

تمويل تقنية LBO • باستخدام الأدوات المالية الإسلامية

ردیف مصطفیٰ

لبیق محمد بشیر

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

جامعة سيدي بلعباس - الجزائر

جامعة سيدي بلعباس - الجزائر



ملخص:

سوف نحاول من خلال هذه الورقة البحثية التطرق إلى أهمية تقنية LBO و التي يمكن تعريفها على انها اكتساب الشركات عن طريق ديون الشركة المستهدفة (Effet de Levier) ، بحيث يتم تمويل جزء من العملية بواسطة ديون الشركة المستهدفة. كما تطرقنا إلى أهم الرهانات المرتبطة بالعملية و مختلف الآثار الناجمة عنها.

في إطار LBO بشكل كبير، بعدما بلغت أكثر من 70% من إجمالي حجم التمويل في السوق المالية السعودية في عام 2009.

كما تم التطرق إلى الأدوات المالية الإسلامية، التي **تتزايد** الكبير مع ظهور الأزمة المالية، حيث تسارع التعامل في هذا النوع من الأدوات بشكل كبير، إذ بلغت الأصول المستثمرة سنة 2008 حوالي 915 **مليار** دولار **مقابل** 758 **مليار** دولار في 2007 **أي** **بنمو** 25 %.

وفي الأخير تم صياغة نموذج LBO

الكلمات المفتاحية: LBO Holding .

Résumé :

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

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

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

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

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

مقدمة

تتمثل *LBO* (Effet de Levier) في قيام مجموعة من المستثمرين بتمويل شركة مستهدفة عن طريق إصدار سندات أو قروض بنكية، والتي بدورها تقوم بدفع فوائد الأرباح إلى المستثمرين. حيث يتم الاستحواذ على الشركة عادة بواسطة فريق تسيير و هذا بالإشتراك مع مستثمرين ماليين، عادة ما يمول جزء من العملية عن طريق قروض بنكية، ويكون الهدف من هذه العملية هو تحقيق عائد أعلى للمستثمرين. ¹

المتبع لتطور التمويل عن طريق هذه التقنية يستطيع تقسيمها تاريخياً إلى مرحلتين، ما قبل 2007 و ما بعد 2007. تميزت المرحلة الأولى بالتسارع الكبير حيث تولد هناك حماس كبير لدى صناديق الاستثمار و كذا البنوك خاصة في فرنسا، حيث بلغت قيمة الاستثمارات ما بين 2004 إلى منتصف 2005 حوالي 2.6 مليار أورو، و ما بين هذه الفترة إلى 2007 بلغت 5.5 مليار أورو. ملحوظاً لهذه العملية منذ عام 2008 و حتى 2008 بلغت 53 مليار أورو في العالم في نفس السنة، أهمها ذلك *LBO* بقيمة 48.5 مليار دولار و الذي كان يهدف إلى شراء مجمع *Bell Canada Enterprises*. السوق الأوروبي من 115 مليار أورو بين 2007 إلى 45 مليار أورو 2008، و انخفض عدد المستثمرين في فرنسا بحوالي 32 % بين 2007 و 2008.¹

كما أنه و في منحى آخر بلغت المالية الإسلامية مستويات مرموقة رغم نقص السيولة جراء الأزمة، حيث بلغت قيمة الأصول المالية حوالي 1.033 مليار أورو بين 2009 و 2010² 36 % من إجمالي الأصول المالية و 43 % من إجمالي الأصول المالية. كما بلغت نسبة النمو السنوي لهذه الصناعة حوالي 29 % بين 2009 و 2010 6.8 % من إجمالي الأصول المالية.

ففي ظل الأهمية الكبيرة لتقنية *LBO* في شراء الشركات من جهة، و التنامي المستمر للمالية الإسلامية من جهة أخرى، فإننا نرى أن هذه التقنية أصبحت تلعب دوراً مهماً في التمويل الإسلامي. ³

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

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

² The Banker Magazine and HSBC Amanah, 6 novembre 2009.

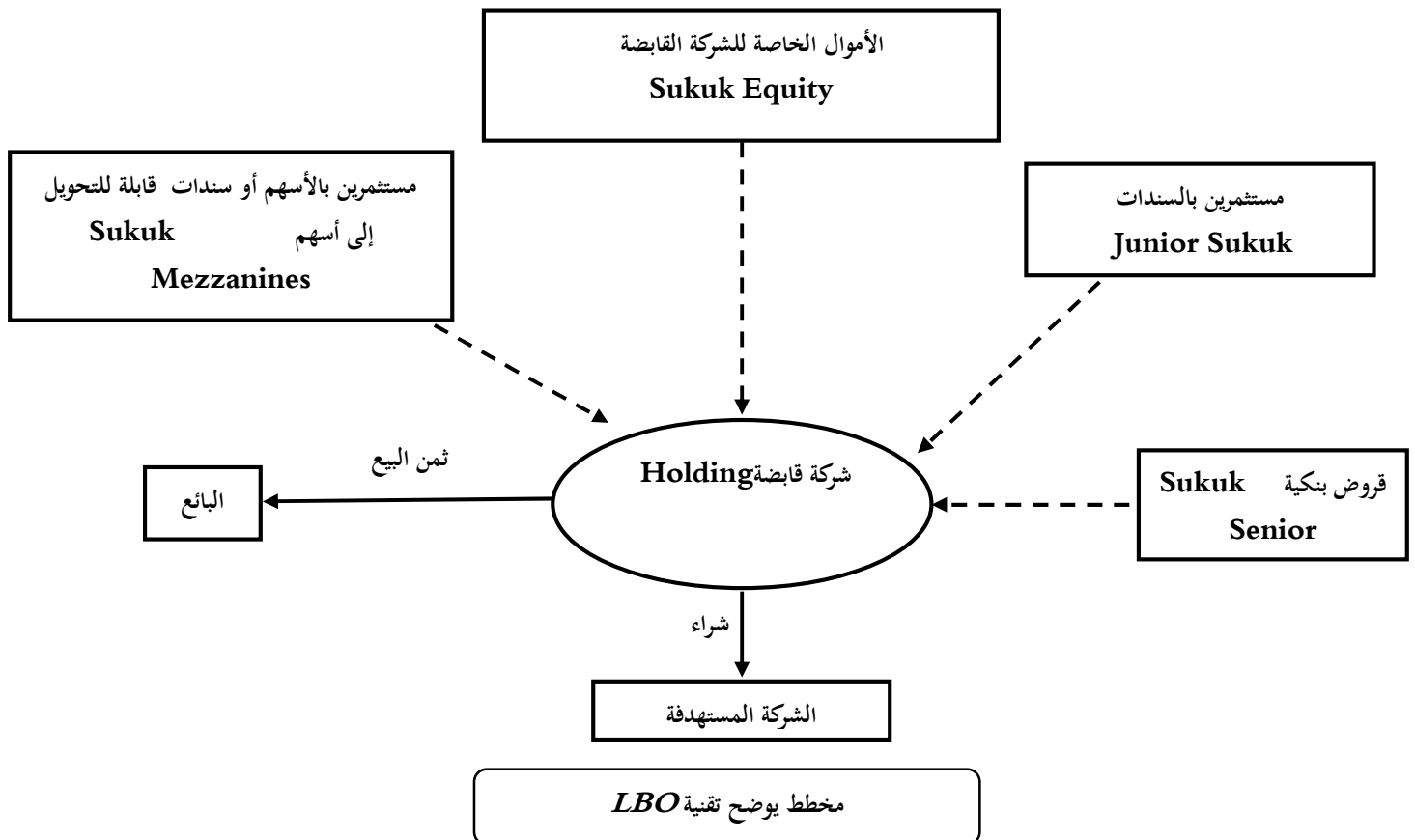
I. مفهوم الشراء بالاستدانة LBO

أ. تعريف LBO :

المصطلح *Acquisition* (*Leveraged Buy Out*) التي معناها باللغة الفرنسية (*par Effet de Levier*) بمعنى الاستحواذ أو الشراء بالاستدانة وهي تقنية مالية كثيرة الاستعمال في ميدان شراء الشركات في نمط تسييرها .

في إطار ما يعرف *LBO* (*Reverse Leveraged Buy Out*) : " *LBO* " هي تقنية مالية تستخدم في شراء الشركة القابضة والتي تتكون من مساهمات مستثمرين بالإضافة إلى دين من قبل البنوك، تدفعها الشركة القابضة كضمن للشراء ، كما تسترجع الشركة القابضة هذا الثمن من خلال التدفقات النقدية التي تدفعها لها الشركة المشتراة (*RLBO*). هذه التقنية بالمشاركة في التسيير ما بين الميسرين في الشركة والمستثمر الجديد ¹ .

كما يتم التخلي عن الشركة في إطار ما يعرف *LBO* (*RLBO*) : وهي شركة مسعرة في البورصة ناتجة من *LBO* ² .



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

* AFIC : Association Française d'Investissement en Capital.

¹ AFIC-LBO: guide pratique de 2006.

** RLBO : Reverse Leveraged Buy Out.

² Fr.wikipedia.org/wiki/reverse_leveraged_buy-out.

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

ب. الرهانات الخاصة بـ **LBO** :

1- فيما يخص **LBO** :

- **LBO** في المالية الإسلامية

- تخصيص جزء من مصادرها المالية والبشرية من أجل نموها

- الحاجة إلى خطة عمل من أجل مواجهة أثر الرافعة القائم.

2- فيما يخص المستثمر :

يمثل له تحدي كبير وخطر قائم من جهة وقد يمثل له عائد كبير يكون في **LBO** في المالية الإسلامية.

3- فيما يخص البائع :

- **LBO** في المالية الإسلامية

- في الحالات الاقتصادية **LBO** خاصة في حالة الأزمات، يمثل المستثمر الصناعي جزء مهم من سوق **LBO** في المالية الإسلامية.

- التردد في بيع الشركة المستهدفة لمديرها.

ج. الطرق المختلفة للشراء بالاستدانة¹ :

1- **LBO** في المالية الإسلامية :

الاستحواذ و امتلاك أموالها الخاصة.

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

شركة بالتسيير.

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

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

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

4- LBU (Leveraged Build-Up): التمويل بالقرض

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

5- BIMBO (Buy In Management Buy Out): التمويل بالقرض

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

6- OBO (Owner Buy Out): التمويل بالقرض

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

د. أنواع الأثر الناجمة عن عملية LBO:

هناك ثلاث أنواع من الأثر الناجمة عن عملية LBO:

1- الأثر المالي: التمويل بالقرض

حينما تكون مردودية هذا المشروع أكبر من تكلفة تمويله، وهو ما مفاده أن المردودية النقدية للشركة () تكون أكبر من معدلا الاقتراض $\frac{D}{CP}$ $\frac{RE}{RE + (RE - i) \frac{D}{CP}}$ $RF = RE + (RE - i) \frac{D}{CP}$

التمويل بالقرض $\frac{D}{CP}$ $RF = RE + (RE - i) \frac{D}{CP}$

$$RF = RE + (RE - i) \frac{D}{CP}$$

: RF

: RE $RF = RE + (RE - i) \frac{D}{CP}$

: i $RF = RE + (RE - i) \frac{D}{CP}$

: D $RF = RE + (RE - i) \frac{D}{CP}$

: CP $RF = RE + (RE - i) \frac{D}{CP}$

في حالة المالية الإسلامية يمثل العدد (i) $RF = RE + (RE - i) \frac{D}{CP}$

2- الأثر الضريبي: التمويل بالقرض

بموجب اتفاقية الضرائب تكون الشركة القابضة مع الشركة المستهدفة ما يعرف بالاندماج الضريبي*، بحيث تصبح الشركة القابضة هي الوحيدة التي تدفع الضرائب وهذا بعد خصم أعباء امتلاك أو $RF = RE + (RE - i) \frac{D}{CP}$

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

* لا يحدث هذا الاندماج الجبائي إلا بشرط حصول الشركة القابضة على أكثر من 95% $RF = RE + (RE - i) \frac{D}{CP}$

١٠٥. ما يتعلق بالمالية الإسلامية تتم العملية عادة دون اللجوء إلى الشركة القابضة.

[illegible][illegible]

- □□ □□رر و اعتماد نوع من الشفافية خاصة في توقع □□□.

- □□□□ المحققة، يجب أن يكون مصدرها استثمار فعلي في قطاع حقيقي إنتاجي.

- المعاملات، لا يجب أن تكون في أمور يحرمها الشرع الإسلامي مثل بيع الكحول □□□□□□ ... الخ.

- يجب أن تمثل هذه الأوراق المالية الإسلامية أعمّ الخدمات أخرى مثل الإيجار.

II- تقنية LBO و الأدوات المالية الإسلامية:

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

منذ 2009، بلغ حجم القروض الممنوحة في إطار تقنية *LBO* 2008، معتبرا[وصل حتى 80 % من قيمة الشراء للشركات المستهدفة، ولكن منذ ظهور الأزمة تقريبا، انخفض مستوى التمويل الممنوح للشركات المستهدفة. في الأسواق المالية.

بالمقابل وفي نفس الصدد فإن الأدوات المالية الإسلامية (التي تتطور ملحوظ من حيث حجم التعامل، فقد بلغ 35 مليار دولار في 2007) تتطور ملحوظ من حيث حجم التعامل، فقد بلغ 35 مليار دولار في 2007.

كما انخفض إلى 7.1 \$ بليون 2009 بفعل انخفاض السيولة في الأسواق المالية وهذا بفعل الأزمة ليرتفع من جديد إلى 13.7 بليون \$ في 2010 بزيادة 75% مقارنة بـ 2009.

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

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

من بين الدول التي تصدر هذا النوع من الأوراق المالية نجد ماليزيا ، البحرين، قطر، الإمارات العربية المتحدة، المملكة العربية السعودية وباكستان حيث بلغ عدد الإصدارات في مجمل 2007 حوالي 119 مليار ريال 58%

خاصة بدول الخليج العربي ، بلغت عدد الإصدارات السيادية فيها 31 إصداراً و 88 إصداراً من قبل دول المنطقة.

12% ، بينما خصصت الصكوك السيادية لتمويل مشاريع البنى التحتية¹.

¹ Revue PME, « l'intégration fiscale : avantages, limites et inconvénients », N°22-juin-juillet-août 2005.

¹ Publication du FMI en 2009.

² Publication de Standard & Poors de 2010.

¹ Moody's Investors Service, Special Report on Islamic Finance, February 25th2008.

2- دور و أهمية المنتجات المالية الإسلامية:

المنتجات المالية الإسلامية هي أدوات مالية تتواءم مع أحكام الشريعة الإسلامية، وتتميز عن المنتجات المالية التقليدية عن طريق القنوات البنكية أو عن طريق الاكتتاب في السوق المالي.

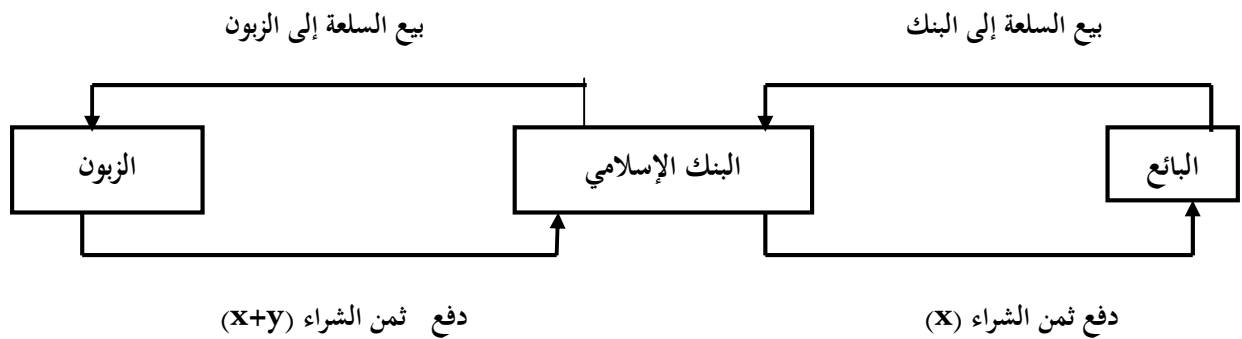
وتعمل المالية الإسلامية بأسس و أهداف تختلف عن المالية التقليدية.

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

أ- الأدوات القائمة على المديونية:

1. المراجعة:

في هذه العملية، حيث يشتري البنك السلعة من الطرف الأول ويحصل عليها كائناً ما كان، ثم يعيد بيعها إلى الطرف الثاني مع وجود كل الشفافية بحيث يكون المشتري الثاني على دراية بسعر البيع الأول وهامش الربح الذي يأخذه البنك، بطبيعة الحال هامش الربح الذي يحصل عليه البنك غير مرتبط بمعدل الفائدة وإنما هو مرتبط بتكلفة الخدمة الممنوحة للمشتري الثاني. هذه الطريقة مستعملة بكثرة في تمويل الصادرات، تتمثل في *LBO*، والشكل التالي يوضح أهمية هذه العملية.



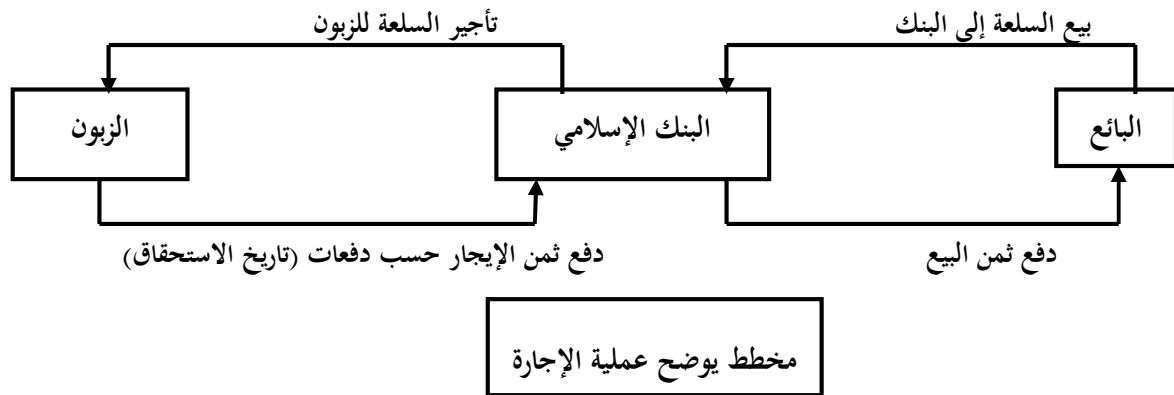
البنك الإسلامي: $(x + y)$: ثمن الشراء الأول مضاف إليه هامش الربح المحقق من قبل البنك.

المرجع: www.sharia-finane.lu

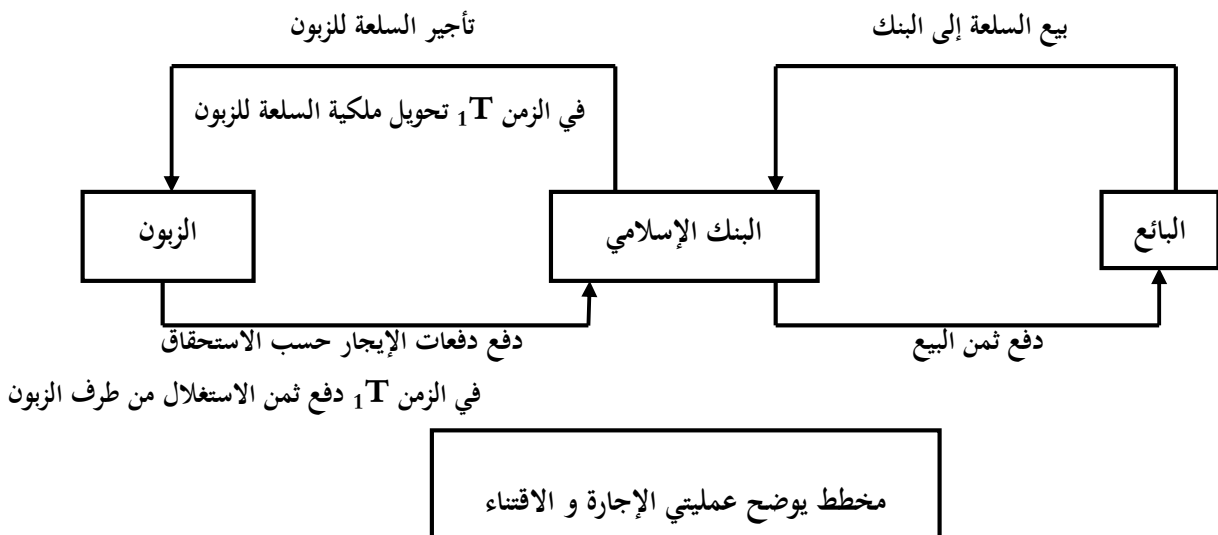
2. ¹ : هو أداة من الأدوات المالية الإسلامية المستخدمة في العقارات

المنتجات المالية الإسلامية هي أدوات مالية تتواءم مع أحكام الشريعة الإسلامية، وتتميز عن المنتجات المالية التقليدية عن طريق القنوات البنكية أو عن طريق الاكتتاب في السوق المالي. (البنك الإسلامي)

والشكل التالي يوضح ذلك:



المراجع: www.sharia-finane.lu



المراجع: www.sharia-finane.lu

البنك الإسلامي

الزبون

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

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

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

البنك الإسلامي

• الحصول على تمويل كامل خلال كل فترة السداد.

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

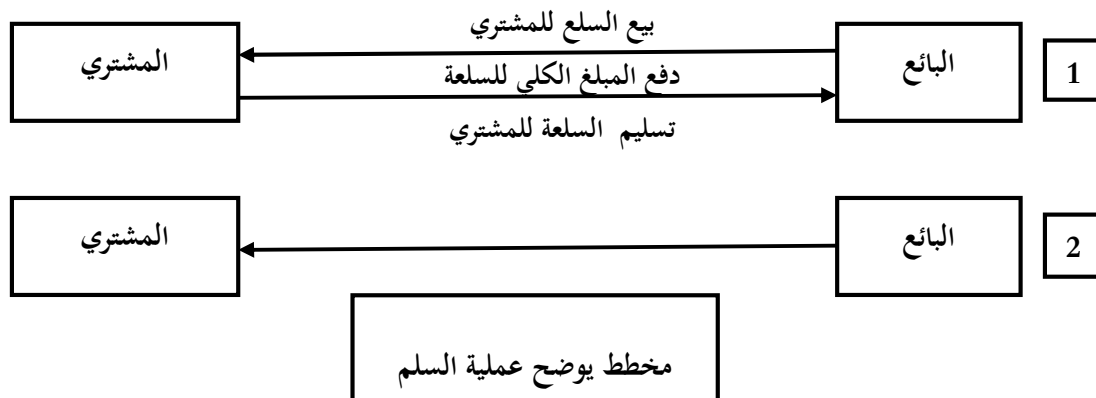
للضريبة رغم أنه ليس هو المستخدم لهذه الأصول (هذا في حالة الإجارة و الاقتناء)

3- تعريف¹:

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

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

والشكل التالي يوضح عملية السلم:



المراجع: www.sharia-finane.lu

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

وجاء في الحديث عن ابن عباس رضى الله عنهما: "قدم رسول الله صلى الله عليه وسلم المدينة والناس يقولون: ما هذا؟ قال: من سلف فليسلف في كيل معلوم ووزن معلوم" رواه البخاري ومسلم.

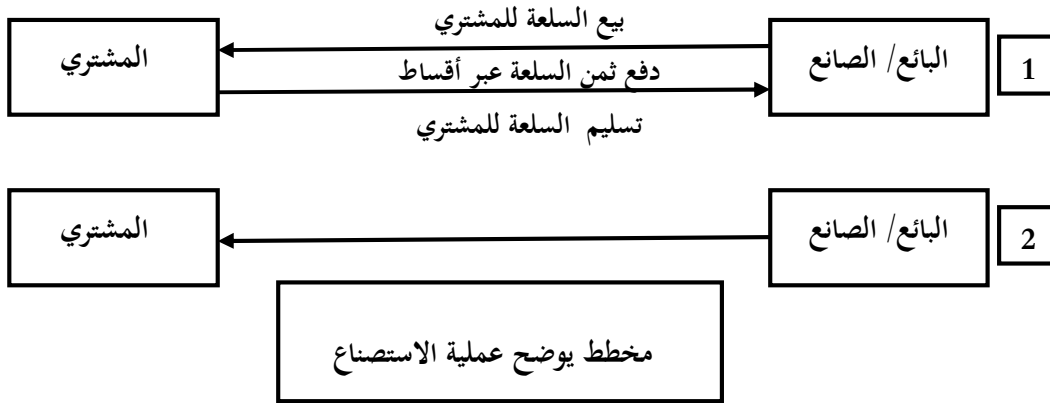
4- تعريف¹:

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

- المصنع: هو الطرف الذي يتعهد بصناعة السلعة المطابقة لطلبات الطرف الثاني وهو المستصنع أو المشتري الذي يدفع ثمن السلعة مسبقا عاجلا ولكن يستطيع دفع هذا المبلغ عبر دفعات، إلا أن الفرق بينه وبين عقد السلم أن عقد الاستصناع غير معلوم تاريخ الاستحقاق أو التسليم وعادة ما يضم هذا العقد ثلاث أطراف:
- المستصنع: هو الطرف الذي يتعهد بصناعة السلعة المطابقة لطلبات الطرف الثاني وهو المستصنع أو المشتري الذي يدفع ثمن السلعة مسبقا عاجلا ولكن يستطيع دفع هذا المبلغ عبر دفعات، إلا أن الفرق بينه وبين عقد السلم أن عقد الاستصناع غير معلوم تاريخ الاستحقاق أو التسليم وعادة ما يضم هذا العقد ثلاث أطراف:
- المشتري: هو الطرف الذي يتعهد بصناعة السلعة المطابقة لطلبات الطرف الثاني وهو المستصنع أو المشتري الذي يدفع ثمن السلعة مسبقا عاجلا ولكن يستطيع دفع هذا المبلغ عبر دفعات، إلا أن الفرق بينه وبين عقد السلم أن عقد الاستصناع غير معلوم تاريخ الاستحقاق أو التسليم وعادة ما يضم هذا العقد ثلاث أطراف:

والشكل التالي يوضح عملية الاستصناع:

¹ نفس المرجع.



المرجع: www.sharia-finane.lu

5- الإجارة الموصوفة في الذمة (القرض الإيجاري المتوقع)¹:

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

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

6- الإجارة الموصوفة في الذمة (القرض الإيجاري المتوقع)¹:

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

ب- الأدوات القائمة على الملكية :

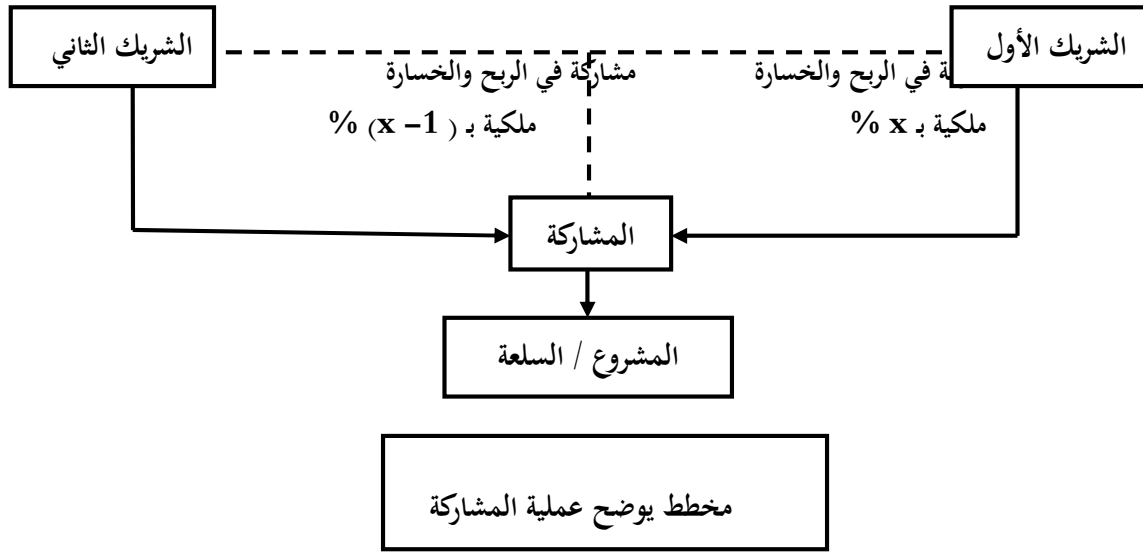
1. الإجارة الموصوفة في الذمة¹:

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

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

¹www.cdvm.gov.ma

والشكل التالي يوضح مراحل العملية:

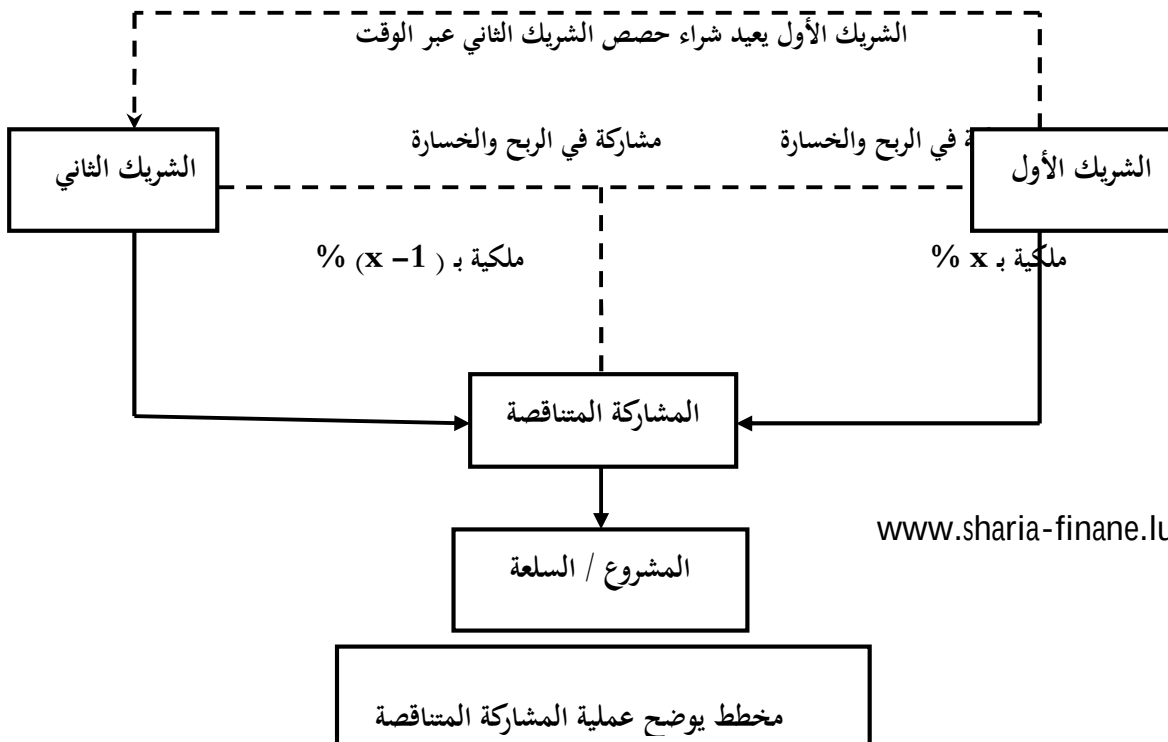


المرجع: www.sharia-finane.lu

2. العملية المتناقصة:

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

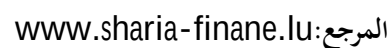
والشكل التالي يوضح هذا النوع من العقود:



المرجع: www.sharia-finane.lu

العمل، على أن يتم تقسيم الأرباح الناتجة عن هذا المشروع وفقا لنسب يتراضى عنها الطرفان مسبقا في العقد وهي في ذلك غير ربوية كون العائد غير محدد سلفا كنسبة من رأس المال، وإنما هي نسبة من الأرباح وبالتالي فهي متغيرة وقد لا تتحقق¹.

- **المضاربة** : وهي أن تدفع المال مضاربة من غير تعيين العمل والمكان والزمان وصفة العمل، فالمضاربة المطلقة يكون للمضارب فيها



: □□□□□□ □□□□ .4

 $\cdot^2 \square\square\square\square\square\square \quad \square\square\square\square\square \quad \square\square \quad \square\square\square\square \quad \square\square \quad \square\square\square\square\square\square \quad \square\square\square\square\square$

- □□□□ □□□□ □□□□ : هو تقريبا نفس التأمين على الحياة في معناه التقليدي وهو يقوم على التضامن بين مجموعة من الافراد وعائلاتهم

¹ محمد صبح، "الزراعة في مصر"، الطبعة الأولى، القاهرة، 1988.

¹ www.Bltagi.com

² www.cdvm.ma

- نموذج المضاربة: أي تكوين شركة مضاربة إسلامية بين طرفين وهما المساهمين في الصندوق () من جهة ومسير الصندوق () .
- نموذج الوكالة: أي أن مسير الصندوق يكون على شكل وكالة يأخذ نسبة مئوية من مجموع مساهمات الأفراد، وتعتبر هذه النسبة المؤوية بمثابة أجر هذا المسير.
- : أي في مرحلة الاكتتاب نستعمل نموذج الوكالة ونستعمل نموذج المضاربة في مرحلة التوظيف.

ج- الصكوك الإسلامية (شهادات الاستثمار):

- [illegible]

1. المصروفات المدفوعة: هي المبالغ المدفوعة من قبل المدين للمدينين، سواء كانت نقدية أو على شكل سلع أو خدمات.
 مثال: دفع المدين للمدينين 1000 ريال نقدية.
2. الموصوفة في (الموصوفة في): هي المبالغ المدفوعة من قبل المدين للمدينين، سواء كانت نقدية أو على شكل سلع أو خدمات، ولكنها لم تدف بعد.
 مثال: دفع المدين للمدينين 1000 ريال موصوفة في.
3. (من طرف موصوف في): هي المبالغ المدفوعة من قبل المدين للمدينين، سواء كانت نقدية أو على شكل سلع أو خدمات، ولكنها لم تدف بعد.
 مثال: دفع المدين للمدينين 1000 ريال (من طرف موصوف في).
4. المدين: هو الشخص أو الشركة التي لديها التزام بدفع المبلغ للمدينين.
 مثال: دفع المدين للمدينين 1000 ريال.
5. المدين: هي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيللة الاكتتاب فيها في تصنيع سلع أو خدمات.
 مثال: دفع المدين للمدينين 1000 ريال.
6. صكوك المراجعة: هي وثائق متساوية القيمة تصدر لتمويل شراء سلعة مراجعة، وتصبح سلعة المراجعة مملوكة لحامل الصكوك.
 مثال: دفع المدين للمدينين 1000 ريال.
7. المدين: هي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع، أو تمويل نشاط على أساس المدينين.
 مثال: دفع المدين للمدينين 1000 ريال.
8. المدين: هي المبالغ المدفوعة من قبل المدين للمدينين، سواء كانت نقدية أو على شكل سلع أو خدمات.
 مثال: دفع المدين للمدينين 1000 ريال.
9. المدين: هي المبالغ المدفوعة من قبل المدين للمدينين، سواء كانت نقدية أو على شكل سلع أو خدمات.
 مثال: دفع المدين للمدينين 1000 ريال.
10. المدين: هي المبالغ المدفوعة من قبل المدين للمدينين، سواء كانت نقدية أو على شكل سلع أو خدمات.
 مثال: دفع المدين للمدينين 1000 ريال.

¹ http://ar.wikipedia.org/wiki/ஊர்தி_ஊர்தி

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

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

11. □□□□ □□□□: هي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تمويل مشروع للمزا □□□□

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

١٣. □□□□ □□□□ □□□□ □□□□ □□□□ □□□□ □□□□ :□□□□ □□□□
 فيها في غرس أشجار على أساس عقد المغارسة، ويصبح

كما يلاحظ أن حجم إصدار الصكوك الإسلامية في تزايد مستمر حيث يُلاحظ أن دولة الكويت لها السبق في إصدارات الصكوك خلال العامين (2006 - 2007) بنحو 58 % على التوالي. أما الكويت فقد سجلت 30 % إلى 37 % من إجمالي الإصدارات.

إصدارات الصكوك في دول مجلس التعاون الخليجي لسنة 2007/2006

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

حجم إصدار الصكوك بالنوع لعام 2007

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

12 دسامبر 2006 7 مليار دولار في

القطاعات الممولة عن طريق الصكوك الإسلامية بالإمارات 2007/2006

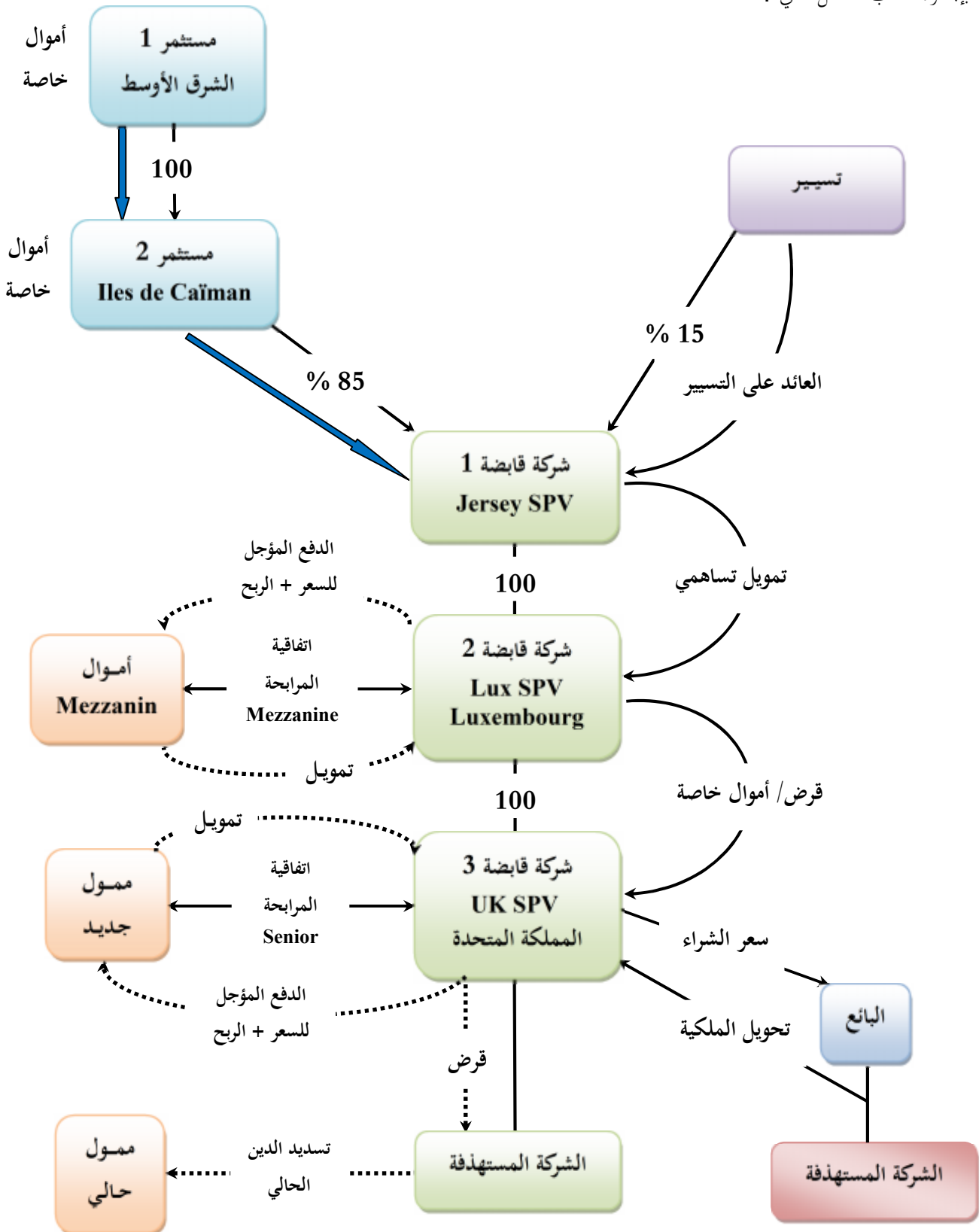
المجموع	أخرى	الطاقة	القطاع العقاري	الخدمات المالية	القطاع
100 %	32 %	12 %	25 %	31 %	النسبة المئوية

□□□□□□_□□□□□□¹ <http://ar.wikipedia.org/wiki/>

² <http://eifa.co/News-18762.html>

د- تقنية LBO مطابقة للشريعة الإسلامية :

لقد تم و لأول مرة اقتراح نموذج تمويل عملية شراء LBO بإيجاز، حسب الشكل التالي¹:



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

¹ Herbert Smith LLP, guide de la Finance Islamique 2009, p20.

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

[illegible]

- **Senior** (عبر أربع مراحل).

QUESTION

خاتمة:

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

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

فمن خلال هذا كله فإن المتحدث عن التحويلات المالية LBO أو أي تمويل آخر، يجب أن يتناوله من باب كون النظام الرأسمالي و المعاملات المالية الإسلامية يسعيان إلى الإجابة عن إشكالية واحدة ألا و هي ضمان السيولة في الأسواق المالية و تنويع طرق التمويل، مع تميز ملحوظ بالنسبة للأدوات المالية الإسلامية و هي انها مرتبطة بنشاط حقيقي، فهي بذلك تخدم التنمية الاقتصادية أكثر من النظام البيروالي.

إلا أنه و في ما يتعلق بتقنية *LBO* سواء أكان التمويل إسلامي أو تقليدي، و من أجل نجاح هذه العملية، يجب احترام عدة عوامل نذكر

• ☐ ☐ ☐ ☐

- النتائج المتحصل عليها يجب أن تكون ذات مغزى وقيمة مضافة.
- يجب على الفريق المسير أن تكون لديه نظرة شاملة حول المؤسسة المستهدفة و كذا المجموعة المسيرة ككل، و الأخذ في عين الاعتبار كل الأبعاد الاستراتيجية لحياة الشركة (العمليات، المنتجات، ...).

قائمة المراجع:

- القرآن الكريم
- [1] [2] [3] [4] [5] [6] [7] [8] [9] [10] [11] [12] [13] [14] [15] [16] [17] [18] [19] [20] [21] [22] [23] [24] [25] [26] [27] [28] [29] [30] [31] [32] [33] [34] [35] [36] [37] [38] [39] [40] [41] [42] [43] [44] [45] [46] [47] [48] [49] [50] [51] [52] [53] [54] [55] [56] [57] [58] [59] [60] [61] [62] [63] [64] [65] [66] [67] [68] [69] [70] [71] [72] [73] [74] [75] [76] [77] [78] [79] [80] [81] [82] [83] [84] [85] [86] [87] [88] [89] [90] [91] [92] [93] [94] [95] [96] [97] [98] [99] [100] [101] [102] [103] [104] [105] [106] [107] [108] [109] [110] [111] [112] [113] [114] [115] [116] [117] [118] [119] [120] [121] [122] [123] [124] [125] [126] [127] [128] [129] [130] [131] [132] [133] [134] [135] [136] [137] [138] [139] [140] [141] [142] [143] [144] [145] [146] [147] [148] [149] [150] [151] [152] [153] [154] [155] [156] [157] [158] [159] [160] [161] [162] [163] [164] [165] [166] [167] [168] [169] [170] [171] [172] [173] [174] [175] [176] [177] [178] [179] [180] [181] [182] [183] [184] [185] [186] [187] [188] [189] [190] [191] [192] [193] [194] [195] [196] [197] [198] [199] [200] [201] [202] [203] [204] [205] [206] [207] [208] [209] [210] [211] [212] [213] [214] [215] [216] [217] [218] [219] [220] [221] [222] [223] [224] [225] [226] [227] [228] [229] [230] [231] [232] [233] [234] [235] [236] [237] [238] [239] [240] [241] [242] [243] [244] [245] [246] [247] [248] [249] [250] [251] [252] [253] [254] [255] [256] [257] [258] [259] [260] [261] [262] [263] [264] [265] [266] [267] [268] [269] [270] [271] [272] [273] [274] [275] [276] [277] [278] [279] [280] [281] [282] [283] [284] [285] [286] [287] [288] [289] [290] [291] [292] [293] [294] [295] [296] [297] [298] [299] [300] [301] [302] [303] [304] [305] [306] [307] [308] [309] [310] [311] [312] [313] [314] [315] [316] [317] [318] [319] [320] [321] [322] [323] [324] [325] [326] [327] [328] [329] [330] [331] [332] [333] [334] [335] [336] [337] [338] [339] [340] [341] [342] [343] [344] [345] [346] [347] [348] [349] [350] [351] [352] [353] [354] [355] [356] [357] [358] [359] [360] [361] [362] [363] [364] [365] [366] [367] [368] [369] [370] [371] [372] [373] [374] [375] [376] [377] [378] [379] [380] [381] [382] [383] [384] [385] [386] [387] [388] [389] [390] [391] [392] [393] [394] [395] [396] [397] [398] [399] [400] [401] [402] [403] [404] [405] [406] [407] [408] [409] [410] [411] [412] [413] [414] [415] [416] [417] [418] [419] [420] [421] [422] [423] [424] [425] [426] [427] [428] [429] [430] [431] [432] [433] [434] [435] [436] [437] [438] [439] [440] [441] [442] [443] [444] [445] [446] [447] [448] [449] [450] [451] [452] [453] [454] [455] [456] [457] [458] [459] [460] [461] [462] [463] [464] [465] [466] [467] [468] [469] [470] [471] [472] [473] [474] [475] [476] [477] [478] [479] [480] [481] [482] [483] [484] [485] [486] [487] [488] [489] [490] [491] [492] [493] [494] [495] [496] [497] [498] [499] [500] [501] [502] [503] [504] [505] [506] [507] [508] [509] [510] [511] [512] [513] [514] [515] [516] [517] [518] [519] [520] [521] [522] [523] [524] [525] [526] [527] [528] [529] [530] [531] [532] [533] [534] [535] [536] [537] [538] [539] [540] [541] [542] [543] [544] [545] [546] [547] [548] [549] [550] [551] [552] [553] [554] [555] [556] [557] [558] [559] [560] [561] [562] [563] [564] [565] [566] [567] [568] [569] [570] [571] [572] [573] [574] [575] [576] [577] [578] [579] [580] [581] [582] [583] [584] [585] [586] [587] [588] [589] [590] [591] [592] [593] [594] [595] [596] [597] [598] [599] [600] [601] [602] [603] [604] [605] [606] [607] [608] [609] [610] [611] [612] [613] [614] [615] [616] [617] [618] [619] [620] [621] [622] [623] [624] [625] [626] [627] [628] [629] [630] [631] [632] [633] [634] [635] [636] [637] [638] [639] [640] [641] [642] [643] [644] [645] [646] [647] [648] [649] [650] [651] [652] [653] [654] [655] [656] [657] [658] [659] [660] [661] [662] [663] [664] [665] [666] [667] [668] [669] [670] [671] [672] [673] [674] [675] [676] [677] [678] [679] [680] [681] [682] [683] [684] [685] [686] [687] [688] [689] [690] [691] [692] [693] [694] [695] [696] [697] [698] [699] [700] [701] [702] [703] [704] [705] [706] [707] [708] [709] [710] [711] [712] [713] [714] [715] [716] [717] [718] [719] [720] [721] [722] [723] [724] [725] [726] [727] [728] [729] [730] [731] [732] [733] [734] [735] [736] [737] [738] [739] [740] [741] [742] [743] [744] [745] [746] [747] [748] [749] [750] [751] [752] [753] [754] [755] [756] [757] [758] [759] [760] [761] [762] [763] [764] [765] [766] [767] [768] [769] [770] [771] [772] [773] [774] [775] [776] [777] [778] [779] [780] [781] [782] [783] [784] [785] [786] [787] [788] [789] [790] [791] [792] [793] [794] [795] [796] [797] [798] [799] [800] [801] [802] [803] [804] [805] [806] [807] [808] [809] [810] [811] [812] [813] [814] [815] [816] [817] [818] [819] [820] [821] [822] [823] [824] [825] [826] [827] [828] [829] [830] [831] [832] [833] [834] [835] [836] [837] [838] [839] [840] [841] [842] [843] [844] [845] [846] [847] [848] [849] [850] [851] [852] [853] [854] [855] [856] [857] [858] [859] [860] [861] [862] [863] [864] [865] [866] [867] [868] [869] [870] [871] [872] [873] [874] [875] [876] [877] [878] [879] [880] [881] [882] [883] [884] [885] [886] [887] [888] [889] [890] [891] [892] [893] [894] [895] [896] [897] [898] [899] [900] [901] [902] [903] [904] [905] [906] [907] [908] [909] [910] [911] [912] [913] [914] [915] [916] [917] [918] [919] [920] [921] [922] [923] [924] [925] [926] [927] [928] [929] [930] [931] [932] [933] [934] [935] [936] [937] [938] [939] [940] [941] [942] [943] [944] [945] [946] [947] [948] [949] [950] [951] [952] [953] [954] [955] [956] [957] [958] [959] [960] [961] [962] [963] [964] [965] [966] [967] [968] [969] [970] [971] [972] [973] [974] [975] [976] [977] [978] [979] [980] [981] [982] [983] [984] [985] [986] [987] [988] [989] [990] [991] [992] [993] [994] [995] [996] [997] [998] [999] [1000]