جامعة يحي فارس بالمدية

كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر تخصص مالية وإدارة المخاطر بعنوان

الهندسة المالية الإسلامية ودورها في معالجة الأزمة المالية العالمية(2008/2007)

من إعداد الطالب:

فراني عبد القادر

بإشراف الأستاذ الدكتور:

حمداني محي الدين

أعضاء لجنة المناقشة:

الدكتور:سعداوي موسى.....رئيسا

الدكتور: حمداني محي الدين.....مشرفا ومقررا

الدكتور: جبارة مراد.....عضوا ممتحنا

2016/2015

كلمة شكر

- الحمد لله الذي بنعمته تتم الصالحات والصلاة والسلام على حبيبنا وسيدنا مُحَمَّد ﷺ أما بعد:

الشكر لله وحده على أن وفقني لهذا، وما توفيقي إلا به.

الشكر والعرفان للدكتور حمداني محي الدين على تفضله بالإشراف على هذا العمل.

الشكر للأساتذة الفضلاء من جامعة المدية، الجزائر، خميس مليانة، البليدة، بومرداس، وتيبازة كل بإسمه وكل بمقامه.

الشكر لكل من أعان على إتمام هذا العمل.

إهداء

- الـــــــــــى حمـــــــــــــــــزة .

أهدي ثمرة جهدي

مستخلص:

- تعتبر الهندسة المالية الإسلامية واحدة من أهم سمات النظام الإقتصادي الإسلامي، وتعتبر أدوات الهندسة المالية الإسلامية أيضا من أهم تقنيات إدارة المخاطر في الصناعة المالية الحديثة، ونظرا للمزايا التي تقدمها الهندسة المالية الإسلامية فإنها تمثل البديل الفعال والمهم في الوقاية وتجنب وعلاج الأزمات المالية.

- إن الأزمات المالية التى عصفت منذ القدم ولازالت تهدد الإقتصاديات العالمية ماهي إلا نتيجة واضحة وحتمية جلية للأنظمة الإقتصادية الوضعية والأفكار التي يقوم عليها الفكر الإقتصادي الوضعي المليئ بالنقائص والسبيل الوحيد لتفادي مثل هذه الأزمات ماهو إلا تبني أفكار الفكر الإقتصادي الإسلامي والذي يستمد نجاعته ونجاحه من مبادئ الشريعة الغراء، وكماليات التشريع الإلهي المحكم.

Abstract:

- the Islamic financial engineering is one of the most important concept in the Islamic economics ,the Islamic financial engineering tools is one of the most important techniques in the risk management field too, because of the advantage offred by this branch of economics, it's presented by solving and avoiding economic risks.

- the financial crises that the world known still threaten the words economy because of the bad economic thought, and the only solution is to adopting the principals of Islamic economics.

الفهرس

الهندسة المالية الإسلامية ودورها في علاج الأزمات المالية
دراسة حالة الأزمة المالية العالمية

إهداء .....

كلمة شكر .....

المستخلص(بالعربية و الإنجليزية).....

مقدمة عامة ..... أ- ح

الفصل الأول: الأسواق المالية والهندسة المالية .

- **تمهيد** **02**
- **المبحث الأول : الأسواق المالية**.....**03**

المطلب الأول: مفهوم السوق المالي ووظائفه.....03

المطلب الثاني: تقسيمات وأدوات السوق المالي.....05

المطلب الثالث: كفاءة وفعالية السوق المالي.....09

- **المبحث الثاني: الأسواق المالية الإسلامية**.....**12**

المطلب الأول: مفهوم السوق المالي الإسلامي.....12

المطلب الثاني: أهمية إنشاء سوق مالية إسلامية.....13

المطلب الثالث: شروط إنشاء السوق المالي الإسلامي.....15

- **المبحث الثالث: الهندسة المالية التقليدية**.....**27**

المطلب الأول: نشأة الهندسة المالية التقليدية.....27

المطلب الثاني: مفهوم الهندسة المالية التقليدية.....28

المطلب الثالث: أدوات الهندسة المالية التقليدية.....29

- **المبحث الرابع: الهندسة المالية الإسلامية**.....**32**

المطلب الأول: ماهية الهندسة المالية الإسلامية.....32

المطلب الثاني: أدوات ومنتجات الهندسة المالية الإسلامية.....40

المطلب الثالث: مزايا تطبيقات الهندسة المالية الإسلامية وأوجه الاختلاف بينها وبين مثيلاتها التقليدية.....54

- **خلاصة الفصل الأول.....58**

الـــفـــصل الـــثـاني : الأزمـــات المـاليـــة

- **تمهيد 60**
- **المبحث الأول : ماهية الأزمات المالية.....61**

المطلب الأول: تعريف الأزمات المالية.....61

المطلب الثاني: أسباب الأزمات المالية.....63

المطلب الثالث: تصنيف الأزمات المالية.....64

- **المبحث الثاني: أهم الأزمات المالية التي عرفها الإقتصاد العالمي.....68**

المطلب الأول: أزمة الكساد العظيم 1929.....68

المطلب الثاني: الأزمات المالية في الثمانينات.....70

المطلب الثالث: أزمات الأسواق الناشئة.....74

- **المبحث الثالث: الأزمة المالية العالمية.....82**

المطلب الأول: أسباب ومظاهر الأزمة.....82

المطلب الثاني: علاقة أزمة الائتمان العالمي بصناديق التحوط.....91

المطلب الثالث: خطة الإنقاذ الأمريكية و تأثير الأزمة على العالم العربي.....95

المطلب الرابع: النقاط المشتركة بين هذه الأزمات.....98

خلاصة الفصل الثاني.....100

الفصل الثالث : الهندسة المالية الإسلامية وأزمة الرهن العقاري

تمهيد.....102

- **المبحث الأول: المنظومة المالية الإسلامية ومدى تأثرها بالأزمة.....103**

المطلب الأول: الاتجاهات المختلفة لموقف الاقتصاد الإسلامي من الأزمة.....103

المطلب الثاني: البنوك الإسلامية(الماهية والأهداف والخصائص).....106

المطلب الثالث: البنوك الإسلامية والأزمة المالية العالمية.....110

المطلب الرابع: مدى تأثر المصارف الإسلامية بالأزمة المالية العالمية وعلاج الأزمة وفقا للشريعة.....116

- **المبحث الثاني: موقف الاقتصاد الإسلامي من أسباب الأزمة المالية العالمية.....120**

المطلب الأول: الموقف من التعامل بالفائدة.....120
المطلب الثاني: الموقف من خلق الائتمان من قبل المصارف.....121
المطلب الثالث: الموقف من تصكيك الديون.....123
المطلب الرابع: الموقف من المضاربة في الأسواق المالية من خلال المشتقات.....125

- **المبحث الثالث: ادارة المخاطر باستخدام أدوات الهندسة المالية الإسلامية(التصكيك الإسلامي)**

المطلب الأول: التصكيك الإسلامي.....128
المطلب الثاني: التصكيك الإسلامي ودوره في دعم تطور الصناعة المصرفية الإسلامية.....135
المطلب الثالث: واقع التصكيك الإسلامي ودوره في الوقاية وعلاج الأزمة العالمية والوقاية منها.....141
المطلب الرابع: دور التصكيك الإسلامي في معالجة آثار الأزمة والوقاية منها.....145

خلاصة الفصل الثالث.....142

- **خاتمة.....144**
- **قائمة المراجع.....149**

مقدمة:

لقد شكلت التقلبات الاقتصادية الكبيرة وغير المتوقعة في الأسعار بما فيها أسعار السلع وأسعار الفائدة وأسعار العملات وأسعار الأسهم والسندات خطر على مؤسسات الأعمال إذ هددت وجودها وعرضتها للإفلاس،لذلك عملت المؤسسات على تطوير وابتكار أدوات مالية تمكنها من إدارة والتحوط من هذه المخاطر،وهذا النشاط أي الابتكار والتطوير للأدوات والعمليات التمويلية هو ما يشكل جوهر ومحور الهندسة المالية،حيث تسعى الهندسة المالية إلى قيام منشآت الأعمال بصفة عامة والمؤسسات المالية(البنوك، شركات التأمين، صناديق الاستثمار)،و الإدارات المالية بشكل خاص برسم سياسات مالية قوية واستحداث منتجات وأدوات مالية جديدة وآليات واستراتيجيات مالية مرنة تتفاعل وتستفيد من التغيرات المستمرة في أسواق المال العالمية والإقليمية والمحلية.

- إن تزايد المؤسسات المالية الإسلامية من جهة، وشدة المنافسة في القطاع المالي من جهة أخرى يجعل مختلف المؤسسات المالية على العموم والمؤسسات المالية الإسلامية على وجه الخصوص دوما تبحث عن تشكيلة متنوعة ومتوالفة من الأدوات والمنتجات المالية الإسلامية ذات جودة عالية تمتاز بالمصداقية والشرعية ومتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، وتعتبر بديلا شرعيا للمنتجات المالية التقليدية .وتعتبر الهندسة المالية ذات أهمية كبيرة في اقتصاديات دول العالم ، حيث تلعب دورا بارزا في توفير التمويل ، وإدارة السيولة من خلال الأدوات المالية التي تعمل على نقل الأموال من وحدات الفائض المالي إلى وحدات العجز المالي. ونظرا للدور الهام للهندسة المالية في توفير التمويل اللازم للاستثمار وتنشيطه ، فان الحاجة ماسة في الواقع العملي لوجود أسواق وأدوات مالية مضبوطة بالشريعة الإسلامية وذات كفاءة عالية وقادرة على مواجهة الأزمات وتفعيل النشاط الاقتصادي.

مشكلة الدراسة وأسئلتها :

- إن المتأمل للاقتصاد العالمي المعاصر يلاحظ الأزمات الاقتصادية المتكررة التي يتعرض لها العالم، والتي تفتك به وبمقوماته، والعالم العربي والإسلامي هو جزء من هذا العالم الذي يتأثر بكل أحداثه وأزماته،ويمكن أن تظهر مشكلة الدراسة في قصور التحليل الاقتصادي القائم على معطيات الاقتصاد الوضعي عن تقديم تفسير وتشخيص صائب لأسباب الأزمة، وتقديم تصور واضح وصحيح لها، ومن ثم رسم السياسات الناجعة في معالجتها، فضلا عن التحصن من وقوعها، ويمكن تحقيق ذلك من خلال:

1 - بيان مدى وضوح المفهوم العلمي المعاصر للهندسة المالية التقليدية والهندسة المالية الإسلامية.

2 - طرح الحل الإسلامي البديل لضبط الحياة الاقتصادية من خلال بيان مقدرة الهندسة المالية الإسلامية في مواجهة الأزمة المالية الحالية والأزمات المستقبلية.

ومنه نستخلص الإشكالية الرئيسية والتي هي:

- إلى أي مدى يمكن للهندسة المالية الإسلامية أن تشكل بديلا للهندسة المالية التقليدية في تجنب وعلاج الأزمات المالية؟

وتندرج ضمن هذه الإشكالية مجموعة من الإشكاليات الجزئية يمكن طرحها كالتالي:

- ما المقصود بالهندسة المالية عموما والهندسة المالية الإسلامية خصوصا؟
- ما المفهوم التقني الاقتصادي للأزمات الاقتصادية عموما والأزمات المالية خصوصا؟
- ما البديل الاقتصادي الذي يمكن أن تقدمه الهندسة المالية الإسلامية لعلاج الأزمات المالية عموما وأزمة الرهن العقاري خصوصا؟

فرضية الدراسة :

عالجت هذه الدراسة الفرضية الآتية:

رغم اختلاف أسباب الأزمات المالية إلا أن الهندسة المالية الإسلامية هو البديل الحتمي لتفادي وضمان عدم الوقوع في هذه الأزمات مستقبلا، وإن العالم كان منها بمأمن لو التزم بأحكام النظام المالي والاقتصادي الإسلامي وأن أدوات الاقتصاد الاسلامي وهندسته المالية يمكن أن توفر تدابير راسخة وواقعية لعدم الوقوع في الأزمات المالية ان حسن استخدامها.

أهمية الدراسة.

تناول الاقتصاديون الأزمات الاقتصادية والمالية بالبحث والدراسة، وظهرت دراسات وتقارير مختلفة تفسر هذه الأزمات من وجهات نظر متعددة، موجهين الأنظار إلى طبيعة تلك الأزمات وحقيقتها والأسباب التي كانت وراء ظهورها، غير أن الأزمة المالية المعاصر ة فاقت الأزمات السابقة في تأثيرها على الاقتصاد العالمي وتنوعت في أسبابها، مما يجعلها جديرة بالبحث والدراسة على وجه الخصوص. وتقدم التصور الإسلامي في معالجتها في سياق الاقتصاد الإسلامي كبديل مفترض عن اقتصاد السوق وتستمد هذه الدراسة أهميتها أيضا من خلال تناول مفهوم الهندسة المالية الإسلامية ، وأهمية تصميم أدوات مالية مشروعة يمكن أن يتم تداولها بالأسواق المالية الإسلامية والعالمية بحيث تكون هذه الأدوات صمام أمان لأزمات المستقبل المالية وتفعيل النشاط الاقتصادي.

أهداف الدراسة:

1 - التنويه بخطورة الأزمات المالية العالمية وأثرها المباشر على اقتصاديات دول العالم.

2 - تقديم رؤيا للدارسين والباحثين بعيوب النظام الرأسمالي في إدارة الاقتصاد العالمي باعتبار هذه الأزمات نتيجة حتمية لهذا النظام.

3 - إظهار قدرة النظام الاقتصادي والمالي الإسلامي ومن خلال أدواته الاقتصادية وهندسته المالية على مواجهة التحديات الاقتصادية العالمية ، وذلك من خلال ابتكار الأدوات المالية الجديدة والأنظمة والعمليات المالية الجديدة وابتكار حلول خلاقة مبدعة للمشاكل المالية التي تواجه الشركات والبنوك والمؤسسات المالية المختلفة.

مبررات اختيار الموضوع:

تم اختيار الموضوع بناء اً على مجموعة من الاعتبارات الموضوعية والذاتية، يمكن تلخيصها كما يلي:

- حداثة الموضوع وقلة الدراسات التي تناولته، فحسب - وجهة نظر الطالب - فإن الموضوع لم ينل القدر الكافي من البحث والدراسة، خاصة بعد ظهور الأزمة المالية العالمية 2008 ، وتأثر المؤسسات المالية بها، بما فيها المؤسسات المالية الإسلامية.

- ارتباط موضوع الهندسة المالية بتخصص الطالب(إدارة المخاطر).

- تمحور الميول البحثية للطالب حول المواضيع المتعلقة بالنظام الاقتصادي والمالي الإسلامي.

المنهج المتبع:

تجتهد هذه الدراسة في تقديم رؤية للأسباب الرئيسية التي شكلت الأزمة المالية المعاصرة، وبيان التقدير الاقتصادي والإسلامي لأسباب حدوثها، ثم رصد التدابير الشرعية الوقائية والعلاجية التي وضعها الإسلام لاجتناب مثل هذه الأزمات، أو التخفيف من آثارها إن وقعت وذلك من خلال استخدام أدوات الاقتصاد الإسلامي وهندسته المالية .وبما أن الدراسة ستسعى إلى التركيز على الهندسة المالية الإسلامية، فإنها ستتبع المنهج الاستقرائي، ثم المنهج الاستنباطي حيث ستتناول أسباب الأزمة وتحليلها، واقترا ح ما يمكن اقتراحه من الحلول للتعامل مع هذه الأزمات وذلك بالاستعانة بأدوات الاقتصاد الإسلامي وهندسته المالية بما يتوافق مع الأحكام والسياسات الشرعية، وتتبع الإجراءات والتدابير والضوابط الشرعية التي يمكن أن تمثل الجانب الوقائي والعلاجي لمثل هذه الأزمات، وبالتالي المحافظة على الاستقرار الاقتصادي.

الدراسات السابقة:

يعتبر موضوع الهندسة المالية الإسلامية من المواضيع الهامة، إلا أن الكتابات حول هذا الموضوع لا زالت غير كافية للإلمام بكافة جوانبه، خاصة فيما يتعلق بصناعة الهندسة المالية بالمؤسسات المالية الإسلامية، وسيما بعد الأزمة المالية العالمية 2008 ، التي هزت النظام الرأسمالي وأثبتت فشله في إنتاج أدوات ومنتجات مالية قادرة على تجنب الأزمات أو حتى مواجهتها، وحسب إطلاع الباحث وفي حدود ما توفر لديه من وقت ومراجع يمكن تلخيص أهم الدراسات السابقة كما يلي:

1 عبد الكريم قندوز، صناعة الهندسة المالية بالمؤسسات المالية الإسلامية، بحث مقدم لنيل درجة الماجستير من كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي- الشلف، سنة 2007 م.

- استهدف هذا البحث دراسة واقع صناعة الهندسة المالية بالمؤسسات المالية الإسلامية، وحاول الباحث الإجابة على الإشكالية الرئيسية التالية **:هل يمكن أن توجد بالمؤسسات المالية الإسلامية هندسة مالية خاصة بها متميزة عن تلك المستخدمة بالمؤسسات المالية التقليدية؟**

وتوصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

- تتميز الهندسة المالية الإسلامية عن نظيرتها التقليدية في كونها تجمع بين الكفاءة الاقتصادية والمصداقية الشرعية، وهما خاصيتان مترابطتان من جهة وتضمنان من جهة أخرى استفادة جميع الأطراف.

- يقصد بالهندسة المالية الإسلامية، مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة، بالإضافة إلى صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل وكل ذلك في إطار أحكام الشريعة الإسلامية.

- تستخدم الهندسة المالية الإسلامية لإدارة المخاطر المختلفة التي تواجه المؤسسات المالية الإسلامية، وتتنوع منتجات صناعة الهندسة المالية الإسلامية لتشمل كل الأدوات والعمليات التمويلية التي تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية.

- إن تفهم السلطات النقدية (البنك المركزي) لطبيعة عمل المؤسسات المالية الإسلامية، يساعد على تطوير صناعة الهندسة المالية الإسلامية.

* **2*** سامي السويلم، التحوط في التمويل الإسلامي، بحث منشور من طرف المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب -البنك الإسلامي للتنمية، جدة-السعودية، 2007.

يهدف البحث إلى تطوير أدوات إسلامية لإدارة المخاطر وفقا لمبادئ الاقتصاد الإسلامي، حيث تناول في فصله السادس مبادئ الهندسة المالية وأساليب تطوير المنتجات من منظور إسلامي، كما احتوى البحث على المخاطر المتصلة بالعقود الإسلامية المعروفة(المضا ربة، البيع الآجل والسلم)، ومن بين أهم النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة:

- أن الشريعة الإسلامية غنية بالحلول العملية التي تجمع بين الكفاءة والمصداقية الشرعية.

3 هناء مُحَمَّد هلال الحنيطي، دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمات المالية، بحث مقدم في المؤتمر العلمي الدولي حول :الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، عمان - الأردن،1-2 ديسمبر،2010:

- يهدف البحث بالأساس إلى بيان مقدرة:

- الهندسة المالية الإسلامية في مواجهة الأزمات المالية المستقبلية، لهذا تمحورت مشكلة الدراسة في محاولة البحث عن دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمات المالية، ومن أهم ما خلصت إليه هذه الدراسة نذكر:

- أن الهندسة المالية الإسلامية تحتوي على تشكيلة متنوعة من الأدوات والمنتجات المالية التي تختص بالكثير من المميزات والايجابيات لمعالجة وتجنب الأزمات المالية.

- يطرح النظام المالي الإسلامي العديد من المقترحات الفعالة لمعالجة الأزمة المالية من خلال صيغ شرعية تتناسب مع حاجات المجتمعات المتنوعة وعلى رأسها الصكوك.

- إن الشريعة الإسلامية كفيلة بتحصين القطاع المالي والمصرفي بشكل خاص والاقتصاد بشكل عام من التعرض للأزمات، إذا ما تم الالتزام بالشريعة بما تمثله من أسس ومفاهيم أخلاقية.

هيكل البحث :

سوف نحاول الإلمام بمختلف جوانب الدراسة من خلال إتباع التقسيمات المنهجية الأتية:

-**الفصل الأول:** وسيتم فيه التطرق إلى المفاهيم العامة المتعلقة بالمؤسسات المالية ككيان اقتصادي مالي يلعب دور فعال في الأنظمة الاقتصادية، وتم التطرق إلى الهندسة المالية بشقيها الوضعي والشرعي نظرا لتمحور جل الخطط المالية حول الإبداع و الابتكار المالي.

-**الفصل الثاني :** وسنحاول فيه التطرق إلى المفاهيم الأكاديمية للأزمات المالية.

-**الفصل الثالث :** وهو صلب الدراسة سنحاول من خلاله الربط بين ما تم التطرق إليه في الفصلين السابقين مركزين في ذلك على الدور الفعال الذي يمكن للهندسة المالية الإسلامية أن تمثله في حال قيامها مقام الهندسة المالية الوضعية .كما سنحاول تسليط الضوء على الأزمة المالية العالمية (أزمة الرهن العقاري) والبديل الذي يمكن للهندسة المالية الإسلامية أن تقدمه كحل مثالي للأزمة مستمدا مثاليته وشرعيته من ضوابط دينية بعيدة عن الخطأ البشري المحدود.

الفصل الأول: الأسواق المالية والهندسة المالية

تمهيد الفصل الأول

تعتبر الأسواق المالية في الإقتصاديات المعاصرة هي الألية التمويلية الأساسية التي يتم من خلالها تحقيق عوائد مالية من طرف أصحاب الفوائض المالية ومن جهة أخرى تمويل المشاريع الإستثمارية من طرف أصحاب العجز المالي، وهذا الأمر يقودنا بالضرورة الى تبيان ومعرفة مكانة الأسواق المالية في الإقتصاد العالمي الحديث والمعاصر، كما يدفعنا الى محاولة فهم مدى كفاءة وفعالية الأسواق المالية بشقيها، تقليدية كانت أم إسلامية ومن خلاله أيضا سنحاول معرفة وضبط مختلف المفاهيم الأكاديمية للهندسة المالية التقليدية والإسلامية، كونها ألية من أليات الإبتكار والتطوير المالي الذي يهدف أساسا إلى إدارة المخاطر المالية بالمؤسسات، ومن خلال كل هذا نطرح التساؤل الرئيسي لهذا الفصل و المتمثل في:

ماهي مختلف مفاهيم الأسواق المالية والهندسة المالية؟

بغية الإجابة على هذا التساؤل سنتطرق في هذا الفصل إلى أربع مباحث رئيسية تمثل جوهر الموضوع تتمثل في:

- المبحث الأول سنتطرق فيه إلى الأسواق المالية التقليدية محاولين بذلك ضبط مختلف مفاهيم الموضوع.
- المبحث الثاني وسيتم فيه التطرق إلى الأسواق المالية الإسلامية كونها هي الأخرى من أهم الإعتبارات التي ينبغي مراعاتها لفهم التوجه المالي العالمي.
- المبحث الثالث سنتطرق فيه الى النوع الأول من الهندسة المالية وهو الهندسة المالية التقليدية.
- والمبحث الرابع سنتطرق فيه الى نوع أخر أساسي ومهم وهو الهندسة لمالية الإسلامية والمنطوية تحت راية الشريعة الإسلامية.

المبحث الأول : الأسواق المالية

سنحاول في هذا المبحث إعطاء أهم المفاهيم الأولية عن الأسواق المالية من حيث الفكرة التي تستند عليها الأسواق المالية،والمعاني المختلفة لها وعن أهم شروط نجاح أو قيام السوق.

المطلب الأول: مفهوم السوق المالي ووظائفه

أولا: مفهوم السوق المالي

يعرف السوق المالي بأنه عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشترين لنوع معين من الأدوات الإستثمارية، حيث يتمكن بذلك المستثمرين من بيع وشراء عدد من الأدوات المالية داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال[1]، ولكن مع نمو شبكات ووسائل الاتصال، فقد أدى ذلك إلى التقليل من أهمية التواجد في مقر السوق، وبالتالي سمحت بالتعامل من خارج السوق من خلال شركات السمسرة المنتشرة في مختلف الدول.

يعرف بأنه المكان الذي يلتقي فيه البائع و المشتري لأصول مالية من خلال إجراءات قانونية و إدارية و مالية تمثل النظام الذي يعمل من خلاله السوق المالي ، سواء كان البائع أو المشتري، مدخر أو مستثمر للأموال ويحقق الصلة بينهما و وسيط يساعد على تحويل المدخرات المالية لأصول إستثمارية[2] .

هو السوق الذي يتعامل بالأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم و السندات و القروض العقارية ، كما وأن السوق المالي يجمع بين بائعي الأوراق المالية و مشتريها و ذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يكون فيه[3].

هو عبارة عن السوق الذي يتم فيه التعامل بالأوراق المالية بيعا وشراء على نحو تشكل إحدى القنوات الرئيسيةالتي ينساب المال فيها بين الأفراد و المؤسسات و القطاعات المختلفة في المجتمع مما يساعد في تعبئة المدخرات و تنميتها و تهيئتها للمجالات الإستثمارات التي يحتاجها الإقتصاد القومي[4].

---

[1] أمين عبد العزيز، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة للطباعة والنشر، القاهرة، 2000، ص 21.

[2] أرشيد فؤاد التميمي، الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وادارة، الوراق للنشر، عمان، الأردن، طبعة 1، 2005، ص 13.

[3] أرشيد فؤاد التميمي وأخرون، الاستثمار بالأسواق المالية، دار الجودة، عمان، الأردن، 2003، ص 39.

[4] سامي بن إبراهيم السويلم، صناعة الهندسة المالية (نظرات في المنهج الإسلامي)،مركز البحوث، شركة الراجحي المصرفية للاستثمار، بيت المشورة، الكويت، 2004، ص48.

ثانيا: وظائف السوق المالي

إن الهدف الرئيسي الذي تطمح إلى تحقيقه الأسواق المالية هو تمويل مختلف الأنشطة الاقتصادية[1] أي توفير الاحتياجات التمويلية الضرورية لمختلف الأعوان الاقتصاديين وبتكلفة ملائمة، فالأسواق المالية تعتبر محركا للنمو الاقتصادي من خلال ما توفره من مصادر التمويل للنشاط الإنتاجي وتحويل المدخرات إلى استثمارات[2] ومن ثم العمل على زيادة الإنتاج وزيادة معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي. ولتحقيق الأهداف المشار إليها يقوم السوق بأداء وظيفتين رئيسيتين هما:

1- تعبئة مدخرات المستثمرين.

2- التخصيص الأمثل للموارد.

وتعمل الأسواق المالية في أدائها للوظيفة الأولى على توفير عائدات مغرية للمستثمرين من خلال طرح معدلات فائدة مشجعة أو تقديم ضمانات حول أسهم الشركات، بالإضافة إلى تحقيق الشفافية في التعاملات من خلال إلزام الشركات المدرجة في البورصة على توفير تقارير دورية حول أنشطتها مع الحرص على محاربة تسريب المعلومات المضللة التي من شأنها أن تؤثر في قرارات المستثمر[3]. أما فيما يتعلق بالتخصيص الأمثل للموارد فإن الأسواق المالية التي تتسم بالكفاءة تسعى جاهدة إلى توجيه مدخرات المستثمرين إلى المشاريع المنتجة بما يكفل لها المساهمة في تحقيق النمو الاقتصادي.

وما من شك في أن النمو الاقتصادي على المدى الطويل يعتمد بشكل كبير على تطور النظام المالي ككل سواء تعلق الأمر بالقطاع المصرفي أو أسواق رأس المال لما يوفرانه من تمويل ضروري لقطاعات الاقتصاد المختلفة، وإذا كانت البنوك قد شكلت –ولا زالت- أساس التمويل في العديد من اقتصاديات العالم،فإن أسواق رأس المال أصبحت تضطلع بنفس المهمة بل فاقت قدراتها التمويلية في العديد من الدول ما تقدمه البنوك من أموال، إلا أنه يبقى من الضروري أن يحدث تكامل بين القطاع المصرفي وأسواق رأس المال لأن توسيع القطاع المالي ليشمل بالإضافة للبنوك أسواق رأس المال يفيد في تحقيق كفاءة أكبر للاستثمار[4] ومن البديهي بسبب الوظيفتين التي يقوم بها السوق المالي أن يكون له تأثير مباشر على النمو الاقتصادي .

---

[1] عبد الغفار حنفي، إدارة المصارف (السياسات المصرفية-تحليل القوائم المالية- الجوانب التنظيمية-البنوك الإسلامية والتجارية)، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، مصر، 2002، ص78.

[2] عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية، مجلة الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، المجلد 20 ، العدد 02، 2007، ص 12.

[3] زيب حسين عوض، العلاقات الإقتصادية الدولية، الدار الجامعة الجديدة، بدون بلد نشر، 2008، ص120.

[4] سامي بن إبراهيم السويلم، التحوط في التمويل الإسلامي، ط 1، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، السعودية 2007، ص ص 28- 29.

المطلب الثاني: تقسيمات وأدوات السوق المالي

أولا : أقسام السوق المالي

تضم الأسواق المالية Financial Market كلاً من سوق النقد Money Market وسوق رأس المال Capital Market، وسنتطرق لذلك على النحو الأتي:

أولا: سوق النقد

يتم في سوق النقد تداول الأموال في شكلها النقدي، ويتسم هذا السوق بقصر آجال تعاملاتها (أي لمدة تقل عن سنة مالية)[1]، حيث يقوم أصحاب الفوائض المالية من مستثمرين بإيداع أموالهم لدى البنوك مقابل تلقي عائد في صورة فائدة دورية، فيما يتولى البنك إقراض تلك الإيداعات لأصحاب العجز المالي من شركات ومشروعات التي لها رغبة في التمويل قصير الأجل.

ويقلص قصر آجال التعاملات في سوق النقد من درجة المخاطرة التي يتحملها المستثمر كون الأموال المودعة لدى البنوك هي إيداعات تحت الطلب مما يسمح بإمكانية استرداد تلك الأموال من البنوك متى رغب المستثمر في ذلك[2]. كما أن الأوراق المالية في سوق النقد تتميز بقدر كبير من الضمان كونها صادرة عن مصارف يفترض أنها ذات قدرة ائتمانية عالية.

ثانيا: سوق راس المال

سوق رأس المال هو سوق متخصص في توفير التمويل طويل الأجل، وعلى عكس المستثمر في سوق النقد فإنه في سوق رأس المال يكون على استعداد للاستثمار في آجال طويلة مما يترتب عليه تحمل درجة عالية من المخاطر مقابل تلقي عائد أكبر يتناسب مع ارتفاع درجة المخاطرة. وتنقسم سوق رأس المال إلى سوق أولي وسوق ثانوي[3].

1 السوق الأولي:

السوق الأولي (سوق الإصدار) يعتبر أساس هذا النوع من التمويل حيث تلجأ الشركات والحكومات إلى طرح الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية في هذا السوق للحصول على التمويل طويل الأجل مقابل الالتزام بسداد عائد لملاك تلك الإصدارات، ويختلف العائد بحسب طبيعة الإصدار ففي حالة الأسهم تلتزم الشركات بسداد توزيعات على الأرباح في حالة إقرار الشركة لتلك التوزيعات، أما في حالة السندات فتلتزم

---

[1] ضياء مجيد الموسوي، الأزمة الإقتصادية العالمية، دار الهدى للطباعة، الجزائر، طبعة 1، 2010، ص 120.

[2] عبد الغفار حنفي، إدارة المصارف (السياسات المصرفية-تحليل القوائم المالية- الجوانب التنظيمية-البنوك الإسلامية والتجارية)، مرجع سابق ص 79.

[3] عمر ياسين محمود خضيرات، ورقة بحثية بعنوان: دورالهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمات، جامعة البلقاء التطبيقية الأردنية، الأردن بدون سنة نشر، ص 16.

جهة الإصدار بسداد عائد دوري عادة ما يكون ثابتًا في صورة فوائد فضلاً عن سداد أصل السند تاريخ استحقاقه. وتسمح إصدارات السوق الأولي بتوفير التمويل الضروري عند إنشاء شركات جديدة أو توسيع الشركات القائمة، كما تسمح بتوفير السيولة الضرورية للقيام بالمشاريع الضخمة التي تلتزم الحكومات بإنجازها[1]. وتتسم السوق الأولي بكونها أقل نشاطًا من السوق الثانوي كون عملية إصدار الأسهم تكون عادة مرة واحدة طيلة مدة حياة الشركات، وفي حالات استثنائية عند إقرار زيادة رأس مال تلك الشركة، أما إصدارات السندات فهو مرتبط بالمشاريع التي تُقدم عليها جهة الإصدار والتي لا تكون بشكل دائم. ويضطلع بمهمة إيصال الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية إلى السوق الثانوي بنوك الاستثمار التي تأخذ على عاتقها مهمة بيع تلك الإصدارات إلى المدخرين فضلاً عن إعطاء البدائل المتاحة لجهة الإصدار حول طرق التمويل الأنجع من خلال المفاضلة بين إصدار الأسهم أو إصدار السندات أو الاكتفاء بإيداعات لدى البنوك[2].

2 السوق الثانوي:

هو السوق الثانوي أو سوق التداول الذي يتميز بدرجة عالية من النشاط والسيولة، حيث يتم في هذا السوق تداول الإصدارات التي تمت في السوق الأولي، والمقصود بالسيولة في هذا السوق هو إمكانية تغيير موقع المستثمر من مشتري إلى بائع أو العكس بحسب السعر السوقي المجزي لهذا المستثمر حيث يكفي هذا الأخير تمرير أمر يحدد فيه طبيعة العملية (البيع أو الشراء) إلى السمسار. ومن الضروري أن تكون الأسواق الثانوية ذات كفاءة عالية حتى تضمن استمرار السوق الأولي فمن غير المعقول أن يتم إصدار أوراق مالية دون وجود ضمانات حول إمكانية تداولها في السوق الثانوي. كما أن الأسواق الثانوية تقدم مؤشرًا فعالاً حول سعر الإصدارات الجديدة المحتملة في السوق الأولي، فضلاً عن إعطاء قيم مقاربة للواقع بالنسبة للشركات العمومية المراد خصخصتها من خلال الاطلاع على قيم الشركات المدرجة في السوق الثانوي التي تنتمي إلى نفس قطاع الشركة المراد خصخصتها[3].

وتنقسم الأسواق الثانوية بدورها إلى أسواق منظمة وأخرى غير منظمة. بالنسبة للأسواق المنظمة أي البورصات يخضع التداول وقبول الإدراج فيها إلى شروط تكون الشركات ملزمة بتوفيرها. ومن بين تلك الشروط حد أدنى من رأس مال الشركة، أن تكون النتائج المالية التي تسبق طلب قبول الإدراج إيجابية إلى جانب الالتزام بالشفافية في الإفصاح من خلال نشر تقارير دورية دقيقة حول نشاط الشركة حتى تعطي صورة واضحة للمستثمر حول فرص امتلاك أوراق تلك الشركات[4]. وتجعل هذه الشروط من البورصة مرآة

[1] ضياء مجيد الموسوي، مرجع سابق، ص 125.
[2] أرشيد فؤاد التميمي، الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وادارة، مرجع سابق، ص 125.
[3] سامي بن إبراهيم، مرجع سابق، ص 48.
[4] زيب حسين عوض، العلاقات الإقتصادية الدولية، مرجع سابق، ص59.

عاكسة لأداء الاقتصاد ككل بما أن الشركات المدرجة في البورصة يُفترض أن تمثل مختلف قطاعات الاقتصاد المعني. أما الشركات الأقل حجمًا فيتم تداول إصداراتها في الأسواق الثانوية غير المنظمة وهو القسم الثاني من هذه الأسواق التي تكون أقل تشددا من حيث شروط الإدراج، كما أن تكاليف التعاملات فيها تكون منخفضة مقارنة بالأولى بسبب اعتماد هذا النوع من الأسواق على وسائل الاتصال المتطورة مما يخفض من تكاليف السمسرة.

ثانيا : الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية

إن طبيعة العلاقة بين المستثمر والبنك من جهة، وبين الأخير والمقترض من جهة أخرى هي علاقة مقرض ومقترض في سوق النقد مما يجعل من الأدوات المالية المستخدمة في هذا السوق أدوات مديونية تكون منعدمة المخاطر بالنسبة للمودع، ومن بين تلك الأدوات يمكن ذكر الكمبيالات، أذون الدفع، شهادات الإيداع البنكية وأذون الخزانة.

أما الأدوات المالية المستخدمة في أسواق رأس المال فيمكن تقسيمها إلى أوراق ملكية وأوراق مديونية. فبالنسبة لأوراق الملكية فتعني منح جزء من رأس مال الشركة للمساهمين مقابل دفع أموال تستخدم في نشاطات الشركة المختلفة، وقد يتم إصدار أوراق الملكية عند تأسيس الشركة، أو عند رفع رأس مالها، أو عن طريق سوق الأوراق المالية مباشرة (العروض العامة للبيع)[1].

وتعتبر الأسهم العادية Common Stock الورقة المالية الرئيسية المتداولة ضمن فئة أوراق الملكية. ويمنح امتلاك السهم العادي لصاحبه بعض الحقوق على الشركة صاحبة الإصدار تتمثل في حق التصويت في الجمعية العامة للشركة بحسب عدد الأسهم المملوكة، وهو ما يسمح بالتعبير عن رؤية مالك الأسهم في تسيير الشركة. وفضلاً عن حق التصويت، يستفيد مالك الأسهم من الأرباح التي تقرر الشركة توزيعها على المساهمين بحسب حصصهم من الأسهم. ومقابل هذه المزايا لملاك الأسهم العادية فإن درجة مخاطر هذه الأوراق عالية بما أن عائدها غير ثابت وإنما مرتبط بنشاط الشركة في حد ذاتها.

وبالإضافة إلى الأسهم العادية هناك نوع آخر من الأسهم يمكن إدراجه ضمن أوراق الملكية يعرف بالأسهم الممتازة Preferred Stocks، وما يميز هذا النوع من الأسهم عن الأسهم العادية هو أنها ذات امتياز يتمثل في الحق في تحصيل جزء ثابت من الأرباح الموزعة مع عدم الاستفادة من حق التصويت[2].

أما أوراق الدين فتمثل مصدرًا آخر للتمويل، وأحد أبرز الأوراق المالية المتداولة في السوق المالي سواء تعلق الأمر بالأسواق المنظمة (البورصة) أو الأسواق غير المنظمة. وتشكل السندات الورقة المالية

[1] سامي بن إبراهيم، أدارة البنوك والبورصات والأوراق المالية، كلية التجارة، جامعة المنصورة، مصر، 1997، ص 111.
[2] زيب حسين عوض، العلاقات الإقتصادية الدولية، مرجع سابق، ص61.

الرئيسية المنضوية تحت هذه الفئة، وتتميز أوراق الدين بثبات العائد المترتب عن الاستثمار فيها، مما يجعلها أقل مخاطرة من أوراق الملكية. وبالرغم من وجود سندات ذات معدلات فائدة متحركة، إلا أن حساب هذه المعدلات يتم على أساس معدل الفائدة وقت الإصدار مما يجعلها تندرج ضمن فئة الأوراق ذات العوائد الثابتة. وتضطلع بهمة إصدار السندات هيئات ذات هياكل قانونية متنوعة من بينها[1]:

- الحكومات من خلال إصدارات الخزينة العامة.
- الجماعات المحلية، المؤسسات العمومية، والهيئات شبه العمومية.
- المؤسسات الخاصة.

ويضمن صاحب السند حصوله على فوائد منتظمة مع تحصيل أصل الدين عند انتهاء آجال الاستحقاق، وبعكس الأسهم التي ترتبط عوائدها بنتائج الشركة وسياسات التوزيع المقررة من قبل مجلس إدارة الشركة، فإن عوائد السند يتم تحديدها سلفًا في شروط الإصدار مما يجعلها ذات عوائد ثابتة[2].

وتعتبر أوراق الملكية وأوراق المديونية أداتين من أدوات توظيف رؤوس الأموال بالنسبة للمستثمر،وقد ظهر في سبعينيات القرن العشرين فئة أخرى من الأوراق المالية هدفها الرئيسي التغطية ضد مخاطر تقلب الأسعار تعرف بالمشتقات المالية تكون بمثابة عقود بين المشتري والبائع وتعمل بيوت المقاصة Clearing House على ضمان تنفيذ تلك العقود. ويجري تداول المشتقات المالية في أسواق متخصصة تعرف بأسواق المشتقات المالية Derivate Market، وترتبط الورقة المالية في هذا النوع من الأوراق بأصل مادي (سلع، مواد أولية...) أو بأصل مالي (أسهم، سندات...) أو بأصل صوري (مؤشرات البورصة، مؤشرات الأسعار...) بحيث يتغير سعر الورقة بتغير سعر الأصل. وتنقسم المشتقات المالية إلى عقود إلزامية تلزم طرفي العقد تنفيذ الصفقة تاريخ الاستحقاق بالسعر المتفق تاريخ إبرام العقد مهما بلغت الأسعار السوقية الجارية، ومن أنواعها العقود الآجلة، العقود المستقبلية وعقود المقايضات Swaps، أو عقود اختيارية وتضم عقود اختيار البيع أو الشراء Call And Put Option[3].

مما سبق، يمكن القول بأن الأسواق المالية توفر أدوات مالية متنوعة بالنسبة للمستثمر المالي، وحتى يحقق هذا المستثمر ما يطمح إليه من أرباح والتقليل من المخاطر فإن الإستراتيجية الأنسب إليه هو تنويع محفظته المالية بشكل تغطي فيه أرباح بعض الأوراق المالية الخسائر المحتملة للأوراق الأخرى.

[1] زيب حسين عوض، العلاقات الإقتصادية الدولية، مرجع سابق، ص69.
[2] سامي بن إبراهيم، مرجع سابق، ص 112.
[3] نفس المرجع السابق، ص 114.

المطلب الثالث : كفاءة وفعالية السوق المالي

«كفاءة السوق» هو مصطلح فني يستخدم عندما يعكس سعر سهم منشأة ما في السوق المعلومات المتاحة عن تلك المنشأة، سواء كانت تلك المعلومات على شكل قوائم مالية، أو معلومات تبثها وسائل الإعلام، أو السجل التاريخي لسعر السهم، أو التحليلات والتقارير حول الحالة الاقتصادية العامة للمنشأة.

ولكي تتحقق كفاءة السوق لابد من توافر الشروط التالية[1]:

1. أن تكون المعلومات عن السوق متاحة للجميع وفي نفس الوقت ودون تكاليف.
2. عدم وجود قيود على التعامل مثل تكاليف المعاملات والضرائب...الخ.
3. للمستثمر الحق في بيع أو شراء الكمية التي يريدها من الأسهم دن شروط وبسهولة ويسر.
4. وجود عدد كبير من المستمرين بما يؤدي إلى عدم تأثير تصرفات بعضهم على أسعار الأسهم.
5. اتصاف المستثمرين بالرشد، أي أنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها.

أما في الأسواق المجنونة Crazy Market تبدو التغيرات في الأسعار كأنها عشوائية، ولا ترتبط الأسعار بالقيمة الحقيقية للأصول وقد تكون الأسعار أضعاف هذه القيمة[2].

وأما مصطلح فعالية السوق فيعني قدرة السوق المالية على القيام بدورها الإيجابي في الاقتصاد، ولتحقيق فعالية لسوق لابد من توافر الشروط التالية[3]:

1. وجود مكان محدد ومعلوم عند كافة المتعاملين مع المعلم أن هذا المكان قد يكون افتراضي وغير مادي.
2. سهولة الاتصال بين المتعاملين مباشرة أو عن طريق وسطاء.
3. تعدد الأوراق المالية المطروحة والمتداولة.

---

[1] سامي بن إبراهيم، مرجع سابق، ص 113.
[2] زيب حسين عوض، العلاقات الإقتصادية الدولية، مرجع سابق، ص 101.
[3] البدوي عبد الحافظ، إدارة الأسواق والمؤسسات المالية، دار الفكر العربي، القاهرة، مصر، الطبعة 1، 2008، ص120.

4. وجود مؤسسات متخصصة في أمور البورصة والتعامل فيها من شركات ومؤسسات مالية وسيطة.

5. أن تكون المؤسسات المصدرة للأوراق المالية ذات سمعة جيدة.

6. وجود إطار قانوني وقواعد خاصة لتنظيم ورقابة المعاملات التي تجري في البورصة.

وتقاس فاعلية أية سوق مالية بالمقاييس التالية[1]:

1. مقياس السرعة الفائقة التي تتم بها المعاملات.

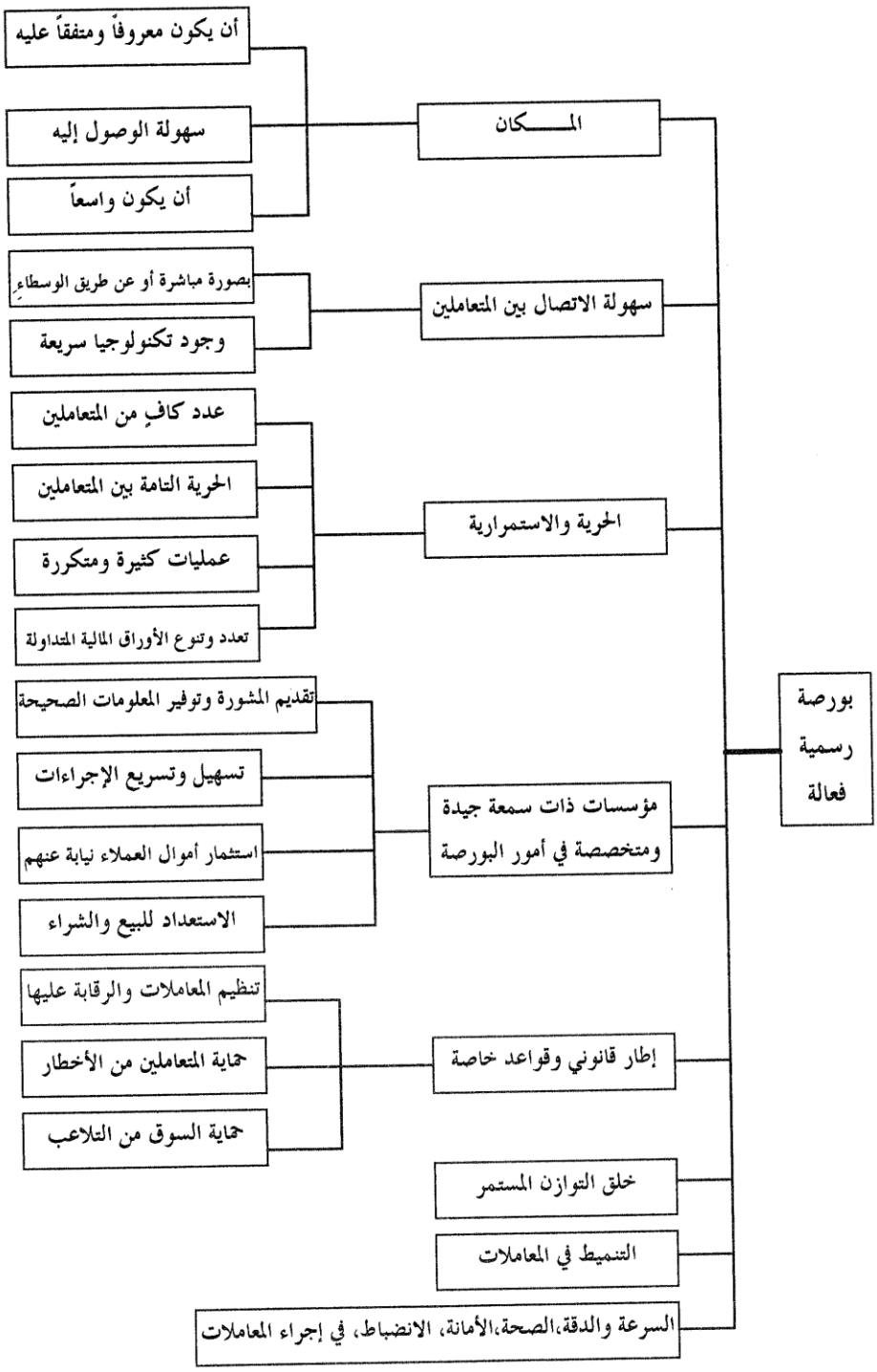
2. مقياس الدقة والصحة، وعدم حدوث الخطأ أو السماح لاحتمالاته أن تظهر.

3. مقياس الفاعلية في رصد وتسجيل ونشر البيانات والمعلومات بشكل فوري وسريع.

الشكل التالي يوضح أهم الشروط المطلوبة لتحقيق فاعلية السوق:

[1] المرجع السابق، ص 121.

شكل رقم (1-1): شروط إقامة بورصة فعالة



شكل (٢) شروط إقامة بورصة فعالة

المصدر: البدوي عبد الحافظ، إدارة الأسواق والمؤسسات المالية، دار الفكر العربي، القاهرة، مصر الطبعة 1، 2008، ص120.

المبحث الثاني:ماهية السوق المالي الإسلامي

في هذا المبحث قمنا بإعطاء أهم المفاهيم عن الأسواق المالية الإسلامية من حيث الفكرة التي تستند عليها الأسواق المالية الإسلامية،والمعاني المختلفة لها وعن أهم شروط نجاح أو قيام السوق.

المطلب الأول : مفهوم السوق المالي الإسلامي

تتنوع وتختلف تعاريف السوق المالية الإسلامية عند العلماء والباحثين حسب موضوعها ونوعها، إلا أن أغلبهم يأخذ تعريف السوق المالية الإسلامية من تعريف السوق المالية الإصطلاحي الوضعي ويضعها في إطار شرعي إسلامي، و فيما يلي أهم التعاريف لهذه السوق:

1. للسوق المالية الإسلامية معنيان، معنى واسع يضم مجموع التدفقات المالية في المجتمع بكافة آجالها القصيرة والمتوسطة والطويلة الأجل بين أفراد المجتمع ومؤسساته وقطاعاته، ومعنى ضيق ينحصر في سوق أو بورصة الأوراق المالية. وفي ضوء هذا المعنى الواسع فإن السوق المالية لا تنحصر في مكان محدد،وإنما في معاملات محددة، ومن هنا فإن مصطلح السوق المالية الإسلامية يمكن أن يتضمن المعاملات المالية المنضبطة بالضوابط الشرعية[1].
2. هي التي يمكن أن تتداول فيها الأدوات المالية من الأسهم، والصكوك الإسلامية على الوجه الذي تجيزه الشريعة الإسلامية[2].
3. سوق منظمة يتم فيها تلاقي إرادة المتعاقدين للتعامل بمختلف الأدوات المالية المشروعة[3].
4. سوق منظمة تنعقد في مكان معين في أوقات دورية للتعامل الشرعي بيعا وشراء لمختلف الأدوات المالية، وتهدف إلى تعبئة المدخرات النقدية وتوجيهها نحو المشروعات المنتجة[4].
5. ذلك الإطار أو المجال الشرعي الذي يتم فيه إصدار الأدوات المالية المتوافقة والشريعة الإسلامية من طرف أصحاب العجز ثم اقتنائها وتداولها عبر قنوات إيصال فعالة بين أصحاب الفائض بصورة منظمة ومراقبة من طرف الهيئة الشرعية للسوق وذلك من أجل تثمير الأموال في إطار شرعي[5].

---

[1] حطاب كمال، نحو سوق مالية إسلامية، *المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي*، جامعة أم القرى، السعودية، ص 12.

[2] موفق بشير، تعريف سوق الأوراق المالية، منتديات موسوعة الإقتصاد والتمويل الإسلامي، الموقع الالكتروني: http://www.iefpedia.com/vb/showthread.php?t=20 تاريخ التصفح: 2015/12/21.

[3] ناصرسليمان، السوق المالية الإسلامية كيف تكون في خدمة النظام المالي المصرفي الإسلامي، مجلة مركز صالح كامل للإقتصاد الإسلامي السنة السابعة، العدد 21، جامعة الأزهر، مصر، ص 66.

[4] مجمع الفقه الإسلامي، قرار رقم 74 (8/5) بشأن تطبيقات شرعية لإقامة السوق المالية الإسلامية، من موقعه: www.fiqhacademy.org.sa.

[5] مجلس الخدمات المالية الإسلامية،(2007) ، *متطلبات كفاية رأس المال لتصكيك الصكوك والإستثمارات العقارية*، مسودة مشروع مترجمة عن اللغة الإنجليزية، ماليزيا، ص 20. من موقعه: www.ifsb.org

والمتأمل في هذه التعريفات يلحظ تنوع الاعتبارات التي انطلق منها أصحابها فمن مهتم بتعريف أحد أنواع السوق المالي كسوق الأوراق المالية،في حين اعتنى آخرون بتعريف السوق عموما أو تخصيصه بالسوق المنظمة.

وفي المحصلة ؛ فإنه يمكن تعريف السوق المالية الإسلامية على أنها : الإطار القانوني المنظم للسوق التي يتم فيها تحويل أو انتقال الأموال من الجهات و /أو الأشخاص الذين لديهم فوائض مالية إلى الجهات و /أو الأشخاص الذين لديهم نقص أو حاجة إلى الأموال. يتولى إدارته والإشراف عليه هيئة لها نظامها الخاص،تحكمه لوائح وقوانين وأعراف وتقاليد، يتعامل فيها الراغبون في الاستثمار بوسائل وأدوات إسلامية مشروعة، و بما يساعد على تنمية الادخار وتشجيع الاستثمار من أجل مصلحة الاقتصاد والنظام المالي الإسلامي.

ومن هذا التعريف نجد أن السوق المالية الإسلامية تمتاز بخصائص معينة أهمها ما يلي[1] :

- سوق تستند في أحكامها إلى مبادئ الشريعة الإسلامية.
- أن أدوات الملكية تشكل السمة البارزة للأدوات المالية المتداولة فيها.
- خالية من المضاربة غير المشروعة.
- توفر منافسة حرة وعادلة.

المطلب الثاني: أهمية إنشاء السوق المالية الإسلامية

في الوقت الذي تشكل فيه السوق المالية التقليدية أساسا لتحريك عجلة النمو الاقتصادي، إلا أن واقع هذه السوق اليوم، يفرض على العالم ضرورة إصلاحها وتحويلها إلى سوق مالية إسلامية من خلال إنشاء سوق مالية متكاملة معتمدة على قيم وتشريع الاقتصاد الاسلامي، فبينما كانت السوق المالية مرآة للاقتصاد الوطني والعالمي، ومؤشرا هاما على نشاط السوق، وأداة فعالة للمدخرين والمستثمرين، أضحت اليوم مسرحا للعبث بأموال الناس لما أصبحت تحويه من صفقات وهمية مبتكرة من الهندسة المالية التقليدية وهذه الأخيرة تسببت في أزمات مالية عالمية عدة سرعان ما تحولت إلى أزمات اقتصادية، فأحدثت انهيارات وتداعيات وتراكمات، عرفت بدايتها ولم يتم التعرف على نهاياتها. كل هذا يدعونا إلى إعادة النظر في طبيعة النظام المالي العالمي وإصلاحه بما يجنب العالم ويلات أزمات أخرى مقبلة، ولا يتم ذلك إلا من خلال تبني أسس جديدة لنظام مالي عالمي إسلامي جديد يضمن حماية أموال الأمة من الضياع والاقتصاد من الانهيار.

وما صمود المصارف الإسلامية خلال هذه الأزمات إلا دليل واضح على نجاعة النظم المالية الإسلامية، إلا أن المصارف الإسلامية تعاني من ضآلة حجم استثماراتها طويلة ومتوسطة الأجل، وتركيزها على الاستثمارات

[1] حطاب، كمال، مرجع سابق، ص 14.

قصيرة الأجل، مما لا يؤدي إلى تحقيق التنمية الاقتصادية الشاملة، ولذلك لابد من توفر سوق مالية إسلامية تساعدها في عملية امتصاص وطرح السيولة المطلوبة حين الحاجة إليها.

وظهرت أول دعوة لإنشاء سوق مالية إسلامية منذ ما يقرب ثلاث عقود من الزمن من طرف الدكتور سامي حمود، وذلك في ندوة البركة الثانية في تونس سنة 1984، [1] ثم تواصلت النداءات بعد ذلك مطالبة بضرورة إنشاء سوق مالية إسلامية لتكون بمثابة البديل عن السوق المالية التقليدية، فهذه الأخيرة بشكلها الحالي لا تخدم الاقتصاد، وليست بالنموذج المناسب للنظام المالي الإسلامي. وأكد العديد من علماء الاقتصاد الاسلامي على أن العالم الإسلامي يمتلك كافة المقومات التي تؤهله لإنشاء سوق مالية إسلامية، سواء كانت أموال أو أوراق مالية إسلامية من أسهم وصكوك إسلامية أو صناديق استثمار إسلامية، وهي جميعها موجودة ويتم تداولها في البورصات العالمية غير الإسلامية.

وعليه فإن أهمية السوق المالية الإسلامية تتجلى فيما يمكن أن تقدمه لتنمية الاقتصاد والتي تتمثل خاصة فيما يلي [2] :

1. تمثل الوعاء الذي يستوعب السيولة المتوافرة في البلاد الإسلامية، ويحقق الأهداف التنموية،والتوازن، والتكامل للدول الإسلامية.
2. تعد آلية استثمارية لإدارة الفائض نحو تشغيل الأصول المالية، وللمؤسسات المالية الإسلامية،ولاحتضان الأدوات المالية الإسلامية.
3. تعد السوق المالية الإسلامية عموما، وبورصة الأوراق المالية الإسلامية خاصة آلية هامة لكل مستثمر مسلم، تحقق له أهداف التحوط والتنويع ؛ حيث يتمكن من تقليل خسائره، ومخاطره،وزيادة عائداته، وذلك بتنويع محفظته المالية، واختيار الأدوات الأكثر نجاحاً ومشروعية.
4. تمثل محطة هامة لإعادة تنقية وضخ الأموال الحلال، وتمويل المشروعات المنتجة والناجحة، مما يؤدي إلى زيادة معدل النمو الاقتصادي عن طريق زيادة الإنتاج الفعال في المجتمع.
5. إن إقامة سوق مالية إسلامية يعتبر أكثر من ضرورة لتطوير العمل المصرفي الإسلامي، ومده بالظروف الملائمة لمنافسة النظام المصرفي التقليدي، بما يؤدي إلى زيادة الكفاءة والعدالة، وبالتالي زيادة معدلات النمو والرفاهية.
6. تنمية العادات الادخارية للأفراد وذلك بتشجيعهم على استثمار الفائض من الدخل في قنوات ادخارية تؤمن لهم دخلاً إضافيا ومشروعاً، وتتيح لهم سهولة بيع الأدوات المالية، وهذا ما يوفر لهذه

[1] ناصرسليمان، المرجع السابق ص ص66-81.
[2] حطاب، كمال، مرجع سابق، ص15.

المدخرات درجة عالية من السيولة.

7. جذب الاستثمارات والمدخرات المحلية والأجنبية وإعادة توطين الأموال المهاجرة إلى الغرب، حيث تشير الأرقام إلى تناقضات صارخة واختلالات رهيبة في هذا المجال.

المطلب الثالث : شروط إنشاء السوق المالي الإسلامي

الفرع الأول : الشروط المهنية

يجب توفر مجموعة من الشروط المهنية، وهي تلك الشروط المتعلقة بالأبعاد المحاسبية، والإدارة المالية للأصل المالي أو للأداة أو الورقة المالية المتداولة وللجهة الصادرة عنها.

ومن ثم ؛ فإن هذه الشروط يجب الوفاء بها من قبل الجهة المصدرة كالشركات مثلا، ومراعاة تحققها في الأدوات ذاتها، فعلى سبيل المثال : يجب عرض تقارير مالية ومحاسبية عن الصكوك المتداولة بانتظام، علاوة على التقارير المالية والمحاسبية للجهة المصدرة للصكوك. وهذه الشروط يجب التأكد من تحققها من قبل جهتين إشرافيتين على الأقل[1] :

الأولى : هيئة الرقابة الشرعية للجهة المصدرة، وهذا يتطلب أن يكون أعضاء هيئة الرقابة مؤهلين للقيام بهذه المهمة، لا مجرد مفتين للجهة المشرفين عليها.

الثانية : إدارة السوق المالية الإسلامية، والتي يجب عليها عدم السماح لجهة ما بالعمل من خلال السوق إلا بعد استيفائها للشروط المهنية.

ويمكن بيان أهم الشروط المهنية اللازم تحققها سواء في الجهة المشاركة في السوق المالية الإسلامية أو ما يتم تداوله من أدوات تابعة لها على النحو التالي[2] :

1- تحديد الأدوات المالية الإسلامية المرخص إصدارها (الأسهم الجائزة شرعا، الصكوك الإسلامية،وحدات الصناديق الاستثمارية)، تحت اشراف هيئات رقابية إشرافية شرعية.

2- التأكد من التزام الأطراف المشاركين في السوق المالية بالمعايير الشرعية الصادرة عن هيئة المعايير،كلٌ بحسب موضوعه، وأن يتم الاستعانة في سبيل ذلك بالإفصاحات والتقارير، وتقارير المراجعين والمدققين الشرعيين الداخليين منهم، والخارجيين.

3- تحديد معيار كفاية رأس المال لتصكيك الصكوك والاستثمارات العقارية[3]، وللأدوات المالية التي يكون لها جانب إئتماني. بحيث تقوم الجهات المالية الإشرافية بتحديده، وتقوم الجهات المصدرة

---

[1] ناصرسليمان، السوق المالية الإسلامية كيف تكون في خدمة النظام المالي المصرفي الإسلامي، مرجع سابق، ص82.

[2] حطاب، كمال، مرجع سابق، ص16.

[3] مجمع الفقه الاسلامي، (2010)، *البيان الختامي لندوة الصكوك الإسلامية* من موقعه: www.islamfeqh.com .

بتطبيقه، فيجب الاتفاق على النسبة التي لا يجب أن تتجاوزها نسبة السيولة النقدية عن الأصول الحقيقية، إذ ينبغي تحديد نسب معينة وينبغي أن يخصص لكل قطاع نسبة خاصة به مراعاة إلى أن بعض المؤسسات المالية والجهات المصدرة لأدوات المالية يكون تعاملها بالنقود أكثر كالمصارف الإسلامية، وبعضها بالحقوق غير الملموسة أكثر كالأسماء التجارية.

4- أن يتم اعتماد القيمة العادلة أساسا لإصدار الأدوات والأوراق المالية؛ خاصة عند إصدار الأسهم الجديدة لزيادة رأس مال الشركة بحيث يأخذ بالاعتبار القيمة العادلة للأسهم القديمة، والقيمة السوقية سواء بعلاوة إصدار أو حسم إصدار مع الحرص على كون النسبة مقدرة تقديرا مناسبا.

5- أن يتم مراعاة خصوصية الأدوات المالية إصدارا وتداولا، ذلك لاحتمال إمكانية كون الإصدار والتداول متعلق بالنقود والديون، أو الذهب والفضة، فلكل منها أحكامها الخاصة. فإن كانت موجودات الأدوات المالية نقودًا محضة يجب مراعاة أحكام الصرف عند تداولها، وإن كانت موجوداتها ديونًا محضة، فيجب مراعاة أحكام بيع الديون عند تداولها.

6- عدم تداول الأدوات المالية إلا إذا كانت تمثل ملكية حقيقية للأصول المالية المعبرة عنها.

شرط الإفصاح والشفافية

يعد شرط الإفصاح والشفافية بمثابة "العمود الفقري" الذي تقوم عليه السوق المالية نظرا لكونهما يوفران جوا من الثقة بين المتعاملين، حيث تؤكد كافة التشريعات المنظمة للأسواق المالية على وجوب الالتزام بتطبيق مبدأ الشفافية والإفصاح كمبدأ أساسي في عمل الأسواق، بالإضافة إلى اعتباره المعيار الأساسي المعتمد في تحديد درجة كفاءة السوق. فإذا كانا شرطا الشفافية والإفصاح يحتلان مكانة هامة في السوق المالية التقليدية، فمن باب أولى أن يحتلا مكانة أكثر أهمية في السوق المالية الإسلامية، وذلك لكونهما مطلبين شرعيين مستمدين من شروط العقود المالية. فلا تصح العقود إلا بانتفاء الجهالة، فشرطا الافصاح والشفافية كفيلان بنفي الجهالة عن العقود المالية المتداولة في السوق المالية الإسلامية المنشودة.

إن تحقيق شرط الإفصاح والشفافية يجب الوفاء به من جهات عدة في السوق المالية الإسلامية ؛ فإدارة السوق المالية الإسلامية ينبغي عليها الإفصاح عن مجمل الأعمال التي تقوم بها، وما تم داخلها خلال جلسات العمل، ولا يقتصر ذلك على إدارة السوق ؛ بل يجب على جميع الأطراف المشاركين في السوق الإفصاح عن أعمالهم بما تتطلبه طبيعة مشاركتهم في عمليات السوق.

ومن الملاحظ أن هناك تقارب وتداخل بين تعاريف الشفافية وتعاريف الافصاح، ولكن يمكن التمييز بينها في كون الافصاح هو الإعلان والإخبار عن كل عملية لها تأثير على الأصل المالي من جهة وعلى التعامل به من

جهة أخرى، أما الشفافية فهي كيفية الافصاح أو الطريقة المثلى للإعلان أو الإفصاح.

الفرع الثاني : الشروط الفنية

ويقصد بالشروط الفنية : الاجراءات أو المتطلبات المتعلقة بالقضايا الإدارية والتنظيمية لإنجاح اصدار وتداول الأصول المالية على أنواعها المختلفة في السوق المالية الإسلامية، بحيث تتكفل بمهمة تحقيق هذه الشروط الهيئات الإدارية المشرفة على السوق المالية في ظل الاقتصاد الاسلامي.

تكون هذه الشروط محل التزام من قبل المتعاملين بالسوق المالي الإسلامي من الجهات التي تصدر عنها الأدوات المالية الإسلامية التي سوف يتم تداولها سواء كانت دولة أو شركة أو مؤسسة أو بنك أو جهة وساطة مالية، بحيث تمنع الهيئات المشرفة على السوق من إدارة وهيئات إشراف من لم يستكمل هذه الشروط العمل في السوق المالية ؛ بل يمكن إيقاع عقوبات على المتهربين من ذلك.

وفي هذا السياق يمكن الإشارة إلى مجموعة الشروط التالية[1] :

1- أن يتم وضع هيكل مؤسسي فعال ومتكامل: ويتمثل هذا الهيكل في وجود هيئة رسمية تنظم وتشرف بصورة كاملة على جميع نشاطات السوق المالية الإسلامية من حيث إدراج الأوراق المالية وشروط إصدارها وتداولها، وكذلك تأهيل الكوادر والأفراد العاملين في السوق، وهذا يعني أن هذه الجهة تقوم بكافة الأعمال التي تهدف إلى تطوير وتحقيق أساليب الحماية للمتعاملين في السوق من خلال منعها لكل التجاوزات، ومتابعة مدى الالتزام بالأنظمة واللوائح والقوانين التي تحكم عمل السوق والتي تضمن لها الاستقرار وتزيد ثقة المستثمرين فيها.

2- أن يتم تنظيم آليات الإعلان عن مدى التزام المتعاملين في السوق بالشروط المهنية سالفة الذكر والشروط الشرعية التي سيأتي بيانها.

3- إلزام الجهات الراغبة بإصدار أدوات أو أوراق مالية كالشركات بتقديم كافة المعلومات المطلوبة لاتخاذ القرار من قبل المستثمرين، بالإضافة إلى تقديم دراسة جدوى تفصيلية من مكاتب استشارية متخصصة لتقوم السوق بدراستها واعتمادها، وفي هذا ضمان لغير المحترف أو المتخصص، إذ تستبعد المشروعات التي لا يتوقع لها النجاح ابتداءا.

4- إثبات ملكية الأصول والأدوات المالية المصدرة والمتداولة في السوق المالية الإسلامية إثباتا محدثا بشكل متتالي، اعتمادا على مؤسسات تشكل جزءا من السوق المالية الإسلامية ليست ذات صلة مباشرة بعمليات التداول، بحيث أن ما يحصل في عمليات التداول ينعكس قانونيا على سجلات

[1] محمد صالح الحناوي وَ جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الإسكندرية، مصر، الدار الجامعية ، 2005ص48.

وأوراق هذه المؤسسات وهي التي تصدر الوضع النهائي لملكية هذه الأدوات وهو ما تعارفته بعض الدول بهيئة الأوراق المالية، وعلى أن يتم نقل الملكيات من خلالها بشكل حقيقي وبحد أعلى يقدر بثلاثة أيام عمل، ويساعد في ذلك الآن التطور التكنولوجي ووسائل الإتصالات التي تسرع في تبادل الوثائق وما إلى ذلك[1].

5- أن يتم تداول الأدوات المالية الإسلامية عن طريق العقود والمعاملات الجائزة شرعا،كالعقود الفورية وبطريقة يتم فيها اجتناب مفسدات العقود من مثل الربا أو الخداع أو الغرر أو الغبن أو التدليس أو غير ذلك.

6- عدم السماح بعمليات تداول الأدوات المالية الإسلامية بمحددات العرض والطلب المصطنعة، والتي تسمى بالعروض الوهمية في السوق المالية التقليدية، حيث يعمد كبار الممولين إلى طرح مجموعة من الأدوات المالية من أسهم أو سندات قروض، فيهبط سعرها لكثرة العرض، فيلجأ صغار حملة هذه الأدوات إلى بيعها بسعر أقل خشية هبوط سعرها أكثر من ذلك وزيادة خسارتهم، فيهبط سعرها مجدداً بزيادة عرضها، فيعود كبار الممولين إلى شراء هذه الأدوات بسعر أقل بغية رفع سعرها بكثرة الطلب، وينتهي الأمر بتحقيق مكاسب للكبار وإلحاق خسائر فادحة بالكثرة الغالبة، وهم صغار حملة الأدوات المالية نتيجة خداعهم بطرح غير حقيقي لأوراق مماثلة. ويجري مثل ذلك أيضاً في سوق البضائع[2]. وعليه يجب على إدارة السوق المالية الإسلامية الحد من هذه العروض عن طريق فرض العقوبات الخاصة بالتورط بإحدى محددات العرض والطلب المصطنعة بحيث يتم وضع معايير للكشف عن ذلك من مثل : أن يتم البيع وإعادة الشراء أو العكس خلال جلسة عمل واحدة مستغلين حصول أوامر البيع والشراء بأوامر حاسوبية مرمزة يصعب على الكثيرين تمييز مصدرها.

[1] ويكيبيديا، سوق الأوراق المالية، www.wikipedia.com تاريخ التصفح،12 /2015/12.

[2] يوسف مسعداوي، الأزمات المالية العالمية الأسباب و النتائج المستخلصة منها، مجلة المستقبل العربي، العدد : 365، بيروت،جويلية 2009،ص 45-46.

شرط الحوكمة والضبط

إن تحقيق شرط الحوكمة والضبط مطلوب من عدة جهات، فهو مطلوب من إدارة السوق المالية الإسلامية عن مجمل الأعمال التي تقوم بها، ومن الشركات وكبار المتداولين والمتعاملين، ومن شركات الوساطة المالية، أي من كل ذوي العلاقة بالسوق المالية الإسلامية وعليهم أن يلتزموا جميعا به كل في حدود تخصصه.

أ- شرط الحوكمة

ويقصد بالحوكمة مجموعة الآليات والإجراءات والقوانين والنظم والقرارات التي تضمن كل من الإنضباط والشفافية والعدالة، وبالتالي تهدف الحوكمة إلى تحقيق الجودة والتميز في الأداء عن طريق تفعيل تصرفات إدارة الوحدة الاقتصادية فيما يتعلق باستغلال الموارد الاقتصادية المتاحة لديها بما يحقق أفضل منافع ممكنة لكافة الأطراف ذوي المصلحة في المجتمع ككل. وتسعى بذلك حوكمة الوحدة الاقتصادية نحو منع التلاعب والتحريف والخداع وتخفيض الأثر السلبي لظاهرة عدم تماثل المعلومات من خلال آليات إحكام الرقابة وتحقيق مصالح كافة الأطراف، ويتحقق ذلك من خلال قدرتها على وضع الإطار القانوني والنظامي الملائم الذي يضمن تحقق المنفعة لكافة الأطراف ذات العلاقة بالشركة أو المؤسسة[1].

وبالتالي يتوجب لتحقق شرط الحوكمة وضع إطار تنظيمي يتضمن بوضوح المبادئ والمثل العليا التي تتبعها الشركة في معاملاتها الداخلية والخارجية، وذلك من خلال ما يلي:

أ) ترشيد ممارسات المديرين ومجلس إدارة الشركة أو المؤسسة، من خلال وضع نظام داخلي خاص يتم مراجعته بشكل دوري، تحدد بموجبه بشكل مفصل مهام ومسؤوليات مجلس الإدارة وصلاحياته[2].

ب) ترشيد حقوق المساهمين، وذلك باتخاذ الإجراءات المناسبة لضمان حصول المساهمين على حقوقهم بما يحقق العدالة والمساواة دون تمييز، كحق المشاركة والتصويت في اجتماعات الهيئة العامة للشركة أو المؤسسة أصالة أو بوكالة بعدد أصوات يساوي عدد الأسهم التي يملكها المساهم، وحق أولوية الاكتتاب في أية إصدارات جديدة من الأسهم للشركة قبل طرحها للمستثمرين الآخرين.

ج) ترشيد ممارسات المحاسبين ومدققي الحسابات وما يقوموا به من أعمال لإظهار المراكز المالية ونتيجة نشاط المؤسسة وذلك من خلال تحديد آليات وضوابط اختيار وتغيير مراقب الحسابات بصفة دورية[3].

---

[1] علي، عبد الوهاب و شحاتة، مرجع سابق، ص: 17.

[2] هيئة الأوراق المالية، دليل قواعد حوكمة الشركات المساهمة المدرجة في بورصة عمان، 2013/12/15، موقع الهيئة: www.jsc.gov.jo .

[3] علي، عبد الوهاب و شحاتة، مرجع سابق، ص: 18.

ب- شرط الضبط

ونقصد بشرط الضبط هو ضمان قيام المعهود إليهم بشؤون الضبط والعاملين في السوق المالية الإسلامية،والمرتبطين بها بأية صفة وظيفية هامة، بأداء ما أسند إليهم من الأدوار بفاعلية، وعلى نهج يتسق مع الشريعة الإسلامية .

ويرتبط شرط الضبط بعدة جوانب، منها ما يتعلق بالمسؤولية الاجتماعية، ومنها ما يتعلق بأخلاق العمل وثقافته، ومنها ما يتعلق بمختلف الأدوار المنوطة بالأطراف الأخرى التي تضطلع بدور وظيفي يتصل بأعمال السوق المالية الإسلامية. وهذه الأدوار تؤثر على النهج الذي تسلكه السوق المالية الإسلامية في صياغة وتنفيذ ومراقبة استراتيجيات عملها، وسياساتها، وعملياتها، وأنظمتها الرقابية.

ولكي يكون هيكل الضبط فاعلا تحتاج إدارة السوق إلى تحديد الخصائص المميزة لنموذج أعمالها، وأهمها ما يلي[1]:

1) *الإلتزام الشرعي :* إن الضبط في السوق المالية الإسلامية يتجاوز بكثير حدود "الحوكمة الرشيدة" لدى المؤسسات التقليدية، نظرا لما أولى من أبعاد اجتماعية ودينية أيضا. وفي حقيقة الأمر فإن وجود السوق المالية الإسلامية يعود أصلا إلى قدرتها على أداء أنشطتها التجارية والمالية وفق قواعد الشريعة الإسلامية. والسوق المالية الإسلامية تنشأ من أجل مساعدة المستثمرين على توظيف أموالهم بصيغ مفيدة وموائمة للشريعة الإسلامية. وقرار الاستثمار لدى سوق مالية إسلامية ما أو التعامل معها دون غيرها، يتم التوصل إليه عبر تقييم مدى قدرة تلك السوق على إخضاع عملياتها بدرجة صارمة لضوابط الشريعة الإسلامية. وفي غياب ذلك تغيب الثقة في السوق المالية الإسلامية. لذلك ينبغي أن يكون لهذه الأخيرة الآليات والهياكل الفاعلة التي تمكنها من إخضاع معاملاتها المالية وغير المالية للشريعة الإسلامية.

2) *تعزيز الثقة :* إن صناعة الخدمات المالية (تقليدية كانت أو اسلامية) مجال تعتبر فيه الثقة عنصرا أساسيا. فالثقة هي حجر الزاوية لنشاط السوق المالية الإسلامية. إن الممارسة السليمة للضبط تؤدي إلى تعزيز ثقة الجمهور، لذا ينبغي التنبه إلى ذلك من قبل المعهود إليهم بشؤون الضبط، والقادرين على التأثير عليهم. وهذا لا يتسنى بغير العديد من الإجراءات المهمة ، منها وجود هيكل للضبط يمتاز بالشفافية.

3) *المسؤولية الإجتماعية :* تسعى هياكل الضبط، إلى أقصى درجة ممكنة، بين مصالح الأطراف ذات

[1] كانوريتش هاكيا، التطبيقات الفقهية لقاعدة التيسير مغتفر في البيوع، بحث تكميلي مقدم لنيل درجة الماجستير بقسم الفقه المقارن، الإشراف العلمي. يوسف بن عبد الله الشبيلي، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، 2009 ص 85.

العلاقة، ومصالح المعهود إليهم بشؤون الضبط، ومصالح المجتمع. ومبادئ الشريعة الإسلامية تحقق التوازن بين مصالح الفرد ومصالح المجتمع الذي ينتمي إليه. وقد أنشأت السوق المالية الإسلامية كي تساعد على استخدام الثروة والموارد المالية بصيغة تفيد المستثمرين والمجتمع بأسره.

إلا أنه لا يمكن حصر هذه الشروط في النقاط المذكورة أعلاه فقط، بل يمكن أن تضع إدارة السوق المالية الإسلامية ما تراه مناسبا من القيود الإدارية والفنية مراعاة للصالح العام.

الفرع الثالث: الشروط الشرعية

إن السوق المالية الإسلامية يجب أن تتحقق فيها مجموعة من الشروط الشرعية، وفق منهج يضمن لها أن تلبي احتياجات حقيقية لاقتصاديات الدول الإسلامية، لا مجرد هيكل يمثل صدى للنموذج الغربي لأسواقهم المالية وعنينا بوصفنا لها بأنها اسلامية ضرورة التزامها المنهج الشرعي في التعامل، إلا أن مجرد التزامها بهذا المنهج وحده لن يضمن لها أن تؤدي دورها بالكفاءة المطلوبة. ولذلك يجب إقرار الخطط اللازمة من أجل ترقية الأداء واصطفاء الهياكل وتطوير الإدارة والذي التمسناه من خلال عرضنا للشروط المهنية والفنية، فهذا أيضا مؤداه تحقيق قاعدة الإتقان المطلوبة شرعا[1].

تنطلق الدراسة في تحديد الشروط الشرعية لإنشاء السوق المالية الإسلامية من أن الأصل في المعاملات الإباحة إلا ما ثبت اشتماله على مفسد من المفسدات التي حرمتها الشريعة، وبالتالي يفترض من أجل إقامة سوق مالية إسلامية أن تتحقق فيها الشروط التالية :

1- **إعلان التزامها بالشريعة الإسلامية نصوصا ومقاصدا وأحكاما :** وذلك من خلال مراعاة تطبيق قواعد الشريعة الإسلامية وأصولها وأحكامها التي قررها علماء التشريع الإسلامي في إنشاء السوق المالية الإسلامية، وقواعد عملها والإصدارات والتداولات التي تتم فيها، بحيث يتم الحكم على هذه السوق وما يتم داخلها بأنه متوافق مع الشريعة الإسلامية ؛ إذ إن الالتزام بالشريعة ليس مجرد شكليات لا قيمة مضافة من ورائها ؛ بل أحكام لها قيم ومبادئ مختلفة عن السوق التقليدية، فالسوق الإسلامية وإن كانت حرة من حيث إفساحها المجال للمتعاملين بالتعامل كيفما شاؤوا لكنها تمنع ما يؤول إلى توزيع غير عادل للثروة نتيجة الاحتكار أو الاستغلال أو إساءة الائتمان . ويمكن أن نشير أن هذا الشرط يتحقق من خلال الشروط الفنية للسوق المالية الإسلامية والتي تنص على وجود هيئة رقابة عامة للسوق المالية الإسلامية، وهيئات رقابة شرعية للشركات المدرجة والأصول المالية التي يتم إدراجها وتداولها،بحيث تقوم تلك الهيئات العامة أو الهيئات الخاصة بتدقيق أعمال السوق والأصول المالية تدقيقا

[1] كانوريتش هاكيا، مرجع سابق، ص 86.

ينبئ عن مدى التزامها بأحكام الشريعة الإسلامية.

2- **الإباحة الشرعية :** أي أن تكون الأدوات المالية في السوق المالية الإسلامية (أسهم، صكوك أذونات،سلع إذا كانت بورصة سلع، إلى غير ذلك) متوافقة مع الشريعة الإسلامية إصدارا وتداولا.

3- **تكافؤ أطراف العقد ؛** فإن أي عقد حتى يكون صحيحاً ومنتجاً ومحققاً لغاياته الشرعية والاقتصادية يجب أن يكون قائم على قاعدة التكافؤ بين أطراف العقد بمعنى أنه لا يجب أن تميل اختصاصات والتزامات العقد لصالح طرف على حساب طرف آخر، فإذا كانت العقود تجري بهذه الطريقة (الميلان وعدم التكافؤ) هذا يؤدي إلى وجود ظلم وأكل لأموال الناس بالباطل من الناحية الشرعية، ومن الناحية الاقتصادية يؤدي إلى استغلال واستنزاف الموارد واحتكارها. وبالتالي ينبغي في سوق مالية إسلامية أن تكون قواعد العمل تكفل أن يكون تكافؤ أطراف العقد بقدر مناسب لتحقيق العدالة.

فمثلا إذا قام أحد أعضاء الإدارة في المؤسسة المدرجة في البورصة بدون إفصاح مسبق بالقيام بعمليات بيع أو شراء للسهم الذي هو عضو فيه سيؤدي إلى عدم تكافؤ بين طرفي العقد بالنسبة لغيره، حيث سيتخذ قراراته بناء على معلومات غير موجودة عند الآخرين، في حين إذا قام بعمليات بيع أو شراء للأسهم بعد قيامه بالإفصاح المناسب ، وبما يضمن أن المعلومات أصبحت متاحة للجميع ، صار التكافؤ متحقق، لأنه أعطى الطرف الآخر فرصة بأن يتخذ مركز مالي قبل أن يتخذ هو مركزه المالي، فلو قرر عضو مجلس إدارة يمتلك من شركة معينة 30% ، أن يبيع 10% من أسهمها ، فإنه يجب عليه الإعلان عن هذا الخبر قبل قيامه بالبيع، لأن قيامه ببيع 10% هذا معناه زيادة العرض وبالتالي انخفاض السعر، فعليه أن يوضح أسباب قرار بيعه لهذه النسبة لاحتمالية اخفائه معلومات سرية مفادها أن هناك خسارة أو أن هناك عجز مالي، فمثل هذا التصرف يحدث ارباك عند المتعاملين فيؤدي إلى عدم تكافؤ طرفي العقد، ولتفادي هذا كان عليه أن يعلن أن قراره ببيع 10% لم يأتي لأسباب سرية وإنما يعمل على بيان أسباب البيع، فبعد هذا الإعلان يكون حقق للأطراف الآخرين التكافؤ[1].

ويتحقق شرط تكافؤ أطراف العقد من خلال تحقق الشروط المتعلقة بمراقبة التداول والتي تعتبر أكثرها من ضمن الشروط الفنية المذكورة آنفا من مثل : الشفافية المطلوبة عند الإفصاح عن المعلومات وشرط الحوكمة والضبط.

4- **خلو التعاملات من الربا الذي حرمته الشريعة** : إذ لم يبلغ من تغليظ أمر أراد الإسلام إبطاله ما بلغ من تغليظ الربا لما فيه من أكل لأموال الناس بالباطل وما يسببه من أضرار جسيمة ومدمرة للمجتمع

[1] عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز في الاقتصاد الإسلامي،المجلد:20، العدد: 2، المملكة العربية السعودية،2007، ص10.

اقتصاديا واجتماعيا وسياسيا، وهو سبب رئيسي لحدوث الأزمات والفساد المالي والإداري على مستوى محلي ودولي وأحد الأسباب الرئيسية لظاهرة التضخم، ويعرف الربا في الشرع على أنه "الزيادة في أشياء مخصوصة"[1]، ومحرم بالكتاب والسنة والإجماع[2].

وللربا أنواع، فمنه ما هو بيع ومنه ما هو ليس ببيع، فالذي ليس ببيع هو ربا أهل الجاهلية أو ربا الديون وهو الأكثر انتشارا في عصرنا هذا- ويعرف بأنه القرض المشروط فيه الأجل وزيادة مال على المستقرض. أما ربا البيوع أو ربا المعاملات هو الذي يكون في الأعيان الربوية وقد اختلف الفقهاء في عدد أصنافه ويشمل ربا الفضل وعرفه الحنفية بأنه: "زيادة عين مال شرطت في عقد البيع على المعيار الشرعي"، وربا النسيئة وهو "فضل الحلول على الأجل، وربا فضل العين على الدين في المكلين أو الموزونين عند اختلاف الجنس أو في غير المكيلين أو الموزونين عند اتحاد الجنس"[3].

ويشترط لخلو السوق المالية الإسلامية من الربا أن تتم عقود المبادلات أو أسواق العملات وفقا للأحكام والضوابط الشرعية المتعلقة بأحكام الصرف وأحكام القبض، بحيث تتم خالية من كل أنواع الربا وعلى هيئات الرقابة الشرعية التدقيق للتأكد من خلوها من الربا كأن يتم التقابض قبل تفرق العاقدين سواء أكان القبض حقيقيا أو حكميا، وأن يتم التماثل في البدلين اللذين هما من جنس واحد ولو كان أحدهما عملة ورقية والآخر عملة معدنية.

ويظهر ربا الديون في العقود العاجلة بالهامش الذي أساسه الإقتراض بفائدة سواء من طرف بنك ربوي أو السمسار، وفي ظل وجود بنوك إسلامية يمكن أن يتم الحصول على السيولة المطلوبة على أساس أحد طرق التمويل المشروعة كالمضاربة أو المشاركة أو غيرها.

5- يشترط في إصدار الأدوات المالية أن لا تكون لها خصائص مالية تؤدي إلى ضمان رأس المال أو ضمان قدر من الربح أو تقديمها عند التصفية أو عند توزيع الأرباح.[4]

6- موافقة الغرض من الأداة المالية وطريقة استغلالها واستثمارها مع الشريعة الإسلامية : وذلك من خلال تحديد الأغراض المسموح إصدار الأدوات المالية لأجلها، وتحديد مواصفات الغرض التي هي جزء من الشروط الشرعية، كأن يكون الغرض مباحا، وأن ينتج الغرض قيمة مضافة، وبالتالي لا تقبل السوق المالية الإسلامية إصدار صكوك وأدوات مالية لتغطية أغراض اقتصادية أو استثمارية غير محتاج لها أو غير مناسبة للوضع الحالي أو للمرحلة الاقتصادية الحالية، فإذا كانت مثلا دولة ما

[1] ابن منظور: لسان العرب، دار المعارف، القاهرة- مصر،1981م

[2] موافي أحمد، الضرر في الفقه الإسلامي، رسائل جامعية (4)، السعودية، دار بن عفان، المجلد الأول، الطبعة الأولى،2007، ص 175.

[3] كانوريتش هاكيا، مرجع سابق، ص 86.

[4] مجمع الفقه الاسلامي، قرار رقم 63 (7/1) بشأن الأسواق المالية، مرجع سابق، ص ص 211-216.

تمر بأزمة اقتصادية، فينبغي أن لا تقبل السوق إصدار صكوك لتمويل استيراد منتجات استهلاكية كمالية ليست ذات قيمة، في حين أن الدولة محتاجة لدعم قطاع الصناعة والقطاع العقاري وما إلى ذلك، لأن الغرض قد يتغير في لحظة معينة، ففي دولة اقتصادية منتعشة وقوية لا مانع من استيراد المسليات والمرفهات وما إلى ذلك، لكن في ظل دولة اقتصادية لها مشكلة في دفع الرواتب لا نصدر أدوات مالية وصكوك تغطي هذا القطاع الكمالي، وهنا يأتي دور الشروط المهنية والفنية والرقابة والتدقيق الشرعي وتحقيق الكفاءة الاقتصادية، لأنه يجب تخصيص الموارد للأكفأ.

7- الخلو من الغرر، والغرر اصطلاحاً "هو ما كان مستور العاقبة، أي مجهول العاقبة، وبعبارة أخرى: ما كان على خطر الوجود والعدم، أو الحصول وعدمه". وهو: "ما تردد بين أمرين ليس أحدهما أظهر" وعند ابن القيم: "مالا يعلم حصوله، أو لا تعرف حقيقته ومقداره"، ويقول الرملي"الغرر ما احتمل أمرين أغلبهما أخوفهما"، وجاء نص معيار الغرر من هيئة المحاسبة:

الغرر: صفة في المعاملة تجعل بعض أركانها مستورة العاقبة (النتيجة)، أو هو: ما تردد أثره بين الوجود والعدم،ويكون العقد عندها دائراً بين احتمال الربح أو الخسارة". وخلاصة القول أن بيع الغرر هو البيع الذي يتضمن خطراً يلحق أحد المتعاقدين فيؤدي إلى ضياع ماله[1].

وينقسم الغرر من حيث مقداره إلى كثير ومتوسط ويسير، وينقسم من حيث أثره إلى مفسد للمعاملة أو غير مفسد لها. فالمتوسط يكون في الجعالة[2] والحراسة مثلا، واليسير الذي لا يكاد يخلو منه أي عقد وليس من شأنه أن يؤدي إلى نزاع مثل بيع الدار دون رؤية أساسها. فاليسير والمتوسط لا يؤثرا في العقد، أما الكثير فهو ما غلب على العقد حتى أصبح العقد يوصف به ومن شأنه أن يؤدي إلى النزاع، وهذا يتأثر باختلاف البيئات والعصور ومرجعه إلى العرف مثل بيع الثمر قبل ظهوره والإجارة إلى أجل مجهول، وهذا الغرر يؤثر في العقد فيفسده[3].

إن الأصل في الغرر التحريم، إذ لا يجوز شرعا إبرام عقد أو اشتراط شرط فيه غرر يفسد المعاملة. والغرر الذي تضمن خداعا أو تدليسا حرام ومنهي عنه، وعقد فيه غرر يعد باطلا، وذلك لحديث رسول الله صلى الله عليه وسلم أنه نهى عن بيع الحصاة[4] وبيع الغرر[5].

إلا أن هناك اختلاف بين الفقهاء حول المقصود بالغرر في التعاملات المالية التي تتم في السوق المالية، حيث

---

[1] القطان محمد، اثر الغرر على الوفاء في العقود والآثار المترتبة على عدم تسليم المعقود، مؤتمر هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، (26-27 /2010/05)، جدة، السعودية، ص3.

[2] الجعالة: هي ما يعطاه الإنسان على أمر يفعله، أي يجعل له.

[3] هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (2007)، معيار الغرر رقم (31)، مرجع سابق، ص: 354.

[4] بيع الحصاة: وهو البيع بإلقاء الحجر،كان معروفا في الجاهلية وقد ورد النهي عنه.

[5] القطان محمد، مرجع سابق، ص 3.

يعتبر بعضهم أن بيع أصول مالية غير مملوكة (والذي يتم في السوق من خلال ما يسمى بالبيع على المكشوف) يعد غررا مستدلين في ذلك بحرمة بيع الإنسان ما ليس عنده المفسد لعقد البيع، ومن المعلوم أن علة النهي عن بيع ما لا يملك هي "العجز عن التسليم"، والظاهر لنا أنها منتفية في معاملات السوق المالية كون المتعامل يلتزم بتسليم ما باعه عاجلا في الموعد المحدد، وذلك بشرائه من السوق لأجل التسليم، وعليه إذا اشترط أن تنتهي الصفقة في البيع على المكشوف بين البائع والمشتري، بالتسلم والتسليم، والتملك والتمليك وأنه تم الإستعاضة عن ذلك بالتسوية النقدية، فهو دليل على أن أغراض المتعاقدين المضاربة غير المشروعة ويقصد بالمضاربة هنا التعامل في الأصول المالية بالبيع والشراء في الأسواق المالية وليس المضاربة الفقهية [*] .

وعرفت المضاربة بتعريفات كثيرة تدور في مجملها على البيع والشراء للأداة المالية بقصد تحقيق الربح من فروق الأسعار، ولا يكون مقصود مقتني الأداة الاستثمار بقصد الربح من ريع السهم وربحه الدوري. فلا مانع من ذلك في ظل توافق مجموعة الشروط السابقة أي عندما تتحقق كل الشروط الشرعية للسوق المالية الإسلامية تصبح المضاربة جائزة، لأن التجار لا يقتنون ما يقتنونه من أجل التملك وإنما من أجل تحقيق الفروق السعرية، ففي كل قطاعات الاقتصاد والتجارة المستثمرون لا يقصدون تملك أعيان أدواتهم المالية وبضائعهم وعقاراتهم وغير ذلك، وإنما يقصدون تحقيق الفروق السعرية، فإذا انتفى الغرر،والجهالة،والتلاعب لا مانع من كون هذه طريقة مشروعة للاستثمار في ظل أن الفروق السعرية تنتج عن أسباب مصوغة من مثل نجاح الأداة المالية أو نجاح مصدرها، فشركة ناجحة يرتفع تلقائيا سعر سهمها وشركة فاشلة ينخفض،ويجدر التنبيه إلى أن الممارسات التي يسلكها بعض المضاربين للتأثير على الأسعار، مثل الإشاعات وعقد الصفقات الوهمية لا يؤثر على حقيقة المضاربة. لأن البيع والشراء بقصد الحصول على الفروق المصطنعة لا يتنافى مع المضاربة من حيث حقيقتها[1].

وعليه إذا روعي في معنى المضاربة العمل الذي تقوم به المضاربة وهو البيع والشراء بقصد الربح تكون المضاربة - بالاصطلاح المعاصر - نوعاً من المتاجرة والسعي لطلب الكسب، وأما إذا روعي في المضاربة معنى الكلمة المترجمة وهو التخمين والتنبؤ فإن الترجمة تكون غير دقيقة[2].

وللحكم على مشروعية المضاربة يجب بيان حقيقتها وليس الحكم عليها بناءا على طبيعة سلوك المضاربين، ذلك أن المضارب قد يسلك طرقاً مشروعة، وقد يسلك طرقاً محرمة، وهذا لا ينافي حقيقة المضاربة. كما أن التاجر

---

[*] إن المضاربة في السوق المالية التقليدية هي مراهنة على سعر السهم، وتنطبق عليها شروط الغَرر المحرم، وبها أضرار مشابهة لأضرار القمار، ولها أضرار اقتصادية كبيرة متحققة على المؤسسات المالية وعلى سوق المال والمتعاملين فيها، وعلى الاقتصاد.

[1] آل سليمان مبارك، مرجع سابق، ص 63.

[2] العمراني عبد الله، التلاعب في الأسواق المالية – دراسة فقهية-، الدورة العشرون للمجمع الفقهي الاسلامي المنعقدة في مكة المكرمة في الفترة من 25-2010/12/29، السعودية، ص: 21.

قد يسلك في تجارته طرقاً مشروعة وقد يسلك طرقاً محرمة، ولا ينافي ذلك حقيقة التجارة. وعليه فإن المضاربة المشروعة في السوق المالية الإسلامية هي التي تخلو من الممارسات غير المشروعة كالاحتيال والتلاعب والكذب والاشاعات ونحوها.

وبالتالي يمكن وضع الشروط التالية للمضاربة المشروعة في السوق المالية الإسلامية[1]:

1) أن تتم عملية البيع أو الشراء بسعر معروف مسبقًا.
2) أن تكون المخاطرة محسوبة ومبنية على قدرة تنبؤية لدى المضارب[2]. أي أن لا تخرج المضاربة عن حدود المخاطرة المقبولة والمبنية على أسس مسببة للاستفادة من الفروق الطبيعية للأسعار.
3) أن لا تصاحبها ممارسات غير أخلاقية كالكذب والإشاعات والإحتكار وتقديم المعلومات المضللة.
4) أن لا تقوم على أساس ممارسات غير مشروعة تتعلق بأسلوب التعاقد كالبيع الصوري، بيع ما لا يملك وبيع ما لم يتم قبضه.
5) أن لا تشتمل المضاربة على أي محظور شرعي كالربا أو العقود الصورية، أو الغرر المنهي عنه أو الغبن أو الاحتكار أو بيع الإنسان ما لا يملك أو بيع الكالئ بالكالئ، أو غير ذلك من المحظورات التي نهى عنها الشارع.

ويتحقق الغرر في صيغ كثيرة من التعاملات التي تتم في الأسواق المالية التقليدية خاصة في المستقبليات والبيع على المكشوف. إذ أهم أسباب منعها الغرر، وليس فيها جهالة لأن الأصل المالي واضح ومحدد وسعره محدد أيضا ولكن الغرر موجود في مدى إمكانية إنهاء البيع بالتسليم أو عدمه، ففي لحظة تنفيذ العقد قد لا يتمكن البائع من أن يسلم، وهو الغرر، أما الجهالة فيمكن أن تكون في الثمن فبالتالي قد يكون موجود ولكن مجهول الثمن أو مجهول الكمية فبالتالي ليس فيه غرر ولكن فيه جهالة. وعليه يجب الحرص على التأكد من أن جميع المعاملات التي تتم في السوق خالية من الغرر المحرم.

[1] آل سليمان مبارك، مرجع سابق، ص 63.
[2] القطان محمد، مرجع سابق، ص 3.

المبحث الثالث :ماهية الهندسة المالية التقليدية

رغم مرور أكثر من ربع قرن على التعامل بأدوات الهندسة المالية ، إلا أن المختصون والمتعاملون لا زالوا ينقسمون و بصورة واضحة إلى فرقين متعاكسين ، ففي حين يصر الفريق الأول على الحذر من التعامل بهذه الأدوات الجديدة وعدم التعامل بها إطلاقا بسبب المخاطر الكبيرة التي تصاحبها . أما الفريق الأخر أكثر تفاؤلا حيث يرى بأن هذه التقنية من خلال ما توفره من أدوات تعد مفتاحا لحل العديد من المشاكل والمصاعب التي تواجه المتعاملين في الأسواق المالية عن طريق إمكانية استعمالها في إدارة المخاطرة بصورة فعالة نظرا للمرونة العالية والتنوع الكبير فيها وسنتطرق للموضوع فيما يلي

المطلب الأول : نشأة الهندسة المالية التقليدية

إن التطورات في الاقتصاد العالمي منذ السبعينيات من القرن العشرين، وما عرفته التعاملات الاقتصادية من تحرير مالي شامل للأسعار (أسعار الصرف، الفوائد حقوق الملكية أي الأسهم، السلع) والثورة التكنولوجية لوسائل الإعلام والاتصال جعل من الأسواق العالمية ومؤسسات الوساطة المالية محاطة بمخاطر مالية أثّرت بشكل واسع على عوائد استثماراتها الشيء الذي جعل من تدخل صناعة الهندسة المالية ضروريا ولابد منه لاستحداث طرق تمويلية ووسائل واستراتيجيات مالية جديدة (كالمشتقات المالية) تسمح بتمويل حاجات الأطراف الاقتصادية بِيُسرٍ مع ضمان تحقيق تدفقات نقدية معتبرة لاستثماراتهم (سواء كانوا أفراد،شركات،مؤسسات مالية أو حكومات). وهذا ما أطلق عليه بثورة الابتكارات والإبداعات المالية في مجالات إدارة المخاطر وعمليات التحوط منها، إضافة إلى توسيع قاعدة التبادلات المالية في الأسواق المالية الدولية مما سمح تضخيم طاقات التمويل المحصلة من وإلى هذه الأسواق.

بالتالي فإن نشأة الهندسة المالية قد جاءت في بيئة اقتصادية عالمية عمتها المخاطر المالية وحالات عدم التأكد والتغيرات المستمرة في مختلف القيم الاقتصادية الجزئية والكّلية، وكذلك الاعتمادية التقليدية على الاقتصاد المنحصر في حدود التبادل التجاري فقط عوض الاستثمار المالي الدولي الذي يلعب دورا هاما في إدارة التنمية بجانب الموارد الوطنية. ففي ظل هذه الظروف ظهرت الحاجة للانتقال إلى اقتصاد مالي متطور يخلق مصادر استثمارية جديدة ويخدم مصالح الأفراد والمؤسسات والدول ويعزز التكتلات الاقتصادية والرفاهة الاقتصادية ويمكن استعراض بعض الظواهر التي تسببت في نشأة الهندسة المالية وتحول الاقتصاد العالمي من خلال النقاط التالية[1] :

- توجه النسب العالمية من الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الدول الصناعية الكبرى بحثًا عن العائد الأعلى

[1] هاشم فوزي دباس العبادي ، الهندسة المالية و أدواتها، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص 110.

والمخاطر الأقل.

- نقص معدلات الميل الحدي للادخار في غالبية دول العالم الثالث (الادخارات الفردية والمؤسسية والحكومية).
- نقص عدد فرص الاستثمار.
- تزايد مخاطر الاستثمار.
- ارتفاع تكلفة التمويل بالاقتراض.
- تزايد فرص تدخل مؤسسات التمويل الدولية في إدارة الاقتصاديات الوطنية في حالة الاعتماد على المديونية الدولية.
- أدى فرض احتياطات لتجنب خسائر القروض الدولية إلى تعقيد وتقليص فرص زيادة رأس المال.

المطلب الثاني : مفهوم الهندسة المالية التقليدية

للهندسة المالية العديد من التعاريف و سنختصر على ذكر أهمها فيما يلي:

- الهندسة المالية هي تصميم وتطوير أدوات مالية يمكن من خلالها معالجة المشكلات المالية والاقتصادية [1].

- الهندسة المالية هي عملية التطوير والتطبيق المبتكر للنظرية المالية والأدوات المالية لإيجاد حلول للمشاكل المالية المعقدة ولاستغلال الفرص المالية.. فالهندسة المالية ليست أداة، بل هي المهنة التي تستعمل الأدوات[2].

تساعد الهندسة المالية في تنمية ابتكارات تسهم في تحسين ما يسمى بالاقتصاد الحقيقي. إلاّ أن النجاح في ذلك مرهون بالمفهوم الحقيقي للهندسة المالية، الذي يرتبط بالمهمة الوظيفية التي يقدمها الابتكار المقدم. بعبارة أخرى ينبغي أن ينطوي الابتكار الذي تقدمه الهندسة المالية على أدوات تمويل وأنظمة وعمليات تسهم في تحسين الأداء وزيادة الربحية مع تحقيق المكاسب لكل أطرافها أو على الأقل البعض منها دون أن يكون ذلك على حساب أطراف أخرى مشاركة.

وعليه، يمكن استخلاص مفهوم الهندسة المالية بأنّها التطبيق العملي لمبادئ علمية لصياغة حلول عملية للمشاكل المالية انطلاقًا من تصميم ابتكار وتطوير تقنيات ومنتجات مالية وخدمات مفيدة. فالهندسة المالية ليست لغزا أو مسالة صعبة، إنّما هي علم وفن ممكن يمارس إذا ما توافرت المعرفة والتفكير في مجال الإدارة

[1] شوقي جباري، فريد خميلي: دور الهندسة المالية في علاج الأزمة المالية، المؤتمر العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمان- الأردن،1-2ديسمبر2010،ص13.

[2] هاشم فوزي دباس العبادي ، مرجع سابق، ص 86.

المالية، كما أنّها ليست فنًا جديدا، فبيع الأصول ثم تأجيرها هو هندسة مالية والسهم الممتاز الذي له بعض سمات السهم العادي وبعض سمات السند هو الأخر من منتجات الهندسة المالية والأوراق المالية القابلة للتحويل إلى أسهم عادية هندسة مالية.

المطلب الثالث : أدوات الهندسة المالية التقليدية

لقد اتضح لنا من خلال المطلب السابق مدى أهمية فلسفة الهندسة المالية باعتبارها عملية تطويرية، إذ أنّه لا يمكن لأحد أن ينكر الدور الذي تؤديه في تنشيط البورصات المالية العالمية، وكذا بوصفها ابتكارات جديدة في المنشآت الاستثمارية بصورة عامة. فضلاً عن الأثر الذي أحدثته في التفكير الاستراتيجي للمنشآت المالية والمصرفية وظهور الأسواق المالية. لذا فالهندسة المالية تملك القدرة على تخفيض تكاليف النشاطات القائمة والتقليل من مخاطرها، وتجعل من الممكن تطوير منتجات وأدوات الهندسة المالية مع التركيز أكثر على المشتقات المالية واستراتيجيات التعامل بها للوصول في الأخير إلى استنتاج بعض الفوائد والمخاطر المتعلقة بهذه الأدوات.

إن الخطوة الأولى في وضع سياسة الاستثمار في الأوراق المالية تتضمن أهداف المستثمر وقيمة ثروته التي يمكن توجيهها إلى هذا الاستثمار، وحيث أنه قد ثبت بالدليل العلمي أن هناك ارتباط موجب بين الخطر والعائد.[1] فإنّه من غير المعقول أن يقول المستثمر أن هدفه هو (تحقيق أكبر قدر من المال)، والمقبول هو أن يذكر أن هدفه هو (تحقيق قدر كبير من المال مع الاعتراف بأ ن هناك احتمالاً بأ ن يحقق خسائر كبيرة) ولهذا يجب أن يتضمن الهدف عنصري العائد والخطر في نفس الوقت. بالتالي يمكن اعتبار مصطلح صناعة الاستثمار جميع المهن والحرف المرتبطة بالتمويل والاستثمار المالي والعقاري و التأمين.

وعلى ضوء سياسة الاستثمار هذه، فإن أدوات الهندسة المالية تضم مجموعة واسعة ومتعددة من الأدوات المالية، خاصة المشتقات منها، ذلك أن الاقتصاديين اعتادوا على اعتبار أدوات الهندسة المالية هي مشتقات مالية بالدرجة الأولى. وكما هو الحال في مفهوم الهندسة المالية فإن أدواتها أخذت حيزا كبيرا من تفكير الكتاب والباحثين وقدمت لها العديد من التعاريف، من أهمها: عبارة عن عقود مالية تتعلق بفقرات خارج الميزانية وتتحدد قيمتها بقيم واحد أو أكثر من الموجودات أو الأدوات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها. أو هي عبارة عن عقد تعتمد قيمته على أو تشتق من قيمة أحد الموجودات الضمنية أو من سعر مرجعي أو مؤشر. إضافة إلى اعتبارها أدوات ووسائل تتيح لمستخدميها قدرا كبيرا من التحوط ضد المخاطر، وهي في غاية الأهمية لأي سوق مالية في مرحلة التطور والنضج[2].

[1] هاشم فوزي دباس العبادي ، مرجع سابق، ص 86.
[2] شوقي جباري، فريد خميلي، مرجع سابق، ص45.

وبالتالي، يمكن في الأخير استخلاص مفهوم أدوات الهندسة المالية بصفة عامة على: "أنّها جميع الأدوات المالية الجديدة والتقليدية التي تسمح بشراء أو بيع مخاطر مستقبلية. كما تساعد على سيولة الأسواق وتستعملها البنوك كضمانات ضد المخاطر المالية، كما أنّها عبارة عن وسائل لتحقيق أرباح المستثمرين مقابل تحمل مخاطر محسوبة" وعليه، يمكن تصنيف أدوات الهندسة المالية كالتالي[1]:

- **الأسهم :** يعرف السهم بأنّه" صك قابل للتداول يصدر عن شركة مساهمة ويعطي حق الملكية لحامله ليمثل حصته في رأس مال الشركة، حيث تعتبر الأسهم أداة التمويل الأساسية لتكوين رأس في شركات المساهمة ذلك بعد طرحها للاكتتاب العام في السوق الثانوية(سوق التداول على مستوى البورصة).
- **السندات:** يعرف السند بأنّه: " ورقة مالية ذات قيمة اسمية واحدة قابلة للتداول تصدرها الشركة المساهمة وتطرحها للحصول على قرض تتعهد الشركة بموجبها بسداد القرض وفوائده وفقًا لشروط الإصدار.
- **المشتقات المالية:** يمكن تعريف المشتقات على أنّها: " عقود وأدوات مالية اشتُقت قيمتها من قيمة ما قد تكون أصل(أسهم، سندات، رهون عقارية...) أو مؤشر(سعر الفائدة، سعرالصرف...) أو مشتقات ديون حيث تُشتق قيمتها من الدين، وتسجل القيمة الاسمية للمشتقات خارج الميزانية حتى وإن كانت القيمة الحقيقية للأصل تسجل في الميزانية وللمشتقات المالية أنواع متعددة أهما[2]:
  - **عقود الخيارات :** يمكن تعريف الخيارات بأنّها عبارة عن: اتفاقيات تعاقدية خاصة تعطي لحاملها الحق في شراء أو بيع الموجودات بسعر ثابت وفي أي وقت قبل التاريخ المعطى. ويتكون عقد الخيار من عدة أركان من بينها:

مشتري الحق: وهو الذي له حق الخيار من محرر الاتفاقية ويدفع مقابل ذلك الحق مبلغًا يتفق عليه كمكافأة أو تعويض للطرف الثاني محرر الاتفاقية أو العقد.

محرر حق الخيار: هو الذي يقوم ببيع حق الخيار لصالح المشتري ويحصل مقابل ذلك على مكافأة أو تعويض من مشتري الحق ويجب عليه التنفيذ إذا رغب مشتري الحق في ذلك.

سعر التنفيذ: يمثل السعر المحدد للورقة المالية أو الموجود عند إبرام الاتفاقية بين مشتري الخيار

[1] آل سليمان مبارك، مرجع سابق، ص 63.
[2] القطان محمد، مرجع سابق، ص 33.

وبين محرره، وهو السعر الذي سوف يتم تنفيذ العقد أو الاتفاقية عليه.

- **العقود الآجلة والعقود المستقبلية:** هي مشتقة بسيطة حيث تمثل اتفاق على بيع أو شراء أصل في وقت مستقبلي مقابل سعر معين. ويكون فيها المشتري صاحب المركز الطويل بينما البائع صاحب المركز القصير، وغالبا ما يكون العقد بين مؤسستين ماليتين أو بين مؤسسة مالية وأحد عملائها من المنشأت، ولا يتم تداوله في البورصة عادة [1].

- **عقود المبادلات:** تدعى عقود المبادلة أيضا بالمقايضات وهي التزام تعاقدي يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي أو موجود معين مقابل تدفق نقدي أو موجود أخر، بموجب شروط تنفيذ معينة يتفق عليها عند التعاقد.

- **مشتقات القروض:** يمكن أن يعتبر كمشتق قرض كل أداة مشتقة تسمح بالحماية من خطر القرض

للأصل محل التعاقد، هذا الأصل قد يكون سندا أو قرضا بنكيا أو مبادلات. و بما أنه يوجد

الكثير من أدوات التحوط ضد هذا الخطر فمصطلح مشتقات القروض هو مصطلح عام يشمل

كل هذه الأدوات. أما خطر القرض المقصود هنا فهو مزيج خطر عجز أحد الطرفين وتكلفة هذا العجز المحتمل.

[1] القطان محمد، مرجع سابق، ص 35.

المبحث الرابع : الهندسة المالية الإسلامية

سنحاول في هذا المبحث التعرف على مفهوم الهندسة المالية الإسلامية، أسباب ظهورها، وماهي أهم البدائل والمنتجات المالية التي تقدمها الهندسة المالية الإسلامية.

المطلب الأول: ماهية الهندسة المالية الإسلامية

الفرع الأول: تعريف الهندسة المالية الإسلامية

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"[1].

ما يلاحظ في هذا التعريف أنه يشبه تعريف الهندسة المالية التقليدية مع وجود اختلاف واحد ولكنه اختلاف جوهري وهو ضرورة ابتكار وتطوير الأدوات التمويلية...الخ في إطار توجيهات وقواعد الشريعة الإسلامية، بمعنى أن الأدوات المالية المبتكرة بعيدة عن المعاملات المحرمة التي نهت عنها الشريعة الإسلامية،وعلى هذا الأساس فالهندسة المالية الإسلامية تتضمن ما يلي:

- ابتكار أدوات مالية جديدة.
- ابتكار آليات تمويلية جديدة.
- ابتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية.
- ضرورة أن يكون الابتكار متوافق مع الشريعة الإسلامية.[2]

انطلاقا من التعريف أعلاه يمكن القول بأن الهندسة المالية الإسلامية تعني التصميم والتطوير والتنفيذ لمنتجات وأدوات مالية مبتكرة، من أجل إيجاد حلول إبداعية لمشاكل التمويل تجمع بين المصداقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية.

---

[1] شوقي جباري، فريد خميلي: دور الهندسة المالية في علاج الأزمة المالية، المؤتمر العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي،جامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمان الأردن،1 ديسمبر 2010 ص:13.

[2] سامي بن إبراهيم السويلم: صناعة الهندسة المالية (نظرات في المنهج الإسلامي)، مركز البحوث، شركة الراجحي المصرفية للاستثمار، بيت المشورة، الكويت، 2004 ، ص:10.

الفرع الثاني: تاريخ الهندسة المالية في الإسلام

ظهرت الهندسة المالية الإسلامية منذ أكثر من 1400 سنة، أي مع مجيء الشريعة الإسلامية بالأحكام الشرعية، حيث دعت هذه الأخيرة إلى الإبداع والابتكار لحل المشاكل المالية وإشباع الحاجات الاقتصادية للمسلمين لكن في إطار القواعد والضوابط الشرعية ودليل ذلك توجيه رسول الله لذلك الرجل الذي استعمله على خيبر عندما جاءه بتمر جنيب، قال له الرسول ﷺ ((أكل تمر خيبر هكذا؟)). فقال الرجل: لا و الله يا رسول الله! إنا لنأخذ الصاع من هذا بالصاعين والصاعين بالثلاثة, فقال رسول الله ﷺ ((لا تفعل, بع الجمع بالدراهم, ثم ابتع بالدراهم جنيباً))[1] في هذا الحديث نهى رسول الله صلى الله عليه وسلم الرجل عن فعل الربا،ثم أرشده إلى الحلال، حيث أمره ببيع التمر الرديء بالدراهم ثم شراء التمر الجيد بتلك الدراهم.

لكن الملاحظ أن الشريعة الإسلامية لم تأت بتفصيل هذه الحلول، وإنما جاءت بتفصيل ما لا يحل من المعاملات المالية[2]، فالأصل في المعاملات الإباحة إلا إذا جاء النص بتحريمها، ودليل ذلك قوله تعالى: ﴿كل الطعَامِ كَانَ حِلا على بَنِي إِسْرَائِيلَ إلا مَا حَرمَ إِسْرَائِيلُ عَلَى نفَسِهِ ﴾[3] ، و على هذا الأساس فالشريعة الإسلامية لم تحجر دائرة الابتكار، وإنما العكس، حجرت دائرة الممنوع، وأبقت دائرة المشروع متاحة للجهد البشري في الابتكار والتجديد[4].

---

[1] رواه البخاري ومسلم.

[2] سامي بن إبراهيم السويلم: صناعة الهندسة المالية (نظرات في المنهج الإسلامي)، مرجع سابق، ص: 11.

[3] سورة آل عمران: الآية (93).

[4] عبد الرحيم عبد الرحمان الساعاتي: نحو مشتقات مالية إسلامية لإدارة المخاطر التجارية، مجلة الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، المجلد2،جدة-السعودية،1999،ص:57.

الفرع الثالث: أسس ومبادئ الهندسة المالية الإسلامية

أولا: أسس الهندسة المالية في الإسلام

تضمنت الشريعة الإسلامية الأسس الضرورية لقيام الهندسة المالية الإسلامية، ودليل ذلك قوله صلى الله عليه وسلم ((من سن في الإسلام سنة حسنة فله أجرها وأجر من عمل بها إلى يوم القيامة، لا ينقص ذلك من أجورهم شيئا، ومن سن في الإسلام سنة سيئة فعليه وزرها ووزر من عمل بها إلى يوم القيامة لا ينقص ذلك من أوزارهم شيئا))[1].

هذا الحديث يمثل الأساس الأول في الحث على الإبداع والابتكار الذي ينفع المسلمين ويحقق المصلحة الشرعية، أي أنه يدعوا إلى إيجاد الحلول للمشاكل المختلفة المالية وغير المالية طالما كانت في مصالح العباد،أيضا الدعوة للاجتهاد وضرورة مواصلته تعتبر من الموجهات الإسلامية القيمة التي تدعو إلى التجديد باستمرار ضمانا لحسن الأداء، وبالتالي المنافسة بإيجابية في سوق الخدمات المالية وأيضا في غيره من المسائل الحياتية للمجتمع المسلم[2].

قلنا آنفا يجب أن يكون الابتكار والإبداع في إطار القواعد والضوابط التي وضعها الشارع الحكيم، لهذا نبه الحديث إلى خطورة الابتكار الضار غير المشروع، إذ يتحمل الشخص في هذه الحالة مثل أوزار من تبعه،فالحديث ينبه على القاعدة الاقتصادية المعروفة(ارتباط العائد بالمخاطرة) وكلما كان العائد المحتمل أكبر، كلما كانت الخسارة المحتملة أكبر، فكما أن فضل الابتكار النافع كبير فكذلك وزر الابتكار الضار.[3]

ثانيا: الأسس العامة للهندسة المالية الإسلامية

1. تحريم الربا والغرر: يقصد بالربا في اللغة الزيادة، وهو في الشرع الزيادة على أصل المال من غير عقد تبايع ، أما أدلة تحريمه من الكتاب والسنة في كثيرة، نذكر منها قوله تعالى: ﴿يَا أَيهَا الذِينَ آمَنُواْ اتقُواْ اللّهَ وَذَرُواْ مَا بَقِيَ مِنَ الربَا إِن كُنتُم مؤْمِنِينَ)[4] وقال رسول الله ﷺ ((اجتنبوا السبع الموبقات))[5] وذكر منها "الربا".

---

[1] رواه مسلم وأحمد والترمذي والنسائي وابن ماجه.

[2] فتح الرحمن علي صالح: أدوات سوق النقد الإسلامي، موقع الكتروني: http://iefpedia.com/arab/?p= 7798 ،تاريخ التصفح:2015/11/19.

[3] سامي بن إبراهيم السويلم: صناعة الهندسة المالية (نظرات في المنهج الإسلامي)، مرجع سابق، ص 12.

[4] سورة البقرة: الآية:(278).

[5] رواه البخاري ومسلم.

أما كلمة الغرر في اللغة فتعني الخطر والجهالة [1]، وقد نهى رسول الله ﷺ عن بيع الغرر،فعن أبي هريرة قال: ((نهى رسول الله عن بيع الحصاة، وعن بيع الغرر))[2] ومن أمثلة بيع الغرر البيوع المجهولة كبيع السمك في الماء والطير في الهواء وما كان له ظاهر يغري المشتري وباطن مجهول، فالغرر إذن هو ما كان مجهول العاقبة والذي لا يدري أيحصل أو لا، وهو يكون في المبيع وفي ثمنه، والغرر يغتفر فيما بابه البر والإحسان، ويؤثر فيما بابه المعاوضات.

2. حرية التعاقد: يقصد بحرية التعاقد إطلاق الحرية للناس في أن يعقدوا من العقود ما يرون، وبالشروط التي يشترطون غير مقيدين إلا بقيد واحد، وهو ألا تشتمل عقودهم على أمور قد نهى عنها الشارع، وحرمها كأن يشتمل العقد على الربا، أو نحوه مما حرمته الشريعة الإسلامية. فما لم تشتمل تلك العقود على أمر محرم بنص أو بمقتضى القواعد العامة المقررة التي ترتفع إلى درجة القطع واليقين، فإن الوفاء بها لازم، والعاقد مأخوذ بما تعهد به، وإن اشتملت العقود على أمر حرمه الشارع فهي فاسدة، أو على الأقل لا يجب الوفاء بالجزء المحرم منها.[3]

3. التيسير ورفع الحرج: والمراد من التيسير التسهيل, بمعني أن يقوم بها من غير عسر أو حرج أي بدون مشقة, والمراد من الحرج الضيق, فإذا صار العبد في حالة لا يستطيع معها القيام بالعبادة علي النحو المعتاد فإن الله سبحانه وتعالي يرخص له في أدائها حسب استطاعته, وقد عبر العلماء عن هذه القاعدة بقولهم "المشقة تجب التيسير" إذ يقول تعالى: ﴿لاَ يُكَلفُ اللّهُ نفَسًا إلا وُسْعَهَا﴾.[4]

ويقول تعالى أيضا: ﴿وَمَا جَعَلَ عَلَيْكُمْ فِي الدينِ مِنْ حَرَجٍ ﴾[5] .وقال رسول الله ﷺ ((إن الدين يسر ولن يشاد الدين أحد إلا غلبه))[6] ويظهر أثر هذه القاعدة واضحا في التكاليف الشرعية, فالله جل وعلا لم يفرض على المؤمنين من العبادات إلا ما وسعهم, ففي مجال المعاملات نجد القاعدة مطردة حيث جعل الله سبحانه باب التعاقد مفتوحا أمام العباد وجعل الأصل فيها الإباحة, ولم يضع من القيود إلا تلك التي تمنع الظلم أو تحر م أكل أموال الناس بالباطل.

---

[1] ابن منظور: لسان العرب، دار المعارف، القاهرة-مصر، 1981 ، ص3233،ص3234.
[2] رواه مسلم.
[3] أحمد الشرباصي: المعجم الاقتصادي الإسلامي، دار الجيل، بيروت- لبنان، 1981 ، ص: 190.
[4] سورة البقرة: الآية(286).
[5] سورة الحج: الآية(78).
[6] رواه البخاري.

4. التحذير من بيعتين في بيعة واحدة: تقوم الهندسة المالية الإسلامية أيضا على أساس أخر وهو النهي عن بيعتين في بيعة واحدة، وقد قلنا سابقا أن الابتكار في الهندسة المالية ليس مجرد الاختلاف عن السائد، بل لا بد أن يكون هذا الاختلاف متميزا إلى درجة تحقيقه لمستوى أفضل من الكفاءة والمثالية، لذا فلا بد أن تكون الأداة أو الآلية التمويلية المبتكرة تحقق ما لا تستطيع الأدوات والآليات السائدة تحقيقه، فإذا كان مجموع بيعتين يساوي بيعة واحدة من نوع آخر، فلا معنى للجوء إلى البيعتين سوى الالتفاف حول الأنظمة التي تمنع تلك البيعة الواحدة أو تقيدها ، ومن صور بيعتين في بيعة نجد: بيع العينة، وهو أن يبيع شيئا من غيره من غيره بثمن مؤجل ويسلمه إلى المشتري، ثم يشتريه قبل قبض الثمن بثمن نقد أقل من ذلك القدر[1].

وقاعدة النهي عن بيعتين في بيعة واحدة هي أهم أسس الهندسة المالية وفق المنهج الإسلامي، وترجع أهميتها إلى أنها تجمع بين المصداقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية.

ثالثا: الأسس الخاصة بالهندسة المالية الإسلامية

توجد أربعة مبادئ أو أسس خاصة بالهندسة المالية الإسلامية، يمكن تلخيصها كما يلي[2]:

- الوعي بالسوق وبأحواله من قبل القائم بالتطوير والابتكار؛

- الإفصاح، حيث يتم بيان المعاملات التي تؤديها الأدوات المبتكرة والمطورة من أجل سد جميع الثغرات لكي لا تحيد عن هدفها الأساسي؛

- المقدرة، ونقصد بها وجود مقدرة رأسمالية تمكن من الشراء والتعامل؛

- الالتزام بالشريعة الإسلامية في التعامل، وبالتالي عدم التعامل بالأدوات والمعاملات المحرمة مثل: بيع العينة، الربا والغرر.

[1] عبد العظيم بن بدوي الخلفي: الوجيز في فقه السنة والكتاب العزيز، ط 3، المنصورة-مصر، 2001 ، ص: 341.

[2] عبد الكريم قندوز: الهندسة المالية الإسلامية ودورها في إنشاء وتطوير السوق المالية الإسلامية وإمدادها بالأدوات المالية الشرعية، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات (الواقع والآفاق)، جامعة الإمارات العربية المتحدة-دبي، 6-7 مارس 2007 ص9.

الفرع الرابع: خصائص الهندسة المالية الإسلامية

تتميز الهندسة المالية الإسلامية بمجموعة من الخصائص أهمها[1]:

1 المصداقية الشرعية: تعني المصداقية الشرعية أن تكون المنتجات الإسلامية موافقة للشرع بأكبر قدر ممكن،وهذا يتطلب الخروج من الخلاف الفقهي قدر الإمكان، فالهندسة المالية الإسلامية تهدف إلى الوصول لحلول مبتكرة تكون محل اتفاق قدر المستطاع؛

2 الكفاءة الاقتصادية: تتميز الهندسة المالية الإسلامية بالإضافة إلى المصداقية الشرعية بخاصية أخرى مناظرة لتلك التي تتميز بها الهندسة المالية التقليدية و هي الكفاءة الاقتصادية، و ينبغي لمنتجات صناعة الهندسة المالية الإسلامية أن تكون ذات كفاءة اقتصادية عالية مقارنة بالمبتكرات المالية التقليدية وأن تتجنب المساعدة في زيادة الآثار الاقتصادية، ويمكن زيادة الكفاءة الاقتصادية لمنتجات الهندسة المالية الإسلامية عن طريق توسيع الفرص الاستثمارية في مشاركة في تحمل المخاطر وتخفيض تكاليف المعاملات وكذا تخفيض تكاليف الحصول على المعلومات وعمولات الوساطة والسمسرة.

3 الابتكار الحقيقي بدل التقليد: يعتبر التنوع المتوفر في المنتجات المالية الإسلامية تنوعا حقيقيا وليس صوريا كما في أدوت الهندسة المالية، حيث أن كل أداة من أدوات الهندسة المالية الإسلامية لها طبيعة تعاقدية وخصائص تميزها عن غيرها من الأدوات الأخرى، سواء تعلق الأمر بالمخاطر الضمانات أو التسعير، وهذا من منطلق أن المقصود بالهندسة المالية هو ما يلبي مصلحة حقيقية للمتعاملين الاقتصاديين في الأسواق وليس مجرد عقد صوري من العقود الوهمية، وهذا ما يؤكد القيمة المضافة للابتكار.

الفرع الخامس: أسباب ظهور الهندسة المالية الإسلامية

تبرز أهمية الهندسة المالية الإسلامية كأداة مناسبة لإيجاد حلول مبتكرة وأدوات مالية جديدة تجمع بين المصداقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية، ولقد ساهمت قوى المنافسة الشديدة بين المصارف والمؤسسات المالية في الأسواق العالمية من ناحية وتطور وسائل الاتصالات وتكنولوجيا المعلومات من ناحية ثانية والتطورات المتسارعة في مجال تمويل الشركات والتمويل المصرفي وتمويل الاستثمارات من ناحية ثالثة، في لعب دور هام على صعيد تحديد الابتكارات في الحقل المالي مما أدى إلى الاهتمام بمفهوم الهندسة المالية

[1] عبد الكريم قندوز: صناعة الهندسة المالية الإسلامية بالمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص: 11.

الإسلامية. وفي ما يلي نورد أهم الأسباب التي ساهمت في ظهور الهندسة المالية الإسلامية[1]:

1: انضباط قواعد الشريعة الإسلامية: يشترط في منتجات الهندسة المالية الإسلامية أن تكون قادرة على تلبية احتياجات الناس بصورة كفئة اقتصاديا مع التزامها بالأحكام والضوابط التي تضعها الشريعة الإسلامية،والجمع بين هذين الشرطين يتطلب قدرا من البحث والعناية حتى يمكن الوصول للهدف المنشود. فالهندسة المالية الإسلامية مطلوبة للبحث عن الحلول التي تلبي الاحتياجات الاقتصادية مع استيفاء متطلبات القواعد الشرعية.

2: تطور المعاملات المالية: تجمع المعاملات المالية في الإسلام بين الثبات والتطور أو المرونة، فالربا والغش والاحتكار من الأشياء التي حرمها الإسلام منذ أكثر من أربعة عشر قرنا، فمهما اختلفت الصور والأشكال فليس لأحد أن يحل صورة مستحدثة أو شكلا جديدا ما دام في جوهره يدخل تحت ما حرمه الله سبحانه وتعالى، والبيع حلال إلى يوم يبعثون قال تعالى: ﴿وَأَحَلَ اللّهُ الْبَيْعَ وَحَرمَ الربَا﴾ [2]، و استحدثت في عصرنا الحالي أشكال عديدة من البيوع يتعامل الناس بها، وما دام البيع يخلو من المحظور، 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 التكييف الشرعي للصور المستحدثة حتى يمكن بيان الحكم الشرعي، ومن ثم إيجاد البدائل إن أمكن ذلك.

إذن فتطور التعاملات المالية في العصر الحاضر وتزايد عوامل المخاطر واللايقين، وتغير الأنظمة الحاكمة للتمويل والتبادل الاقتصادي، مما يجعل الاحتياجات الاقتصادية معقدة ومتشعبة، ويزيد من ثم الحاجة للبحث عن حلول ملائمة لها.

3: **المنافسة من المؤسسات المالية التقليدية:** إن 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.

[1] سامي بن إبراهيم السويلم: صناعة الهندسة المالية (نظرات في المنهج الإسلامي)، مرجع سابق، ص:9.
[2] سورة البقرة: الآية(275).

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.

4: **مواجهة التحديات التي تواجه المؤسسات المالية الإسلامية:** تواجه المؤسسات المالية الإسلامية العديد من التحديات، ولعل غياب الهندسة المالية الإسلامية تعتبر من أهم تلك التحديات، و هو ما تشير إليه الدراسات التطبيقية، ففي دراسة للبنك الإسلامي للتنمية حول التحديات التي تواجه العمل المصرفي الإسلامي، خلصت الدراسة التطبيقية إلى أن أهم تحدٍ يواجه المؤسسات المالية الإسلامية هو غياب أو ضعف الهندسة المالية الإسلامية لهذه المؤسسات... من هنا تبدو لنا ضرورة و أهمية وجود هندسة مالية خاصة بالمؤسسات المالية الإسلامية.

5: **التحولات القادمة من الأسواق العالمية:** من المنتظر أن تفتح هذه التحولات فرص وآفاق أوسع أمام المصارف الإسلامية والمؤسسات المالية الإسلامية، ومن أبرز هذه التحولات هو تطبيق اتفاقيات التجارة الدولية، وهذه التطورات تعني أيضا مزيدا من المنافسة في الأسواق، ويعتبر الابتكار المالي في المنتجات المالية الإسلامية أهم الأولويات للحصول على الميزة التنافسية لذلك لابد من اعتماد الهندسة المالية الإسلامية في المؤسسات المالية والبنوك الإسلامية.[1]

[1] صادق راشد حسين الشمري: أساسيات الصناعات المصرفية الإسلامية (أنشطتها، التطلعات المستقبلية)، دار اليازوري العلمية، عمان-الأردن،2008، ص: 55.

المطلب الثاني: أدوات ومنتجات الهندسة المالية الإسلامية

الفرع الأول: الأدوات التمويلية للهندسة المالية الإسلامية

تنقسم الأدوات التمويلية بالمؤسسات المالية الإسلامية إلى قسمين هما[1]:

أولا: الأدوات التمويلية القائمة على الملكية (على المشاركة في الأرباح)

- **المضاربة:** المضاربة في اللغة اسم مشتق من الضرب في الأرض (بمعنى السير فيها)، أما اصطلاحا فتعني إعطاء المال لمن يتجر به وفق نسبة من الربح وحسب عقد المضاربة لاستخدام هذه الأموال في أغراض معروفة ومحددة (مشروع مثلا) مقابل نسبة معينة من الربح، وفي المضاربة يقدم الأول (رب المال) المال الذي يوظفه ويتاجر فيه الثاني (المضارب) في مجال خبرته على أن يتم اقتسام ما ينتج عن ذلك من ربح بينهما بالنسبة التي يتفقون عليها، أما الخسارة فيتحملها رب المال وحده، ولا يتحمل المضارب شيئا منها إلا إذا ثبت أنه قد تعدى أو قصر بعد التحقيق معه. وتنقسم المضاربة إلى نوعين وهما

1. **المضاربة المطلقة:** وهي المضاربة التي تكون فيها سلطة المضارب غير مقيدة وتكون صلاحية اختيار مجال النشاط أو نمط الاستثمار المناسب للمال، وذلك اعتمادا على خبرة ومهارة المضارب بما يناسب طبيعة النشاط

2. **المضاربة المقيدة:** وهي المضاربة التي تكون فيها سلطة المضارب مشروطة، وذلك بقصر وتحديد مجال المضاربة على نشاط معين، أو مشروع بالتحديد وخلال فترة زمنية معينة، وإذا خالف المضارب ما قيد به كان ضامنا للمال

- **المشاركة:** هي اتفاق بين المصرف الإسلامي والعميل للمساهمة في رأس المال بنسب متساوية أو متفاوتة في إنشاء مشروع جديد أو تطوير مشروع قائم أو تملك عقار أو أصل منقول، وتتم المشاركة في الأرباح التي يدرها المشروع أو العقار أو الأصل وفقا لشروط اتفاقية المشاركة، بينما تتم المشاركة في الخسائر وفقا لنصيب المشاركة في رأس المال[2].

[1] أحمد الشرباصي، مرجع سابق، ص: 42.

[2] صادق راشد حسين الشمري: أساسيات الصناعات المصرفية الإسلامية (أنشطتها، التطلعات المستقبلية)، دار اليازوري العلمية، عمان- الأردن، 2008 ، ص:55.

وتتعدد أنواع المشاركات وفقا للمنظور وراء كل تقسيم والأهداف المرغوبة منه، وأهم أشكالها[1]:

1. **المشاركة الدائمة:** وهي من صيغ التمويل طويل الأجل وتقوم على تقديم المصرف جزء من رأس مال مشروع جديد أو المساهمة في مشروع قائم، بحيث يصبح مشاركا في ملكيته بصفة دائمة ومستحقا لنصيبه من الأرباح أو الخسائر بالنسب المتفق عليها في عقد الشراكة، وفي هذا الشكل تبقى ملكية كل طرف من الأطراف في المشروع ثابتة.

2. **المشاركة المتناقصة (المنتهية بالتمليك):** وهي اشتراك المصرف الإسلامي مع طرف أو أطراف أخرى في إنشاء مشروع معين برأسمال معين، بحيث يساهم المص رف والشركاء في رأسمال هذا المشروع بنسب معينة، على أن يقوم الطرف الآخر بشراء حصة المصرف تدريجيا من الأرباح التي يحصل عليها إلى أن تنتقل حصة المصرف في رأسمال المشروع بالكامل وبشكل تدريجي للطرف الآخر،بحيث يصبح الشريك الآخر هو مالك المشروع ويخرج المصرف من الشركة.

أساليب التمويل الزراعي: هو نوع من التمويل يشمل صيغ الاستثمار الزراعية، والتي منها :[2]

1. **المزارعة:** هي عقد شركة على زراعة أرض زراعية(صالحة للزراعة)، وفيها طرفان: صاحب الأرض وهو شريك بالأرض أساسا، وصاحب العمل وهو المزارع الذي يقوم بالعمل في الأرض بجهده وخبرته، وقد يتفق الطرفان على أن يقدم أي منهما ما تبقى من عناصر الزراعة الأخرى، ويوزع الخارج من الأرض (المحاصيل الزراعية) بينهما حسب الاتفاق.[3]

2. **المساقاة:** هي عقد شركة على دفع البساتين أو الأشجار أو النخيل المثمرة، إلى من يعتني بها ويحافظ عليها بالتلقيح والتنظيف والري والحراسة...الخ، مقابل الحصول على نصيب معلوم من الثمار الناتجة حسب الاتفاق، وطرفاها هما: صاحب البستان، والشريك القائم بالسقي والموالاة حتى تنضج الثمار.

3. **المغارسة:** هي تقديم الأرض المحددة لمالك معين إلى طرف ثان ليقوم بغرسها بأشجار معينة حسب الاتفاق المبرم بينهما ويكون الشجر والإنتاج بينهما.

---

[1] أحمد شعبان محمد علي: البنوك الإسلامية في مواجهة الأزمات المالية، ط 1، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية-مصر، 2010 ص111 .

[2] ميلود بن مسعودة: معايير التمويل والاستثمار في البنوك الإسلامية، (مذكرة ماجستير(غير منشورة)، كلية العلوم الاجتماعية والعلوم الإسلامية، جامعة الحاج لخضر- باتنة،(2008/2007)،ص:55.

[3] عبد الغفار حنفي، مرجع سابق، ص: 77.

ثانيا: الأدوات التمويلية القائمة على المديونية

1. **المرابحة:** أحد صور بيوع الأمانة، حيث يتم الاتفاق بين البائع والمشتري على ثمن السلعة أخذا في الحسبان الثمن الأصلي للسلعة ويكون بيع المرابحة في حالة زيادة ربح معين على الثمن الأصلي. والمرابحة واحدة من أكثر أساليب التمويل شيوعا بين المصارف الإسلامية، ويقدر أن ما بين 70%و 80% من إجمالي التمويل الذي تقدمه المصارف الإسلامية يتم عن طريق المرابحة،وتنقسم المرابحة إلى نوعين هما:[1]

2. المرابحة العادية: يقوم المصرف في هذا النوع بدراسة أحوال السوق وتقدير احتياجاته وشراء السلع وفقا لذلك دون الحاجة إلى الاعتماد على وعد مسبق بشرائها، ثم يعرضها بد ذلك للبيع بثمن يزيد عن الأول مع إبراز الفرق، وهي بذلك تتكون من طرفين المصرف مالك السلعة والعميل الذي يرغب في الحصول على السلعة الموجودة لدى المصرف.

3. المرابحة للآمر بالشراء: بموجبها لا يشتري المصرف أي شيء إلا بناءا على طلب العميل، وبعد حصوله عليه طبقا للشروط والمواصفات المتفق عليها، ويبيعه له بثمن يتضمن تكلفة الشراء كاملة، مضافا إليها الهامش الربحي، الذي يستحقه من العملية ويتدخل في هذه العملية ثلاث أطراف هم: البائع والمشتري والوسيط المالي(البنك الإسلامي)، وهنا يلعب الممول دور الرابط بين البائع والمشتري،حيث بناء على طلب المشتري، يقوم الممول بشراء السلع ثم بيعها على العميل وفق صيغة البيع بالتقسيط.

- **الإجارة:** وهي المعاوضة على المنفعة دون العين وفي الإجارة يتم تمليك المستأجر منفعة مقصودة من الشيء المؤجر لمدة معينة لقاء مقابل معلوم كإجارة المساكن والأراضي الزراعية ويشترط فيها أهلية المؤجر والمستأجر والقدرة على استيفاء المنفعة.

وأهم أنواعها[2]:

1. عقد الإجارة التشغيلية: وهي الإجارة التي لا يسبقها وعد بالتمليك.

[1] آسيا سعدان، صليحة عماري، مرجع سابق، ص: 17.
[2] عبد الغفار حنفي، مرجع سابق، ص: 77.

2. **عقد الإجارة المنتهية بالتمليك:** وتشمل الإجارة المنتهية بالتمليك عن طريق الهبة والإجارة عن طريق البيع بثمن رمزي أو غير رمزي يحدد في العقد أو عن طريق البيع قبل انتهاء مدة عقد الإجارة بثمن يعادل باقي أقساط الإجارة.

- **الاستصناع:** يتم الاستصناع في المصارف الإسلامية بتمويل مشروع معين تمويلا كاملا بواسطة التعاقد مع المستصنع (طالب الصنعة) على تسليمه المشروع كاملا بمبلغ محدد ومواصفات محددة وفي تاريخ معين ومن ثم يقوم المصرف بالتعاقد مع مقاول أو أكثر لتنفيذ المشروع حسب المواصفات المحددة، ويمثل الفرق بين ما يدفعه المصرف و ما يسجله على حساب المستصنع الربح الذي يؤول إلى المصرف.

- **السلم:** وهو عقد من عقود الاستثمار وصيغة من صيغ التمويل يتم بموجبها التمويل بالشراء المسبق،لتمكين البائع من الحصول على التمويل اللازم، فهو بيع آجل بعاجل، فالآجل هو السلعة المباعة التي يتعهد البائع بتسليمها بعد أجل محدد، والعاجل هو الثمن الذي يدفعه المشتري. ويمكن استخدام السلم في المصارف الإسلامية لتمويل التجارة، حيث يحصل التاجر على المال من المصرف عاجلا مقابل تسليمه للبضاعة المتفق عليها أجلا، وتستخدم صيغة السلم أيضا في الزراعة، حيث تقدم المصارف الأموال للمزارعين لمزاولة زراعتهم حتى موسم قطف الثمار وكذلك يستخدم في الصناعة، حيث يقوم الصانع بشراء المواد الأولية ودفع أجور العمال لتصنيع السلعة من أموال السلم، ويقوم بتسليمها إلى المصرف بعد تصنيعها[1].

[1] أحمد الشرباصي، مرجع سابق، ص: 42.

الفرع الثاني: الصكوك الإسلامية

يمكن لنا إيضاح مختلف مفاهيم الصكوك الإسلامية من خلال العناصر الأتية:

أولا: تعريف الصكوك الإسلامية

تعددت التعاريف التي تحدثت عن الصكوك الإسلامية، حيث يعرفها البعض على أنها "وثائق متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في موجودات معينة ومباحة شرعا، تصدر وفق صيغ التمويل الإسلامية، وعلى أساس المشاركة في الغنم والغرم، والالتزام بالضوابط الشرعية[1]".

وتعرف كذلك بأنها شهادات أو وثائق (أوراق مالية) اسمية أو لحاملها، متساوية القيمة، تمثل حقوق ملكية شائعة في أصول أو أعيان أو منافع أو خدمات أو حقوق مالية، أو خليط من بعضها أو كلها، حسب شروط معينة، عند إصدارها أو بعد استخدام حصيلتها بالاكتتاب فيها، ويشترك حملتها في صافي أرباح وخسائر الموجودات التي تمثلها. وهي قابلة للتداول ما لم تمثل نقدا أو دينا محضا. ولا تمثل الصكوك دينا لحاملها في ذمة مصدرها، ويعتمد إصدارها على عقد من العقود الشرعية".[2] ويمكن تعريفها أيضا بأنها "أوراق مالية قابلة للتداول تثبت ملكية حاملها لأصل مولد لدخل دوري وتتميز من الناحية المالية عن الأوراق الأخرى المشهورة في التداول بأنها، ذات مخاطر متدنية (مقارنة بالأسهم) إذ لا يتذبذب سعرها ارتفاعا وانخفاضا كما هو حال الأسهم، وأنها ذات مدة محددة غالبا ما تكون خمس أو عشر سنوات بخلاف الأسهم لا حد زمني لها كما تختلف عن الأسهم في أن إيراداتها دورية" .

تبين لنا من خلال التعاريف المذكورة آنفا أن الصكوك الإسلامية هي وثائق متساوية القيمة، تمثل حقوق ملكية شائعة في أصول، أعيان، منافع أو حقوق مالية مباحة شرعا، وتتميز بأن مخاطرها متدنية مقارنة مع الأسهم، لأن سعرها يتميز بالثبات النسبي، وأنها أداة ذات مدة محددة بخلاف الأسهم، كما تختلف عن الأسهم في أن إيراداتها دورية، وهي قابلة للتداول ما لم تمثل نقدا أو دينا محضا.

---

[1] عبد الغفار حنفي، مرجع سابق، ص: 77.

[2] آسيا سعدان، صليحة عماري، مرجع سابق، ص: 17.

ثانيا: خصائص الصكوك الإسلامية

يمكن تلخيص أهم هذه الخصائص فيما يلي[1]:

- أنها وثائق تصدر باسم مالكها بفئات متساوية القيمة لإثبات حق مالكها فيما تمثله من حقوق في لأصول والمنافع الصادرة مقابلها.

- تمثل حصة شائعة في ملكية أصول أو منافع أو خدمات يتعين توفيرها، ولا تمثل دينا على مصدرها لحاملي الصكوك.

- أنها تصدر بعقد شرعي بضوابط شرعية بين طرفيها وآلية إصدارها وتداولها والعائد عليها - يكزن تداول الصكوك بناء على الشروط والضوابط الشرعية لتدول للأصول والمنافع والخدمات التي تمثلها.

- الصك الاستثماري الإسلامي يلزم صاحبه بتحمل مخاطر الاستثمار كاملة.

- المدير (المضارب أو الوكيل أو الشريك) لا يتحمل الخسارة إلا في حالة ثبوت تقصيره أو تعديه وهو في نفس الوقت لا يضمن رأس المال لحامل الصك.

ثالثا: أنواع الصكوك الإسلامية

تصنف الصكوك الإسلامية إلى صكوك الإجارة والسلم والاستصناع والمضاربة والمشاركة وغيرها[2].

- **صكوك المضاربة:** تمثل صكوك المضاربة أوراق مالية قابلة للتداول تعرض على أساس قيام الشركة المصدرة بإدارة العمل وفقا لصيغة المضاربة، ويمثل فيها الملاك أصحاب رأس المال بينما المستثمر يمثل عامل المضاربة، ويحصل مالكوها على نسبة شائعة من الربح، وتتوافر فيها شروط عقد المضاربة من الإيجاب والقبول، ومعلومية رأس المال ونسبة الربح، ومن بين أنواع هذه الصكوك نجد: صكوك المضاربة التجارية، صكوك المضاربة الزراعية...الخ[3].

[1] آسيا سعدان، صليحة عماري، مرجع سابق، ص: 17.
[2] عبد الغفار حنفي، مرجع سابق، ص: 77.
[3] نفس المرجع السابق، ص: 78.

- **صكوك المشاركة:** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع أو تطوير مشروع قائم، أو تمويل نشاط ويصبح المشروع أو موجودات النشاط ملكا لحملة الصكوك في حدود حصصهم، وتدار الصكوك بتعيين أحد الشركاء أو غيرهم لإدارتها.

- **صكوك السلم:** تسمح هذه الصيغة بأن يشتري المصرف من العميل بثمن حال سلعة موصوفة في الذمة مؤجلة التسليم، إلى موعد محدد وله استخدامات مختلفة في التمويل أهمها يتعلق بتمويل النشاط الزراعي والصناعي والإنتاجي، وذلك بتوفير السيولة النقدية اللازمة للزراعة أو الصناعة. وتكون صكوك السلم عبارة عن سندات قصيرة الأجل تعبر عن عملية استثمارية أطرافها بائع السلعة أو الأصل نفط مثلا والمشتري بصيغة السلم(شركة وساطة أو مصرف أو من تتفق معه الحكومة) وذلك بصفته مديرا لمحفظة صكوك السلم الإسلامية، ومشتري أو حاملي الصكوك، حيث تقوم المحفظة باستيفاء قيمة الصكوك من المشترين و دفع ثمن السلعة الآن للحكومة واستلام السلعة أو قيمتها لاحقا[1].

- **صكوك المزارعة:** هي وثائق متساوية القيمة تصدر بغرض تمويل مشروع زراعي ويصبح لحامليها حصة في المحصول الناتج.

- **صكوك المساقاة:** وهي تلك التي يكون الغرض من إصدارها سقي الأشجار المثمرة ورعايتها ويتحصل أصحابها على حصة من الثمار.

- **صكوك المغارسة:** وهي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في غرس أشجار وفيما يتطلبه هذا الغرس من أعمال ونفقات على أساس عقد المغارسة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الأرض والغرس.

- **صكوك الاستصناع:** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة، ويصبح المصنوع مملوكا لحملة الصكوك،وصكوك الاستصناع مثل صكوك السلم، إلا أنه يجوز تأجيل ثمنها، والمبيع في الحالتين لا يزال في ذمة الصانع أو البائع بالسلم لذلك تعتبر هذه الصكوك غير قابلة للبيع أو التداول في حالة إصدار الصك من قبل أحد الطرفين البائع أو المشتري، فهي من قبيل الاستثمارات المحتفظ بها حتى تاريخ استحقاقها.

[1] عبد الغفار حنفي، مرجع سابق، ص: 78.

- **صكوك المرابحة:** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المرابحة، وتصبح سلعة المرابحة مملوكة لحملة الصكوك، وتقوم هذه الصكوك على مبدأ المرابحة، الذي ينتج دينا في ذمة مصدر الصك،وعندما يصبح للصك حكم الديون فلا يجوز تداوله بأعلى أو أقل قيمة من قيمته، لأن الديون تقضى بأمثالها.

- **صكوك الإجارة:** هي عبارة عن أوراق مالية ذات قيمة متساوية قابلة للتداول تمثل ملكية أعيان مؤجرة أو منافع أو خدمات وتتخذ من أحكام الفقه الإسلامي مرجعا رئيسيا لها.

رابعا: دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق المالية الإسلامية

إن النجاح في إنشاء السوق المالية الإسلامية ثم بقاؤها ونموها على المدى البعيد لن يعتمد على وجود تشريعات تحميها أو هيكل تنظيمي جيد لإدارة شؤونها. بقدر ما يعتمد على امتلاكها لمزايا غير متوفرة في السوق المالية التقليدية، وعلى ذلك فإن قيام السوق المالية الإسلامية ونمو نشاطها في البلدان الإسلامية وفي الخارج أيضا يعتمد على تقديمها لخدمات جديدة واختصاصها لمزايا فريدة يتيحها لها جوهر المفهوم الإسلامي وهو الدور الذي يمكن أن تحققه آلية الصكوك الإسلامية، حيث أن استخدام الصكوك والتوسع في التعامل بها من قبل المدخرين والمستثمرين والمؤسسات المالية والحكومة يؤدي إلى تدعيم دور السوق المالي، ويكون ذلك من خلال[1]:

1 توسيع تشكيلة الأدوات المالية الإسلامية في السوق التي تشمل صكوك الشركات، صكوك المصارف الإسلامية والصكوك الحكومية.

2 توسيع قاعدة المؤسسات المشتركة في السوق المالي والتي تتعامل بالصكوك الإسلامية إصدارا وتداولا وتشمل المصارف الإسلامية والتقليدية أيضا وشركات الاستثمار المؤسسي والحكومة وكذا القطاع الخاص والمؤسسات المالية الوسيطة.

3 زيادة كمية ونوعية الصكوك الإسلامية لما يترتب عليها من تعميق للسوق واتساعه.

4 إضافة مؤسسات مالية جديدة، حيث أن هيكل عملية التصكيك يتم من خلال كل من: موجد (العملية

[1] عبد الغفار حنفي، مرجع سابق، ص: 77.

الأصلي)، المنشأة ذات الغرض الخاص (**SVP**) متعهد تغطية الاكتتاب، متعهد إعادة الشراء، وكيل الدفع وكذا الأمين.

5 تطوير الصكوك الإسلامية بالجمع بين المصداقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية؛

6 ضرورة العمل بالمعايير الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية والالتزام بها،والتعاون مع هذه الهيئة للاستفادة من خبراتها في هذا المجال.

7 الاستفادة من الاعتراف الدولي بالصكوك الإسلامية كحل لتمويل المؤسسات المتضررة من الأزمة وتطوير السوق المالية الإسلامية.

الفرع الثالث: منتجات أخرى للهندسة المالية الإسلامية

أولا: التأمين التعاوني الإسلامي

1. تعريف التأمين التعاوني الإسلامي:

يمكن تعريف التأمين التعاوني الإسلامي على أنه "عقد تبرع بين مجموعة من الأشخاص للتعاون على تلافي الأخطار المبينة في العقد والاشتراك في تعويض الأضرار الفعلية التي تصيب أحد المشتركين والناجمة عن وقوع الخطر المؤمن من منه وذلك وفقا للقواعد التي تنص عليها نظام الشركة أو الشروط التي تتضمنها وثائق التأمين وبما لا يتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية**".** [1]

كما يمكن تعريفه أيضا بأنه "تعاون مجموعة من الأشخاص يتعرضون لخطر أو أخطار معينة يسمون هيئة المشتركين على تلافي آثار الأخطار وجبر الأضرار التي قد يتعرض لها أحدهم بتعويضه عن الضرر الفعلي الناتج عن وقوع هذه الأخطار، وذلك بالتزام كل منهم على سبيل التبرع بدفع مبلغ معين (القسط أو الاشتراك) تحدده وثيقة التأمين، وتتولى شركات التأمين إدارة عمليات التأمين واستثمار أموالهم نيابة عن الجماعة المشتركين مقابل حصة معلومة من عائد استثمار هذه الأموال على الوجه المبين في العقد أو النظام.**"** [2]

ولقد أجازه مجمع الفقه الإسلامي التابعة للرابطة العالم الإسلامي في دورته الأولى المنعقدة في **10** شعبان 1397هـ سنة(1977) بمكة المكرمة بعد النظر في موضوع التأمين بأنواعه المختلفة. [3]

2 . المبادئ التي يقوم عليها التأمين التعاوني الإسلامي:

- التبرع: حيث يتبرع المشترك في نظام التأمين الإسلامي بكل الأقساط التي يدفعها إلى صندوق هيئة المشتركين؛

---

[1] عبد القادر بريش، معمر حمدي: التحديات التي تواجه صناعة التأمين التكافلي الإسلامي، الملتقى الدولي الأول حول: "الاقتصاد الإسلامي، الواقع..ورهانات المستقبل"، جامعة غرداية، 23-24 فيفري2011،ص:33.

[2] نوال بن عمارة: الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية (تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية-البحرين)، مجلة الباحث، العدد: 09 ، جامعة قاصدي مرباح- ورقلة، 2011،ص24.

[3] علي أحمد السالوس: الاقتصاد الإسلامي والقضايا الفقهية المعاصرة، الجزء الأول، م ؤسسة الريان للطباعة والنشر والتوزيع بيروت- لبنان، 1997 ، ص: 4.

- عدم مخالفة نشاط الشركة لأحكام الشريعة الإسلامية في كل مسيرتها.

- توزيع الفائض التأميني على المشتركين.

- المشاركة في الخسائر الزائدة عما جمع من اشتراكات.

- تقوم شركة أو الهيئة بالإدارة مقابل أجر معين أو حصة من أرباح المضاربة في أموال المشتركين.

- فصل أموال حملة الأسهم(شركة التأمين عن أموال (هيئة المشتركين.

3 .صور التأمين التعاوني الإسلامي: يتخذ التأمين التعاوني الإسلامي أكثر من صورة، ومن هذه الصور[1] :

.31. الصورة الأولى: تأمين تعاوني بصورة بسيطة يشترك فيها الأفراد مباشرة من خلال تأسيس جمعية تعاونية يدفع فيها كلا منهم قسطا معينا، على أن يدفع لكل مشارك مبلغا معينا عند وقوع الخطر، ولا يهدف القائمون عليه تحقيق أي ربح مادي، بل يقصدون منه فقط التعاون بينهم على تخفيف آثار الأخطار المؤمن عليها ولا يمارس فيه هؤلاء الأفراد أي استثمار لهذه النقود، وهم يديرون هذا الصندوق بأنفسهم.

2.3. الصورة الثانية: وهي أكثر تطورا من الصورة الأولى، حيث يؤسس المشاركون فيها شركة هم حملة أسهمها وهم هيئتها العامة، وتقوم هذه الشركة بأعمال التأمين، وهذه الشركات ليست ربحية، ولا تهدف للاستثمار،والفائض الذي تحصله هذه الشركات تعيده للمساهمين فيها بعد حسم المصارف.

3.3. الصورة الثالثة: في هذه الصورة يقوم مجموعة من الأشخاص بتأسيس شركة تجارية تهدف إلى الربح والاستثمار من خلال العمل التأميني وإدارة العملية التأمينية، وهي تمارس عملها بصورة استثمارية من خلال أخذ الأجر على إدارة التأمين وكالة عن المؤمنين لديها، كما لا تكتفي بممارسة الأعمال التأمينية، وإنما تقوم باستثمار أموال المؤمنين وأقساط التأمين في مشاريع استثمارية، ويعود الريع على المؤمنين دافعي الأقساط التأمينية، وعلى أصحاب الشركة.

ثانيا: البطاقات المصرفية الإسلامية

1. بطاقة الخصم الفوري

تعطى هذه البطاقة للشخص الذي يكون لديه رصيد في حسابه لدى المصرف المصدِر للبطاقة، إذ تمكن

[1] حسن علي الشاذلي: التأمين التعاوني الإسلامي (حقيقته، أنواعه، مشروعيته)، مؤتمر التأمين التعاوني (أبعاده وآفاقه وموقف الشريعة منه)، الجامعة الأردنية، عمان-الأردن،11-13 أفريل 2010،ص ص:14،16.

حاملها من الحصول على السلع والخدمات فضلا عن السحب النقدي دون أن يدفع شيئا، حيث تخصم قيمة مشترياته أو خدماته أو مسحوباته النقدية فورا من حسابه في المصرف الذي أصدر البطاقة، وذلك من خلال أجهزة الكترونية تابعة للمصرف المصدر.

ويكون الحد الأعلى للائتمان هو رصيد الحساب الموجود في المصرف، فيدفع حاملها أثمان السلع ومقابل الخدمات في حدود رصيده الموجود، ويتم الحسم منه فورا، ولا يحصل على ائتمان (إقراض). وهذه البطاقة ليست بطاقة ائتمانية، لأن المصرف مصدر البطاقة لا يمنح العميل أي ائتمان، ولأن قيمة مسحوبات ومشتريات العميل تخصم فورا من رصيده لدى المصرف. ويجوز التعامل بهذه البطاقات في البيع والشراء وغير ذلك، ولو أخذ المصرف رسوما نسبية أو أجورا مقطوعة، مقابل استعمالها أو إصدارها.

أما عن التكييف الفقهي لهذه البطاقات فإن حامل البطاقة يعتبر مقرضا للمصرف، لأن العميل لديه رصيد يغطي كل العمليات التي يستخدم فيها البطاقة، وهذا الرصيد يعتبر دينا على المصرف، وعلى هذا فالرسوم التي يأخذها المصرف لا محظور فيها لأن المحرم شرعا أن يكون في القرض فائدة للمقرض وليس للمقترض،والمصرف هنا مقترض وليس مقرضا[1].

2. بطاقات الخصم الشهري هي بطاقة تمكن حاملها من استخدامها بعمليات الشراء المختلفة، وتلقي الخدمات في شتى أنحاء العالم،إضافة إلى عمليات السحب النقدي من خلال الأجهزة التابعة للمصارف المصدرة في جميع أنحاء العالم ومن البطاقات المشهورة لهذا النوع :بطاقة أمركان إكسبريس و داينرز كلوب، ومن أبرز خصائص هذه البطاقة:

- يمنح المصدر (المصرف) صاحب البطاقة ائتمانا لحد معين يخوله حق الاستدانة في حدوده لأجل قصير ما بين وقت الشراء وأجل سداد رصيد الحساب، وهي فترة قد تصل إلى 60 يوما، وفي حالة تأخر صاحب البطاقة عن وفاء، فإن المصدر يحمله غرامة تأخير وهذا يعتبر من قبيل الربا.

- يدفع العميل رسوم اشتراك مرة واحدة ورسوم تجديد سنوية.

- ليس فيها تسهيلات ائتمانية مميزة(أي لا يقسط المبلغ المستحق)، فهي تستعمل في تسديد المستحقات في حدود مبلغ معين ولفترة محدودة، وبالتالي فهي أداة إقراض وأداة وفاء معا، ولهذا أطلق عليها البعض بطاقة

[1] إبراهيم محمد شاشو: بطاقة الائتمان حقيقتها وتكييفها الشرعي، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 27 العدد3،2011، ص ص 657،660.

الوفاء.[1] وتستخدم هذه البطاقة في أمرين:

الأمر الأول: استخدامها في السحب النقدي

في هذه الحالة تكون العلاقة ثنائية بين المصرف المصدر وحامل البطاقة، فيسحب العميل مبلغا نقديا ثم يسدده بعد مدة، وتكيف هذه العملية على أنها قرض، فالمصرف مقرض وحامل البطاقة مقترض، وعلى هذا فلا يجوز أن يأخذ المصرف فائدة مقابل القرض، ولكن يجوز أن يأخذ أجرا بقدر التكلفة الفعلية لهذه العملية وبشرط أن تكون مبلغا مقطوعا لا يزيد بزيادة المبلغ المسحوب، وإذا كان السحب من جهاز لغير المصرف المصدر، فالعلاقة تكون رباعية: المصرف المصدر، وحامل البطاقة،والمصرف مالك الجهاز، والمنظمة الراعية للبطاقة كالفيزا والماستر كارد، وفي هذه الحال يتقاضى المصرف صاحب الجهاز والمنظمة رسوما مقابل السحب، وهذه الرسوم جائزة شرعا سواء أكانت بمبلغ مقطوع أم بنسبة من المبلغ المسحوب لان هذه الرسوم مقابل الخدمات المقدمة وهي الوساطة المالية، وأخذ الأجر عليها جائز، ولا يعد المصرف صاحب الجهاز ولا المنظمة الراعية مقرضا للعميل.

الأمر الثاني: استخدامها في الشراء عبر نقاط البيع

عندما يقوم حامل البطاقة باستعمالها في نقاط البيع، فإنه لا يدفع لمؤسسة الإصدار أي زيادة على أثمان المشتريات والخدمات، وإنما تحصل المؤسسة على عمولة من قابل البطاقة (التاجر) على مبيعاته أو خدماته،أي لا يؤخذ شيء من حامل البطاقة

. باختصار يجوز إصدار بطاقة الخصم الشهري شرعا لكن بعد مراعاة الشروط الآتية:[2]

2 . عند استخدام البطاقة في السحب النقدي، لا يجوز للمصرف المصدر أن يأخذ أجرا أو عمولة على هذه العملية إلا بمقدار التكلفة الفعلية.

3 . ألا تتضمن البطاقة الفائدة الربوية أو غرام التأخير، في حالة تأخر حاملها عن سداد المبلغ المستحق عليه.

[1] يوسف الشبيلي: المعاملات المالية، مرجع سابق، 2005 ، ص ص: 37،38.
[2] عبد الغفار حنفي، مرجع سابق، ص: 77.

ثالثا: الوقف

1 تعريف الوقف:

اختلف الفقهاء في تعريف الوقف، تبعا لاختلافهم حول طبيعة عقده من حيث لزومه وحقيقة الملك فيه، فمن من يعرف الوقف على أنه حبس العين، بحيث لا يتصرف فيها بالبيع أو الهبة أو التوريث، وصرف الثمرة إلى جهة من جهات البر وفق شرط الواقف. 2 ومنهم من يعرفه على أنه تحبيس العين على وجه من وجوه الخير،ومنع التصرف فيها من قبل المالك، ومن قبل الموقوف عليه معا، وإنما تستفيد الجهة أو الجهات الموقوف عليها من منافعها.[1]

2 أنواع الوقف:

- **الوقف الذري (الأهلي):** وهو الذي يكون مصرفه على أقارب الواقف أو ذريته.
- **الوقف الخيري:** وهو الذي يكون مصرفه على جهات البر.

[1] يوسف الشبيلي: مقارنة بين نظامي الوقف والتأمين التكافلي، ندوة عالمية عن التامين التعاوني من خلال نظام الوقف، الجامعة الإسلامية العالمية، ماليزيا، 4 -6 مارس 2008 ،ص:8.

المطلب الثالث: مزايا تطبيقات الهندسة المالية الإسلامية وأوجه الاختلاف بينها وبين مثيلاتها التقليدية

الفرع الأول: مزايا تطبيقات الهندسة المالية الإسلامية بالمؤسسات المالية الإسلامية

يحقق تطبيق الهندسة المالية الإسلامية في المؤسسات المالية الإسلامية كثيرا من المزايا, نعرض أهمها فيما يلي:

- زيادة قدرتها التنافسية من خلال تلبية الاحتياجات المتزايدة لطالبي التمويل، وبالشكل المناسب، من خلال هندسة وتصميم (على سبيل المثال) تمويلات خاصة بالمشروعات الصغيرة، وأخرى خاصة لمشروعات قطاع معين، وتمويلات ممنوحة لمحدودي الدخل ... وهكذا. وبذلك تشمل الفائدة جميع الأطراف، وهذه ميزة للهندسة المالية الإسلامية ليست متوافرة في نظيرتها التقليدية.

- ابتكار وتطوير أدوات للتحوط وإدارة المخاطر، وكذا إيجاد التقنيات والاستراتيجيات الملائمة للتعامل مع مخاطر المؤسسات المالية الإسلامية.

- تجنب تقليد منتجات المؤسسات المالية التقليدية وتوفير البدائل لها، حيث أن الهندسة المالية الإسلامية هي وسيلة للإبداع والتطوير وإيجاد المنتجات الإسلامية البديلة للمنتجات التقليدية، وهذا يتطلب توفر المهندسين الماليين الشرعيين و الاهتمام بعمليات البحث والتطوير.

- تعمل الهندسة المالية الإسلامية على مساعدة المؤسسات المالية الإسلامية في إدارة سيولتها بصورة مربحة، فضلا عن توفيرها للمرونة المناسبة للاستجابة لمتغيرات البيئة الاقتصادية.

- إيجاد حلول مبتكرة وأدوات مالية جديدة تجمع بين المصداقية الشرعية و الكفاءة الاقتصادية.

- تعمل على تسليح المؤسسات المالية الإسلامية بمختلف الأدوات والمنتجات المالية المبتكرة حتى تستطيع مواجهة مختلف الأزمات[1]، فضلا عن دعم استقرارها، وخير دليل على هذه الميزة هو صمود المؤسسات المالية الإسلامية أمام الأزمة المالية العالمية 2008 ومواصلة نمو في عز هذه الأزمة، ويرجع الفضل في ذلك إلى منتجات الهندسة المالية الإسلامية. لقد تعرفنا من خلال هذا المطلب أن لتطبيقات الهندسة المالية الإسلامية العديد من المزايا، التي توفرها للمؤسسات المالية الإسلامية في حال طبقتها بالشكل المناسب، لكن من حيث التطبيق العملي لهذه المخرجات، يلاحظ أن المؤسسات المالية الإسلامية لا

[1] عبد الكريم قندوز: ضعف الهندسة المالية تحد يواجه المؤسسات المالية الإسلامية، صفحة الكترونية لموقع الباحث:
http://sites.google.com/site/aaguendouz/projectupdates/dfalhndstealmalytethdywajhalmwssatalmalytealaslamy ،تاريخ التصفح:2015/11/20.

تستخدم هذه تطبيقات بالمستوى المطلوب، حيث توجد طاقات كامنة في الصناعة المالية الإسلامية غير مستغلة، ومن هنا يجب على المؤسسات المالية الإسلامية لضمان ديمومة نموها استغلال هذه الطاقات.

الفرع الثاني: أوجه الاختلاف بين الهندسة المالية الإسلامية ومثيلتها التقليدية

تشترك الهندسة المالية الإسلامية مع نظيرتها التقليدية في أن كل منهما يعمل على تصميم وتطوير الأدوات والمنتجات المالية المبتكرة تهدف الوصول إلى حلول لمشاكل التمويل، لكن الابتكار في الهندسة المالية الإسلامية لا يؤدي إلى تجاوز الأحكام الإسلامية على النحو الذي يجري في الصناعة التقليدية، ويمكن التماس السبب في ذلك في الجوانب التالية:

- أن حوافز الانضباط بالنظم الإسلامية أكبر من تلك المتعلقة بالنظم غير الإسلامية، فحافز التدين حافز عميق لدى المسلمين، ومن شأنه أن يحد من محاولات الالتفاف على الأحكام الشرعية الصريحة، بينما نجد الهندسة التقليدية لا تملك حوافز ذاتية للالتزام بروح الأحكام واللوائح القانونية، وعليه فمجرد بروز الفرصة للربح كاف في الالتفاف عليها.

- أن الأحكام الشرعية نفسها أكثر انضباطا وإحكاما وتناسقا من الأنظمة البشرية، ويترتب على ذلك أن المحافظة على الأحكام الشرعية أيسر من المحافظة على الأنظمة الوضعية، نظرا لتطرق الخلل والتناقض للأخيرة بما لا يسمح للمتعاملين بالمحافظة عليها، خلافا للأحكام والقواعد الشرعية.

- أن الأحكام الشرعية تهدف إلى تحقيق مصلحة المتعاملين بها، فالالتزام يحقق هذه المصالح بما يجعل المتعاملين أكثر رضا وقناعة بها، بينما الأنظمة الوضعية لا تفرق بين المصالح الجزئية والمصالح الكلية، وبين مصالح جماعات الضغط والمصالح العامة، وتبعا لذلك ينشأ التنافر بين مصلحة المتعاملين وبين هذه الأنظمة.

وباختصار يمكن القول أن الهندسة المالية الإسلامية تختلف عن مثيلاتها التقليدية من حيث التزامها بالضوابط الشرعية.[1]

[1] سامي السويلم: صناعة الهندسة المالية (نظرات في المنهج الإسلامي)، مرجع سابق، ص:11.

الفرع الثالث: تحديات الهندسة المالية الإسلامية و منتجاتها

فرضت التغيرات الجذرية و السريعة التي شهدها العالم الاقتصادي في الفترة الأخيرة ضغوطا تنافسية حادة وغير متكافئة، خاصة على المؤسسات المالية الإسلامية، التي أصبحت تبحث عن وسيلة تضمن بها البقاء والاستمرار إلى جانب مؤسسات مالية تفوقها خبرة و حجما، وقد انتهت إلى أنه لا يمكن ذلك دون تقديم منتجات مالية إسلامية قادرة على منافسة المنتجات التقليدية من جهة وعلى تلبية احتياجات البيئة التي تعمل فيها سواء كانت إسلامية أو غير إسلامية من جهة أخرى.

لذا فبالرغم من التطور الذي عرفته الهندسة المالية الإسلامية، إلا أنها لازالت دون المستوى المطلوب، ويرجع ذلك إلى مجموعة من التحديات و العقبات التي تعيقها، ومن بين هذه التحديات نجد[1]:

- **الافتقار إلى الكفاءات و الإطارات البشرية المؤهلة:** تبين لنا في الفصل السابق أن أهم تحدي يواجه المؤسسات المالية الإسلامية هو الافتقار إلى الكفاءات والإطارات البشرية المؤهلة، ونظرا لأهمية هذا العامل فإنه في نفس الوقت يعتبر من أهم التحديات التي تواجه الهندسة المالية الإسلامية ومنتجاتها،حيث يتطلب العمل المالي الإسلامي تأهيلا خاصا وكفاءات إدارية مدربة تجمع بين الخبرة المهنية والمعرفة الشرعية حتى تستطيع إنجاح مسيرة المؤسسات المالية الإسلامية، وتكون ملائمة لطبيعة عملها،على اعتبار أنها تختلف عن المؤسسات المالية التقليدية.

- **الافتقار إلى البحث و التطوير:** تفتقر بعض المؤسسات المالية الإسلامية إلى الاهتمام بمفهوم الهندسة المالية الإسلامية، حيث تعاني من غياب ثقافة الإبداع و التطوير، فقد أثبتت التقارير السنوية لأكبر **12** مؤسسة مالية إسلامية في منطقة الخليج العربي غياب شبه تام لمخصصات مالية خاصة بالبحث والتطوير للمنتجات المالية الإسلامية، في الوقت الذي أنفقت فيه **9** بنوك أوروبية ما يزيد عن مليار دولار على عمليات التطوير و البحث[2].

- **ضعف التنسيق بين الهيئات الشرعية و توحيد المرجعية الشرعية:** تواجه أعمال المؤسسات المالية

[1] علي موسى حنان، محمد الأمين خنيوة، مرجع سابق، ص ص: 22،23.

[2] صالح صالحي، عبد الحليم غربي: دور المنتجات المالية الإسلامية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي، الملتقى الدولي الثاني حول: الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية (النظام المصرفي الإسلامي نموذجا)، المركز الجامعي بخميس مليانة . 5-6 ماي 2009 ، ص: 18.

الإسلامية تحدي هام وهو ضعف التنسيق فيما بين الهيئات الشرعية و تضارب الفتاوى الفقهية بين الدول الإسلامية و حتى داخل البلد الواحد، فمثلا نجد أن بعض المصارف تجير أعمال التوريق و البعض الآخر لا يجيز التعامل به، لذا على المؤسسات المالية الإسلامية أن تعمل على إيجاد قاعدة علمية مشتركة للاجتهاد الجماعي و توحيد الفتاوى.

- **الخطأ في تحديد الهدف من الهندسة المالية الإسلامية:** تركز الهدف الأساسي من الهندسة المالية الإسلامية في إشباع احتياجات المسلمين أهمل بطريقة أو بأخرى الهدف الجوهري للمنتج المالي و المتمثل في خلق القيمة المضافة، لذا يجب العمل على تصحيح ذلك من خلال الجمع بين الوجهة الدينية والاقتصادية و إشباع احتياجات المسلمين و غير المسلمين؛

- **التركيز على بعض المنتجات دون غيرها:** توجيه معظم العمليات المصرفية نحو التمويل المحدد العائد البيوع والإيجارات، وليس الاستثمار القائم على المشاركة في الربح والخسارة[1]؛

- **عدم وجود معايير موحدة في استخدام المنتجات:** حيث يلاحظ وجود اختلاف بين المؤسسات المالية الإسلامية في استخدام المنتج الواحد(العقود، النماذج، الإجراءات، آليات التنفيذ، الضوابط، الشفافية والتوثيق الكامل لهذه المنتجات)، الأمر الذي يؤدي إلى عدم فهم المتعاملين للصناعة المالية الإسلامية.

- **مشكلات تقويم المنتجات المالية الإسلامية:** إن مشكلات تقويم المنتجات المالية الإسلامية وسبل التغلب عليها يرتكز في ثلاثة جوانب هي:

1. عدم وجود هيئة مختصة بتقويم المنتجات المالية الإسلامية.
2. عدم وجود معايير لتقويم المنتجات المالية الإسلامية.
3. عدم توافر البيانات المالية عن المنتجات المالية الإسلامية.

- **محاكاة المنتجات التقليدية:** تعاني الهندسة المالية الإسلامية من مشكل محاكاة نظيرتها التقليدية فيبعض منتجاتها، ومحاولة أسلمة بعض المنتجات الأخرى حتى تبدو للعملاء أنها متوافقة مع الشريعة الإسلامية.

- **نقص الوعي بمنتجات المؤسسات المالية الإسلامية:** يعتقد بعض المسلمون أن منتجات المؤسسات المالية الإسلامية لا تختلف عن منتجات مثيلاتها التقليدية فعلى المؤسسات المالية الإسلامية توعية أفراد المجتمع.

[1] علي موسى حنان، محمد الأمين خنيوة، مرجع سابق، ص ص: 22،23.

خلاصة الفصل الأول

يعتبر سوق الأوراق المالية القناة التي يمر عبرها تدفق الأموال من الجهات التي لها فوائض مالية إلى الجهات التي لها عجز أو احتياج، وبالتالي فإن أسواق الأوراق المالية تسعى إلى تحقيق التوازن بين عرض الأموال والطلب عليهاكذلك تمثل سوق الأوراق المالية سوقا بالمفهوم الاقتصادي للسوق، حيث تمثل المكان المنظم الذي يلتقي فيه البائعون والمشترون من خلال السماسرة لتبادل السلع هي الأسهم والسندات التي تتميز بسهولة نقلها من مكان لآخر، وعنصر الجذب الوحيد هو السعر بالنسبة للبائع والمشترين وتصنف الأسواق الأوراق المالية ضمن سوق المنافسة الكاملة إذ يتحدد فيها السعر بفعل قوى العرض والطلب.

كما استخلصنا أهم المبادئ والمفاهيم المالية وغير المالية الخاصة بالهندسة المالية التقليدية ونظيرتها الإسلامية، ذلك باعتمادهما على مجموعة من المدخلات المالية كالتصميم والابتكار والتطوير والتركيب لتكون مخرجاتها استراتيجيات وأدوات ومنتجات مالية جديدة تسمح بتمويل وتسيير أفضل للأنشطة المالية وإدارة فعالة للمخاطر المرتبطة باستثمارات وأنشطة المؤسسات المالية واستثمارات وأنشطة الفرد البسيط بسبب ظاهرة عدم اليقين والتوقع النسبي للتغيرات والتدبدبات في الأسعار. ناهيك عن التطور التكنولوجي والاستثمار الالكتروني اللّذان لعبا دورا هاما في توسيع نطاق الاستثمار والتعاملات المالية وتخفيض تكاليفها مما عزز التفاؤل حول مستقبل الهندسة المالية على المستوى المحلي والدولي.

الفصل الثاني: الأزمات المالية

تمهيد الفصل الثاني

يتصف النظام الرأسمالي بأنه نظام ينتج أزمات إقتصادية من حين لآخر، فما إن تنتهي أزمة حتى تخلف وراءها بذور أزمة جديدة ما تلبث أن تنفجر، حيث يمكن القول أن تاريخ الرأسمالية في أحد أوجهه هو تاريخ للأزمات، فالإختلالات داخل هذا النظام تشتد وتتصاعد حتى تصل إلى مرحلة تنفجر فيها تاركة خلفها كوارث إقتصادية واجتماعية مؤلمة، حيث نجد أن عديد الدول قد تعرضت الى ازمات مالية حادة نتيجة التدهور الحاد في أداء المؤسسات والأسواق المالية لها.

إن تجنب مثل هذه الأزمات يتطلب بناء مؤسسات واسواق مالية ذات كوادر فنية و إدارية على وعي كامل وفهم عميق لكيفية ادارة هذه الكيانات الاقتصادية الهامة، في ظل النظام العالمي الجديد وثورة المعلومات والاتصالات التي جعلت من العالم قرية صغيرة ذات حدود متقاربة ليس بينها حواجز أو عقبات،الأمر الذي يضع المسؤولين عن إدارة هذه الأسواق المالية أمام تحدى حقيقي متمثل في كيفية مواجهة التأثيرات السلبية المحتملة للأزمات المالية التي تحدث في بلدان أخرى على الأسواق المالية المحلية، ولا يكون هذا الفهم شاملا وكاملا مساعدا على تجنب أخطار الأزمات إلا إذا تم فهم الأزمات المالية في حد ذاتها، وهو الأمر الذي سنحاول التطرق إليه من خلال هذا الفصل وذلك بطرح التساؤل الرئيسي لهذا الفصل والذي هو:

- ما مفهوم الأزمات المالية؟

بغية الإجابة عن هذا التساؤل قمنا بتقسيم هذا البحث الى ثلاث مباحث تكون هي مفتاح الوصول إلى وضع تصور مفاهيمي للأزمات المالية ويمكن أن نوجزها فيما يلي:

. المبحث الأول سنتطرق فيه الى ماهية الأزمات المالية.

. المبحث الثاني سنعرج فيه على أهم الأزمات المالية التى عرفها الإقتصاد العالمي.

. المبحث الثالث وسيتم فيه محاولة الإحاطة بماهية ومختلف مفاهيم الأزمة المالية العالمية كجزء أساسي من الدراسة ككل.

المبحث الأول: ماهية الأزمات المالية

سيتم من خلال هذا المبحث الإحاطة بمختلف جوانب الأزمات المالية من مفهوم واسباب.

المطلب الأول: تعريف الأزمة المالية

إن صياغة مفهوم دقيق للأزمة المالية ليس بالأمر الهين، وهذا بالرغم من أن العديد من المؤلفين حاولوا وصف النتائج الوخيمة لمثل هذه الأزمات، فالقليل منهم فقط حاول إعطاء تعريف محدد ومضبوط لهذه الظاهرة، وتبيان طبيعتها ، وفيما يلي سنحاول رفع الإلتباس الذي يحيط بهذا المفهوم وذلك من خلال التطرق لبعض التعاريف القليلة المقترحة.

تعرف الأزمة المالية " أنها عبارة عن نموذج أو تغير كبير تعرفه كل أو بعض قيم المتغيرات المالية التالية : عرض السندات والأسهم ,اسعارها ، الطلب على القروض ، حجم الودائع البنكية وسعر الصرف"[1].ومن ثم فمصطلح الأزمة المالية يقترن بتغير (أنخفاض) معتبر لقيم هذه المتغيرات المذكورة آنفا[2] .

تعرف أيضا على أنها "إرتفاع شديد وسريع في الطلب عن النقود لأغراض احتياطية "[3].

و تعرف أيضا بأنها " إضطراب أو اختلال يصيب الأسواق المالية ويتميز بإنخفاض معتبر في أسعار الأصول وعدم الملائمة أو عدم قدرة المدينين والوسطاء على الدفع ، وينشر هذا الاختلال على شكل تفرعات عبر النظام المالي، متبطأ أو مبطلا قدرة الأسواق على تخصيص رؤس الأموال في الإقتصاد بشكل فعال "[4]في حالة أزمة مالية دولية، يتعدى الإضطراب الحدود الوطنية مما يعيق، وبشكل كبير قدرة التخصيص الدولي لرؤوس الأموال من طرف الأسواق المالية.

---

[1] يوسف مسعداوي، الأزمات المالية العالمية الأسباب و النتائج المستخلصة منها، مجلة المستقبل العربي ، العدد : 365، بيروت، جويلية 2009 ص 45-46.

[2] مناور حداد، الأزمة المالية الحالية: جذورها، أسبابها، انعكاساتها، ملتقى دولي حول الأزمة المالية، قسنطينة، جامعة منتوري، أيام 14 و15 نوفمبر 2009،ص 5-6.

[3] شعبان، فرج. و حميد، عبد الله. مدى إسهام التوريق في إحداث أزمة الرهن العقاري المصرفي ملتقى دولي حول الأزمة المالية، قسنطينة جامعة منتوري، أيام 14 و15 نوفمبر 2009،ص ص 9-10.

[4] لعرابة، مولود، هل هي أزمة مالية أم أزمة اقتصادية، ملتقى دولي حول الأزمة المالية، قسنطينة، جامعة منتوري، أيام 14 و15 نوفمبر 2009، ص09.

كما نجد ايضا تعريفا اخر للأزمة المالية يتمثل في دور ونوعية وكيفية توزيع المعلومات في مثل هذه الأزمة ومنه فإن الأزمة المالية هي " عجز الأسواق المالية على توفير رؤوس الأموال اللازمة للمستثمرين أصحاب المشاريع الأكثر مردودية ويعزى هذا العجز بما يسمى بالإنتقاء العكسي(Sélection adverse)والخطر الخلقي (aléa moral)[1]. ويجدر بنا أن نشير أن الإنتقاء العكسي يتمثل في كون أن المستثمر صاحب المشروع الأكثر خطرا هو الذي تكون له حظوظ أوفر في الحصول على قروض من عندالبنوك. أما الخطر الخلقي فيتمثل في كون المدين وبعد التعاقد والحصول على قرض من عند البنك قد يباشر ممارسة نشاط معين آخر من شأنه رفع احتمال عدم القدرة على الدفع ومن ثمة عدم استرجاع البنك لأمواله[2].

من كل هذا يمكن الخروج بتعريف شامل للأزمة المالية وهي : " انهيار في الأسواق المالية مصحوبا بفشل عدد كبير من المنظمات المالية وغير المالية مع انكماش حاد في النشاط الاقتصادي الكلي".

[1] Jean-Charles Bricongne ;Vincent Lapègue ;Olivier Monso ; « La crise des « subprimes » :de la crise financière à la crise économique au site d'internet : www.insee.fr/fr/indicateurs/analys_conj/.../mars2009_d1.pdf

[2] عمر ياسين محمود خضيرات، ورقة بحثية بعنوان: دورالهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمات، جامعة البلقاء التطبيقية الأردنية،الأردن بدون سنة نشر، ص 16.

المطلب الثاني : أسباب الأزمات المالية

لايمكن إرجاع الأزمات المالية إلى سبب واحد أو سببين فهناك جملة من الأسباب تتضافر في آن واحد لإحداث أزمة مالية ، ويمكن تلخيص أهم هذه الأسباب فيمايلي:

أولا: عدم الاستقرار الاقتصادي الكلي

التقلبات في أسعار الفائدة :

تعتبر التقلبات في أسعار الفائدة العالمية أحد المصادر الخارجية المسببة للأزمات المالية في الدول النامية فالتغيرات الكبيرة في اسعار الفائدة عالميا لا تؤثر فقط على تكلفة الاقتراض بل الأهم من ذلك أنها تؤثر على تدفقات الإستثمار الأجنبي المباشر إلى الدول النامية ودرجة جاذبيتها .

يقدر مابين 50 –67 % من تدفقات رؤوس الأموال من وإلى الدول النامية خلال حقبة التسعنيات كان سببها المباشر التقلبات في أسعار الفائدة عالميا[1] .

تقلبات معدل التضخم :

إن التقلبات في معدل التضخم التي تعتبر عنصرا حاسما في مقدرة القطاع المصرفي على القيام بدور الوساطة المالية وخصوصا في منح الإئتمان و توفير السيولة ، وقد اعتبر الركود الإقتصادي الناتج عن ارتفاع مستويات الأسعار مباشرا لحدوث الأزمات المالية في العديد من دول أمريكا الجنوبية ودول العالم النامي[2].

ثانيا : إضطراب القطاع المالي :

شكل التوسع في منح الإئتمان وتدفقات الكبيرة لرؤوس الأموال من الخارج وانهيار أسواق الأوراق المالية القاسم المشترك الذي سبق حدوث الأزمات المالية في حالة دول جنوب شرق آسيا [3]، فلقد شهد القطاع المالي في تللك الدول خلال حقبة الثمانينيات والتسعينات توسعا كبيرا تواكب مع الإنفتاح الاقتصادي والتجاري والتحرر المالي غير الوقائي و غير الحذر بعد سنوات من الانقلاب وسياسات الكبت المالي بما في ذلك ضعف الاقتراض وصغر حجم ودور القطاع المالي في الاقتصاد، فلقد عانت تلك الدول من عدم التهيئة الكافية

---

[1] أرشيد فؤاد التميمي، الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وادارة، مرجع سابق، ص 150.

[2] المنسي رضا، "إشكالية العلاقة بين الاقتصاد المالي والاقتصاد العيني"، المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر عن الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية، جامعة المنصورة، ص 4.

[3] زيب حسين عوض، العلاقات الإقتصادية الدولية، مرجع سابق، ص112.

للقطاع المالي وضعف واضح في الأطر المؤسسية والقانونية والتنظيمية ، فمن ناحية أدى التوسع في منح الائتمان إلى حدوث ظاهرة تركز الائتمان سواء في نوع معين من القروض مثل القروض الاستهلاكية أوالعقارية كما في حالة الأزمة المالية في كوريا الجنوبية ، أولقطاع واحد كالقطاع الحكومي أو الصناعي أو التجاري كما حدث في حالة الأزمة المالية في تيلاندا . ومن الأمور التقليدية في جميع الأزمات المالية التي شهدتها الدول النامية حصول انتعاش كبير في منح القروض ، ولم تقتصر هذه الظاهرة على الدول النامية فحسب بل شملت ايضا الدول الصناعية مثل فلندا والنرويج والسويد واليابان والولايات المتحدة الأمريكية .

ونجد أيضا أن التوسع في منح القروض يؤدي الى ظهور مشكلة عدم تلائم والمطابقة بين أصول وخصوم المصارف خصوصا من جانب عدم الإحتفاظ بقدر كافي من السيولة لمواجهة التزماتها الحاضرة والعاجلة في فترات تكون فيها أسعار الفائدة العالمية مرتفعة[1]، قد يتعرض زبائن المصرف إلى عدم تلاؤم بالنسبة للعملة الاجنبية ولفترات الاستحقاق ، وفي هذا الصدد فقد دلت دراسة(honakan1996))[2] إلى أن الناتج المحلي الاجمالي في عينة مكونة من 59 دولة نامية قد زادت من حوالي 25 % أكثر من 35 % خلال الفترة 1980-1993 بدون أن تحدث زيادة مقابلة في رأسمال المصارف في تلك الدول ، وخير مثال على ظاهرة عدم التلاؤم والمطابقة بين الأصول والخصوم هو الأزمة المالية في المكسيك حيث لوحظ أنه خلال الفترة التي سبقت حدوث الأزمة 1989-1994 حصل ارتفاع في نسبة عرض النقود والعملات الأجنبية مما خلق فجوة بين التزمات المكسيك في الخصوم السائلة والاحتياطي من النقد الأجنبي المقابل لتلك الخصوم واتسعت تلك الفجوة بشكل متسارع حيث زادة قيمة(m2)* ليصل الى خمس مرات أكبر من قيمة احتياطي النقد الاجنبي مما أدى بالسلطات النقدية إلى تخفيض قيمة العملة ، ولقد تكرر نفس هذه المظاهر في حالة كل من البرازيل و تشيلي ولكن بحدة أقل .

إن التحرر المتسارع غير الحذر وغير الوقائي للسوق المالي بعد فترة كبيرة من الإنغلاق والتقييد قد يؤدي إلى حدوث الأزمات المالية ، فمثلا عند تحرير أسعار الفائدة فإن المصارف المحلية تفقد الحماية التي كانت تتمتع بها في ظل تقييد أسعار الفائدة . وعموما فإن تجارب الدول النامية دلت على اضطرابات في أسعار الفائدة المحلية بعد انتهاج أسلوب التحرر المالي خصوصا خلال المرحلة الإنتقالية[3] .

ومن ناحية أخرى ، فإن التحرر المالي يؤدي إلى استحداث مخاطر ائتمانية جديدة للمصارف اوالقطاع المالي قد لا يستطيع العاملون في المصارف تقيمها والتعامل معها بحذر ووقاية، كما أن التحرر المالي يعني دخول

---

[1] المنسي رضا، الاقتصاد المالي- الاقتصاد العيني .. إشكالية العلاقة، مجلة جامعة الملك سعود (الرسالة)، عدد 966، 2009/1/10،ص 17.

[2] المنسي رضا، "إشكالية العلاقة بين الاقتصاد المالي والاقتصاد العيني، مرجع سابق، ص 3.

* المركب النقدي(m2):

[3] فضل الله، عبد الحليم، الجذور الاجتماعية للأزمة السوق العالمية، مجلة عالم التجارة، عدد 12، ديسمبر 2008، ص 36.

مصارف أخرى إلى السوق المالي مما يزيد الضغوط التنافسية على المصارف المحلية لا سيما في أنشطة ائتمانية غير مهيأة لها وقبول أنواع جديدة من المخاطر قد لا يتحملها المصرف وبدون التهيئة الرقابية اللازمة قبل التحرر المالي فإن المصارف قد لا تتوفر لها موارد أو الخيرات اللازمة للتعامل مع هذه النشطات والمخاطر الجديدة ومن الأزمات المالية التي ساهم التحرر المالي غير الوقائي وغير الحذر في حدوثها . نذكر الأزمات المالية في البرازيل وتشيلي وأندونيسيا والمكسيك وفنزويلا وبعض الدول الإسكندنافية وكذلك الولايات المتحدة الأمريكية، فقد أظهرت الدراسات أنه من بين عينة من 25 أزمة مالية كانت 18 منها قد حدثت في غضون السنوات الخمسة الأولى من عملية التحرر المالي[1] .

تعاني معظم الدول التي تعرضت لأزمات مالية من الضعف في النتظام وللإجراءات المحاسبية المتبعة ودرجة الإفصاح عن المعلومات خصوصا فيما يتعلق بالديون المعدومة ونسبتها في محفظة المصرف الائتمانية ، كما تعاني من ضعف النظام القانوني المساند للعمليات المصرفية وعدم الإلتزام بالقانون الخاص بالحد الأقصى للقروض المقدمة لمقترض واحد ونسبتها من رأسمال المصرف وتظهر الدراسات المتعلقة بالدول التي تعرضت لأزمات مالية أنه في أكثر من 28 دولة تعرضت لها كان نقص الرقابة المصرفية الفعالة سببا مباشرا في حدوث الأزمة حيث يؤدي نقص الرقابة إلى التقييم الغير الدقيق والغير الكافي للمخاطرالإئتمانية[2].

من المظاهرالمشتركة للأزمات المالية في العديد من الدول النامية ، كان الدور الكبير للدولة في العمليات المصرفية خصوصا في عملية تخصيص القروض الإتمانية ، وفي كثير من الأحيان كانت الحكومة تقوم بتوزيع الموارد المالية المتاحة على القطاعات الإقتصادية أو أقاليم جغرافية في اطار خطة لتنمية تلك الأقاليم أو القطاعات أو لخدمة أغراض أخرى قد تكون سياسية بالدرجة الأولى وليست إقتصادية .

ثالثا: دور ديون قصيرة الأجل:

شهدت حقبة التسعنيات رواجا في القروض قصيرة الأجل التي قدمتها المصارف الدولية للدول النامية، فقد ارتفعت الديون قصيرة الأجل المستحقة على هذه الدول حسب بيانات بنك التسويات الدولي من حوالي 176 مليون دولار عام 1990 إلى حوالي 454 مليون دولار عام 1997 وكان هذا التراكم السريع للديون قصيرة الأجل من العوامل الرئيسية لحدوث الأزمة المالية في المكسيك عامى 1994 و 1995 و دول جنوب شرق أسيا في عامي 1997و1998 بالاضافة الى روسياو البرازيل في عامي 1998و 1999[3].و قد اظهرت

[1] زيب حسين عوض، العلاقات الإقتصادية الدولية، مرجع سابق، ص115.

[2] المومني رياض، "الاقتصاد الإسلامي والأزمة المالية الراهنة"، عن المؤتمر الثاني للعلوم المالية بعنوان (مدى مساهمة العلوم المالية والمحاسبية في التعامل مع الأزمات المالية العالمية)، جامعة اليرموك، 29/8/ نيسان (ابريل)، 2010، ص 780-783.

[3] المنسي رضا، "إشكالية العلاقة بين الاقتصاد المالي والاقتصاد العيني، مرجع سابق، ص 5.

بيانات بنك التسويات الدولي من نسبة الديون قصيرة الأجل من جملة ديون الدول النامية تلعب حوالي 20% عام 1997 بعد أن كانت حوالي 12% في عام 1990 ، وكان حولي 50% من القروض الجديدة الممنوحة من المصارف العالمية ذات أجال استحقاق لمدة عام واحد أو أقل ، وهي نسبة تزيد كثيرا عما كانت عليه في أوائل التسعنيات . وقد تزايد حجم الديون قصيرة الأجل بأسرع ما يكون في دول شرق آسيا تليها في ذلك أمريكا اللآتنية . وكانت الدول العشرة الأكثر استحواذا للقروض قصيرة الأجل خلال الفترة 1990-1996 هي ، كوريا 15% من جملة القروض قصيرة الأجل الممنوحة لجميع الدول النامية ، تايلاندا 11% ، البرازيل 10% ،أندونيسيا 8% ، المكسيك 8% ثم الصين والأرجنتين وروسيا ، وجنوب افريقيا وماليزيا[1] .

وتزامنت الزيادة في منح القروض قصيرة الأجل مع الزيادة مطردة في نصيب القطاع الخاص من إجمالي القروض ولاسيما المؤسسات المالية ، حيث حظيت المؤسسات المالية على 42% من القروض القصيرة الأجل الممنوحة لدول جنوب شرق آسيا مثلا .

كما تزامن ذلك أيضا مع اصلاحات مالية ومصرفية كان من شأنها إنهاك المصارف المحلية في التوسع في منح الائتمان مع تعزيز نوع من الرواج في الاستثمار يتم بالمضاربة خصوصا في الأسواق الأسيوية الناشئة .

رابعا: حدوث الازمة المالية نتيجة للمتغيرات السياسية الدولية

لقد كان لنمو القوة الاقتصادية لبلدان أسيا اثاره على مجمل الاقتصاد الدولي ،و بدا الحديث عن تدهور المركز النسبي للقوة الاقتصادية الامريكية في مواجهة الصعود الاقتصادي لاسيا ،و التقدم التكنولوجي لليابان و دخول الصين في دائرة المنافسة الدو لية و عودة هونغ كونغ لها و بدا الحديث : أن القرن الحادي والعشرين هو القرن الأسيوي و ان ذلك كله مصدرا لتهديد القوة الاقتصادية الامريكية . لهذا كان المطلوب و ضع استراتيجية تحجم و تضع حدودا لعمليات النمو في الدول الاسيوية الصاعدة ،و ليس ذلك اخذ بنظرية المؤامرة لكنه نتاج طبيعي لتعدد و تنافس المراكز الاقتصادية المتقدمة على الصعيد الدولي ويؤيد هذا التفسير ان الازمة المالية في المكسيك تراجعت و انحسرت هزاتها بمجرد الاعلان عن برنامج الانقاذ الذي طرحه صندوق النقد الدولي بالتعاون مع الولايات المتحدة الأمريكية عند اندلاع الازمة مباشرة

[1] سامي بن إبراهيم، مرجع سابق، ص 112.

(الشهر الثاني) أما في الازمة الاسيوية فلم يتدخل صندوق النقد الدولي الا بعد ستة أشهر و كان موقف الولايات المتحدة الأمريكية سلبيا[1].

المطلب الثالث : تصنيف الأزمات المالية

يمكن تصنيف الأزمات المالية الى ثلاث أنواع من الأزمات يمكن لنا سردها وإيجازها فيما يلي[2]:

أولا: أزمة النقد الأجنبي

تحدث الأزمة في النقد الأجنبي أو العملة، عندما تؤدي إحدى هجمات المضاربة على عملة بلد ما إلى تخفيض قيمتها أو إلى هبوط حاد فيها،أو ترغم البنك المركزي على الدفاع عن العملة ببيع مقادير ضخمة من احتياطاته، أو رفع سعر الفائدة بنسبة كبيرة.

ويميز بعض المحللين بين أزمات العملة ذات" الطابع القديم " أو "الحركة البطيئة" و بين الأزمات ذات "الطابع الجديد"، إذ أن الأولى تبلغ ذروتها بعد فترة من الإفراط في الإنفاق، و الارتفاع الحقيقي في قيمة العملة التي تؤدي إلى إضعاف الحساب الجاري غالبا في سياق من الضوابط المتزايدة على رأس المال، بما يؤدي في النهاية إلى تخفيض قيمة العملة، أما في الحالة الثانية، فإن القلق الذي ينتاب المستثمرين بشأن جدارة ميزانيات جزء مهم من الاقتصاد (سواء كان عاما أو خاصا) بالثقة، يمكن أن يؤدي في مناخ الأسواق المالية و الرأسمالية الأكثر تحررا و تكاملا إلى الضغط سريعا على سعر الصرف.

ثانيا: الأزمة المصرفية

تحدث الأزمات المصرفية عندما يؤدي اندفاع فعلي أو محتمل على سحب الودائع من أحدى البنوك أو إخفاق البنوك، إلى قيامها بإيقاف قابلية التزاماتها الداخلية للتحويل، أو إلى إرغام الحكومة على التدخل لمنع ذلك، بتقديم دعم مالي واسع النطاق للبنوك، و تميل الأزمات المصرفية إلى الاستمرار وقتا أطول من أزمات العملة ، و لها آثار أقسى على النشاط الاقتصادي، وقد كانت الأزمات نادرة نسبيا في الخمسينات والستينات بسبب القيود على رأس المال و التحويل ، و لكنها أصبحت أكثر شيوعا منذ السبعينات، و تحدث بالترادف مع أزمة العملة.

---

[1] زيب حسين عوض، العلاقات الإقتصادية الدولية، مرجع سابق، ص118.

[2] نقلا عن Chapra, Umer, The global financial crisis: can Islamic finance help?, http://www.newhorizon-islamicbanking.com/index.cfm?section=academicarticles&action=view&id=10733 تاريخ التصفح 2016/03/02

ثالثا: أزمة الديون

تحدث أزمة الديون إما عندما يتوقف المقترض عن السداد، أو عندما يعتقد المقرضون أن التوقف عن السداد ممكن الحدوث و من ثم يتوقفون عن تقديم قروض جديدة، و يحاولون تصفية القروض القائمة .

وقد ترتبط أزمة الديون بدين تجاري (خاص)، أو دين سيادي (عام)، كما أن المخاطر المتوقعة بأن يتوقف القطاع العام عن سداد التزاماته، قد تؤدي إلى هبوط حاد في تدفقات رأس المال الخاص إلى الداخل، و إلى أزمة في الصرف الأجنبي.

المبحث الثاني: أهم الأزمات التي شهدها الإقتصاد العالمي

شهدت الأسواق المالية الدولية أزمات و انتكاسات اتسمت بالدورية، ومن أشهر هذه الأزمات مايلي:

المطلب الأول : أزمة الكساد العظيم 1929

بعد الأزمة التي اجتاحت معظم دول العالم خلال سنوات الحرب العالمية الأولى، شهدت العلاقات النقدية و المالية الدولية استقرارا نسبيا، بفضل الإصلاحات و التعديلات التي أدخلت على الأنظمة النقدية السائدة، لكن هذا الاستقرار ما لبث أن اختفى مع انفجار الأزمة الاقتصادية العالمية 1929، و التي شملت مجالات الإنتاج، التجارة و مختلف العلاقات النقدية و المالية، حيث بدأت أسعار الأوراق المالية ببورصة نيويورك بالازدهار منذ عام1924 واستمرت بالارتفاع على مدى خمس سنوات، إلى أن وصلت إلى أعلى مستوياتها في 28 أكتوبر1929، وارتفاع مؤشر داوجونز(*) ارتفاعات شديدة لم يسبق لها مثيل،حيث انتقل المؤشر من 110 نقطة إلى 300 نقطة، بنسبة مقدارها 273%، وأدى ذلك إلى فقدان وخسارة المستثمرين في عمليات السوق تقدر بحوالي 200 مليار دولار، و إفلاس حوالي 3500 بنك في يوم واحد . وتميزت هذه الأزمة بالخصائص التالية [1]:

1- زعزعة الاستقرار النسبي في النظام الرأسمالي بكامله.

2- كانت لها صفة الدورية انطلاقا من ارتباطها الوثيق بالأزمات الاقتصادية الدورية في النظام الرأسمالي.

---

[1] بلوافي احمد، أزمة عقار. أم أزمة نظام، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 2009، ص 262 – 263.

* مؤشر داونجونز:

3- استمرارها لفترة طويلة نسبيا.

4- عمق وحدة هذه الأزمة، ففي الولايات المتحدة مثلا، انخفضت الودائع لدى البنوك بـ 33% كما انخفضت عمليات الخصم و الاقتراض بمقدار مرتين، ووصل عدد البنوك المفلسة من عام 1929 إلى 1933 أكثر من 10000 بنك، أي حوالي 40% من إجمالي عدد البنوك الأمريكية.

5- الانخفاض الكبير في مستويات أسعار الفائدة، حيث كان سعر الخصم في بنك انجلترا خلال الفترة 1930-1933 بحدود 3.1% مقابل 5.5% في عام 1929 حيث يرجع سبب ارتفاع أسعار الفائدة في بداية الأزمة إلى تزايد الطلب على النقود لسداد القروض السابقة، فالمستويات المتدنية لأسعار الفائدة تسببت في إطالة أمد الأزمة، كما أن المقرضين كانوا يغالون في طلب الضمانات على القروض، مما كان يؤدي إلى انخفاض الطلب عليها[1].

6- اختلاف مدة وحدة الأزمة من بلد لآخر بشكل كبير.

7- ترافق الأزمة بتقلبات حادة في أسعار صرف العملات، مما نتج عنه انهيار النظام الذهبي في معظم الدول ففي انجلترا تم إيقاف قابلية إبدال النقود الورقية بالذهب بتاريخ 21 سبتمبر 1931، و قد نتج عن ذلك تدهور قيمة الجنيه الإسترليني، وعموما سببت هذه الأزمة في تخفيض قيم العملات الرئيسية الدولية بحوالي(50%-84%) بالمقارنة مع المستوى قبل الأزمة[2].

8- توقف 25 دولة عن سداد قروضها الخارجية منها ألمانيا و النمسا.

[1] سامي بن إبراهيم، مرجع سابق، ص 112.

[2] زيب حسين عوض، العلاقات الإقتصادية الدولية، مرجع سابق، ص118.

المطلب الثاني : الأزمات المالية في الثمانينات

لقد حدثت أزمتين شهيرتين في الثمانينات هما على التوالي 1987 و 1989 و كان السبب الأساسي لنشوئهما هو تغيرات الأسعار في أسواق رأس المال الناتجة عن اختلال التوازن بين العرض و الطلب لذا سنتطرق لهاتين الأزمتين و أسباب حدوثهما فيمايلي:

أولا : أزمة 19 أكتوبر 1987

أطلقت الصحافة العالمية اسم الاثنين الأسود على 19 أكتوبر 1987[1]، عندما انهارت أسواق المال العالمية ببورصة نيورك، حيث اندفع المستثمرون مرة واحدة إلى بيع أسهمهم، متسببين في هبوط مؤشر داوجونز بمقدار 508 نقطة في يوم واحد ، و سرعان ما انتشر هذا الذعر الذي بدأ في بورصة وول ستريت إلى باقي بورصات العالم، وسادت الفوضى أسواق المال العالمية، و كانت الخسائر كبيرة ففي بورصة نيورك 800 بليون دولار، أي بنسبة 26 % و لندن 22 % ، و في طوكيو 17 %، وفي فرانكفورت 15 % ، في أمستردام 12 %[2] .

و يعد الاثنين الأسود الانهيار الأكثر قوة في التاريخ بعد الانهيار الرهيب في 28 أكتوبر 1929 حيث فقد مؤشر داوجونز الذي يعبر عن تقلبات أسعار 30 نوعا من أسهم الشركات الصناعية الأعرق و الأكبر في الولايات المتحدة نسبة 21.6 % من مستواه السابق البالغ 2247.04 نقطة بينما كان أعلى مستوى له حتى بداية الأزمة 2722.41 نقطة، و هبطت أسعار الأسهم في بورصة نيويورك نتيجة الخلل في التوازن بين العرض و الطلب الناشئ من جراء سيل متدفق من أوامر البيع لم يسبق له مثيل، أصاب كافة الأسهم، فقد كان كبير لدرجة أن المتخصصين فشلوا في مواجهته من خلال السماسرة، أو من خلال تجار الصفقات الكبيرة هذا عن السوق الحاضرة[3] .

أما سوق العقود المستقبلية و الذي تتعامل فيه مؤسسات متخصصة في الاستثمار بهدف تغطية المخاطر التي قد يتعرض لها مخزونها من الأوراق المالية، و عليه فان تكلفة تأجيل تنفيذ صفقة في هذه السوق يكون أكبر بكثير من تكلفة تأجيل تنفيذ صفقة مماثلة في السوق الحاضرة، لذا فانه في الورق الحاضرة يعطى صانع السوق وقتا للبحث عن طرف آخر للصفقة.

أما في سوق العقود فإن الوقت مكلف و ثمين، و أن التغير في السعر هو الأداة الوحيدة لإعادة التوازن.

---

[1] زيب حسين عوض، العلاقات الإقتصادية الدولية، مرجع سابق، ص125.

[2] موقع الأسواق نت:http://www.alaswaq.net/views/20/10/12/. تاريخ التصفح: 2016/03/18.

[3] بلوافي أحمد، مرجع سابق، ص 112.

وباختصار انتهى الأمر بهبوط الأسعار في سوقين وضعف سيولة كلاهما، حيث أصبح من المستحيل التنفيذ الفوري للصفقات التي ترد إلى السوق إلا تكلفة عالية، تمثلت في الانخفاض الشديد في سعر السهم الذي تتضمنه الصفقة، وبقدر لم يتعود عليه العملاء من قبل ، مما تسبب في تعرض أسهم 5000 شركة تتعامل في البورصات الأمريكية إلى خسارة قدرها 490 مليون دولار تقريبا، كما أعاقت هذه الأزمة الكثير من الشركات الصناعية حديثة التكوين، حيث كانت تعتمد هذه الأخيرة في تمويل مشاريعها على البورصة بإصدار الأسهم و السندات، لكن هذا التمويل أصبح أكثر صعوبة.

- **أهم أسباب الأزمة:**

يمكن لنا إيجاز أهم الأسباب التي ترجع لها هذه الأزمة الى[1]:

- التطور الهائل في نشاط السوق المالية الدولية الذي بلغ ذروته عام 1987.
- اشتداد و توثيق الروابط و الصلات بين هذه الأسواق.
- ضخامة الصفقات و العمليات في الأسواق المالية العالمية.
- تنوع الأصول المتعامل بها.
- التقنية العالية و المتطورة جدا المستخدمة في إدارة نشاطها و عملياتها.
- استخدام أحدث الأساليب في الاتصال و أكثرها تطورا، مما زاد في سرعة أداء العمليات و ساعد على سرعة انتقال الأزمات من سوق لآخر.
- طبيعة و خصائص العلاقات النقدية و المالية الدولية، حيث أصبح تداول العملات الرئيسية الدولية، من أهم قنوات انتقال الأزمات و خير برهان على ذلك الدور الهام الذي لعبه الدولار، حيث تسبب تدهور قيمته في تفاقم الأزمة المالية الدولية في أكتوبر 1987.

نلاحظ أن تحرير عمليات انتقال رؤوس الأموال بين الأسواق المالية الدولية من مختلف أنواع القيود ساعد على إضعاف صيغتها الوطنية، و اكتسابها صفة الدولية، على سبيل المثال استخدم أحدث الأجهزة الالكترونية في هذه الأسواق يسمح بإجراء عمليات عرض أو طلب لأصل، أو مجموعة من الأصول المالية في وقت واحد[2].

[1] سامي بن إبراهيم السويلم، الأزمة المالية رؤية_إسلامية، الملتقي الدولي الثالث حول إدارة المخاطر في المؤسسات الآفاق والتحديات، 25-26 نوفمبر 2005، جامعة شلف.

[2] موقع سوالف سوفت: الغزالي الأزمة المالية العالمية. التشخيص والمخرج:http://www.swalif.net/softs/swalif12/softs244276 تاريخ التصفح: 2016/04/12.

لقد تحول الكثير من المستثمرين من اقتناء الأصول المالية طويلة الأجل (الأسهم) إلى الأصول المالية قصيرة الأجل (السندات) بحثا عن ضمانات أكبر، و تجنبا لمخاطر تقلبات قيم الأسهم في ظل حالات عدم الاستقرار الاقتصادي، مما تسبب في فقدان بورصة نيويورك جزء هاما من نشاطها في الأسهم . وكان المخرج الوحيد للأزمة هو البحث عن أطراف أخرى من السوق للمساعدة في إزالة الخلل، وهذا ما حدث في اليوم الثاني فقد دخلت الشركات الكبيرة لاعادة شراء أسهمها، كما تدخل البنك المركزي بحث البنوك على منح المزيد من الائتمان لتجار الأوراق المالية . فبدأت أسعار الأسهم بالاتجاه صعودا شيئا فشيئا، مما انعكس ايجابيا على مستويات الأسعار في الأسواق الأمريكية في يوم 21 أكتوبر 1987.

ثانيا: أزمة أكتوبر 1989

إثر إعلان الحكومة الأمريكية عن ارتفاع أسعار الجملة و التجزئة في شهر سبتمبر 1989 بنسبة 9% و 5% على التوالي، مع امتناع البنك المركزي الأمريكي (البنك الاحتياطي الفدرالي) عن تخفيض أسعار الفائدة، تسببت هذه الأخبار في بداية الأزمة صبيحة يوم 13 أكتوبر 1989 عندما فقد مؤشر داوجونز حوالي 190 نقطة، و أقفل عند مستوى 2569 نقطة أي بانخفاض مقداره 7% عن اليوم السابق، وفي طوكيو فقد مؤشر نيكاي 647 نقطة، كما أضاع مؤشر فايننشال تايمز142 نقطة [1].

ما تجدر الإشارة إليه أن المؤشرات الاقتصادية لبلدان منظمة التعاون و التنمية الاقتصادية لم تكن مبررا كافيا للذعر الذي سببته هذه الأزمة، كما أن مؤشرات أسعار الأوراق المالية قد وصلت إلى أعلى مستوياتها خلال 1989، ولقد جاءت هذه الأزمة بعد مرور أقل من سنتين على سابقتها، لذلك فإن القلق و التشاؤم الذي أشاعته في نفوس المستثمرين يعود بالدرجة الأولى إلى الخوف من تفاقم الأمور و اشتداد الأزمة كما حصل سابقا، رغم أن المعطيات الحقيقية لم تكن تشير إلى احتمال حصول أزمة اقتصادية حقيقية، لهذا يمكن القول أن أزمة أكتوبر 1989 (التي يطلق عليها الجمعة اليتيمة) تختلف عن أزمة 1987 .

[1] سامي بن إبراهيم السويلم، الأزمة المالية رؤية إسلامية، مرجع سابق، ص 35.

أهم أسباب الأزمة :

يمكن لنا إيجاز أهم الأسباب التي ترجع لها هذه الأزمة الى[1]:

- تحسن الظروف الاقتصادية و عدم توافر ما يدل على اقتراب حدوث أزمة اقتصادية.

- نظرا لارتفاع عوائد الأسهم (بسبب ارتفاع مستوى نشاط معظم الشركات و تحسن أرباحها)، فان أصحاب الأسهم لم تكن دوافعهم قوية للتخلي عنها بطرحها للبيع، لهذا كانت زيادة عرض الأسهم للبيع ضعيفة نسبيا وبعيدة عن أحداث تدهور في الأسعار.

- اقتصار بيع الأوراق المالية (الأسهم خاصة) على المستثمرين الصغار، دون تدخل الشركات الكبيرة، مما يعني ضعف حجم و نطاق العمليات و بالتالي عدم تسببها في التأثر بشكل كبير على الأسعار.

- عدم ظهور و انتشار التوقعات حول إمكانية ارتفاع أسعار الفائدة بشكل ملحوظ .

- إن إسراع المستثمرين (في 1987) لبيع أسهمهم تسبب فعلا في تسارع انخفاض الأسعار و إلحاق خسائر كبيرة بالبائعين، أما في 1989 فقد فضل المستثمرين التريث و عدم الاستعجال بالبيع، مما ساعد على تهدئة الأسواق و الحد من انخفاض الأسعار.

- في أزمة أكتوبر 1987 اتسم موقف الحكومة باللامبالاة (خاصة في الو.م.أ) ، مما أثر سلبا وزاد في تفاقم الأزمة، لكن في أكتوبر 1989 سارعت الحكومات إلى التدخل لإيقاف الأزمة، عن طريق مواجهة عمليات البيع المتزايدة بحجم كبير جدا من السيولة، وهذا ما ساعد على احتواء الأزمة، أما في ألمانيا الاتحادية فإن الأوساط المالية لم تكن تعتبر ما يحدث في البورصات أزمة حقيقية وإنما مجرد اضطراب طفيف في أسعار، لا يمتلك مقومات الأزمة، و فعلا اتجهت الأوضاع للاستقرار تدريجيا.

[1] عبد اللطيف حنان، الاقتصاديات الخليجية وتداعيات الأزمة المالية، مجلة السياسة الدولية، العدد 175،2009، ص176- 182.

المطلب الثالث: أزمة الأسواق الناشئة

يقصد بالأسواق الناشئة، أسواق عدد من البلدان المختلفة التي تتلقى كميات ضخمة من تدفقات رأس المال الخارجي، فأصبحت أكثر اندماجا في السوق الدولية وأكثر استجابة و أشد حساسية لآليات السوق الأزمة المالية في سوق ناشئة تعني أن اقتصادا صاعدا تعود على تلقي تدفقات ضخمة من رؤوس الأموال لفترة طويلة من الزمن، ثم توقفت هذه التدفقات، وبدأ الاقتصاد يواجه طلبا متزايدا و فجائيا لمدفوعات خدمة هذه التدفقات الوافدة في صورة تدفقات عكسية خارجة لرأس المال، و تؤدي هذه التدفقات العكسية إلى ارتباك مالي نظرا لأنها قد تؤدي إلى التوقف عن دفع ديونه، مما يستلزم الدخول في مفاوضات لإعادة جدولة الديون أو للحصول على قروض جديدة تمكنه من تمويل مدفوعات القروض القديمة . وقد اتسمت الأحداث والتطورات التي اصطبغت بها معظم الأسواق الناشئة بخصائص مشتركة أهمها [1]:

- تحولات فجائية في التدفقات رأسمالية وافدة إلى تدفقات خارجة.
- أحدث و تطورات غير متوقعة.
- اتجاهات انكماشية عميقة في البلدان المدينة.
- بعض الخسائر بالنسبة للمستثمرين الأجانب.

فلقد شهدت الأسواق الناشئة عدد من الأزمات في كل من الأرجنتين، المكسيك و فنزويلا وغيرها، لذا سنقدم فيمايلي بعرض موجز لازمة كل من المكسيك و الأرجنتين.

أولا: الأزمة المكسيكية

لقد حدثت أزمة المكسيك سنة 1994 وكشفت عن ضعف اقتصاديات الدول النامية و الأسواق الناشئة في الصمود و التكيف مع الصدمات التي تحدثها العولمة المالية بسبب التحرير المالي و الاقتصادي وتحول هذه الدول إلى اقتصاد السوق.

نجمت هذه الأزمة عن تدفق مذهل لرؤوس الأموال إلى خارج، بشكل سريع مثير للانتباه، وممهد الانهيار النظام المالي العالمي، فحسب قول"Michel Camdessus" المدير التنفيذي السابق لصندوق النقد

[1] عبد اللطيف حنان، مرجع سابق، ص185.

الدولي[1]: إن الأزمة المكسيكية عام 1995 كانت الأزمة الكبيرة الأولى في عالمنا الجديد، عالم الأسواق المعولمة،التي جرت وراءها أزمات في عدد كبير من الدول العالم، ولا سيما في بلدان جنوب شرق آسيا وغيرها من بلدان أوربا الشرقية .

فلقد ازدادت أزمت سعر الصرف في المكسيك تفاقما و بلغت ذروتها عندما انخفضت قيمة (البيزو) بحوالي 40% في 2005/01/31 من قيمتها في منتصف ديسمبر 1994، مما دفع بالأسواق المكسيكية إلى الشعور بالخوف من استمرار العجز الكبير في حساب المعاملات الجارية لميزان المدفوعات، أما فيما يتعلق بالتدفقات المالية للمكسيك بعد هذا التاريخ كان لها أثر على الاستهلاك يفوق بكثير أثرها على الاستثمار[2].

أهم أسباب الأزمة المالية في المكسيك :

يمكننا ذكر أهم أسباب أزمة سعر الصرف المكسيكي [3]:

- تقيم العملة الوطنية بأعلى من قيمتها الحقيقية، و اختفاء التدهور في المدخرات الخاصة وإخفاء العجز في حساب العمليات الجارية، الناتج عن تدفق رؤوس الأموال الأجنبية بسبب تنفيذ المكسيك لبرنامج الإصلاح الاقتصادي.

- الاعتقاد بأن تأجيل الإصلاح يؤدي إلى تكلفة أعلى للإصلاح.

- الارتفاع الكبير في الاستهلاك و في إستراد السلع التي يعتقد أن أسعارها سوف ترتفع فيما بعد وهذا الارتفاع ناتج عن المغالاة في تقسيم البيزو.

- يعد ارتفاع سعر الفائدة و إدارة الدين الحكومي، قصير الأجل و التوسع في الائتمان الممنوح للجهاز المصرفي من أهم الأسباب المؤدية لحدوث أزمة المكسيك، و الذي دفع الحكومة إلى انتهاج سياسة نقدية متشددة وتوسيع مجال التدخل في سعر الصرف للمحافظة على استقرار العملة.

- - إن تقلبات سعر الصرف و الاضطرابات المالية المتتالية نتجت عنها آثار سلبية كراثية على الاقتصاد المكسيكي، حيث انخفضت قيمة العملة المكسيكية (البيزو) بـ 40 % من قيمتها في منتصف ديسمبر 1994 ويرجع ذلك إلى أسباب اقتصادية خارجية أدت إلى انخفاضات متتالية في الاستثمارات غير المباشرة وأسباب

[1] سامي بن إبراهيم السويلم، الأزمة المالية رؤية إسلامية، مرجع سابق، ص 39.
[2] سامي بن إبراهيم السويلم، الأزمة المالية رؤية إسلامية، مرجع سابق، ص 40.
[3] زيب حسين عوض، العلاقات الإقتصادية الدولية، مرجع سابق، ص79.

سياسية داخلية تمثلت في إشاعة جو من الغموض الشديد على المستوى الاقتصادي، و التساهل في السياسة النقدية خلال 1994 ، حيث أدت إلى التوسع السريع الممنوح إلى البنوك من قبل البنك المركزي المكسيكي و الممنوح للقطاع الخاص من قبل البنوك التجارية و بنوك التنمية، كما لا ننسى قرار الحكومة بتعويم البيزو و تخليها عن إدارة نظام سعر الصرف.

أهم النتائج المستخلصة من الأزمة المكسيكية :

يمكن لنا الخروج بعديد النتائج والأمور من خلال تعرضنا أكاديميا لهذه الأزمة، وسنحاول إيجاز ذلك في مايلي[1]:

- لقد بدأت الأزمة بعجز ضخم في ميزان العمليات الجارية في ميزان المدفوعات، أدى إلى توقف المكسيك عن سداد ديونها الخارجية، ثم انهارت العملة الوطنية، و لولا تدخل صندوق النقد الدولي و الولايات المتحدة الأمريكية بتقديم قرض قدره 40 مليار دولار، استخدمته المكسيك لخدمة ديونها .

- إن فهم مشكلة أزمة سعر الصرف المكسيكية لم تكن صعبة بقدر صعوبة تنفيذ الإجراءات الاقتصادية السليمة لاحتوائها، حيث ظلت الأموال المتدفقة من الخارج تقوم بتمويل العجز في الحساب الجاري.

- إن إلغاء قيود تحويل العملة الوطنية و تطبيق التعويم الكامل، و فتح باب الإستثمار الأجنبي في أسواق المال على مصراعيه يعتبر إجراءا متسرعا قامت به المكسيك .

- إن قرار الحكومة ببيع جزء من احتياطي العملات الأجنبية لديها بهدف الحفاظ على استقرار عملتها لم يكن قرارا صائبا حيث أدى إلى انخفاض هذا الاحتياطي .

- إن الاعتماد على التدفقات الرأسمالية المتقلبة تسبب مشاكل لاقتصاد الدولة المتلقية، بسبب فقدان الرقابة المحلية و المغالاة في سعر الصرف الحقيقي.

- في ظل التحرر المالي و ضعف الرقابة و الإشراف الجيد للبنك المركزي على البنوك و السياسة النقدية يعرضها لمخاطر الائتمان و السيولة.

[1] زيب حسين عوض، العلاقات الإقتصادية الدولية، مرجع سابق، ص79.

- نستنتج أن التدابير التصحيحية على المستوى المالي المتجسدة في تعويم سعر الصرف و تحرير الأسواق بالإضافة إلى اللجوء إلى صندوق النقد الدولي، و على المستوى الداخلي تمثلت في دعم البنوك و توفير السيولة النقدية . كانت هاته الإجراءات فعالة و ذات فائدة رغم ضخامة تكلفتها البالغة 12 % من الناتج المحلي لسنة 1997 يستهلك على مدى 30 سنة .

ثانيا: أزمة الأرجنتين

كان لأزمة البيزو المكسيكي في أواخر 1994 و أوائل 1995 أثار ذات قيمة في أسواق الأرجنتين المالية في ظل نظام مالي ضعيف و معدلات تبادل غير مرنة، واعتماد كلي على تدفقات رأس المال الأجنبي قصير الأجل، أظهرت الأرجنتين الكثير من مؤشرا التعرض لازمات مالية، ومن ثم كانت النتائج غير مبشرة بالخير [1].

فعلى الرغم من الأداء الاقتصادية القوي للأرجنتين في عام 1994 و بداية 1995، حيث بلغ معدل نمو الدخل القومي الإجمالي 7.7% وانخفض معدل التضخم من 20.6% إلى 3.9% في سنة 1994 ، إلا أن القلق كان يساور المستثمرين المحليين و الأجانب بشأن استقرار سعر الصرف، فبدؤوا بسحب أموالهم من البنوك على إثر الانهيار الذي حدث في المكسيك، فتحولت طلبات السحب إلى حالة من الذعر الشديد وأصبحت البنوك بنقص السيولة و عدم القدرة على الوفاء بالالتزامات .

فعجزت الأرجنتين عن سداد ديونها الخارجية المقدرة بـ 145 مليار دولار، وبلغ معدل البطالة 20% بالإضافة إلى تدهور قيمة العملة المحلية بحوالي 30% في أواخر 2001، مما استوجب على وزير الاقتصاد تخفيض الإنفاق الحكومي بنسبة 20%، و خفض المرتبات إلى النصف، كما أدى الوضع إلى السحب من مدخرات صندوق التأمينات و المعاشات لدفع الرواتب المستحقة، وانتشر الفقر و الفساد، فثار الشعب الأرجنتيني و استقال رئيس الدولة ، لكن استطاعت الأرجنتين الحصول على قرض دولي طارئ قدره 20 دولار من صندوق النقد الدولي من أجل تصحيح الأزمة[2].

أهم أسباب الأزمة :

ترجع أهم أسباب عجز الاقتصاد الأرجنتيني إلى[3] :

[1] زيب حسين عوض، العلاقات الإقتصادية الدولية، مرجع سابق، ص79.
[2] نفس المرجع السابق، ص 85.
[3] سامي بن إبراهيم، مرجع سابق، ص 112.

- نمو الصناعة في الأرجنتين خلق أسوار حماية مرتفعة منذ الستينات، و عدم عمل هذه الصناعات على رفع كفاءتها الإنتاجية، فعجزت عن المنافسة وتعرضت المنشآت للإفلاس.

- ضعف ثقة المنشآت الصناعية في برنامج الإصلاح الأرجنتيني، مما قلل من رغبتها في إجراء التغيرات الهيكلية في أنماط الإنتاج.

- عدم مرونة أسواق العمل في الأرجنتين، وتعرضها للاضطرابات و التشوهات مما أدى إلى ارتفاع التكلفة وانخفاض الكفاءة الإنتاجية في الصناعات المختلفة

- ارتفاع القيمة الحقيقية للبيزو الأرجنتيني و الذي يرجع سببها إلى سياسة سعر الصرف الثابت المتبعة لمحاربة التضخم، تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى الداخل، وضعف الجانب الحقيقي للاقتصاد الأرجنتيني.

أهم الدروس المستفادة من الأزمة :

نستطيع أن نركز على أهم الدروس المستفادة من الأزمة الاقتصادية في الأرجنتين[1]:

- خطورة التقيد بنظام سعر الصرف الثابت على الرغم من تغير الظروف الاقتصادية الداخلية و الخارجية فيجب أن يتخذ القرار الخاص بتعديل نظام سعر الصرف في الوقت المناسب، شرط أنه لا يؤثر هذا على التغيير بشكل سلبي على مصداقية النظام.

- ضرورة العمل على رفع معدلات الادخار المحلي، وذلك بإعادة النظر في سياسات سعر الصرف و سعر الفائدة.

- يجب أن تسبق عملية التحرير التجاري القدرة على رفع مستوى الأداء الحقيقي للاقتصاد الوطني، وذلك يتطلب تنوع هيكل الإنتاج في إطار برامج الخوصصة لرفع كفاءة الإنتاج الوطني.

- لا يجوز الاعتماد على تدفقات رأس المال الحافظة لسد عجز ميزان المدفوعات، حيث أن هذه التدفقات يمكن أن تهرب للخارج بشكل مفاجئ و سريع، ولا يكفي احتياطي النقد الأجنبي للدفع عن العملة الوطنية.

- ضرورة مراعاة أن يكون حجم الديون الخارجية في مستوى مقبول.

[1] سامي بن إبراهيم، مرجع سابق، ص 117.

- ضرورة الاهتمام بالبعد الاجتماعي عند وضع و تنفيذ برامج الإصلاح الاقتصادي.

ثالثا: أزمة جنوب شرق آسيا

لقد انبهر كثير من الاقتصاديين بمعدلات النمو الاقتصادي التي حدثت في آسيا الشرقية، إذ شكل النموذج التنموي الأسيوي مثالا نال إعجاب كثير من الملاحظين في المجال الاقتصادي و المالي، و لعل هذا ما دفع برجال الأعمال للاستثمار فيها، حيث عرفت دول جنوب شرق آسيا أزمات مالية قبل عام 1997 مثل اندونيسيا في 1978، كوريا سنة1980 وغيرهما، إلا أن أخطرها من حيث العمق الداخلي و البعد العالمي كانت أزمة1997 [1].

على مدى العقود الثلاثة السابقة للازمة المالية الآسيوية، كانت اندونيسيا، تايلاند، كوريا و ماليزيا يتمتعون بسجل رائع في الأداء الاقتصادي، لكن تجاهل هذه البلدان للمشكلات التي طفت على السطح ظنا منها أنها محصنة، سبب لها تفاقم في أزمة سعر الصرف في سنة 1997 حيث انخفضت أسعار الصرف بفعل عمليات المضاربة على سعر العملة و تدني الأرباح في أسواق الأسهم مما اضطر السلطات النقدية إلى رفع الفائدة لهدف وقف التحويل من العملة الوطنية إلى العملات الأجنبية خاصة الدولار الأمريكي، فارتفعت أسعار الفائدة في أسواق بعض هذه الدول إلى 200% من السعر السابق وبدأ المستثمرين يتخلصون من الأوراق المالية التي لديهم لإيداع قيمتها في البنوك و الاستفادة من سعر الفائدة، وبلغت نسبة انخفاض أسعار الأسهم ما بين 25% و 50% من أسعار السائدة في السوق، وقد بدأت الأزمة في تايلاند لاعتبارها أضعف الحلقات في المنظومة الآسيوية و كان ذلك في 1997، حينما قام ستة من كبار تجار العملة في بانكوك بالمضاربة على خفض "البات" العملة الوطنية لتايلاند بعرض كمية كبيرة منه للبيع، ففشلت الحكومة في الحفاظ على عملتها بسبب تآكل احتياطي رهيب لأسعار الأسهم بعد قرار الأجانب بالانسحاب من السوق . ثم انتقلت العدوى إلى ماليزيا فانهارت عملتها بنسبة 17.8% في 1997/09/15 مقارنة بسنة 1996، أما التايوان فقد حافظت على مستوى عملتها، لكن انخفض مؤشر سوق المال بها نحو 20% [2].

وبالنسبة لهونج كونج أقوى الحلقات في المنظومة الآسيوية، و التي تستحوذ على احتياطات ضخمة من العملات الأجنبية، امتدت العدوى إليها مما دفع بالحكومة إلى رفع سعر الفائدة إلى 200% فوقع تحول ضخم للأموال من سوق الأوراق المالية إلى الأسواق النقدية[3].

---

[1] مجلس الخدمات المالية الإسلامية،(2007) ، *متطلبات كفاية رأس المال لتصكيك الصكوك والإستثمارات العقارية*، مسودة مشروع مترجمة عن اللغة الإنجليزية، ماليزيا، ص 20. من موقعه: www.ifsb.org

[2] سامي بن إبراهيم، مرجع سابق، ص 127.

[3] حطاب، كمال، مرجع سابق، ص 109.

هذا ما أدى إلى انهيار أسعار الأسهم و السندات و التأثير على أسواق الدول المتقدمة في العالم (بورصة نيويورك، لندن، باريس، فرانكفورت و طوكيو)، ولكن سرعان ما عادت هذه الأسواق للانتعاش، بينما استمرت الأزمة في الأسواق الآسيوية[1].

أهم أسباب أزمة دول جنوب آسيا:

ويمكن لنا أن نوجزها فيما يلي[2]:

- تدفق رؤوس الأموال نحو هذه البلدان بسبب معدلات النمو الاقتصادي المرتفعة و الاستقرار السياسي المدعم لثقة المستثمرين في أسواقها المالية بالإضافة إلى إلغاء أوجه الرقابة على حركة رؤوس الأموال.

- تميل التنمية أساسا الى القروض قصيرة الأجل.

- منح القروض للقطاع الخاص بدون دراسة سليمة أو ضمانات كافية.

- ضعف و قصور الجهاز المصرفي و المالي وفساده و عدم القدرة على تطويره، وانسحاب الحكومة من القطاع المصرفي نتج عنه عدم كفاءة التخصيص المحلي للموارد الأجنبية.

- حرية البنوك في الاقتراض من الأسواق العالمية بأسعار فائدة منخفضة وبدون مخاطرة في صرف العملات الأجنبية، مما أدى إلى زيادة الإنفاق.

- الرفع في أسعار الفائدة بهدف الحد من التحويلات من العملة الوطنية إلى العملات الأجنبية مما حوّل الاستثمار في الأوراق المالية، إلى إيداعات بالبنوك، في تايلاند كانت المشكلة حقيقية، أما ماليزيا فمشكلتها هي التصريحات المناهضة للسوق والغرب لرئيس حكومتها.

- التوسيع في التعامل بالمشتقات المالية و الصرفية، وفتح المجال واسعا أمام المضاربات المحفوفة بالمخاطر.

- الاعتماد الكبير في تمويل العجز في الموازنة العامة لبعض دول جنوب شرق آسيا على تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية.

-

[1] حطاب، كمال، مرجع سابق، ص 115.
[2] سامي بن إبراهيم، مرجع سابق، ص 137.

النتائج المستخلصة من الأزمة :

يمكن للدارس لهذه الأزمة الخروج بالنتائج الأتية[1]:

- إن الاحتياط من النقد الأجنبي لا توفر الحماية و الحصانة للاقتصاد القومي إذا كانت هناك إختلالات هيكلية في ميزان المدفوعات.

- يؤدي التخفيض في العملة الوطنية إلى المخاطرة بالاحتياطات من العملات الأجنبية لدى البنك المركزي.

- عدم الاعتماد على التدفقات المالية الأجنبية قصيرة الأجل بمختلف أنواعها، وعدم الاعتماد في تمويل التنمية على الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة لحساسيتها الشديدة اتجاه تقلبات سعر الصرف.

- تجنب البنوك المحلية التعامل في المشتقات المالية نظرا لتوافر الخبرة الطويلة و الاحتياطات الضخمة لدى الأسواق العالمية الدولية.

- العمل على التطوير الدائم للأنظمة و الضوابط و السياسات النقدية و التمويلية حتى تتماشى واقتصاد السوق و تطويراته المتسارعة.

- تعميق استقلالية البنك المركزي في الإشراف و الرقابة على أعمال البنوك.

- التنويع في المنتجات و الخدمات، والتنويع في التعامل مع عملاء عديدين و مناطق جغرافية مختلفة وقطاعات عديدة تجنبا للتركز.

مما سبق يتبين أن الأزمة المالية في جنوب شرق آسيا، هي أزمة نشأت عن الاقتراض الخارجي المفرط والذي خلافا للاستثمارات المباشرة يعتبر مثير للمتاعب، ومما يعزز هذا الرأي أنّ الدول التي كانت فيها مستويات التدفقات المالية قصيرة الأجل أدنى من حيث نسبتها إلى الاستثمار الأجنبي تأثرت بدرجة أقل.

[1] سامي بن إبراهيم، مرجع سابق، ص 140.

المبحث الثالث: الأزمة المالية العالمية لسنة 2008

لعب القطاع المصرفي والقطاع المالي بصفة عامة دوراً هائلاً في زيادة حجم الأصول المالية المتداولة وزيادة الثقة فيها. ومن هنا بدأت بوادر أو بذور الأزمات المالية وهي بدء انقطاع الصلة بين الاقتصاد المالي والاقتصاد العيني. فالتوسع المالي بإصدار أنواع متعددة من الأصول المالية المتنوعة بشكل مستقل عن الاقتصاد العيني وأصبحت للأسواق المالية حياتها الخاصة بعيداً عما يحدث في الاقتصاد العيني.

ومن هنا تظهر حقيقة الأزمة المعاصرة باعتبارها أزمة "مالية" بالدرجة الأولي نجمت عن التوسع الكبير في الأصول المالية علي نحو مستقل - إلي حد كبير - عما يحدث في "الاقتصاد العيني".

المطلب الأول: أسباب ومظاهر الأزمة

أولا: اسباب الازمة

تكمن أسباب الأزمة المالية العالمية في الآتي[1]:

1- الركود الاقتصادي في الولايات المتحدة الأمريكية:

شهد الاقتصاد الأمريكي ركودا ملحوظا في عام 2008م، ويمكن الاستدلال على ذلك بمؤشرات من السوق المالي، فقد هبط مؤشر داو جونز(Daw Jonze) الصناعي لأسهم الشركات الأمريكية الكبرى بمقدار 679 نقطة، وانخفض مؤشر ستاندارد أند بور(S&P 75) نقطة، وانخفض مؤشر ناسداك (NASDAQ 95.2) نقطة[2]. ومن مؤشرات السوق الحقيقي الدالة على الركود زيادة عجز الموازنة بمقدار 455 مليار دولار, والذي بلغت نسبته إلى الناتج المحلي الإجمالي بـ3.2 %, كما وصل إجمالي النفقات العامة إلى 2.98 تريليون دولار, بارتفاع بلغت نسبته 9.1% عن سنة 2007, وهي أعلى نسبة ارتفاع منذ عام 1990م. ومن جانب آخر انخفض متوسط سعر المنازل في أميركا بنسبة 9.5% وهو أكبر انخفاض منذ عام 1999م[3]. وفي الواقع إن الاقتصاد الأمريكي هو السبب الأساسي وراء الأزمة المالية, ووراء انتقالها إلى البلدان الأخرى؛ والسبب في ذلك أن الولايات المتحدة الأمريكية هي أكبر بلد مستورد في العالم, بالتالي فإن ظهور الركود الاقتصادي فيها سينعكس على صادرات دول العالم الأخرى, ناهيك عن التقلبات الواضحة في سعر

---

[1] سامي بن إبراهيم، مرجع سابق، ص 141.

[2] النجار, إبراهيم, **الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي**, الإسكندرية, الدار الجامعية, 2009م, ص 72 – 73.

[3] موقع الرائد.نت: http://www.al-raeed.net/raeedmag/preview.php?id=1283 تاريخ التصفح: 2016/03/28.

صرف الدولار مقابل العملات الرئيسة الأخرى, وعن العولمة الاقتصادية التي جعلت دول العالم سريعة التأثر بما يحدث في الولايات المتحدة الأمريكية.

2- قروض الرهن العقاري:

نتيجة لتخفيض سعر الفائدة الأمريكي تشجعت العديد من المصارف على منح قروض لشراء المساكن بفائدة متدنية وصلت إلى 5%, فانكب المستهلكون على شراء البيوت في مختلف أنحاء أمريكا، ونتيجة توفر السيولة لدى المصارف والفائض النقدي بسبب السياسة التوسعية والقدرة على خلق النقود تشجعت المصارف على إعطاء المزيد من القروض العقارية, مما أدى إلى زيادة غير مسبوقة في أسعار العقارات،فأصبح المنزل الذي كان سعره 150 ألف دولار مثلا يساوي 300 ألف دولار[1].

إن ازدهار سوق العقارات أدى إلى ارتفاع حجم التمويل العقاري، الأمر الذي مثّل ضغطاً إضافياً على الطلب على العقارات بسبب وفرة التمويل وشروطه الميسرة. ومن جانب آخر قامت المؤسسات المالية التي أخذت هذه العقود الائتمانية بطرح هذه القروض كسندات استثمارية مما أدى إلى وجود سوق ثانوية مهمتها التجارة في هذه القروض وبيعها لعدة مرات, والنتيجة أن الفجوة بين الأسعار الحقيقية والأسعار السوقية قد اتسعت إلى حد كبير. وحينما يرتفع ثمن العقار المرهون يحاول صاحب العقار الحصول على قرض جديد، وذلك مقابل رهن جديد من الدرجة الثانية(الرهون الأقل جودة)(sub prime) أي أنها أكثر خطورة في حال انخفاض ثمن العقار، والواقع أن حجم القروض كان يعطى أولوية على نوع القروض.

وحتى يطمئن المستثمر قامت هذه الشركات بالتأمين على القروض والسندات في حالة التعثر وعدم السداد. ويتكرر السيناريو والنتيجة المتوقعة والمحتملة أن المدين الأول قد يعجز عن السداد فيضطر إلى بيع العقار. ونتيجة تخلف كثير من المدينين عن السداد أصيب العديد من المؤسسات المالية بالعسر المالي الحقيقي, كما أن السندات العقارية فقدت قيمتها السوقية, فضلا عن قيام العديد من مؤسسات القروض المالية بإعطاء قرض ثانوي على نفس البيت، وأصبح البيت الواحد إما مرهون لأكثر من جهة، أو عليه أكثر من رهن.

[1] صوان محمود ، أساسيات الاقتصاد الإسلامي، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، 2004، ص139.

3- توريق (تصكيك) الديون العقارية:

التوريق عملية تحويل الموجودات غير السائلة إلى أوراق مالية قابلة للتداول[1], وفيما يتعلق بالأزمة المالية العالمية فإنه يعني تحويل الديون (التي اقترضها الذين اشتروا المنازل) من المقرض الأساسي (البنك وغيره من المؤسسات المالية المانحة) إلى مقترضين آخرين وذلك في شكل أوراق مالية قابلة للتداول في أسواق المال[2]. فعندما يتجمع لدى البنك محفظة كبيرة من الرهونات العقارية، فإنه يلجأ إلى استخدامها لإصدار أوراق مالية جديدة يقترض بها من المؤسسات المالية الأخرى بضمان هذه المحفظة، فكأن البنك لم يكتف بالإقراض الأولي بل أصدر موجة ثانية من الأصول المالية بضمان هذه الرهون العقارية، وتستمر العملية موجة بعد موجة حيث يولد الإقراض طبقات متتابعة من الإقراض بأسماء المؤسسات المالية واحدة بعد الأخرى، وقد ساعدت عملية التوريق على نقل المخاطر من القروض المفردة وتجميعها وتوزيعها على حائزي الأوراق والجهات الضامنة. وهكذا تضاءل الاهتمام بالتقييم الموضوعي للمخاطر, كما تضاءلت دقة تقييم الضمانات.

4- نقص أو انعدام الرقابة على المؤسسات المالية:

يقول الغزالي": في الوقت الذي انخفضت فيه أسعار العقارات، ومن ثم غرق المواطنون في الديون وأصبحت المؤسسات النقدية على مشارف الإفلاس، وساعد على هذا الوضع المتأزم أربعة عوامل: الأول يتمثل في شبه غياب الرقابة من قبل السلطات النقدية على العمل المصرفي, والثاني يتركز في المضاربات المحمومة في "وول ستريت"، والثالث يدور حول انتشار استخدام أدوات مالية مبتكرة يرفضها شرعُنا الحنيف، وهي المشتقات, والرابع ينحصر في فساد الإدارة العليا في كثير من هذه المؤسسات؛ مما جعلها لا تهتم كثيرًا بالقواعد المصرفية قدر اهتمامها بالمرتبات الخيالية التي كانت تتقاضاها؛ فمثلاً بلغت مرتبات ومكافآت رئيس بنك "ليمان براذرز" (486) مليون دولار عن عام 2007م[3]. ومما لا شك فيه أن سياسات التحرير المالي ساهمت في زيادة حدة هذه المشكلة.

---

[1] سنقرط سامر، التوريق كأداة تمويل واستثما، مجلة المصارف في الأردن، عمان, المجلد21 العدد2، 2002م، ص 35.

[2] بلوافي احمد, **أزمة عقار..أم أزمة نظام**، جدة، جامعة الملك عبد العزيز، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي, 2009م، ص 262 – 263.

[3] موقع سوالف.نت: عبد الحميد الغزالي، **الأزمة المالية العالمية..التشخيص والمخرج :**
http://www.swalif.net/softs/swalif12/softs244276 تاريخ التصفح: 2016/04/03.

5- استخدام المشتقات المالية:

المشتقات هي أدوات مالية استحدثت بغية التحوط[1] أولا, والمضاربة على ارتفاع وانخفاض الأوراق المالية ثانيا، وهي تشمل: المستقبليات والخيارات والعقود الآجلة والمبادلات. وقد بلغ حجم عقود المشتقات على اختلاف أصنافها 25372 بليون دولار أمريكي في نهاية شهر 2009/6, وهي موزعة كالآتي: (2470 بليون دولار أمريكي عقود مشتقات العملات), (15478 بليون دولار أمريكي عقود مشتقات سعر الفائدة) (879 بليون دولار أمريكي عقود مشتقات الأسهم)(689 بليون دولار أمريكي عقود مشتقات السلع) (5855 بليون دولار أمريكي عقود مشتقات أخرى)[2]. أما المبلغ الإجمالي لجميع المشتقات غير المسددة يقدر من قبل بنك التسويات الدولي بمبلغ 600 تريليون, أي اكبر بعشر مرات من حجم الاقتصاد العالمي[3].

6- أسباب أخرى[4]:

- انتشار الفساد الأخلاقي مثل: الاستغلال والكذب والشائعات المغرضة والغش والتدليس.
- نظام جدولة الديون بسعر فائدة أعلى، أو استبدال قرض واجب السداد بقرض جديد بسعر فائدة مرتفع وهذا يلقي أعباء إضافية على المقترض المدين الذي عجز عن دفع القرض الأول بسبب سعر الفائدة الأعلى[5] .
- التوسع في الإنفاق الاستهلاكي.
- التوسع في منح بطاقات الائتمان (credit card) بدون رصيد.

---

[1] التحوط هو: موقف يتخذ قي سوق معين وذلك في محاولة للتعويض عن التعرض لتقلبات الأسعار في سوق آخر بهدف تقليل التعرض للمخاطر غير المرغوب فيها. هناك العديد من المحددات المالية لتحقيق هذا الهدف، تشمل وثائق التأمين، العقود الآجلة، المقايضة، الخيارات, (انظر موقع ويكيبيديا(الموسوعة الحرة)).

[2] موقع بنك التسويات الدولية, منشورات شهر 2014/12.نقلا عن الموقع:
http://www.bis.org/statistics/derstats.htm

[3] شابرا, محمد عمر, الأزمة المالية العالمية- هل يمكن للتمويل الإسلامي أن يساعد في حلها, ترجمة د.رفيق المصري, جدة, مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي-جامعة الملك عبد العزيز, 2015م, ص32.

[4] بلقاسم, زايري، الأزمة المالية المعاصرة: الأسباب والدروس المستفادة، الملتقي الدولي الثالث حول إدارة المخاطر في المؤسسات الآفاق والتحديات، جامعة شلف, 25-2005/11/26م، ص 7-9.

[5]

ثانيا: مظاهر الازمة

بداية الأزمة الجديدة انطلقت مع إعلان مؤسسة مالية عملاقة، هي "ليمان براذرز" عن إفلاسها الوقائي وهذه كانت بداية رمزية خطرة، لأن هذه المؤسسة العريقة كانت من الشركات القليلة التي نجت من مذبحة الكساد الكبير في عام 1929، وتعتبر من أقدم المؤسسات المالية الأمريكية، التي تأسست في القرن التاسع عشر، وهذا ما أكّد تنبُّؤات ألن غرسيبان، رئيس الاحتياطي الفدرالي الأمريكي السابق، بأن مؤسسات مالية كُبرى جديدة ستسير على درب "ليمان براذرز"[1].

خلال حقبة العولمة النيو - ليبرالية التي بدأت في سبعينات القرن العشرين، مرّت المراكز الرأسمالية الكبرى، خاصة الولايات المتحدة، بعملية "لا تصنيع" أو نزع التصنيع (désindustrialisations)، انتقلت بموجبها الرأسمالية الغربية من الاعتماد على الأسواق المحلية - القومية إلى الشكل المُتعولم الحالي من العولمة عبر نقل الصناعات الثقيلة الملوّثة إلى الصين والهند وغيرهما.

وترافق ذلك مع "تحرير" أسواق المال ونزع كل القيود المنظَمة لها، مما أدّى إلى هجرة جماعية للرساميل إلى "الجنّات الآسيوية" وأيضاً إلى تقسيم عمل دولي جديد.

التكنولوجيا المتطورة والبحث والتطوير والسلع "الخاصة" (الخدمات المالية) في المراكز الرأسمالية والعمليات الصناعية التقليدية في الأطراف.

هذا التطور لم يؤدِّ فقط إلى خلق بطالة واسعة النِّطاق في الغرب، بل أيضاً إلى توسّع هائل للأسواق المالية التي تعولمت بسرعة، فبات القطاع المالي في بريطانيا، على سبيل المثال، مسؤولاً عن نصف النمو الاقتصادي، وكذا الأمر بالنسبة للقطاع المالي – العقاري في أمريكا حتى عام 2006، وكِلا القطاعين اعتمدا بشكل كامل على المضاربة وليس على الاقتصاد الحقيقي[2].

بدأت الأزمة بعد تزايد حدة قلق المتعاملين في أسواق المال بشأن الظروف التي تمر بها أسواق الائتمان في العالم والتي أرجع المحللون معظمها إلى المشاكل التي تعرضت لها سوق الإقراض العقاري الأمريكي المعروفة باسم "ساب برايم" والتي تمنح للراغبين في السكنى من دون الاشتراط بأن يكون للمقترض سجل مالي قوي والتي ساهمت في تدهور أسعار الأسهم بشكل ملحوظ خلال الفترة الماضية، وقد كانت أسهم القطاع

[1] بلقاسم زايري، مرجع سابق، ص10-12.
[2] شابرا محمد عمر، مرجع سابق ص36.

المصرفي وعلى وجه التحديد بنوك يو بي إس، وإتش إس بي سي، وباركليز قاطرة الانهيار في أسعار الأسهم، حيث كانت هي الأكثر تضررا خلال الأزمة، وهو أمر لفت أنظار المحللين الماليين الذين فسروا ذلك بأن المستثمرين في البورصة لا يعرفون أي البنوك معرضة لمشكلات الائتمان العقاري ومدى خسائرها المحتملة فبدأ الجميع في البيع بشكل هستيري[1].

وعلى هذا الصعيد علقت قرابة 70 شركة رهن عقاري أمريكية عملياتها وأعلنت إفلاسها أو عرضت للبيع منذ بداية العام الماضي 2006 وحتى الآن، وذكرت شركة "كونتري فاينانشيال" أن مصاعب سوق الرهن العقاري أصبحت تهدد أرباحها ووضعها المالي جديا، وأخيرا أعلنت شركة "هوم مورتجيج إنفستمنت" إفلاسها، وانخفضت الإيرادات ربع السنوية لشركة "تول بروذرز" العقارية، وأعلنت شركة هوم ديبو العاملة في المجال العقاري توقع تراجع أرباحها أيضا بسبب تراجع سوق العقارات السكنية.

وعلى الرغم من كل الإجراءات إلا أن هذا لم يؤد إلى منع انتشار الظاهرة عالميا، والتي عبرت عن نفسها في تراجع أسواق المال في كل من تايلاند وماليزيا وهونج كونج وإندونيسيا وكوريا وسنغافورة وتايوان كان تراجع سوق الصين أقل من نظيراتها الآسيوية حيث أعلنت البنوك في الصين أنها لا تمتلك استثمارات مرتبطة بمشكلات الرهن العقاري الأمريكي، وفي أوروبا وصف المحللون الماليون الأزمة هناك بأنها أزمة خطيرة تهدد النظام المالي الأوروبي ولكنها ليست كارثية، وقد تراجعت أسواق السويد وهولندا والنرويج وبلجيكا والنمسا والدنمارك وفنلندا وانخفض مؤشر فاينانشيال تايمز البريطاني وداكس الألماني وكاك 40 الفرنسي وفوستي البريطاني وميبتل الإيطالي وتوبكس الأوسع نطاقا والذي سجل أدنى نقطة منذ نوفمبر من العام الماضي 2006 ومؤشر نيكاي الياباني الذي أقفل عند أقل معدل له منذ ثمانية أشهر، وذلك بعد أن انعكست مشاعر المستثمرين المضطربة بشكل واضح على مؤشر داو جونز الصناعي الذي اهتز بعنف لينخفض إلى مستويات أدنى من حاجز الـ 13000 نقطة، بينما فقد مؤشر ناسداك نحو 1.7 من قيمته.

[1] شابرا, محمد عمر، مرجع سابق ص 38.

و زادت الأمور توترا بعد فشل بنكي الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، والبنك المركزي الأوروبي في التخفيف من حدة تراجع المؤشرات على الرغم من ضخ نحو 121.6 مليار دولار لطمأنة المستثمرين ووقف نزيف التراجع، حيث إنه خلال يوم واحد من التعامل فقد مؤشر داو جونز قرابة 400 نقطة في حين تراجع مؤشر ستاندرد آند بورز بواقع 150 نقطة. وهذا لثلاثة عوامل[1]:

العامل الأول:

توسع المؤسسات المالية في منح الائتمانات عالية المخاطر للشركات والمؤسسات العاملة في مجال الرهن العقاري، والتي لا تتوافر لديها الضمانات المالية الكافية لسداد التزاماتها تجاه الجهات المقرضة ووصل الأمر إلى حد معاناة هذه الجهات من عدم توافر السيولة اللازمة لتمويل أنشطتها.

العامل الثاني:

يكمن في عدم قدرة مؤسسات التمويل العقاري على القيام بعمليات الاستحواذ التي أعلنت عنها الحكومة الأمريكية أخيرا، وذلك بسبب عدم توافر التمويل اللازم للقيام بهذه العمليات، وهو ما أعطى مؤشرا سلبيا لأداء الاقتصاد الأمريكي.

العامل الثالث :

الذي كان له بالغ الأثر في تراجع البورصات الأمريكية هو عجز الحكومة عن توفير فرص العمل التي كانت قد أعلنت عنها في وقت سابق، مما ولد شعورا لدى المستثمرين بأن أكبر اقتصاد على مستوى العالم يمر بأزمة حقيقية، ومن المعروف أن أسواق المال بالغة الحساسية لمثل هذه المؤشرات فكان التراجع الحاد في كافة مؤشرات البورصات الأمريكية.

ومن المعروف أن السوق الأمريكية ترتبط ارتباطا عضويا بالاقتصاد الأوروبي والآسيوي، بمعنى أن الشركات الصناعية في هذه الدول تعتمد بنسبة تتعدى 70% على ترويج منتجاتها داخل السوق الأمريكية وفي حالة تراجع نشاط الاقتصاد الأمريكي تعاني هذه الشركات من انخفاض حجم مبيعاتها وتراجع ربحيتها. وعندما تظهر مؤشرات على هذا التراجع مثلما حدث خلال الأسابيع الماضية تبدأ البورصات العالمية في الانحدار والتقهقر، نظرا لأن صناديق الاستثمار ومؤسسات رأس المال تبدأ في التخلص عما بحوذتها من

[1] ناصر سليمان، مرجع سابق ص 83.

أسهم، وتزداد عمليات البيع في كافة أسواق المال مما يؤدي إلى تراجع القيمة السوقية للأسهم وانخفاض أسعارها على المستوى العالمي، أخذا في الاعتبار أن مؤسسات المال العالمية سواء كانت أمريكية أو أوروبية تحرص على تنويع محافظها المالية عن طريق الاستثمار في كافة بورصات الأوراق المالية بما فيها البورصات الناشئة وذلك لتقليل درجة المخاطر المترتبة على تراجع الأسهم في أي من البورصات العالمية.

والأزمة لم تهدأ بعد تواصل اقتلاع مؤسسات أخرى في مقدمتها "المجموعة الأمريكية العالمية" التي تعد واحدة من أكبر شركات التأمين في العالم التي بدأت تترنح مع خسارة أسهمها لنحو 61 في المائة من قيمتها[1].

كما أن أعراض العدوى بدأت تصيب عددا من المؤسسات الأخرى حيث خسر بنك "واشنطن ميوتوال" 27 في المائة من قيمة أسهمه ونزلت قيمة أسهم جنرال إليكتريك بنسبة 8 في المائة وتملك الخوف باقي البنوك التي بدأت تضيق الخناق على عمليات الإقراض مما يهدد المحرك الرئيسي للاقتصاد الأمريكي المتمثل في الائتمان فيما بلغ الدولار أضعف حالاته أمام الين الياباني منذ نحو 10 سنوات[2].

وتراجعت أسهم سيتي جروب، أكبر بنوك أمريكا، بنسبة 15 في المائة ليصل سعر السهم إلى 24. 15 دولار في أقل مستوى له منذ عام 2002، وتلاه بنك أوف أمريكا بنسبة 21 في المائة ليصل إلى 55. 26 دولار، وهو أقل سعر له منذ يوليو/تموز 1982 بعد أن قبل شراء ميريل لينش مقابل 50 مليار دولار وخسرت أسهم أمريكان إكسبريس، أكبر شركات بطاقات الائتمان الأمريكية، 9. 8 في المائة من قيمتها ليصل سعر الواحد منها إلى 48. 35 دولار.

كما هبطت أسهم غولدمان ساكس بنسبة 12 في المائة وتراجعت أسهم جي بي مورغان تشيس آند كومباني بنسبة 10 في المائة. أما مورغان ستانلي، أكبر شركات التعامل في الأوراق المالية للخزانة الأمريكية فقد هبطت أسهمها بنسبة 14 في المائة.

وقد أدت الأزمة حتى الآن إلى اختفاء 11 بنكا من الساحة، من بينها بنك إندي ماك الذي يستحوذ على أصول بقيمة 32 مليار دولار وودائع تصل إلى 19 مليار دولار.

---

[1] موقع بنك التسويات الدولية, منشورات شهر 2014/12.نقلا عن الموقع:
http://www.bis.org/statistics/derstats.htm

[2] ناصرسليمان، مرجع سابق ص 86.

وتوقع كريستوفر والين، العضو المنتدب لشركة أبحاث "تحليلات المخاطر المؤسسية" أن يتم إغلاق ما يقرب من 110 بنوك تصل قيمة أصولها إلى حوالي 850 مليار دولار وذلك بحلول منتصف العام القادم[1].

ويصل العدد الإجمالي لمؤسسات المال الواقعة تحت مظلة التأمين الفيدرالي إلى 1800 مؤسسة تستحوذ كلها على ما يقرب من 13 تريليون دولار من الأصول والممتلكات .

يذكر أن إجمالي الدين الحكومي الداخلي والخارجي في الولايات المتحدة قد بلغ حتى الآن أكثر من 11 تريليون دولار. وتأتي الصين في مقدمة الدول الدائنة للولايات المتحدة حيث قدمت ما يقرب من 450 مليار دولار وتليها بريطانيا ثم اليابان ثم السعودية.

كما أن العجز في الموازنة الأمريكية بلغ 450 مليار دولار بينما زاد العجز التجاري عن 65 مليار دولار ويذكر أيضا أن القيمة السوقية لـ8 مؤسسات مالية عالمية تراجعت بنحو 574 مليار دولار خلال فترة عام واحد فقط كانعكاس للتدهور الذي تشهده الأسواق العالمية والذي تأثر به القطاع المصرفي والمالي بشكل أكبر[2].

على أية حال فان الأزمة الراهنة هي في الواقع جزء من أزمات أكبر ضربت النظام المالي الأمريكي في السنوات الأخيرة وكانت قد بدأت بانفجار فقاعة "الدوت كوم" إلى ذوبان قطاع العقارات، وانتهاء، الآن بإفلاس مصارف كبرى كانت معتمدة على هذين القطاعين.

[1] العتوم، عامر، " دور المصارف الإسلامية في ظل الأزمة المالية العالمية"مرجع سابق، ص727.
[2] ناصرسليمان، مرجع سابق ص 89.

المطلب الثاني: علاقة أزمة الائتمان العالمي بصناديق التحوط

لقد كشفت هذه الأزمة شيئا جديدا عن طبيعة الاقتصاد الرأسمالي، الأمريكي تحديدا، وهو السعي لجني الأرباح الهائلة والسريعة من خلال المجازفة، ليس على أساس إنتاج حقيقي.

بعد الأزمة المالية الكبيرة التي تجلت في انهيار مؤشر التكنولوجيا المتطورة "ناسداك" عام 2000، على خلفية التلاعب في سجل حسابات الشركات وتوقعات وهمية بالنسبة لقدرة الانترنت على إحداث نمو اقتصادي غير محدود، فقد وجد رأس المال مجالا آخر لزيادة أرباحه، هو مجال الائتمان والقروض، غير أن الفارق بين المجالين نوعي وخطير، ففي حين اعتمد مجال الانترنت على منتجات حقيقية ووعد بثورة اقتصادية يعتمد مجال الائتمان على المقامرة في أسواق المال[1].

هذه المقامرة عبارة عن مؤسسات مالية نخبوية تُعرف باسم "صناديق التحوط" (Hedge Funds)[2] وهي ليست مفتوحة لعامة الشعب، بل للأثرياء فقط. كل صندوق يمكن أن يستوعب 500 مستثمر كأقصى حد، يدفع كل منهم رسوم اشتراك بقيمة مليون دولار كأدنى حد. ويصل اجر مدير الصندوق إلى 1-2% من قيمة الأصول (assets) و20% من الأرباح. والاهم أن صندوق التحوط غير مسجل، ولا يخضع للرقابة مثل صناديق الاستثمار العادية.

هناك أمر أخر وهو أن السيولة النقدية الهائلة والمكسب السريع، قادا لانتشار ظاهرة صناديق التحوط في أنحاء العالم، حتى باتت توصف بأنها مالكة الكون، إذ تسيطر على ثلث مداولات الأسهم، وبحوزتها أصول بقيمة 2 تريليون دولار (تريليون يساوي ألف مليار). في عام 2006 وصلت أجور بعض مدراء صناديق التحوط الرئيسية إلى مليار دولار[3]، تعمل هذه الصناديق على أساس الاقتراض من مؤسسات مالية كالبنوك بأسعار فائدة منخفضة، ثم تستثمر هذه الأموال مقابل فوائد مرتفعة وتربح من الفرقية بين القيمتين، وهو ما يسمى "الرفع المالي".

"إن صناديق التحوط اقترضت مئات مليارات الدولارات بأسعار فائدة منخفضة للغاية من اليابان، ثم استثمرت أرباحها في بلدان مثل البرازيل وتركيا، حيث أسعار الفائدة مرتفعة. وطالما ظل الين ضعيفا فان هذه الاستراتيجية الاستثمارية ستظل تعمل وكأنها ماكينة نقود. ولكن إذا ما ارتفع سعر الين بصورة حادة، كما قد

[1] Abdullah, Sarah, "Financial crisis: Should Islamic banks share equal responsibility?", McClatchy Tribune Business News, Washington: Apr 27, 2009.

[2] حطاب، كمال، مرجع سابق، ص116.

[3] شابرا, محمد عمر، النظام النقدي والمصرفي في اقتصاد إسلامي، مجلة أبحاث الاقتصاد الإسلامي، م1، ع2، ص ص3-41, 2007م, ص 9.

يحدث بسهولة نظرا للفائض الهائل لدى اليابان في حسابها الجاري، فلسوف تتحمل بعض صناديق التحوط خسائر مالية فادحة وتنهار التجارة المحملة على الين بصورة عنيفة"[1].

تعتبر غالب إستثمارات صناديق التحوط إستثمارات في مجال"الأدوات المالية" التي تدرّ أرباحا خيالية، والتي كانت هي السبب الرئيسي في أزمة الائتمان العقاري التي شهدها الإقتصاد العالمي، ويُقصد بالأدوات المالية ما يسمى ب"مشتقات الائتمان"، وهي عملية تحويل القروض المختلفة، مثل قرض الرهن العقاري وغيره، إلى سندات يمكن تداولها في الأسواق المالية.

إحدى هذه "الأدوات المالية" كان التداول بسندات معتمدة على القروض الممنوحة في سوق القروض العقارية الثانوية (subprime)[2]. خلافا لسوق القروض الرئيسية، تقوم شركات القروض في السوق الثانوية بمنح قروض إسكان (ماشكانتا) مسهَّلة لزبائن لا يتمتعون بتاريخ ائتماني جيد، بمعنى أنهم يحصلون على قروض دون دفع أي سلفة ودون إثباتات موثّقة حول أحجام وقيم أجورهم وممتلكاتهم، المهم تشجيعهم على الاقتراض لجباية أرباح من الفوائد.، ووصلت قيمة سندات هذه السوق منذ عام 2000 إلى 1,8 تريليون دولار.

وقد قام صندوقا التحوط التابعان لشركة "بير-ستيرنز"، البنك الاستثماري النيويوركي، بجمع مئات ملايين الدولارات من مستثمرين أثرياء، واقترضا أضعاف المبلغ من البنوك الكبيرة في وول ستريت، وبدآ التداول بسندات سوق القروض العقارية الثانوية، حتى أعلنا إفلاسهما، ولم تتوقف المجازفة عند حد الاستثمار في سندات قروض أُعطيت بلا ضمانات، بل حدث ما هو اخطر.

احد "المشتقات الائتمانية" الأخرى، التي من شأنها أن تفسر حجم خطورة المقامرة التي دخلت فيها صناديق التحوط، هو الرهان حتى على انقباض سوق الائتمان، وعلى تراجع قيمة الأوراق المالية المدعومة بأصول والمعروفة باسم "التزامات الدين المضمونة"، ومن ضمنها القروض السكنية في السوق الثانوية، وقد نشرت "مجلة البورصةالاقتصادية" أن احد مدراء صناديق التحوط راهن على خسارة مؤشر أي. بي. اكس للسندات القائمة على قروض الرهن العقاري في السوق الثانوية، واستطاع تحقيق الربح حين انهارت أسعار السندات المذكورة.

[1] نقلا عن الخبير الاقتصادي كينيث روجوف في موقع "الاقتصادية" الالكتروني http://iqutisdia.rojofe.org//123854atr(9/13) تاريخ النشر 2013/09/11، تاريخ التصفح 2015/12/12.

[2] علي عبد الوهاب و شحاتة، مرجع سابق، ص: 181.

يشير الخبير الإقتصادي كينيث روجوف صاحب المقال إلى أن هذا المدير اشترى عقود تأمين لحماية 30 سندا ضد احتمال العجز عن سداد القروض، ودفع فعليا 0.6% من قيمة السندات في السنة وفي حال تم استرجاع القروض يكون قد خسر مبلغ التأمين الذي دفعه فقط، وقيمته 0.6% في السنة، أما العائد المحتمل إذا عجزت المؤسسات عن تسديد قيمة جميع السندات فسيكون 100%.

وقد حصل على خلفية أزمة الائتمان ربح بنسبة 100% على نحو 20 سندا". وتشير قصة هذا المدير إلى أن هناك من يربح 100% على استثماراته، بينما لا توفر البنوك العادية للمستثمر العادي فائدة أكثر من 4%.

في حين قاد انهيار بورصة الأسهم في مجال التكنولوجيا المتطورة عام 2000، إلى موجة استياء وعدم ثقة الجمهور بهذه الشركات، فان الأزمة المالية العالمية في سوق الائتمان أدت إلى انعدام الثقة بين البنوك نفسها. وهذا يعني أنه لا احد من البنوك يستعجل لإقراض البنك الآخر، لأنه لا يعرف ما وضعه المالي الحقيقي، علما أن بنوكا مهمة عديدة شاركت بدرجات مختلفة في الاستثمار في سوق الرهن العقاري الثانوي من خلال صناديق التحوط الخاصة بها، والتي كما أسلفنا لا تخضع لأية رقابة ولا يمكن معرفة القيمة الحقيقية لاستثماراتها خاصة على ضوء الأزمة.

المنطق وراء رفض الإدارة الأمريكية فرض الرقابة على صناديق التحوط التي احتلت البورصة وباتت تهدد السوق العالمية، هو أن المبالغ التي ضخّتها هذه الصناديق للبورصة سمحت بانتعاشها، ولكن الحقيقة أن هذه الصناديق بدأت تلعب وتقامر بالائتمان نفسه الذي يشكّل ركنا أساسيا في الاقتصاد الأمريكي، وحولت الرهان على الديون بكل أشكالها إلى مصدر أساسي للربح[1].

ولم يأت هذا الرهان من فراغ، بل من الواقع الأمريكي الغريب الذي يرى في الائتمان محرّكا أساسيا للنمو الاقتصادي. العائلة الأمريكية مضطرة للاقتراض باستمرار لرفع مستوى معيشتها، ويتم تشجيعها طول الوقت على الاستهلاك.

خلال الأزمة الأخيرة مثلا، رهنت عائلات بيوتها بعد أن ارتفعت قيمتها بسبب الفقاعة، لدى شركات الرهن العقاري، وحصلت بالمقابل على مبالغ تسمح لها بدفع رسوم تعليم أبنائها في الجامعة، شراء سيارة جديدة شراء أدوات منزلية مثل الشاشات التلفزيونية الحديثة، الطبقة الوسطى الأمريكية مدينة لشركات الائتمان المختلفة

[1] علي، عبد الوهاب و شحاتة، مرجع سابق، ص: 185.

التي تفرعت في شتى المجالات من العلاج الصحي، التعليم العالي، السيارات، المشاريع الاقتصادية الصغيرة وحتى حاجات الاستهلاك اليومي.

من وراء هذه السياسة يقف أصحاب رؤوس الأموال، كالكواسر تحوم في الجو وتراهن تارة لصالح شركات الائتمان، وتارة أخرى تراهن على عجزها عن جباية استحقاقاتها، مرة تغري المواطن الأمريكي باستثمار توفيراته في البورصة، كما كان الحال في التسعينات، وعندما فقد كل ما يمتلكه، تدفعه لأخذ قرض دون ضمانات على أن يدفع مقابله فوائد عالية.

في المرة الأولى سرق رأس المال من المواطن كل ماله، وفي المرة الثانية يُقرضه من ماله المسروق، ويجبي منه فائدة عالية، حتى يعجز عن السداد فيصادر منه بيته، في كلتا الحالتين يستفيد رأس المال الذي يعيش من المقامرة على حساب الإنسان البسيط.

الأزمة الراهنة ليست سوى امتداد طبيعي للازمة التي سبقتها، فالنظام الرأسمالي لم يخرج من محنته بل لا يزال يغرق فيها. أنها أزمة أخلاقية، اجتماعية وسياسية في آن واحد.

أن من يسيطر على العالم اقتصاديا لا يرى فائدة في الاستثمار في الاقتصاد الحقيقي الذي يخلق ثروة حقيقية ويمنح العامل أساسا ماديا للحياة. أن الاستثمار الحقيقي يستوجب احترام حقوق العامل وتوفير اجر محترم له، وهذا لا يضمن للأثرياء أرباح 100 في المائة كما يريدون. أن هذا النظام يمتص دماء البشرية يسلب من العامل توفيراته الضئيلة التي يمكن أن تضمن له مستقبله، ثم يأخذ منه بيته، مكان عمله وكرامته[1].

[1] علي، عبد الوهاب و شحاتة، مرجع سابق، ص: 188.

المطلب الثالث:خطة الإنقاذ الأمريكية و تأثير الأزمة على العالم العربي

الفرع الاول: خطة الإنقاذ الأمريكية:

وزارة الخزانة الأمريكية كشفت تفاصيل الخطة الحكومية لإنقاذ القطاع المصرفي في الولايات المتحدة وذلك بعد الإعلان عن رصد 700 مليار دولار لتنفيذها، وجاء في بيان لوزارة الخزانة إن الخطة تتيح لوزير الخزانة هنري بولسون بالتنسيق مع رئيس الاحتياط الفيدرالي (البنك المركزي الأمريكي) الحصول على الصلاحية التي تخوله شراء أصول بنوك وشركات ومؤسسات مالية أخرى طالما كان ذلك ضروريا لتثبيت الأسواق المالية[1].

لكن الخطة التي وصفها بوش بأنها "ضخمة لأن المشكلة هائلة" سترفع سقف الدين الأمريكي العام من مستوى 10.6 إلى 11.3 تريليون دولار وهو ما من شأنه أن يزيد الضغوط بشكل كبير على مجمل الاقتصاد الأمريكي الذي يعاني بشدة من نزيف السيولة بسبب الحرب في العراق وأفغانستان، وفي محاولة لاحتواء الاضطرابات في أسواق المال، أعلنت وزارة الخزانة الأمريكية أيضا أنها ستدعم بـ 50 مليار دولار صناديق الاستثمار التي تتعامل في سوق النقد وانخفضت قيمة أسهمها عن دولار واحد[2].

وقال وزير الخزانة الأمريكية هنري بولسون أن التدخل غير المسبوق والشامل للحكومة، يعتبر الوسيلة الوحيدة للحيلولة دون انهيار الاقتصاد الأمريكي بشكل أكبر، موضحا أن خطة وزارته تركز على إنشاء وكالة حكومية جديدة من شأنها ابتلاع كافة الأصول التي تهوي بالمؤسسات المالية الأمريكية. وتعليقا على التدخلات الحكومية الأمريكية، قال رئيس مجلس الاحتياطي الاتحادي بن برنانكي إنها ضرورية لضمان ألا تؤدي الديون المعدومة إلى انهيار النظام المالي والاقتصاد.

ولم تكن الخسائر التي تكبدتها الأسهم في بورصات نيويورك يوم "الاثنين الأسود" بتاريخ 2008/9/15 سوى غيض من فيض كما يقال حيث يحوم شبح الإفلاس حول عدد من المؤسسات التي تشكل ركنا مهما من أركان النظام المالي الأمريكي. وقدرت خسائر وول ستريت في ذلك اليوم بحوالي 600 مليار دولار، وهي الأسوأ منذ الخسائر التي تكبدتها غداة هجمات 11 سبتمبر 2001.

---

[1] http://www.newhorizon-islamicbanking.com/index.cfm?section=academicarticles&action=view&id=10733. تاريخ التصفح: 2016/03/12.

[2] فضل الله, بشير, تجربة البنك الإسلامي للتنمية في دعم التنمية في الدول الإسلامية والتحديات المستقبلية التي تجابه الصناعة المصرفية الإسلامية, إدارة البنك الإسلامي للتنمية, جدة, 2006م, ص18.

الفرع الثاني :تأثير أزمة الائتمان العالمي على العالم العربي

بقيت أسواق الأسهم العربية بمنأى عما يحدث في الأسواق العالمية، وشهدت خلال الأسابيع القليلة التي سبقت شهر سبتمبر 2007 تقلبات شبه طبيعية والسبب في ذلك يعود إلى أن غالبية اللاعبين في هذه الأسواق هم من المستثمرين الأفراد الذين ليس لهم تواجد يذكر على الساحة العالمية، إضافة إلى قلة الترابط بين الأسواق العربية والأسواق الدولية.

أما المستثمرين من بنوك ومؤسسات وشركات عالمية والذين استثمروا في السندات المغطاة بأصول عقارية أو في صناديق التحوط التي تأثرت بشكل مباشر بالأزمة المالية الراهنة فهؤلاء سيتعرضون لخسائر يصعب الآن تقديرها.

إن إنكشاف البنوك العربية على أزمة الرهن العقاري الأمريكي وأدواته المالية يعتبر محدوداً. فمعظم البنوك العربية لا تستثمر سوى القليل في مثل هذه الأدوات، أما البنوك التي لها حيازة في صناديق تحوط تستثمر في سندات مغطاة بأصول عقارية فخسارتها ستكون بقدر حيازتها لمثل تلك الأصول. وحسب استطلاع أجرته شركة التصنيف الائتماني "ستاندرد آند بورز" أخيراً فإن مجموع استثمارات بنوك المنطقة في سندات الرهن العقاري ذات التصنيف الائتماني المنخفض لا يزيد على 1% من مجموع أصول هذه البنوك[1].

إن التقلبات الحاصلة في أسواق المال العالمية سيكون لها بعض الأثر على البورصات العربية، خصوصاً أسواق الأسهم التي تسمح للمحافظ العالمية الاستثمار فيها. ففي فترات الأزمات يتجه المستثمر إلى تخفيض نسبة المخاطرة لديه ويتحول من الأسواق الناشئة إلى استثمارات أكثر سيولةً وأماناً مثل السندات الحكومية. وعلى الرغم من صغر حجم تدفقات محافظ الاستثمار العالمية إلى أسواقنا المحلية إلا أنها ساهمت أخيراً في تحديد التوجه العام للبورصات العربية. ويشار إلى أن أكبر أسواق الأسهم الإقليمية من حيث القيمة السوقية، ألا وهو سوق الأسهم السعودية، لا يسمح للأجانب بامتلاك الأسهم إلا بشكل غير مباشر عن طريق صناديق الاستثمار التي تديرها البنوك المحلية، في حين أن أسواق كل من الإمارات والكويت ومصر وقطر والأردن تشهد وبشكل متصاعد زيادة في حجم الاستثمارات الأجنبية في بورصاتها[2].

[1] علي عبد الوهاب و شحاتة، مرجع سابق، ص: 181.
[2] فضل الله أحمد، مرجع سابق، ص 20.

إن أكبر المخاطر التي قد نجمت عن الأزمة المالية العالمية هو حصول تباطؤ اقتصادي عالمي. فالهبوط الذي سُجل أخيراً في أسعار العقارات السكنية في أمريكا وغيرها من الأصول والذي صاحبه ضغوط إضافية على عملية الإئتمان كان له أثر سلبي على المستهلك الأمريكي المثقل أصلاً بأعباء الديون، مما أدى لاحقاً إلى ظهور أزمة في قطاع الإئتمان عن طريق بطاقات الائتمان وارتفاع في معدلات تخلف الشركات عن سداد ديونها. وهذه كلها كانت بوادر لعملية تباطؤ اقتصادي لازالت الى يومنا هذا.

لقد شعر القائمون على السياسة النقدية في دول المنطقة العربية أنهم مضطرون لمجاراة السياسة النقدية التوسعية التي أخذت الولايات المتحدة باتباعها، وهذا ما أدى إلى انخفاض أسعار الفائدة المحلية وأسعار صرف العملات العربية المرتبطة بالدولار وسيزيد من الضغوط التضخمية التي ظهرت مؤخراً في عدد من دول المنطقة[1].

الشكل رقم (01-02): جدول يبين مدى انخفاض المؤشر العام في أهم البورصات العالمية سنة 2008.

البورصة	فرانكفورت	باريس	لندن	مدريد	طوكيو	شنغهاي	ساو باولو	الرياض	دبي	بيروت
نسبة انخفاض المؤشر (بالمئة)	07.1	06.8	5.4	07.5	03.8	05.1	06.00	09.8	9.4	03.00

المصدر: جمال وائل، الأزمة الاقتصادية العالمية والعالم العربي: نهاية النموذج، مجلة شؤون عربية، عدد 136 القاهرة، الأمانة العامة لجامعة الدول العربية،2012 ، ص69.

[1] فضل الله أحمد، مرجع سابق، ص 22.

المطلب الرابع: النقاط المشتركة بين هذه الأزمات

يجب أن نشير في البداية إلى أن هذه الأزمات التي حدثت وغيرها قد حدثت داخل النظام الرأسمالي أو تحت مظلة الرأسمالية عن اختلاف الزمان والمكان، طبعا ولما نقول الرأسمالية نقول العولمة والحرية الاقتصادية والمالية وحرية التنقل وبما أن الحرية هي عكس الحماية او الرقابة فهنا مربط الفرس.

إذ انه بملاحظتنا لما حدث في أزمة 1929 هو إقدام البنوك على التوسع في منح الائتمان بدون شرط أو قيد وحسب أراء المفكرين الاقتصاديين آنذاك هو أن السوق وقوى العرض والطلب كفيلة بإعادة التوازن تلقائيا ولكن هذا ما يعزز المضاربة في أسواق الأوراق المالية إذ تؤدي إلى إلغاء كفاءة السوق المال ومغالطة في كثير من الأحيان في أسعار القيم المنقولة وهذا ما حدث في أزمة 2008 لكن بمعطيات جديدة وحرية اكبر في الاختراع والتعامل "المشتقات المالية" وحيث لا تتوفر الرقابة والتنظيم ينشط في السوق ذوي المصالح الخاصة مثل " صناديق التحوط" أصحاب الثروات الكبيرة (الثروات المجهولة المصدر) والذين يهدفون للربح السريع بشتى الطرق[1].

أما عن أزمة 1997 فهي مثال ودليل واضح على التبعية الكاملة والمحاباة لما يحدث عالميا إذ أدت ببلدان شرق آسيا إلى فتح أسواقها بالكامل وزيادة منافستها للدول الأخرى، لكن مع انعدام الكفاءة في الاستخدام والتنظيم والتسيير والتطبيق الأعمى والغير المدروس لسياسات وبرامج الغرب الرأسمالي، و إذا اعتبرنا الدول المتقدمة صناعيا (الولايات المتحدة الأمريكية ، أوروبا) هي الأستاذ والدول الناشئة والنامية (دول آسيا والمغرب العربي) هي الطالب والرأسمالية هي البرنامج والمنهج والمدرسة، فانه قد ثبت أن لا الأستاذ ولا الطالب ولا المدرسة هم في الطريق الصحيح أو بالمفهوم الاقتصادي الطريق الرشيد![2].

فهل من الرشادة مثلا : أن نترك للخواص(الذين يهدفون للربح بكل الطرق وحتى بامتصاص جهد وعرق العمال ليزدادوا غنى ويزداد العمال فقرا) الزمام في التحكم في السياسات الاقتصادية، ونعلم كل العلم أن هدف الخوصصة (إزالة كل ما يتعلق بالقطاع العام، تحرير كامل لعمل الشركات، خفض الإنفاق العام إلى أدنى مستوى بل واستبعاده تماما.) مع ملاحظة أن الخوصصة حقيقة هي تحويل الملكية من عام إلى أفراد خواص يهدفون إلى تكوين الاحتياطات الضخمة وفقط. والإمساك بزمام الثروة عن طريق" الغاية تبرر الوسيلة" وإلا فما نلاحظه حول أزمة الرهن العقاري هو: هل من المعقول أن اكبر دولة واكبر اقتصاد في العالم

[1] فضل الله أحمد، مرجع سابق، ص 23.
[2] علي عبد الوهاب و شحاتة، مرجع سابق، ص: 183.

(الولايات المتحدة الأمريكية) بمفكريه وزعمائه وعلمائه ومخابر البحث الكبرى في العالم، هل عَمي كل هذا على رداءة القروض التي كانت تقدم للأفراد (لا عمل لا دخل لا أصول) أين كانت الرقابة وأين كان التنظيم؟ أين كانت مراكز البحث والاستشراف؟ فعجبا أسباب الأزمات هي نفسها والنتائج والآثار هي نفسها مهما اختلف الزمان والمكان[1].

إن كان هذا هو حال الدول المتقدمة أو الدول (القائدة أو القدوة) فما هو حال الدول المقودة؟نخلص إلى ان الرأسمالية أو الخواص الكبار والقادة يستفيدون عندما يكون الرواج والانتعاش ولا يحصل العمال إلا على الفتات لكن أوقات الأزمة والركود والكساد تمول خطط الإنقاذ من جيوب العمال عن طريق الضرائب على متوسطي الدخل[2].

[1] العتوم، عامر، "دور المصارف الإسلامية في ظل الأزمة المالية العالمية"، مرجع سابق، ص728.
[2] علي عبد الوهاب و شحاتة، مرجع سابق، ص: 184.

خلاصة الفصل الثاني

يمكن لنا القول بأن الأزمات المالية تتجلى في وقوع خلل خطير ومفاجئ نسبيا يضرب السلوك المعتاد للمنظومة المالية ويتضمن أخطارا وتهديدات مباشرة وكبيرة للدولة والمنظمات والأفراد وجميع أصحاب المصالح ويتطلب هذا الخلل تدخلات سريعة وفاعلة من جميع الأطراف ذات العلاقة، وتؤدي الأزمات المالية إلى نتائج سلبية واضحة على مستوى الاقتصاد الجزئي والاقتصاد الكلي وخسائر في الموارد المادية والموارد البشرية، وتؤدي إلى اضطرابات حادة في التوازنات الاقتصادية قد يعقبها انهيارات حادة لمؤسسات مالية ومؤسسات أخرى.

لقد عرف الاقتصاد العالمي عدة أزمات مالية كانت المخاطرة والغرر أهم المتغيرات فيها، ونتجت عن هذه الأزمات نتائج عديدة ولعل أهمها يتمثل في الإختلالات الاستثنائية والعميقة جدا من حيث النوع والكم، وقد تأثرت جميع دول العالم بها من أدناها إلى أقصاها، حيث إن الترابط في الإقتصاد العالمي يفرض إنتقال عدوى الأزمات لتمتد خيوطها إلى اقتصاديات أغلب البلدان . وقد تمثل المظهر الرئيسي لهذه الأزمات في أزمة السيولة النقدية التي تكشفت عن إفلاس عدد من البنوك العالمية، وقد تبع ذلك انهيارات مفاجئة في بعض البورصات وتدني مؤشرات الكثير منها، وانخفضت أسعار الكثير من العملات والأسهم وبعض الأصول المالية. ولم تتوقف أعراض الأزمات عند ذلك الحد، فقد امتدت لتشمل جميع القطاعات الاقتصادية حتى كادت أن تطيح بالنظام الاقتصادي ككل.

لقد انطلقت أصوات كثيرة تدعو إلى الأخذ ببعض التطبيقات الاقتصادية الإسلامية كحلول ومخارج من الأزمات المالية وخاصة بعد الأزمة المالية العالمية، وتبني المبادئ والقواعد والأسس التي تعتمدها المصارف الإسلامية خصوصا في مجال التعاملات والمعاملات المالية.وقد قدم بعض الباحثين الرؤى والأدلة التي تبرز جوانب القوة في الاقتصاد الإسلامي والتي تكفل- لو كانت قد اعتمدت -عدم حدوث مثل هكذا أزمات مالية كبرى.

الفصل الثالث:

الهندسة المالية الإسلامية وأزمة الرهن العقاري

تمهيد الفصل الثالث

إن ظهور سوق أوراق مالية إسلامية يضفي تغيرات نوعية ملحوظة، إذ تفتح أبواب اً وأبعاداً تزيد من فاعلية الأسواق المالية العالمية في استقطاب المزيد من الأرصدة والمدخرات المالية للملايين من الأفراد والمؤسسات مع ما تضفيه خصائص منتجاتهم المالية والنقدية من تأثير إيجابي على استقرار الأسواق المالية العالمية وزيادة شموليتها وفاعلية أدوارها في تنمية الإقتصاديات العالمية ورفاهية المجتمعات إنسانية.

بعد سلسلة الإنهيارات التي مست معظم الدول من جراء تداعيات الأزمة المالية العالمية، بدأت الدول بوضع عدة تدابير و إجراءات لمواجهة الأزمة المالية، منها خطة صندوق النقد الدولي وخطة الإنقاذ الأمريكية ولقد نجحت المصارف الإسلامية في التصدي لأزمة الرهن العقاري التي شهدتها السوق المالية الامريكية و أسواق أخرى، من خلال أدوات الهندسة المالية الإسلامية، وسوف نتطرق لذلك في هذا الفصل من خلال الإجابة على التساؤل الرئيسي للفصل والمتمثل في:

- كيف كان بإمكان الهندسة المالية الإسلامية تفادي وتجنب أزمة الرهن العقاري؟

بغية الإجابة عن هذا التساؤل قمنا بتقسيم هذا البحث الى ثلاث مباحث تكون هي مفتاح الوصول إلى وضع تصور مفاهيمي واضح حول تقنيات الهندسة المالية الإسلامية في تجنب وإدارة المخاطر وكانت كالاتي:

.المبحث الأول وسيتم فيه التطرق إلى مدى تأثير الأزمة على المنظومة المالية الإسلامية .

.المبحث الثاني وسيتم التحدث فيه عن النقد الشرعي الإسلامي لأسباب الأزمة.

.المبحث الثالث وفيه عرض عام لأهم التقنيات الإسلامية المستعملة لإدارة المخاطر.

المبحث الأول: المنظومة المالية الإسلامية ومدى تأثرها بالأزمة

سيتم من خلال هذا المبحث الإحاطة بمختلف الجوانب التى تأثرت بها الهيئات المالية الإسلامية سواءا بالسلب أو بالإيجاب.

المطلب الأول: الاتجاهات المختلفة لموقف الاقتصاد الإسلامي من الأزمة:

بعد أن تفجرت وتعمقت الأزمة المالية العالمية (عام2008) فقد انطلقت أصوات كثيرة تدعو إلى الأخذ ببعض التطبيقات الاقتصادية الإسلامية كحلول ومخارج من الأزمة المالية العالمية وتبني المبادئ والقواعد والأسس التي تعتمدها المصارف الإسلامية خصوصا في مجال التعاملات والمعاملات المالية. وقد قدم بعض الباحثين الرؤى والأدلة التي تبرز جوانب القوة في الاقتصاد الإسلامي والتي تكفل -لو كانت قد اعتمدت- عدم حدوث مثل هكذا أزمات مالية كبرى. وفي ظل تصاعد الدعوات والحديث عن دور النظام الاقتصادي الإسلامي وقدرته على مواجهة هذه الأزمة المالية العالمية والتخلص من آثارها وانعكاساتها على الاقتصاد العالمي فقد برز رأيان واتجاهان متباينان بخصوص هذه الدعوات، وهما:

الاتجاه الأول:

هذا الاتجاه يرى أنه لا يجوز إقحام بعض التطبيقات الجزئية المأخوذة من النظام الإسلامي وتقديمها كحلول جزئية ترقيعية لفجوات وإخفاقات النظام الرأسمالي الذي عجز عن منع وقوع هذه الأزمة المالية ولم يتمكن من الحد من آثارها الكارثية المدمرة بعد وقوعها. ويدعم أصحاب هذا الاتجاه رأيهم ووجهة نظرهم بما يأتي: يرى أصحاب هذا الاتجاه أن عمليات الترحيب (التي صدرت عن دوائر غربية مسؤولة) بتبني بعض تطبيقات النظام الاقتصادي الإسلامي هي ليست عمليات ترحيب بهذا النظام وإيمان راسخ به، إنما هي محاولات رأسمالية للاستفادة من أموال وموارد المؤسسات المالية الإسلامية ودمجها في الأزمة حتى تكون هذه المؤسسات المالية الإسلامية جنبا إلى جنب في الورطة مع المؤسسات المالية الرأسمالية التي تسببت بسياساتها واستراتيجياتها غير الحكيمة في الأزمة المالية العالمية[1].

يشكك أصحاب هذا الاتجاه بنوايا الدوائر الرأسمالية الغربية عندما تتحدث هذه الدوائر بإيجابية عن النظام الاقتصادي الإسلامي، ويؤكدون على أن الهدف الجوهري لهذه الدوائر هو جذب وجلب الموارد والأموال ومصادر التمويل الإسلامي إلى ساحات الأزمة وأسواقها المتداعية في محاولة من هذه الدوائر لإعادة التوازن إلى الأسواق المالية العالمية[2].

---

[1] "Financial crisis presents opportunity for Islamic banks", Middle East Company News, Dubai: May 28, 2009.

[2] Abdullah, Sarah, "Financial crisis: Should Islamic banks share equal responsibility?", McClatchy Tribune Business News, Washington: Apr 27, 2009.

يرى أصحاب هذا الاتجاه أن تطبيق الحلول الإسلامية بصورة جزئية سيؤدي إلى عدم نجاعتها وعدم قدرتها على تحقيق الإصلاحات المطلوبة، وحينها ستدعي الدوائر الرأسمالية أن النظام الاقتصادي الإسلامي قد فشل في مواجهة الأزمة المالية العالمية، وستدعي أن القول بأن تطبيق النظام الاقتصادي الإسلامي هو الحل المناسب ليس قولا صحيحاً[1].

يشير أصحاب هذا الاتجاه إلى أن أخذ بغض الحلول الجزئية من النظام الاقتصادي الإسلامي وتطبيقها في النظام الرأسمالي إنما هي محاولة لأسلمة الرأسمالية، وهذه المحاولة لن تجدي نفعا، وقد تبعد الأنظار عن الحلول الجذرية التي يتضمنها النظام الاقتصادي الإسلامي ونظرته الشاملة المتكاملة للمجتمع والأسواق[2].

يرى أصحاب هذا الاتجاه أنه لا يمكن المزاوجة بين النظام الاقتصادي الإسلامي والنظام الرأسمالي فالأسس والقواعد والمبادئ التي يقوم عليها النظام الاقتصادي الإسلامي مختلفة، فهو يمنع الربا ولا يسمح بالمضاربات والاحتكار، ويؤكد على ضرورة وجود غطاء من الذهب أو الفضة للأموال المتداولة (النقد) ويمنع كنز الأموال واحتكار فئة محدودة من الناس لها ويضع السياسات التي تكفل توفير العمل للأفراد حتى يتمكنون من إعالة أنفسهم وأسرهم، كما أن النظام الاقتصادي الإسلامي لا يسمح بالجهالة بين الشركاء (فالشركاء يجب أن يكونوا على معرفة ببعضهم) ويحدد هذا النظام النماذج المقبولة من الشركات.

إن جميع أو أغلب السمات التي تتعلق بالنظام الاقتصادي الإسلامي هي سمات تختلف عن سمات وطبيعة النظام الرأسمالي، فالنظام الاقتصادي الإسلامي يحدد ثلاثة أشكال للملكية هي: الملكية العامة وهذه الملكية العامة لا يجوز ولا يصلح للدولة أو الأفراد أن يسيطروا عليها أو القيام بتملكها، ويجب أن يتم توزيع العوائد المتحققة منها على الناس بعد أن يتم خصم التكاليف ذات العلاقة، ومن الأمثلة على هذا النوع من الملكية آبار النفط والغاز والمناجم. أما الشكل الثاني للملكية فهو ملكية الدولة، وتقوم الدول بالتصرف بهذه الملكية وتستخدمها في تنفيذ مشروعاتها وفي تمويل نفقاتها، ومثال هذا الشكل أموال الخراج والفيء وأموال من لا وارث له وغيرها.

أما الشكل الثالث للملكية فهو الملكية الخاصة، وهذه الملكية هي التي تعود للأفراد، وتتم من خلال مجالات متعددة ومتنوعة تفضي إلى ملكية خاصة لهؤلاء الأفراد في المجالات والموضوعات المختلفة عن ملكية

---

[1] Financial crisis: Should Islamic banks share equal responsibility?", Arab News, Jeddah: Apr 27, 2009.

[2] Abdullah, Sarah, "Financial crisis: Should Islamic banks share equal responsibility?", McClatchy Tribune Business News, Washington: Apr 27, 2009.

الدولة والملكية العامة، وهذه الملكية تتحقق من خلال ما يمارسه الأفراد من أعمال ونشاطات في قطاعات الصناعة والتجارة والزراعة[1].

وفي ضوء ما تقدم يمكن القول أن محاولات أسلمة الرأسمالية هي محاولات فاشلة لأنها لا تركز على أسس وقواعد ومبادئ راسخة وسليمة وفاعلة، وهذه المحاولات تسعى إلى استغلال النظام الاقتصادي الإسلامي كأداة من أدوات الرأسمالية. ولذلك فإن أصحاب هذا الاتجاه يدعون إلى عدم إقحام النظام الاقتصادي الإسلامي في تيار هذه الأزمة بصورة خاطئة، لأن هذا النظام يكون فاعلا عندما يجري التعامل معه بصورة متكاملة وليس بصورة مجزوءة.

الاتجاه الثاني:

يرى أصحاب هذا الاتجاه غير ما يراه أصحاب الاتجاه الأول، إذ أنهم يدعون إلى انتهاز هذه الفرصة (الأزمة المالية العالمية التي تفجرت عام 2008) واستثمارها لصالح النظام الاقتصادي الإسلامي والدعوة إلى بناء نظام اقتصادي عالمي جديد يرتكز على الفكر الاقتصادي الإسلامي، بحيث يتم بناء هذا النظام الاقتصادي بعيدا عن أسعار الفائدة وبعيدا عن المخاطر العالية غير المبررة وبعيدا عن الفساد والجشع وأن يقوم هذا الاقتصاد على علاقات شراكة مع المؤسسات القائمة بالاعتماد على الصيغ والأطر والمعاملات الإسلامية[2].

ويدعو أصحاب هذا الاتجاه إلى ضرورة وضع الخطط التي تكفل تبني فاعل للنظام الاقتصادي الإسلامي بصورة فاعلة وتدريجية تبدأ من قطاعات المال والمصارف وتتدرج وتنتقل إلى القطاعات الاقتصادية الأخرى عبر استراتيجية تغيير شاملة قادرة على إعادة هيكلة كاملة وإعادة هندسة للاقتصاد العالمي.

ويؤكد أصحاب هذا الاتجاه على ضرورة أن تتدخل الدولة بصورة فاعلة ومدروسة ومسؤولة في بنية الاقتصاد وعدم ترك الأمر بأكمله للقطاع الخاص، فالدولة مسؤولة عن وضع الضوابط التي تكفل كفاءة الاقتصاد وفاعليته وقدرته على الصمود أمام الأزمات المحتملة. ويشير أصحاب هذا الاتجاه إلى ضرورة التركيز على الجوانب المتكاملة التي يقدمها ويوفرها النظام الاقتصادي الإسلامي واهتمامه باعتبارات المسؤولية الاجتماعية ومنظومة الأخلاق والقيم الإنسانية العليا، وتركيزه على تحقيق رفاهية الإنسان في المجالات المادية والمعنوية.

---

[1] International financial crisis to provide insights and investment opportunities in line with Islamic laws", " Middle East Company News. Dubai: Mar 2, 2009.

[2] Financial crisis widens the appeal of Islamic finance", Middle East, Company News, Dubai: Feb 2, 2009.

المطلب الثاني: البنوك الإسلامية(الماهية والأهداف والخصائص)

يعتبر البنك الإسلامي مؤسسة مصرفية لا تتعامل بالفائدة أخذا أو أعطاءً، فالفرق بين البنك الإسلامي والبنوك الأخرى هو عدم التعامل بالفائدة والتي تعتبر شرطاً ضروريا لقيام البنوك الإسلامية، إلا أن هذا الشرط ليس كافياً حيث توجد تجارب لمصارف عالمية لا تعتمد التسهيلات الائتمانية التي تعتمد على الفائدة[1]. ويمكن تعريف البنك الإسلامي أيضا بأنه "مؤسسة مصرفية تلتزم في جميع معاملاتها ونشاطها الاستثماري، وإدارتها بجميع أعمالها بالشريعة الغراء ومقاصدها وكذلك بأهداف المجتمع الإسلامي داخليا وخارجياً"[2].

أن أهم ما يميز أعمال البنوك الإسلامية أن أهدافها ذات طابع اقتصادي واجتماعي، حيث تمارس أنشطة في مجال الخدمات المصرفي وأعمال التمويل والاستثمار وفقا لضوابط وأحكام النظرية الاقتصادية الإسلامية[3] وتهدف أيضا هذه البنوك إلى التخلص من الهيمنة الاقتصادية الخارجية، بالإضافة إلى تحقيق الأرباح المشروعة[4]، وتحقيق النظام التكافلي بين أفراد المجتمع، وتحقيق الاستقرار للقوة الشرائية للنقود في العالم الإسلامي وصولا إلى الرفاه الاقتصادي والاجتماعي للشعوب الإسلامية. وتسمح قوانين البنوك الإسلامية للمواطنين بتنمية عادات تتعلق بالادخار والتوفير والاستثمار الفردي والذي يعود بالنهاية على الفرد والمجتمع بالفائدة. وتتشابه البنوك الإسلامية مع البنوك التقليدية من حيث مبدأ الوساطة المالية بين أصحاب الفوائض المالية وأصحاب العجز ولكنها تختلف عن البنوك التقليدية من حيث آلية ممارسة الوساطة. وعموما فان آلية عمل البنوك الإسلامية مستمدة من المذهب العام للاقتصاد الإسلامي والذي يعني أن عمل البنوك الإسلامية مرتبط بتطبيق أحكام الشريعة الإسلامية ذات العلاقة. ولذلك نجحت البنوك الإسلامية في جذب العديد من المدخرات التي وجد أصحابها حرجاً في التعامل مع البنوك التقليدية ونظرا لتنوع صيغ الاستثمار والتمويل الإسلامي فقد استطاعت البنوك الإسلامية أن تستقطب مدخرات أصحاب الدخول الصغيرة والمتوسطة وتوجهها إلى قنوات التوظيف الفعالة. ولذلك يمكن تعريف البنك الإسلامي بأنه مؤسسة مصرفية لتجميع الأموال وتوظيفها في نطاق الشريعة الإسلامية بما يخدم بناء مجتمع التكافل الإسلامي، وتحقيق عدالة التوزيع ووضع المال في المسار الإسلامي. وللمصارف الإسلامية مجموعة من المزايا والخصائص التي تميزها عن المصارف التقليدية والتي يمكن إيجازها في الآتي:

---

[1] العتوم، عامر،" دور المصارف الإسلامية في ظل الأزمة المالية العالمية"مرجع سابق، ص727.

[2] يسري، عبد الرحمن البنوك الإسلامية ودورها في تنمية اقتصاديات المغرب العربي، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية– جدة، ندوة رقم 34، 1995، ص129.

[3] العتوم، عامر، " دور المصارف الإسلامية في ظل الأزمة المالية العالمية"مرجع سابق، ص727.

[4] أرشيد، محمود ، الشامل في معاملات وعمليات المصارف الإسلامية، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2001، ص21.

أولاً: الخصائص المذهبية:

وهي الخصائص التي ترتبط بأحكام الشريعة الإسلامية وتشمل:

1- التحريم القطعي والواضح للربا, يقول تعالى: (وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا)[1].

2- الإجماع على أن الفائدة نوع من أنواع الربا وبالتالي تحريم التعامل بالفائدة أخذ وعطاء في جميع المعاملات. وتعد هذه الخاصية المعلم الرئيسي للبنك الإسلامي.

3- توجيه الاستثمار والتمويل نحو دائرة المشاريع المباحة والامتناع عن التمويل أو الاستثمار في أي من المشاريع المحرمة كإنتاج الخمور أو السجائر.

4- الالتزام بالقيم الإسلامية الداعية للخير إضافة إلى الالتزام بالأهداف العامة للاقتصاد الإسلامي مثل التوظيف الكامل للموارد والاستقرار الاقتصادي والتوزيع العادل للدخل والثروة وتحقيق النمو الاقتصادي .

5- التزام البنوك الإسلامية بالمبادئ العامة للاقتصاد الإسلامي: مبدأ الاستخلاف (أن المال هو مال الله وأن الإنسان مستخلف فيه), احترام الملكية الخاصة, الحرية الاقتصادية المقيدة بأحكام الشريعة الإسلامية, ترشيد الإنفاق والاستهلاك, ضمان حد الكفاية لكل فرد في المجتمع.

ثانيا: الخصائص الفنية:

1- أن البنوك الإسلامية هي بنوك استثمارية ومعنى ذلك أنها تقوم بعملية الاستثمار الحقيقي من دراسة الجدوى الاقتصادية للمشروع وجمع البيانات عن العميل وما يترتب عليه من دراسة عناصر تكاليف المشروع وتقدير إيراداته وتحديد حجم التمويل المطلوب, فالمصارف الإسلامية لا تقوم بالإقراض النقدي وإنما تقدم تمويلا سلعيا أو تمويل بالمشاركة والمضاربة. وهكذا فان عملية التمويل تصبح ابعد ما يكون عن بيع نقد حاظر بنقد آجل. وفي هذا الباب لابد من توضيح التالي[2]:

أ- أن أساس العمل المصرفي الإسلامي قائم على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة سواء بالنسبة لمصادر الأموال أو استخداماتها وهو الإطار العام للعمل المصرفي الإسلامي (المضاربة الشرعية) التزاما بالقاعدة الشرعية "الغُنْم بالغُرم"، بحيث أن المودع هو رب مال والبنك مضارب من جانب والبنك رب مال والممول مضارب من جانب آخر.

---

[1] سورة البقرة, الآية 275.

[2] العتوم ، عامر،" دور المصارف الإسلامية في ظل الأزمة المالية العالمية"مرجع سابق ، ص 727.

وهذه الخاصية للبنك الإسلامي يترتب عليها ما يلي:

- أن البنك الإسلامي غير ملزم برد الوديعة الاستثمارية أو ضمان عائد معين للمودع إلا في الحالات التي تنجم فيها الخسائر عن سوء الإدارة (حالات التعدي والتقصير).
- أن تحمل المخاطر شرط لاستحقاق الربح سواء بالنسبة لعنصر رأس المال أو عنصر العمل.
- إن إحلال التمويل بالمشاركة محل التمويل بالإقراض، يساعد على توسيع قاعدة الملكية، ملكية المشروعات، ويسهم كثيرًا في تحقيق أهداف العدالة في توزيع الدخل والثروة.
- إن ارتباط العائد بالمخاطرة يدخل مزيد من الانضباط إلى النظام المالي من خلال تحفيز المؤسسات المالية على تقييم المخاطرة بشكل أكثر حرصا ومن خلال المراقبة الفعالة للمقترض في كيفية استخدام المال, ذلك أن التقييم المزدوج للمخاطر من قبل الممول والمنظم يساعد على حقن مزيد من الانضباط للنظام[1].

ب- أن عملية توزيع الأرباح بين الطرفين تتم بعد إظهار النتائج النهائية للمشروع وهذا في الواقع مدعاة إلى البحث عن الفرص الاستثمارية المجدية.

ج- أن نسبة اقتسام الأرباح بين البنك والمودعين في عقد المضاربة تعلن سلفا.

[1] http://www.newhorizon-islamicbanking.com/index.cfm?section=academicarticles&action=view&id=10733. تاريخ التصفح: 2016/04/22.

2- أن البنوك الإسلامية هي بنوك تنموية حيث أن منح التمويل لا يقتصر على تحقيق الربح فقط وإنما يتضمن مراعاة مصالح المجتمع التي من شأنها النهوض به كتقليل البطالة أو الاهتمام بالعنصر البشري أو تنمية القطاعات بشكل متوازن. وليس أدل على ذلك من تجربة البنك الإسلامي للتنمية. ومن ناحية أخرى فان البنوك الإسلامية تسعى إلى تحقيق التكافل الاجتماعي من خلال إحياء نظام الزكاة والقرض الحسن.

ثالثا: خصائص أخرى:

هناك خصائص أخرى يمكن لنا إيجازها فيما يلي :[1]

1- إن البنوك الإسلامية تطبق الأحكام الشرعية من حيث التكوين والتأسيس والتنظيم.

2- تعدد صيغ التمويل المستخدمة في البنوك الإسلامية.

3- قدرة البنوك الإسلامية على خلق الائتمان باعتبارها لا تتعامل بالفائدة تكون محدودة مقارنة مع البنوك التقليدية أو ممكن أن تكون في نطاق لا يضر بالاقتصاد القومي.

4- البنك الإسلامي يخضع إلى رقابة الملاك من خلال الجمعية العمومية ورقابة الحكومة ممثلة في البنك المركزي ويخضع أيضا إلى الرقابة الشرعية ممثلة في هيئة شرعية بالبنك، ورقابة المودعين ممثلين بأفراد لهم في مجلس إدارة البنك.

[1] العتوم، عامر، "دور المصارف الإسلامية في ظل الأزمة المالية العالمية"، مرجع سابق، ص728.

المطلب الثالث: مدى تأثر المصارف الإسلامية بالأزمة المالية العالمية وعلاج الأزمة وفقا للشريعة.

أولا: تأثر المصارف الإسلامية بالأزمة:

اعتماد على الخصائص المميزة للمصارف الإسلامية والتي سبق الإشارة إليها, يمكن القول أنها أظهرت صمودا ملموسا وبدا تأثرها بالأزمة طفيفا, ويمكن الاستدلال ببعض الشواهد التالية:

1- يقول مدير بنك الميزان الإسلامي في إسلام آباد تنوير صادق إن بنكه تأثر بالأزمة المالية العالمية بنسبة لا تتجاوز 6%، وتحديدا بسبب انخفاض أسعار العقارات[1].

2- جاء في الدراسة التي أجرتها مجلة "ذي بانكر ماغزين" أن الأصول التي تملكها البنوك التي تطبق أحكام الشريعة الإسلامية في كافة عملياتها أو الوحدات المصرفية الإسلامية التي تعمل ضمن بنوك تقليدية ارتفعت بنسبة 28,6% لتصل إلى 822 مليار دولار (550 مليار يورو) في عام 2009، مقابل 639 مليار دولار (430 مليار يورو) في عام 2008[2].

3- حقق قطاع الخدمات المصرفية الإسلامية نمواً سنوياً مقداره 15 % في عام 2008م، وبلغ حجمه حول العالم حوالي التريليون دولار, مع توقعات باستمرار النمو في أصول الصيرفة الإسلامية بنسبة 15 %.ويلاحظ أن المصارف الإسلامية تزيد من الطلب على الموظفين، في الوقت الذي تقوم فيه البنوك الغربية بتخفيض عدد الموظفين لديها وبأعداد كبيرة.

4- قدر بنك التنمية الآسيوي قيمة الموجودات الإسلامية عالميا بحوالي واحد تريليون بمعدل نمو سنوي 10-15% سنويا.

وتعكس محدودية تأثر المصارف الإسلامية بالأزمة قدرة التمويل الإسلامي على المساهمة الفاعلة والواضحة في حل الأزمة المالية؛ ويرجع ذلك ببساطة إلى أن العوامل التي ساهمت في الأزمة المالية محرمة تحريماً صريحاً في التمويل الإسلامي إذا تم تطبيق متطلبات الشريعة الإسلامية تطبيقاً صحيحاً، وطبقاً لما ذكره خبراء فإن الخسائر المالية الضخمة التي تصل إلى مليارات الدولارات ربما لم تكن لتحدث إذا تم دمج المبادئ الإسلامية الخاصة بالتزامات الدين المضمون في الأسواق المالية العالمية, وبذلك فان البديل الإسلامي يؤكد على ضرورة معالجة جذور الأزمة ومسبباتها الرئيسة بالبعد عن الفائدة (الربا)، وإحلال نظام "المشاركة في الربح والخسارة" محل نظام "المداينة الربوي"، والاستثمار الحقيقي في الاقتصاد العيني محل الاستثمار المالي (speculations) (المضاربات والمقامرات)، ويوقف البيوع الضارة كبيع الدين بالدين، وبيع الإنسان لما لا

---

[1] أبو بكر, صفية, الصكوك الإسلامية, مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول, دبي, 2009, ص11.

[2] البنوك الإسلامية تتغلب على الأزمة المالية العالمية, موقع: الالكترونية الاقتصادية
http://www.aleqt.com/2009/11/05/article_297425.html تاريخ التصفح: 2016/04/25.

يملك، ويجد كثيرا من الغرر، أي الجهالة الكبيرة في العقود، ويحارب عمليا كل صور الفساد والإفساد في النشاط الاقتصادي.

ثانيا: علاج الأزمة في إطار منظومة الأخلاق الإسلامية

إن الحل والذي من شأنه تخلص المجتمع الرأسمالي من دورات الكساد وأزمات الركود المالي وغيرها فليس بمستعصٍ، حيث جاء ذلك واضحا" في كتاب الله الكريم بقوله تعالى: (الَّذِينَ يَأْكُلُونَ الرِّبَا لاَ يَقُومُونَ إِلاَّ كَمَا يَقُومُ الَّذِي يَتَخَبَّطُهُ الشَّيْطَانُ مِنَ الْمَسِّ ذَلِكَ بِأَنَّهُمْ قَالُواْ إِنَّمَا الْبَيْعُ مِثْلُ الرِّبَا وَأَحَلَّ اللّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا فَمَن جَاءهُ مَوْعِظَةٌ مِّن رَّبِّهِ فَانتَهَى فَلَهُ مَا سَلَفَ وَأَمْرُهُ إِلى اللّهِ وَمَنْ عَادَ فَأُوْلَـئِكَ أَصْحَابُ النَّارِ هُمْ فِيهَا خَالِدُونَ)[1]. كما أنه يقع على الحكومات مسئولية حماية المعاملات من الفساد والطغيان لتحقيق الأمن والاستقرار، تطبيقاً لقول الله عز وجل: ﴿الَّذِينَ إِنْ مَكَّنَّاهُمْ فِي الْأَرْضِ أَقَامُوا الصَّلاةَ وَآتَوُا الزَّكَاةَ وَأَمَرُوا بِالْمَعْرُوفِ وَنَهَوْا عَنِ الْمُنْكَرِ وَلِلَّهِ عَاقِبَةُ الْأُمُورِ﴾[2].

ويقوم النظام المالي الإسلامي على مجموعة من القواعد التي تحقق له الأمن والاستقرار وتقلل من المخاطر وذلك بالمقارنة مع النظم الوضعية ومن أهم هذه القواعد ما يلي[3]:

1: الإقتصاد الإسلامي إقتصاد أخلاقي:

لقد نبه بعض علماء الاقتصاد إلى خطورة فصل الاقتصاد عن الأخلاق، إلا أن واقع الاقتصاد الرأسمالي المعاصر يعلن بصريح العبارة أنه لا دور للأخلاق في الاقتصاد وهذا الأمر من الوضوح في الواقع الاقتصادي المعاصر بحيث لا يحتاج للتدليل عليه. هنا تجئ واحدة من أكبر المساهمات الإسلامية في الاقتصاد، حيث أن الاقتصاد في الإسلام مربوط ربطاً محكماً بالأخلاق في جميع جوانب الاقتصاد، فقطاع الإنتاج على سبيل المثال يحكمه الإسلام بضوابط أخلاقية محددة. كما أن مجال الاستهلاك محكوم بضوابط أخلاقية محددة. ولذلك نقول إن الإسلام يعالج الاقتصاد بروابط أخلاقية تؤمنه من انتكاسات تنشأ بسبب غياب الأخلاق. وهنا تجدر الإشارة إلى ما يقال عن أحد الأسباب المهمة التي قادت للأزمة الاقتصادية والمالية المعاصرة وهو ما يتعلق بغياب الأخلاق عند بعض القائمين على إدارة المؤسسات التمويلية والمصرفية في المجتمعات الرأسمالية.

---

[1] سورة البقرة: آية 275.

[2] سورة الحج: أية 41.

[3] بوصافي، كمال، فيصل، شياد،" الحاجة إلى القيم الأخلاقية في الأزمات المالية العالمية "، عن المؤتمر الثاني للعلوم المالية والمحاسبية بعنوان (مدى مساهمة العلوم المالية والمحاسبية في التعامل مع الأزمات المالية العالمية) اربد، جامعة اليرموك، 29/28/ ابريل/2010، ص 488-490.

2: لقد حرّمت الشريعة الإسلامية كافة صور وصيغ وأشكال بيع الدين بالدين مثل:

خصم الأوراق التجارية وخصم الشيكات المؤجلة السداد كما حرَّمت نظام جدولة الديون مع رفع سعر الفائدة، ولقد نهى رسول الله ﷺ عن بيع الكالئ بالكالئ (بيع الدين بالدين) . ولقد أكد خبراء وعلماء الاقتصاد أن من الأسباب المهمة التي أدت إلى حصول الأزمة الاقتصادية والمالية المعاصرة هو قيام بعض شركات الوساطة المالية بالتجارة في الديون مما أدى إلى اشتعال الأزمة وهذا ما حدث فعلاً[1].

3: يقوم النظام المالي والاقتصادي الإسلامي على مبدأ التيسير على المقترض الذي لا يستطيع سداد الدين لأسباب قهرية، يقول الله تبارك وتعالى:﴿ وَإِنْ كَانَ ذُو عُسْرَةٍ فَنَظِرَةٌ إِلى مَيْسَرَةٍ وَأَنْ تَصَدَّقُوا خَيْرٌ لَكُمْ إِنْ كُنْتُمْ تَعْلَمُونَ﴾ [2].

4: تنظيم معايير مهنة الوساطة والسمسرة: ومنع التكتلات المؤدية إلى إلحاق الضرر والظلم بالناس وتأمين الحرية والإفصاح اللازمين لرواد السوق من بائعين ومشترين ومنع غبن المسترسل[3].

5: محاربة الإكتناز والإحتكار: لقد نهى النبي ﷺ عن الاحتكار وقال : " من احتكر فهو خاطئ ". والاحتكار هو حبس السلع بانتظار رفع أسعارها مما يؤدي إلى الإضرار بالناس.كما حارب الإسلام الاكتناز لأنه بمثابة تفضيل للسيولة وحرمان الدورة الاقتصادية من المال الذي هو أساسها، لذلك أوجب على المال زكاة سنوية مقدارها 2,5%. والاكتناز محرم شرعا لقول تعالى:"والذين يكنزون الذهب والفضة ولا ينفقونها في سبيل الله فبشرهم بعذاب أليم"[4]. كما حرم الإسلام الغرر ، ومعناه الشك أو الخداع، أو ما كان ظاهره يغري المشتري وباطنه مجهول، وبالتالي يحافظ على وظيفته الاقتصادي .

6: الاهتمام بالاستثمار الحقيقي: بمعنى التركيز على وضع سلم أولويات يحدد ما هي احتياجات المجتمع خلال الفترة القادمة، وذلك بما ينسجم مع أهداف التنمية الاقتصادية، وبناء عليه، وفي ظل صيغ وأساليب التمويل بالمشاركة ستركز على الإنتاج منذ البداية، فهي ترتبط بالمشروعات والإنتاج، وما يرتبط بها من أصول حقيقية، تسهم فعلاً في زيادة استخدام الموارد وتوظيفها، وعلى النحو الذي يؤدي إلى توفير فرص العمل وزيادة الإنتاج وزيادة مستوى الدخل، وبالتالي النهوض بمستوى رفاهية المجتمع. وكذلك الأمر فيما يتعلق بالتمويل بالمرابحة، هنا لا بد من أن يوجه التمويل لشراء سلعة حقيقة، حيث لا مجال لتمويل شراء

---

[1] المصلح، عبد الله ، الأزمة الاقتصادية العالمية.. ووجهة النظر الإسلامية،على الموقع http://www.nooran.org/O/31/31-1.html تاريخ التصفح: 2016/05/01.

[2] سورة البقرة: آية 280.

[3] الحطاب ،كمال ، الاقتصاد وأبعاده الأمنية،المجلة العربية للدراسات الأمنية،المجلد16، العدد32،ص 30.

[4] سورة التوبة: أية 34.

أوراق مالية من خلال هذا التمويل مثلاً، فالعبرة هي تمويل أصول حقيقية منتجة، وليس تمويل الأصول المالية، التي تمثل تركيزاً للثروة بيد فئة محدودة من أفراد المجتمع[1].

7: حرمت الشريعة الإسلامية نظام المشتقات المالية والتي تقوم على معاملات وهمية يسودها الغرر والجهالة، والمقامرات التي يؤدي فيها الكسب السريع إلى تعطيل الإنتاج، ولقد أكد الكثير من علماء الاقتصاد أن من أسباب الأزمة المالية العالمية المعاصرة هو نظام المشتقات المالية، لأنها لا تسبب تنمية اقتصادية حقيقية، بل هي وسيلة من وسائل خلق النقود التي تسبب التضخم وارتفاع الأسعار كما تقود إلى أرذل الأخلاق، كما أنها تسبب الانهيار السريع في المؤسسات المالية التي تتعامل بمثل هذا النظام.

8: يقوم النظام الاقتصادي الإسلامي على قاعدة المشاركة في الربح والخسارة وعلى التداول الفعلي للأموال والموجودات، والغنم بالغرم، وهذا يقلل من حدة أي أزمة حيث لا يوجد فريق رابح دائماً أبداً وفريق خاسر دائماً أبداً، بل المشاركة في الربح والخسارة. كما حَرَّمت الشريعة الإسلامية كافة عقود التمويل بالقروض بفائدة، والتي تعتبر من الأسباب الرئيسية للأزمة المالية العالمية الحالية .

9: يقوم النظام الاقتصادي الإسلامي على مجموعة من القيم والأخلاق مثل الأمانة والمصداقية والشفافية والتيسير والتعاون والتكامل والتضامن، فلا اقتصاد بدون أخلاق وفى نفس الوقت تحرم الشريعة الإسلامية المعاملات التي تقوم على الكذب والمقامرة والتدليس والغرر والجهالة والاحتكار والاستغلال والجشع والظلم وأكل أموال الناس بالباطل .

[1] حريز، سفيان ،الإجراءات الوقائية والعلاجية للأزمات المالية: رؤية إسلامية، جامعة آل البيت – الأردن، مؤتمر ،تداعيات الأزمة المالية العالمية وأثرها على اقتصاديات الدول العربية، ص360.

المبحث الثاني: موقف الاقتصاد الإسلامي من أسباب الأزمة المالية العالمية

وسيتم فيه التطرق إلى موقف الإسلام من بعض التعاملات الرأسمالية والتي كانت من بين أهم الأسباب التي سببت الأزمة.

المطلب الأول: الموقف من التعامل بالفائدة

موقف الإسلام من التعامل بالفائدة يعكس الموقف من التعامل بالأدوات القائمة على سعر الفائدة كالقروض العقارية وإعادة جدولتها على سعر فائدة أعلى, والسندات الربوية, وكذلك ببطاقات الائتمان بدون رصيد, والتي كانت من أهم أسباب الأزمة المالية العالمية. وعموما هناك إجماع على أن الفائدة نوع من أنواع الربا وبالتالي يحرم التعامل بالفائدة أخذاً وعطاءاً في جميع المعاملات, وتعد هذه الخاصية المعلم الرئيسي للاقتصاد الإسلامي, يقول تعالى﴿ يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَذَرُوا مَا بَقِيَ مِنَ الرِّبا إِنْ كُنْتُمْ مُؤْمِنِينَ، فَإِنْ لَمْ تَفْعَلُوا فَأْذَنُوا بِحَرْبٍ مِنَ اللَّهِ وَرَسُولِهِ وَإِنْ تُبْتُمْ فَلَكُمْ رُؤُوسُ أَمْوَالِكُمْ لا تَظْلِمُونَ وَلا تُظْلَمُون﴾[1]. ولا مجال لمناقشة أسباب التحريم, ولكن تكفي الإشارة إلى أن الإسلام شدد في أمر تحريم الربا, يقول السيد قطب: "ولم يبلغ من تفظيع أمر أراد الإسلام إبطاله من أمور الجاهلية ما بلغ من تفظيع الربا, ولا بلغ من التهديد في اللفظ والمعنى ما بلغ التهديد في أمر الربا - في هذه الآيات وفي غيرها في مواضع أخرى - ولله الحكمة البالغة. فلقد كان للربا في الجاهلية مفاسده وشروره. ولكن الجوانب الشائنة القبيحة من وجهه الكالح ما كانت كلها بادية في مجتمع الجاهلية كما بدت اليوم وتكشفت في عالمنا الحاضر"[2].

والواقع أن سعر الفائدة لا يعكس خصوصية أو طبيعة التمويل أو الاستثمار الإسلامي القائم على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة.

---

[1] سورة البقرة, الايات 278 – 279.

[2] سيد قطب(ت 1966م), في ظلال القرآن, جدة, دار العلم للطباعة والنشر, 1986م (ط 12), المجلد1, ص 312.

المطلب الثاني: الموقف من خلق الائتمان من قبل المصارف

إن خلق الائتمان من قبل البنوك التقليدية ساهم بدرجة واضحة في الأزمة المالية العالمية؛ نظرا لان خلق الائتمان يعني قدرة اكبر على منح القروض. عموما يعتبر إصدار النقود[1] من أول الوظائف التي أحيلت إلى البنك المركزي, واعتبرت حكراً عليه. وفي النظام الإسلامي فإن الدلائل كثيرة على أن للدولة الإسلامية السبق في جعل الإصدار النقدي (بالنسبة للنقود القانونية) حكراً على الدولة منها: أن ابن خلدون اعتبر السكة من شارات الملك[2], ومن ذلك أيضا قول: لا يصلح ضرب الدراهم إلا في دار الضرب بإذن السلطان لأن الناس إن رخص لهم ركبوا العظائم وإذا اتفق الباحثون على إن إصدار النقود القانونية حكر على الدولة إلا أنهم اختلفوا في إصدار نقود الودائع المكون الثاني للكتلة النقدية. وفي حقيقة الأمر فإن الودائع الجارية تعد نقوداً لأنها تمكن صاحبها من أن يسحب أو يودع في حسابه متى يشاء من خلال أدوات دفع مختلفة كالشيكات أو البطاقات الائتمانية, كما أنها تعطي مجالاً للمصرف أن يمنح قروضا أكثر من قدرته الفعلية (القيمة الفعلية للودائع الجارية لديه) بسبب التغذية الراجعة في صورة ودائع جديدة من العملاء الذين منحهم المصرف قروضاً. وبالنسبة لخلق نقود الودائع في ضوء الاقتصاد الإسلامي لابد من الإيضاحات التالية:

1 - أن فكرة خلق نقود الودائع مرتبطة أصلاً بالمصارف التجارية التقليدية بسبب عملها القائم أساساً على الإيداع والإقراض, إلا انه لا يمكن أن ننفي بالمطلق قدرة المصارف الإسلامية على خلق نقود الودائع, إلا أنه لا يمكن مقارنة قدرة المصرف الإسلامي على خلق الائتمان مع قدرة المصرف التقليدي بسبب الاختلاف الواضح في أساليب التمويل. يقول عفر:" أن طبيعة النظام الاقتصادي الإسلامي يقلل من فرص توليد نقود الائتمان في المجتمع من خلال النظام المصرفي الذي يلتزم بسياسة الدولة في الإصدار والسياسات الائتمانية, ولا يتم إصدار النقود إلا لأسباب اقتصادية فعلية ولا يوجد تعامل ربوي".

2- لا يمكن إنكار الدور الذي يلعبه الائتمان في مجال زيادة النشاط الاقتصادي لا سيما في المصارف الإسلامية, لأن الأصل أنها تركز على تمويل الاستثمارات الحقيقية, وهو ما يعني أن نقود الودائع تظهر مع ظهور الإنتاج. وبالتالي القول بمنع فكرة خلق النقود في إطار إسلامي مرفوض. فالتركيز في ظل الاقتصاد الإسلامي يجب أن يكون على الإدارة الفعالة للعرض النقدي سواء أكان من قبل مصارف مملوكة للدولة أو من

[1] يسمى أيضا سك النقود.

[2] ابن خلدون(ت 808هـ), عبد الرحمن, مقدمة ابن خلدون, تحقيق د حامد الطاهر, القاهرة, دار الفجر للتراث, 2004م (ط1), ص322.

قبل مصارف خاصة, كما أن الإصدار النقدي يجب أن يكون لأسباب حقيقية بحيث يكون هناك من التناسب بين النقود وقدرات الجهاز الإنتاجي, وأن يراعي الاستقرار في قيمة النقود[1]. وذلك للأسباب التالية:

أ- تأثير نقود الودائع على العرض النقدي, وبالتالي على مستوى العام للأسعار (التضخم) وهو أمر يتطلب ربط التدفق النقدي مع التدفق السلعي, فضلا عن الآثار السلبية التي يتركها التضخم على القيم الحقيقية للثروات النقدية.

ب- أن المصارف التجارية تحقق أرباحاً كبيرة من عملية الائتمان واستحداث النقود المصرفية، ويستفيد من هذه الأرباح: (جمهور المتعاملين مع المصارف, المقترضون المتميزون[2], حملة الأسهم)[3]. والمجتمع أحق بها لأنها تتحقق من أموال أصدرتها(خلقتها) المصارف التجارية بدون تكلفة نسبيا.

[1] شابرا, محمد عمر, الأزمة المالية العالمية– هل يمكن للتمويل الإسلامي أن يساعد في حلها, ص 260.

[2] المقترض المتميز هو الذي تكون ملاءته المالية ممتازة, أي أن قدرته على السداد عالية.

[3] شابرا, محمد عمر, الأزمة المالية العالمية– هل يمكن للتمويل الإسلامي أن يساعد في حلها, ص 127 – 128.

المطلب الثالث: الموقف من تصكيك الديون

ساهمت تجارة الديون بشكل فعال في الأزمة المالية العالمية. ومن وجهة نظر المصارف الإسلامية فإن بيع الدين بالدين هو بيع دين مؤجل لم يقبض بدين مؤجل آخر لم يقبض، أي أن كل من الثمن والمثمن في العقد مؤجلان, فلا يوجد تبادل منفعة فعلية مقبوضة في مجلس العقد. وهذا النوع من البيع محرم لنهي النبي صلى الله عليه وعلى آله وسلم عن بيع الكالئ بالكالئ[1], وقد كانت المتاجرة بالديون في ظل الأزمة المالية تتم من خلال ما يسمى بـ (التوريق) أو التصكيك والذي يعني جعل الدين المؤجل في ذمة الغير – في الفترة ما بين ثبوته في الذمة وحلول اجله – صكوكا قابلة للتداول في سوق ثانوية[2], والسبب في تحريمه أن الشريعة تمنع بيع الدين بثمن يختلف عن قيمته الاسمية، وهذا ينفي الغرض الأساسي من وراء بيع الدين وهو بيعه قبل موعده مقابل التنازل عن جزء منه (خصم أو حسم الديون)، أو بيعه بزيادة عن قيمته الاسمية لأنه كان قد انعقد بسعر فائدة أعلى من سعر الفائدة السائد في السوق. وبذلك يكون قد انتفى تماما أكبر مصدر للاختلال الاقتصادي. وقد جاء تحريم بيع الدين في قرار مجلس مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي الذي جاء فيه[3]: أنه 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 بيع الكالىء بالكالىء المنهي عنه شرعاً. ولا فرق في ذلك بين كون الدين ناشئاً عن قرض أو بيع آجل...والله أعلم.

كما جاء تحريم بيع الدين في قرار المجمع الفقهي الإسلامي (رابطة العالم الإسلامي)، الذي تضمن: أن بيع الدين له صور عديدة؛ منها ما هو جائز، ومنها ما هو ممنوع، ويجمع الصور الممنوعة وجود أحد نوعي الربا: ربا الفضل، وربا النّساء،...وبناء على ذلك قرر المجمع ما يلي:

أولاً: من صور بيع الدين الجائزة: بيع الدين للمدين نفسه بثمن حَالّ؛ لأن شرط التسليم متحقق؛ حيث إن ما في ذمته مقبوض حكمًا، فانتفي المانع من بيع الدين، الذي هو عدم القدرة على التسليم.

---

[1] مالك بن انس, الموطأ, كتاب البيوع, باب جامع بيع الثمر, حديث رقم 1957.

[2] مصطفى, فتحي عطية, الأزمة المالية – أسبابها وتداعياتها وطرق حلها والحل المقترح للعرب, مصر, مطابع الشرطة للطباعة والنشر والتوزيع, 2009م, ص 131.

[3] قرار مجلس مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي رقم 101(11/4), في دورة انعقاد مؤتمره الحادي عشر بالمنامة في مملكة البحرين، من 25-30 رجب 1419هـ, بشأن بيع الدين وسندات القرض وبدائلها الشرعية في مجال القطاع العام والخاص.

ثانيًا: من صور بيع الدين غير الجائزة:

أ- بيع الدين للمدين بثمن مؤجل أكثر من مقدار الدين؛ لأنه صورة من صور الربا، وهو ممنوع شرعًا، وهو ما يطلق عليه (جدولة الدين).

ب- بيع الدين لغير المدين بثمن مؤجل من جنسه، أو من غير جنسه؛ لأنها من صور بيع الكالئ بالكالئ (أي الدين بالدين) الممنوع شرعًا.

ثالثًا: بعض التطبيقات المعاصرة في التصرف في الديون: (لا يـجوز حسم الأوراق التجارية)...(لا يجوز التعامل بالسندات الربوية إصدارًا، أو تداولاً، أو بيعًا)...(لا يجوز توريق (تصكيك) الديون بحيث تكون قابلة للتداول في سوق ثانوية...والله ولي التوفيق.

ومما تقدم لا يؤسس التمويل الإسلامي سوقا للتجارة في الديون على نسق سوق السندات حاليا؛ ذلك أن الاعتماد المفرط على الدين يعمق عدم الاستقرار الاقتصادي, ويؤدي إلى زيادة القلق وعدم الأمان عند البشر, ويولد آثاراً اقتصادية خارجية هي آثار ضارة تعم الاقتصاد, ونرى أمثلتها الأليمة في الأزمة الحاضرة[1]. ومن الملفت للنظر أن حجم التجارة في الديون أصبح يفوق حجم الإنتاج البشري من السلع والخدمات بمراحل حيث يبلغ حجم التعامل في الديون في الأسواق المالية العالمية ما يزيد على ألف مليار دولار يومياً، بينما يصل الإنتاج العالمي من السلع والخدمات إلى بضع وثلاثين ألف مليار في العام الكامل[2].

[1] الجمعية الدولية للاقتصاد الإسلامي, حلول اقتصادية من التمويل الإسلامي, جدة, جامعة الملك عبد العزيز, مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي, 2009م, ص 357.

[2] الجارحي, معبد, الأزمة المالية العالمية والتمويل الإسلامي, ص3.

المطلب الرابع: الموقف من المضاربة في الأسواق المالية من خلال المشتقات:

إن المضاربة عبارة عن عمليات بيع وشراء متعاكسة صورية, لا يقصد بها التقابض, بل يقصد بها الانتفاع من فروق الأسعار الطبيعية أو المصطنعة, والأرباح الرأسمالية, إذا صدق التنبؤ بتغيرات الأسعار في الأجل القصير سواء اعتمد هذا التنبؤ على المعلومات والخبرة والدراسة, أو على الإشاعات والحظ والمصادفة[1]. وهذا المعنى يجعل المضاربة في صورتها الإسلامية المشروعة تختلف عن معنى المضاربة بالمعنى التقليدي, والتي تتم من خلال عقود المشتقات: (العقود الآجلة, عقود الخيارات, عقود المستقبليات), وبذلك يمكن توضيح موقف الاقتصاد الإسلامي من المضاربات كما تتم بإيجاز على النحو التالي[2]:

أ- الموقف من العقود الآجلة والمستقبلية:

إن العقود الآجلة هي عبارة عن بيع شيء مؤجل بثمن مؤجل, إما لغايات التحوط أو لغرض المضاربة. والعقود المستقبلة مشابهة للعقود الآجلة, غير أن عقود المستقبليات هي عقود نمطية ومنظمة ويتم تداولها في سوق منظمة, وفي ظل وضع مؤسسي خاص, ويمكن تسييلها, وبهذا تكتسب جميع خصائص الأصول المالية السائلة , وبذلك يكون لها نفس الحكم. وهي غير جائزة شرعا لأنها تنطوي على بيع شيء مؤجل بثمن مؤجل وقد أكد مجلس المجمع الفقهي لرابطة العالم الإسلامي على الآتي: إن العقود الآجلة بأنواعها التي تجري على المكشوف، أي على الأسهم والسلع التي ليست في ملك البائع بالكيفية التي تجري في السوق المالية (البورصة) غير جائزة شرعاً؛ لأنها تشتمل على بيع الشخص ما لا يملك اعتماداً على أنه سيشتريه فيما بعد ويسلمه في الموعد, وهذا منهي عنه شرعاً لما صح عن رسول الله ﷺ أنه قال: " لا تَبِعْ مَا لَيْسَ عِنْدَكَ " وكذلك ما رواه الإمام أحمد وأبو داود بإسناد صحيح عن زيد بن ثابت: أن النبي ﷺ " نهى أن تُبَاعَ السِّلَعُ حَيْثُ تُبْتَاعُ حَتى يَحُوْزَهَا التُّجَّارُ إلى رِحَالِهِمْ .

---

[1] المصري, رفيق, المضاربة على الأسعار بين المؤيدين والمعارضين, جامعة الملك عبد العزيز, جدة, مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي, 2009م, ص 212-213.

[2] لطفي, بشر محمدموفق, التداول الالكتروني للعملات طرقه الدولية وأحكامه الشرعية, عمان, دار النفائس للنشر والتوزيع, 2008م (ط1). ص 78-132.

ب- الموقف من عقد الخيار :

يختلف الخيار الشرعي المعروف في الفقه الإسلامي عن عقد الخيار المتداول في الأسواق المالية(option), وهو أن الخيار الشرعي ليس له وجود مستقل دون عقد البيع, فهو جزء من عقد البيع وأحكامه الشرعية مرتبطة بعقد البيع. أما الخيار المالي فهو عقد مستقل ناجز فيه عاقدان وصيغة ومحل العقد وهو حق معنوي والتزام وليس محله أسهم أو سندات أو أعيان[1]. وقد كان رأي مجمع الفقه الإسلامي المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي واضحا في تحريم عقود الخيارات حيث جاء في قراره[2]: أن المقصود بعقود الاختيارات الاعتياض عن الالتزام ببيع شيء محدد موصوف أو شرائه بسعر محدد خلال فترة زمنية معينة أو في وقت معين إما مباشرة أو من خلال هيئة ضامنة لحقوق الطرفين وحكمه الشرعي أن عقود الاختيارات- كما تجري اليوم في الأسواق المالية العالمية- هي عقود مستحدثة لا تنطوي تحت أي عقد من العقود الشرعية المسماة, وبما أن المعقود عليه ليس مالاً ولا منفعة ولا حقاً مالياً يجوز الاعتياض عنه فإنه غير جائز شرعاً, وبما أن هذه العقود لا تجوز ابتداء فلا يجوز تداولها.

ج- الموقف من البيع على المكشوف وبيع الهامش :

يتم البيع على المكشوف من خلال قيام شخص ببيع أشياء لا يملكها عن طريق اقتراضها من آخرين سواء كانوا من السماسرة أو المصارف مقابل الالتزام بإعادة شرائها وتسليمها إلى السمسار أو البنك في وقت محدد والالتزام برهن المبلغ الذي باع فيه ما أقترضه إلى السمسار أو البنك حتى يسدد الشخص القرض. وهو محرم؛ ذلك أن العملية ليست بنية البيع وإنما لهدف المقامرة (الاستفادة من فرق الأسعار دون نية قبض الثمن أو المبيع), كما أنها عملية تنطوي على بيع شيء لا يملكه البائع كما جاء في قرار مجلس المجمع الفقهي، ولا يتحقق فيها التقابض, ولا فرق في ذلك أن يكون محل البيع عملة أو ورقة مالية أو سلعة. أما آلية البيع بالهامش فتتم بموجبه عملية الشراء من شركة الوساطة بموجب اتفاق يدفع المشتري جزء نقدا والباقي يعد بمثابة قرض يدفع عنه فوائد[3], وحكم البيع بالهامش هو عدم الجواز وذلك للأسباب التالية:

1- يحرم القرض الذي يحصل عليه المشتري من السمسار أو من غيره؛ وذلك لتضمنه شرط رد القرض بأكثر منه.

---

[1] حطاب, كمال توفيق, نحو سوق مالية إسلامية, ص 12.

[2] قرار مجمع الفقه الإسلامي المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي رقم 63(7/1), الدورة السابعة.

[3] حنفي, عبد الغفار, **البورصات**, الإسكندرية, المكتب العربي الحديث, 1995م, ص 50.

2- إذا كان السمسار هو المقرض وكان القرض بدون فائدة, يكون هناك سبب آخر في التحريم, وهو الجمع بين عقد تبرع وعقد معاوضة وذلك محرم شرعا.

3- اشتمال الشراء بالهامش على عقد محرم, وهو القرض بربا, وعقد معاوضة.

د- الموقف من ضعف الرقابة:

تتعدد أنواع الرقابة في المنظور الإسلامي, فمنها ما يعرف بالرقابة العليا, وهي رقابة الله عز وجل على خلقه بدليل قوله تعالى:﴿ إِنَّ اللّهَ كَانَ عَلَيْكُمْ رَقِيباً﴾[1] ومنها رقابة الإنسان على الإنسان, وهي نظام الحسبة ورقابة الولاة والأئمة والمسئولين, ورقابة ولاية المظالم, ورقابة مجموع المسلمين أو الرقابة المجتمعة أو الشعبية. ومنها رقابة الإنسان على نفسه وهي ما يعرف بالرقابة الذاتية. أما فيما يتعلق بالبنوك الإسلامية فإن النظام الأساسي فيها يقوم على وجود هيئة رقابة شرعية تقوم بتوجيه الإدارة وإبداء المشورة بالنسبة لمشروعية الأنشطة والمشاريع التي تُعرض عليها. فعضو الرقابة الشرعية هو المخبر عن الحكم الشرعي لكل مسألة وبالتالي فهو المخبر عن حكم الله في ذلك[2]. أما في البنوك التقليدية فلا يوجد فيها نظام رقابي شرعي لأن أصل التعامل مبني على تحقيق أكبر قدر من الفوائد، بغض النظر عن مشروعية المعاملات أو مطابقتها للضوابط الشرعية. وعمل الرقابة الشرعية لا يقتصر على بيان مشروعية الأنشطة التي تقام بالمصرف, بل يمتد إلى القيام بدور الرقابة نيابة عن المودعين. وخلاصة ذلك أن مشكلة ضعف الرقابة تكاد تكون معدومة في إطار المصرفية الإسلامية لأنها ترتكز في كل مجالاتها على ابتغاء مرضاة الله من خلال العمل بالمأمور والنهي عن المحذور.

---

[1] النساء،الأية01.

[2] القطان, محمد أمين علي, **الرقابة الشرعية الفعالة في المصارف الإسلامية**, بحث مقدم إلى المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي, جامعة أم القرى, 1425هـ , ص8.

المبحث الثالث: ادارة المخاطر باستخدام أدوات الهندسة المالية الإسلامية(التصكيك الإسلامي)

وسيتم فيه التطرق إلى أداة من أدوات الهندسة المالية الإسلامية لإدارة المخاطر

المطلب الأول: التصكيك الإسلامي (المفهوم والنشأة)

أولا: مفهوم الصكوك الإسلامية:

مصطلح الصكوك والتصكيك:

الصك في اللغة: الكتاب يُكتب في المعاملات، أو وثيقة بمال أو نحوه، أو نموذج مطبوع على شكل معين يستعمله المودع في أحد المصارف للأمر بصرف المبلغ المحرر به من النقد[1].

ويعبر بها عن الورقة المالية التي تثبت حقاً لصاحبها في ملكية شائعة لأصل أو أصول، ومنها التصكيك أي تحويل الأصول إلى صكوك وطرحها للبيع.

وبالتالي فإن مصطلحات التوريق والتصكيك مترادفة, كما جاء في المعيار الشرعي رقم /17/ الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية "التوريق: ويطلق عليه التصكيك والتسنيد, وهو تقسيم الأصول من الأعيان أو المنافع أو هما معاً إلى وحدات متساوية القيمة, وإصدار صكوك بقيمتها", ولقد أوصى البيان الختامي لندوة البركة الثانية والعشرين المنعقدة عام 2002م باختيار تسمية التصكيك بديلاً عن التوريق الذي يقصد به في التطبيق تحويل الديون إلى سندات[2]

ولذلك تعرف الصكوك بأنها:

أوراق مالية تدعمها أصول مصممة (معين الصكوك[3]) وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية ويمكن تداولها في الأسواق[4], وهي عبارة عن وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في أصول مشروع معين أو نشاط استثماري خاص, وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله[5].

---

[1] لسان العرب ص452.

[2] د.عمر, محمد عبد الحليم, الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها, ورقة مقدمة إلى الدورة التاسعة عشرة2009, مجمع الفقه الإسلامي الدولي, ص3.

[3] معين الصكوك هو مجموعة من الأصول التي تجمع في معين واحد وتورق بغرض إصدار الصكوك.

[4] د. ردمان محمد عثمان، عبد القوي, الصكوك الإسلامية وإدارة السيولة, ورقة مقدمة إلى المؤتمر الرابع للمصارف الإسلامية سورية 2009.

[5] د.الشعار, محمد نضال، مرجع سبق ذكره، ص308.

ويمكن القول أن الصكوك من أدوات الاستثمار التي تم تطويرها لتكون بديلاً عن أدوات الدين (السندات) ليستفاد منها في تمويل الاستثمارات بصيغة تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية مع قابليتها للتداول[1].

و بالحديث عن الضوابط الشرعية الناظمة لعملية التوريق (التصكيك) فإنه يجوز إصدار الصكوك لاستثمار حصيلة الاكتتاب فيها على أساس عقد من عقود الاستثمار الشرعية. ويجوز تصكيك الأصول من الأعيان والمنافع والخدمات, وذلك بتقسيمها إلى حصص متساوية وإصدار صكوك بقيمتها. أما الديون في الذمم فلا يجوز تصكيكها لغرض تداولها. وتترتب على عقد الإصدار جميع آثار العقد الذي يصدر الصك على أساسه, وذلك بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك . ويكون طرفا عقد الإصدار هما مصدر الصكوك والمكتتبون فيها[2].

ثانيا: نشأة الصكوك الإسلامية

وأما عن نشأة الصكوك الإسلامية، فنشير هنا بصفة خاصة للتجربة الأردنية حيث تعد المملكة الأردنية الهاشمية أول من قدم مفهوم سندات المقارضة التي نبتت فكرتها أثناء وضع مشروع قانون البنك الإسلامي الأردني بهدف أن تكون من الأدوات التي يمكن اعتمادها من البنك للحصول على تمويل طويل الأجل لمشاريعه الكبرى، وقد تم تعريفها في مشروع قانون البنك الإسلامي الأردني المؤقت رقم (3) لسنة 1978م.

وقد كان فضل المتابعة لهذه الفكرة وإخراجها إلى حيز الوجود للأستاذ الدكتور عبد السلام العبادي من خلال دراستها في اللجان العلمية المتخصصة في وزارة الأوقاف الأردنية، حيث أثمرت هذه الجهود أن كان للمملكة الأردنية الهاشمية السبق في تأصيل قواعد سندات المقارضة وإخراجها بصورة مبدعة متميزة على أساس من اجتهاد فقهي معاصر، تبلور في قانون سندات المقارضة المؤقت رقم (10) لسنة 1981وقد عرضت هذه السندات في حينها على مجمع الفقه الإسلامي الذي أجازها من الناحية الفقهية.

وبعد صدور قرار مجمع الفقه الإسلامي رقم (5) و88/08/4 الخاص بسندات المقارضة أصدر البنك الإسلامي للتنمية شهادات استثمار تمثل ملكية المستثمرين.

---

[1] الصكوك الإسلامية مالها وما عليها, موقع المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية, مركز أخبار الصناعة المالية الإسلامية .http://www.cibafi.org/NewsCenter/Details.aspx?Id=638&Cat=8&RetId

[2] د.الشعار, محمد نضال، مرجع سبق ذكره, ص 318.

كما تمكن المصرف المركزي السوداني في عام 1999م، من إصدار شهادات مشاركة المصرف المركزي (شمم) وشهادات المشاركة الحكومية (شهامة)، كأدوات مالية إسلامية تؤدي وظيفة السوق المفتوح على نحو شرعي، وهي أدوات تقوم على أسس شرعية أهمها مبدأ "الغنم بالغرم"، وتتميز بدرجة من المرونة تساعد البنك المركزي على إدارة السيولة عموما، وإدارتها في الجهاز المصرفي على وجه الخصوص، بهدف الحد من التضخم.

وقد قام المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية برصد تاريخ الصكوك والمراحل التي مرت بها في الفترة ما بين 1986 وبين 2009.

حيث تم إصدار سندات مقارضة وسندات للتنمية والاستثمار في أكتوبر عام 1986، فقام مجمع الفقه الإسلامي الدولي بالتأكيد على أهمية موضوع السندات، كما كلف باحثين متخصصين لتمكينه من اتخاذ القرار الصائب بشان هذه السندات.

أما في فيفري عام 1988 فقد أصدر مجمع الفقه الإسلامي الدولي الصيغة المقبولة شرعا لصكوك المقارضة.

هذا وقد قام المجمع بإصدار فتوى في مارس عام 1990 مفادها تحريم السندات واقتراح البديل لها وهو الصكوك أو السندات القائمة على أساس المضاربة.

ثم أصدرت رابطة العالم الإسلامي وهي تعتبر الجهة الثانية المعتمدة بعد مجمع الفقه الإسلامي الدولي، فتوى ثانية بتحريم التعامل بالسندات وذلك بتاريخ جانفي عام 2002، وعدم جواز تصكيك الديون بحيث تكون قابلة للتداول في سوق ثانوية[1].

وفي المرحلة الخامسة قامت جهة ثالثة ألا وهي هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بتحديد أنواع الصكوك وخصائصها والأحكام والضوابط الشرعية التي تحكمها، كان ذلك في ماي عام 2003.

وفي المرحلة التي تليها قام مجمع الفقه الإسلامي الدولي في مارس عام 2004 بتوضيح الأحكام والضوابط الشرعية التي تحكم صكوك الإجارة، كما انه أوصى بدراسة إصدار صكوك بملكية الأعيان المؤجرة إجارة منتهية بالتمليك، ودراسة حكم إصدار الصكوك وتداولها في إجارة الموصوف في الذمة.

[1] د.الشعار, محمد نضال، مرجع سبق ذكره, ص319.

ومن جهته وصى المجمع بعقد ندوة متخصصة لإعداد لائحة بشان سندات المقارضة إذا كانت الصكوك مثل موجودات مختلطة ما بين أعيان ومنافع ونقود وديون، وذلك في شهر جوان عام 2006.

أما صندوق النقد الدولي فقد جاء دوره للتأكيد على الطفرة في معاملات التورق الإسلامي حيث تمخضت عن زيادة إصدار الصكوك بمقدار أربعة أضعاف، والتأكيد أيضا على أن عددا متناميا من البلدان يفكرون في دخول سوق الصكوك، كما بين الصندوق أن أبرز تحدي للصكوك هو تبديل السمات الهيكلية المعتادة في الأوراق المالية التقليدية، كان ذلك في عام 2007 لشهر سبتمبر.

ثم ظهرت مشكلة الصكوك في المرحلة التاسعة وتحديداً في فيفري عام 2008.

وفي المرحلة التي تليها ظهرت زكاة صكوك المقارضة، حيث أصدرت الهيئة الشرعية العالمية للزكاة في افريل عام 2008 فتوى مفادها أن أموال صكوك المقارضة المستوفية لضوابطها الشرعية تزكي زكاة عروض التجارة مع توافر شروط الزكاة فيها.

بعد ذلك أكد صندوق النقد الدولي مرة أخرى في المرحلة اللاحقة في اوت عام 2008 على أهمية الصكوك الإسلامية السيادية (الحكومية) والتأكيد كذلك على أن الصكوك تلقى اهتماما أكثر سواء من المسلمين أو من غيرهم، كما أكد الصندوق على أن أبرز التحديات التي تواجه الصكوك هي القوانين والخلاف الفقهي.

وفي نفس تاريخ المرحلة السابقة ظهرت الصكوك الإسلامية الخاصة بالإجارة، حيث أصدر المجلس الأوروبي للإفتاء عقد الإجارة الواردة على منافع الأعيان، فيمكن بذلك من الاستفادة منه من خلال الصكوك الإسلامية الخاصة بالإجارة فهي تعتبر من أكثر أنواع الصكوك مرونة وضبطا[1].

وفي ماليزيا قام مجلس الخدمات المالية الإسلامية في جانفي عام 2009 بوصف هياكل الصكوك والتعريف بها وتوضيح المخاطر المختلفة التي تتعرض لها مؤسسات الخدمات المالية بالنسبة للصكوك والمتطلبات التشغيلية المتعلقة بالتصكيك والصكوك، كما قام المجلس بمعالجة التعرض لمخاطر الصكوك والتصكيك لأغراض راس المال النظامي ومعالجة تخفيف مخاطر الائتمان التي تتعرض لها عملية التصكيك بالإضافة إلى معالجة التعزيز الائتماني المقدم من المصدر أو المنشئ ومعالجة التعزيز الائتماني حسب هيكلته.

[1] د.الشعار, محمد نضال، مرجع سبق ذكره, ص 320.

وفي المرحلة قبل الأخيرة أجاز مجمع الفقه الإسلامي الدولي في افريل عام 2009 وقف الصكوك لأنها أموال معتبرة شرعا، مبينا الأحكام والضوابط الشرعية لوقف الصكوك.

وفي المرحلة الأخيرة استعرض المجمع خصائص الصكوك وأحكامها، مؤكدا على إيجاد الإطار القانوني لها، وكان ذلك في افريل عام 2009.

ثالثا: آلية إصدار الصكوك الإسلامية:

تشتمل عملية إصدار الصكوك على خطوات أولية يطلق عليها تنظيم الإصدار وتتلخص فيما يلي[1]:

أ) إعداد التصور والهيكل التنظيمي الذي يمثل آلية الاستثمار بواسطة الصكوك ودراسة المسائل القانونية والإجرائية والتنظيمية ودراسة الجدوى، وتضمين ذلك كله في نشرة الإصدار.

ب) تمثيل حملة الصكوك (المستثمرين) وذلك من خلال تأسيس شركة ذات غرض خاص.

جـ) طرح الصكوك للاكتتاب بهدف جمع الأموال التي ستمول بها الموجودات الممثلة بالصكوك.

د) تسويق الصكوك.

هـ) التعهد بتغطية الاكتتاب: قد لا يتم الاكتتاب بكامل الإصدار من الصكوك مما يستدعي وجود جهة تلتزم بتغطية الاكتتاب بهذا الجزء غير المكتتب به، ومن ثم بيعه للمستثمرين الآخرين.

تأتي بعد هذه الخطوات التحضيرية لإصدار الصكوك مرحلة الاكتتاب التي تشكل مرحلة التعاقد الفعلي بين مالك المشروع والمستثمرين (حملة الصكوك)، ثم تأتي ترتيبات ما بعد الاكتتاب[2]. هذا وتشمل الأطراف في هيكل التصكيك كل من: المنشىء، المصدر والمستثمرين، ويمكن أن يشمل أيضا بالإضافة إلى ذلك ما يلي: واحدة أو أكثر من وكالات التصنيف الائتماني لتصنيف الأوراق المالية (الصكوك)، ومصرف استثماري للتصرف بصفته مستشارا أو لطرح الصكوك للمستثمرين.

[1] بلوافي احمد، أزمة عقار. أم أزمة نظام، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 2009، ص 262 – 263.
[2] زيب حسين عوض، العلاقات الإقتصادية الدولية، مرجع سابق، ص118.

رابعا: ضوابط عملية التصكيك الإسلامي

إن الصكوك القائمة على أساس عملية التصكيك تصدر بالاستناد لعقد شرعي على أساس صيغة من صيغ التمويل الإسلامية. تخضع عملية التصكيك لضوابط ومعايير يجب مراعاتها لتكون متوافقة مع أحكام الشريعة الغراء، وتتمثل هذه الضوابط فيما يلي[1]:

أ) أن تكون نوعية الأصول المصككة من الأصول المباحة شرعا.

ب) أن يكون بيع الأصول المراد تصكيكها مبنية على الديون في الذمم من المنشأ إلى شركة التصكيك نقدا للابتعاد عن بيع الدين بالدين.

جـ) أن تكون خطوات وهيكل التصكيك مقبولة شرعا.

د) عنصر الملكية للأصول لتصح عملية البيع والشراء وتسوغ الاستفادة من العوائد.

هـ) يجب أن يراعى في إصدار الصكوك مبدأ الأولويات في الاقتصاد الإسلامي.

و) يجب النظر في مآلات عملية التصكيك ومدى ملاءمتها للمصلحة العامة.

خامسا: مزايا التصكيك الإسلامي

توفر عملية التصكيك مزايا عدة للمتعاملين فيها، وهذه هي[2]:

أ. المُصدر الأصلي:

تساعد عملية التصكيك في المواءمة بين مصادر الأموال واستخداماتها. يضاعف التصكيك من قدرة المنشآت على خلق الأموال أي تحريرها لتأمين السيولة اللازمة لتمويل احتياجاتها المختلفة، هذا إضافة إلى تنويع مصادر التمويل. ويعتبر التصكيك وسيلة جيدة لإدارة المخاطر الائتمانية نظرا لأن الأصل محل التصكيك مخاطره محددة.

[1] زيب حسين عوض، العلاقات الإقتصادية الدولية، مرجع سابق، ص118.

[2] نقلا عن Chapra, Umer, The global financial crisis: can Islamic finance help?, http://www.newhorizon-islamicbanking.com/index.cfm?section=academicarticles&action=view&id=10733 تاريخ التصفح 2016/03/02

ب. المستثمرون:

ينتج التصكيك أداة قليلة الكلفة مقارنة بالاقتراض المصرفي وذلك لقلة الوسطاء والمخاطر المالية المرتبطة بالورقة المالية المصدرة. وتتميز أداة التصكيك بأنها غير مرتبطة بالتصنيف الائتماني للمصدر، حيث أنها تتمتع بتصنيف إئتماني عالي نتيجة دعمها بتدفقات مالية محددة. وللصكوك الإسلامية تدفقات مالية يمكن التنبؤ بها. وتوفر عمليات التصكيك فرصا استثمارية متنوعة للأفراد والمؤسسات والحكومات بصورة تمكنهم من إدارة سيولتهم بصورة مربحة.

ج. الاقتصاد الكلي:

تقوم الصكوك الإسلامية بدور هام في تعبئة الموارد المكتنزة لدى المسلمين، وتشجعهم على رفع معدلات الادخار والاستثمار. وتتميز الصكوك الإسلامية بتنوعها الأمر الذي يجعلها تلائم قطاعات اقتصادية واسعة. وتوفير التمويلات اللازمة لمشاريع البنية التحتية. ومعالجة قصور التمويل الحكومي، حيث تساهم الصكوك في نقل عبء تمويل ومخاطر التشغيل التجاري الخاصة بمشروعات البنية الأساسية إلى عاتق القطاع الخاص.

المطلب الثاني: التصكيك الإسلامي ودوره في دعم تطور الصناعة المصرفية الإسلامية

تعتبر عملية التصكيك الإسلامي أداة محورية في دعم نشاط الصيرفة الإسلامية يمكن من خلالها تطوير هيكل الموارد والاستخدامات للمصارف الإسلامية، وكذا تفعيل دورها الاستثماري والتمويلي وتخفيف المخاطر فيها هذا إلى جانب الحد من مشكلة السيولة[1].

أولا: دور التصكيك في حل مشكلة السيولة في المصارف الإسلامية:

لقد كان التحدي الأساسي للمصارف الإسلامية هو كيفية إجراء مختلف عمليات الوساطة المالية من حشد للمدخرات وتوظيفها دون اللجوء لآلية سعر الفائدة. ولهذا كانت البداية مصرفية بصياغة العقود الإسلامية للتمويل والبيوع والاستثمار في جانبي حشد وتوظيف الموارد بالمصارف الإسلامية. ومع التطور الكبير طرأت حاجات جديدة لهذه المؤسسات في إطار تأقلمها المستمر مع متغيرات البيئة المالية الدولية تتمثل في الحاجة لأدوات لإدارة السيولة ودعم الربحية على المستوي القصير وكذلك لتوفير تمويلات مستقرة في الأجلين المتوسط والطويل للمشروعات الكبرى سواء الخاصة أو الحكومية.

واستجابة لذلك تم تطوير الأدوات الإسلامية المستندة على عمليات أسواق رأس المال فكانت الصكوك مختلفة الآجال، وذلك على خلفية انتشار فكرة الأسواق المالية في مختلف الأقطار الإسلامية. ومما ساعد على انتشارها الاستخدام المكثف لها من قبل الحكومات الإسلامية في كثير من الدول لأغراض إدارة موازناتها العامة بعيدا عن الأدوات التقليدية. ومع التطور الهائل للمصارف الإسلامية ونجاحها عالميا، تراكمت لهذه المؤسسات أصولا ضخمة من الذمم والتمويل والاستثمارات بجانب الموجودات الأخرى في ميزانياتها السنوية بصورة جعلت العائد على هذه الموجودات يتناقص باستمرار بسبب صعوبة تدوير هذه الأصول وتسييلها لإعادة استخدامها استجابة لحاجات العملاء[2].

وتزامنا مع هذه الظروف ظهرت عملية التصكيك الإسلامي كإحدى أهم الابتكارات التي جادت بها الصناعة المصرفية الإسلامية والتي تمت هيكلتها للمساهمة وبشكل أساسي في إدارة السيولة لدى المصارف الإسلامية. إذ تمكن عمليات التصكيك المصارف والمؤسسات المالية من تسييل الأصول غير السائلة في ميزانيتها وتحويلها إلى أصول قابلة للتداول في الأسواق المالية، واستخدام السيولة المتوفرة في إعادة الاستثمار وزيادة حجم عملياتها وأنشطتها دون الحاجة إلى زيادة رأس المال أو زيادة حجم الودائع.

---

[1] سامي بن إبراهيم، مرجع سابق، ص 112.
[2] زيب حسين عوض، العلاقات الإقتصادية الدولية، مرجع سابق، ص118.

ومن ناحية أخرى، يتيح وجود الأوراق المالية (الصكوك) للمصارف والمؤسسات المالية المجال لإدارة سيولتها بكفاءة عالية وذلك نتيجة لما يلي: تنوع الأدوات الاستثمارية المتاحة للاستثمار، والتنوع بالآجال والأدوات المتاحة للاستثمار ، وتجنب عدم التوافق بين استحقاق الموجودات والمطلوبات. ويساعد وجود التصكيك المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية على استغلال السيولة الفائضة وبالتالي المنافسة في الأسواق المالية المحلية والدولية. ويساعد وجود أدوات التصكيك وتنوعها وتعدد أجالها في تعميق وتطوير السوق الثانوي اللازم لتداول الأدوات المالية في الدول الإسلامية.

ثانيا: دور التصكيك في إدارة المخاطر في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية:

أ - إدارة مخاطر الائتمان: تمكن الإدارة الجيدة لعمليات التصكيك المصارف من حسن إدارة مخاطر الائتمان ويظهر ذلك من خلال ما يلي: تخفيض مستوى التركز الائتماني من خلال تجميع حجم كبير من الموارد المالية لإعادة استثمارها في عمليات جديدة وتنويع عملياتها، ووجود جهات تعزز الضمان للائتمان للأوراق المالية المصدرة، وتساعد عمليات التصكيك في تشجيع المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية على تمويل مختلف القطاعات مثل الصناعة والزراعة والإنشاءات والنقل والاتصالات والتجارة والائتمان وغيرها، والتنويع حسب العملاء والأدوات والقطاعات والأسواق، ويوفر التصكيك تنوعا في الأدوات الاستثمارية المتاحة من حيث العائد والمخاطر والضمان[1].

ب - إدارة مخاطر أسعار الصرف: يساعد توفر الأدوات الاستثمارية وتنوعها من حيث العملات والأصول الاستثمارية المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية في إدارة مخاطر أسعار الصرف وغيرها.

ج - تحسين نسبة كفاية رأس المال: وذلك بإخراج بعض أصول المصرف ذات المخاطر العالية من الميزانية مما يؤدي إلى انخفاض الأصول المرجحة بالمخاطر، ومن ثم ارتفاع نسبة كفاية رأس المال.

د - تكلفة الحصول على التمويل: تساعد عملية التصكيك في تمكين المصارف والمؤسسات المالية من الحصول على التمويل بتكاليف منخفضة. ويعزى ذلك بشكل رئيسي إلى ارتفاع مستوى التصنيف الائتماني للإصدارات، الأمر الذي يؤدي إلى تحسين العائد على الإصدارات من الصكوك.

هـ - تكلفة الوكيل: ففي آليات التصكيك لا توجد مشكلة الوكيل نظرا لعزل أصول المحفظة عن أصول المصرف ودور الإدارة سلبي يقتصر على متابعة المحفظة.

[1] سامي بن إبراهيم، مرجع سابق، ص 112.

و - الإفصاح ونشر المعلومات: حيث تتيح آلية التصكيك مزيدا من المعلومات وتماثل كبير في الأدوات المصككة، كما أنها تتيح توفير المعلومات حول التدفقات النقدية، وهو ما يساعد على رفع المستوى الائتماني لآلية التصكيك بما يحسن مستوى الإيراد للصكوك.

وبالإضافة لما سبق نذكر كذلك: التنويع في مصادر الدخل والتطور التقني[1].

ثالثا: دور التصكيك في تفعيل الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية:

يعد النشاط الاستثماري في المصارف الإسلامية بمثابة البديل الشرعي للتعامل الربوي في مجال التمويل في البنوك التقليدية. ويجد هذا النشاط اهتماما كبيرا من قبل الإدارة تخطيطا وتنفيذا ومتابعة بحيث يتماشى مع مقتضيات ومبادئ الشريعة الإسلامية ويجاري احتياجات العملاء ومتطلباتهم. إلا أن الاستثمار قصير الأجل يمثل السمة الغالبة لاستثمارات هذه المصارف على حساب الاستثمار طويل الأجل الذي لم يحظ بأي أهمية تذكر. فمدخلات المصارف الإسلامية تعامل في الغالب معاملة الحسابات الجارية في حق السحب، الأمر الذي أوقع تلك المصارف في أزمة، فبينما كانت مدخلاتها قصيرة الأجل كانت أهدافها الاستثمارية طويلة الأجل، فتحولت من الأسلوب الاستثماري طويل الأجل إلى الأسلوب التجاري قصير الأجل بحثا عن السيولة والربحية. وكان من نتيجة ذلك أن أصبحت المرابحة بديلاً للائتمان في جانب المخرجات، وفي المقابل أصبحت الودائع الجارية في جانب المدخلات، فتحولت المصارف الإسلامية إلى صورة شبيهة بالمصارف التقليدية، كما أن الوضع التطبيقي لهذه المصارف جاء متناقضا تماماً مع التصورات النظرية المسبقة، والتي أفرطت في إعطاء دور اقتصادي واجتماعي لهذه المصارف حال قيامها، والتي كان من أهمها قدرة هذه المصارف على الاعتماد بصورة أساسية على التمويل بالمشاركة، والقيام باستثمارات طويلة الأجل بصورة كبيرة[2].

ولمعالجة هذا الخلل وإعادة التوازن إلى نشاطات تلك المصارف كان لابد من إحداث تغيير في أساليب التمويل، فكانت عملية التصكيك الإسلامي كأحد أبرز هذه الأساليب، إذ أنه يمكن للصكوك الناتجة عن تلك الآلية (التصكيك) أن تقدم تمويلا طويل ومتوسط الأجل. ومن ثم يمكن للمصارف الإسلامية أن تعيد التوازن لاستثماراتها من خلال توظيف الأموال المودعة لديها في صكوك استثمارية طويلة الأجل مثل صكوك الاستثمار في مشروعات قطاعية وهي صكوك ترتبط بالنشاط الاقتصادي الذي سيتم توظيفها فيه، إذ يقوم

[1] زيب حسين عوض، العلاقات الإقتصادية الدولية، مرجع سابق، ص118.
[2] سامي بن إبراهيم، مرجع سابق، ص 112.

البنك الإسلامي بتقديم التمويل للمشروعات الاقتصادية في الزراعة والصناعة والخدمات الإنتاجية ومن ثم إصدار صكوك تمويل واستثمار خاصة بهذه الأنشطة القطاعية.

رابعا: دور التصكيك الإسلامي في توفير إطار ملائم للتعامل بين البنك المركزي والمصارف الإسلامية

إن العلاقة بين البنوك المركزية والمصارف الإسلامية تنبع من أهمية إشراف المصارف المركزية على المصارف الإسلامية لضمان حسن سير أعمالها والاطمئنان على أوضاعها المالية وضمان حقوق أصحاب الحسابات لديها. إلا أن المصارف الإسلامية تعاني من خضوعها لنفس أدوات السياسة النقدية التي تطبق على المصارف التقليدية، وأن بعض هذه الأدوات ما هو قائم على الربا كسعر إعادة الخصم، والمقرض الأخير، والنسب الائتمانية التي لا تتناسب مع طبيعة العمل المصرفي الإسلامي، الأمر الذي يزيد مع تعقيد طبيعة العلاقة بين البنك المركزي والمصارف الإسلامية. وفيما يلي نتناول سياستين من سياسات البنك المركزي ودور عملية التصكيك الإسلامي في تقديم البدائل[1]:

أ. سياسة الملجأ الأخير للسيولة:

تقوم البنوك المركزية بوظيفة المقرض الأخير للبنوك التجارية بحيث تقدم لها قروضا في أوقات تقل فيها السيولة. وبالرغم من أن معظم البنوك الإسلامية تعمل تحت إشراف البنك المركزي إلا أنها لا تستطيع شرعا الاستفادة من هذه التسهيلات لأن هذه الأموال تقدم على أساس الفائدة. وللتغلب على هذه المشكلة كان لابد من إيجاد بدائل، لذا اقترح مجلس الفكر الإسلامي بباكستان آلية لتقاسم الأرباح بحيث يمكن حساب الأرباح على أساس الناتج اليومي، إلا أنه يؤخذ على هذا الأسلوب إضافته لأعباء جديدة تتمثل في دراسة المشروع المطلوب له السيولة وإدارة ومتابعة المشروع، أيضاً مما يؤخذ عليه ما يتعلق بعملية استرداد البنك المركزي لهذه السيولة، فمن المعروف أن البنك المركزي يمنح تلك السيولة لآجال قصيرة بينما يقتضي تمويل هذه المشروعات آجال طويلة أو متوسطة الأجل ومن ثم فسوف تكون هناك قيوداً تتعلق باسترداد البنك المركزي لأمواله[2].

وهناك اقتراح آخر بإنشاء صندوق مال مشترك من طرف البنوك الإسلامية تحت إشراف البنوك المركزية لتوفير العون المالي من بعضها البعض عند حدوث مشكلات في السيولة وذلك على أساس تعاوني، إلا أن هذا الأسلوب سيؤدي بتلك المصارف إلى الاحتفاظ بهذه الأموال بصورة موارد مجمدة لدى البنك المركزي

[1] المنسي رضا، "إشكالية العلاقة بين الاقتصاد المالي والاقتصاد العيني، مرجع سابق، ص 5.
[2] زيب حسين عوض، العلاقات الإقتصادية الدولية، مرجع سابق، ص118.

مما يعمل على خلق مشكلة أخرى لهذه المصارف، وهي زيادة حجم الموارد المعطلة وهو ما يضيف عبئاً جديداً إلى التزامات هذه المصارف، إضافة إلى ما يترتب على ذلك الأمر من حرمان المصارف الإسلامية والمجتمع من فرص استثمار هذه الموارد.

وفي هذا الصدد يمكن للصكوك الاستثمارية القابلة للتداول أن تشكل البديل الملائم، فالمصارف الإسلامية تستطيع أن تبيع الصكوك التي بحوزتها للبنك المركزي عند حاجتها للسيولة بدلاً من عرضها مباشرة في الأسواق الثانوية وذلك لئلا تحدث انخفاضاً في أسعار هذه الأوراق نتيجة زيادة المعروض منها فيشتريها البنك المركزي، ومن ثم يمكن إعادة بيعها في الأسواق المالية مباشرة أو فيما بعد[1].

ب. عمليات السوق المفتوحة:

من المعلوم أن تأثير هذه الأداة ينعدم على المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية وذلك لكون الأصول التي تمتلكها لا تتضمن السندات التي يتعامل بها البنك المركزي. لذا قام عدد من الباحثين والمؤسسات المصرفية في السنوات القليلة الماضية باستحداث عدد من الصكوك كان من ضمن أغراضها الاستخدام كبدائل للسندات الحكومية الربوية المتعامل بها في الأسواق النقدية كأدوات للتحكم في حجم المعروض النقدي. ومن أمثلة هذه الصكوك: صكوك المضاربة وأسهم المشاركة في شركات استثمارية وصكوك للمشاركة في عمليات إجارة على أصول عينية متنوعة[2].

فإذا أراد البنك المركزي أن يزيد العرض النقدي فإنه سيتجه إلى شراء الأسهم والصكوك المملوكة للبنوك والمؤسسات المالية والأفراد، وذلك بالقيمة السوقية لهذه الصكوك أو بأعلى منها ويدفع قيمة هذه الصكوك نقداً ويقوم مستلمو هذه المبالغ بإيداعها في البنوك، وتتم عملية توليد الائتمان عندما تتسلّم البنوك التجارية هذه الودائع. فإذا ما قابل ذلك العرض طلب على الائتمان فإن ذلك سيعمل على إجراء توسع في كمية النقود. وتتحقق النتيجة ذاتها إذا قام البنك المركزي بشراء هذه الصكوك من الحكومة مباشرة، لأن الحكومة ستستخدم هذه المبالغ في الإنفاق العام فيترتب على هذا الإنفاق زيادة الدخول في شكل أجور ومرتبات أو إيجارات تودع مرة أخرى في البنوك. بينما يحدث العكس إذا أراد للبنك المركزي تقليص حجم المعروض النقدي.

[1] زيب حسين عوض، العلاقات الإقتصادية الدولية، مرجع سابق، ص115.
[2] المنسي رضا، "إشكالية العلاقة بين الاقتصاد المالي والاقتصاد العيني، مرجع سابق، ص 5.

خامسا: دور التصكيك الإسلامي في تطوير السوق المالية الإسلامية

إن النجاح في إنشاء السوق المالية الإسلامية ثم بقاؤها ونموها على المدى الطويل لن يعتمد على وجود تشريعات تحميها أو هيكل تنظيمي جيد لإدارة شؤونها بقدر ما يعتمد على اختصاصها بمزايا غير متوافرة في السوق المالية التقليدية، وعلى ذلك فإن قيام السوق المالية الإسلامية ونمو نشاطها في البلدان الإسلامية وفي الخارج أيضا يعتمد على تقديمها لخدمات جديدة واختصاصها لمزايا فريدة يتيحها لها جوهر المفهوم الإسلامي وهو الدور الذي يمكن أن تحققه آلية التصكيك الإسلامي، حيث أن استخدام الصكوك والتوسع في التعامل بها من قبل المدخرين والمستثمرين والمصارف والحكومة يؤدي إلى تدعيم دور السوق المالية، وذلك من خلال:[1]

أ. توسيع تشكيلة الأدوات المالية الإسلامية في السوق التي تشمل صكوك الشركات، صكوك البنوك الإسلامية والصكوك الحكومية.

ب. توسيع قاعدة المؤسسات المشتركة في السوق المالي والتي تتعامل في الصكوك الإسلامية إصدارا وتداولا وتشمل المصارف الإسلامية بل والتقليدية أيضا (كما هو الحال في ماليزيا) وشركات الاستثمار المؤسسي والحكومة وكذا القطاع الخاص والمؤسسات المالية الوسيطية، وذلك إذا تمتعت الصكوك بالتداول في السوق المالية.

ج. كما ترتفع كفاءة السوق المالية الإسلامية بازدياد كمية ونوعية الصكوك الإسلامية لما يترتب عليها من تعميق للسوق واتساعه.

د. إضافة مؤسسات مالية جديدة، إذ إن هيكل عملية التصكيك يتم من خلال كل من موجد العملية (المصدر الأصلي)، والمنشأة ذات الغرض الخاص، ومتعهد تغطية الاكتتاب، ومتعهد إعادة الشراء، ووكيل الدفع، وكذا الأمين.

[1] زيب حسين عوض، العلاقات الإقتصادية الدولية، مرجع سابق، ص115.

المطلب الثالث: واقع التصكيك الإسلامي ودوره في الوقاية وعلاج الأزمة العالمية

صدق من قال "مصائب قوم عند قوم فوائد"، فالأزمة العالمية الراهنة خلقت فرصا استثمارية ضخمة في الغرب. ونظرا لحاجة تلك الدول للسيولة وحاجة الدول الإسلامية لاستثمار ثرواتها فإنه يمكن القول أن الصيرفة الإسلامية ستحظى بترحيب أكبر في الدول الغربية. وتعتبر سوق الصكوك الإسلامية المتنامية إحدى أهم المجالات التي ستعطي دعما قويا للعمل المصرفي الإسلامي في ظل هذه الأزمة، وذلك من خلال جذب المستثمرين الدوليين الأكثر حرصا في الدخول في استثمارات أقل مخاطرة[1].

فبعد مضي أكثر من 8 سنوات على الأزمة المالية لا يزال العالم غير مطمئن إلى ما ستؤول إليه الأمور، إذ لا تزال العديد من الشركات والبنوك تعلن إفلاسها لأسباب عدة، أبرزها ما يعرف بفلسفة التوسع بالدين أو ما يعرف بالتوريق (التصكيك التقليدي) الذي يعتبر أحد الآليات المرتبطة بأسواق الأوراق المالية الثانوية. حيث ساعد التوسع بالديون من خلال توريقها وتسييلها بالبيع على زيادة حجم الفقاعة في سوق الائتمان. فالسلع والخدمات لم تعد مقصودة لأن الناس تتبادل أوراق الدين وتتاجر بها مما مزق كل ارتباط بين سوق النقود وسوق السلع والخدمات، فانهارت بذلك الشركات والمؤسسات الإنتاجية لأن الطلب على سلعها لم يعد مباشرا، وإن قُصد فإن الاتجار به يكون ببيوع مستقبلية مما ساعد على مزيد من الخلخلة في الأسواق. هذا وقد أدى فصل الرهن الذي يعتبر من لوازم توثيق الدين والتصرف به بيعا وشراء إلى مزيد من التوسع في الدين[2].

من ناحية أخرى، لقد أضفت الأزمة المالية العالمية على المصارف الإسلامية بمزيد من الاهتمام والقبول الواسع إقليميا وعالميا. ويتوقع أن يكون هناك إقبال أكبر خلال المرحلة المقبلة على المنتجات الإسلامية ومنها الصكوك خاصة إذا ما توجهت الحكومات العربية والإسلامية لهيكلة تمويل المشاريع الضخمة في بلدانها من خلال إصدار الصكوك ليتم تغطيتها من خلال البنوك الإسلامية، الأمر الذي سيسهم في توفير السيولة لمشاريع التنمية بما يسهم في التخفيف من آثار الأزمة في دول المنطقة. هذا ويتوقع أيضا أن تلاقي المصارف الإسلامية إقبالا كبيرا من المجتمعات غير المسلمة من أنحاء مختلفة، نظرا لشفافية معاملاتها وقيمها ومستوى خدماتها.

وعليه، لقد تجدّد اهتمام العالم بآليات التصكيك الإسلامي بعد تعمق الأزمة المالية العالمية في محاولة لتوفير السيولة والحد من تداعيات الانهيارات المالية. وتحاول الدول الغربية الاستفادة من الطلب على المنتجات

[1] المنسي رضا، "إشكالية العلاقة بين الاقتصاد المالي والاقتصاد العيني، مرجع سابق، ص 3.
[2] زيب حسين عوض، العلاقات الإقتصادية الدولية، مرجع سابق، ص115.

المالية الإسلامية في منطقة الخليج لإطلاق صكوك إسلامية للحصول على سيولة لتمويل المؤسسات العالمية التي تضررت من أزمة الرهن العقاري. ونظرا للاستثمارات الضخمة التي تعتزم دول الخليج إقامتها فإنه من المرتقب أن تشهد آلية التصكيك الإسلامي تطورات متزايدة.

ورغم ما يشهده الاقتصاد العالمي في الآونة الأخيرة من انتكاسات في أسواقه المالية، فإننا نجد أن الصكوك الإسلامية تحقق معدلات مرتفعة في حجم إصدارها وانتشارها، ليس فقط في السوق الإقليمية أو في البلدان الإسلامية، بل حتى في دول غير إسلامية، ولعل من أهم المؤشرات التي تؤكد ذلك ما يلي[1]:

أولا: تنامي حجم سوق التصكيك الإسلامي:

لقد باتت الصكوك الإسلامية أكثر أدوات التمويل الإسلامي توسعا، حيث يشهد سوق التداول الخاص بها نموا سريعا بمتوسط 35 % سنويا لا سيما في منطقة الخليج العربي، حيث قفز حجم الإصدارات في سوق التصكيك الإسلامي في غضون أقل من عشر سنوات من 997 مليون دولار إلى أكثر من 26 مليار دولار، وهو ما يبرز الدور الريادي لهذه الأداة في ترسيخ قواعد الصناعة المصرفية الإسلامية على المستوى العالمي.

وقد سجل سوق الصكوك معدلات نمو سنوية مرتفعة خصوصا خلال سنتي 2014م و2015 م حيث تجاوز معدل النمو 819 % و 136 % على التوالي مما يبرز أن هناك إقبالا كبيرا للتعامل في الصكوك الإسلامية. ولقد تم تسجيل أكبر حجم إصدار سنة 2013م بقيمة تجاوزت 48 مليار دولار، وقد تزامن هذا كله مع الطفرة النفطية، حيث سعت المؤسسات المالية الإسلامية في هذه الدول سعيا متزايدا إلى العثور على فرص لتوظيف أموالها في استثمارات شرعية، وهو ما وفرته الصكوك الإسلامية. والملاحظ أيضا أن إصدار هذه الصكوك بعد أن بلغ ذروته في عام 2013م سجّل بعد ذلك تراجعا في حجم الإصدار بنسبة فاقت 60% عام2014 م. وقد يتبادر إلى الذهن إلى أن الأزمة العالمية هي السبب الرئيس في ذلك، ولكن المتتبع للأحداث سيجد أن الأزمة لم تك إلا سببا جانبيا، وأن الأسباب الحقيقية وراء هذا التراجع تعود إلى بعض المخالفات الشرعية، وغياب الإطار التشريعي أو عدم استكماله في بعض الدول الإسلامية، إضافة إلى محدودية الأسواق المالية، وافتقارها إلى المؤسسات البنية التحتية المساندة لها، وقلة الموارد البشرية المؤهلة للعمل في هذه الصناعة وغير ذلك.

[1] المنسي رضا، "إشكالية العلاقة بين الاقتصاد المالي والاقتصاد العيني، مرجع سابق، ص 3.

ومن دلائل تنامي أهمية الصكوك على المستوى العالمي تأسيس مؤشر "داو جونز سيتي غروب" للصكوك والذي أطلق في ذروة نمو هذه السوق، والذي يقيس أداء الصكوك العالمية المتوافقة مع الشريعة. ويتكون المؤشر من سندات إسلامية مقيمة بالدولار الأمريكي. وقد تم إيجاد هذا المؤشر ليكون مرجعية للمستثمرين الباحثين عن استثمارات ذات دخل ثابت متوافقة مع الشريعة، كما أنه يعمل على زيادة التداول في السوق الثانوية[1].

ثانيا: الحاجة إلى مصدر لتمويل مشاريع البنية التحتية:

إن من المؤشرات الدّاعمة لنمو الطلب على الصكوك الإسلامية ارتفاع الطلب العالمي على أدوات الاستثمار ووجود إقبال متنامي من قبل الحكومات على إصدار صكوك لتمويل مشاريع البنية التحتية خصوصا في منطقة الخليج العربي التي تعتزم القيام بمشروعات بقيمة 800 مليار دولار خلال السنوات المقبلة، حيث ترسخت القناعة بأهمية الصكوك كأداة تمويلية تتميز بأنها مدعومة بأصول حقيقية وذات مخاطر منخفضة وبالتالي فهي مصدر مهم لضخ الأموال في المشاريع والتوسعات الكبرى، ومن الأمثلة التي تشير إلى لجوء الحكومات إلى إصدار صكوك لتمويل مشاريع البنية التحتية نذكر[2]:

أصدرت شركة "باوستهد" القابضة في ماليزيا صكوكا بمبلغ 1.3 مليار دولار لإنشاء محطة طاقة. كما أصدرت قطر صكوكا بقيمة 137 مليون دولار لإنشاء مدينة حمد الطبية بالدوحة. وفي دولة الإمارات العربية المتحدة عدة إصدارات إسلامية من أهمها إصدار لصالح شركة طيران الإمارات بمبلغ 500 مليون دولار. كما قام بنك دبي الإسلامي بإصدار صكوك إجارة لصالح هيئة الطيران المدني بدبي لتطوير وتوسيع مطارها وبلغ حجم الإصدار 750 مليون دولار. ومن المشاريع الضخمة في أبو ضبي والتي ينتظر أن يتم تمويلها عبر إصدارات الصكوك مشروع ميناء الخليفة والمنطقة الحرة بحوالي 10 مليار دولار. وقد أصدرت البحرين صكوك إجارة بقيمة 750 مليون دولار لتوفير الموارد اللازمة للحكومة لإنشاء بعض المشاريع خاصة مشاريع المرافق الأساسية. وفي تركيا أصدرت صكوك مشاركة بمبلغ 200 مليون دولار لتمويل بناء جسر معلق على مضيق البوسفور. هذا وتعتزم دولة قطر اللجوء إلى سوق الصكوك الإسلامية لتمويل ما يصل إلى 60 مليار دولار من مشروعات الطاقة، بينما أعلنت دولة الكويت أنها تحتاج إلى استثمار 64 مليار دولار على الأقل في السنوات المقبلة لتطوير صناعة الطاقة.

[1] المنسي رضا، "إشكالية العلاقة بين الاقتصاد المالي والاقتصاد العيني، مرجع سابق، ص 3.
[2] فضل الله، عبد الحليم، الجذور الاجتماعية للأزمة السوق العالمية، مجلة عالم التجارة، عدد 12، ديسمبر 2008، ص 36.

ثالثا: الطفرة النفطية لدول الخليج:

تشهد سوق الأدوات المالية الإسلامية رواجا واسعا في وقتنا الراهن. ونظرا لفيض السيولة التي أغرقت به المؤسسات المالية الإسلامية بفضل الطفرة النفطية الجارية، تسعى هذه المؤسسات سعيا متزايدا إلى العثور على فرص لتوظيف رأسمالها الفائض في استثمارات تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية. وبالمثل، هناك إقبال متزايد من صناديق التحوط ومؤسسات الاستثمار التقليدي على الأوراق المالية الإسلامية سعيا لزيادة العائد وتنويع الاستثمارات، وهو ما أدى إلى طفرة في معاملات التصكيك الإسلامي تمخضت عن زيادة إصدارات الصكوك الإسلامية بمقدار أربعة أضعاف من 7.8 مليار دولار عام 2004م إلى 28.5 مليار دولار عام 2013م[1].

رابعا: نمو المصرفية الإسلامية:

إن من المؤشرات الداعمة لزيادة الطلب على الصكوك حتى في ظل هذه الأزمة هو الاهتمام الكبير التي تحظى به أدوات المصرفية الإسلامية، حيث تشهد نموا متسارعا في الوقت الحاضر ليس بسبب تنامي السيولة المالية في دول المنطقة فحسب، بل بسبب توسع رقعة الحلول والمنتجات المالية الإسلامية التي تواكب احتياجات قطاعات واسعة من المستثمرين سواء الحكومات أو الشركات أو المؤسسات المالية الإسلامية نفسها.

[1] زيب حسين عوض، العلاقات الإقتصادية الدولية، مرجع سابق، ص112.

المطلب الرابع: دور التصكيك الإسلامي في معالجة آثار الأزمة والوقاية منها

أولا: دور التصكيك في توفير السيولة لتمويل المؤسسات المتضررة من الأزمة:

أفرزت الأزمة المالية العالمية أزمة سيولة خانقة تضررت جرّاءها العديد من الشركات الغربية، وهنا توجهت الأنظار إلى أساليب التمويل الإسلامي التي باتت تحظى بقبول واسع من قبل الغربيين خصوصا ما يعرف بالصكوك الإسلامية التي تعد واحدة من أهم الأدوات التي باتت تعطي دعما قويا للصناعة المصرفية الإسلامية، في وقت قيدت فيه الأزمة العالمية وسائل التمويل التقليدية لتلك الشركات. هذا وترى وكالة ستاندرد آند بورز أن الدول الغربية تحاول الاستفادة من الطلب على المنتجات المالية الإسلامية في منطقة الخليج لإطلاق صكوك إسلامية بغية الحصول على السيولة لتمويل المؤسسات العالمية التي تضررت من أزمة الرهن العقاري، حيث أصدرت شركة التجزئة البريطانية "تيسكو" أول صكوك لها في عام 2007م لصالح وحدتها الماليزية وباعت أيضا أوراقا مالية تقليدية[1].

ثانيا: تمويل عجز الموازنة العامة:

لقد بات عجز الموازنة واحدا من أهم المشاكل الاقتصادية التي أرّقت وأثقلت كاهل الحكومات، حيث تواجه العديد من الدول صعوبات كبيرة في الحصول على موارد لتمويل عجزها خصوصا في ظل الأزمة السابقة التي أفرزت شحا كبيرا في موارد التمويل، وهنا توجهت الأنظار إلى الصكوك الإسلامية كإحدى الفرص الهامة التي يمكن أن تستفيد منها تلك الحكومات لتوفير ما تحتاجه من موارد بغرض تمويل العجز. إذ تعتزم الحكومة الأردنية إصدار صكوك إسلامية بقيمة 1.5 مليار دولار لتمويل العجز الموازني المقدر بـ 1.7 مليار دولار، حيث أن بيع هذه الصكوك سيتيح للحكومة الأردنية الحصول على أموال من المؤسسات المالية الإسلامية وكذا اجتذاب المزيد من المستثمرين من الشرق الأوسط والعالم الإسلامي للاستثمار في مشروعات الدولة بوسائل تتوافق مع الشريعة. ومن التجارب السباقة في هذا المجال تجربة السودان حيث بلغ حجم الصكوك التي أصدرتها الحكومة ما نسبته 5.8% من الناتج المحلي لمدة تتراوح بين 6 أشهر و6 سنوات. هذا ولقد اتجهت الحكومة البريطانية إلى إصدار صكوك إسلامية للحصول على تمويل للخزينة البريطانية من السوق المالية الإسلامية، وكذلك حذت فرنسا الخطى من أجل اللحاق ببريطانيا، بل من أجل أن تكون السباقة في الحصول على الحصة الأكبر من التمويل الإسلامي في أوروبا[2].

[1] أرشيد فؤاد التميمي، الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وادارة، مرجع سابق، ص 150.
[2] زيب حسين عوض، العلاقات الإقتصادية الدولية، مرجع سابق، ص112.

ثالثا: دور التصكيك في تمتين أخلاقيات الرقابة:

مما لا شك فيه أن من أبرز أسباب الانهيارات التي حدثت في أسواق المال العالمية والإفلاسات التي لحقت بالعديد من البنوك والشركات الكبرى في العالم، ضعف الضوابط التشريعية التي تحكم عمل هذه المؤسسات، حيث أشارت تقارير عديدة إلى أن صناديق الاستثمار وصناديق التحوط وشركات السمسرة لم تك تخضع للبنك المركزي، كما أن العديد من البنوك الكبرى لم تك تخضع أيضا لمعايير بازل 1 وبازل 2 وبعد أن انكشفت الحقائق والتجاوزات، نادى كثيرون بالاستفادة من ضوابط التصكيك الإسلامي المنبثقة من الأصول المصرفية الإسلامية، حيث أصدرت الهيئة الفرنسية العليا للرقابة المالية قرارا يقضي بمنع تداول الصفقات الوهمية والبيوع الرمزية التي يتميز بها النظام الرأسمالي، كما أصدرت الهيئة نفسها قرارا يسمح للمؤسسات والمتعاملين في الأسواق المالية بالتعامل مع نظام التصكيك الإسلامي في السوق المنظمة الفرنسية[1].

رابعا: دور التصكيك في إعادة التوازن بين الاقتصادي الحقيقي والاقتصاد المالي:

لقد شهدت الدول الغربية تطورات هائلة في عملية التصكيك كانت في معظمها في مجال تصكيك الديون، وقد رافق ذلك موجة حادة من المضاربات أدت إلى اتساع الفجوة بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المالي باعتبار أن عقود الربا تفصل الربح عن النشاط الاقتصادي الحقيقي. وعلى عكس التجربة الغربية فإن التصكيك الإسلامي يشترط وجود الأصول قبل تصكيكها الأمر الذي يحفظ لهذه الأصول قيمتها، وبالتالي فهو يربط الاقتصاد الحقيقي بالاقتصاد المالي مما يخلق توازنا كبيرا بينهما، ومن ثم فالتصكيك الإسلامي يشكل فرصة هامة لتصحيح المسار[2].

[1] أرشيد فؤاد التميمي، الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وادارة، مرجع سابق، ص 150.
[2] ضياء مجيد الموسوي، مرجع سابق، ص 143.

خامسا: دور التصكيك في الرفع من كفاءة الأسواق المالية:

إذ يمكن لآلية التصكيك الإسلامي الرفع من مستوى كفاءة الأسواق المالية وذلك لانتفاء الغش والغرر والغبن والمضاربات الهدامة التي تعصف بتلك الأسواق مما يؤثر سلبا على تخصيص الموارد، ذلك أن المضارب يهتم بالقيمة السوقية للأسهم والسندات في الأجل القصير والتي تدخل في تقديرها عوامل ليس لها علاقة بالمردود المتوقع، مما يؤدي إلى توجيه الموارد باتجاه أنشطة يتوقع لها الربح السريع، مما يؤثر على عملية تحديد الأسعار العادلة ويخل بالتوازن الحقيقي لمستويات الأسعار وزعزعة استقرار النشاط الاقتصادي، الأمر الذي يؤثر سلبا على كفاءة الأسواق المالية ويحجبها عن أداء دورها التنموي.

ومن ثم فآلية التصكيك الإسلامي تعمل على تحريك الموارد المالية وتوجيهها إلى أنشطة استثمارية حقيقية. وفي نفس الوقت تعمل على تقليل المضاربات وتهتم بالسوقين الأولية والثانوية بشكل متكافئ[1].

[1] ضياء مجيد الموسوي، مرجع سابق، ص 143.

خلاصة الفصل الثالث

بعد هذا الاستعراض البسيط والسريع للأزمة المالية العالمية والهندسة المالية الإسلامية ودورها في دعم مسيرة تطور الصناعة المصرفية الإسلامية، تبين لنا ما يلي:

- تفتح عمليات التصكيك الإسلامي أمام المصارف الإسلامية آفاقا إستراتيجية واسعة من شأنها تذليل العديد من العقبات التي تعترض تطور الصناعة المصرفية الإسلامية، فهي تعمل على حل مشكلة السيولة من خلال تقديمها أصولا قابلة للتسييل بسرعة وبتكلفة قليلة، وفي نفس الوقت تشكل هذه الصكوك فرصا استثمارية ملائمة لتوظيف الفائض في هذه المصارف. هذا وتوفر آلية التصكيك الإسلامي حلولا متنوعة لإدارة مختلف المخاطر التي تواجه أعمال المصرفية الإسلامية، كما تتيح هذه التقانة فرصا استثمارية طويلة الأجل للمصارف الإسلامية، مما يسمح بتفعيل الدور التنموي المنوط بها، وأقصد بذلك الدور الاجتماعي بدرجة أساسية.

- للتصكيك الإسلامي دور مهم للغاية في تطوير السوق المالية الإسلامية، حيث تساعد هذه الآلية في توسيع وتعميق السوق المالية من خلال طرح أدوات مالية جديدة للتعامل بها في تلك السوق، هذا إضافة إلى خلق مؤسسات مالية جديدة تؤدي دورا مهما في هيكل هذه العملية.

- استفادت صناعة التمويل الإسلامي من الازدهار الاقتصادي الذي عاشته ولازالت تعيشه دول الشرق الأوسط، حيث شكلت الفوائض والسيولة الهائلة الناجمة عن الطفرة النفطية مصدرا مهما لنمو سوق التصكيك الإسلامي. حيث أن نمو هذه السوق يعتبر مؤشرا هاما جدا على تنامي حجم الصناعة المصرفية الإسلامية وذلك نظرا لكونها الأداة الأكثر إقبالا مقارنة بالأدوات التمويلية الأخرى.

- يوجد اعتراف دولي بأهمية الصكوك الإسلامية كمنتج مالي قابل للتطور والاستمرار لتلبية الاحتياجات المالية المختلفة بدليل وجود إصدارات من الصكوك لمؤسسات غير إسلامية، وأن هذه الصكوك تمثل لهم فرصة هامة للاستثمار في المستقبل القريب.

- خلقت الأزمة المالية العالمية فرصا واعدة لأدوات الصيرفة الإسلامية خصوصا منتج الصكوك الإسلامية الذي بات يشهد إقبالا واسعا بدليل أن 60% من إصدارات الصكوك اشترتها مؤسسات غربية رغم أزمة الائتمان العالمية.

- إن تنامي الطلب على الصكوك الإسلامية يعود إلى وجود مؤشرات كتوسع سوق التصكيك الإسلامي وكذا الافتقار إلى مصادر لتمويل مشاريع البنية التحتية وعجز الموازنة، أضف إلى ذلك الطفرة النفطية لدول الخليج ونمو المصرفية الإسلامية.

- تعتبر آلية التصكيك الإسلامي إحدى الخيارات المتاحة والفاعلة في ظل الأزمة الحالية. إذ تشكل ملاذا للمستثمرين الذين تضرروا من الأزمة المالية، ويظهر ذلك من خلال قدرتها على توفير السيولة سواء لتمويل المؤسسات المتضررة أو لتمويل العجز الموازني للحكومات، كما يظهر ذلك من خلال قدرتها على تمتين أخلاقيات الرقابة وإعادة التوازن بين الاقتصاد المالي والاقتصاد الحقيقي، هذا إلى جانب مساهمتها الفاعلة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية.

خاتمة:

لقد استهدفت هذه الدراسة موضوع الهندسة المالية الإسلامية ودورها في معالجة الأزمات، وقد تم التطرق الى الأزمة المالية العالمية كنموذج تم إسقاط مختلف النتائج المتوصل إليها عليه، وقمنا بإبراز أهم جوانب الهندسة الماليةالإسلامية التي تعتبر عملية تطويرية في عالم المال لها دور فعال وأثر إيجابي في تجنب وعلاج الأزمات نظرا لمختلف الأدوات والتقنيات التي ساهمت في مساعدة المنشآت الاستثمارية فضلاً عن الأثر الذي أحدثته في التفكير الاستراتيجي للمؤسسات المالية والمصرفية وظهور المراكز المالية العالمية.

كما تم التطرق إلى دراسة الأزمة المالية العالمية الأخيرة التي اعتبرناها نتاج مشكل الرهن العقاري في أمريكا، بعد التطرق إلى تصنيف أهم الأزمات المالية السابقة. لنتوصل في آخر الأمر إلى تخصيص دراسة واقع وحقيقة صناعة الهندسة الماليةالإسلامية في الأسواق المالية العالمية، مع الكشف بنوع من الدقة عن تقنية التوريق، ومن ثم محاولة استنتاج تقييم لأثر هذه الصناعة مع صياغة بعض أهم الحلول والتدابير المقترحة لإصلاح النظام المالي العالمي كسبيل للخروج من الأزمة.

ومن خلال ما تم ذكره **كإشكالية** و التي تقول **إلى أي مدى يمكن للهندسة المالية الإسلامية أن تشكل بديلا للهندسة المالية التقليدية في تجنب وعلاج الأزمات المالية؟** نستخلص بالشكل الصريح أن الهندسة المالية الإسلامية هي البديل الوحيد لتجنب وعلاج الأزمات، بل وإلى إدارة مخاطر إقتصاديات الدول ككل، وكل هذا راجع إلى كونها تجمع بين الكفاءة الإقتصادية، والتبرير الشرعي لوجودها.

نتائج الدراسة.

ويمكن حصر أهم نتائج هذه الدراسة فيما يلي:

- إن الحاجة لعملية البحث والتطوير من أجل استحداث وابتكار منتجات أو خدمات جديدة تلبي احتياجات المستهلك في المجال المالي نشأت بالمؤسسات المالية استجابة للفرص الاستثمارية وفقًا لتطلعات العملاء فيما يخص التعامل مع قيود المنافسة الدولية ودرء مخاطر حالة عدم اليقين المحيطة بأنشطة التمويل والاستثمار. وهذا كله بعيد عن ظوابط الشرع ولا يمد بصلة للهندسة المالية الإسلامية بشيئ.

- تم التوصل إلى الكشف عن الجذور الحقيقية لأزمة الرهن العقاري الأمريكية سمحت لنا بإعادة النظر في دور كل المعنيين بهذه الأزمة بطريقة مباشرة أو غير مباشرة، من بينهم الأفراد الذين حصلوا على قروض عالية المخاطر، والاحتياطي الفدرالي الأمريكي الذي اتبع سياسة نقدية توسعية شجعت الاقتراض، وسوق الرهن

العقاري التي احتكرت المؤسسات الحكومية فيها شراء القروض الرهنية، والبنوك التي تخلَّت عن كل القواعد الاحترازية عند الإقراض، ثم وكالات التصنيف الائتماني التي عجزت عن التقييم الجيد للمنتجات المالية المرتبطة بالرهون العقارية وأخيرا المنظومة الإقتصادية الرأسمالية والتي أثبتت فشلها.

- إن ظاهرة توالي وتكرار الأزمات المالية وارتفاع درجة التحرر المالي لم تحظى بالاهتمام الكافي من طرف صناع السياسة، خاصة على مستوى الاقتصاد الكلي، مما أسهم في تراكم المخاطر النظامية. ذلك أن تركيز البنوك المركزية والأجهزة الرقابية لم ينصب على المخاطر المصاحبة لتحرر استخدامات الهندسة المالية والمخاطر المتزايدة للرفع المالي في الأسواق غير الرسمية، وهذا مايثبت لنا هشاشة وضعف القاعدة الاقتصادية.

- لا تزال الآثار الناتجة عن استخدامات الهندسة المالية محل خلاف بين الاقتصاديين خاصة تقنية التوريق لكن النتائج عموما ستكون إفلاس المؤسسات والأفراد وانهيار الأسواق المالية إذا لم تخضع لتقييد وتنظيم قانوني وتعتمد مبادئ وقيم الإقتصاد الإسلامي.

- يمكن تداول عقود الخيارات المالية في الأسواق المالية الإسلامية، وذلك بعد تطويرها في ظل العقود والضوابط الشرعية.

- عقود الخيارات يمكن تطويرها إسلامياً في ظل الأحكام الشرعية لبيع العربون والتأمين والالتزام والكفالة والحقوق المعنوية.

- إن السوق المالية الإسلامية بما تشتمل عليه من أدوات مالية إسلامية لا زالت بحاجة إلى الابتكار والإبداع من أجل أن تقوم بالدر الاقتصادي المؤمل منها. والذي يمكن أن يسهم في تخفيف التبعية الاقتصادية للأسواق المالية في الدول الغربية.

- تحتاج المؤسسات المالية الإسلامية دوماً إلى الاحتفاظ بتشكيلة متنوعة من الأدوات والمنتجات المالية تمكنها من إدارة سيولتها بصورة مربحة، بالإضافة إلى توفيرها للمرونة المناسبة للاستجابة لمتغيرات البيئة الاقتصادية.

- تعد الهندسة المالية كأداة مناسبة لإيجاد حلول مبتكرة وأدوات مالية جديدة تجمع بين موجهات الشرع الحنيف واعتبارات الكفاءة الاقتصادية.

- توصلت الدراسة إلى أنه من الممكن قيام سوق مالية إسلامية لعقود الخيارات المالية في ظل العمل بضوابط شرعية خاصة, كما أن وجود هذه السوق, سوف يزيد في كفاءة استخدام الموارد وعدالة توزيعها.

الإقتراحات:

1- ضرورة الاهتمام بالهندسة المالية لأن هذا المنهج هدفه إعادة صياغة عقود التمويل الحالية بطرق مختلفة لتحقق التوازن بين المقاصد الشرعية والظروف الواقعية للعمل المصرفي والكفاءة الاقتصادية, بشكل يرضي كل الأطراف, أي العميل والبنك وسياسة الدولة بهذا الخصوص, لان إهمال أي طرف من الأطراف سوف يؤدي إلى فشل المبتكرات المالية التي تنتجها الهندسة المالية.

2- الاستفادة من المفاهيم النظرية المندرجة في الدراسة الحالية وما توصلت إليه من استنتاجات لتطبيقها في الأسواق المالية وغيرها عند أجازة التعامل بالمشتقات من قبل الجهات التشريعية.

3- إن وجود سوق المال الإسلامي بما يمكن أن تتضمنه من أدوات إسلامية متقدمة مثل عقود الخيارات وغيرها من أدوات الهندسة المالية مثل (المستقبليات والعقود الآجلة الخ) بعد تطويرها بما يتفق والشريعة الإسلامية, سوف تسهم في تطوير نوعية العمل المصرفي الإسلامي, بما يؤدي إلى زيادة الكفاءة والعدالة وبالتالي زيادة معدلات النمو والرفاهية.

4- تكرار المساهمة من قبل الباحثين على أجراء دراسات ميدانية في حقل الخيارات المالية أو الفرص الاستثمارية وكيفية المبادلة بينهما من خلال بدائلها المتوافرة، والعمل على استعمال نماذج كمية ورياضية ذات استعمال واسع في مجال الأسواق المالية الكفوءة ومحاولة كيفية توظيفها في الجانب المحلي لما يفيد أغراض المعرفة النظرية والميدانية.

5- توصي الدراسة بإنشاء استثمارات محلية تعمل على تجميع رؤوس الأموال الفائضة عن الحاجة والعمل على استثمارها الاستثمار الأفضل من خلال تقييم خيارات والعمل على تحويطها ضد المخاطر المالية المختلفة .

6- المطلوب الآن من الباحثين في الاقتصاد الإسلامي والمصارف الإسلامية, البحث عن الحلول والبدائل التي تحقق السلامة الشرعية والكفاءة الاقتصادية والملاءمة العملية.

7- على المصارف الإسلامية اغتنام الفرص التي أتاحتها هذه الأزمة من خلال إنشاء بنوك استثمارية دولية تقدم للعالم رؤية جديدة، وكذا مواصلة التطوير والتحديث في أنشطتها الإسلامية والخدمية ومنتجاتها المالية لتقديم منهج مبتكر في إدارة الأصول واستثمار الأموال بأسلوب يحقق رسالة الاقتصاد الإسلامي.

8- الاستمرار في نشر ثقافة التصكيك الإسلامي في أوساط مجتمعات الأعمال بوصفها أدوات مالية تقدم حلولا مبتكرة لهم في مجال حشد وتوظيف الموارد.

9- ضرورة الاستفادة من الاعتراف الدولي للصكوك الإسلامية كمخرج لتمويل المؤسسات المتضررة من أزمة الرهن العقاري.

10- ضرورة الاستفادة من عملية التصكيك الإسلامي في تطوير السوق المالية الإسلامية وإرساء قواعدها.

آفاق البحث.

لا شك أن هناك العديد من الجوانب التي لم يستوفها هذا البحث، وهي جوانب ينبغي الاعتناء بها في مجال دور صناعة الهندسة المالية في تكرار الأزمات المالية، والتي نرى أنّها تشكل مواضيع بحث مستقبلية، نذكر منها ما يلي:

* كيفية الاستفادة من منتجات الهندسة المالية الإسلامية من خلال البحث في مصادرها وطرق استخدامها الطريقة التي تضمن سلامتها.

* فعالية الرقابة الشرعية للهندسة المالية الإسلامية في ضبط التجاوزات المالية الناتجة عن التلاعب بالهندسة المالية.

* تحديد آثار الابتكار المالي على النظام المالي العالمي وعلى كفاءة السوق.

* دراسة مَقارِنة بين صناعة الهندسة المالية التقليدية وصناعة الهندسة المالية الإسلامية كمحاولة لعلاج الأزمات المالية.

ولا يسعنا في النهاية إلاّ أن نسأل الله عز وجل أن نكون قد وفقنا في اختيار الموضوع ومعالجته.

المراجع:

أولا: باللغة العربية

1: الكتب:

1 احمد بن مُحَمَّد الخليل، الأسهم والسندات وأحكامها، دار ابن الجوزي، الرياض، السعودية، 1426 هـ.

2 الياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي(الإدارة المالية)، دار وائل للنشر والتوزيع عمان،الأردن 2006.

3 إبراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي،الدار الجامعية،مصر، 2009.

4 إبراهيم عبد العزيز النجار،الأزمة المالية و النظام المالي الإسلامي، الدار الجامعية،الإسكندرية، 2009.

5 إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000.

6 ألان غرينسبان، عصر الاضطراب: مغامرات في عالم جديد، ترجمة احمد محمود، الطبعة الأولى، كلمة، أبو ظبي، 2008.

7 تقي الحسين عرفات، التمويل الإسلامي الدولي، دار مجدلاوي للنشر، عمان، 1999.

8 ناصرسليمان، السوق المالية الإسلامية كيف تكون في خدمة النظام المالي المصرفي الإسلامي، مجلة مركز صالح كامل للإقتصاد الإسلامي السنة السابعة، العدد 21، جامعة الأزهر، مصر 2000.

9 حاكم الربيعي، ميثاق الفتلاوي، حيدر جوان وعلى احمد فارس، المشتقات المالية، ط 1، اليازوري، الأردن، 2011

10 حلمي محمود نمر وعبد المنعم محمود، الأصول العلمية والعملية الإسلامية في محاسبة الشركات (الجزء الثالث -شركات الأموال) بدون ناشر أو سنة نشر).

11 سامر مظهر قنطرجي، ضوابط الاقتصاد الإسلامي في معالجة الأزمات المالية العالمية، دار النهضة السورية، 2008.

12 سامي بن إبراهيم السويلم: صناعة الهندسة المالية (نظرات في المنهج الإسلامي)، مركز البحوث، شركة الراجحي المصرفية للاستثمار، بيت المشورة، الكويت، 2004

13 سامي بن إبراهيم السويلم، التحوط في التمويل الإسلامي، ط 1، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، السعودية 2007.

14 طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية الإسلامية(المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة)، الدار الجامعية للنشر، مصر 2001.

15 عبد الغفار حنفي، رسمية قريقاص، أسواق المال، بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين شركات الاستثمارالإسلامية، الدار الجامعية الإسكندرية،2000..

16 عبد الغفار حنفي، إدارة المصارف (السياسات المصرفية-تحليل القوائم المالية- الجوانب التنظيمية-البنوك الإسلامية والتجارية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.

17 عبد المطلب عبد الحميد، العولمة واقتصاديات البنوك الإسلامية، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، مصر، 2001.

18 عبيد علي احمد الحجازي، التوريق ومدى أهميته في ظل قانون الرهن الحيازي، دار النهضة العربية القاهرة، مصر، 2001.

19 عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.

20 القطان مُحَمَّد، اثر الغرر على الوفاء في العقود والآثار المترتبة على عدم تسليم المعقود، مؤتمر هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، جدة، السعودية،2010.

21 مُحَمَّد علي مُحَمَّد علي، إدارة المخاطر المالية في الشركات المساهمة المصرية(مدخل لتعظيم القيمة)، جامعة االقاهرة، 2005.

22 مُحَمَّد محمود الداغر، الأسواق المالية: مؤسسات إسلامية-اوراق مالية- بورصات، دار الشروق للنشر والتوزيع عمان، الاردن، 2005.

23 مُحَمَّد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، الأردن، ط 2002،1.

24 محمود مُحَمَّد داغر، الأسواق المالية الإسلامية: مؤسسات-أوراق-بورصات، دار الشروق، 2005

25 منير ابراهيم هندي، الاوراق المالية واسواق راس المال الإسلامية، منشاة المعارف، الاسكندرية، مصر، 2002.

26 منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات الجزء الأول:التوريق، منشأة المعارف، الإسكندرية ، مصر، 2002.

27 منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1999.

28 منير إبراهيم هندي، لفكر الحديث في إدارة المخاطر، الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الثاني: العقود الآجلة و العقود المستقبلية،2000.

30 منير ابرهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1997.

2: المذكرات والأطروحات:

01 خالد مُحَمَّد نصار، آليات تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية بغزة، 2006

02 شيماء إبراهيم مُحَمَّد نواره، الإفصاح عن توريق الديون في البنوك التجارية المصرية، رسالة ماجستير، جامعة قناة السويس، مصر، 2007.

03 العبادي، هاشم فوزي دباس، "استعمال إستراتيجيات الخيارات المالية لتحديد الفرص الاستثمارية-دراسة تطبيقية على عينة من القطاع المصرفي العراقي الخاص) رسالة ماجستير في إدارة الأعمال، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الكوفة،2005.

04 بوكساني رشيد، معوقات أسواق المال العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، جامعة الجزائر، الجزائر،بحث غير منشور، 2006.

05 خالد مُحَمَّد نصار، آليات تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية: دراسة تطبيقية على المستثمرين في قطاع غزة، أطروحة ماجستير ، تخصص محاسبة وتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة بحث غير منشور، 2006.

06 سماري ابتسام، أثر تداول المشتقات المالية الإسلامية على أداء السوق المالي: دراسة حالة السوق المالي الأردني جامعة فرحات عباس، سطيف، بحث غير منشور، 2007.

07 عبد الكريم قندوز، صناعة الهندسة المالية بالمؤسسات المالية الإسلامية، أطروحة ماجستير تخصص نقود ومالية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، بحث غير منشور، 2007.

08 علقمة مليكة، التوريق كأداة لتسيير مخاطر القروض، أطروحة ماجستير، تخصص بنوك، جامعة فرحات عباس، سطيف، بحث غير منشور، 2007.

09 محاجبية نصيرة، وظيفة الهندسة المالية الإسلامية في البنوك، أطروحة ماجستير تخصص نقود ومالية، جامعة 8 ماي 1945 ، قالمة، بحث غير منشور، 2006.

10 موسى عمر مبارك أبو محيميد، مخاطرصيغ التمويل الإسلامي وعلاقتها بمعيار كفاية رأس المال للمصارف الإسلامية من خلال معيار بازل2، أطروحة دكتوراه الفلسفة في تخصص المصارف الإسلامية، الأكاديمية العربية للعلوم المصرفية، بحث غير منشور، 2008.

03: الملتقيات والندوات:

01 راتول مُحَمَّد ومداني أحمد، دور التوريق كأداة مالية حديثة في التمويل وتطوير البورصة في الجزائر- دراسة حالة الجزائر والدول النامية.

02 الملتقى الدولي الأول حول: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، جامعة مُحَمَّد خيضر بسكرة، 21 و 22 نوفمبر 2006

03 فتحية إسماعيل مُحَمَّد مشعل، التوريق وعلاقته بالأزمة المالية العالمية الراهنة، مؤتمر الجوانب القانونية والاقتصادية للازمة المالية العالمية،.4/2009جامعة المنصورة،2011.

04 كمال العقريب وبالحمدي سيد علي، أهم الأزمات المالية الناتجة عن انشطة الاسواق المالية التقليدية وخيار الاسواق المالية الاسلامية كبديل، الملتقى

05 مروان جمعة درويش، اختبار العلاقة بين العائد والمخاطرة في سوق فلسطين للأوراق المالية، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي السابع لكلية الاقتصاد والعلوم ،نوفمبر / 2009 - الإدارية جامعة الز رقاء الأهلية.

06 ناصر سليمان، التوريق كأداة مالية لمواجهة مخاطر السيولة في البنوك، تجربة القروض العقارية في الجزائر الملتقى الدولي الثالث حول : استراتيجية ادارة المخاطر في المؤسسات الإسلامية- الآفاق و التحديات. جامعة حسيبة بن بوعلي – الشلف، يومي 25 و 26 نوفمبر 2008.

المجلات والدوريات:

01 عمر طالب وعبد المجيد غوفي، إعادة التمويل الرهني و أثره على المنظومة المالية و المصرفية في الجزائردراسة حالة شركة إعادة التمويل الرهني.الجزائر، 2013.

02 مجلة الاكاديمية العربية المفتوحة، الدنمارك، العدد الثاني، 2007

03 يوري دادوشي، ديباك داستيويتا وديليب راتا، دور الديون قصيرة الأجل في الأزمة الأخيرة، مجلة التمويل والتنمية، واشنطن، ديسمبر 2000

04 كاظم مدلول العارضي وم.جليل، نماذج تسعير الخيارات المتقدمة ودورها في تحديد قيمة المكافأة للخيار وبناء محفظة التحوط - دراسة تطبيقية في القطاع المصرفي العراقي، مجلة آداب الكوفة – العدد12.

05 كريستيان ملدر، عين العاصفة، مجلة التمويل والتنمية، ديسمبر 2002

06 فراجا رومينيو، السياسة النقدية أثناء الانتقال سعر صرف معوم تجربة البرازيل، مجلة التمويل والتنمية مارس 2000.

07 جركس، إبراهيم أحمد، "استخدام نموذج ثنائي الحدين في تسعير الخيارات وبناء محفظة التحوط – دراسة تطبيقية"، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية (عدد خاص بوقائع المؤتمر القطري الأول للعلوم الإدارية)، كلية الإدارة والاقتصاد- جامعة بغداد، تشرين الأول/ 2001 .

08 إقبال, منور وآخرون: التحديات التي تواجه العمل المصرفي الإسلامي, المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب, جدة, 2001ط2.

09 القري، مُحَمَّد علي، "الأسواق المالية"، مجلة دراسات اقتصادية إسلامية البنك الإسلامي للتنمية، المجلد (1)، العدد (1)، 1993.

10 القري, مُحَمَّد علي: الأسواق المالية, مجلة مجمع الفقه الإسلامي, مجمع الفقه الإسلامي, العدد السادس, الجزء الثاني, جدة, 1990.

11 الهندي، عدنان، "أسواق المال ودعم جهود التخصيص"، مجلة اتحاد المصارف العربية، المجلد، (14)، العدد (163)، بيروت ، 1994 .

12 الهندي، عدنان، "المشتقات بين المزايا والمحاذير"، مجلة اتحاد المصارف العربية، المجلد (15)، العدد (173)، بيروت ، 1995 .

13 هندي، منير إبراهيم، "الأسواق الحاضرة والمستقبلية: أسواق الأوراق المالية وأسواق الاختيار وأسواق العقود المستقبلية"، (البحرين: المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية)، 1994 .

14 قحف, منذر: تعقيب على بحوث الأسواق المالية, مجلة المجمع الفقه الإسلامي, العدد السادس, الجزء الثاني جدة, 1990.

15 محيي الدين, أحمد: عمل شركات الاستثمار الإسلامية في السوق العالمية, بنك البركة الإسلامي, البحرين 1986.

المراجع باللغة الإنجليزية:

01Bertrand Jacquillat et Bruno slonik, Marchés Financiers: gestion de portefeuille et des risques,.2002

02 Gauthier Villars, Paris, 2eme édition , 1994.

03 BIS, Issue of Measurement related to Market Size and macro prudential risk in derivatives markets,Basel, Feb 1995.

04 Cheng-Few Lee & Alice C. Lee & John Lee, Handbook of Quantitative Finance and Risk Management, Springer, New York, 2010.

05 Claude Broquet et Autres, Gestion de Portefeuille, y Edition , de Boeck, 2004.

06 Courtney D.Smith , option strategies, 3rdedition, John Willy & Suns, New Jersey, USA, 2008.

07 Dimitris N.Chorafas, introduction to derivative financial instruments: Option, Futures, Forwards,Swaps and Hedging, McGraw Hill, New York, 2008.

08 Don M Chance & Robert Brooks, Derivatives and risk management, 7th edition, Thomson corporation, Canada, 2008.

مواقع الأنترنت:

01 www.abcbourse.com/apprendre/19_value_at_risk.html

02 www.ar.wikipidia.org/wiki

03 www.arab-api.org/course4/c4_4_1.htm

04 www.arab-api.org/course9/c9_1_3.htm

05 www.arab-api.org/course9/c9_4_1.htm

06 www.arab-api.org/course9/c9_4_2.htm

07 www.arabic.majdbakir.com/derivatives/cswap-arb.htm

08 www.BIS.org/Statistics/otcder/dt1920.PDF

09 www.Bsinessdictionary.com/definition_index_futures.html

10 www.cboe.com/micro/oEx/faq.aspx

11 www.comprendre la bourse.com /produit–derives/Hedging/black Scholes.htm

12 www.credit-agricole.fr/collectivite/gestion-de-la-dette/un-savoir-faire/les-instruments -de-couverturedu-risque-de-taux-d-interet.html.

13 www.edubourse.com/lexique/cotation-a-la-criee.php

14 www.esc-brest.fr/dl/LBO.pdf

15 www.fr.wikipedia.org/wiki/Risque_financier.

16 www.fr.wikipedia.org/wiki/Subprime_mortgage_crisis .

17 www.investopedia.com/terms/n/naked option.asp

18 www.investorwords.com/7672/long_put.html

19 www.marketswiki.com/wiki/Standard-26%-Poor's-Index-options-offred-at-CBOE.

20 www.mémoireonline.com/12/08/1991/Comment-les-entreprises-gèrent-leRisque-dechange-et-de-Taux d'interet.html

21 www.Pipstory.com/Swaption-types-Styles-and-Valuation-of-Swaption.html

22 www.project-syndicate.org/commentary/solana.15

23www.strategies_options.com/fic/39_la_vente_d_option_d_achat_vente_de_call.html

24 www.wikipidia.org/wiki/great_depression.

25 www.wasatiaonline.net