجود الهيئة الشرعية التي تقر بشرعية العملية والأدوات المصدرة والمتداولة والمؤسسات التي تتعامل في العملية.

(8) François Leroux, la titrisation, Note pédagogique MIC no 16, pp.5-6. Dans le site:

<http://neumann.hec.ca/pages/francois.leroux/Note%20pedagogique%20MIC16.pdf>

(9) Banque de France, La titrisation de créances, Fiche N°: 430, 10-11-2010.

(10) نبذة عن الأوراق المالية المضمونة، ص.6-7. من الموقع:

[Ia800204.us.archive.org/28/items/mvb10-15/a13.pdf](http://Ia800204.us.archive.org/28/items/mvb10-15/a13.pdf)

- (11) محمد عبد الحليم عمر، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، ورقة عمل مقدمة إلى الدورة التاسعة عشر للمجمع الفقهي الإسلامي، الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص ص 12-13.
- (12) المرجع السابق، ص 11.
- (13) المرجع نفسه.
- (14) انظر: - المرجع نفسه. - علي محي الدين القرّة داغي، الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة "دراسة فقهية اقتصادية تطبيقية"، ورقة عمل مقدمة إلى الدورة التاسعة عشر لمجمع الفقه الإسلامي، الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص 15.
- (15) محمد عبد الحليم عمر، مرجع سابق، ص ص 11-12.
- (16) انظر: - المرجع السابق، ص 12. - عادل محمد رزق، الاستثمارات في البنوك والمؤسسات المالية من منظور إداري ومحاسبي، القاهرة، دار طيبة، 2004، ص 128.
- (17) محمد عبد الحليم عمر، مرجع سابق، ص 12.
- (18) قرارات مجمع الفقهي الإسلامي (رابطة العالم الإسلامي)، القرار الأول حول موضوع بيع الدين، الدورة السادسة عشر، 1422 هـ الموافق لـ 2002م، ص 328. من الموقع: <http://iefpedia.com/arab/?p=16179>
- (19) حسن علي الشاذلي، التورق حقيقة وحكمه والفرق بينه وبين العينة والتوريق، ورقة عمل مقدمة إلى الدورة التاسعة عشر للمجمع الفقهي الإسلامي، الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص 37.
- (20) المرجع نفسه.
- (21) المرجع نفسه، ص 38.
- (22) المرجع نفسه.
- (23) المرجع السابق، ص 39.
- (24) المرجع نفسه.
- (25) فتح الرحمن علي محمد صالح، دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية، ورقة عمل مقدمة إلى منتدى الصيرفة الإسلامية، بيروت، يوليو 2008، ص ص 4 - 5.
- (26) مجمع الفقه الإسلامي، صكوك الإجارة، القرار رقم 137 (15/3)، 19-14 محرم 1425 هـ الموافق لـ 11-6 مارس 2004.
- (27) عبد القادر زيتوني، التصكيك الإسلامي ركب المصرفية الإسلامية في ظل الأزمة العالمية، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، عمان، 25-26 ذو الحجة 1431 هـ الموافق لـ 1-2 ديسمبر 2010م، ص 2.
- (28) المرجع السابق، ص 4.

(29) انظر: - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار الشرعي رقم 17 "صكوك الاستثمار"، ص ص.310-312. - ناصر سليمان، السوق المالية الإسلامية كيف تكون في خدمة النظام المصرفي الإسلامي، ورقة عمل مقدمة إلى الدورة التدريبية حول تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطوير دورها في الاقتصاديات المغاربية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، 25-28 ماي 2003، ص.10. - كمال توفيق حطاب، الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، 31 مايو- 3 يونيو 2009، ص ص.11-15. - صفية أحمد أبو بكر، الصكوك الإسلامية، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، 31 مايو- 3 يونيو 2009، ص ص.8-12.

(30) عبد القادر زيتوني، مرجع سابق، ص ص.13-14

(31) انظر: - محمد نور الدين غادم، سوق الأوراق المالية الإسلامية، الأكاديمية العالمية للبحوث

الشرعية، ص.11. من الموقع: <http://iefpedia.com/arab/?p=3432> - الاقتصادية الالكترونية،

العدد 5495، 2008/10/27، من الموقع:

[http://www.aleqt.com/2008/10/27/article\\_160630.html](http://www.aleqt.com/2008/10/27/article_160630.html)

(32) النظام القانوني لإصدار الأوراق المالية في ماليزيا. من الموقع:

<http://www.kantakji.com/media/7333/b130.pdf>

(33) زكريا سلامة عيسى شطناوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي، عمان، دار النفائس، 2009، ص.107.

(34) زاهرة علي محمد بني عامر، التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية، رسالة ماجستير منشورة، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية، 2008، ص.107.