



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميله
معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

القسم: علوم التسيير

الميدان: العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية

الشعبة: علوم التسيير

التخصص: مالية و بنوك

المرجع:/2015

مذكرة بعنوان:

كفاءة الصكوك المالية الإسلامية في معالجة

الأزمات المالية

دراسة حالة: أزمة الرهن العقاري

مذكرة مكملية لنيل شهادة الماستر في علوم

التسيير

إعداد الطالب (ة):

- يسعد آسية

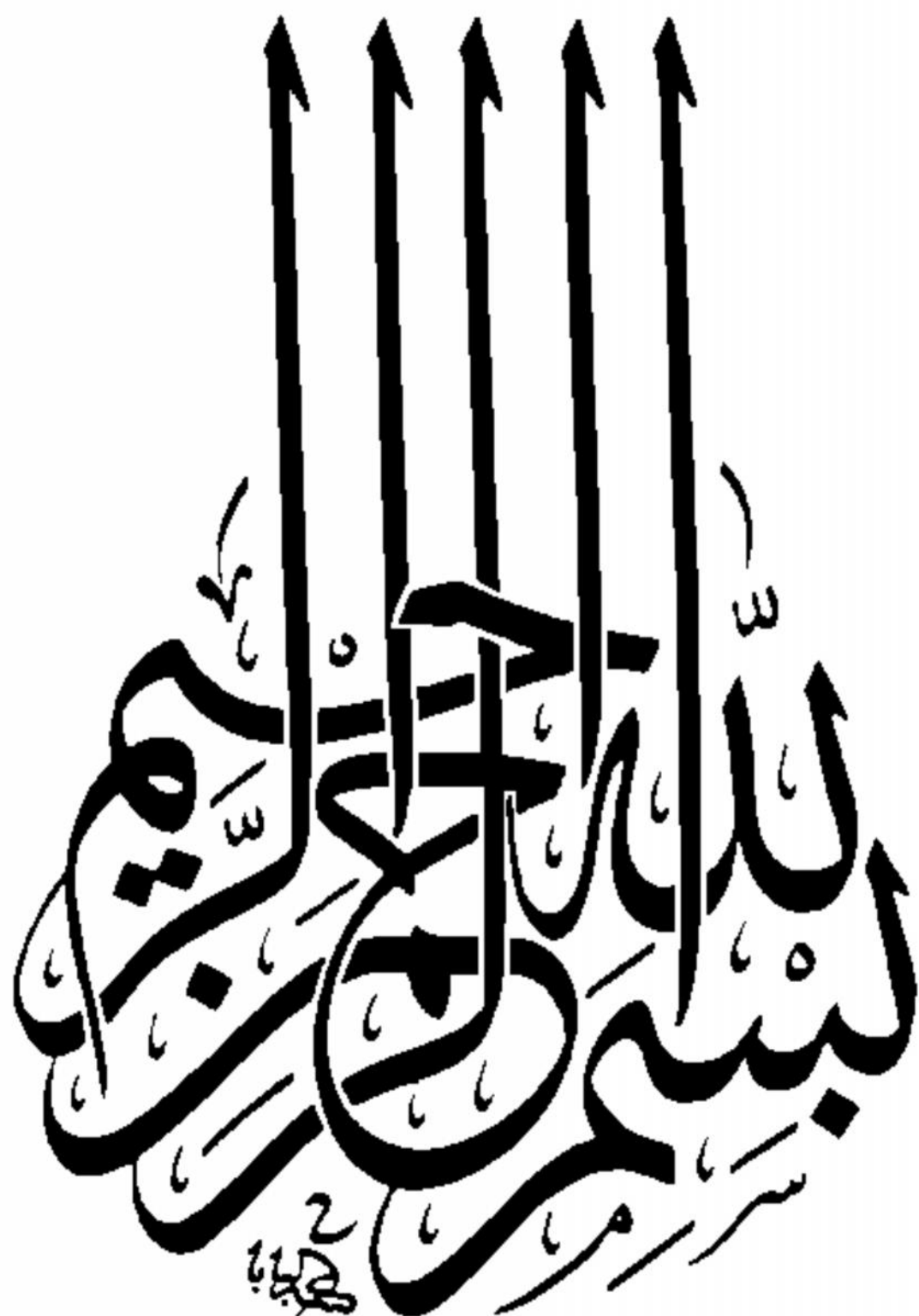
إشراف الأستاذ(ة):

بنون خير الدين

لجنة المناقشة

الصفة	الجامعة	اسم و لقب الأستاذ
رئيسا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف - ميله	
مناقشا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف - ميله	
مشرفا ومقررا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف - ميله	بنون خير الدين

السنة الجامعية: 2015/2014



شكر وعرفان

" رب اوزعني أن اشكر نعمتك التي أنعمت علي وعلى والدي وأن اعمل صالحا ترضاه وأدخلني برحمتك في عبادك الصالحين " النمل-19 -

أشكر الله عز و جل الذي نور عقلي بالعلم والمعرفة وأعاننا على أداء هذا الواجب ووفقنا في انجاز هذا العمل كما يسعدني أن أقدم وافر الشكر والامتنان إلى كل من ساهم في إنجاز هذه المذكرة.

أتقدم بالشكر إلى كل أساتذة معهد العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية، وعلوم التسيير

ونخص بالذكر: الأستاذة المشرفة "بنون خير الدين" الذي تكرم بقبوله الإشراف على عملي المتواضع هذا والذي لم يبخل بتوجيهاته ونصائحه القيمة التي كانت عوناً لي في إتمام هذا العمل.

كما أتقدم أيضاً بجزيل الشكر والعرفان إلى "لجنة المناقشة".

وأخيراً لا يفوتنا أن أتوجه بأعمق الشكر إلى كل من ساعدني من قريب أو من بعيد على إنجاز هذا العمل.

- بارك الله فيكم جميعاً -

إهداء

إلى أعر مأمك في هذه الدنيا، إلى التي وهبتني من قلبها ووقتها جمًا، إلى راحة
قلبي، إلى من وضعت الجنة تحت أقدامها أمي الحبيبة أطال الله في عمرها.

إلى الذي منحني من جهده وعنايته، إلى من اكتوى بلسعات الدنيا من أجلنا، إلى
مرشد يومعلمي أبي الحبيب أطال الله في عمره، "أسأل الله أن يحفظهما لي".
إليكم أهدي عملي هذا وأتمس حسن الجزاء.

إلى أعر ما وهبني الله إخوتي حفظهم الله".

إلى كل الأهل والأقارب وزملاء عملي من قريب أو من بعيد.

إلى أعر من لقاني به القدر وكان لي سندًا، إلى من شاركني بمناء هذا العمل خطيري
العزیز "هشام" وعائلته الكريمة، التي أتمنى لهم من كل قلبي حياة سعيدة.

إلى كل الصديقات وخاصة: ابتسام، كنزة، سارة، ياسمين.

إلى كل دفعة سنة ثانية ماستر

أسرة

ملخص:

في ظل التداعيات والآثار المتلاحقة والكبيرة لأزمة الرهن العقاري التي ضربت قلب النظام المالي العالمي أمريكا. لتنتقل بعد ذلك لبقية القطاعات الاقتصادية والدول وبدرجات متفاوتة، اقترح عدد من الحلول من بينها، الصكوك الإسلامية.

تبين هذه الدراسة ضرورة تبني النموذج المالي الإسلامي -الصكوك الإسلامية- من خلال إثبات عدم جدوى بدائل النظام المالي الوضعي. كونها تعمل على توفيرها ضمن إطار يجمع بين المصادقية الشرعية من خلال التزامها بضوابط المعاملات المالية الإسلامية، وتحقيقها الكفاءة الاقتصادية التي تجعلها مواكبة للمتغيرات اللاحقة.

الكلمات الرئيسية المفتاحية: (أزمة الرهن العقاري، الصكوك الإسلامية).

Abstract:

In the aftermath of the far reaching consequence of the sub-prime mortgage crisis that hit the heart of the international financial centre, the united states and subsequently affected in various degrees other economic sectors all over the globe, many solutions among these measures, Islamic sukuk

This study advocates the need to adopt a model of Islamic finance – Islamic sukuk – by showing the futility of alternatives’ of the Traditional financial system. Work on providing products that combine the credibility legitimacy which reflects the respecting of shariah rules, and the economic efficiency that makes them keeping up the successive event.

Key Word(s): the global financial crisis, sub-prime, Islamic sukuk

فهرس المحتويات

قائمة المحتويات

الصفحة	قائمة المحتويات
	البسملة
I	كلمة شكر
II	الإهداء
III	الملخص
V	فهرس المحتويات
XI	قائمة الجداول.....
XII	قائمة الأشكال.....
(أ - و)	المقدمة
أ	تمهيد.....
ب	إشكالية الدراسة.....
ب	فرضيات الدراسة.....
ب	أسباب اختيار الموضوع.....
ج	أهمية الدراسة.....
ج	أهداف الدراسة.....
ج	منهج الدراسة.....
(ج - د - هـ)	الدراسات السابقة.....
(هـ - و)	هيكل الدراسة.....
(2 - 40)	الفصل الأول: مدخل للتعريف بالصكوك المالية الإسلامية
02	تمهيد.....
03	المبحث الأول: ماهية الصكوك المالية الإسلامية
03	المطلب الأول: تعريف الصكوك المالية الإسلامية وأطرافها.....
03	الفرع الأول: تعريف الصكوك المالية الإسلامية.....
04	الفرع الثاني: أطراف عملية التصكيك.....
06	المطلب الثاني: الأهمية الاقتصادية للصكوك المالية الإسلامية.....
06	الفرع الأول: أهمية الصكوك الإسلامية بالنسبة للمصدر الأصلي.....
07	الفرع الثاني: أهمية الصكوك الإسلامية بالنسبة للمستثمرين.....

قائمة المحتويات

08	الفرع الثالث: أهمية الصكوك الإسلامية بالنسبة للاقتصاد الكلي.....
09	المطلب الثالث: خصائص الصكوك المالية الإسلامية وأهدافها.....
09	الفرع الأول: خصائص الصكوك المالية الإسلامية.....
11	الفرع الثاني: أهداف الصكوك المالية الإسلامية.....
13	المبحث الثاني: أنواع الصكوك المالية الإسلامية
13	المطلب الأول: الصكوك القائمة على عقود الشراكة.....
13	الفرع الأول: صكوك المضاربة.....
17	الفرع الثاني: صكوك المشاركة.....
20	الفرع الثالث: صكوك المزارعة.....
20	المطلب الثاني: الصكوك القائمة على عقود البيع.....
20	الفرع الأول: صكوك السلم.....
22	الفرع الثاني: صكوك الاستصناع.....
24	الفرع الثالث: صكوك المرابحة.....
25	المطلب الثالث: صكوك القائمة على الإجارة، صكوك الوكالة بالاستثمار
25	الفرع الأول: صكوك القائمة على الإجارة.....
29	الفرع الثاني: صكوك الوكالة بالاستثمار
31	المبحث الثالث: عمليات وضوابط إصدار وتداول الصكوك المالية الإسلامية
31	المطلب الأول: عمليات إصدار الصكوك.....
34	المطلب الثاني: ضوابط إصدار وتداول الصكوك الإسلامية.....
34	الفرع الأول: الضوابط العامة لإصدار الصكوك.....
35	الفرع الثاني: ضوابط تعامل أطراف هيكل الصكوك الإسلامية.....
37	المطلب الثالث: أحكام وضوابط تداول الصكوك الإسلامية
37	الفرع الأول: إذا كانت موجوداتها نقدا.....
37	الفرع الثاني: إذا كانت موجوداتها ديونا.....
38	الفرع الثالث: إذا كانت موجوداتها أعيانا أو منافع أو حقوق معنوية
40	خلاصة الفصل.....
(42-65)	الفصل الثاني: مدخل عام للأزمات المالية

قائمة المحتويات

42	تمهيد.....
43	المبحث الأول: ماهية الأزمات المالية
43	المطلب الأول: تعريف الأزمة المالية.....
44	المطلب الثاني: خصائص الأزمة المالية.....
45	المطلب الثالث: أنواع الأزمات المالية.....
47	المبحث الثاني: أعراض ومؤشرات الأزمة المالية، أسبابها، مراحلها
47	المطلب الأول: أعراض ومؤشرات الأزمة المالية.....
47	الفرع الأول: أعراض الأزمة المالية.....
48	الفرع الثاني: مؤشرات الأزمة المالية.....
50	المطلب الثاني: أسباب الأزمات المالية.....
53	المطلب الثالث: مراحل الأزمات المالية.....
56	المبحث الثالث: أهم الأزمات المالية
56	المطلب الأول: الأزمات المالية قديما (أزمة 1929).....
57	المطلب الثاني: الأزمات المالية الحديثة.....
57	الفرع الأول: أزمة 1987.....
59	الفرع الثاني: أزمة المكسيك (1994-1995).....
61	الفرع الثالث: الأزمة الآسيوية.....
65	خلاصة الفصل.....
(67-86)	الفصل الثالث: الأزمة المالية العالمية (أزمة الرهن العقاري)
67	تمهيد.....
68	المبحث الأول: أساسيات حول الأزمة المالية العالمية 2008
68	المطلب الأول: ماهية الأزمة المالية 2008.....
68	الفرع الأول: تعريف الأزمة المالية 2008.....
69	الفرع الثاني: نشأة الأزمة وجذورها.....
72	المطلب الثاني: الخصائص الرئيسية لأزمة الرهن العقاري وعواملها.....
72	الفرع الأول: خصائص أزمة الرهن العقاري.....
72	الفرع الثاني: العوامل التي جعلت الأزمة المالية الأمريكية أزمة عالمية.....

قائمة المحتويات

73	المطلب الثالث: أسباب الأزمة المالية 2008.....
77	المبحث الثاني: مراحل الأزمة المالية العالمية، آثارها، والجهود المبذولة لاحتوائها
77	المطلب الأول: مراحل الأزمة المالية 2008.....
79	المطلب الثاني: الآثار الناجمة عن الأزمة المالية 2008.....
80	المطلب الثالث: الجهود المبذولة لاحتواء الأزمة المالية 2008.....
82	المبحث الثالث: تقييم دور الصكوك المالية الإسلامية في معالجة الأزمة المالية 2008
82	المطلب الأول: دور الصكوك المالية الإسلامية في توفير السيولة وتمتين أخلاقيات الرقابة
82	الفرع الأول: دور الصكوك المالية الإسلامية في توفير السيولة.....
83	الفرع الثاني: دور الصكوك المالية الإسلامية في تمتين أخلاقيات الرقابة.....
83	المطلب الثاني: دور الصكوك المالية الإسلامية على إحداث التوازن بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المالي والرفع من كفاءة الأسواق المالية.....
83	الفرع الأول: دور الصكوك المالية الإسلامية على إحداث التوازن بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المالي.....
84	الفرع الثاني: دور الصكوك المالية الإسلامية في الرفع من كفاءة الأسواق المالية.....
85	المطلب الثالث: دور الصكوك الإسلامية في تمويل عجز الموازنة العامة والتحوط من المخاطرة.....
85	الفرع الأول: دور الصكوك الإسلامية في تمويل عجز الموازنة العامة.....
86	الفرع الثاني: دور الصكوك الإسلامية في التحوط من المخاطرة.....
87	خلاصة الفصل.....
(89-92)	خلاصة عامة
89	نتائج الدراسة.....
90	نتائج اختبار الفرضيات.....
91	التوصيات المقترحة.....
92	آفاق البحث.....
(94-102)	قائمة المراجع

قائمة المحتويات

94	المراجع باللغة العربية.....
102	المواقع الإلكترونية.....

قائمة الجداول
والأشكال

قائمة الجداول والأشكال

قائمة الجداول:

الرقم	العنوان	الصفحة
01	المؤشرات الاقتصادية التقليدية الدالة على وقوع الأزمات المالية	48
02	مؤشرات الإنذار المبكر	50

قائمة الجداول والأشكال

قائمة الأشكال:

الرقم	العنوان	الصفحة
01	هيكل صكوك المضاربة	15
02	هيكل صكوك المشاركة	18
03	مراحل دورة حياة الأزمة	54
04	ملكية المنازل ومعدل الرهون العقارية في الو.م.أ. للفترة 1971-2007.	70
05	سيرورة الأزمة المالية العالمية 2008	71
06	نسبة القروض الأقل جودة من إجمالي القروض العقارية في الولايات المتحدة ما بين (2001-2006)%	74
07	الانتقال من الفوائض المالية إلى الأزمة المالية	76

المقدمة

تمهيد:

شهد الاقتصاد العالمي بصفة عامة والأسواق المالية بصفة خاصة العديد من الاختلالات والاضطرابات أدت إلى حدوث أزمات مالية لم يشهد مثلها منذ أزمة الكساد سنة 1929 حيث ألقت هذه الأزمات بظلالها في العديد من دول العالم المتقدمة منها والنامية، مما أدى إلى انهيار الثقة في الأسواق المالية.

وكانت أزمة المالية العالمية 2008 التي تعرضت لها الولايات المتحدة الأمريكية أحد أهم هذه الأزمات ولم تكن وليدة يومها، بل كانت نتيجة سلسلة من الأحداث الاقتصادية التي عاشها العالم، إذ بلغ تأثيرها إلى مختلف دول العالم، وخصوصا الدول التي ترتبط اقتصادياتها بدرجة كبيرة بالاقتصاد الأمريكي، كدول أوروبا، اليابان، والصين، وبناء على هذا التفاقم للأزمة برزت الحاجة إلى التفكير في بدائل كفيلة لمعالجة مثل هذه الأزمات والتقلبات بعد عجز النظام الرأسمالي الذي يعتمد على أدوات مالية تقليدية ربوية.

لذا يتجه النظام الإسلامي ليكون بديل عن باقي الأنظمة التقليدية التي سادت وذلك بما يحتويه من منتجات وآليات وعلى رأسها الصكوك المالية الإسلامية التي تعمل على حفظ المال وتنميته واستثماره بأفضل وأكفأ الوسائل والأساليب المشروعة من أجل ذلك فقد وضع العديد من الضوابط الشرعية التي تكفل حسن إدارة المال واستثماره.

ولهذا سوف نبرز كفاءة ودور للصكوك المالية من خلال الخصائص المميزة لها في التخفيف من حدة التقلبات الاقتصادية وعلاج الأزمات المالية.

(1) طرح الإشكالية:

وعلى ضوء ما ذكر سابقا فإن الإشكالية الرئيسية التي تسعى هذه الدراسة إلى الإجابة عنها هي:
ما مدى كفاءة الصكوك المالية الإسلامية في معالجة أزمة الرهن العقاري لسنة 2008؟

- ❖ لدراسة هذه الإشكالية يمكن طرح التساؤلات التالية:
- ❖ ما ضوابط إصدار الصكوك المالية الإسلامية؟
- ❖ فيما يكمن السبب المشترك بين الأزمات المالية؟
- ❖ هل للصكوك المالية الإسلامية دور في معالجة وتجنب الأزمات المالية بصفة عامة وأزمة الرهن العقاري خاصة؟

(2) فرضيات الدراسة:

- ❖ وللإجابة على الإشكالية والتساؤلات المطروحة يمكن اقتراح الفرضيات التالية:
- ❖ يمكن أن تكون من ضوابط إصدار الصكوك خضوعها لأحكام تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية.
- ❖ يمكن اعتبار ارتفاع الدين المبالغ فيه والذي يشجعه الاقتصاد المالي من أهم أسباب الأزمات المالية.
- ❖ يمكن للصكوك المالية الإسلامية بأنواعها المختلفة أن تلعب دورا فعالا في العلاج والحد من الأزمات المالية بما تتوفر عليه من مصداقية وكفاءة ونجاعة توظيف الأموال.

(3) أسباب اختيار الموضوع:

- ❖ من دواعي اختيارنا لموضوع كفاءة الصكوك المالية الإسلامية في معالجة أزمة الرهن العقاري لسنة 2008، جملة من الأسباب نذكر منها:
- ❖ كون الموضوع يندرج ضمن مجال التخصص (مالية المؤسسة).
- ❖ مساهمتنا في إثراء المكتبة الجامعية بموضوع يدرس أهم أزمة عانى منها الاقتصاد العالمي.
- ❖ إحلال الأدوات المالية الربوية التقليدية، وضرورة اللجوء إلى أدوات مستمدة من الشرع بما تتوفر عليه من مصداقية وشفافية المعاملات مما يمنحها القدرة على مواجهة وتجنب مثل هذه الأزمات في المستقبل.

(4) أهمية الدراسة:

تستمد هذه الدراسة أهميتها من الإسهامات التي يتوقع إضافتها، وذلك من خلال إعداد حلول وتصميم أدوات مالية مشروعة لمعالجة الأزمة المالية العالمية، فهذه الدراسة التي تلقي الضوء على تنفيذ وممارسة التطبيق العملي للصكوك المالية الإسلامية، وتوفير بعض المعلومات لإغناء المعرفة عن هذه الأدوات ودورها في واقع البيئة المصرفية الإسلامية، وفتح آفاق جديدة للمزيد من الدراسات والأبحاث الهادفة لتشخيص هذه الأزمات والتصدي للتحديات التي تفرضها.

(5) أهداف الدراسة:

- يسعى موضوع هذه الدراسة لتحقيق أهداف عديدة منها:
- ❖ بيان أسس الصكوك الإسلامية وإبراز قدرتها على تحقيق الاستقرار المالي.
- ❖ تحليل مفهوم الأزمة المالية من خلال تبيان جوهرها.
- ❖ تبيان القدرة التي تمتلكها الصكوك الإسلامية في معالجة الأزمات المالية والتخفيف من حدتها بصفة عامة وأزمة الرهن العقاري بصفة خاصة.

(6) منهجية الدراسة :

- تعتمد منهجية الدراسة على الدراسة النظرية الوصفية التحليلية وذلك على النحو التالي:
- ❖ المنهج الوصفي: بحيث تم التطرق إلى الإطار النظري للأزمات والصكوك الإسلامية وضوابط إصدارها.
- ❖ المنهج التحليلي: وذلك عند التطرق إلى تحليل الأزمة المالية العالمية وتحليل دور الصكوك المالية الإسلامية في مواجهتها.

(7) الدراسات السابقة:

هناك العديد من الكتب والأبحاث والمقالات التي تطرقت للأزمة المالية العالمية 2008 منذ بدايتها حسب اطلاعنا، وفي حدود ما توفرت لدينا من معلومات ومراجع حول موضوع البحث، تمكنا من التوصل إلى بعض الدراسات التي أنجزت في مختلف الجامعات الجزائرية، تناولت موضوع الصكوك المالية الإسلامية وكفاءتها في علاج الأزمة المالية 2008.

ومن هذه الدراسات على سبيل المثال لا الحصر نذكر ما يلي:

- ❖ دراسة: (معطي الله خير الدين، شرياق رفيق) بعنوان: الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية، أصل الدراسة: بحث مقدم إلى الملتقى الدولي: حول مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي، جامعة قالمة، يومي 3 و4 ديسمبر 2012. تهدف هذه الدراسة إلى تبيان الدور

الذي يمكن أن تلعبه هذه الصكوك الإسلامية في توفير التمويل اللازم للحكومات والشركات، وبالتالي مساهمتها في تمويل وتحقيق التنمية الاقتصادية داخل الدول - خاصة الإسلامية منها - ومن نتائج الدراسة مايلي:

- تتنوع وتتعدد هياكل إصدار الصكوك الإسلامية من شأنه أن يوفر حلولاً متنوعة للشركات والحكومات الراغبة في الاستفادة من تقنية التصكيك الإسلامي.
- تنامي الوعي المالي من قبل المستثمرين المسلمين والغير المسلمين بأهمية الصكوك الإسلامية في تنوع محافظهم الاستثمارية.
- كثير من الدول والهيئات والمؤسسات غير الإسلامية هي الأخرى أصبحت الآن تلجأ إلى إصدار الصكوك التي تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية خاصة بعد الأزمة المالية 2008.
- * تم الاعتماد على هذه الدراسة في التعرف على أهمية الصكوك بالنسبة للمستثمرين، أنواع الصكوك المالية الإسلامية.

❖ دراسة: (موسى مبارك خالد، 2013/2012) بعنوان: **صيع التمويل الإسلامي كبديل للتمويل التقليدي في ظل الأزمة المالية العالمية**، أصل الدراسة: رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص تحليل إستراتيجي مالي جامعة 20 أوت 1955، سكيكدة. تهدف هذه الدراسة إلى معرفة مدى ملازمة الأزمات المالية لنظام التمويل التقليدي، الإطلاع على أساليب وصيع التمويل التي توفرها الشريعة الإسلامية ومقارنتها بطرق التمويل التقليدي. من بين أهم النتائج المتوصل إليها نذكر ما يلي:

- إن أهم سبب للأزمة المالية العالمية 2008 هو الإفراط في الإقراض، كما أنه يثبت العامل المشترك بين معظم الأزمات المالية.

- تتميز صيع التمويل الإسلامي بالارتباط الوثيق بين العملية التمويلية والنشاط الاقتصادي الحقيقي وهذا خلافاً لأساليب التمويل التقليدية.

- يدعم التمويل الإسلامي الاستقرار المالي من خلال دعم عناصره الأساسية.

- * تم الاعتماد على هذه الدراسة في التعرف على صيغة المشاركة، صكوك الاستصناع طويلة الأجل بيع المربحة للأمر بالشراء، التعرف على أزمة النقد الأجنبي، الأزمة المصرفية، أزمة 1987.

❖ دراسة: (ميلود بوعبيدة، 2004/2003) بحث سنة أولى ماجستير، بعنوان: **الأزمات المالية العالمية الأزمة الآسيوية وأزمة أمريكا اللاتينية**، فرع اقتصاد دولي، العولمة والمؤسسات الدولية، جامعة باتنة الجزائر. عالجت الدراسة إشكالية (الأزمات المالية وتأثيرها على آسيا وأمريكا اللاتينية) حيث تهدف هذه الدراسة إلى معرفة الجوانب السلبية لظاهرة العولمة المالية، دراسة الاتجاهات المفسرة للأزمة الآسيوية. من بين أهم النتائج المتوصل إليها نذكر ما يلي:

مقدمة عامة

• تتمثل أهم أسباب الأزمة الآسيوية وأزمة أمريكا اللاتينية في هشاشة الأنظمة المالية، والتوظيف السيء للموارد.

• كشفت الأزمة الآسيوية وأزمة أمريكا اللاتينية ضرورة إعادة تقييم إستراتيجية التنمية للدول الناشئة وإعادة النظر في هندسة التعاون الاقتصادي العالمي.

* تم الاعتماد على هذه الدراسة في التعرف على الأزمة المكسيكية، أسبابها المباشرة والأسباب المعقدة.

❖ دراسة: (شوقي جباري، أحمد طرطار) بعنوان: **فعالية الصكوك الإسلامية في معالجة الأزمة المالية العالمية**، مقال في مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، العدد الحالي سبتمبر 2014. تهدف هذه الدراسة إلى تبيان الدور الجديد الذي تتبوأه الأدوات المالية الإسلامية كونها مستمدة من مقاصد الشرع، وصدقية المعاملات، ومن نتائج هذه الدراسة نذكر مايلي:

• تعود جذور الأزمة المالية الراهنة إلى بداية القرن الجديد، حيث شهد حدوث أزمة فقاعات شركة الانترنت، متزامنة مع التزايد الكبير في حجم القروض العقارية الممنوحة برهونات ميسرة ومن غير ضمانات كافية.

• الصكوك الإسلامية عبارة عن وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في ملكية موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص.

• الصكوك المالية الإسلامية تحقق فعالية في معالجة الأزمة المالية 2008 من خلال: كونها أداة فاعلة في تجميع السيولة، تحقق التوازن بين الاقتصاد الحقيقي والمالي، أداة للتحوط من المخاطر.

تختلف هذه الدراسة عن الدراسات السابقة في كونها تحاول معالجة جوانب الموضوع على اعتبار أن كل الدراسات السابقة الذكر تهتم ببعض جزئيات الموضوع، حيث تكمن الإضافة التي تحتوي عليها هذه الدراسة في تقييم دور الصكوك المالية الإسلامية باعتبارها منتجات إسلامية تتوافق مع أحكام وضوابط الشريعة الإسلامية في معالجة الأزمات المالية وأزمة الرهن العقاري خاصة.

(8) هيكل الدراسة:

تعتمد خطة البحث عموماً على مقدمة وثلاث فصول وخاتمة:

المقدمة: تهتم بإبراز النواحي المنهجية المستخدمة في الدراسة من خلال تناول مشكلة وأهداف وأهمية الدراسة والمنهج المستخدم، كما تم التعرض إلى الدراسات السابقة التي تناولت دراسة إحدى جزئيات الموضوع، وأخيراً هيكل هذه الدراسة.

الفصل الأول: بعنوان مدخل للتعريف بالصكوك المالية الإسلامية تم التطرق فيه إلى تعريف الصكوك المالية الإسلامية، أطراف عملية التصكيك، أهميتها، خصائصها وأهدافها، بالإضافة إلى أنواعها، عمليات وضوابط إصدارها.

مقدمة عامة

الفصل الثاني: والذي جاء بعنوان مدخل عام للأزمات المالية، الذي تناولنا فيه مفهوم الأزمات المالية وخصائصها، أنواعها، أعراض ومؤشرات الأزمة، أسبابها ومراحلها.

الفصل الثالث: والذي جاء بعنوان أزمة الرهن العقاري، من خلاله تم التعرف على الأزمة المالية 2008 من حيث تعريفها ونشأتها، جذورها، خصائصها، أسبابها ومراحلها، وآثارها بالإضافة إلى الجهود المبذولة لاحتوائها، وأخيرا تقييم دور الصكوك الإسلامية في معالجة الأزمة المالية 2008.

خاتمة: تشمل على الخلاصة العامة، ونتائج اختبار فرضيات الدراسة، ونتائج الدراسة، والتوصيات المقترحة، آفاق الدراسة.

الفصل الأول:
مدخل للتعريف
بالصكوك المالية
الإسلامية

تمهيد:

تعتبر الصكوك المالية الإسلامية أداة تمويل داعمة للاقتصاد الإسلامي من خلال الحلول التي تقدمها له لمواجهة المشاكل والحاجات الاقتصادية التي تواجه المستثمرين والمنتجين وقد ساهمت في تطور العديد من المؤسسات الإسلامية كالمصارف والمؤسسات الوقفية، والعمل على تطويرها لتواكب تطور المعاملات المالية الحديثة وأنظمة التبادل الاقتصادي وحجم المخاطر المرتبطة بها، إذ تقوم فكرة الصكوك الإسلامية على المشاركة في تمويل مشروع أو عملية استثمارية متوسطة أو طويلة الأجل، وفقا لقاعدة "الغُنْم بالغُرْم"، المشاركة في الربح والخسارة .

ومن خلال هذا الفصل سنحاول التعرف على الصكوك المالية الإسلامية بشكل عام ولذلك ارتأينا تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث:

المبحث الأول: ماهية الصكوك المالية الإسلامية.

المبحث الثاني: أنواع الصكوك الإسلامية.

المبحث الثالث: عمليات وضوابط تداول الصكوك.

المبحث الأول: ماهية الصكوك المالية الإسلامية.

للصكوك أهمية في دعم عجلة الاقتصاد في الدول الإسلامية، لتصبح أداة من أدوات التمويل في المصارف الإسلامية على نطاق واسع، لذا سنتطرق في هذا المبحث إلى تعريف الصكوك أو التصكيك بالإضافة إلى أطراف هذه العملية، الأهمية الاقتصادية لعملية التصكيك، خصائص الصكوك الإسلامية.

المطلب الأول: تعريف الصكوك المالية الإسلامية وأطرافها.

الفرع الأول: تعريف الصكوك المالية الإسلامية.

قبل التطرق لمفهوم الصكوك الإسلامية لابد من التعرف على العملية التي تقوم عليها أساسا والمعروفة بالتصكيك ويطلق عليها البعض كذلك مصطلح التوريق الإسلامي.

تسمى عملية إصدار الصكوك الإسلامية بالتصكيك، وكان يطلق عليها في البداية أيضا مصطلح التوريق والتسنييد وهو النهج الذي مشى عليه المعيار الشرعي رقم 17 الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية وقد اصطلح الفقهاء تسمية عملية التوريق في الإطار الإسلامي بعملية التصكيك لسببين هما:

1 - كلمة التصكيك مشتقة من كلمة صكوك، وهي تمثل البديل الإسلامي لكلمة سندات والتي تعني ضمنا التعامل بأداة مالية قائمة على الديون والفائدة المحرمة.

2 - كلمة التوريق في الفكر المالي التقليدي قائمة بصفة أساسية على مكون الديون، من خلال تحويل تلك الديون إلى أوراق مالية قابلة للتداول في الأسواق المالية، وهو ما ينهى عنه الشرع في التبادل.¹ وقد ورد تعريف التصكيك في قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي بأنه: "إصدار وثائق أو شهادات مالية متساوية القيمة تمثل حصص شائعة في ملكية موجودات (أعيان، أو منافع، أو حقوق أو خليط من الأعيان والمنافع والديون) قائمة فعلا أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب ووفق عقد شرعي، وتأخذ أحكامه."²

التعريف الأول: الصكوك الإسلامية تعرف على أنها "تحويل مجموعة من الأصول المدرة للدخل غير سائلة إلى صكوك قابلة للتداول مضمونة بهذه الأصول ومن ثم بيعها في الأسواق المالية مع مراعاة ضوابط التداول."³

¹ سليمان ناصر، ربيعة بن زيد: "الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية ومدى إمكانية الاستفادة منها في الجزائر"، بحث مقدم إلى المؤتمر الإسلامي منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية يومي 5، 6 ماي 2014 جامعة ورقلة، ص3.

² عبد القادر زيتوني: "التصكيك الإسلامي ودوره في الرفع من كفاءة الأوعية المصرفية في تعبئة مدخرات القطاع العائلي في الجزائر"، مداخلة للملتقى الدولي الثاني: آليات ترشيد الصناعة المالية المصرفية، يومي 8-9 ديسمبر 2013، بجاية، ص14.

³ نوال بن عمارة: "الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية"، تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية- البحرين- مجلة الباحث، عدد 2011/09، جامعة ورقلة، ص254.

التعريف الثاني: هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية عرفت على أنها: "وثائق متساوية القيمة تمثل حصص شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص. وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله".¹

وبعد الاستثمار بصيغة الصكوك عند الحاجة إلى سيولة وبدعم السوق إصدار صكوك إيداع ذات آجال قصيرة لأغراض الاستثمارات العامة أو المخصصة لنشاط معين أو مشروع معين، وإصدار شهادات حكومية كبديل إسلامي لأذون وسندات الخزينة على أساس المشاركة في الربح والخسارة، وهذا يتيح شراء هذه الصكوك أو الشهادات عند توافر فائض السيولة وبيعها عند الحاجة.²

التعريف الثالث: تعرف الصكوك الإسلامية الحكومية على أنها: "شهادات مالية تصدرها جهات حكومية مختلفة (المستفيد من الصكوك) تمثلها أو تتوب عليها وزارة المالية، وتقوم على أساس شرعي".³

وانطلاقاً مما سبق يمكن اعتبار الصكوك الإسلامية على أنها "أوراق مالية متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أو نشاط استثماري مباح شرعاً، تصدر وفق صيغ التمويل الإسلامية مع الالتزام بالضوابط الشرعية.

الفرع الثاني: أطراف عملية التصكيك الإسلامي

تتضمن عملية التصكيك الإسلامي أطراف عدة، نبينها كالاتي:

أولاً: المنشئ (Originator) الجهة مالكة المشروع المنوي إقامة أو توسيعه، قد يكون المنشئ شركة أو فرداً أو حكومة أو مؤسسة مالية، وينوب عنه في تنظيم عملية الإصدار مؤسسة مالية بسيطة مقابل أجر أو عمولة تحددها نشرة الإصدار، ويقوم المنشئ باستخدام حصيلة الاكتتاب في مشروع معين وقد يقوم المنشئ بإدارة المشروع بنفسه، أو أن يوكل مدير استثمار بالقيام بذلك.

ثانياً: وكيل الإصدار أو المصدر (Issuer) وهو عادة مؤسسة مالية متخصصة SPV تقوم بتنظيم عملية الإصدار وإدارته وتقديم الصكوك للمستثمرين، وتكون العلاقة بين المنشئ ووكيل الإصدار على أساس عقد الوكالة بأجر.

¹ مفتاح صالح، رجال فطيمة: "واقع صناعة الصكوك الإسلامية في دول مجلس التعاون الخليجي"، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي: منتجات تطبيقات الابتكار والهندسة المالية يومي 5، 6 ماي 2014، جامعة بسكرة، ص2.

² شهاب أحمد سعيد العززي: "إدارة البنوك الإسلامية"، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2012، ص45.

³ أسامة عبد الحليم الجورية: "صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد"، شهادة ماجستير في الدراسات الإسلامية، معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية، 2009، ص25.

ثالثا مدير الاستثمار: ويمثل الجهة التي تتولى إدارة الاستثمار وتوجيهه وفقا للشروط المبينة في نشرة الإصدار، كما تتولى هذه الجهة إعداد الدراسات الاقتصادية اللازمة واختيار الصيغة والطريقة التي ستدار بهما أموال المستثمرين.

وتتحدد العلاقة بين مدير الاستثمار والمستثمرين (حملة الصكوك) على أساس المضاربة أو الوكالة. فإذا كانت على أساس عقد المضاربة، يكون مدير الاستثمار هو المضارب الذي يستحق نسبة شائعة من الربح الذي سيتحقق لاحقا نظير جهده، أما إذا كانت على أساس عقد الوكالة فيستحق الوكيل (مدير الاستثمار) أجرا معلوما، أو نسبة معلومة من رأس المال سواء تحقق الربح أم لا.

رابعا الأمين: وهو الطرف الذي يناط به مهمة حماية مصالح حملة الصكوك، والرقابة على أعمال شركة الإدارة ومدى التزامها بالشروط المنظمة لهذه العملية الاستثمارية المبينة في نشرة الإصدار، وقد يترافق وجود الأمين منذ الترتيبات الأولى لعملية التصكيك، وقد يعين لاحقا، وذلك وفقا للقوانين السارية والعرف المتعارف عليه، والأمين بوصفه وكيلًا عن حملة الصكوك فإن إنهاء خدماته تتم بإرادتهم بصفتهم الموكلين له.

خامسا مدير الإصدار: هو المؤسسة الوسيطة التي تنوب عن المكنتبين حملة صكوك الاستثمار في تنفيذ عقد الإصدار مقابل أجر.

سادسا متعهد الدفع: هو المؤسسة الوسيطة التي تتعهد بدفع حقوق حملة الصكوك بعد تحصيلها.¹

¹ زاهرة علي محمد بني عامر: "التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية"، رسالة مقدمة استكمالاً للحصول على درجة الماجستير، تخصص $\square\square\square\square$ المصارف الإسلامية، جامعة اليرموك، أيريد، الأردن، 2008 ص 84-85.

المطلب الثاني: الأهمية الاقتصادية للصكوك المالية الإسلامية.

توفر الصكوك الإسلامية (عملية التصكيك) العديد من المزايا لمختلف المتعاملين في مجالها من مصدريين أصليين ومستثمرين إضافة إلى ما تحققه من مزايا لأسواق الأوراق المالية والاقتصاد الوطني ككل، وهذا نستعرضه فيما يلي:

الفرع الأول: أهمية الصكوك الإسلامية بالنسبة للمصدر الأصلي

تطرقنا بأن المصدر الأصلي للصكوك قد يكون من القطاع الخاص كالبنوك وشركات المساهمة أو من القطاع العام أو القطاع الخيري وتحقق الصكوك لهذه الأطراف مجموعة من المزايا منها:

أولاً: تساعد عمليات التصكيك في الموازنة بين مصادر الأموال واستخدامها بما يسهم في تقليل مخاطر عدم التماثل بين آجال الموارد واستخداماتها.

ثانياً: يضاعف التصكيك من قدرة المنشآت على إنشاء الأموال أي تحريرها لتأمين السيولة اللازمة لتمويل احتياجاتها المختلفة، بالإضافة لتنويع مصادر التمويل متعددة الآجال والمكملة للمصادر التقليدية وبالذات للمنشآت التي لا تستطيع الوصول مباشرة لسوق المال.

ثالثاً: يساعد التصكيك في تحسين نسبة كفاية رأس المال لأنه عبارة عن عمليات خارج الميزان.

رابعاً: يتيح التصكيك للمصارف وسائر المؤسسات المالية والغير المالية الأخرى إمكانية منح التمويل والتسهيلات ثم تحريكها واستبعادها من ميزانياتها العمومية خلال فترة قصيرة، وبالتالي فإنه يغنيها عن تكوين مخصصات للديون المشكوك في تحصيلها.

خامساً: يعتبر التصكيك وسيلة جيدة لإدارة المخاطر الائتمانية بالبنوك والمؤسسات المختلفة وذلك بسبب أن الأصل محل التصكيك مخاطرة محددة بينما تكون المخاطر أكبر، بالنسبة لنفس الأصل إذا كان موجوداً ضمن خارطة أصول المنشأة كلها.

سادساً: يزيد التصكيك من قدرة المنشأة على زيادة نشاطها دون الحاجة إلى زيادة رأسمالها.

سابعاً: يساعد التصكيك في تحسين ربحية المؤسسات المالية والشركات ومركزها المالي، وذلك لأن عمليات التصكيك تعتبر عمليات خارج الميزانية ولا تحتاج لتكلفة في تمويلها وإدارتها كما أنه يؤدي إلى تحسين النسب المالية للمصدر.¹

¹ فتح الرحمان علي محمد الصالح: "إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية بالإشارة للحالة السودانية"، بحث مقدم إلى ملتقى الخرطوم بعنوان: التحول وإدارة المخاطر في المؤسسات المالية الإسلامية النسخة الرابعة، 5 - 6 أبريل، 2012، ص 07.

الفرع الثاني: أهمية الصكوك الإسلامية بالنسبة للمستثمرين

تتمثل أهمية الصكوك (التصكيك) من وجهة نظر المستثمرين في النقاط التالية:
أولاً: يتيح التصكيك أداة قليلة التكلفة مقارنة بالاقتراض المصرفي وذلك بسبب قلة الوسطاء والمخاطر المرتبطة بالورقة المالية المصدرة.

ثانياً: تتميز أداة التصكيك بأنها غير مرتبطة بالتصنيف الائتماني للمصدر، حيث تتمتع الأوراق المالية المصدرة بموجب عمليات التصكيك بصفة عامة، بتصنيف ائتماني عالي نتيجة دعمها بتدفقات مالية محددة عبر هياكل داخلية معروفة بدقة بالإضافة للمساندة الخارجية بفعل خدمات التحسين الائتماني وهذا وقد لا يتوفر للسندات المصدرة بواسطة مؤسسات الأعمال الأخرى، بالإضافة إلى أن مبدأ البيع الفعلي للأصل من المنشأة Originator إلى الشركة ذات الغرض الخاص SPV في هيكل عملية التصكيك يتضمن أن المنشأة المصككة ليس لها قانونياً في الرجوع لاستخدام التدفقات النقدية المتوقعة للأصل محل التصكيك.

ثالثاً: تعطي الصكوك الإسلامية عوائد أعلى مقارنة ببقية الاستثمارات المالية الأخرى (الأوراق المالية الحكومية والسندات ذات الآجال المتقاربة).

رابعاً: للصكوك الإسلامية تدفقات مالية يمكن التنبؤ به.

خامساً: توفير عمليات التصكيك فرص استثمارية متنوعة للأفراد والمؤسسات والحكومات بصورة تمكنهم من إدارة سيولتهم بصورة مربحة.¹

سادساً: تقدم الصكوك قناة جيدة للمستثمرين الراغبين في استثمار فوائض أموالهم ويرغبون في الوقت ذاته أن يستردوا أموالهم بسهولة عند الحاجة إليها. لأن هذه الصكوك من المقترض أن تكون متداولة في السوق الثانوية، فعندما يحتاج المستثمر إلى أمواله المستثمرة أو جزء منها يتمكن من بيع ما يملكه من صكوك أو جزء منها، ويحصل على ثمنها الذي يمثل الأصل والربح جميعاً، إن كان المشروع حقق ربحاً طبعاً.

سابعاً: للصكوك الإسلامية دورة في إدارة مخاطر المؤسسات المالية الإسلامية، إن اختلاف طبيعة عمل المصارف الإسلامية ومخاطرها عن المصارف التقليدية يتطلب منها إيجاد أدوات للتحوط ضد تلك المخاطر تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية وتلاءم طبيعة عمل تلك المصارف، وعليه تكون الصكوك الإسلامية من أهم الأدوات الملائمة للتحوط ضد مخاطر المصارف الإسلامية. وذلك لما تنتجه من

¹ فتح الرحمن علي محمد الصالح: مرجع سبق ذكره، ص 08.

إمكانية تنويع الاستثمارات، مما يعني تنويع المخاطر، بالإضافة إلى ذلك تسمح تلك الصكوك بتشكيل حافظة استثمارية تتناسب ورغبات المستثمرين.¹

الفرع الثالث: أهمية الصكوك الإسلامية بالنسبة للاقتصاد الكلي

وتتمثل أهمية الصكوك بالنسبة من وجهة نظر الاقتصاد الكلي في النقاط التالية:
أولاً: تزيد عمليات التصكيك من درجة تعميق السوق المالية بالبلاد (وجود عدة بدائل للمستثمرين من الأوراق المالية).

ثانياً: تساعد عمليات التصكيك في نمو الناتج المحلي GDP دون الحاجة إلى استثمارات إضافية.

ثالثاً: تساعد عمليات التصكيك في تقليل درجة سيطرة الجهاز المصرفي كمزود وحيد للتمويل.

رابعاً: إن انتشار صناعة التصكيك من شأنها أن يوفر مساحة لقيام المؤسسات، تزود هذه الصناعة بالمدخلات الأساسية لها وبالتالي تقوي بنيتها التحتية، ومن هذه المؤسسات قيام الشركات ذات الطبيعة الخاصة SPV، وكالات التصنيف Raring Agency خدمات المحاسبة والمراجعة والرقابة الشرعية بالإضافة إلى خدمات بنوك الاستثمار وغيرها من الجهات ذات الصلة بنشاط التصكيك.

خامساً: مساهمة التغيرات الدولية الحاصلة في سوق التمويل بغرض إرضاء المستثمر المحلي بدلا عن انتقاله لاستهلاك هذه الخدمات في الخارج وتأثير ذلك على ميزان العمليات الرأسمالية.

سادساً: إتاحة فرص هائلة لسد العجز في موازنة الدولة الاتحادية أو الولائية بتوفيره لموارد حقيقية غير مؤثرة سلباً على المستوى العام للأسعار، وبالتالي تمكينها من تمويل مشروعات التنمية الأساسية بصورة غير مكلفة.

سابعاً: من شأن عمليات التصكيك أن تبرر تبني الدول لسياسات نقدية أقل تقييدا للاتئمان بسبب حقيقة مصادر تمويلها وبالتالي فإن السياسات التوسعية تعطي ثقة أكبر في مناخ الاستثمار بالبلاد.

ثامناً: من شأن الاستخدام المكثف لعمليات التصكيك وضع أسس البنية التحتية لجعل الاقتصاد المعين مركزاً مالياً مرموقاً وبأدوات أكثر جاذبية.²

¹ معطي الله خير الدين، شرياق رفيق: "الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية"، بحث مقدم إلى الملتقى الدولي: حول مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي، جامعة قلمة، يومي 3 و 4 ديسمبر 2012، ص 249.

² فتح الرحمان علي محمد الصالح: مرجع سابق، ص ص 8-9.

المطلب الثالث: خصائص الصكوك المالية الإسلامية وأهدافها

الفرع الأول: خصائص الصكوك:

الخصيصة الأولى "الصكوك خالية من الربا":

حرم الإسلام الربا وتوعد المرابين بالحرب فقال سبحانه وتعالى: "يأيها الذين آمنوا اتقوا الله وذروا ما بقي من الربا إن كنتم مؤمنين" فإن لم تفعلوا فأذنوا بحرب من الله ورسوله" البقرة 278-279. وعن جابر رضي الله عنه قال: "لعن رسول الله - ص - آكل الربا وموكله وكاتبه وشاهديه وقال هم سواء" وما هذا الوعيد والتهديد من الله ورسوله للمتعاملين بالربا إلا بسبب آثار اجتماعية واقتصادية ضارة بالفرد والمجتمع، وقد كان الربا أحد أهم أسباب الأزمة المالية العالمية التي حدثت في أواخر عام 2008 حيث ارتبطت بواذر الأزمة بالارتفاع المتوالي لسعر الفائدة الربوية من جانب الاحتياطي الفدرالي الأمريكي منذ عام 2004 وهو ما شكل زيادة في أعباء القروض العقارية من حيث خدماتها وسداد أقساطها، وتفاقمت الأزمة بحلول 2008، حيث توقف عدد كبير من المقترضين عن سداد الأقساط المالية المستحقة عليهم.

وقد تنبه اقتصاديون غربيون منذ العقود من الزمن إلى الآثار السلبية للربا وحذروا من نتائجها الكارثية على الاقتصاد على المدى الطويل، فمنذ عقدين من الزمن تطرق (موريس آلي) إلى الأزمة الهيكلية التي يشهدها الاقتصاد العالمي معتبرا أن الوضع على حافة بركان ومهدد بالانهيار تحت وطأة الأزمة المضاعفة (المديونية والبطالة).

واقترح للخروج من الأزمة وإعادة التوازن شرطين هما:

1- تعديل معدل الفائدة إلى حدود الصفر.

2- مراجعة معدل الضريبة إلى معدل 2 %.

وهو ما يتطابق تماما مع إلغاء الربا ويساوي تقريبا نسبة الزكاة في النظام الرأسمالي، وصكوك الاستثمار كأداة مالية منضبطة بضوابط الشرع لا تقوم على الاقتصاد الورقي المتمثل بالربا المحرم، بل هي استثمار إنتاجي وتنمية حقيقية تساهم في قيام المال بدورته الكاملة، الأمر الذي يساهم في الحد من التضخم وارتفاع الأسعار الذي يسببه الربا.¹

الخصيصة الثانية "الصكوك لا تخلق الائتمان ولا تساعد عليه":

لقد كرهت الشريعة الإسلامية الدين واعتبرته عبئا على صاحبه، حيث كان رسول الله - ص - يتعود من الدين في دعائه المشهور فيما يرويّه عبد الله بن عمرو بن العاص ب: أن رسول الله - ص - كان يدعو بهؤلاء الكلمات "اللهم إني أعوذ بك من غلبة الدين وغلبة العدو وشماتة الأعداء" والنبى - ص - لا يتعوذ

¹ أسامة عبد الحليم الجورية: مرجع سبق ذكره، ص 28-29.

إلا من خطر عظيم، وقد بين -ص- النتائج الاجتماعية للدين بقوله: "إن الرجل إذا غرم حدث فكذب، ووعد فأخلف".

وأكثر المؤسسات المالية من التعامل بالدين، فانتشرت ثقافة الاستهلاك وعجز الناس عن السداد مما يشكل سببا من أهم أسباب الأزمة المالية 2008، فقد أكثرت الحكومة الأمريكية من إصدار سندات الخزينة التي تقوم على الربا، فارتفع الدين الحكومي العام في الولايات المتحدة الأمريكية، مما يعطي مؤشرا خطيرا على مسار الاقتصاد الأمريكي وبشكل عبي كبير على مستقبل اقتصادها. ضمن المدى المنظور.

أما صكوك الاستثمار فهي منضبطة بضوابط الشرع وفق الأسس التالية:

- 1- لا تقوم الصكوك على فلسفة الدين بل على فلسفة الاستثمار.
- 2- حجت ضوابط صكوك الاستثمار التعامل بالدين إلى حدوده الدنيا تقاديا للمخاطرة الكبيرة على التنمية والاقتصاد.
- 3- منع تداول أنواع الصكوك التي تدخل الديون في بنيتها، حيث نص معيار الصكوك على ما يلي:
✓ يجوز تداول صكوك السلم.

✓ لا يجوز تداول صكوك المربحة بعد تسليم بضاعة المربحة للمشتري، أما بعد شراء البضاعة وقبل بيعها للمشتري فيجوز التداول (لأنها ليست ديونا).

✓ لا يجوز تداول صكوك الاستصناع إلا إذا تحولت النقود إلى أعيان مملوكة لحملة الصكوك.

✓ لا يجوز تداول صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة بالذمة قبل تعيين العين التي تستوفي منها المنفعة إلا بمراعاة ضوابط التصرف بالديون.¹

الخصيصة الثالثة "تمثل ملكية حصة شائعة في الأصل":

فهي تمثل ملكية حاملها أو مالکها حصصا شائعة في أصول لها دخل، سواء كانت أعيانا أو منافع أو خدمات أو خليط منها أو من الحقوق المعنوية، وهي لا تمثل ديناً في ذمة مصدرها، وهذا ما يميزها عن السندات.

الخصيصة الرابعة "لها قيمة اسمية محددة".

أي تصدر بقيمة اسمية محددة يحددها القانون، وموضحة في نشرة الإصدار.

الخصيصة الخامسة "تصدر بفئات متساوية القيمة":

بهدف تسهيل شرائها وتداولها بين الجمهور من خلال الأسواق المالية.

¹ أسامة عبد الحليم الجورية: مرجع سابق، ص 29 - 32.

الخصيصة السادسة "قابلية للتداول من حيث المبدأ":

هناك أنواع من الصكوك قابلة للتداول، مثل صكوك المضاربة، صكوك المشاركة، صكوك الإجارة وأنواع غير قابلة للتداول، مثل صكوك البيوع، علماً أنه يمكن تداولها في لحظة معينة وتحديداً عندما تمثل الصكوك بضاعة أما عندما تتحول إلى دين في ذمة الغير فلا يصح تداولها.

الخصيصة السابعة "عدم قبول التجزئة":

بمعنى أن الصك لا يجزأ في مواجهة الشركة، وفي حالة أيلولة الصك الواحد لشخصين أو أكثر بسبب الإرث أو نحوه. فإنه لا بد من الاتفاق على أن يمثلهم أمام الشركة شخص واحد.

الخصيصة الثامنة "استحقاق الربح وتحمل الخسارة":

بمعنى أن مالك الصك يشارك في غنمه حسب الاتفاق المبين في نشرة الإصدار ويتحمل غرمه بنسبة ما يملكه من الصكوك.

الخصيصة التاسعة "تحمل أعباء الملكية":

يتحمل حامل الصك الأعباء والتبعات المترتبة على ملكيته للأصول المتمثلة بالصك، سواء كانت مصاريف استثمارية أو انخفاض في القيمة.

الخصيصة العاشرة "تصدر على أساس عقد شرعي":

أي تصدر على أساس عقد من العقود المشروعة، التي تختلف أحكامه تبعاً لاختلاف أحكام العقود الشرعية التي تمثلها.¹

الفرع الثاني: أهدافها

هناك مجموعة دوافع لعملية التصكيك تعود على المؤسسات أهمها:

الدافع الأول: زيادة السيولة

حيث توفر السيولة لمالكي الأصول خاصة التي لا يوجد لها سوق نشطة لبيعها أو آجال استحقاقها بعيدة.

الدافع الثاني: تنويع مصادر التمويل

أي توسيع قاعدة المستثمرين بهدف تجميع رؤوس الأموال اللازمة لتمويل التوسع في نشاط لغرض الحصول على أصول جديدة، كما تعمل على الموائمة بين آجال الأصول والالتزامات للحد من المخاطر.

¹ زياد الدماغ: "دور الصكوك الإسلامية في دعم الموازنة العامة من منظور إسلامي"، ورقة بحثية 3: International conference on Islamic banking and finance: cross border practices and litigations(15-16 June 2010).

الدافع الثالث: تقليل مخاطر الائتمان

فمن المعلوم أن المنشأة التي تريد تصكيك بعض أصولها لا تكون مسؤولة عن الوفاء بها لحملة الصكوك لأن التصكيك هي عملية بيع حقيقي للأصول إلى المنشأة المتخصصة، ومن ثم بيع حقيقي إلى حملة الصكوك، وبذلك تكون نقلت مخاطر الائتمان إلى الغير.

الدافع الرابع: الدمج بين أسواق الائتمان و أسواق رأس المال

أن عملية التصكيك تؤدي إلى تنشيط سوق الائتمان وسوق رأس المال.

الدافع الخامس يعتبر مصدر تمويلي من خارج الميزانية:

فمن المعلوم أن عملية التصكيك أصول المنشأة المنشئ سوف يخفي رصيد الأصول من الميزانية العمومية، لأنه تم بيع الأصول إلى الشركة المتخصصة، ويحل محلها (في ميزانية المنشأة المنشئ) ثمنها التي تدفعه إليه الشركة المتخصصة وفي نفس الوقت ينخفض قيمة مجمع الاستهلاك وبالتالي ترتفع قيمة الأصول في ميزانية المنشأة ، وهذا يزيد من قيمة معدل كفاية رأس المال هذا من ناحية ومن ناحية أخرى أن أي منشأة لديها ديون على الغير تستقطع من إيراداتها نسبة معينة لتكوين ما يسمى مخصص الديون المشكوك في تحصيلها، وهذا بدوره يقلل من صافي الأرباح للمنشأة عامة، ولكن عندما يتم استخدام التصكيك سوف يلغي رصيد المخصص ويرد إلى الإيرادات، وبالتالي لا يظهر في الميزانية لأن الأصول الخاضعة لذلك ثم بيعها أساساً.¹

¹ أبوغدة: "مخاطر الصكوك الإسلامية"، بحث مقدم إلى مؤتمر إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية عمان، 2004، ص 5-8.

المبحث الثاني: أنواع الصكوك الإسلامية.

تتعدد الصكوك الإسلامية باختلاف آليات إصدارها وخطوات هذه العملية التي تتم وفق صيغ التمويل الإسلامية، إذ تتنوع الصكوك الاستثمارية الإسلامية إلى أنواع عديدة وفقاً لعدة اعتبارات: فبحسب آجالها تنقسم إلى صكوك قصيرة الأجل لمدة ثلاثة أشهر أو ستة أو سنة (وتسمى أيضاً بشهادات الإيداع أو الاستثمار، وصكوك متوسطة وأخرى طويلة الأجل). وتتنوع بحسب صيغتها إلى صكوك مضاربة، إجارة، مشاركة، سلم، إستصناع، متاجرة، أسهم القرض الحسن. وبحسب مدتها تنقسم إلى صكوك ذات أجل محدد، صكوك دائمة، صكوك متناقصة وصكوك متزايدة. وتنقسم بحسب التخصص إلى صكوك خاصة تصدر لتمويل مشروع معين، وصكوك عامة توزع حصيلتها على جميع الاستثمارات التي يقوم بها المصرف (أو الجهة المصدرة). كما يمكن تقسيم الصكوك حسب الجهة المصدرة إلى صكوك حكومية، صكوك الشركات، صكوك البنوك. وبالرغم من تنوع وتعدد الصكوك الإسلامية إلا أننا سوف نهتم بالصكوك الأكثر انتشاراً واشتجاراً حيث يمكن تصنيفها إلى صكوك قابلة للتداول وأخرى غير قابلة للتداول.¹

المطلب الأول: الصكوك القائمة على عقود الشراكة.

الفرع الأول: صكوك المضاربة (المقارضة)

أولاً: تعريفها

هي أداة مالية إسلامية تم تطويرها في الواقع العملي، وتعني عقد بين طرفين (الحكومة ومن ينوب عنها كمضارب) والمستثمرين (رب المال) يقدم المستثمرين رأس مال للحكومة والتي بدورها تقوم بتوظيفه في مشروع متفق عليه على أن يتم تقسيم الأرباح المحققة وفقاً لنسب معينة أما الخسائر فيتحملها أصحاب المال إذا لم تقصر الحكومة أو تهمل (أقرها مجمع الفقه الإسلامي في مؤتمر المقام في شهر سبتمبر 1998)، وتتميز بأنها تناسب صكوك المضاربة المشاريع المدرة للدخل مثل محطات الطاقة الكهربائية والموانئ والمطارات وغيرها ويمكن للدولة أن تشتري نصيب حملة الصكوك بالترج وفق برنامج محدد، أكثر فعالية من حيث تخصيص الموارد ولا يترتب على الدولة التزامات ثابتة تجاه الممولين لأنها تقوم على مبدأ المساهمة في الربح والخسارة.²

وقد عرفت هيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية في معيارها (17): بأنها وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في إنشاء المشروع، أو تطوير مشروع قائم، أو تمويل نشاط

¹ معطى الله خير الدين، شرياق رفيق: مرجع سبق ذكره، ص 238.

² محسن أبو عوض: "الصكوك الإسلامية ومخاطرها"، مجلة الدراسات المالية والمصرفية - آليات ومتطلبات إصدار الصكوك الإسلامية - الأوراق العلمية، العدد الأول، 2013، ص 34.

ويصبح المشروع أو موجودات النشاط ملك لحملة الصكوك في حدود حصصهم، وتدار الصكوك على أساس المضاربة الشرعية بتعيين مضارب من الشركاء أو غيرهم لإدارتها.¹

يتم بيان سنة الأرباح لكل طرف في نشرة الإصدار، قابلة للتداول في أسواق رأس المال، ويمكن عمل ترتيبات معينة لضمان هذه الصكوك من قبل طرف ثالث وذلك لتوفير الاطمئنان للمستثمرين ويمكن للحكومة شراء الصكوك واسترداد حصة رب المال، ويمكن إصدار هذه الصكوك لتشمل كافة القطاعات الزراعية والصناعية والخدمية والعقارية وغيرها، وتتميز بسهولة الرقابة عليها من الجهات المستفيدة من التمويل لارتباطها بموجودات عينية.

وتتم آلية صكوك المضاربة الحكومية على ثلاث أطراف:

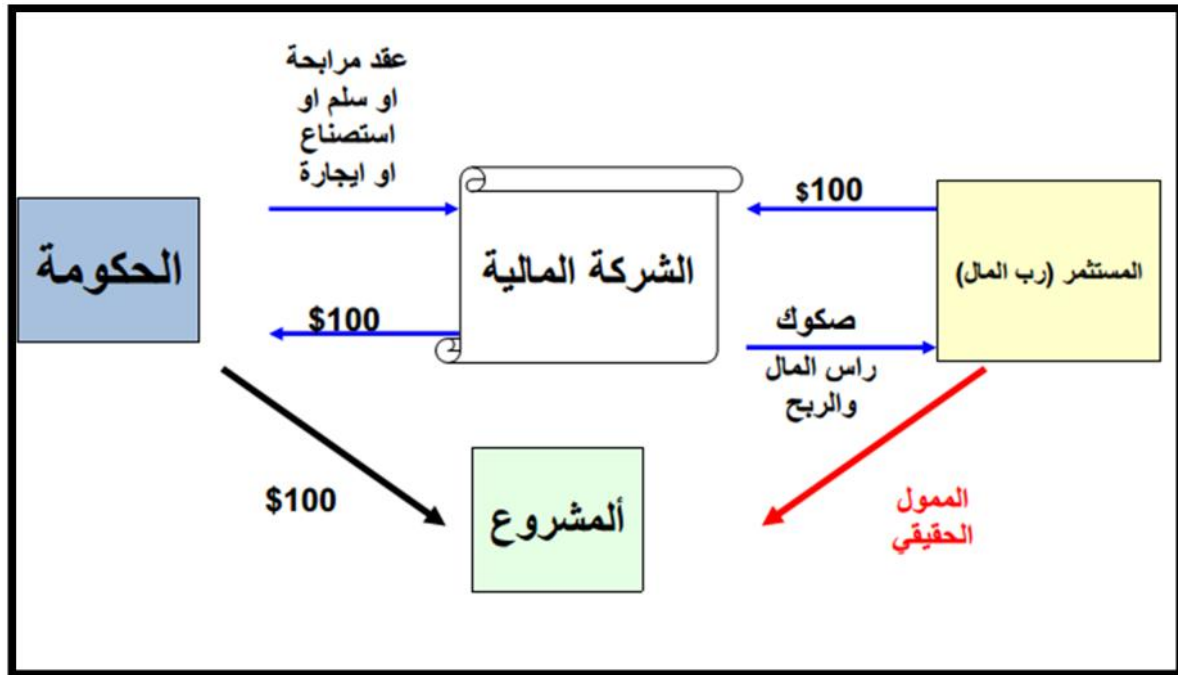
- المستثمرون (أرباب المال).
 - شركة خدمات مالية تنشئها الدولة كذمة مالية مستقلة (المضارب) أو مؤسسة مالية (بنك إسلامي قائم أو بنك استثماري تعينه الدولة لإدارة الإصدار (المضارب).
 - وزارة المالية (الجهة طالبة التمويل).
 - تقوم العلاقة بين المستثمرين والشركة على أساس عقد المضاربة الشرعي وبين الشركة ووزارة المالية على عقود الإجارة والمرايحة والإستصناع والسلم بحسب المشروع الممول.²
- وتمتاز هذه الصكوك ب:³
- ✓ تعتبر أداة مناسبة لاسترداد المال قائمة على تقسيم رأس المال المضاربة إلى حصص متساوية تسجل بأسماء مالكيها لتمويل مشروع استثماري معروف بوضوح في نشرة الإصدار.
 - ✓ تمثل صكوك المضاربة حصصاً شائعة في رأس مال المضاربة تتيح لحاملها فرصة الحصول على أرباح المشروع (إن وجدت)، وبصورة غير محددة وبحسب مساهمات حملة الصكوك المختلفة.
 - ✓ قابلة للتداول طالما هي تمثل محلاً لأصل معروف يعمل في نشاط معلوم غير مناف للمشروع.

¹ المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية: "المعيار (17) صكوك الاستثمار"، المنامة، البحرين، 2010 ص239.

² محسن أبو عوض: مرجع سبق ذكره، ص34.

³ بن ثابت علي، فتني مايا: "التجربة السودانية والأردنية في التمويل بالصكوك الإسلامية والدروس المستفادة: الجزائر نموذجاً"، الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية حول آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير بعنابة-الجزائر - يومي 8-9 ديسمبر 2013، ص ص5-6.

الشكل رقم (01): هيكل صكوك المضاربة.



المصدر: بن ثابت علي، فتني مايا: مرجع سبق ذكره، ص6.

ثانياً أنواع صكوك المضاربة: هناك صور متنوعة لصكوك المضاربة منها مايلي:

أ- صكوك المضاربة المقيدة: يحكم هذه الصكوك عقد المضاربة المقيدة، وفيها تنقيد جهة الإصدار بالاستثمار في مشروع أو نشاط معين (صناعياً كان أم زراعياً أم تجارياً)، حيث يتم إصدار هذا النوع من الصكوك من قبل جهة الإصدار واستخدام حصيلتها في مجالات وأنشطة محددة ومعينة ويتم تحديد مدة الصك طبقاً لعمر المشروع، ولا يجوز لجهة الإصدار مخالفة تلك القيود وإلا أصبحت متعدية ومن ثم ضامنة.¹

ويتم توزيع جزء من العائد تحت الحساب كل ثلاث أشهر أو ستة أشهر، على أن تتم التسوية النهائية عند انتهاء العمل من المشروع، وتحصل جهة الإصدار أو الوسيط المالي على جزء من الأرباح مقابل الإدارة تحدد نسبته مقدماً في الصك.²

¹ ربيعة بن زيد: "الصكوك الإسلامية وإدارة مخاطرها"، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعة ورقلة، 2011-2012، ص55.

² عبد الحليم الجورية: مرجع سبق ذكره، ص103.

ويمكن إصدار نوعين من صكوك المضاربة المقيدة هما:

• **صكوك المضاربة المقيدة بمشروع معين (عملية معينة):** وهي صكوك تعطي لمالكها الحق في المشاركة الموقوتة لتأسيس أو تمويل مشروع معين أو عملية معينة والمشاركة في العائد المتولد منه وتحمل النتائج إيجابا وسلبا، كإنشاء مشروع سكني أو استصلاح مساحة أرض معينة بقصد بيعها وذلك من خلال تخصيص الموارد المتجمعة من المضاربة التي تنشأ لهذا الغرض.

• **صكوك المضاربة المقيدة بمجال معين:** وهي صكوك تعطي لمالكها الحق في المشاركة في العائد المتولد عن تشغيل الأموال في نشاط استثماري معين، كنشاط المقاولات أو نشاط الثروة الحيوانية وتستخدم حصيلة هذه الصكوك في أوجه التوظيف المختلفة داخل مجال النشاط المعين الذي تقوم به الشركة وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية، وهي المضاربة أو المشاركة أو الإجارة أو المrabحة.

ب- صكوك المضاربة المطلقة: يحكم هذا النوع من الصكوك عقد المضاربة المطلقة، ويعد هذا النوع من أحد أدوات الادخار الإسلامية من جهة، ومن جهة أخرى هي صكوك محددة المدة تصدرها الشركات التي ترغب في الحصول على الأموال لاستثمارها ودون تحديد نوع النشاط أو المشروع، وتعطي لحاملها الحق في الحصول على نسبة شائعة من الأرباح الناتجة عن الاستثمارات المختلفة للشركة طبقا لقاعدة الصندوق العام للتمويل والاستثمار حيث أن في هذا النوع من الصكوك تكون جهة الإصدار غير ملتزمة بأي قيد من القيود الموجودة في الصورة السابقة، ويمكن لجهة الإصدار اختيار المشروعات المناسبة ولها حق الاستثمار المطلق.¹

ويستحق عائد الصك كل ثلاثة أشهر مثلا كجزء من الأرباح تحت حساب التسوية النهائية في نهاية المشروع، وطبقا لما يظهره المركز المالي للمصرف، وتحصل جهة الإصدار (المصرف) بصفتها مضاربا على جزء من الأرباح مقابل الإدارة تحدد نسبته مقدما في الصك (نشرة الإصدار).²

ج- صكوك المضاربة المستردة بالتدرج: وذلك بأن ترد القيمة الاسمية للصكوك مع أرباحها (إن وجدت) في مدة زمنية محددة، فيسترد حملة الصكوك جزءا من رأس مالهم مع كل مرة توزع فيها الأرباح فضلا عن أرباحهم حتى يستهلك رأس مالهم بالكامل، وتؤول ملكية المشروع لجهة الإصدار.

د- صكوك المضاربة المستردة في آخر المشروع: وذلك بأن يسترد حملة الصكوك في آخر المشروع القيمة الاسمية للصكوك (مع ملاحظة الخسائر و الأرباح إن وجدت) ويمكن توزيع الأرباح بشكل دوري ويبقى استرداد القيمة الاسمية للصكوك لآخر المشروع.

هـ- صكوك المضاربة المنتهية بتمليك المشروع: يمكن أن يكون رد قيمة صكوك المضاربة من خلال التعويض عنها بجزء من المشروع، وذلك بأن تطرح فكرة مشروع معين كبناء عمارة، ويصدر له

¹ ربيعة بن زيد: مرجع سبق ذكره، ص55.

² عبد الحليم الجورية: مرجع سبق ذكره، ص104.

مجموعة من الصكوك بحصص متساوية، ويكون رد قيمتها بعد الانتهاء من المشروع، من خلال تملك المشروع لأصحاب هذه الصكوك حسب حصصهم.

و- صكوك المضاربة القابلة للتحويل: يمكن طرح صكوك مضاربة قابلة للتحويل في زمن معين إلى صكوك مضاربة أخرى أو بتغيير مجال التجارة والمضاربة، أو نحو ذلك، مثل تحويلها إلى صكوك إجارة أو إلى أسهم عادية مع مراعاة الأحكام الشرعية للتداول.¹

الفرع الثاني: صكوك المشاركة

أولاً: تعريفها

المشاركة هي اتفاق بين طرفين أو أكثر على القيام بنشاط استثماري على أن يكون رأس المال والربح مشترك بينهما²، المشاركة طريقة يمكن أن تفيد كأساس للتسديد بسهولة وخاصة في حالة المشاريع الكبيرة التي تتطلب مبالغ مالية ضخمة. يعطي كل مكتتب شهادة مشاركة تمثل ملكيته النسبية في أصول المشروع، وهي شهادات ذات قيمة متساوية تصدر لجمع الأموال المستخدمة كأساس للمشاركة، بحيث يصبح حملتها مالكين للمشروع أو الأصل المعني وفقاً لأسهم كل منهم في التي تشكل جزءاً من محافظ الأصول، يمكن إصدار صكوك المشاركة بمثابة شهادات قابلة للاسترداد من قبل قطاع الشركات أو إليه أو إلى الأفراد لتأهيلها / توظيفها، أو لشراء سيارات للاستخدام التجاري أو لإنشاء عيادات عالية المستوى ومستشفيات ومصانع ومراكز تجارية وصناديق أموال موقوفة الخ.

صكوك المشاركة القابلة للاسترداد شبيهة جداً بصكوك المضاربة، لذا فإن قواعد الشريعة ذات الصلة بالمضاربة تنطبق على شهادات المشاركة أيضاً. الاختلاف الرئيسي الوحيد هو أن الطرف الوسيط يكون شريكاً للمكتتبين الذين تمثلهم هيئة من حملة شهادات المضاربة بطريقة مماثلة لشركة المساهمة.³ لا تختلف سندات المشاركة كثيراً عن سندات المضاربة إلا أن صاحب السند في المشاركة يكون له حق المشاركة في الإدارة بينما صاحب السند في المضاربة لا يكون له ذلك، وهذا هو جوهر الاختلاف بين صيغتي المشاركة والمضاربة.⁴

ومن أهم خصائص صكوك المشاركة ما يلي:

✓ ذات مخاطر استثمارية متدنية لأنها مسنودة بأصول اقتصادية تتميز بربحية عالية وإدارة كفأة وتتنوع في قطاعات اقتصادية مختلفة.

¹ ربيعة بن زيد: مرجع سبق ذكره، ص 56.

² موسى مبارك خالد: "صيف التمويل الإسلامي كبديل للتمويل التقليدي في ظل الأزمة المالية العالمية"، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص تحليل إستراتيجي مالي، جامعة سكيكدة، 2012/ 2013، ص 125.

³ محمد أيوب: "النظام المالي في الإسلام"، أكاديمية إنترنا شيونال ومؤسسة محمد بن راشد آل مكتوم، بيروت، 2009، صص 629-630.

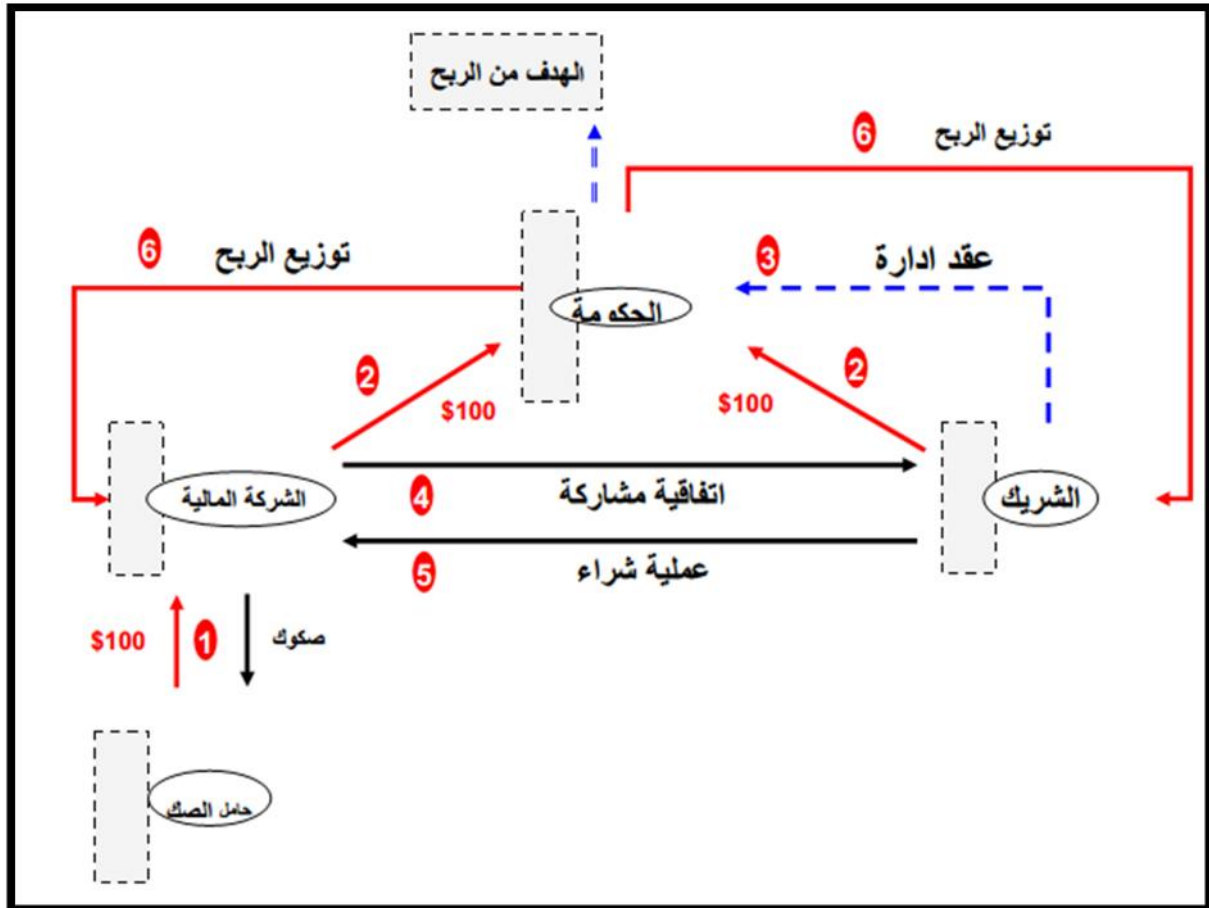
⁴ شوكمال عبد الكريم، براهيم سمير: "انهايارات الأسواق المالية وحلول اقتصاد المشاركة"، محور المشاركة: السوق المالية الإسلامية، بحث مقدم للملتقى الدولي الأول: الاقتصاد الإسلامي، الواقع ... ورهونات المستقبل، غرداية، ص 14.

✓ يمكن تسهيلها في أي لحظة في السوق المالي.

✓ يمكن استخدامها في تسوية المعاملات المالية كوسيلة دفع مضمونة السداد.¹

ويمكن تبيان هيكلها في الشكل التالي:

الشكل رقم (02): هيكل صكوك المشاركة



المصدر: بن ثابت علي، فتني مايا: مرجع سبق ذكره، ص7.

ثانيا: أنواع صكوك المشاركة

أ- المشاركة الثابتة أو الدائمة: يقوم هذا الشكل على مساهمة المصرف في تمويل جزءا من رأس مال مشروع معين مما يترتب عليه أن يكون شريكا في ملكيته، ومن ثم إدارته والإشراف عليه، وشريكا في الأرباح التي يحققها المشروع بالنسب التي يتم الاتفاق عليها عقد المشاركة، وأحيانا يأخذ المشروع الممول إطارا قانونيا ثابتا مثل الشركة مثل شركة مساهمة أو التوصية بالأسهم حسب طبيعة المشروع وحجمه.

¹ هناء محمد هلال الحنبطي: "دور الصكوك الإسلامية في التمويل في ظل الوضع الاقتصادي الراهن"، مجلة الدراسات المالية والمصرفية- آليات ومتطلبات إصدار الصكوك الإسلامية- الأوراق العلمية، العدد الأول، 2013، ص50.

ب- المشاركة المتناقصة (المشاركة المنتهية بالتمليك): بمقتضى هذا الشكل يكون من حق طالب التمويل (الشريك) أن يحل محل المصرف في ملكية المشروع، حيث يصبح المشروع في النهاية ملكا لطالب التمويل ووفقا لهذه الصيغة فإنه يتم تقسيم عائد المشروع بين المصرف والشريك حسب مساهمة كل منهما في رأس المال، ويخصص الشريك جزء من حصته من العائد بالإضافة إلى ما يتوفر لديه من موارد أخرى للتسديد التدريجي لحصة المصرف في رأس المال حتى يتمكن العميل من سداد كامل حصة المصرف في المشروع وبالتالي تؤول الملكية الكاملة للمشروع إلى العميل (الشريك).

ج- المشاركة طويلة الأجل: في هذا النوع من المشاركات تستثمر المصارف الإسلامية في القطاعات المختلفة كالمشروعات الزراعية أو الصناعية أو التجارية أو العقارية أو الخدمات. ويقوم المصرف عادة بإجراء دراسات الجدوى لهذه المشروعات من الناحية الاقتصادية وعلى أساس الضوابط الشرعية وقد يوجه لهذه المشروعات مشاركات مخصصة لها خصوصا إذا كانت طويلة الأجل كعقد الشراكة بين القطاعين العام والخاص الذي ندرسه، أو قد تكون مشاركات عامة للمصرف إذا كانت متوسطة الأجل مع مراعاة التناسب بين مدخلات من المشاركات والمخرجات من الاستثمارات، وهذا هو مدخل دراسة علاقة الربحية بالسيولة في المصارف الإسلامية.

د- المشاركات القصيرة الأجل: في الوقت الذي يتم فيه اللجوء إلى سوق النقد للحصول على تمويل قصير الأجل في المصرفية المعاصرة عن طريق القرض وسعر الفائدة، فإن استخدام أسلوب المشاركة يعيد صياغة عقود جديدة وترسية أعراف مختلفة لتحقيق الفاعلية بالتمويل قصير الأجل وفقا لهذا الأسلوب يصبح ضرورة تنموية لذوي الخبرات والحرفيين أصحاب الخبرة العالية، فالمصارف الإسلامية تقوم بتمويلهم من خلال شراء المعدات وتقسيمها لهم أو من خلال عقد المشاركة المتناقصة أو المشاركة في صفقة معينة أو البيع بالوكالة، أو المشاركة في تمويل رأس المال العامل، هي هنا تقدم خدمة المصرف وخدمة الحرفي وتخدم الاقتصاد القومي، وترفع معدل التنمية وتساهم في كسر حلقة الفقر.¹

الفرع الثالث: صكوك المزارعة

أولاً: تعريف المزارعة:

المزارعة: هي عبارة عن دفع أرض وحب لمن يزرعه ويقوم عليه أو مزرع لمن يعمل عليه. ويلزم العامل ما فيه صلاح الثمرة و الزرع وزيادتها من السقي والاستسقاء والحرث والآلة... الخ.²

¹ منير سليمان الحكيم: "استخدام الصكوك الإسلامية ضمن عمليات السوق المفتوحة (صكوك المشاركة والمضاربة نموذجاً)"، مجلة الدراسات المالية والمصرفية- آليات ومتطلبات إصدار الصكوك الإسلامية- الأوراق العلمية، العدد الأول، 2013، ص 67-68.

² ربيعة بن زيد: مرجع سبق ذكره، ص 80.

ثانيا: تعريف صكوك المزارعة

عرفت هيئة المراجعة والمحاسبية للمؤسسات المالية والإسلامية صكوك المزارعة بأنها: وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تمويل مشروع على أساس المزارعة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في المحصول وفق ما حدده العقد.¹ والمصدر لهذه الصكوك هو صاحب الأرض (مالكها أو مالك منافعها)، والمكتتبون فيها هم المزارعون في عقد المزارعة (أصحاب العمل بأنفسهم أو بغيرهم)، وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف الزراعة. وقد يكون المصدر هو المزارع (صاحب العمل) والمكتتبون هم أصحاب الأرض (المستثمرون الذين أشرى حصيلة اكتتابهم)، ويملك حملة الصكوك الحصة المتفق عليها مما تنتجه الأرض.²

المطلب الثاني: الصكوك القائمة على عقود البيع

الفرع الأول: صكوك السلم.

أولاً: تعريفها

تقوم فكرة صكوك السلم على عقد السلم والذي يمكن تعريفه بأنه: بيع أجل بعاجل، وهو نوع من البيع يدفع فيه الثمن حالا، ويسمى رأس مال السلم، ويؤجل فيه المبيع الموصوف في الذمة، ويسمى "المسلم فيه"، ويسمى البائع "المسلم إليه"، والمشتري "المسلم"، أو "رب السلم"، وقد يسمى السلم (سلفاً).³ أما صكوك السلم: هي شهادات ذات قيمة متساوية تصدر لجمع رأس المال الذي يدفع مقدماً على شكل ثمن للسلعة التي تسلم لاحقاً.⁴ صكوك السلم تكون لتمويل رأس مال السلم، وتصبح السلع المسلم فيها مملوكة لحملة الصكوك.⁵

ثانيا: أهمية صكوك السلم

يعد السلم في عصرنا الحاضر أداة تمويل ذات كفاءة عالية في الاقتصاد الإسلامي عموماً وفي نشاطات المصارف الإسلامية خصوصاً، من حيث مرونتها واستجابتها لحاجات التمويل المختلفة سواء كان تمويلاً قصيراً أم متوسطاً أم طويلاً الأجل، وكذا استجابتها لحاجات ورغبات شرائح مختلفة ومتعددة من العملاء سواء كانوا من الزراعيين أم الصناعيين أم المقاولين أم من التجار، ولاستجابتها لتمويل نفقات التشغيل أو النفقات الرأسمالية الأخرى.

¹ هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية والإسلامية: المعيار رقم (17)، مرجع سبق ذكره، ص239.

² زاهرة علي محمد بني عامر: مرجع سبق ذكره، ص99.

³ هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية والإسلامية: المعيار رقم (10)، مرجع سبق ذكره، ص239.

⁴ محمد أيوب: مرجع سبق ذكره، ص636.

⁵ يوسف بن عبد الله الشبيلي: "إصدار وتداول الأسهم والصكوك والوحدات الاستثمارية المشتملة على النقود أو الديون وضوابطها الشرعية" مداخلة مقدمة إلى ندوة الصكوك الإسلامية، عرض وتقييم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 24-26/05/2010، ص153.

ولهذا تكمن أهمية صكوك السلم في ما يلي:¹

- 1) تصلح صكوك السلم لتمويل عمليات زراعية مختلفة، حيث يمكن أن يتعامل البنك الإسلامي مع المزارعين الذين يتوقع أن توجد لديهم السلعة في الموسم من محاصيلهم أو محاصيل غيرهم التي يمكن أن يشتروها أو يسلموها إذا أخفقوا في التسليم من محاصيلهم.
- 2) يمكن استخدام صكوك السلم في تمويل النشاط الزراعي والصناعي، لاسيما تمويل المراحل السابقة لإنتاج وتصدير السلع والمنتجات الرائجة وذلك بشرائها سلماً وإعادة تسويقها بأسعار مجزية.
- 3) يمكن تطبيق صكوك السلم في تمويل الحرفيين وصغار المنتجين الزراعيين والصناعيين عن طريق إمدادهم بمستلزمات الإنتاج في صور معدات وآلات أو مواد أولية كرأس مال سلم مقابل الحصول على بعض منتجاتهم وإعادة تسويقها.

وتمتاز هذه الصكوك ب:

- أ - يمكن أن يبيع المشتري بالسلم بعقد آخر مواز للأول، وفي هذه الحالة يجب أن يكون العقدان الأول والثاني منفصلين أحدهما عن الآخر. يمكن أن تتوافر مواصفات السلع وتواريخ التسليم في العقدین لكن يجب إنفاذ كل من العقدین بشكل مستقل عن الآخر.
- ب - بيع السلم جذاب للبائع الذي يتعزز تدفق النقود لديه مسبقاً، وللمشتري إذ أن سعر السلم أدنى من السعر الفوري السائد.
- ج - بائع السلم ملزم بتسليم السلع في الوقت/التاريخ المتفق عليه لذا فإن احتمال حدوث تغيير في سعر السلع الملموسة في أثناء عقد السلم/فترة السلم تثير مخاطر الأعمال اللازمة للحصول على عائد من خلال البيع.
- د - يعتبر الاتجار بصكوك السلم في السوق الثانوية غير جائز، حتى الآن على أساس أن الشهادات مثل حصة في دين السلم وفي هذه الحالة فإنها تخضع لقواعد الاتجار بالدين.²

¹ ربيع بن زيد: مرجع سبق ذكره، ص 70.

² محمد أيوب: مرجع سبق ذكره، ص 63-635.

الفرع الثاني: صكوك الاستصناع

أولاً: تعريفها

مصطلح صكوك الاستصناع مركب إضافي من كلمة صكوك وكلمة إستصناع الذي يقصد به: عقد من عقود الاستثمار وصيغة من صيغ التمويل يتم بموجبها صنع السلع بأوصاف معلومة، بمواد من عند الصانع على أساس أن يدفع المستصنع مبلغاً معيناً سواء عند بداية العقد، أو من خلال فترات متفاوتة أثناء أداء الصانع للعمل المتفق عليه بينها، وذلك حسب الاتفاق الموجود في العقد.¹

أما صكوك الاستصناع بهذا التركيب الإضافي، فلها عدة تعريفات أهمها:

إذ عرفها بعض علماء الاقتصاد بأنها: صكوك تطرح لجمع مبلغ لإنشاء مبنى أو صناعة آلة أو معدة مطلوبة من مؤسسة معينة بمبلغ يزيد عن المبلغ اللازم لصناعتها، وحقوق حملة الصكوك تتمثل فيما دفعوه ثمناً لهذه الصكوك إضافة إلى الربح الذي يمثل الفرق بين تكلفة الصناعة وثمان البيع.²

وعرفت هيئة المحاسبة والمراجعة بأنها وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة، ويصبح المصنوع مملوكاً لحملة الصكوك.³

صكوك الاستصناع ما هي إلا شهادات أو وثائق أو عقود يتم إصدارها باسم المكتتب مقابل المبلغ الذي اكتتب فيه في شركة معينة وفقاً لقواعد و شروط معينة، وهي تمثل بذلك حصص شائعة في شركات متخصصة لممارسة نشاط الصناعة.

وتتميز صكوك الاستصناع ب:

- (1) توفر هذه الصيغة تمويلاً متوسط الأجل لتلبية احتياجات التمويلية لتصنيع سلع محددة.
- (2) يمكن استعمال هذه الصيغة لتمويل رأس المال العامل للمشروعات الاستثمارية ذات الجدوى وهي بذلك تختلف عن صيغتي الإجارة أو البيع لأجل.
- (3) تسمح هذه الصيغة بتمويل مشروعات البنية التحتية مثل الطرق والمجاري وما شابههما.
- (4) تشجع هذه الصيغة وتساعد في الاستغلال الأمثل للمواهب والقدرات التكنولوجية.⁴

¹ صالح صالح، عبد الحليم غربي: "كفاءة صيغ وأساليب التمويل الإسلامي في احتواء الأزمات والتقلبات الدورية" مداخلة في المنتدى العلمي

الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومة العالمية، الجامعة سطيف، أيام 20-21 أكتوبر 2009، ص7.

² International conference on "صكوك الاستصناع من البدائل الشرعية لسندات القروض الربوية": 70-71 (15-16 June 2010).
islamic banking and finance: cross border practices and litigations

³ هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، هيئة المعايير: معيار رقم 17، مرجع سبق ذكره، ص239.

⁴ هناء محمد هلال الحنيطلي: مرجع سبق ذكره، ص51.

(5) يجوز الاتجار بصكوك الاستصناع أو استردادها إذا حولت عبر العمل أو التجارة بها إلى أصول يمتلكها حملة الصكوك في أثناء الاستصناع. إذ إن الصكوك تمثل ملكية يمكن بيعها.¹

ثانياً: أنواع صكوك الاستصناع:

يمكن تقسيم صكوك إستصناع باعتبارات مختلفة كما تم تقسيم غيرها من الصكوك الاستثمارية الإسلامية الأخرى، حيث يمكن تقسيمها حسب جهة الإصدار ومستوى الإصدار وكذا آجال الإصدار إلا أنه يمكن تطبيق نفس الاعتبارات في تقسيم صكوك السلم والمرابحة .

وتنقسم صكوك الاستصناع من حيث جهة الإصدار إلى:

- (1) صكوك الاستصناع الحكومية: وهي صكوك إستصناع تصدرها الحكومة أو من يقوم مقامها.
- (2) صكوك الاستصناع الأهلية (الخاصة): وهي صكوك إستصناع يتم إصدارها من قبل هيئات أو مؤسسات خاصة غير عمومية مثل الأفراد والشركات والبنوك والمؤسسات المالية الخاصة وغيرها.

ومن حيث مستوى الإصدار تنقسم إلى:

- (1) صكوك الاستصناع المحلية: وهي صكوك إستصناع يتم إصدارها على المستوى المحلي، ويكون الاكتتاب في حدود الدولة المصدرة لها.
 - (2) صكوك الاستصناع الدولية: وهي صكوك الاستصناع التي يتم إصدارها على المستوى الدولي ويكون الاكتتاب والتداول فيها دولياً وعالمياً.
- أما من حيث الأجل تنقسم إلى:

- (1) صكوك الاستصناع قصيرة الأجل: وهي صكوك الاستصناع التي يتم إصدارها ويتم استخدام حصيلتها في مشروع متوسط أو قصير الأجل وعادة ما تتراوح مدته من سنة واحدة إلى خمس سنوات.
- (2) صكوك الاستصناع طويلة الأجل: وهي صكوك الاستصناع يتم إصدارها واستخدام حصيلتها في مشروع طويل الأجل مدته خمس سنوات فأكثر.²

¹ محمد أيوب: مرجع سبق ذكره، ص 647.

² موسى بلا محمود: مرجع سبق ذكره، ص 5-6.

الفرع الثالث: صكوك المربحة

أولاً: تعريفها

المربحة كصيغة إسلامية تعني بيع سلعة معلومة بسعر يغطي التكاليف زائد هامش ربح يتفق عليه بين البائع (البنك مثلاً) والمشتري، إن إمكانية استصدار صكوك المربحة فقط ممكنة في حالة السوق الأولي وبالذات في حالة كبر قيمة الأصول أو المشروع محل المربحة (طائرة مثلاً أو مشروع تنموي كبير).

بينما تداولها في السوق الثانوي يعتبر مخالفاً للشرعية لأن بيع المربحة قد يكون مؤجلاً، وبالتالي فإنه يعتبر ديناً وبيع الدين لا يجوزهُ الفقهاء، ولكن توجد بعض الآراء الفقهية التي تجوز تداول صكوك المربحة ولكن ضمن وعاء غالبية من الأصول الأخرى، كتعاقدات الإجارة أو المشاركة أو المقارضة مثلاً.¹ وتستخدم البنوك الإسلامية مفهوم بيع المربحة كصيغة من صيغ التمويل عن طريق بيع المربحة للأمر بالشراء.

مفهوم بيع المربحة للأمر بالشراء: الإمام الشافعي هو أول من وصف بيع المربحة للأمر بالشراء في الفقه الإسلامي، إلا أن هذا الاسم أطلق عليه لأول مرة عام 1975 ومن قبل سامي حسن محمود ومفهوم بيع المربحة للأمر بالشراء هو أن يقوم من يريد شراء سلعة معينة بالطلب من البنك الإسلامي أن يشتريها له ويعدده بشرائها منه بربح محدد وبذلك يكون بيع المربحة للأمر على ثلاث مراحل: مرحلة الوعد بالشراء من طرف الأمر بالشراء، ثم مرحلة الشراء من طرف البنك من البائع الأول، ثم مرحلة إبرام عقد البيع بين البنك والأمر بالشراء.²

تعريف المعايير الشرعية لهيئة المحاسبة صكوك المربحة بأنها: "وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المربحة، وتصبح سلعة المربحة مملوكة لحملة الصكوك".³

وقد عرفها المجلس الشرعي لهيئة المحاسبة على أنها: "وثائق يصدرها الواعد بشراء بضاعة معينة بهامش ربح محدد، أو الوسيط المالي الذي ينوب عليه، بعد تملك البائع وقبضه لها، بقصد استخدام حصيلتها في تكلفة شراء هذه البضاعة ونقلها وتخزينها، ويكتسب فيها البائعون لبضاعة المربحة بعد تملكهم وقبضهم لها عن طريق الوسيط المالي الذي يتولى تنفيذ هذه العقود نيابة عن مالكي صكوك المربحة".⁴

¹ حسيني علي خربوش: "دور المصارف الإسلامية في الحد من تداعيات الأزمة المالية العالمية"، (دليل المصارف الإسلامية الأردنية)، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر العلمي الدولي الرابع، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الكويت، 15-16 ديسمبر 2010، ص 15.

² موسى مبارك خالد: مرجع سبق ذكره، ص 131.

³ المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية: المعيار رقم 17: صكوك الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص 239.

⁴ ربيعة بن زيد: مرجع سبق ذكره، ص 72.

ونحاول إعادة صيغة تعريف صكوك المراقبة على النحو التالي "هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة مراقبة، بعد الاكتتاب فيها تصبح مملوكة لحملة الصكوك كلا حسب حصته في هذه السلعة من تاريخ شرائها، وقبضها من بائعها الأول وحتى تاريخ تسليمها لمشتريها" فيمثل الصك في هذه المرحلة حصة في هذه السلعة، ثم يمثل حصة في ثمنها وهو دين في ذمة المشتري مراقبة بعد قبض المشتري للسلعة وحتى تاريخ السداد للثمن وتوزيعه على حملة الصكوك وبهذا يتم تصفية إطفاء صكوك المراقبة.

ومن أهم مميزات صكوك المراقبة ما يلي:¹

- (1) إشباع حاجات الأفراد من السلع وغيرها من الحاجيات.
- (2) فتح أبواب ملائمة للاستثمار، وتحقيق عوائد مجزية للمستثمرين.
- (3) تنشيط التجارة الداخلية على أساس شرعي.
- (4) دعم الصناعة الوطنية والقطاعات الاقتصادية المختلفة من زراعة وخدمات...الخ.

المطلب الثالث: صكوك القائمة على الإجارة، صكوك الوكالة بالاستثمار

الفرع الأول: صكوك القائمة على الإجارة

أولاً: تعريفها

الإجارة لغة هي الجزاء، والإجارة من آجره يَأْجُرُهُ، أي جزاه على عمله. أما اصطلاحاً فالإجارة هي عقد يراد به تملك منفعة مشروعة معلومة لمدة معلومة بعوض مشروع معلوم.² أما صكوك الإجارة: هو تعريب لمصطلح اقتصادي حيث يعرف بـ (Securitization). وقد عرفه بعض الباحثين بأنه "وضع موجودات دارة للدخل، كضمان أو أساس مقابل إصدار صكوك تعتبر في ذاتها أصولاً مالية".³ كما قد تعرف بأنها "صكوك ذات قيمة متساوية تمثل ملكية أعيان مؤجرة، أو منافع أو خدمات وهي قائمة على أساس عقد الإجارة كما عرفته الشريعة الإسلامية".⁴

¹ هناء محمد هلال الحنطيلي: مرجع سبق ذكره، ص 50.

² موسى مبارك خالد: مرجع سبق ذكره، ص 139.

³ نزيه حماد: "في فقه المعاملات المالية والمصرفية المعاصرة"، قراءة جديدة، دار القلم، دمشق، ط 1، 2008، ص 318.

⁴ محمود عبد الكريم، أحمد رشيد: "الشامل في معاملات وعمليات المصارف الإسلامية"، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط 2، 2007، ص 68.

إذن فالغرض إذا من صكوك الإجارة تحويل الأعيان والمنافع التي يتعلق بها عقد الإجارة إلى أوراق مالية (سندات) يمكن أن تجري عليها عمليات التبادل والتداول في سوق ثانوية، وعلى ذلك يمكن تعريفها بأنها سندات (وثائق) ذات قيمة متساوية تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان (أو منافع) مؤجرة.¹

وتأسيساً على ذلك، فإن صكوك الإجارة عبارة عن أوراق مالية متساوية القيمة مصدرة ممثلة لقيمة العين المؤجرة، تتيح لحاملها فرصة الحصول على دخل الإيجار بمقدار المساهمة التي دفعها حامل الصك قياساً على نظرائه الآخرين، وتعتبر أقل خطورة عند مقارنتها ببقية أدوات الملكية الأخرى كالأسهم مثلاً وذلك يمكن التنبؤ بدقة عوائد الصك محل الإجارة وذلك لسهولة معرفة إيرادات ومصاريف العين المؤجرة.

أهم مميزات وخصائص صكوك الإجارة ما يلي:²

(1) **خضوعها لعوامل السوق:** وذلك أن هذه الصكوك تمثل ملكية أعيان (أصول عينية معمرة، وأعيان إستعمالية) والأعيان تخضع في تقويم أثمانها لعوامل السوق، وتتأثر قيمتها السوقية بعوامل العرض والطلب فيه، بحيث إذا ارتفعت القيمة السوقية لتلك الأعيان، فإن قيمة صكوكها ترتفع تبعاً لذلك، وتهبط قيمتها إذا انخفضت القيمة السوقية للأعيان التي تمثلها.

(2) **مرونتها:** إذ لا يخفى أن هذه الصكوك تتمتع بمرونة كبيرة، سواء من حيث المشروعات التي يمكن تمويلها بها، أم من حيث الجهات المستفيدة من التمويل، أم من حيث الوساطة المالية المتضمنة فيها، أم من حيث التنوع في الخيارات المتعددة التي تتاح لطالب التمويل، أم من حيث أنواع الأملاك والمشروعات التي يمكن تمويلها، أم من حيث التنوع في الصور والحالات التي يمكن فيها صياغة صكوك الإجارة.

(3) **استقرار السعر وثبات العائد:** تتمتع صكوك الإجارة بدرجة عالية من الاستقرار في السعر والثبات في العائد، وبدرجة عالية أيضاً من العلم المسبق بمقدار ذلك العائد، وقت شراء الصك. كما أنها ترتبط ارتباطاً مباشراً بالأعيان والمنافع، أي بدورة الإنتاج والتوزيع للسلع الاقتصادية.³

(4) **تعتبر صكوك الإجارة قابلة للتداول لأنها تمثل ملكية في أصل حقيقي.**

(5) **تتميز بمخاطر منخفضة نسبياً، لأن عاندها (الإيجار) معروف مسبقاً.⁴**

¹ نزيه حماد: مرجع سبق ذكره، ص 318.

² المرجع نفسه: ص 319-320.

³ نزيه حماد: مرجع سبق ذكره، ص 320-321.

⁴ آمال لعمش: "دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المصرفية الإسلامية"، رسالة ماجستير في العلوم التجارية فرع: دراسات مالية ومحاسبية معقدة، جامعة فرحات عباس-سطيف - 2012، ص 110.

والملاحظ أن هذه الخصائص تجعل من صكوك الإجارة أداة تمويلية متميزة، تقع في موضع متوسط بين الأسهم—وما تتضمنه من مخاطر— من جهة وبين سندات القرض— وما تختص به من مرونة وضمان— من جهة أخرى، وفي منأى من التعامل بالقرص الربوي المحظور شرعا.¹

ثانيا: أنواع صكوك الإجارة:

يمكن تصنيف صكوك الإجارة إلى ثلاث أنواع رئيسية:

(1) صكوك ملكية الموجودات المؤجرة: هي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين مؤجرة أو عين موعود باستئجارها، أو يصدرها وسيط مالي ينوب عن المالك، بغرض بيعها واستيفاء ثمنها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح العين مملوكة لحملة الصكوك.² ولهذا النوع من الصكوك صورتان:³

الصورة الأولى: أن يملك شخصا (طبيعيا أو معنويا) مصنعا أو عقارا مؤجرا أو موعودا باستئجاره يرغب في بيعه من خلال صكوك استثمارية فيقدر ثمنه من خلال أهل الخبرة، ويجعل من قيمة الثمن صكوكا متساوية القيمة يطرحها للاكتتاب.

الصورة الثانية: أن لا يكون العقار أو المصنع المؤجر أصلا عند التعاقد وإنما يطرح المشروع للاكتتاب عن طريق صكوك الاستثمار، ويتم استخدام حصيلة للاكتتاب في شراء أو إنشاء عقار أو مصنع وتأجيره.

(2) صكوك ملكية المنافع: وهي أنواع وتسمى أيضا بصكوك إجارة المنافع

أ - صكوك ملكية المنافع الأعيان الموجودة وهي صورتان:

الصورة الأولى: وهي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين موجودة، بنفسه أو عن طريق وسيط مالي بغرض إجارة منافعها، واستيفاء أجرتها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك.

الصورة الثانية: وهي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين موجودة (مستأجرة)، بنفسه أو عن طريق وسيط مالي بغرض إعادة إيجارتها، واستيفاء أجرتها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك.

¹ نزيه حماد: مرجع سبق ذكره، ص 321.

² هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، هيئة المعايير، معيار رقم 17، مرجع سبق ذكره، ص 238.

³ ربيعة بن زيد: مرجع سبق ذكره، ص 62.

ب- صكوك ملكية المنافع الأعيان الموصوفة في الذمة: تسمى أيضا إجارة منافع الأعيان موصوفة في الذمة وهي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض إجارة أعيان موصوفة في الذمة، واستيفاء الأجرة من حسيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين موصوفة في الذمة مملوكة لحملة الصكوك.¹ وتتحقق صورة هذا النوع من الصكوك عندما يقوم المصدر بإصدار صكوك استثمار خاصة بمنافع العين الموصوفة في الذمة سيشتري خلال الفترة الزمنية المحددة، أي يعرف به عن طريق المواصفات التي تحدد معالمه وتاريخ البناء، أو الشراء، أو بيع منفعة مصنع موصوف في الذمة يكون خاصا بإنتاج الحديد أو الإسمنت أو نحو ذلك، يبني أو يشتري خلال الفترة الزمنية المحددة.

وحيث أن تطرح هذه الصكوك التي فيها جميع المواصفات التي توضع الأعيان الموصوفة في الذمة وتكون نشرة الإصدار فيها بمثابة الإيجاب، واكتتاب جمهور المستثمرين فيها بدفع المبالغ المخصصة لها قبولا لها. فالمصدر بائع للمنفعة الموصوفة في الذمة، والمكتتبون مشترون لها، وهم بعد ذلك أصبحوا مشاركين شركة الملك على الشيوخ في منافع تلك الأعيان الموصوفة في الذمة بغنمها وغرمها. والتكليف الفقهي لهذه العملية هو أنها في الإجارة الموصوفة في الذمة مثل (السلم في البيع)، فالمصدر مؤجر والمكتتبون مستأجرون وبالتالي تطبق عليهم أحكام الإجارة الموصوفة في الذمة من حيث أن العين المؤجرة فيها غير محددة ومعينة.²

3) صكوك ملكية الخدمات:

أ- صكوك ملكية الخدمات من طرف معين

وهي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض تقديم الخدمة من طرف معين (كمنفعة التعليم من جامعة مسماة) واستيفاء الأجرة من حسيلة الاكتتاب فيها، وتصبح تلك الخدمات مملوكة لحملة الصكوك.³ وصورة هذا النوع أن يقوم المصدر وليكن مستشفى محمد بوضياف بجامعة ورقلة، أو جامعة قاصدي مرباح بنفسها أو عن طريق وسيط مالي أو شركة ذات الغرض الخاص، بإصدار صكوك استثمار بغرض استخدام حصيلتها في تقديم خدمة التعليم العالي أو تقديم الخدمات الطبية للراغبين في ذلك لقاء ثمن معين ولفترة زمنية محددة، أي أنه يتم استخدام حسيلة إصدار هذه الصكوك في شراء خدمات بعقد إجارة من مقدم خدمة معينة كالتدريس في الجامعة أو جراحة يقوم بها طبيب معين في مشفى بعينه ويكون المكتتبون للصكوك ملكا أو مستأجرين لهذه الخدمات من باعها أو مؤجرها، بقصد إعادة بيعها أو تأجيرها للمستفيد

¹ هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، هيئة المعايير: معيار رقم 17، مرجع سبق ذكره، ص238.

² أسامة الجورية: مرجع سبق ذكره، ص73.

³ هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، هيئة المعايير، معيار رقم 17، مرجع سبق ذكره، ص238.

الأخير من الخدمة والحصول على الفرق بين ثمن شراء الخدمة من مقدمها و ثمن بيعها للمستفيد منها ويتم ذكر كل من هذه التفاصيل بصورة منفصلة في نشرة الإصدار.¹

ج -صكوك ملكية الخدمات من طرف موصوف في الذمة

وهي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض تقديم الخدمة من مصدر موصوف في الذمة (كمنفعة التعليم من جامعة يتم تحديد مواصفاتها دون تسميتها) واستيفاء الأجرة من حسيطة الاكتتاب فيها، وتصبح تلك الخدمات مملوكة لحملة الصكوك.²

الفرع الثاني: صكوك الوكالة بالاستثمار

أولاً: تعريفها

قبل التطرق لمفهوم صكوك الوكالة بالاستثمار لابد من التعريف بالوكالة. الوكالة في اللغة: اسم من التوكيل بمعنى التفويض ويقال وكل أمره إلى فلان: أي فرضه إليه واكتفى. الوكالة شرعا: هي تفويض التصريف إلى الغير، أن يقيم إنسان أحدا غيره مقام نفسه، في تصرف شرعي معلوم، موروث لحكة شرعي. وتصح الوكالة بأجر، وبغير أجر، لأن النبي صلى الله عليه وسلم كان يبعث عماله لقبض الصدقات ويجعل لهم عمولة.³

صكوك الوكالة بالاستثمار: هي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الوكالة بالاستثمار بتعيين وكيل من حملة الصكوك لإدارتها.⁴ وفي تعريف آخر أكثر تفصيلا لصكوك الوكالة عرفها المجلس الشرعي لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية والإسلامية، على أنها: "وثائق متساوية القيمة يصدرها فرد أو شركة بقصد استثمار حصيلتها في مشروع معين أو نشاط خاص بصفته وكيلًا بأجر مقطوع أو نسبة من رأس مال المستثمر ويكتتب الموكلون في هذه الصكوك بقصد استثمار الصكوك والحصول على الربح، وتحدد نشرة إصدار هذه الصكوك طبيعة النشاط ونوع المشروع الذي تستثمر فيه حسيطة هذه الصكوك ومدة الاستثمار وحدود سلطات الوكيل والأجرة التي يستحقها.⁵

وللوكالة -الاستثمارية- عند جمهور الفقهاء أربعة أركان رئيسية، وهي:

1) الموكل وفي صكوك الوكالة بالاستثمار هو: العميل الذي يتقدم إلى المصدرة للصكوك لينيبها في القيام بالتصرف الاستثماري الذي يرغب توكيلها فيه.

¹ ربيعة بن زيد: مرجع سبق ذكره، ص 63.

² هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، هيئة المعايير: معيار رقم 17، مرجع سبق ذكره، ص 239.

³ ربيعة بن زيد: مرجع سبق ذكره، ص 77.

⁴ سليمان ناصر، ربيعة بن زيد: "دور الحوكمة في إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية"، بحث مقدم للمؤتمر: دور الحوكمة في تفعيل أداء المؤسسات والاقتصاديات، جامعة الشلف، يومي 19 و 20 نوفمبر 2013، ص 5.

⁵ ربيعة بن زيد: مرجع سبق ذكره، ص 77.

(2) الوكيل وهو في صكوك الوكالة بالاستثمار: الجهة المصدرة للصكوك التي حصلت على الحق في التصرف الاستثماري.

(3) الموكل فيه، أي المعقود عليه، موضوع العقد، وهو العمل الذي وكل فيه العميل الجهة المصدرة للصكوك القيام به.

(4) الصيغة، وهي العقد أ المحرر الذي تصاغ به علاقات وحقوق والتزامات كل طرف من طرفي عقد الوكالة.¹

ونرى أن صكوك الوكالة قريبة (من حيث إدارة المشروع) من المضارب في صكوك المضاربة وكذا صكوك المشاركة التي يدير مشروعها أحد الشركاء أو شخص خارجي، ويمكن الاختلاف في الأجر الذي يتقاضاه من يتولى إدارة المشروع في صكوك المشاركة.

ثانياً: أنواع صكوك الوكالة:

حسب حدود إطلاعنا فيما يتعلق بصكوك الوكالة، فإن العلماء والباحثين لم يتطرقوا لبيان أقسام صكوك الوكالة. ولكن بعد الدراسة تبين أنه يمكن تقسيمها لعدة اعتبارات، منها تقسيم صكوك الوكالة باعتبار الجهة التي تدير المشروع بالوكالة عن حملة الصكوك، وعلى هذا الأساس هناك نوعان لصكوك الوكالة.

(1) النوع الأول صكوك وكالة بالاستثمار المباشرة: وهي صكوك يصدرها المصدر بالأصالة عن نفسه أي أن المصدر هو الوكيل المستثمر لحصيلة الاكتتاب في صكوك الوكالة، وله الحق في التصرف الاستثماري وإدارة المشروع مقابل أجر مقطوع ومحدد أو نسبة من رأس المال المستثمر يتم تحديدها في نشرة الإصدار.

(2) النوع الثاني صكوك وكالة بالاستثمار الموازية: وهي صكوك يصدرها المصدر نيابة عن يقوم بإدارة المشروع الاستثماري، حيث تصبح الجهة المصدرة موكل بالاستثمار بعدما كان وكيل للاستثمار عند طرحها لصكوك الوكالة أول مرة، وعند عقدها عقد وكالة موازية من جهة أخرى تتولى إدارة المشروع (نيابة بالوكالة) عن الجهة المصدرة لصكوك الوكالة وحملة الصكوك لقاء أجر مقطوع ومحدد في نشرة الإصدار وبصبح بذلك حملة الصكوك والجهة المصدرة للصكوك موكلون، الجهة التي تقوم بإدارة المشروع وكيل استثمار.²

¹ أسامة الجورية: مرجع سبق ذكره، ص73.

² ربيعة بن زيد: مرجع سبق ذكره، ص78.

المبحث الثالث: عمليات وضوابط إصدار وتداول الصكوك المالية الإسلامية

تتضمن عمليات إصدار وتداول الصكوك إجراءات فنية وضوابط شرعية تبدأ منذ الإعلان عن الاكتتاب فيها ثم ترافقها عمليات التداول من البيع والشراء والرهن والإجارة وتستمر حتى إطفاء للصكوك وانتهاء أجلها.

وهذه الضوابط والإجراءات لابد من القيام بها لضمان عدم انحراف الصكوك في أي مرحلة من مراحلها عن الشيء التي وجدت من أجله، وحتى تحقق الفوائد الاقتصادية المرجوة منها. وتعتبر الصكوك من أبرز الأدوات في هذا المجال وأكثرها شعبية فهي واحد من أسرع الأدوات المالية الإسلامية نموا في العالم وفي أسواق رأس المال الإسلامي. والمستقبل الذي ينتظر سوق الرأس المال الإسلامي وقطاع الصكوك بشكل خاص هو مستقبل مشرق بلا شك ولا ريب، يدل على ذلك ما سوف يذكر من الإحصاءات والوقائع التالية.

المطلب الأول: عمليات إصدار وتداول الصكوك

تتمثل عمليات إصدار وتداول الصكوك على خطوات أولية مختلفة يطلق عليها تنظيم الإصدار ولا تحصل هذه الخطوات بتسلسل موحد ولكن الوضع الطبيعي أن تقع على النحو التالي:

الفرع الأول: إصدار الصكوك: وتشمل على ما يلي:

أولا إعادة التصور والهيكل التنظيمي: الذي يمثل آلية الاستثمار بواسطة الصكوك ودراسة المسائل القانونية والإجرائية والتنظيمية ودراسة الجدوى وتضمين ذلك كله في نشرة الإصدار، وربما يتزامن مع ذلك وضع النظام أو اللائحة والاتفاقيات التي تحدد حقوق وصلاحيات وواجبات الجهات المختلفة ذات الصلة.

ومن الأهمية حسن اختيار تلك الجهات لإيجاد عوامل الثقة والطمأنينة لدى المكتتبين، وهذه الخطوة تتم من قبل الجهة القائمة بعملية إنشاء الصكوك وهي إما من طرف الممولين (بعض البنوك) أو من طرف أو من طرف المستفيد من التمويل (الشركات المحتاجة للتمويل).

ثانيا تمثيل جملة الصكوك: من خلال تأسيس شركة ذات الغرض الخاصة تسجل في مناطق ذات إعفاء ضريبي وتكون ذات شخصية مستقلة بالرغم من أنها مملوكة بالكامل للمستثمرين وذلك لتمثلهم في إيجاد العلاقات بالجهات المختلفة وتقوم هذه الشركة بشراء الموجودات التي ستغطي الوحدات المصدرة.¹

ثالثا طرح الصكوك للاكتتاب: بهدف جمع الأموال التي ستمول بها الموجودات الممثلة بالصكوك.

¹ أسامة الجورية: مرجع سبق ذكره، ص ص 42-43.

رابعاً تسويق الصكوك: وهو إما أن يتم بالطرح مباشرة إلى الجمهور وإما أن يتم ببيع الصكوك التي تمثل موجودات الأعيان أو المنافع إلى المستثمر الأول الذي يكون بنكا أو مجموعة بنوك وذلك للقيام بتسويقها وبيعها إلى حاملي الصكوك.

خامساً التعهد بتغطية الاكتتاب: تسعى الجهة المصدرة للصكوك إلى تأمين تغطية كاملة للإصدار من قبل مؤسسة مالية أخرى مستعدة لذلك التعهد الذي يتطلب منها توفير السيولة وتستهدف منه الحصول على نصيب من الربح، حيث يباع لها بسعر أقل من القيمة الاسمية لتحقيق ربح للجهة المتعهددة بالتغطية وبعد التملك من تلك الجهة تقوم بتوكيل الجهة المنشئة للإصدار بالبيع والتسويق.¹

الفرع الثاني: إصدار الصكوك

أولاً بيع وشراء الصكوك:

بما أن الصك يمثل حصة شائعة في موجودات الإصدار تستمر طيلة مدة الصك، فيحق لحاملها لتصرف فيه بالبيع بالقيمة المتراضي عليها بينه وبين المشتري سواء كانت مماثلة بالقيمة الاسمية أو السوقية أو أكثر منها أو أقل ولكن بشروط وضوابط معينة.

ثانياً إجارة الصكوك:

لا يجوز إجارة الصكوك سواء كانت تمثل سلعا أو منافع أو أعيانا وذلك للأسباب التالية:²

(1) إذا كانت الصكوك تمثل نقودا فإن تأجيرها لا يجوز لأن إجارة النقود من باب الربا المنهي عنه.
(2) إذا كانت الصكوك تمثل أعيانا (سلعا، عقارات) فيشترط لصحة عقد الإجارة القدرة على تسليم المعقود عليه ليتمكن المستأجر من استقاء المنفعة وتسليم العين التي تمثلها الصكوك متعذر لأن المساهم ليس له الحق في المطالبة بالعين التي يمثلها صكه للانتفاع بها فمن باب أولي لا يستطيع أن يملك منفعة العين لغيره.

(3) إذا كانت الصكوك تمثل ديونا وكانت الديون، في أصلها نقودا فيشترط في إيجارتها ما يشترط في المصرف، إذا كانت الديون في أصلها سلع ويتعذر تسليم الأعيان وبالتالي لا يجوز إجارة الصكوك التي تمثل ديونا.

ثالثاً: رهن الصكوك

كل ما جاز بيعه، جاز رهنه ومن ذلك الصكوك فطالما جاز بيعها جاز رهنها والرهن هو حبس الشيء بحق يمكن استيفاءه كلا أو بعضا، لذلك فهو أداة من أدوات توثيق الدين وقد شرع الإسلام الرهن لضمان حق الدائن، لكن إساءة استخدام الرهن يقضي إلى الربا المحرم.

¹ محمد أيوب: مرجع سبق ذكره، ص 619.

² أسامة عبد الحليم الجورية: مرجع سبق ذكره، ص 46-48.

من أجل ذلك اشترط الشرع عدة شروط في الرهن هي:¹

- (1) يحق للمرتهن أن يستفيد من الرهن وهو في حيازته بشيء منه بوجه من الوجوه وإن أذن له الراهن لأنه أذن له في الربا لأنه يستوفي دينه كاملاً فتبقى له المنفعة فضلاً (زيادة) فيكون ربا، فلو ستقرض مالا وسلمه داره ليسكنها فهو بمنزلة الإجارة الفاسدة إن استعملها فعليه أجر مثله ولا يكون رهناً.
- (2) إذا هلك الرهن في يد المرتهن فينظر إلى قيمته يوم القبض وإلى الدين، فإن كانت قيمته مثل الدين سقط الدين بهلاكه، وإلا سقط من الدين بقدره.
- (3) يفك حبس الرهن بقضاء كامل الدين، ولا يكلف من قضى بعض دينه أو أبرأ بعضه تسليم بعض رهنه حتى يقبض البقية من الدين أو يبرئها اعتباراً بحبس المبيع.
- (4) يجوز للراهن الانتفاع بالمرهون بإذن المرتهن، ولا يجوز للمرتهن الانتفاع بالمرهون دون عوض مطلقاً بإذن الراهن أو بغير إذنه ويجوز بأجر المثل إذا كان بإذن الراهن.

رابعاً: إطفاء الصكوك

يقصد بإطفاء السندات المحرمة شرعاً دفع قيمتها الاسمية مع فوائدها الربوية في تواريخها التي تحددها النشرة، أما إطفاء صكوك الاستثمار فهو استرداد لمال المضاربة من قبل رب المال في صكوك المقارضة أو استرداد للمال الداخل في المشروع من قبل المصدر الذي يكون بمثابة الوكيل، أو الشريك في مختلف صكوك الاستثمار.

سادساً: تحول الصك إلى سهم

بما أن الأصل في الشركات (التي هي نوع من أنواع المعاملات) الإباحة فلا يوجد مانع شرعي يحول دون التحول من نوع آخر.

وبما أن كلا من الصكوك والأسهم المباحة شرعاً يمثل نوعاً من أنواع الشركات المباحة شرعاً أن تحوّل الصكوك إلى أسهم جائز شرعاً ضمن ضوابط وشروط إصدار كل منهما.

فالصكوك تصدر غالباً لمدة محددة في نشرة الإصدار، وبعدها يصار إلى إطفائها أو يعطي حامل الصك الخيار في تحويله إلى سهم في الشركة يضاف إلى أسهمها السابقة. وتتحول الصكوك إلى أسهم يتحول مالك الصك من ممول للشركة من الخارج إلى مالك لحصة مشاعة في رأسمالها.²

¹ أسامة عبد الحليم الجورية: مرجع سبق ذكره، ص 48.

² المرجع نفسه، ص 49.

المطلب الثاني : ضوابط إصدار وتداول الصكوك الإسلامية

تتضمن عمليات إصدار وتداول الصكوك ضوابط شرعية تبدأ من الإعلان عن الاكتتاب فيها ثم ترافق عمليات التداول وتستمر حتى إطفاء الصكوك وانتهاء أجلها.

الفرع الأول: الضوابط العامة لإصدار الصكوك: وتتمثل فيما يلي:

أولا عقدة الصكوك:

الصكوك الإسلامية لابد أن تصدر على أساس عقد من عقود الاستثمار الشرعية من مضاربة، وإجارة ومشاركة... الخ، وحينئذ تخضع لأحكام هذه العقود وشروطها العامة. لابد أن تنظم عقود إصدار الصكوك العلاقة بين طرفيها، أي مصدر الصك والمكتتب فيه، وتترتب آثار هذه العقود من حقوق والتزامات بين طرفيها بمجرد انعقاد العقد.¹

ثانيا مدة الصكوك:

يجوز أن تصدر الصكوك لآجال قصيرة، أو طويلة، أو متوسطة، بالضوابط الشرعية وقد تصدر دون تحديد أجل، وذلك بحسب طبيعة العقد الذي تصدر الصكوك على أساسه.²

ثالثا مشروعية النشاط:

لا يجوز إصدار الصكوك أو تداولها إذا كانت حصيلة إصدارها تستخدم في نشاط محرم أو كان بعض موجوداتها محرما.

رابعا إمكانية تغيير النشاط:

يجب أن تستخدم حصيلة إصداره الصكوك حسب الغرض الذي صدرت من أجله وفق الضوابط الشرعية طوال مدة الاستثمار.³

خامسا إصدار الصكوك بغرض التداول:

إذا أريد للصكوك التداول المطلق فيجب أن تكون ممثلة للأعيان، أو المنافع، أو الخدمات، أو كلها مجتمعة أما الديون في الزم فلا يجوز إصدار صكوك منها لأجل التداول المطلق، لأنه يطبق عليها أحكام التصرف في الديون.⁴

¹ علي محي الدين القره داغي: "بيع الصكوك لحاملها دراسة فقهية اقتصادية"، بحث مقدم إلى ندوة مستقبل العمل المصرفي الإسلامي الرابعة، جدة السعودية يومي 13-14 نوفمبر 2011، ص49.

² هيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية: مرجع سبق ذكره، ص 242-243.

³ سوق دبي المالي، أمانة هيئة الفتوى والرقابة الشرعية: "مسودة معيار سوق دبي المالي لإصدار وتملك وتداول الصكوك"، 2013، ص5.

⁴ علي محي الدين القره داغي: مرجع سبق ذكره، ص46.

- سادسا نشرة الإصدار: يجب أن يراعى في نشرة الإصدار ما يأتي:¹
- (1) أن تتضمن نشرة الإصدار شروط التعاقد والبيانات الكافية عن المشاركين في الإصدار وصفاتهم الشرعية وحقوقهم وواجباتهم، كما تتضمن شروط تعيينهم وعزلهم.
 - (2) أن تتضمن نشرة إصدار الصكوك تحديد العقد الذي تصدر الصكوك على أساسه، كبيع العين المؤجرة، أو الإجارة، أو الاستصناع، أو السلم، أو المضاربة، أو المشاركة، أو الوكالة... الخ.
 - (3) أن يكون العقد الذي أصدر الصك على أساسه مستوفيا لأركانه، وشروطه، وأن لا يتضمن شرطا ينافي مقتضاه، أو يخالف أحكامه.
 - (4) أن ينص في النشرة على الالتزام بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، وعلى وجود هيئة شرعية تعتمد آلية الإصدار وتراقب تنفيذه طوال مدته.
 - (5) أن تنص النشرة على أن يتم استثمار حصيلة الصكوك وما تتحول إليه تلك الحصيلة من موجودات بصيغة من صيغ الاستثمار الشرعية.
 - (6) أن تنص النشرة على مشاركة مالك كل صك في الغنم بمقدار ما دفع وأن يتحمل العزم بنسبة ما تمثله صكوكه من حقوق مالية.

الفرع الثاني: ضوابط تعامل أطراف هيكل الصكوك الإسلامية

أولاً: تغطية الاكتتاب

يجوز أن تتعهد مؤسسة بشراء ما لم يكتتب فيه من الصكوك، ويكون الالتزام من متعهد الاكتتاب مبنيا على أساس الوعد الملزم، ولا يجوز أن يتقاضى المتعهد بالاكتتاب عمولات مقابل ذلك بالتعهد.²

ثانياً: التعهد بإعادة الشراء

- (1) لا يجوز لمضارب أو الشريك المدير أو وكيل الاستثمار أن يتعهد بشراء الأصول من حملة الصكوك أو ممن يمثلهم بقيمتها الاسمية عند إطفاء الصكوك في نهاية مدتها ويجوز أن يكون التعهد بالشراء على أساس صافي قيمة الأصول أو القيمة السوقية أو القيمة العادلة أو بضمن متفق عليه عند الشراء. أما إذا كانت موجودات صكوك المشاركة أو المضاربة أو الوكالة بالاستثمار تقتصر على أصول مؤجرة إجارة منتهية بالتملك، فيجوز لمدير الصكوك التعهد بشراء تلك الأصول - عند إطفاء الصكوك - بيبقي أقساط الأجرة لجميع الأصول، باعتبارها تمثل صافي قيمتها.
- (2) يجوز للمستأجر التعهد في صكوك الإجارة بشراء الأصول المؤجرة عند إطفاء الصكوك بقيمتها الاسمية على ألا يكون شريكا مضاربا أو وكيلًا بالاستثمار.³

¹ هيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية: مرجع سبق ذكره، ص 242-243.

² سوق دبي المالي: أمانة هيئة الفتوى والرقابة الشرعية، مرجع سبق ذكره، ص 10.

³ علي محي الدين القره داغي: مرجع سبق ذكره، ص 50-51.

ثالثا: الضمان في الصكوك الإسلامية

لا يجوز لمصدر الصكوك أو مدير الصكوك أو المستخدم لحصيلة إصدار الصكوك بعقد من عقود الاستثمار الشرعية كالمضاربة والمشاركة والوكالة بالاستثمار أن يضمن لحملة الصكوك القيمة الاسمية لهذه الصكوك ولا عائدا محددا وإلا كان الإصدار والعقد الذي بني عليه باطلا.

رابعا: المسؤولية التقصيرية

يضمن مدير الصكوك الإسلامية قيمة موجوداتها في حالة الخلل (تعديه عليها أو تفريطه في حفظها أو خطئه الجسيم الذي لا يصدر ولا يتوقع صدوره من خبير استثمار) أو خالف الالتزام بالمعايير التي اشترطها حملة الصكوك، ويتحدد محل الضمان برأس المال، حسب القواعد العامة في الضمان.¹

خامسا: التحوط من المخاطر

يجوز أن ينظم مصدر الصكوك أو حملة الصكوك طريقة مشروعة للتحوط من المخاطر، أو من التخفيف من تقلبات العوائد الموزعة (احتياطي معدل التوزيع)، مثل إنشاء صندوق تأمين إسلامي بمساهمات من حملة الصكوك، أو الاشتراك في تأمين إسلامي (تكافلي) بأقساط تدفع من حصة حملة الصكوك في العائد أو من تبرعات حملة الصكوك. لا مانع شرعا من اقتطاع نسبة معينة من العائد.²

سادسا: علاقة الأطراف المشكلة لهيكل الصكوك الإسلامية

يترتب عن إصدار الصكوك الإسلامية علاقات شرعية متعددة بين مختلف هذه الأطراف توضح فيما يلي:³

(1) علاقة حملة الصكوك فيما بينهم: استثمار حصيلة الصكوك هو استثمار جماعي تنشأ عنه شركة ملك واقعية بين حملة الصكوك باعتبارهم مالكين، على الشروع للمشروع الاستثماري الذي تموله حصيلة صكوكهم، وتترتب على هذه الشركة أحكامها الشرعية.

(2) علاقة حملة الصكوك بمصدرها: تتحدد على أساس العقد الشرعي الذي تصدر الصكوك على أساسه فقد تكون علاقة مشترٍ لعين مؤجرة ببائعها، أو مستأجر لهذه العين بمؤجرها، أو رب مال بمضارب، أو موكل بوكيل استثمار، أو شريك بشريكه.

سابعا: استقلالية الشركة ذات الهدف الخاص

ويشترط في الشركة ذات الهدف الخاص ألا تكون مملوكة لمنشئ الصكوك المستخدم لحصيلة إصدارها وإلا سيطرت عن ذلك محظور شرعي، مثل البائع للعين المؤجرة في صكوك ملكية الأعيان القابلة للتأجير

¹ سوق دبي المالي: أمانة هيئة الفتوى والرقابة الشرعية، مرجع سبق ذكره، ص 21.

² هيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية: مرجع سبق ذكره، ص 242 243.

³ حسين حامد حسان: "صكوك الاستثمار الإسلامي"، الدورة التاسعة عشر لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، إمارة الشارقة، الإمارات العربية المتحدة أيام 26-30 أبريل 2009، ص 3.

وصكوك ملكية المنافع، حيث إن يبيع منشئ الصكوك للأعيان للشركة ذات الهدف الخاص التي يملكها هو بمثابة بيعها لنفسه، أما المضارب فلا مانع بأن يصدر هو الإيجاب أو أن تصدره شركة ذات غرض خاص يؤسسها هو تتوب عنه لأنه لا محذور في ذلك.¹

المطلب الثالث: أحكام وضوابط تداول الصكوك الإسلامية

التداول لغة: هو "التناول والانتقال من حال إلى حال"، وأما التداول اصطلاحاً: فهو "انتقال حق تملك الشيء من يد إلى يد أخرى، كانتقال السلع والنقود بين التجار والبائعين والمشتريين".
والمقصود بتداول الصكوك هو "التصرف في الحق الشائع الذي يمثل الصك، بالبيع أو الرهن أو الهبة أو غير ذلك من التصرفات الشرعية".² وذلك على النحو التالي:

الفرع الأول: إذا كانت موجوداتها نقداً

إذا كان المال المتجمع بعد الاكتتاب وقبل المباشرة في العمل بالمال لا يزال نقداً، فإن تداول الصكوك الإسلامية يعتبر مبادلة نقد بنقد وتطبق عليه أحكام الصرف كما يلي:³
أولاً: التقابض في المجلس والتساوي عند إتحاد العملة.
ثانياً: التقابض في المجلس دون وجوب التساوي عند اختلاف العملة.
ثالثاً: بيع الصكوك بقيمتها الاسمية دون زيادة أو نقصان.

الفرع الثاني: إذا كانت موجوداتها ديوناً

إذا كانت ديوناً يطبق على تداول الصكوك أحكام تداول الديون⁴، وقبل التطرق إليها لابد أولاً أن نعرف معنى الدين، فالدين لغة: قال ابن منظور "كل شيء غير حاضر دين" ويعرف الفقهاء بأنه: مال يثبت في الذمة بسبب يقتضي ثبوته".
وتكون الموجودات التي تمثلها الصكوك ديوناً إذا وجه البنك الإسلامي الأموال التي جمعها من عملية الاكتتاب في هذه الصكوك إلى عمليات البيع الآجل، سواء بيع المساومة، أو المراجعة، أو عمليات بيع السلم.

¹ سوق دبي المالي: أمانة هيئة الفتوى والرقابة الشرعية، مرجع سبق ذكره، ص 11.

² موسى بلا محمود: مرجع سبق ذكره، ص 13.

³ محمد أيوب: مرجع سبق ذكره، ص 628.

⁴ هشام أحمد عبد الحي: "الصناديق والصكوك الاستثمارية الإسلامية - دراسة تطبيقية فقهاء-"، منشأة المعارف للنشر، الإسكندرية، مصر، 2010 ص 38.

فالبنك الإسلامي حينما يشتري بضائع وأصول ثم يبيعها بالأجل يجعل مكوناته ديونا في ذمة المتعامل معه كما أن قيام البنك الإسلامي بدفع الأموال المجمعة من خلال الاكتتاب في بيع السلم، يجعل مكوناته - أيضا - ديونا، لأن المسلم فيه قبل قبضه يعتبر دينا في ذمة البائع.¹

بينما المقصود ببيع الدين هو تصرف البائع بهذا الدين إما ببيع دينه إلى من عليه الدين، أو إلى شخص غيره، وفي كلا الحالتين قد يبيعه بنقداً، وقد يبيعه بدين نسيئة، وعلى هذا تكون صورة بيع الدين وأحكامها كما يلي:

أولاً: بيع الدين للمدين نقداً: وهو جائز عند جمهور الفقهاء باستثناء بيع السلم.

ثانياً: بيع الدين لغير المدين بالنقد: فقد منعه جمهور الفقهاء وجوزه المالكية بشروط ثمانية تم احتضانها في النقاط التالية:

- (1) أن لا يؤدي البيع إلى محذور شرعي كالربا والغرر أو المخاطرة ونحوها.
 - (2) يجوز بيعه قبل قبضه، بأن يكون غير طعام، وأن يباع بثمن مقبوض، أي معجل، لأن لا يكون دينا بدين، وأن يكون الثمن من غير جنس الدين المبيع أو من جنسه مع التساوي بينهما حذرا من الوقوع في الربا وألا يكون الثمن ذهباً إذا كان الدين فضة وعلى العكس، حتى لا يؤدي ذلك إلى بيع النقد بالنقد نسيئة من غير متاجرة.²
 - (3) أن يغلب على الظن الحصول على الدين: بأن يكون المدين حاضرا في بلد العقد ليعلم حاله من عسر أو يسر، لتقدير قيمة الدين، وأن يكون المدين مقرا بالدين، حتى لا ينكره بعدئذ، فلا يجوز بيع حق مشاع عليه، وأن يكون أهلا للالتزام بالدين بأن لا يكون قاصرا، ولا محجوزا عليه مثلا ليكون الدين مقدور التسليم.
- ثالثاً: بيع الدين بالدين:** بيع الكالئ بالكالئ حيث أكد كثير من الفقهاء على منعه سواء ببيع للمدين، أو لغيره.³

الفرع الثالث: إذا كانت موجوداتها أعيانا أو منافع أو حقوق معنوية

أولاً الأعيان: وهي ما يعبر عنها بلغة اللامحاسبة الحديثة بـ الأصول الحقيقية وتشمل:

- (1) الأصول غير المتداولة: وهي إما أن تكون عقارات أو منقولات.
- (2) الأصول المتداولة غير المالية (عروض التجارة): وهي العروض المعدة للبيع، سواء كانت منتجات زراعية أو صناعية أو تجارية أو طبية أو غير ذلك.

¹ أشرف محمد دواية: "صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق"، دارا لسلام للنشر والتوزيع والترجمة، الإسكندرية، مصر 2006، ص 196.

² الصديق محمد أمين الضرير: "مجلة مجمع الفقه الإسلامي برابطة العالم الإسلامي"، العدد 13، جدة، السعودية، 2000، ص 31-32.

³ محمد عدنان بن الضيف: "الاستثمار في سوق الأوراق المالية - دراسة في المقومات والأدوات من وجهة نظر إسلامية"، رسالة ماجستير، تخصص نقود وتمويل، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2008، ص 15-43.

ثانياً: المنافع

ويقصد بها الفوائد العرضية من الأعيان عند استعمالها كسكنى المساكن وركوب السيارة وعمل العامل، فالمنافع تكتسب من الأعيان بواسطة استعمالها وهي الهدف من ملكية الأعيان وغايتها في الحقيقة، وليس تملك الأعيان إلا لأجل الحصول على منافعها.

ثالثاً: الحقوق المعنوية

وتشمل هذه الحقوق على سبيل المثال لا للحصر: الاسم التجاري، الرخصة التجارية، وعقد الترخيص.¹

رابعاً: إذا كانت موجوداتها خليطاً من النقود والديون والأعيان والمنافع

وقد تكون الغلبة للنقود والديون أو الأعيان والمنافع، وإذا كانت الموجودات مختلطة فإنه يجوز تداول الصكوك وفقاً للسعر المتراضي عليه، على أن يكون في هذه الحالة أعياناً والمنافع.²

¹ يوسف بن عبد الله الشبيلي: مرجع سبق ذكره، ص 10-11.

² علي محي الدين القره داغي: مرجع سبق ذكره، ص 195.

خلاصة الفصل الأول

يتبين من خلال ما تم التطرق إليه في هذا الفصل، أن الصكوك الإسلامية تتميز عن سائر الأوراق المالية الأخرى بخصائص عديدة أهمها، كونها ورقة مالية تلتزم بأحكام الشريعة الإسلامية في كافة مراحلها من بداية إصدارها إلى انتهاء أجلها، هذا الالتزام يعطيها درجة عالية من الأمان ويجنبها الوقوع في الكوارث والهزات التي سببتها بعض الأوراق المالية التقليدية، وتم التوصل إلى ما يلي:

✓ تعتبر الصكوك الإسلامية البديل المالي الأمثل بتوفيرها تمويلا مستقرا وحقيقيا من موارد موجودة أصلا في الدورة الاقتصادية.

✓ تم التوصل إلى وجود أطراف رئيسية تدخل في عملية إصدار الصكوك تتمثل في: المنشئ، وكيل الإصدار (المصدر)، مدير الاستثمار، الأمين، مدير الإصدار، متعهد الدفع.

✓ تنتوع الصكوك الإسلامية بحسب الصيغ الاستثمارية التي ستوظف على أساسها حصيلة الاكتتاب فيها إذ يوجد لها حوالي أربعة عشرة نوعا، منها ما هو قائم على عقود الشراكة، البيع الإجارة.

✓ خضوع عمليات إصدارها وتداولها لضوابط وآليات تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية.

✓ إن تداول الصكوك الإسلامية يخضع لأحكام تداول ما تمثله من موجودات التي قد تكون نقودا أو ديونا أو أعيانا ومنافع أو خليطا من ذلك كله.

الفصل الثاني:
مدخل للتعريف
بالأزمات المالية

تمهيد:

أثبتت الوقائع التاريخية المسجلة في النظام الرأسمالي، تعرضه إلى اضطرابات واختلالات تكون لها آثار متفاوتة على الأفراد والمؤسسات المالية والاقتصاد عامة بتفاوت حدتها وامتدادها الزمني، ويعبر عنها بظاهرة الأزمات المالية، امتدت آثارها أيضا لتشمل الدول النامية وعلى درجات متفاوتة هذه الأخيرة أفقدت الرأسمالية طيلة العقود الثلاثة الماضية قدرا كبيرا من قوتها، لذلك تعد الأزمة ليست وليدة اليوم بل هي مرتبطة بظروف ومسببات قديمة ساهمت في إحداث متغيرات ساهمت في تفجيرها.

وفيما يلي سنحاول إلقاء نظرة على هذه الظاهرة، لذلك ارتأينا تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث:

المبحث الأول: ماهية الأزمات المالية.

المبحث الثاني: أعراض الأزمة، أسبابها، مراحلها.

المبحث الثالث: أهم الأزمات المالية.

المبحث الأول: ماهية الأزمات المالية

الواقع أن هناك تعريفات عديدة لكلمة "الأزمة" لغويا وكذلك اصطلاحا مما جعلها تستخدم في كافة المجالات السياسية والاجتماعية والاقتصادية والعسكرية والأمنية وغيرها من خلال خصائص تميزها. وتتعدد أنواع الأزمات المالية وتختلف باختلاف مضمونها، التي يتم التطرق إليها في هذا المبحث.

المطلب الأول: تعريف الأزمة المالية

تعتبر الأزمة كمصطلح بغض النظر عن نوعها عن أحداث مفاجئة في أي نظام أو كيان إداري تنطوي على تهديد واضح لاستقرار هذا النظام أو الكيان في ظروف ضيقة الوقت وتوجد إسهامات فكرية مختلفة حاولت تحديد ماهية الأزمة المالية، لذا سوف نتطرق إلى الأزمة بمفهومها العام.

التعريف الأول: الأزمة لغويا: عرفت القواميس العربية المتخصصة في السياسة أو الاجتماع أو الاقتصاد الأزمة بأنها: "نقطة تحول وحالة متوترة للانتقال" ويمكن القول إنها "وضع أو فترة حرجة وخطرة وهي حالة علمية تطويرية يحدث فيها انفصام توازن يعلن الانتقال الحتمي تقريبا إلى حالة أخرى".¹

التعريف الثاني: الأزمة اصطلاحا: الأزمة هي خلل مفاجئ نتيجة لأوضاع غير مستقرة يترتب عليها تطورات غير متوقعة نتيجة عدم القدرة على احتوائها من قبل الأطراف المعنية وغالبا ما تكون بفعل الإنسان.

ويمكن تعريف الأزمة المالية على النحو التالي:

التعريف الأول: تعرف على أنها: تلك التذبذبات التي تؤثر كليا أو جزئيا على مجمل التغيرات المالية، حجم الإصدار أسعار الأسهم والسندات ومعدل صرف العملات كذلك اعتمادات الودائع المصرفية.² وتعرف بأنها: "عجز الأسواق المالية على توفير رؤوس الأموال اللازمة للمستثمرين وأصحاب المشاريع الأكثر مردودية ويعزى هذا العجز بما يسمى الانتقاء العكسي".³

التعريف الثاني: الأزمة المالية هي: "انهيار مفاجئ في سوق الأسهم، أو في عملة دولة ما، أو في سوق العقارات أو مجموعة من المؤسسات المالية، لتمتد بعد ذلك إلى باقي الاقتصاد، ويحدث مثل هذا الانهيار المفاجئ في أسعار الأصول نتيجة انفجار "فقاعة سعرية" مثلا، أو الفقاعة المالية أو السعرية، أو فقاعة المضاربة كما تسمى أحيانا هي بيع وشراء كميات ضخمة من نوع أو أكثر من الأصول المالية أو المادية

¹ ماجد عبد المهدي المساعدة : "إدارة الأزمات المداخل، المفاهيم -العمليات"، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزرقاء، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، 2012، ص21.

² دريدي كمال آل شبيب: "المالية الدولية"، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص173.

³ عرفان نقي الحسين: "التمويل الدولي"، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1999، ص20.

كالأسهم أو المنازل بأسعار تفوق أسعارها الطبيعية أو الحقيقية".¹

ويمكن تعريفها على أنها: تلك النقطة الحرجة واللحظة الحاسمة التي يتحدد عندها مصير تطورها إما إلى الأفضل وإما إلى الأسوأ، الحياة أو الموت، الحرب أو السلم، لإيجاد حل لمشكلة ما أو انفجارها فهي لا تقتصر على مجال واحد من مجالات التمويل، فقد تصيب سوق الأسهم، سوق السندات، سوق الائتمان سوق العملات، العقارات، فهي تعبر عن انهيار شامل في النظام المالي والنقدي.

المطلب الثاني: خصائص الأزمة المالية

تتميز الأزمة بمجموعة من الخصائص يمكن توضيح أهمها في ما يلي:

- (1) المفاجأة العنيفة عند انفجارها واستقطابها بكل الاهتمام ومن جانب كل الأفراد والمؤسسات المتصلة بها.
- (2) التعقيد والتشابك والتداخل والتعدد في عناصرها وعواملها وأسبابها وقوى المصالح المتعلقة بها.²
- (3) وجود مجموعة من القوى ذات الاتجاهات الضاغطة على الكيان الإداري، وامتداد القرار سواء في شكل ضغوط نفسية، أو مادية، أو اجتماعية، أو إنسانية.
- (4) أن مواجهتها تستوجب خروجاً عن الأنماط التنظيمية المألوفة واستخدام وسائل غير عادية، بل والاستعانة بقوى خارجية أحياناً من أجل المساعدة في حل الأزمة.³
- (5) أنها تسبب في بدايتها صدمة ودرجة عالية من التوتر مما يضعف إمكانيات العقل السريع والمؤثر لمواجهتها بسبب قلة الخبرة.
- (6) الأزمة المالية قد تكون سبباً في انهيار سمعة الشركة وانهيار الثقة التي كانت موجودة بينها وبين العملاء أو الزبائن مما يؤدي إلى عزوف العملاء والزبائن عن هذه المنظمة أو الشركة وعدم التعامل معها، وكذلك التحذير منها فتسقط ثقة هذه المنظمة الإدارية ويشهر إفلاسها بعد مدة قصيرة من ذلك.
- (7) ضيق الوقت أو سوء إدارة الوقت: إن الحاجة إلى قرارات سريعة لمواجهة الحدث المفاجئ يتطلب حسن الإدارة لعامل الوقت.
- (8) سيادة حالة من الاضطراب في العمل وعدم التوازن في أداء الوظائف الإدارية، وعدم التوازن كذلك في التصرفات وفي التفاعل مع الأفراد.

¹ إبراهيم علوش: "نحو فهم منهجي للأزمة المالية العالمية"، مقال منشور على الموقع الإلكتروني:

00h 10, www.aljazeera.net/NR/exeres/FE3852AF-FB9E-4E4C-8537-F4E.htm consulté le (25/01/2015).

² ماجد سلام الهدمي: "مبادئ إدارة الآزمات الإستراتيجية والحلول"، دار زهران للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص 20.

³ ماجد عبد المهدي المساعدة: مرجع سبق ذكره، ص ص 25-26.

9) الأزمة نقطة تحول أساسية ومرحلة حرجية وأحداث متتابة ومتسارعة تصيب الكيانات المالية وتهدد وجودها.

10) تمثل مجابهة الأزمة تحدياً للنظام الإداري والمالي نظراً لتهديدها مصالح النظام واستمراره في أداء وظائفه وتحقيق أهدافه وأمنه واستقراره، ويتطلب ذلك توافر درجة عالية من الكفاءة والخبرة للخروج من هذه الأزمات.¹

المطلب الثالث: أنواع الأزمات المالية

يمكن تصنيف الأزمات إلى أربعة أنواع رئيسية هي:

أولاً: أزمة النقد الأجنبي (العملة):

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 حصص ضخمة من احتياطياته، أو رفع سعر الفائدة بنسبة كبيرة.²

هناك طريقتين أو مؤشرين يتم استعمالهما في العادة لتحديد أزمة العملة. الطريقة الأولى تتمثل في اعتبار أن عملة تعاني من أزمة إذا تعرضت قيمتها بعملة مرجعية إلى تخفيض خلال فترة سنة يتجاوز حدود معينة عموماً 25%. الطريقة الثانية تتمثل في بناء مؤشر للضغط المضاربي، يشمل انحراف سعر الفائدة مقارنة بانحراف الاحتياطيات الرسمية ومعدل الفائدة الذي من المفترض أن يعبر عن دفعات السلطات النقدية عن قيمة العملة، وباعتبار أن العملة تواجه أزمة إذا تجاوز انحراف المؤشر عن قيمته المتوسطة بـ 1.5 مرة.³

ثانياً: الأزمة المصرفية:

تظهر الأزمات المصرفية عندما يواجه بنك ما زيادة كبيرة ومفاجئة في طلب سحب الودائع، فيما أن البنك يقوم بإقراض أو تشغيل معظم الودائع لديه ويحتفظ بنسبة بسيطة لمواجهة طلبات اليومي، فلن يستطيع بطبيعة الحال الاستجابة لطلبات المودعين وبالتالي يحدث ما يسمى بأزمة سيولة لدى البنك وإذا حدثت مشكلة من هذا النوع وامتدت إلى بنوك، فتسمى في تلك الحالة أزمة مصرفية⁴، وعندما تتوفر الودائع لدى البنوك وترفض منح القروض خوفاً من عدم قدرتها على الوفاء بالالتزامات تحدث ما يسمى

¹ محمد سرور: "إدارة الأزمات، المشكلات الاقتصادية المالية والإدارية"، دار البداية للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص 138.

² زايدي عبد السلام، مفران يزيد: "انعكاسات الأزمة المالية العالمية على الاقتصاديات المغربية"، مداخلة إلى الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية العالمية والبدائل المالية المصرفية، المركز الجامعي خميس مليانة، يومي 5، 6 ماي 2009.

³ موسى مبارك خالد: "صيف التمويل الإسلامي كبديل للتمويل التقليدي في ظل الأزمة المالية العالمية"، مرجع سبق ذكره، ص 31-32.

⁴ عبد الغني بن محمد: "سلسلة أتعرف على الأزمة المالية"، دار البحار للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2008، ص 8.

أزمة الائتمان (Crunch Crédit)¹ وقد حدث في التاريخ المالي للبنوك العديد من حالات التعثر المالي مثل ما حدث في بريطانيا لبنك "Aver endgrney" وما يحدث في الولايات المتحدة الأمريكية عندما انهار بنك الولايات المتحدة 1931 وبنك "Bearstearns".²

هناك صعوبة لتحديد إمكانية وقوع أزمة مصرفية نظرا لعدم وجود مؤشرات واضحة وشاملة، ولتعذر الحصول على المعلومات الكافية، لذلك تستخدم العديد من المؤشرات بغية تحديدها كالمعطيات البنكية (بما في ذلك نسبة الأصول الغير الفعالة) إذا كانت موجودة، معلومات من مصادر مختلفة (صحافة، دراسات)، آراء الخبراء، مؤشرات الذعر (تجميد الودائع، إغلاق البنوك، الضمانات العامة على الودائع) أو وجود خطة إنقاذ بحجم معين منظمة من طرف السلطات العمومية.³

ثالثا: أزمات أسواق المال "حالة الفقاعات"

يحدث هذا النوع من الأزمات في أسواق المال بسبب ما يعرف اقتصاديا بظاهرة "الفقاعة". أي عندما ترتفع أسعار الأصول بحيث تتجاوز قيمتها العادلة على نحو ارتفاع غير مبرر. وهو ما يحدث عندما يكون الهدف من شراء الأصل هو المضاربة على سعره وليس شراؤه من أجل الاستثمار لتوليد الدخل وهنا يصبح انهيار أسعار هذه الأصول مسألة وقت فقط، حيث لما يكون هناك اتجاه قويا لبيع تلك الأصول تبدأ أسعارها في الهبوط، ومن ثم تبدأ حالات الذعر في الظهور فتنهار الأسعار ويمتد هذا الأثر نحو أسعار الأصول الأخرى في ذات القطاع أو في القطاعات الأخرى.⁴

رابعا: أزمة المديونية

وهي عدم قدرة العملاء (المقترضين) عن تسديد ديونهم وبالتالي الدخول في مفاوضات مع الجهات المقرضة لإعادة الجدولة.⁵ التي تعني إعادة ترتيب شروط سداد الدين الأصلي وقبل الوصول إلى اتفاق يتعلق بإعادة الجدولة تجري مفاوضات بين الدول المدينة والدائنة قد تؤدي إلى فرض شروط على الدولة المدينة وتهدف هذه العملية إلى إتاحة فرصة زمنية أمام الدولة التي تطالب بجدولة ديونها لفرض سياسات اقتصادية تؤدي إلى تصحيح الاختلالات في ميزان المدفوعات مما يؤهلها إلى الوفاء بأداء التزامات الدين الخارجي.

¹ حسن كريم حمزة: "العولمة المالية والنمو الاقتصادي"، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011، ص283.

² عبد الغني بن محمد: مرجع سبق ذكره، ص8.

³ موسى مبارك خالد: مرجع سبق ذكره، ص31.

⁴ الجوزي جميلة: "أسباب الأزمة المالية وجذورها"، بحث مقدم إلى الملتقى الدولي حول الأزمة المالية، جامعة الجنان.

⁵ أحمد دودين: "دور القطاع المصرفي الأردني من التخفيف من آثار الأزمة الاقتصادية العالمية على الاقتصاد الأردني من وجهة نظر العاملين بالمصارف الأردنية"، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الدولي السابع، تداعيات الأزمة الاقتصادية على منظمات الأعمال، جامعة الزرقاء الخاصة، 2009، ص2.

تعود أسباب أزمة الديون الخارجية واستمرارها إلى أسباب محلية تعاني منها الدول المدينة، وإلى أسباب خارجية ناتجة عن الاختلال الحاصل في هيكل الاقتصاد الرأسمالي العالمي. وكبقية دول العالم انتشرت المديونية الخارجية بين أقطار الدول العربية، لتشمل بعض الدول المصدرة للنفط، ولتصبح ثلاث من الدول العربية (مصر والجزائر والمغرب) من بين أكبر (12) دولة مدينة بين الدول النامية.¹

المبحث الثاني: أعراض ومؤشرات الأزمة المالية، أسبابها، مراحلها

أجمعت العديد من الدراسات على الأعراض المختلفة للأزمات المالية، و مهما كان سببها فكلها تمر بمراحل منذ بداية نشوئها إلى غاية نهايتها، لذا حاولنا من خلال هذا المبحث أعراض هذه الأزمات وأسبابها بالإضافة إلى تتبع مراحلها.

المطلب الأول: أعراض ومؤشرات الأزمة المالية

الفرع الأول: أعراض الأزمة المالية

يكون النظام المالي والمصرفي معرض لأزمة مالية بتوفر أعراضها، وفيما يلي أهمها:

- (1) اتجاه رؤوس الأموال الأجنبية للهروب للخارج.
- (2) قيام البنوك بالإفراط في الإقراض بدون ضمانات كافية.
- (3) قيام كل من المستثمرين والمقرضين باتخاذ قرارات خاطئة، مما يؤدي إلى تعميق الأزمة وزيادة الخسائر.
- (4) هيكل تدفقات رأس المال الأجنبي عنصر هام، حيث كلما كانت تلك التدفقات قصيرة الأجل تزايد ميل الاقتصاد لتعرضه لأزمة مصرفية.
- (5) انهيار العملة يؤدي إلى تدهور أوضاع البنوك وتزايد خسائرها وتعرضها للإعسار وتنشأ معها أزمة مصرفية.²
- (6) تلعب الصدمات الخارجية دورا هاما فارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية يؤدي إلى تدهور معدلات التبادل وانخفاض قيمة الصادرات.
- (7) قد تكون أسعار الصرف الحقيقة غير موجهة بشكل سليم.

¹ علي عبد الفتاح أبو شرار: "الاقتصاد الدولي-نظريات وسياسات"، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، ط2 2010 صص 218-212.

² الجوزي جميلة: "أسباب الأزمة المالية وجذورها"، مرجع سبق ذكره، ص5.

8) هروب رؤوس الأموال للخارج، ارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية يؤدي إلى ارتفاع نسبة الديون الغير القابلة للتحويل، وانهيار أسعار الأصول.¹

الفرع الثاني: مؤشرات الأزمة المالية

بالطبع لا توجد مؤشرات واضحة للدلالة على حدوث الأزمات مستقبلا بشكل يقيني، وإلا أمكن معالجة الموقف بمجرد ظهورها، ومن ثم إمكانية تجنب الأزمة، ففي الحقيقة هناك مجموعة من المؤثرات الدالة فقط على مواقف تتسم بتزايد مخاطر التعرض للأزمات، والمنهج الشائع للاستخدام هو بناء " نظام للإنذار المبكر"، يعني تحديد مجموعة من المتغيرات الاقتصادية التي يختلف سلوكها في الفترة التي تسبق الأزمة عن سلوكها المعتاد، فمن خلال مراقبة هذه المتغيرات يمكننا التنبؤ بوقوع الأزمة.²

أظهرت دراسة أجريت على عينة شملت 53 دولة متقدمة ومتخلفة خلال الفترة من 1975-1997، أن سلوك بعض المتغيرات الاقتصادية الأساسية مثل أسعار الصرف، مؤشرات الأسواق النقدية والمالية قد اختلفت عن سلوكها المعتاد قبل حدوث الأزمة بسنة أو سنتين، ويمكننا تصنيف أهم المؤشرات الاقتصادية الدالة على إمكانية تعرض دولة ما لأزمات سوق الأوراق المالية والعملات في صنفين هما:³

❖ التطورات في السياسة الاقتصادية الكلية.

❖ الخصائص الهيكلية للسوق (البنوية).

ويمكن توضيح المؤشرات الاقتصادية لكل صنف في الجدول الموالي:

الجدول رقم (01): المؤشرات الاقتصادية التقليدية الدالة على وقوع الأزمات المالية.

الخصائص الهيكلية أو البنوية	التطورات في الاقتصاد الكلي
- انخفاض معدلات التبادل.	- ارتفاع معدل التضخم.
- إستراتيجية النمو المتزايد في الصادرات.	- نمو سريع في التدفق النقدي.
- قطاع التركيز أكثر تركيزا.	- انخفاض حقيقي لمعدل نمو الصادرات.
- ارتفاع معدل التغيير للديون الخارجية.	- عجز مالي متزايد.
- ارتفاع حجم الدين الخارجي قصير الأجل.	- ارتفاع معدل التبادل بالنسبة للاتجاه السائد.
- تحرر سوق المال الحديث.	- النمو السريع في الاعتمادات المالية المحلية

¹ كمال آيت زيان، إيفي محمد: "تحليل وتشخيص الأزمة المالية العالمية الراهنة من منظور الاقتصاد الإسلامي" (محاولة لاستنباط الدروس واستخراج الحلول)، مداخلة إلى الملتقى الدولي حول الأزمة المالية العالمية والبدائل المالية المصرفية، المركز الجامعي خميس مليانة، يومي 5،6 ماي 2009.

² زابدي عبد السلام، مقران يزيد: مرجع سبق ذكره، ص 7-8.

³ بن منصور نجيم: "الأزمات المالية العالمية والمهام الجديدة لصندوق النقد الدولي"، رسالة تخرج ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع المالية الدولية، جامعة تلمسان، 2010، ص 121.

- كنسبة مئوية من الناتج القومي الإجمالي. - ارتفاع نسبة القروض الغير منتجة إلى إجمالي القروض. - ارتفاع نسبة العجز في الحسابات الجارية كنسبة مئوية من الناتج القومي الإجمالي. - نمو الديون الخارجية وزيادة الديون في العملات الأجنبية. - انخفاض الاحتياطي العالمي. - انخفاض النمو الاقتصادي الحقيقي. - ارتفاع معدل الأسعار والأرباح. - ارتفاع معدلات الفائدة المحلية وارتفاع معدل البطالة.	- إطار ضعيف للإشراف على الأموال وتنظيمها. - أسواق الائتمان مضمونة بأصول مالية أو عقارية. - انخفاض الاكتتاب في سوق الأسهم. - سيطرة بعض المؤسسات على سوق الأسهم. - الرقابة على دخول السوق والخروج منه.
---	--

□□□□: بن منصور نجيم: مرجع سبق ذكره، ص122.

يستخدم صندوق النقد الدولي نماذج من الاقتصاد القياسي، تعرف باسم نماذج نظام الإنذار المبكر وذلك ضمن سعيه للتنبؤ بأزمات العملات قبل حدوثها، وتركز هذه النماذج لنظم الإنذار المبكر على التقلبات الخارجية، وتستغل العلاقة المنتظمة التي تظهر من البيانات التاريخية بين المتغيرات المرتبطة بالطريق المفضي إلى الأزمات. تشمل المتغيرات نسبة الدين القصير الأجل إلى احتياطات النقد الأجنبي والارتفاع في سعر الصرف الحقيقي بالنسبة للاتجاه السائد، والعجز في الحساب الجاري للمعاملات الخارجية. حيث توحى كل من النظرية والشواهد انه كلما ارتفعت قيمة كل متغير من هذه المتغيرات. ازداد احتمال وقوع الأزمة. مجال هذا النظام طويل نسبيا يمتد من 12 إلى 24 شهرا، لإعطاء البلدان مهلة مسبقة كافية لتبني سياسات تصحيحية.¹

وعموما يمكن النظر لنظام الإنذار المبكر أن تساعد فيما يلي:

- التقييم المستمر لنظم المؤسسات المعرفية في إطار رسمي للتقييم سواء عند الفحص أو بين فترات الفحص.
- التعرف على المؤسسات أو المواقع داخل المؤسسات التي تكون فيها مشاكل أو يحتمل وقوعها في مشاكل.
- المساعدة في تحديد أوليات الفحص الأمثل للموارد الإشرافية والتخطيط المسبق للفحص.
- توجيه الاهتمام والتوقيت السليم من قبل المشرفين على البنوك.

¹ بن منصور نجيم: مرجع سبق ذكره، ص122.

ويمكن تصنيف تلك المؤشرات حسب العديد من الدراسات إلى مجموعتين، الأولى مؤشرات اقتصادية كلية والأخرى نوعية مصدرها الجهاز المصرفي:

الجدول رقم(02): مؤشرات الإنذار المبكر

المؤشرات الاقتصادية الكلية	المؤشرات النوعية المصرفية
- معدل نمو الناتج المحلي الحقيقي.	- ملائمة رأس المال.
- سعر الفائدة الحقيقي.	- مؤشرات السيولة.
- الحساب الجاري.	- مؤشرات العسر المالي.
- الاحتياطات الدولية.	- الربحية أو العائد.
- أسعار الأسهم والسندات.	- الديون المتعثرة ومخصصاتها.
- تدفقات رأس المال.	- ودائع البنوك.
- تدفقات رأس المال الأجنبي وهيكلها.	- نسبة القروض للودائع.

المصدر: أحميمة خالد: "أزمة الديون السيادية الأوروبية وانعكاساتها على موازين مدفوعات دول

المغرب العربي"، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاد دولي، جامعة بكرة، 2013 ص15.

ويضم كل مؤشر من هذه المؤشرات تفصيلية وفقا لظروف كل دولة والنظام المصرفي المتبع فيها، ومدى وفرة البيانات المنشورة إلا أن معظم نظم الإنذار المبكر جارية من واقع الدول الصناعية المتقدمة وقد لا تتلاءم هذه النظم مع ظروف الدول النامية واختيار مؤشرات أكثر صدقا وتعبيرا عنها، من بين هذه الدراسات دراسة -Rojas Sworew Liliaua- ويتطلب أي نظام للإنذار المبكر أو المؤشرات الرائدة وضع قاعدة من البيانات التي يتم تجميعها وتطويرها والتوسع فيها بصفة دورية لإعداد تقارير عن هذه المؤشرات ربع سنوية وسنوية لدعم قدرات الجهاز المصرفي وحماية الاقتصاد القومي من الوقوع في آزمات مالية سواء أزمة عملة أو بنوك، وتحليل أسباب التغير من فترة لأخرى يمكن اتخاذ الإجراءات التصحيحية في وقت مبكر والحد من الحائز الأدنى قدر ممكن.

المطلب الثاني: أسباب الأزمات المالية

لا يمكن إرجاع الأزمات المالية إلى سبب بل هناك جملة من الأسباب تتضافر في آن واحد لإحداث أزمة مالية، ويمكن تلخيص أهم هذه الأسباب في ما يلي:

أولاً: عدم استقرار الاقتصاد الكلي

مثل التقلبات في أسعار الفائدة العالمية أحد المصادر الخارجية المسببة للأزمات المالية في الدول النامية فهي تؤثر على تكلفة الاقتراض وتؤثر على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر، وكذلك تقلبات أسعار الصرف الحقيقية حيث تعتبر من مصادر الاضطرابات على مستوى الاقتصاد الكلي والتي كانت سبباً مباشراً أو غير مباشر لحدوث العديد من الأزمات المالية. وكذلك اعتبار الركود الاقتصادي الناتج عن ارتفاع مستويات الأسعار سبباً مباشراً لحدوث التبادل التجاري وأيضاً التقلبات في شروط الأزمات المالية في العديد من دول العالم النامي.

ثانياً: اضطرابات القطاع المالي

شغل التوسع في منح الائتمان والتدفقات الكبيرة لرؤوس الأموال من الخارج وانهيار أسواق الأوراق المالية القاسم المشترك الذي سبق حدوث الأزمات المالية والذي يتواءم مع الانفتاح الاقتصادي والتجاري والتحرر المالي غير الوقائي وغير الحذر.¹

ومن نتائج اضطرابات القطاع المالي:

1) عدم التلاؤم بين أصول وخصوم المصارف: يؤدي التوسع في منح القروض إلى ظهور مشكلة عدم التلاؤم والمطابقة بين أصول وخصوم المصارف، خصوصاً من جانب عدم الاحتفاظ بقدر كافي من السيولة لمواجهة التزاماتها الحاضرة والعاجلة، في فترات تكون فيها أسعار الفائدة العالمية مرتفعة وأكثر جاذبية من أسعار الفائدة محلية، أو عندما تكون أسعار الفائدة المحلية عالية وسعر الصرف ثابتاً.

2) التحرر المالي الغير الوقائي: إن تحرير السوق المالي المتسارع الغير الوقائي بعد فترة كبيرة من الانغلاق والتقييد، قد يؤدي إلى حدوث الأزمات المالية، فمثلاً عند تحرير أسعار الفائدة فإن المصارف المحلية تفقد الحماية التي كانت تتمتع بها في ظل تقييد أسعار الفائدة، كما أن التحرر المالي يؤدي إلى استحداث مخاطر ائتمانية جديدة للمصارف والقطاع المالي.

3) التدخل الحكومي لتخصيص الائتمان: من المظاهر المشتركة للأزمات المالية في العديد من الدول كان الدور الكبير للدولة في العمليات المصرفية، خصوصاً في عمليات تخصيص القروض الائتمانية وفي

¹ أجمعة محمود عباد: "الأزمة المالية الاقتصادية العالمية وآثارها الحالية والمتوقعة على الجهاز المصرفي الأردني"، بحث مقدم إلى مؤتمر الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي، جامعة الجنان، لبنان، 2009.

كثير من الأحيان كانت الحكومة تقوم بتوزيع الموارد المالية المتاحة، على قطاعات اقتصادية وأقاليم جغرافية بعينها في إطار خطة لتنمية تلك الأقاليم والقطاعات، أو لخدمة أغراض أخرى قد تكون سياسية بالدرجة الأولى وليست اقتصادية.

4) ضعف النظام المحاسبي والرقابي والتنظيمي: تعاني معظم الدول التي تعرضت لآزمات مالية، من الضعف في النظام والإجراءات المحاسبية المتبعة، ودرجة الإفصاح عن المعلومات، كما تعاني من ضعف النظام القانوني المساند للعمليات المصرفية.¹

ثالثا: انتشار الفساد الأخلاقي الاقتصادي

مثل الاستغلال والكذب والشائعات المغرضة والغش والتدليس والاحتكار والمعاملات الوهمية، وهذه المبيقات تؤدي إلى الظلم وهو ما يقود إلى تدمير المظلومين عندما لا يستطيعون تحمله، وبالتالي يقود إلى تدمير المدنيين وحدث الثورات الاجتماعية عند عدم سداد ديونهم وقروضهم.²

رابعا: ضعف النظام الرقابي والتنظيمي

إذا كان الهيكل المؤسسي الذي تعمل في إطاره البنوك هشا أو ضعيفا فإن أداء البنوك سوف يتأثر بشكل سيئ، ويرى معظم المحللين أن النظم المحاسبية المتبعة وإجراءات الإفصاح المحاسبي وكذلك الإطار التشريعي تعتبر من معوقات فعالية جهاز السوق وممارسة الإشراف الفعال على البنوك، وأوجه الضعف هذه تؤدي إلى تدهور معدلات الربحية، ولا يستطيع المستثمر الخاص أو المشرفون على الرقابة على البنوك إدارة وتنظيم البنوك التي ترتكب الأخطاء بدون معلومات تتسم بالدقة والموضوعية والشمول حول المقدرة الائتمانية للعملاء والمقترضين، وإذا كان النظام التشريعي يتسم بالتعقيد وبطء الإجراءات وطولها سواء للبنوك للمطالبة بحقوقها اتجاه المقترضين، أو في حالات الإفلاس فإن النتيجة هي ارتفاع خسائر البنوك وارتفاع تكاليف الإقراض.³

خامسا: سياسة سعر الصرف

يلاحظ أن الدول التي انتهجت سياسة سعر الصرف الثابت، كانت أكثر عرضة للصدمات الخارجية، ففي ظل مثل هذا النظام يصعب على السلطات النقدية، أن تقوم بدور المصرف الملاذ الأخير للاقتراض بالعملة الأجنبية، حيث أن ذلك يعني فقدان السلطات النقدية لاحتياطياتها من النقد الأجنبي وحدث أزمة سيولة، وقد تنتج عن أزمة السيولة ظهور العجز في ميزان المدفوعات ومن ثم نقص في

¹ فتيحة حبشي: "تحليل سبل الأزمة المالية العالمية وسبل معالجتها"، مداخلة للملتقى الدولي حول: الأزمة المالية، جامعة منتوري، قسنطينة.

² جمعة محمود عباد: مرجع سبق ذكره، ص 8.

³ بريس عبد القادر، طرشي محمد: "التحرر المالي وعدوى الأزمة المالية"، مداخلة إلى الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية العالمية والبدائل المالية المصرفية، المركز الجامعي خميس مليانة، يومي 5،6 ماي 2009.

عرض النقود وارتفاع أسعار الفائدة المحلية، ما يزيد من الضغوط وتفاقم حدة الأزمة المالية على القطاع المصرفي.¹

المطلب الثالث: مراحل الأزمات المالية

يعتبر التعرف على المرحلة التي تمر بها الأزمة نوعاً من التشخيص وتأسيساً على هذا التشخيص تتحدد كيفية التصرف والعلاج وإذا فشل المدير في تحديد المرحلة فإنه يصبح مسؤولاً عن وقوع الأزمة وتفاقم عنفوانها وحينئذ وقوعها يكون مكلفاً ويجعل المراحل التالية مؤلمة ويمكن التمييز بين أربعة مراحل تمر بها الأزمة.

المرحلة الأولى: مرحلة الميلاد (النشأة)

إن معظم الأزمات تمر بسلسلة من المراحل وهذا لا يعني أن كل أزمة تمر بهذه المراحل فقد تمر لأزمة في مرحلة الميلاد في شكل إحساس مبهم قلق بوجود شيء ينذر بخطر وهنا يكون إدراك متخذ القرار ومعرفة وخبرته المرتكزات الأساسية في التعامل مع الأزمة ومحور التعامل معها هو تنفيس الأزمة أي النظر إلى الأزمة على أنها بركان على وشك الانفجار، ويتم معالجة غليان هذه الأزمة من خلال دراسة متعمقة لقوى الدفع الخاصة والمحركة للأزمة ومن خلال الإحاطة بعناصر الأزمة ومصادر تصارع الحقوق والمصالح يمكن فتح ثغرات جانبية في جدار الأزمة وتنفيس حالة التوتر وخلق اهتمامات جديدة تغطي على الاهتمام بالأزمة ويحولها إلى شيء ثانوي لا قيمة له.²

المرحلة الثانية: مرحلة النمو

تتمو الأزمة في حالة حدوث سوء فهم متخذ القرار في المرحلة الأولى (نشأة الأزمة)، حيث تتطور نتيجة تغذيتها من خلال المحفزات الذاتية والخارجية والتي استقطبتها الأزمة وتفاعلت معها وفي مرحلة النمو يزداد الإحساس بها ولا يستطيع متخذ القرار أن ينكر وجودها نظراً للضغوط التي تسببها الأزمة وعندما لا ينتبه متخذ القرار إلى خطورة الأزمة في مرحلة الميلاد وتتمو وتدخل في مرحلة الاتساع.³

¹ فتيحة حبشي: مرجع سبق ذكره، ص 4.

² محمود محمد العجلوني: "إدارة الأزمات في القطاع المصرفي في إقليم الشمال"، بحث مقدم إلى مؤتمر الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على اقتصاديات الدول التحديات والآفاق المستقبلية، جامعة الإسراء، 2009، ص 7-8.

³ محمود جاد الله: "إدارة الأزمات"، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص 32.

المرحلة الثالثة: مرحلة الانفجار

تصل الأزمة إلى هذه المرحلة عندما يخفق متخذ القرار في التعامل مع العوامل التي حركت الأزمة والمتغيرات التي سببت حدوثها، وفي هذه المرحلة تصل إلى أقصى قوتها وعنفها، حيث تتفجر مولدة طاقة ضخمة ذات أبعاد مختلفة، يصعب حصرها وحتى قياس حجمها.¹

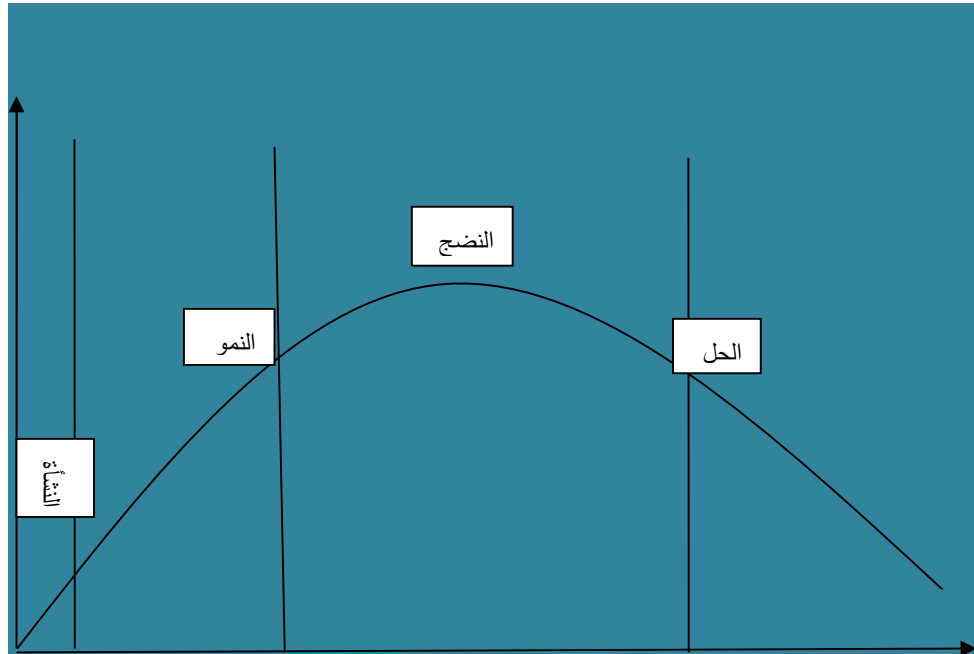
المرحلة الرابعة: انحسار الأزمة

في هذه المرحلة تبدأ الأزمة في التفتت والانهاء وذلك بسبب المواجهة العنيفة فإن فقدت الأزمة قوة الدفع الدافعة لها بدأت في الانحسار وهنا يجب على المسؤولين في المنظمة (البنك) اليقظة والحذر، فربما بعض الأزمات تتجدد مرة أخرى بقوة دفع جديدة وعلى المنظمة أن تعيد بناء نفسها وأن تتعلم من أخطائها بعلاج النتائج وذلك بإجراء التغييرات المطلوبة للأزمة أو استقطاب العناصر المحركة لها، ثم إكساب المنظمة المناعة والخبرة في التعامل مع أسباب ونتائج هذا النوع من الأزمات.

المرحلة الخامسة: تلاشي واختفاء الأزمة

وتصل الأزمة إلى هذه المرحلة عندما تفقد بشكل كامل قوة الدفع المولدة لها أو لعناصرها حيث تتلاشى مظاهرها وبالتالي تمثل هذه المرحلة آخر مراحل تطور الأزمة التي تصل إليها بعد تصاعد أخطارها إلى مرحلة التلاشي.² والشكل التالي يوضح هذه المراحل بدورة حياة الأزمة.

شكل رقم (03): مراحل دورة حياة الأزمة



¹ كمال رزيق، حسن توفيق: "الجوانب النظرية للأزمة المالية"، ورقة بحث مقدمة للمؤتمر العلمي السابع، تداعيات الأزمة الاقتصادية على منظمات الأعمال، جامعة الزرقاء الخاصة، 2009، ص6.

² محمود محمد العجلوني: مرجع سبق ذكره، ص8.

يوضح الشكل: أن فقدان الهوية من وجهة نظرنا يمكن أن تكون عامل مساعد في نشوء الأزمة وعدم اتخاذ الفعل التصحيحي عند وجود الخلل. إذ عندما توجد ثقافة مميزة للمنظمة يمكن أن تكون صمام أمان للمنظمة من خلال محتواها القيمي الذي ينعكس في سلوكيات الأفراد وبالتالي العمل على مواجهة الأزمة في المراحل الأولى لظهورها، أما في مرحلة النمو يمكن للفردية أن تعمل على تفاقم الأزمة ونموها بدلا من توفير الحل، لذلك عندما تصل الأزمة في مرحلة النمو وتصل إلى مرحلة النضوج وعدم تمكن الفردية من التعامل مع الأزمة أو السيطرة عليها، لذلك فإن الحل الوحيد هنا هو الجماعية، إذ من خلالها يمكن السيطرة على الأزمة.

لذا نرى بأن الأزمة عندما تنشأ يمكن أن يتم حلها من خلال الفردية ولكن عندما يكون هذا النمط عاجز عن تقديم الحلول وخصوصا في الأزمات ذات الأبعاد المتعددة والحجم الكبير، فإن الحل سيأتي بالتأكيد والتخفيف من مستوى شدتها والتوتر الموجود، لذلك عندما نبدأ بالانتقال من مرحلة النضج إلى مرحلة الحل، ستبدأ من جديد الفردية بالظهور، لذلك وعند هذه النقطة ننتقل إلى تأثير الفردية الجماعية. لذا نرى بأن الأزمة عندما تنشأ يمكن أن يتم حلها من خلال الفردية ولكن عندما يكون هذا النمط عاجز عن تقديم الحلول وخصوصا في الأزمات ذات الأبعاد المتعددة والحجم الكبير، فإن الحل سيأتي بالتأكيد من خلال الجماعية، وعندما تتجج الجماعية في تقديم الحلول يجب أن يتم تأطير الفردية الموجودة لضمان استمرارية النجاح الذي تم تحقيقه.¹

¹ زكرياء مطلق الدوري، سعد علي العنزي: "تحليل علاقة الثقافة التنظيمية بالأزمة من منظور الفردية-الجماعية"، بحث مقدم إلى مؤتمر العلمي الثالث-الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على اقتصاديات الدول والتحديات والآفاق المستقبلية- جامعة الإسراء 2009، ص ص12-13.

المبحث الثالث: أهم الأزمات المالية

تعد ظاهرة الأزمات المالية المتكررة سمة من سمات النظام الرأسمالي والتي يطلق عليها البعض الدورات الاقتصادية، التي تعاني اضطراب مفاجئ يصيب تلك الاقتصاديات، فقد عرفت الرأسمالية عدة أزمات طوال القرنين 19 و20، وتعد أزمة الكساد الكبير سنة 1929 أعنفها حيث أدت إلى تغيير جذري في الأساس النظري للنظام الرأسمالي. وفي أدناه أهم الأزمات المالية التي واجهت العالم.

المطلب الأول: الأزمات المالية قديماً (أزمة الكساد 1929)

تعد أشهر الأزمات المالية التي عرفها العالم خلال القرن العشرين، إذ هبطت أسعار الأسهم في سوق المال الأمريكية بنسبة 13%، ثم توالى الانهيارات في أسواق المال على نحو ما لبث أن امتدت آثارها بشراسة على الجانب الحقيقي للاقتصاد الأمريكي، وما تبعه من انهيار في حركة المعاملات الاقتصادية في الاقتصاد الأمريكي.¹

أولاً: تطور الأزمة

لقد حدثت بداية الأزمة في يوم الخميس 24 أكتوبر 1929 في بورصة نيويورك بعد طرح 13 مليون سهم في السوق، لكن لا وجود للمشتريين حيث انتشر الذعر وتدافع المستثمرين إلى البورصة لبيع ما لديهم من أسهم وظلت الأسعار في تدهور، وعندما ظهر ذلك اليوم خسر مؤشر داو جونز 22.6% من قيمته، وفي نفس اليوم وجد آلاف المساهمين أنفسهم مفلسين بل أن 11 مضارباً انتحروا في نهاية النهار بإلقاء أنفسهم من ناطحات سحاب مانهاتن.

وانهارت البورصة خاسرة 30 مليار دولار، و50% من قيمتها في نوفمبر، وبلغت إجمالي الخسائر 30 مليار دولار للفترة الممتدة من 1929/10/22 - 1929/11/13 وذلك بعد أن فقد مؤشر داو جونز 89% من قيمته في عام 1932، وهذا المبلغ في حينه يمثل عشرة أضعاف الميزانية الفدرالية، وبفوق الإنفاق الأمريكي خلال الحرب العالمية الأولى. واستكملت الأزمة تأثيراتها في يوم الثلاثاء الأسود 1929/10/29.²

¹ مصطفى العمواسي وآخرون: "الأزمة الاقتصادية العالمية وتداعياتها على الشرق الأوسط"، دار جليس للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص7.

² وليد أحمد صافي: "الأزمة المالية العالمية 2008/ طبعيتها، أسبابها وتأثيراتها المستقبلية على الاقتصاد العالمي والعربي"، مداخل إلى الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية العالمية والبدائل المالية المصرفية، المركز الجامعي خميس مليانة، يومي 5 و6 ماي 2009.

ثانياً: مظاهر الأزمة

- (1) انخفاض شديد في الاستهلاك الكلي.
- (2) انخفاض الاستثمارات من جانب القطاع الإنتاجي.
- (3) ارتفاع معدلات البطالة لتصل إلى حوالي ثلث قوة العمل الأمريكية في عام 1932.¹
- (4) انهيار آلاف الشركات المالية من بنوك وشركات مالية أو تأمين.
- (5) بسبب البطالة ضعفت القدرة الشرائية لدى المستهلكين مما أرغمهم على التوقف عن الشراء وتوقف الطلب.
- (6) كساد السلع المعروضة بسبب انخفاض القدرة الشرائية بعد تسريح العاملين.²

ثالثاً: النتائج المترتبة:³

- (1) امتدت آثار هذه الأزمة إلى خرج الولايات المتحدة لتضرب دول أوروبا الغربية على نحو هدد أركان النظام الرأسمالي.
- (2) فقدان شرعية الفروض الأساسية للنظام الاقتصادي الكلاسيكي الحر المعروف بـ "دعه يعمل اتركه يمر".
- (3) قيام الاقتصاديين في الغرب بالبحث عن حلول لمشكلات الاقتصاد الحر.
- (4) ظهرت النظرية الكينزية لتؤكد على ضرورة تدخل الدولة في الحياة الاقتصادية.

المطلب الثاني: الأزمات المالية حديثاً

الفرع الأول: أزمة 1987

في اليوم الاثنين الموافق لـ 19 أكتوبر 1987 حدثت هزت رهيبية في البورصات العالمية لم يشهد لها التاريخ مثلاً ، وأطلق على هذا اليوم (الاثنين الأسود) وقد ساد الإدعاء بأن الأزمة نشأت أساساً في أسواق رأس المال في الولايات المتحدة الأمريكية، ثم منها انتقلت العدوى إلى أسواق رأس المال في باقي دول العالم، وهناك من يرى أنه العكس.⁴

¹ ثريا الخزرجي: "الأزمة المالية العالمية الراهنة وأثرها في الاقتصاديات العربية التحديات وسبل المواجهة"، بحث مقدم إلى مؤتمر العلمي الثالث-الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على اقتصاديات الدول والتحديات والآفاق المستقبلية- جامعة الإسراء 2009، ص8.

² وليد أحمد صافي: مرجع سبق ذكره، ص8.

³ فريد كورنل، كمال رزيق: "الأزمة المالية: مفهومها، أسبابها وانعكاساتها على البلدان العربية"، بحث مقدم إلى مؤتمر العلمي الثالث-الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على اقتصاديات الدول والتحديات والآفاق المستقبلية- جامعة الإسراء 2009، ص1.

⁴ كمال العقرب، بلحمدي سيد علي: "أهم الأزمات المالية الناتجة عن أنشطة الأسواق المالية التقليدية وخيار الأسواق المالية الإسلامية كبديل" مداخلة إلى الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية العالمية والبدائل المالية المصرفية، المركز الجامعي خميس مليانة، يومي 5،6 ماي 2009.

حيث انهارت فيها أسعار الأسهم في بورصة وول ستريت في نيويورك وبلغ مجموع الخسائر 500 مليار دولار ومنها انتقلت الأزمة إلى بقية البورصات العالمية، منها بورصة نيويورك وطوكيو، وكانت هذه الأزمة أقل حدة من أزمة الكساد العظيم (1929-1933) إذ لم تستمر فترة طويلة من الزمن (سنة واحدة) وفيها تلاشى مؤشر البورصة الاسترالية تماما وهبطت أسعار العقارات، عادت بعد هذه السنة المؤسسات المالية والإنتاجية إلى العمل من جديد.¹

كانت الأزمة 1987 خاصة مميزة، حيث تعود في جزئها الكبير إلى ما يعرف بتأمين المحافظ المالية هذه التقنية من المفترض أن تحمي محافظ المستثمرين من خلال خاصية البيع التلقائي في حالة الانخفاض. هذا البيع قد يكون آليا إذا كانت المحفظة تسير من خلال برنامج الحاسوب، حيث حفز انخفاض الأسعار أوامر بيع تتولد آليا والتي زادت من انخفاض الأسعار لتحفز أوامر بيع آلية أخرى وهكذا.²

أولاً: أسباب الأزمة

قدمت عدة تفسيرات مختلفة لأسباب أزمة 1987 وانهيار البورصات العالمية، وأهم هذه التفسيرات التي توضح أسباب الأزمة ما يلي:³

(1) الأزمة هي انعكاس لردود أفعال مبالغ فيها من قبل المتعاملين، حيث تتابعت موجات المضاربة لشراء اللاعقلاني المبالغ فيه من قبل المتعاملين في البورصة، وانتقال المدخرين من الاستثمارات الحقيقية إلى الاستثمارات المالية، حتى انتهى الأمر إلى هبوط سريع في الأسعار.

(2) عقب الأزمة مباشرة قدم جنكي دراسة كشفت عن أن مستويات أسعار الأسهم في السوق الأمريكية كانت أعلى كثيراً مما كان ينبغي أن تكون عليه، وإن ما حدث من الأزمة لا يخرج عن كونه تصحيح الأوضاع.

(3) ساد اعتقاد خلال وعقب أزمة أكتوبر 1987 بأن أساليب الاتجار التي استحدثت في السوق الأمريكية في منتصف السبعينات وأوائل الثمانينات، إضافة إلى سوق العقود المستقبلية في الأوراق المالية الذي بدأ نشاطه في عام 1987، هي التي تسببت في إحداث أزمة في العالم بأسره ومن أهم الأساليب المستحدثة للمتاجرة في أسواق رأس المال الأمريكية: المتاجرة بالحزمة ومراجعة مؤشر السهم، وتأمين المحفظة.

¹ وليد أحمد صافي: مرجع سبق ذكره، ص 9.

² موسى مبارك خال: مرجع سبق ذكره، ص 46.

³ كمال العقريب، بلحمدي سيد علي: مرجع سبق ذكره، ص 11.

ثانيا: النتائج المترتبة عن أزمة 1987

- 1) انخفاض أسعار الأوراق المالية إلى أدنى مستوى.
- 2) انتشار الأزمة إلى بقية دول العالم خاصة لندن.
- 3) انهيار الأجهزة المصرفية.
- 4) عرفت أزمة الاثنين الأسود بأزمة إدارة الأموال.
- 5) خسارة طوكيو نسبة 10% من قيمتها.¹

الفرع الثاني: أزمة المكسيك (1994-1995)

كانت المكسيك حتى نهاية 1994 البلد الذي أغرق المستثمرين وحقق وعوده بإرادات خيالية لهم، ذلك أن البيزو كان مرتبطا بالدولار الأمريكي وقد قدم حينها فوائد مرتفعة جدا، فقد استثمرت مليارات الدولارات في المكسيك وبدأت تظهر بوادر الحلم المكسيكي في اللحاق بدول جنوب شرق آسيا من حيث قدرتها للتغلب على أزمة المديونية بنجاح.²

لقد أثبتت التجربة المكسيكية من 1989 إلى 1994 بأن السيادة المطلقة لقوى السوق هي التي ستحقق الرفاهية الاقتصادية. لقد قال مدير صندوق النقد الدولي أن الأزمة المكسيكية عام 1995 كانت الأزمة الكبيرة الأولى في عالمنا الجديد عالم "الأسواق المعولمة".³

أولا: تطور أزمة المكسيك

مع بداية عام 1994 ولضمان قدرة الدولة الائتمانية وتغطية حاجاتها لزمها أكثر من مليار دولار ونتيجة لهذا فقد أعلنت الآلاف من الشركات إفلاسها في الوقت الذي تحول فيه مئات الآلاف إلى عاطلين عن العمل، لذا سميت هذه الأزمة بالأزمة الأولى للقرن الحادي والعشرين. لقد تضررت المكسيك على نحو قاس خلال أزمة المديونية في عقد الثمانيات من القرن العشرين⁴، بدأت الدولة في القيام بإصلاحات هيكلية تضمنت عدة نقاط غرضها إعادة الثقة لدى المستثمرين قصد إعادة المكسيك إلى الأسواق المالية الدولية. فانتهاج برنامج إصلاحات ذو طابع حر (رفع الرقابة على أسعار الصرف، خصوصية، تحرير التجارة الخارجية، إزالة القيود التنظيمية بالاستثمارات الأجنبية، التخفيف من القيود التنظيمية وتحديث الأسواق المالية)⁵. لكنها شهدت في بداية التسعينات فترة تحرير شملت إزالة القيود على تدفقات رؤوس

¹ حسيني علي خربوش وآخرون: "الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات"، دار زهران للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص 48.

² زهية كواش، فتحة بن حاج جيلالي مغراوة: "الآزمات المالية وعلاقتها بسعر الفائدة"، مداخلة إلى الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية العالمية والبدائل المالية المصرفية، المركز الجامعي خميس مليانة، يومي 5 و6 ماي 2009.

³ ميلود بوعبيدة: "الآزمات المالية العالمية الأزمة الآسيوية وأزمة أمريكا اللاتينية"، بحث سنة أولى ماجستير، فرع اقتصاد دولي، العولمة

والمؤسسات الدولية، جامعة باتنة، 2003-2004، ص 7.

⁴ زهية كواش، فتحة بن حاج جيلالي مغراوة: مرجع سبق ذكره، ص 8.

⁵ بن منصور نجيم: مرجع سبق ذكره، ص 138.

الأموال وخصخصة عدد من البنوك وإعادة هيكلة الديون التي تضمنت الانفتاح على المنافسة الأجنبية ورفع التنظيم الحكومي وما تبعه من إصلاح مالي صاحبها تدفق رؤوس الأموال الأجنبية.¹

(1) العوامل التي ساعدت على تدفق رؤوس الأموال:

- تدني معدلات الفائدة في الولايات المتحدة الأمريكية وما رافقه من ركود في هذا البلد وفي بلدان أخرى الأمر الذي حث المستثمرين على توظيف أموالهم في المكسيك لتحقيق أرباح كبيرة.
- دخول المكسيك مع الولايات المتحدة الأمريكية في اتفاقية نافتا وهو ما عزز ثقة المستثمرين الأجانب بالمكسيك.
- زيادة الناتج المحلي بمعدلات مرتفعة (3.1% سنوياً بين 1988-1994).
- توسيع نطاق الخصخصة للقطاعات المملوكة من قبل الدولة.

(2) النتائج المترتبة على تدفق رؤوس الأموال:

لقد وصل تدفق رؤوس الأموال الأجنبية داخل المكسيك قمته في عام 1993 وهو ما ساهم بدرجة كبيرة في زيادة حجم الائتمان الممنوح من قبل البنوك للقطاع الخاص بمعدل نمو سنوي بلغ متوسط 66% إلا أن النكسات السياسية بدأت تهز الثقة في استقرار المكسيك وبدأ تدفق رأس المال إلى داخل المكسيك بالتباطؤ كما تدهورت المدخلات المحلية وأصبحت العملة المحلية مقومة بأعلى من قيمتها الحقيقية وهو ما ترتب عليه زيادة معدلات الاستهلاك. وفي النهاية رفعت الحكومة المكسيكية معدلات الفائدة الحقيقية إلى 40% في السنة خلال الأزمة والعملة المكسيكية البيزو لم ترتفع قيمتها أكثر مما ينبغي بالرغم من محاولات الحكومة المحافظة على قيمة البيزو من الارتفاع إلا أن البيزو المكسيكية فقدت نصف قيمتها ابتداء من 1994.

وفي نهاية 1994 كانت الحكومة المكسيكية قد أنفقت كامل احتياطياتها من الصرف الأجنبي فخفضت من قيمه عملتها وسمحت لها أن تعوم مقابل الدولار الأمريكي، إلا أن هذا التخفيض كان له نتائج تدميرية ونتيجة لذلك توجهت الحكومة المكسيكية إلى الإدارة الأمريكية إذ خصصت لها هذه الأخيرة اعتماداً مالياً بقيمة 50 مليار دولار ووعدت الولايات بتقديم 20 مليار دولار منفردة من هذا الاعتماد على أن يساهم البنك الدولي وصندوق النقد الدولي وبعض دول مجموعة السبع بتأمين القسم الباقي مقابل ذلك قدمت المكسيك صادراتها المستقبلية من النفط ككفالة للأمم.

¹ زهية كواش، فتحة بن حاج جيلالي مغراوة: مرجع سبق ذكره، ص 8-9.

ثانيا: نتائج الأزمة المكسيكية:

- (1) خسارة 2.4 مليون فرصة عمل خلال نصف عام، مما أدى إلى تضاعف البطالة.
- (2) إفلاس 60 ألف شركة بناء.
- (3) تقلص الناتج الإجمالي بما نسبته 10%.
- (4) ارتفاع معدل التضخم إلى 35% في الوقت الذي تقلص فيه الاستهلاك الخاص بحوالي 12%.
- (5) انخفاض الرقابة على الصرف الأجنبي.¹

الفرع الثالث: الأزمة الآسيوية 1997

شهدت الأسواق المالية لجنوب شرق آسيا (النمور الآسيوية) انهيار كوبي منذ الاثنيين الموافق 1997/10/27 والذي أطلق عليه بيوم الاثنيين المجنون حيث بدأت الأزمة من تايلاندا ثم انتشرت بسرعة إلى بقية دول المنطقة حينها سجلت أسعار الأسهم فيها معدلات منخفضة بشكل حاد، فانخفاض مؤشر (Hang Seng) بنحو 1211 نقطة لأول مرة منذ أكثر من ثلاثين عاما، إضافة إلى انخفاض مؤشرات بقية بورصات دول المنطقة دون أن يكون متوقعا انهيار هذه الأسواق بهذه الدرجة والسرعة نظرا لما تتمتع به اقتصاديات الدول المعنية من معدلات نمو مرتفعة بين 7-8% كمتوسط وتنوع قاعدته التصديرية، واندماج أسواقها واقتصادياتها في الأسواق العالمية.²

أولا: أسباب الأزمة الآسيوية

(1) الأسباب المباشرة:

- أ - عرفت دول جنوب شرق آسيا تباطؤ اقتصادي حقيقي ما بين 1995 و 1996، فهناك انحطاط لتجارة السلع الإلكترونية على المستوى العالمي.
- ب - عجز في الميزان التجاري في هذه الدول، وهذا راجع إلى عدة عوامل أهمها:
 - ✓ زيادة الطلب المحلي أدى إلى زيادة الواردات، فيما كانت صادرات هذه الدول تعاني تراجع في تجارة السلع الإلكترونية.
 - ✓ انخفاض تنافسية الأسعار في بداية عام 1995، وذلك بفعل ارتفاع قيمة الدولار، حيث أن عملات معظم جنوب شرق آسيا كانت مرتبطة بالدولار الأمريكي، كما أن قيمة الين الياباني انخفضت عام 1994.
 - ✓ المنافسة الحادة للدول الآسيوية من الجيل الثالث (الهند، الفيتنام...).
 - ✓ تحرير تجارة السلع والخدمات في إطار جولة الأوروغواي عام 1994.

¹ زهية كواش، فتحية بن حاج جيلالي مغراوة: مرجع سبق ذكره، ص 9.

² ناصر المهدي، زغدار أحمد: "الأزمة المالية الآسيوية والعقارية الأمريكية... الأسباب والدروس المستخلصة من الأزميتين"، مداخلة إلى الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية العالمية والبدائل المالية المصرفية، المركز الجامعي خميس مليانة، يومي 5 و6 ماي 2009.

✓ كانت الحاجة إلى التمويل الخارجي مغطاة بالاستثمارات الغير المستقرة مثل الاستثمارات المحفظية، القروض البنكية القصيرة الأجل، هذه التدفقات من رؤوس الأموال كانت مولدة من منطلق وجود أسعار الصرف، ذلك أن عملات هذه الدول كانت مرتبطة بالدولار.

(2) الأسباب المعقدة: وتتمثل فيما يلي:

أ الإقراض والاقتراض من البنوك: ظهرت المشاكل المالية في آسيا أساسا من عمليات الاقتراض والإقراض التي تقوم بها البنوك، فالشركات في دول جنوب شرق آسيا تميل نحو الاعتماد على الاقتراض من البنوك كي تزيد رأسمالها بمعدل أكبر من إصدار الأسهم والسندات. وتكمن نقطة الضعف في هذا النظام في أن الثقافة التجارية في هذه الدول تتوقف كثيرا على العلاقات الشخصية، وهذا ما يؤدي إلى زيادة الإقراض للشركات التي ترتبط بالبنوك ارتباطا وثيقا. وتنطوي عمليات الإقراض الدولي على نوعين من المخاطرة:

✓ توزيع الحسابات التي تتعلق بالديون: حيث أن الكثير من البنوك والشركات اقترضت قروض قصيرة الأجل وقد استحققت قبل تشغيل المشروعات أو قبل تحقيقها أرباح كافية يمكن من خلالها إعادة سداد القرض.

✓ نوع الدين خاص أو عام: إن التغيير الهيكلي في طبيعة الاقتراض من جانب دول جنوب شرق آسيا يتمثل في أن نوع الاقتراض قد تحول بعيدا عن الحكومة، وبدأت البنوك في الاقتراض من مؤسسات مالية عالمية.

ب - ثبات أسعار الصرف : من العوامل التي ساعدت على ظهور الأزمة الآسيوية، هو تماشي أسعار الصرف لأغلب عملات هذه الدول في خط مستقيم مع الدولار، أو مجموعة العملات التي يهيمن عليها الدولار، كما أن هذا النظام أتاح بيئة مالية مستقرة وهذا ما شجع مصادر رأس المال الأجنبي على تقديم القروض والاستثمارات.

ج - ضعف المؤسسات الحكومية: إن السرعة التي نمت بها الاقتصاديات الآسيوية، وحررت بها أسواقها المالية، تعني تطوير النظم المالية في بعض هذه الاقتصاديات لم تتماشى مع التطور في أسواق المال فكانت هناك معايير إقراض غير دقيقة، ونظم إشراف ضعيفة المستوى واستغلال سيئ لرأس المال. إن إحدى المشكلات التي واجهت النظام المصرفي في تلك الدول، افتقارها إلى أشخاص ذوي خبرات، وألمح المحللون إلى أن البنوك الخاصة، والمؤسسات المالية الأخرى تطورت ونمت في اقتصاديات النمر الآسيوية، وكثيرا مما لجأت إلى البيروقراطية.

د - المضاربة: لقد وجه رئيس وزراء ماليزيا ماهاتير Mahatir اللوم إلى صناديق الاستثمار الأجنبية الكبيرة، وذلك بسبب الهجمات التي تعرضت لها الأسواق المالية بهدف تحقيق أرباح لأنفسهم دون مراعاة لمصالح تلك الدول، وقد أعلن مهاتير أن تجارة العملة تجارة غير أخلاقية ويجب العمل

على وقفها. إن أسواق النقد المالية الأجنبية قد تطورت أساسا، ونمت كي تخدم المستوردين والمصدرين فإن الأغلبية الكبيرة (95%) من الصفقات التي نمت في هذه الأسواق كانت في شكل عمليات رأسمالية وهذه الصفقات قام بها الشركات والصناديق المالية والمضاربون وآخرون، لأسباب لا تتعلق مباشرة بالتجارة الدولية، إنما هذه الصفقات تتحدد بالسياسات النقدية والتوقعات والتنظيمات الحكومية

هـ - تكنولوجيا سوق رأس المال: إن التغيرات في تكنولوجيا سوق رأس المال قد حدثت في الأدوات المالية المتاحة، وفي تكامل أسواق المال على نطاق عالمي، ففي ظل انتشار تحويلات الأموال إلكترونيا وفي ظل توفر شبكة معلوماتية متطورة أصبحت الأموال قادرة على التدفق من دولة لأخرى بسرعة كبيرة، وهذا ما أدى إلى زيادة المشاكل الموجودة في السوق، التي يمكن أن تؤثر على أسواق مالية أخرى.¹

ثانيا: النتائج المترتبة على هذه الأزمة:

فيما يلي أهم النتائج والآثار المترتبة عن الأزمة الآسيوية:

- (1) أثرت تلك الأزمة على باقي الدول الآسيوية المجاورة لتايلاندا مثل الفيليبين واندونيسيا وكوريا الجنوبية وغيرها.
- (2) تزايد حجم الدين العام الخارجي لأربعة من أكثر الدول الآسيوية بسبب تفاقم الأزمة حتى وصل حجم الدين الخارجي 180% من حجم الناتج المحلي لتلك الدول.
- (3) دخلت المؤسسات الدولية خاصة صندوق النقد الدولي من أجل إنقاذ الوضع مقابل قيام تلك الدول بتنفيذ برامج معينة للإصلاح الاقتصادي والهيكلية كما حدث في اندونيسيا وكوريا الجنوبية ودول أخرى.²
- (4) تشير بعض التقديرات إلى مجموع الخسائر التي تكبدتها أسواق المال في دول جنوب شرق آسيا ما لا يقل عن 600 مليا دولار أو ما يساوي ثلثي الناتج المحلي الإجمالي لهذه الدول.
- (5) تخوف الكثير من المستثمرين من تدهور اقتصاديات دول جنوب شرق آسيا، مما جعلهم يسارعون إلى بيع حجم كبير من الأسهم لتقليص خسائرهم، وهو ما زاد تدهور قيمة الأسهم وزعزعة الثقة لدى المستثمرين.
- (6) الانسحاب المفاجئ لرؤوس الأموال الأجنبية في الوقت الذي أسهمت فيه هذه الأموال في رفع معدلات النمو خلال السنوات الأخيرة قبل الأزمة.
- (7) إفلاس وانهيار العديد من البنوك والشركات، مما أدى إلى ارتفاع قيمة البطالة والتضخم.

¹ ميلود بوعبيدة: مرجع سبق ذكره، ص ص 13-15.

² ثريا الخزرجي: مرجع سبق ذكره، ص 9.

(8) الآثار السلبية على قطاع الإنتاج والعمالة، وارتفاع معدلات الفقر والخلل الاجتماعي، وسوء توزيع الثروات والتحول.

(9) انخفاض الناتج المحلي الإجمالي وتباطؤ النمو الاقتصادي، وهروب رؤوس الأموال ونقص في الإنفاق العام والخاص، وزيادة عجز الحسابات الجارية وموازين المدفوعات.¹

¹ أحميمة خالد: مرجع سبق ذكره، ص15.

خلاصة الفصل:

من خلال استعراضنا لهذا الفصل خلصنا إلى أن التطور المتسارع للأسواق المالية وتوسعها عبر العالم وابتكاراتها المالية المتجددة، كان مصاحبا لإختلالات مالية أثرت على الوظيفة الأساسية للنظام المالي وهي تعبئة الموارد وتمويل القطاعات الاقتصادية. حيث ساعدت هذه الابتكارات وهذا التوسع الكبير على ظهور ممارسات غير فعّالة في تمويل النشاط الاقتصادي، كالمضاربات في الأوراق المالية التي لا تمثل عمليات تبادل حقيقية، حيث تسبب كل ذلك في ظهور أزمات مالية متكررة، متسارعة في العقود الأخيرة. وبالتالي:

- ✓ الأزمة المالية هي: تلك التذبذبات التي تؤثر كليا أو جزئيا على مجمل التغيرات المالية، حجم الإصدار أسعار الأسهم والسندات ومعدل صرف العملات كذلك اعتمادات الودائع المصرفية.
- ✓ الأزمة المالية ليست ظاهرة جديدة، بل تبين التسجيلات التاريخية والإحصاءات تعرض النظام الرأسمالي لأزمات مالية منذ بداياته وبشكل متكرر وعلى مستويات مختلفة، محلية، إقليمية وعالمية.
- ✓ إن النصف الثاني من القرن العشرين شهد تسارعا لهذه الأزمات حتى العقد الأخير من القرن وأصبحت مكلفة أكثر فأكثر سواء بالخسائر التي تلحقها بالأسواق المالية أو بالاقتصاد الحقيقي.
- ✓ سجلت عدة أزمات أخذت بعدا إقليميا وعالميا، منها أزمة الكساد الكبير 1929، وأزمة المكسيك 1994 والأزمة الآسيوية 1997، ورغم اختلاف هذه الأزمات جغرافيا وتاريخيا فإنها ذات خصائص مشتركة.
- ✓ أن السبب في كل هذه الأزمات واحد، وهو الدين المبالغ فيه والذي لا يبرره النشاط الحقيقي وإنما يسنده نشاط مرتبط ومساعد على نمو الدين نفسه.
- ✓ عادة ما تنتج الأزمة المالية مشاكل اقتصادية في الاقتصاد الحقيقي المتمثلة في الركود وانخفاض الإنتاج وانتشار البطالة، فضلا عن مشاكل جسيمة أخرى يسببها الاقتصاد المالي كما حدث أشهر أزمة شهدها العالم بأسره وهي أزمة الرهن العقاري لسنة 2008.

الفصل الثالث:
أزمة الرهن العقاري

تمهيد:

تعد الأزمة المالية العالمية التي عصفت بالاقتصاد العالمي منذ أغسطس 2007م من أعنف الأزمات الاقتصادية العالمية بعد أزمة الكساد الكبير. وتأتي خطورة وعنف هذه الأزمة كونها انطلقت من الاقتصاد الأمريكي الذي يشكل نموه محركاً لنمو الاقتصاد العالمي. ولم تكن مجرد أزمة اقتصادية أحادية التأثير، بل تعدى تأثيرها ليشمل كافة دول العالم التي يتفاعل اقتصادها ويتأثر بالاقتصاد الأمريكي الحر بدرجة أو بأخرى.

تعتبر الأزمة الأمريكية الحديثة أحد أهم نتائج الاقتصاد الرأسمالي أو حرية السوق والتي تقضي بعدم تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي. من إذ تعتبر من أسوأ الأزمات التي يمر بها الاقتصاد العالمي منذ عقد الثلاثينات، بل وتعتبر الأخطر في تاريخ الأزمات المالية، خاصة بعدما ثبت عجز النظام المالي الدولي عن احتوائها والتخفيف من آثارها بشكل سريع وفعال.

وسنحاول في هذا الفصل التطرق بالدراسة لمختلف جوانب الأزمة المالية 2008، ومحاولة التعرف على الدور المأمول للصكوك المالية الإسلامية في تقديم حلول عملية لمعالجة الاختلالات الناجمة عن هذه الأزمة ولذلك قسمنا هذا الفصل إلى ثلاث مباحث أساسية:

المبحث الأول: أساسيات حول الأزمة المالية العالمية 2008.

المبحث الثاني: مراحل الأزمة المالية 2008، آثارها، الجهود المبذولة لاحتوائها.

المبحث الثالث: تقييم دور الصكوك المالية الإسلامية في معالجة أزمة الرهن العقاري.

المبحث الأول: أساسيات حول الأزمة المالية العالمية 2008

شهد العالم سنة 2008 أزمة مالية خانقة، وعلى رأسه الولايات المتحدة الأمريكية التي تعيش أزمة اقتصادية حادة ألقت بظلالها لتشمل دول جنوب شرق آسيا واليابان والصين وكذا دول العالم الثالث.

المطلب الأول: ماهية الأزمة المالية العالمية 2008

الفرع الأول: تعريفها

تعددت تعريفات هذه الأزمة ونذكر منها مايلي:

التعريف الأول: الأزمة المالية 2008: "هي التداعيات الناجمة عن أزمة الرهون العقارية* التي ظهرت على السطح في عام 2007 بسبب فشل ملايين المقترضين لشراء مساكن وعقارات في الولايات المتحدة في تسديد ديونهم للبنوك وأدى ذلك إلى حدوث هزة قوية في الاقتصاد الأمريكي، ووصلت تبعاتها إلى اقتصاديات أوروبا وآسيا مطيحة في طريقها بعدد كبير من كبريات البنوك والمؤسسات المالية العالمية ولم تفلح مئات مليارات الدولارات التي ضخّت في أسواق المال العالمية في وضع حد لأزمة الرهون العقارية حتى تطورت إلى أزمة مالية عالمية.¹"

التعريف الثاني: تعرف أزمة الرهن العقاري بأنها: "مبالغ مالية طائلة خرجت من النظام المصرفي التقليدي لتتنوع على نظام (مصرفي خفي) خارج تقريبا عن سيطرة السلطات ويتضمن منتجات متفرعة عن القروض العقارية العالية المخاطر.²"

* ويعرف الرهن العقاري بأنه "عبارة عن عقد يكتسب بموجبه الدائن حقا عينيا على عقار لوفاء دينه، ويمكن له بمقتضاه أن يستوفي دينه من ثمن ذلك العقار في أي يد كان، متقدما على الدائنين التاليين له في المرتبة".

ولا يمكن في الواقع أن ينشأ الرهن العقاري إلا بثلاث طرق:

(1) الرهن الناشئ بعقد رسمي أو الرهن الاتفاقي، ويأتي هذا الرهن تبعا لإرادة التعاقد ما بين الأطراف المعنية والتي تملك القدرة والحق فهو في التصرف في هذه العقارات.

(2) الرهن الناشئ بمقتضى القانون، وهو ينشأ تبعا لأحكام قانونية موجودة.

الرهن الناشئ بحكم قضائي، وهو الرهن الذي ينشأ تبعا لأمر من القاضي.

راجع: الطاهر لطرش: "تقنيات البنوك"، ديوان المطبوعات الجامعية للنشر، الجزائر، الطبعة 7، 2010، ص ص 171-172.

¹ وهيب ليزيد: "المرض المالي العالمي: النشأة والتطور"، Ralentissement économique mondial et effets sur les économies، 11/10 2009، euro-maghrébienes Bèjaia 10، ص 2.

² موسى اللوزي وآخرون: "التحديات التي تواجه منظمات الأعمال المعاصرة"، الأزمة المالية العالمية والآفاق المستقبلية، مكتبة المجتمع العربي عمان، الأردن، 2011، ص 310.

التعرف الثالث: تعرف على أنها "أزمة مالية خطيرة ظهرت على السطح فجأة، فجرها في البداية تهافت البنوك على منح قروض عالية المخاطر، وبدأت الأزمة تكبر ككرة ثلج لتصل إلى تهديد قطاع العقارات في الوم، ثم البنوك والأسواق المالية العالمية لتشكيل تهديد للاقتصاد المالي العالمي".¹

فالأزمة المالية العالمية لسنة 2008 هي أزمة رهن عقاري، نتيجة للإفراط في منح قروض العقارات من دون ضمانات مقدمة، وبأسعار فائدة منخفضة جداً... ولقد ظهرت ملامحها بوضوح مع بداية 2007 لتطفو على السطح وبشكل جلي للعيان سنة 2008، وخاصة مع توقف المقرضين عن الدفع وزيادة عدد المنازل المعروضة للبيع، وبروز ظاهرة استيلاء المقرضين على المنازل وسحب المستثمرين أموالهم. فانخفضت أسهم شركات الاستثمار العقاري، مما أدى إلى حدوث أزمة في السوق المالي الأمريكي لتنتقل العدوى إلى القارة الأوروبية ثم الآسيوية نتيجة ارتباط عدد كبير من المؤسسات المالية الأوروبية والآسيوية بالسوق الأمريكي.

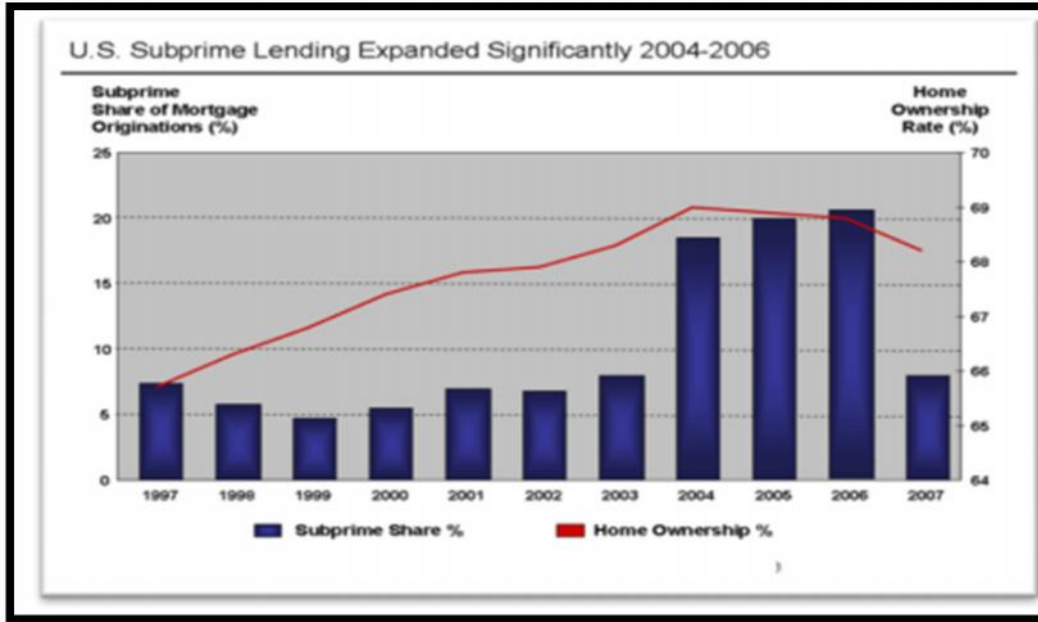
الفرع الثاني: نشأة الأزمة وجذورها

إن قطاع العقارات في الوم. شكل على مدى العقد المنصرم قاطرة نمو للاقتصاد الأمريكي وتوجهت إليه أموال المستثمرين إثر أزمة فقاعة الإنترنت في عام 2000، ونتيجة لهذا التوجه الجديد بدأت أسعار العقارات بالارتفاع في الوم.أ. ونتج عن ارتفاع الأسعار أمران:

الأمر الأول: إن الراغبين في شراء المساكن الجديدة ذات الأسعار المرتفعة أصبحوا مطالبين بمبالغ أكبر قبل الحصول على هذه المساكن، لذلك ارتفع حجم القروض المسحوبة من البنوك للحصول على العقارات التي سيبتاعونها.

¹ علي حناشي: "تحليل ظاهرة الأزمة المالية الحالية أسبابها وتداعياتها"، بحث مقدم إلى الملتقى الاقتصادي الدولي الأول حول أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، يومي 6-7 أبريل 2009، ص 301.

الشكل رقم (04): ملكية المنازل ومعدل الرهون العقارية في الو.م.أ. للفترة 1971-2007.



Source: http://en.wikipedia.org/wiki/File:U.S._home_Ownership_and_Subprim_Origination_Share.png

hare.png

Consult 24/04/2015 at.11:00

الأمر الثاني: إن إرتفاع أسعار العقارات سمح لمالكي هذه العقارات بزيادة حجم القروض المسحوبة، ورهن عقاراتهم وبشكل طردي، فكلما زاد سعر العقار ازداد حجم القرض المسحوب عليه. وتعود سرعة تطور واستفحال الأزمة عالميا إلى شدة الإرتباط بين الأنشطة والمؤسسات المالية مع بعضها البعض. وبسبب الحساسية الكبيرة التي يتمتع بها النشاط المالي الذي يعتمد بشكل كبير على ثقة المستثمرين به.¹

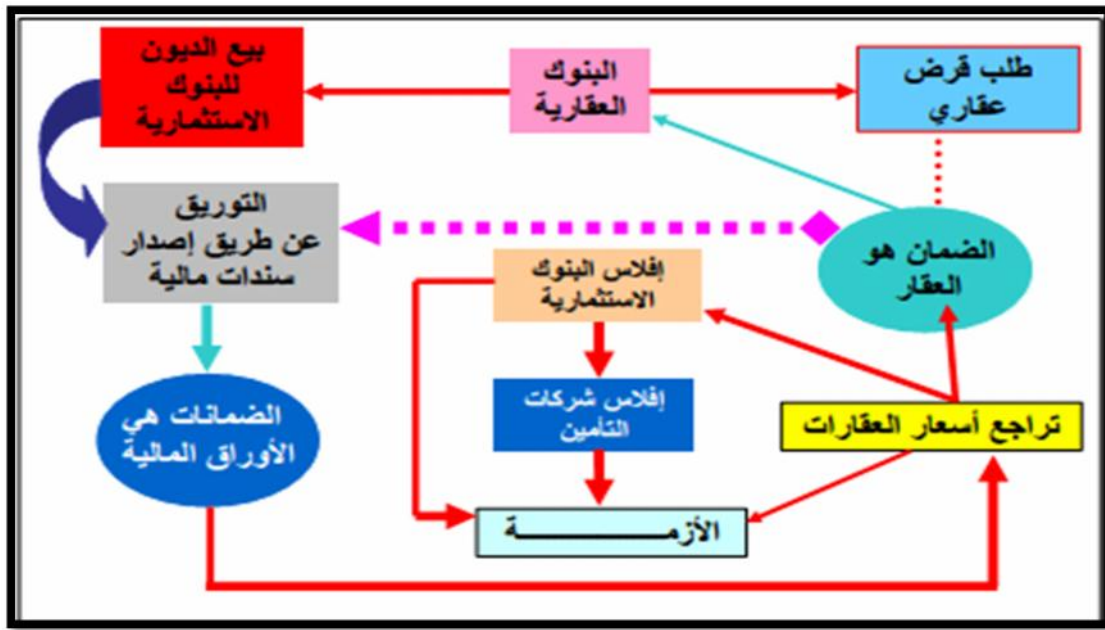
ويمكن بلورة أهم جذور الأزمة من خلال النقاط التالية:

- 1) انخفاض نسبة الفائدة على القروض الخاصة بالعقارات خلال 2006/2000 إلى 1.5% وبدون ضمانات.
- 2) قيام بعض البنوك بتحويل قيم القروض الممنوحة إلى سندات متداولة في السوق المالي الأمريكي. كما قام بعضهم الآخر ببيع الديون على شكل مستندات للمستثمرين.
- 3) قيام المستثمرين برهن المستندات الحاصلين عليها مقابل الحصول على ديون جديدة يستعملونها في شراء المستندات. وذلك من أجل زيادة الأرباح بوتيرة سريعة.
- 4) في بداية 2007 أصبحت قيمة العقارات أقل من قيمة السندات المتداولة.

¹ هناء الحنيطي، ملك خصاونة: "دور الجهاز المصرفي الإسلامي في ظل الأزمة الاقتصادية"، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي السابع الدولي "تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمات الأعمال"، جامعة الزرقاء الخاصة، 3-5 / 11/2009، ص9.

5) فشل الملايين من المقترضين على تسديد ديونهم، الأمر الذي تسبب في إفلاس العديد من البنوك تم سحب عدد هائل من المستثمرين لأموالهم من البنوك، وهذا ما سبب مشكلة سيولة لدى العديد من البنوك، التي حاولت بيع العقارات دون جدوى، فانهارت هذه البنوك والمؤسسات المالية.¹ ولمزيد من التوضيح حول سيرورة الأزمة المالية العالمية التي يعيشها الاقتصاد العالمي نوردنا في المخطط التالي:²

الشكل رقم(05): سيرورة الأزمة المالية العالمية 2008



¹ شوقي جباري، أحمد طرطار: 'فعالية الصكوك الإسلامية في معالجة الأزمة المالية العالمية'، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، العدد الحالي سبتمبر 2014. مجلة متاحة على الرابط الإلكتروني، www.giem.info/article/details/ID/403، تاريخ الإطلاع: 2015/04/26، ساعة الإطلاع: 9:17.

² زايد عبد السلام، مفران يزيد: مرجع سبق ذكره، ص ص 12-13.

المطلب الثاني: الخصائص الرئيسية لأزمة الرهن العقاري وعواملها

الفرع الأول: الخصائص الرئيسية لأزمة الرهن العقاري

نشير فيما يلي إلى بعض الخصائص الرئيسية في أسواق الرهن العقاري:¹

أولاً: نسبة القرض إلى القيمة (أي نسبة القرض العقاري إلى قيمة المساكن) ومدة القرض المعتادة: فارتفاع نسبة القرض إلى القيمة يفسح المجال أمام المقترضين لاقتراض المزيد بينما تسمح فترات السداد الأطول بالمحافظة على نسبة خدمة الدين (المقصود بخدمة الدين: سداد القسط مضافاً إليه الفائدة المستحقة إلى الدخل في حدود يمكن استيعابها).

ثانياً: إمكانية تكرار الاقتراض بضمان قيمة المسكن والسداد المبكر للقرض بدون رسوم: فإمكانية الاقتراض بضمان القيمة المتراكمة للمساكن تسمح المستهلكين بالاستفادة مباشرة من ثرواتهم السكنية والحصول على المزيد من القروض عند ارتفاع أسعار المساكن. وتتسبب رسوم السداد المبكر في تقييد قدرة المستهلكين على إعادة تمويل قروضهم العقارية في حالة انخفاض أسعار الفائدة.

ثالثاً: إنشاء أسواق ثانوية للقروض العقارية: فكلما ازداد تطور أسواق القروض العقارية الثانوية سيجد المقرضون سهولة أكبر في الحصول على التمويل عبر أسواق المال وتقديم القروض للمستهلكين إذا ما تساوت الشروط الأخرى بعد أن أشرنا إلى تطور الرهن العقاري أو التمويل العقاري بصورة مختصرة والذي سبب الأزمة المالية التي يعيشها العالم الآن.

الفرع الثاني: العوامل التي جعلت الأزمة المالية الأمريكية أزمة عالمية:

هناك ثلاث عوامل أساسية أدت بالأزمة المالية الأمريكية أزمة عالمية:²

العامل الأول : إن الولايات المتحدة الأمريكية هي أكبر بلد مستورد في العالم، حيث تبلغ وارداتها السلعية نحو 1919 مليار دولار أي بنسبة 15.5 % من الواردات العالمية وبالتالي فإن الأزمة الاقتصادية وظهور الكساد الاقتصادي في الولايات المتحدة الأمريكية سوف ينعكس على صادرات دول العالم الأخرى.

العامل الثاني: يتعلق بالمخاوف من تقلبات سعر صرف الدولار السلبية مقابل العملات الرئيسية كما حدث للدولار أمام الأورو وهذه التقلبات تعني اقتصادياً حدوث خسارة في الاستثمارات بعملة الدولار سواء

¹ نيل حشاد: "الأزمة المالية العالمية وتأثيراتها على الاقتصاد العربي"، مقال من المجلة الاقتصادية، الأزمة المالية العالمية، العدد الأول، 15 إلى 31 أكتوبر 2008، نشر بتاريخ 14/10/2008، ص34.

² بن حبيب عبد الرزاق، صحراوي بن شيحة: "تأثير الأزمة المالية العالمية على الصعيد الاقتصادي والاجتماعي في الجزائر - دراسة حالة المشاريع الاستثمارية وتأثير الأزمة على المجتمع المدني"، مداخلة مقدمة للملتقى الدولي حول: "الأزمة المالية يومي 14 و 15 نوفمبر 2009 كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة.

كانت في الولايات المتحدة الأمريكية أو خارجها، وعلى وجه الخصوص الدول التي تعتمد على سعر صرف ثابت للدولار. وعلى هذا الأساس فإن حدوث أزمة في أمريكا سوف يقود إلى سحب الاستثمارات من الدول المرتبطة بالدولار بسعر صرف ثابت لتتوطن في دول أخرى ذات عملات متغيرة.

3- العامل الثالث: من المعروف أن أصحاب رؤوس الأموال المستثمرة تتواجد استثماراتهم في أسواق مالية متعددة في العالم ، فإذا ما تعرضت أسهمهم في دولة ما للخسارة فإنهم يسحبون أموالهم المستثمرة إلى دولة أخرى لتعويض الخسارة أو تفاديها.

المطلب الثالث: أسباب الأزمة العالمية 2008

تكمن أسباب الأزمة المالية العالمية في ما يلي:

1) تسرب الضعف والفساد إلى الأجهزة الإدارية للمؤسسات المالية:

إن مطالعة الأسباب الأساسية للأزمات المالية تؤكد اشتراك معظم هذه الأزمات في تسرب الضعف والفساد إلى الأجهزة الإدارية الواقعة على رأس المؤسسات المالية للدول التي شهدت هذه الأزمات، لا ولم يغلب هذا السبب عن تحريك الأزمة المالية في منتصف سبتمبر 2008 بل أنه أتى على قمة الأسباب التي أدت إليها. حيث انتشر الفساد بين طائفة المسؤولين التنفيذيين ممن كانوا يشغلون وظائف الإدارة العليا في الأنظمة المصرفية، والمؤسسات المالية سواء في الوم.أ وفي خارجها، وغابت الآليات الفعالة للرقابة عليهم، مما جعلهم يتساهلون في منح قروض ائتمانية بمبالغ كبيرة دون طلب معايير الأمان الدولية في الأصول الضامنة لهذه القروض.¹ كذلك أدت إلى تذبذب الفائدة التي تقوم عليها جميع المعاملات والمحرك الرئيسي.²

2) الإفراط في منح القروض الأقل جودة وانفجار الفقاعة المالية في القطاع العقاري

إذ أصبحت العقارات في الولايات المتحدة الأمريكية أكبر مصدر للإقراض والاقتراض، إذ شهدت القروض الموجهة لضعيفي الملاءة طفرة في أمريكا خلال الأعوام الأخيرة، إذ لم يكن هناك ما هو أسهل من الحصول على قرض سكني وقد بدأت الأزمة فيما يعرف بالرهن العقاري الأقل جودة - Sub prime - أو القروض الرديئة، وهي قروض لمقترضين يمتازون بنسبة الدين إلى الدخل تتعدى 55% أو

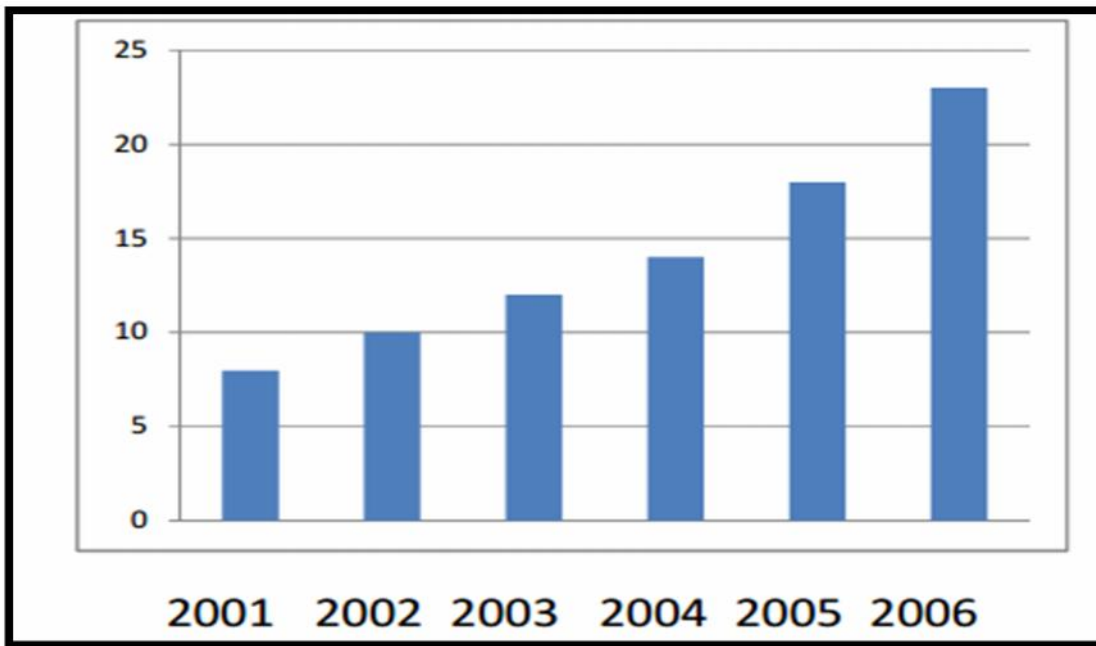
¹ برودي نعيمة، صالح حامد أسامة: "تسونامي الرهن العقاري أزمة مالية عالمية إلى أين وإلى متى؟" Ralentissement économique mondial et effets sur les économies euro-maghrébienes Bejaia 2009. ص 8.

² منير سليمان حكيم، بزن سالم العطيات: "دور مؤسسات البنية التحتية الداعمة للجهاز المصرفي الإسلامي في منع المساهمة بالأزمة والتخفيف من آثارها"، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الدولي السابع، تداعيات الأزمة الاقتصادية على منظمات الأعمال، جامعة الزرقاء الخاصة ص 11.

تكون لديهم نسبة مبلغ القرض إلى قيمة الثروة يزداد عن 85%، إلا أن هذا النظام لا يمكنه العمل إلا إذا بقيت معدلات القروض منخفضة وقيمة العقارات تزيد باستمرار ضامنة بذلك رأس المال والفوائد.¹

والشكل التالي يبين نسبة هذه القروض إلى إجمالي القروض العقارية في الولايات.م.أ. في الفترة ما بين (2001-2006)

الشكل رقم (06): نسبة القروض الأقل جودة من إجمالي القروض العقارية في الولايات المتحدة ما بين (2001-2006)%



المصدر: سرارمة مريم: "دور المشتقات المالية في تقنية التوريق في أزمة 2008"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في الاقتصاد، تخصص مالية، جامعة قسنطينة، 2011-2012، ص132.

غير أن انفجار الفقاعة العقارية في الوم.أ بدأ عامي 2006 و 2007 بتزايد كبير في عدد العاجزين عن المثابرة في تسديد أقساط قروضهم العقارية، وازداد بالتالي عدد اللذين صودرت منازلهم بشكل حاد، وهكذا بدأت الأزمة المالية في الولايات المتحدة فعلياً. فخلال عام 2007 وحده تعرض أكثر من 1.3 مليون منزل لمطالبات قانونية بالمصادرة، ويقدر مجموع قيم القروض العقارية في الولايات المتحدة عام 2008 بأثني عشر ترليون (12 ألف مليار دولار) إما تحت المصادرة أو قد دخلت في حالة تعثر.²

¹ مراد رايق رشيد عودة: "الأزمة الاقتصادية الأسباب والحلول"، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الحادي عشر حول الأزمات الاقتصادية المعاصرة أسبابها، وتداعياتها، جامعة جرش، الأردن، 14-16 سبتمبر 2010، ص148.

² سمية زايرار: "الأزمة المالية العالمية... وحثمية الحلول"، Ralentiement économique mondial et effets sur les économies euro-maghrébienes Bejaia 2009، ص6.

(3) **الديون على بطاقات الائتمان:** هي بطاقات تصدرها مؤسسات مالية لزبائنها للحصول على قرض أو دفع أثمان المشتريات أو الخدمات، ولقد أثبتت الوقائع أن الشعب الأمريكي يمضي أغلب وقته في جدولة ديونه بين بطاقة الائتمان المختلفة والمسحوبة من مصارف متعددة. إن تسويق البطاقات البنكية وصل إلى المنح المجاني، فالمصارف أقنعت الكونغرس الأمريكي بتخفيض القوانين التجارية لتتمين صناعة بطاقة الائتمان وتعزيزها. ويقدر إنفاق أكبر عشر شركات بطاقات ائتمان على التسويق الدعائي في عام 2005 أكثر من ملياري دولار.¹

وهكذا توسع المستهلكون الأمريكيون في إنفاقهم الاستهلاكي الممول بقروض مضمونة بأصول عقارية وحينما تواتر عجزهم عن سداد أقساط هذه القروض اتخذت المؤسسات المالية إجراءاتها لإخراجهم من منازلهم الضامنة لقروضهم، فانهارت أسعار العقارات، وعجزت المؤسسات المالية عن تحصيل مستحقاتها فشحت السيولة النقدية لديها، وتوالت حالة الإفلاس التي أصابتها واندلعت الأزمة المالية تبعاً لذلك اتجهت البنوك على اثر ذلك إلى وضع العقوبات أمام منح الائتمان وتقلصت إمكانية الحصول على قروض لتمويل شراء العقارات أو السيارات... فبدأ المستهلك الأمريكي يغير من سلوكه الاستهلاكي ويبحث في معاودة رفع نسبة الادخار لديه، والتي كانت قد وصلت إلى ما دون 1% قبيل الأزمة المالية وتأثر الطلب الكلي تبعاً لذلك بسرعة تعذر القطاع الإنتاجي التكيف معها.²

إذ تضاعف عجز ميزانية الو.م.أ حيث بلغت الديون الأمريكية الوطنية عام 2005 ثمانية ترليون و 970 مليار و 165 مليون و 267 ألف و 626 دولار و 42 سنتاً، ولو قسمنا هذا المبلغ على سكان الولايات المتحدة الأمريكية لكانت حصة الفرد الواحد من الديون 720.439 دولار و 48 سنت، وقد عجز الميزانية في عام 2007 ب 455 مليار دولار.³

(4) **استخدام المشتقات المالية:** تجمع لدى البنوك محفظة كبيرة من الرهونات العقارية، فقامت باستخدامها لإصدار أوراق مالية للاقتراض بها من المؤسسات المالية الأخرى وبضمانات هذه المحفظة وبهذه الحالة فإن البنك اقترض بضمان هذه العقارات وقام بنفس الوقت بإصدار أصول مالية بضمان هذه الرهون العقارية للاقتراض الجديد من الأسواق عن طريق إصدار سندات أو أوراق مالية وهكذا فالعقار الواحد يعطي مالكة الحق في الاقتراض من البنك، والبنك يعيد استخدام نفس العقار ضمن محفظة أوسع للاقتراض من مؤسسة مالية وهكذا.⁴

¹ رابح بوقره وآخرون: "آثار الأزمة المالية على مسار تحقيق أهداف الألفية للتنمية OMD"، Ralentissement économique mondial et effets sur les économies euro-maghrébienes Bejaia 2009.

² برودي نعيمة، صالح حامد أسامة: مرجع سبق ذكره، ص 12.

³ رابح بوقره وآخرون: مرجع نفسه، ص 4.

⁴ طارق الحاج: "الأزمة المالية وتداعياتها على الاقتصاد الفلسطيني"، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الدولي السابع، تداعيات الأزمة الاقتصادية على منظمات الأعمال، جامعة الزرقاء الخاصة، ص 5.

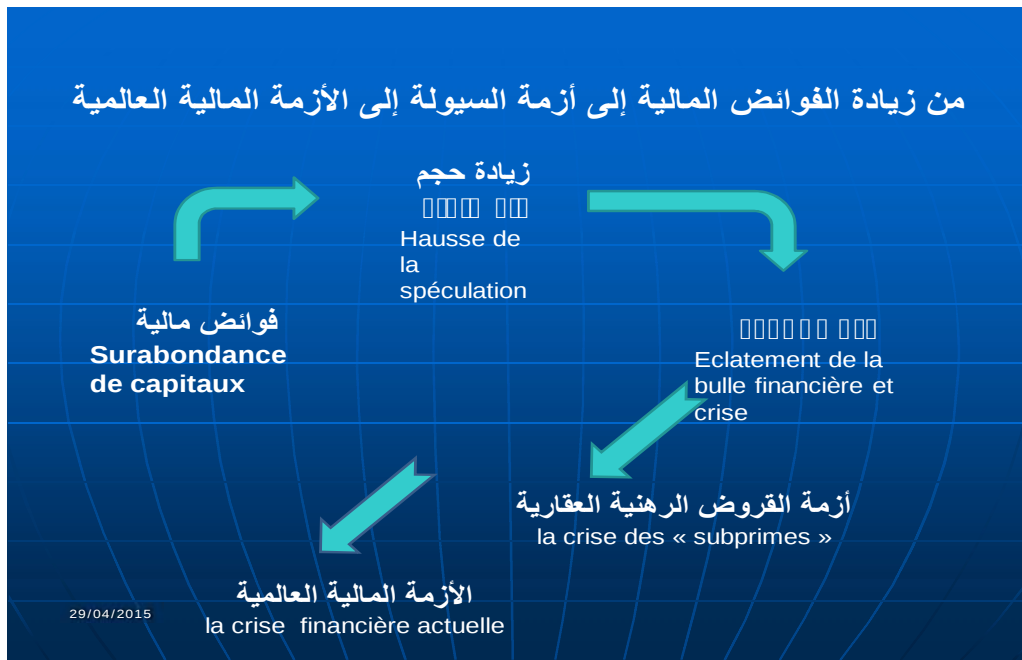
(5) نمو نشاط المضاربات: إن النمو المتعظم في حجم قطاع المضاربات لم يقابله حصول نمو حقيقي مماثل في القيمة الاقتصادية للمؤسسات المصدرة لهذه الأسهم، لذلك فقد أجريت المضاربات في أسواق البورصات العالمية بصورة غير منضبطة وغير مستندة إلى أسس اقتصادية سليمة مما تسبب لاحقا في عرقلة التسديد وحصول الأزمة.

نتج عن توسع نشاط المضاربة في سوق العقارات في الولايات المتحدة عن الأرباح العالية المحققة فيه ومن التسهيلات الائتمانية الواسعة التي قدمتها البنوك للمستثمرين في هذا القطاع، كل ذلك شجع المستثمرين على التوسع الكبير في الاستثمار في هذا القطاع، وأدى إلى حصول فارق كبير بين أسعارها الحقيقية والسوقية، وعندما حصل تغير في المتغيرات المؤثرة على عوامل العرض والطلب حدثت الأزمة التي سرعان ما انتقلت إلى الأنشطة الأخرى والدول الأخرى المرتبطة معها بعلاقات بينية واسعة.¹ كل هذه النقاط التالية الذكر ترتب عليها النتائج التالية:

✓ حدوث أزمة سيولة كبيرة في أسواق المال العالمية.

والشكل التالي يبين الانتقال من الفوائض المالية إلى أزمة مالية عالمية

الشكل رقم(07): الانتقال من الفوائض المالية إلى الأزمة المالية



¹ طالب دليلة وآخرون: "الأزمة المالية الراهنة وأثرها على الاقتصاد الجزائري"، Ralentiement économique mondial et effets sur les économies euro-maghrébienes Bejaia 2009. ص 12-13.

- ✓ انخفاض الطلب على المواد الأولية مما أدى إلى انخفاض سعره.
- ✓ تعرض عدد كبير من الشركات العالمية الكبرى للإفلاس في عدة مجالات.

المبحث الثاني: مراحل الأزمة المالية العالمية، آثارها، الجهود المبذولة لاحتوائها

مرت الأزمة المالية العالمية بالعديد من المراحل، منذ نشوبها في سنة 2007، إلى استنفالها وتفاقمها في سنة 2008، حيث تركت آثار وخيمة على المستوى الفردي والوطني، مما ألزم الحكومة الأمريكية في البحث عن حلول من أجل احتوائها، وهذا ما سيتم التطرق إليه في هذا المبحث.

المطلب الأول: مراحل الأزمة المالية 2008

- فيما يلي المراحل التي مرت بها الأزمة المالية منذ ظهور بوادرها حتى نهاية عام 2008:
- (1) فبراير 2007: عدم تسديد تسليفات الرهن العقاري (الممنوحة لمدينين لا يتمتعون بقدرة كافية على التسديد) يتكثف في الو.م. ويسبب أولى عمليات الإفلاس في مؤسسة مصرفية متخصصة.
 - (2) أغسطس 2007: البورصات تندهور أمام مخاطر اتساع الأزمة والمصارف المركزية تتدخل لدعم سوق السيولة.
 - (3) أكتوبر _ ديسمبر 2007: عدة مصارف كبرى تعلن انخفاض كبير في أسعار أسهمها بسبب أزمة الرهن العقاري.¹
 - (4) 22 يناير 2008: الاحتياطي الفدرالي الأمريكي (البنك المركزي) يخفض معدل فائدته الرئيسية ثلاث أرباع النقطة إلى 3.50% وهو إجراء ذو حجم استثنائي، ثم تخفيضه تدريجياً إلى 2% بين يناير وأبريل 2008.
 - (5) 17 فبراير 2008: الحكومة البريطانية مؤمنة بنك نورذرن روك.
 - (6) 11 مارس 2008: تضافر جهود المصارف المركزية مجدداً لمعالجة سوق التسليفات.
 - (7) 16 مارس 2008: جي بي مورجان تشيز يعلن شراء بنك الأعمال الأمريكي بير ستيرنز بسعر متدن ومع المساعدات المالية للاحتياطي الفدرالي.²
 - (8) 7 سبتمبر 2008: وزارة الخزانة الأمريكية تضع المجموعتين العملاقتين في مجال تسليفات الرهن العقاري "فريدي ماك" و"فاني ماي" تحت الوصاية طيلة الفترة التي تحتاجانها لإعادة هيكلة ماليتهما، مع كفالة ديونهما حتى حدود 200 مليار دولار.

¹ خديجة جمعة الزويني، حسن عبد الكبير سلوم: "الأزمة المالية العالمية وخصخصة الشركات"، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الدولي السابع نداعيات الأزمة الاقتصادية على منظمات الأعمال، جامعة الزرقاء الخاصة، ص 25.

² أحمد زغار: "فصول الأزمة المالية العالمية: أسبابها، جذورها وتبعاتها الاقتصادية"، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الدولي السابع، نداعيات الأزمة الاقتصادية على منظمات الأعمال، جامعة الزرقاء، 2009.

(9) 15 سبتمبر 2008: اعتراف بنك الأعمال "ليمان براذرز" بإفلاسه بينما يعلن أحد أبرز المصارف الأمريكية "أوف أميركا" شراء بنك آخر للأعمال في وول ستريت هو "ميريل لينش".
10 مصارف دولية تتفق على إنشاء صندوق للسيولة برأسمال 70 مليار دولار لمواجهة أكثر حاجاتها في حين توافق المصارف المركزية على فتح مجالات التسليف. إلا أن ذلك لا يمنع تراجع البورصات العالمية.

(10) 16 سبتمبر 2008: الاحتياطي الفيدرالي والحكومة الأمريكية تؤمnan بفعل الأمر. الواقع أكبر مجموعة تأمين في العالم "أيه أي جي" المهددة بالإفلاس عبر منحها مساعدة بقيمة 85 مليار دولار مقابل امتلاك 97.9 % من رأسمالها.¹

(11) 17 سبتمبر 2008: البورصات العالمية تواصل تدهورها والتسليف يضعف في النظام المالي. وتكثف المصارف المركزية العمليات الرامية إلى تقديم السيولة للمؤسسات المالية.

(12) 18 سبتمبر 2008: البنك البريطاني "لويديتي أس بي" يشتري منافسيه "اتش بي او اس" المهددة بالإفلاس: السلطات الأمريكية تعلن أنها تعد خطة بقيمة 700 مليار دولار لتخليص المصارف من أصولها غير القابلة للبيع.

(13) 19 سبتمبر 2008: الرئيس الأمريكي جورج بوش يوجه نداء إلى "التحرك فوراً" حيال خطة لإنقاذ المصارف لتفادي تفاقم الأزمة في الوم.

(14) 23 سبتمبر 2008: الأزمة المالية تغطي على المناقشات خلال الجمعية العامة للأمم المتحدة في نيويورك. الأسواق المالية تضاعف قلقها أمام المماثلة حيال الخطة الأمريكية.

(15) 26 سبتمبر 2008: انهيار سعر سهم المجموعة المصرفية والتأمين البلجيكية الهولندية "فورتيس" في البورصة بسبب شكوك حول قدرتها على الوفاء بالتزاماتها. وفي الوم. يشتري بنك "جي بي مورغان" منافسه "واشنطن ميوتشوال" بمساعدة السلطات الفيدرالية.

(16) 28 سبتمبر 2008: خطة الإنقاذ الأمريكية موضع اتفاق في الكونغرس. وفي أوروبا يجري تعويم "فورتيس" من قبل سلطات بلجيكا وهولندا ولوكسمبورغ وفي بريطانيا، يجري تأمين بنك "براد فورد وبينغلي"

(17) 29 سبتمبر 2008: مجلس النواب الأمريكي يرفض خطة الإنقاذ وول ستريت تنهار. وكانت البورصات الأوروبية تراجعت بقوة هي الأخرى في وقت سابق خلال النهار في حين واصلت معدلات الفوائد بين المصارف ارتفاعها مانعة المصارف من إعادة تمويل ذاتها. وقيل رفض الخطة أعلن بنك

¹ محمود الصعدي: "التحديات التي تواجه منظمات الأعمال المعاصرة"، الأزمة المالية العالمية والآفاق المستقبلية، ج3، مكتبة المجتمع العربي عمان، الأردن، 2010، ص375.

"سيتي غروب" الأمريكي أنه يشتري منافسه "واكوفيا" بمساعدة السلطات الفيدرالية. وفي البرازيل تم تعليق جلسة التداول في البورصة التي تسجل خسارة تفوق 10%.¹

المطلب الثاني: الآثار الناجمة عن الأزمة المالية 2008

وفي ما يلي الآثار الناجمة عن الأزمة المالية على المستويين:
أولا على المستوى الوطني:²

- (1) زيادة معدلات البطالة وفقدان الوظائف.
- (2) عدم ثقة المستثمرين بالاقتصاد الأمريكي والحكومة والإجراءات: كالخصخصة والعولمة التجارية.
- (3) انخفاض معدل الرواتب.
- (4) انخفاض موارد الدولة من الجمارك والضرائب وغيرها مما يؤثر سلبا على المستوى الإجمالي.
- (5) الانكماش الاقتصادي Deflation ومسؤولية القطاع المالي عن نصفه.
- (6) النمو الاقتصادي الذي اعتمد على المضاربة الوهمية فقط بعيدا عن الاقتصاد الحقيقي.
- (7) انخفاض حركة المبيعات لجميع الأنشطة الاقتصادية بما فيها قطاع الفنادق وتراجع ربحيتها.
- (8) قيود شديدة على التسهيلات المالية (البورصات، الأوراق المالية، السندات.... الخ).
- (9) شح السيولة النقدية لدى مؤسسات الدولة بسبب انخفاض العائدات المالية لديها، والخوف من السير على خطى انهيار أكبر مؤسسة مالية Layman Brothers والتي تمثل بداية رمزية خطيرة للأزمة.
- (10) انخفاض فرص العمل المتاحة بسبب إعلان بعض الشركات حالة الانهيار والإفلاس.
- (11) أزمة الائتمان يمكن أن تضع اليورو مكان الدولار على المدى المتوسط (10-15) بسبب العجز المستمر في الحساب الجاري الذي اقترن بتدهور سعر صرف الدولار المرتبط بالطموحات الامبريالية المبالغ فيها أيضا إضافة إلى تراجع القيمة السوقية للمؤسسات المالية وانخفاض الناتج المحلي الإجمالي إلى نسب متدنية جدا.

ثانيا على المستوى الفردي والشخصي:

الذعر والخوف والتخبط الذي أصاب الناس جميعا³، ومنهم مثلا:

¹ حازم الببلاوي: "الأزمة المالية العالمية- محلول للفهم"، مقال من المجلة الاقتصادية، الأزمة المالية العالمية، العدد الأول، 15 إلى 31 أكتوبر 2008، نشر بتاريخ 2008/10/14، ص ص 8-9.

² محمد العمارة، صلاح الرواشدة: "أثر الأزمة المالية العالمية على تسويق الخدمات الفندقية"، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الدولي السابع تداعيات الأزمة الاقتصادية على منظمات الأعمال، جامعة البلقاء التطبيقية، 2009، ص ص 12-13.

³ علي فلاح المناصير، وصفي عبد الحكيم الكساسبة: "الأزمة المالية العالمية حقيقتها.. أسبابها.. تداعياتها.. وسبل العلاج"، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الدولي السابع، تداعيات الأزمة الاقتصادية على منظمات الأعمال، جامعة البلقاء الخاصة، 2009، ص 18.

- (1) أصحاب المؤسسات المالية والقائمين على أمور الأسواق المالية.
- (2) أصحاب المؤسسات الوسطة المالية.
- (3) أصحاب الودائع في البنوك والمصارف وغيرها.
- (4) المقترضون من البنوك والمتعاملون معها وكذلك أصحاب الودائع.
- (5) المستهلكون المهددون بارتفاع الأسعار.
- (6) الموظفون والعمال المهددون بفقد وظائفهم.
- (7) الفقراء والمساكين الذين يعيشون على الإعانات والصدقات.¹
- (8) الفقر بكافة أشكاله.
- (9) بيع الممتلكات بما فيها العقارات ومختلف الموجودات ليس فقط لسداد الديون بل كذلك لشراء القوت اليومي.
- (10) عدم القدرة على سداد الديون بكافة أشكالها.
- (11) انخفاض قدرة الأفراد على الشراء والتوجه نحو الفنادق.²

المطلب الثالث: الجهود الدولية المبذولة لاحتواء الأزمة المالية 2008

تدخلت الحكومات والبنوك المركزية في مختلف دول العالم، لتخفيف حدة الأزمة المالية العالمية باتخاذها عددا من الإجراءات منها:

أولا: تبني خطط لإنقاذ كبريات البنوك والمؤسسات المالية المتعثرة

أقرت السلطات الأمريكية في أكتوبر 2008 خطة لإنقاذ بقيمة 700 مليار دولار بهدف شراء الأصول المتعثرة من الشركات المالية، وفي نوفمبر 2008 أعلن وزير الخزانة الأمريكي أن الحكومة الأمريكية تراجعت عن خطتها لشراء أصول المصارف المتعثرة معتبرا أنه من الأجدي الاستثمار المباشر في رأس مال تلك المصارف، كما أعلنت بعض الدول خطط مماثلة منها بريطانيا بقيمة 497 مليار دولار وألمانيا بقيمة 644 مليار دولار وفرنسا بقيمة 454 مليار دولار، وكذلك فعلت الصين واليابان وإيطاليا وروسيا وباقي دول أوروبا.³

¹ عمر ياسين محمود خضيرات: "دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمة الاقتصادية والمعاصرة"، ورقة بحثية: International conference on Islamic banking and finance: cross border practices and litigations (15-16 June 2010).

² محمد العمارة، صلاح الرواشدة: مرجع سبق ذكره، ص 13.

³ زايد عبد السلام، مقران يزيد: مرجع سبق ذكره، ص 16.

ثانياً: تخفيض أسعار الفائدة الأساسية

عملت المصارف المركزية على إجراء تخفيضات جوهرية ملموسة على أسعار الفائدة الأساسية من أجل التعاطي بفاعلية مع الأزمة والوقوف بنجاح في وجه الأوضاع المضطربة في الأسواق المالية العالمية.¹

ثالثاً: ضخ مبالغ ضخمة من الأموال في البنوك والأسواق المالية لحل أزمة السيولة: حيث اتفق عشرة مصارف كبرى على إنشاء صندوق للسيولة برأسمال 70 مليار دولار لمواجهة احتياجاتها، كذلك وافقت المصارف المركزية على فتح مجالات التسليف إلى أن ذلك لم يمنح تراجع البورصات العالمية.² وهناك اقتراحات لحل الأزمة:

اقتراح جوزيف ستيفليتر: قدم هذا الخبير الاقتصادي الكبير جملة من الاقتراحات لحل الأزمة من خمس نقاط:

(1) إعادة رسملة البنوك: إن البنوك التي تأثرت بالأزمة لم يعد لديها عدد كافٍ من الأوراق المالية نتيجة الخسارة التي لحقت بها، وفي ظل الظروف الراهنة يصعب على هذه المؤسسات أن ترفع من قيمة أوراقها المالية، لذا وجب على الحكومات أن تصدر أوراقاً مالية، ويجب تحويل الديون إلى أوراق مالية ومن شأن هذه الخطوة تقليص حجم المساعدة الحكومية للمصارف.

(2) وقف مصادرة الملكيات المرهونة: يجب مساعدة أولئك الذين تضرروا من الأزمة وذلك بالبقاء في منازلهم التي امتلكوها عن طريق القروض العقارية ومحاولة التخفيف من الأعباء المفردة الناتجة عن هذه القروض وكذلك إصلاح قوانين الإفلاس خصوصاً عندما تكون قيمة المنزل أقل من قيمة الرهن .

(3) إقرار حوافز فعالة: الاقتصاد الأمريكي وكذلك الاقتصاديات الأخرى قد أصبحت في حالة ركود خطير، فلا بد إذن من مساعدة المجتمع المدني وكذلك الحكومات المحلية للحد من البطالة والتي قد تنتج عن التقليل من النفقات على إثر الانخفاض في الضرائب المحلية، وهذا إن لم يُعالج بحكمة سيؤدي إلى الانكماش الاقتصادي . وعليه لابد من تشجيع الاستثمار وذلك بتأهيل البنية التحتية وتطوير مختلف القطاعات لبعث النشاط الاقتصادي من جديد.

(4) إعادة الثقة في الأسواق: الثقة يمكن استعادتها عن طريق إقرار إصلاحات منظمة ومنضبطة وتدخل الدولة بشكل منطقي بحيث ينطوي على حوافز ملموسة مثل خفض معدلات الفائدة من طرف البنوك المركزية وشراء الأوراق المالية.

¹ يوسف أبو فارة: "قراءة في الأزمة المالية العالمية 2008"، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الدولي السابع، نداعيات الأزمة الاقتصادية على منظمات الأعمال، الجامعة الزرقاء، 2009، ص7.

² زايد عبد السلام، مقران يزيد: مرجع سبق ذكره، ص16.

(5) وضع نظام مالي جديد: هذا النظام يجب أن يُواكب سير العولمة، ويلاءم مرحلة ما بعد الحرب الباردة، وما بعد الأزمة المالية الكبرى، فلا فائدة من انتهاج سياسة مالية جديدة أحادية في عالم الاقتصاد المترابط.¹

المبحث الثالث: تقييم دور الصكوك المالية الإسلامية في معالجة الأزمة المالية 2008

الصكوك المالية الإسلامية باعتبارها أداة من مشتقات الصيرفة الإسلامية، كونها لا تتعامل الربا المحرمة واعتمادها على الربح، بالإضافة إلى الخصائص المميزة لها والتي تم التطرق لها سابقاً، هذه السمات والخصائص تمنحها للقيام بالدور الكفء في معالجة الأزمات المالية عموماً والأزمة المالية 2008 خصوصاً.

المطلب الأول: دور الصكوك المالية الإسلامية في توفير السيولة وتمتين أخلاقيات الرقابة الفرع الأول: دور الصكوك الإسلامية في توفير السيولة:

تعتبر السيولة هي المحرك الأساسي لأي نشاط اقتصادي والدوران الاقتصادي والتمويل والاستثمار فهو قطب مهم في الحركات الاقتصادية، والعمود الفقري للمشاريع الاقتصادية والتنمية، وإن موضوع «السيولة» في ظل الأزمة المالية الحالية يُعدّ من أهم الموضوعات التي أولى لها الاقتصاد والاقتصاديون العناية القصوى، حيث أدت هذه الأزمة إلى نزوب السيولة مما أدى إلى إفلاس كثير من المصارف الكبرى والشركات.

وفي خضم هذا الواقع الذي فرضته الأزمة شهدت سوق التمويل الإسلامي العالمي ارتفاعاً إلى حوالي تريليون دولار، بينما قفزت قيمة الصكوك المصدرة إلى 36 مليار دولار خلال عام 2010 أي بنسبة نمو تقارب 20 %. وعليه أصبحت الصكوك الإسلامية في الوقت الراهن تمثل بديلاً فعالاً لوسائل التمويل التقليدية،² حيث بينت وكالة ستاندرد اند بورز أن الدول الغربية تحاول قدر المستطاع الاستفادة من الطلب على المنتجات المالية الإسلامية في منطقة الخليج لإطلاق صكوك إسلامية بهدف امتصاص السيولة لتمويل المؤسسات العالمية المتضررة من الأزمة، كما أصدرت شركة التجزئة البريطانية "تيسكو"

¹ بن معتوق صابر، شوترى آمال: بحث بعنوان "الأزمة المالية العالمية"، بحث أولى ماجستير، المركز الجامعي: برج بوعرييج، قسم الدراسات العليا تخصص نقود بنوك مالية، 2010/2009.

² فعالية الصكوك الإسلامية في معالجة الأزمة، مجلة متاحة على الرابط الإلكتروني، www.giem.info/article/details/ID/403، تاريخ الإطلاع: 2015/04/26، ساعة الإطلاع: 9:17.

أول صكوك لها في عام 2007 لصالح وحدتها الماليزية.¹ إذ يعد التصكيك وسيلة لتحسين السيولة وذلك من خلال قدرته على تحويل الأصول غير القابلة للتسييل أو قليلة السيولة إلى أوراق مالية قابلة للتسييل الأمر الذي ينجم عنه تحسين السيولة في المحفظة الاستثمارية.²

الفرع الثاني: دور الصكوك الإسلامية 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 العالمية العملاقة، هو ضعف الضوابط التشريعية التي تحكم عمل هذه المؤسسات، حيث أشارت تقارير عديدة إلى أن صناديق الاستثمار والتحوط وشركات السمسرة لم تكن تخضع لرقابة البنك الاحتياطي الفدرالي الأمريكي (البنك المركزي)، كما أن العديد من البنوك الكبرى لم تكن تخضع أيضاً لمعايير بازل 1 أو حتى بازل 2، ويعد أن انكشفت الحقائق والتجاوزات الصارخة، نادى كثيرون بالاستفادة من ضوابط الصكوك الإسلامية المنبثقة من الصيرفة الإسلامية بحيث أصدرت الهيئة الفرنسية العليا للرقابة المالية قراراً يقضى بمنع تداول الصفقات الوهمية والبيع الرمزية التي يتميز بها النظام الرأسمالي، كما أصدرت الهيئة نفسها قرار يسمح للمؤسسات والمتعاملين في الأسواق المالية بالتعامل مع نظام التصكيك الإسلامي في السوق المنظمة الفرنسية.³

المطلب الثاني: دور الصكوك الإسلامية على إحداث التوازن بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المالي والرفع من كفاءة الأسواق المالية

الفرع الأول: قدرة الصكوك الإسلامية على إحداث التوازن بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد

المالي:

مما لا شك فيه أن النتيجة الطبيعية لآلية الفوائد المسبقة- الربا- المتواجدة في النظام الرأسمالي تؤدي إلى نمو الاقتصاد المالي في شكل متتالية هندسية بينما تجعل الاقتصاد الحقيقي ينمو على شاكلة متتالية حسابية، وهو ما تكون نتيجته تكرار حدوث الأزمات والتقلبات الاقتصادية الدورية سواء من خلال الانهيار أو الإفلاس. وإبان الأزمة المالية العالمية أكد المختصون على طغيان الاقتصاد المالي مقارنة بالحقيقي، حيث نشأ ما يعرف بالهرم المقلوب فقد أصبحت الكتلة النقدية المتداولة مضافاً إليها حجم الديون المقدمة من قبل المصارف التجارية المضاعفة في علاقة غير تناسبية مع حجم الثروة الحقيقية

¹ عبد القادر زيتوني: "التصكيك الإسلامي ركب المصرفية الإسلامية في ظل الأزمة العالمية"، المؤتمر العالمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، عمان / الأردن، 1-2 ديسمبر 2010، ص 16.

² برودي نعمة: مرجع سبق ذكره، ص 13.

³ عبد القادر زيتوني: المرجع نفسه، ص 17.

للدولة، وفي هذا المقام لابد من الإشارة أن المفكر والأكاديمي الفرنسي مورييس آليّة *Maurice Allais* قد حذر من تراكم الديون بوتيرة أكبر بكثير من زيادة الثروة¹، أما بالنسبة للتمويل الإسلامي فيربط بصفة دائمة بين معدلات المشاركة والاقتصاد الحقيقي، ولذلك فإن نسبة الديون إلى الثروة الحقيقية تكون محدودة، ولا يمكن أن تصبح أضعاف الثروة، وبذلك فإن صيغ المشاركات المتنوعة تضمن النمو المستدام لهم التوازن الاقتصادي بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المالي والنقدي²، وإحدى أدوات التمويل الإسلامي الصكوك الاستثمارية التي تتمتع بقدرة تحقيق التوازن المنشود، نظراً لأن إصدارها يشترط وجود أصول قبل التصكيك، وابتعادها عن الربا واعتمادها على الربح، مما أكسبها إمكانيات تجسيد المعادلة المفقودة بكل المقاييس في أدوات التمويل الربوية.

الفرع الثاني: دور الصكوك الإسلامية في الرفع من كفاءة الأسواق المالية:

لا يمكن بأي شكل من الأشكال الخوض في الدور الذي تلعبه الصكوك الإسلامية في إرساء وتمتين دعائم كفاءة الأسواق المالية دون التعريف بهذا المفهوم ومتطلبات تحقيق على أرض الواقع ولو بشكل مقتضب، وعليه تعرف الكفاءة بأنها: "السوق التي لا يوجد فيها فاصل زمني بين وصول المعلومات إلى السوق وتحليلها وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر الورقة المالية."³ ويشمل مفهوم كفاءة الأسواق المالية كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل:⁴

أ- **كفاءة التسعير:** يطلق على كفاءة التسعير بالكفاءة الخارجية، ويقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة بحيث تعكس الأسعار كافة المعلومات المتاحة، كما يجب أن تكون هذه المعلومات بنفس الوقت وبتكلفة متدنية.

ب- **التشغيل:** يطلق على كفاءة التشغيل الكفاءة الداخلية، والتي يقصد بها: قدرة السوق على خلق التوازن بين الطلب والعرض على الأدوات المالية، دون أن يتكبد المتعاملون فيها تكلفة عالية للسمرسة. وبالتالي تحدث عملية التداول بسرعة وبحجم كبير، ومن ثم تكون فرصة المتخصصين في تحقيق هوامش ربح ضئيلة ومن خلال زيادة الطلب على الأوراق المالية للمؤسسات غير الواعدة ستخفض أسعار أوراقها المالية وبتغيير العرض والطلب يحدث توازن في الاقتصاد الوطني وتتحقق الكفاءة الاقتصادية للسوق.

¹ محمد بوجلال: "مقاربة إسلامية للأزمة المالية العالمية الراهنة"، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد السادس، 2009، ص 67-68.

² صالح صالح، د عبد الحليم غربي: "كفاءة التمويل الإسلامي في ضوء التقلبات الاقتصادية الدورية"، مداخلة للملتقى الدولي حول: "أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية"، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، 05-06 ماي 2009.

³ فعالية الصكوك الإسلامية في معالجة الأزمة، مجلة متاحة على الرابط الإلكتروني، www.giem.info/article/details/ID/403، تاريخ الإطلاع: 2015/04/26، ساعة الإطلاع: 9:17.

⁴ زاهرة علي محمد بني عامر: "التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية"، مرجع سبق ذكره، ص 194.

وتأسيساً على ما سبق، نستطيع القول بأن الصكوك الإسلامية يمكنها رفع مستوى كفاءة الأسواق المالية، ذلك أنها تبتعد عن الغش والغرر والغبن والمجازفات الهدامة التي تلعب دوراً سلبياً في تحقيق التخصيص الأمثل للموارد وبالتالي، فهي تضعف كفاءة الأسواق، وتتنخر بها كالسوس من الداخل وتجعلها وسيلة لتمويل المشاريع الفاشلة غير المنتجة، مما يجعل سوق المال تنحرف عن رسالتها التنموية السامية.¹

وخلاصة القول: إن الصكوك الإسلامية تعمل على تحريك الموارد المالية وتوجيهها إلى الاستثمارات المنتجة الحقيقية، وتقليل حدة المضاربات وتلقي دائرة من الاهتمامات المتوازنة والمتكافئة بين السوقيين الأولى والثانية، كما أن ازدياد كميتها ونوعيتها سيكون له بالغ الأثر في زيادة درجة تعمق السوق واتساعها، وهو ما يصب في تغطية الاحتياجات التمويلية والاستثمارية وتغطية عجز السيولة... الخ.²

المطلب الثالث: دور الصكوك الإسلامية في تمويل عجز الموازنة العامة والتحوط من المخاطرة

الفرع الأول: الصكوك الإسلامية أداة فعالة لتمويل عجز الموازنة العامة:

إن ظهور العجز في الموازنة العامة للدولة يبرز الحاجة إلى معالجة هذا العجز نظراً لعدم إمكانية خفض المصروفات أو زيادة الإيرادات في الأجل القصير وذلك لإزالة هذا العجز. وتلجأ الدولة لتغطية العجز في ميزانيتها إلى إحدى الوسائل التقليدية التي لها آثار سلبية على الاقتصاد منها:

(1) السحب من الاحتياطي العام: حيث ينتج عن ذلك ضمور هذه الاحتياطات وفقدان العوائد الناتجة عن هذه الاحتياطات.

(2) الاقتراض من الأسواق الدولية.

(3) أسلوب الاقتراض من الأسواق المحلية: وذلك من خلال إصدار سندات وأذون الخزينة.

ويمكن للصكوك الإسلامية أن تحل محل هذه الأدوات التقليدية وذلك بمختلف صيغ أنواع الصكوك.³

وتعد مشكلة العجز في الموازنة العامة من أكبر المشاكل الاقتصادية التي تؤرق الدول المتقدمة والنامية على حد سواء، بالأخص في ظل الأزمة العالمية الراهنة حيث اندفعت الدول إلى حشد السيولة وحقتها في أنقاض النظام وعلى أمل التخفيف من وطأة الأزمة على المؤسسات المتهاوية، إلا أن هذا الإجراء جعلها تغرق أكثر في مشكلة العجز في الموازنة العامة، ولعل المتتبع لما يجري يوقن كيف أن

¹ فعالية الصكوك الإسلامية في معالجة الأزمة، المرجع نفسه.

² زاهرة علي محمد بني عامر: مرجع سبق ذكره، ص 196.

³ أسامة عبد الحليم الجورية: مرجع سبق ذكره، ص 179.

إستراتيجية الحقن اللاعقلاني قد أدخلت الكثير من الدول الأوروبية على وجه الخصوص في دائرة الإفلاس.

وعموماً فإن الأزمة أفرزت شحاً كبيراً في الموارد المالية لتمويل الحكومات، ومن هنا توجهت الأنظار للصكوك الإسلامية بوصفها فرصة هامة يمكن من خلالها توفير السيولة اللازمة وسد فجوة العجز الذي يتزايد بمعدل نمو متسارع من سنة إلى أخرى، وفي هذا المجال تمكنت السودان من خفض عجز الموازنة من 6% إلى فائض بنسبة 6% كنتيجة لاستخدام الصكوك في امتصاص السيولة الزائدة.

وفي ذات السياق، اتجهت الحكومة البريطانية إلى إصدار صكوك إسلامية للحصول على تمويل للخزينة البريطانية من السوق المالية الإسلامية، وكذلك أخذت فرنسا الخط من أجل اللحاق ببريطانيا، بل لكي تكون السبّاقة في الحصول على الحصة الأكبر من التمويل الإسلامي في أوروبا.¹

الفرع الثاني: دور الصكوك الإسلامية في التحوط من المخاطرة:

تواجه البنوك والمؤسسات المالية مخاطر عديدة مثل مخاطر الائتمان، مخاطر السيولة، مخاطر السعر المرجعي، المخاطر القانونية، المخاطر الشرعية (اختلافات الفقهاء)، والمخاطر المتعلقة بالاقتصاد ككل. هذه المخاطر تمثل عراقيل حقيقية أمام المستثمرين والمقرضين، ونظراً لكون الهندسة المالية التقليدية تتميز بالاندفاع نحو المخاطر من أجل تحقيق الأرباح واستغلال الآخرين، وما نتج عنها من انتشار لقيم وعادات رذيلة وفساد أخلاقي، بات في ظلها المستثمرين والمقرضين في حالة مخاطرة شديدة والكل خائف على ممتلكاته وأصوله المالية.

تتميز الصكوك الإسلامية بالقدرة على التحوط من المخاطر باعتبار أنها أدوات تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، وتحقق الكفاءة الاقتصادية من خلال التقليل أو الحد من حجم المخاطر، فيصبح المقرضون والمستثمرون غير قلقين بشأن ممتلكاتهم، لأن الشريعة الإسلامية تدعو إلى عدم المخاطرة والقمار في المعاملات المالية بين البشر.²

¹ فعالية الصكوك الإسلامية في معالجة الأزمة، مرجع سبق ذكره.

² بلعوز وآخرون: "استخدام الهندسة المالية الإسلامية في إدارة المخاطر بالمصارف الإسلامية"، المؤتمر العلمي الدولي السنوي السابع حول إدارة المخاطر واقتصاد المعرفة، جامعة الزيتونة الأردنية، 2007، ص ص 17-18.

خلاصة الفصل:

لقد مر عالمنا في خلال العقود الأربعة الماضية بالعديد من الأزمات المالية ولكن تبقى هذه الأزمة هي الأكثر شدة وتأثيراً على أسواق المال والاقتصاد العالمي بعد أزمة الكساد العظيم 1929، ولقد خلصت الدراسة إلى عدد من الاستنتاجات يمكن تلخيصها في ما يلي:

✓ إن أزمة الرهن العقاري لا تعود لسبب واحد بل أن هناك مجموعة من العوامل مجتمعة أدت إلى ظهور أزمة مالية 2008.

✓ يمكن إجمال أسباب الأزمة المالية 2008 في عدة أمور، أهمها التعامل بالربا أخذاً وإعطاء وإعادة بيع أو رهن العقار والتوريق وطبيعة مبادئ الاقتصاد الرأسمالي ومن أهمها فصل الأخلاق عن الاقتصاد.

✓ يطرح النظام المصرفي الإسلامي العديد من المقترحات الكفأة والفعالة لمعالجة الأزمة المالية من خلال صيغ شرعية تتناسب مع حاجات المجتمعات المتنوعة وعلى رأسها الصكوك الإسلامية من خلال دورها في علاج مسببات الأزمة.

الخاتمة

خاتمة:

إن الأزمة المالية 2008، والتي أخذت بالتدريج تتحول إلى أزمة اقتصادية عالمية، ساهمت بصورة ملفتة للنظر في إبراز أساليب التمويل الإسلامي على المستوى العالمي كبديل عن الأساليب التمويلية التقليدية القائمة أساساً على الائتمان والمداينات، غير أن هذه الفرصة تضع بالمقابل الباحثين والمؤسسات المالية الإسلامية على حد سواء أمام تحديات كبيرة، حيث تفرض عليهم تفاصيل أكثر حول الإطار القيادي الجديد الذي تتطلبه حقبة ما بعد أزمة 2008.

لذا نجد محدودية لآثار الأزمة المالية على الصناعة المالية الإسلامية. ويعود سر ذلك إلى التزام البنوك الإسلامية بمنظومة قيمية وترسانة من الضوابط الشرعية للتمويل والالتزام بإجراءات الرقابة المصرفية اللازمة مقارنة مع البنوك التقليدية. إضافة إلى اعتماد النظام المصرفي وسياسات المال والتجارة الإسلامية على الاقتصاد الحقيقي والتجارة الحقيقية وليس على تجارة المال. وعلى أساس ذلك فإن هذه الأزمة ستنجح الفرصة للتمويل الإسلامي ليكون له دور هام في النظام المالي العالمي الجديد وعلى رأسها الصكوك الإسلامية بصفة خاصة.

أولا النتائج: من أهم ما توصلت إليها الدراسة من نتائج يمكن ذكر ما يلي:

- 1- الصكوك المالية الإسلامية عبارة عن وثائق أو أوراق مالية تلتزم بأحكام الشريعة الإسلامية، هذا الالتزام يمنحها درجة عالية من الأمان يجنبها الوقوع في الكوارث والهزات الاقتصادية.
- 2- تتنوع الصكوك الإسلامية بحسب الصيغ الاستثمارية التي ستوظف على أساسها حصيلة الاكتتاب فيها ، منها ما هو قائم على عقود الشراكة، البيع، الإجارة.
- 3- الصكوك المالية الإسلامية تعتبر بديل مالي أمثل لقدرتها على توفير تمويل مستقر، لخضوع عوامل إصدارها وتداولها لضوابط وآليات تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية.
- 4- يقصد بالأزمة المالية: تلك التذبذبات التي تؤثر كلياً أو جزئياً على مجمل التغيرات المالية، حجم الإصدار أسعار الأسهم والسندات ومعدل صرف العملات كذلك اعتمادات الودائع المصرفية.
- 5- الأزمة المالية ليست ظاهرة جديدة، بل تبين تعرض النظام الرأسمالي لأزمات مالية منذ بدايته وبشكل متكرر ومن أهم هذه الأزمات، أزمة 1929، أزمة المكسيك 1994، الأزمة الآسيوية 1997.
- 6- أن السبب في كل هذه الأزمات واحد، وهو الدين المبالغ فيه والذي لا يبرره النشاط الحقيقي وإنما يسند نشاط مرتبط ومساعد على نمو الدين نفسه.

7- يمكن إجمال أسباب الأزمة المالية 2008 في عدة أمور، أهمها التعامل بالربا أخذاً وعطاء وإعادة بيع أو رهن العقار، التوريق، التعامل بالمشتقات المالية، وطبيعة مبادئ الاقتصاد الرأسمالي ومن أهمها فصل الأخلاق عن الاقتصاد.

8- للصكوك المالية الإسلامية كفاءة في علاج أزمة الرهن العقاري لسنة 2008، من خلال خصائص ومميزات تتسم بها وذلك من خلال:

* الصكوك الإسلامية لها دور في تجميع السيولة، وبالتالي توفير التمويل اللازم للمؤسسات والحكومة المتضررة من الأزمة، حيث شهدت ارتفاع قيمة إصدارها بقيمة 36 مليار دولار في عام 2010، وخاصة الدول الغربية حاولت الاستفادة من هذه المنتجات بهدف امتصاص السيولة لتمويل الدول المتضررة من الأزمة، إصدار شركة التجزئة البريطانية أول صكوك لها في سنة 2007 لصالح وحدتها المالية.

* للصكوك دور في تمتين أخلاقيات الرقابة، من خلال إصدار الهيئة الفرنسية العليا للرقابة قراراً يقضى بمنع تداول الصفقات الوهمية والبيع الرمزية التي هي شعار النظام الرأسمالي، وذلك لخضوع عمليات إصدارها لضوابط تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية.

* قدرة الصكوك الإسلامية على تحقيق التوازن بين الاقتصاد الحقيقي والمالي نظراً لأن إصدارها يشترط وجود أصول قبل التصكيك، وابتعادها عن الربا واعتمادها على الربح.

* كما لصكوك دور في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، إذ تعمل الصكوك الإسلامية على تحريك الموارد المالية وتوجيهها إلى الاستثمارات المنتجة الحقيقية.

* الصكوك أداة لتمويل عجز الموازنة العامة المزمّن، حيث تمكنت السودان من خلال استخدامها للصكوك من سد العجز الذي كان يقدر ب 6.5% إلى فائض بنسبة 6.5%، وكذلك بريطانيا، فرنسا، اللذان تمكنوا من الحصول على الحصة الأكبر من التمويل الإسلامي في أوروبا.

* تتميز الصكوك الإسلامية بالقدرة على التحوط من المخاطر باعتبارها تعتمد على أسس مستلزمة من أحكام الشريعة الإسلامية، فيصبح المقرضون والمستثمرون غير قلقين بشأن ممتلكاتهم، لأن الشريعة الإسلامية تدعو إلى عدم المخاطرة والقمار في المعاملات المالية بين البشر.

وبالتالي ومن خلال ما ذكر سابقاً نستطيع الحكم على القدرة التمويلية التي تمتلكها الصكوك الإسلامية في معالجة أو تجنب مختلف الأزمات التي يمكن أن يتعرض لها العالم في المستقبل.

ثانيا: اختبار فرضيات الدراسة

بعد محاولة الإحاطة بمختلف جوانب الموضوع بالدراسة، وفي ضوء النتائج المتحصل عليها تمكنا من الحكم بالقبول على الفرضيات التالية:

❖ **اختبار الفرضية الأولى:** تم قبول هذه الفرضية والتي تقول يمكن أن تكون من ضوابط إصدار الصكوك خضوعها لأحكام تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية. لأنها تصدر وفق عقد من العقود الشرعية وهذا ما تم التوصل إليه من خلال النتيجة رقم (01)، (03).

❖ **اختبار الفرضية الثانية:** تم قبول هذه الفرضية والتي تقول يمكن اعتبار ارتفاع الدين المبالغ فيه والذي يشجعه الاقتصاد المالي من أهم أسباب الأزمات المالية. وذلك من خلال بيع تلك الديون وتوريقها إلى سندات متداولة في السوق المالي وهذا ما تم التوصل إليه من خلال النتيجة رقم (05)، (06).

❖ **اختبار الفرضية الثالثة:** تم قبول هذه الفرضية والتي تقول الدور الذي يمكن للصكوك الإسلامية بأنواعها المختلفة أن تلعبه دورا فعالا في العلاج والحد من الأزمات المالية بما تتوفر عليه من مصداقية، كفاءة ونجاعة توظيف الأموال. إذ تعتبر أداة فاعلة لتجميع السيولة، تمتين أخلاقيات الرقابة باعتبارها تصدر وفق عقد شرعي، تمويل عجز الميزانية من حلال تحريك الموارد المالية وتوجيهها نحو الاستثمارات المنتجة تحقيق الاستقرار والتوازن بين الاقتصاد الحقيقي والمالي لابتعادها على الربا المحرمة واعتمادها على الربح كما للصكوك الإسلامية ميزة القدرة على التحوط من المخاطر، وهذا ما تم التوصل إليه في النتيجة رقم (03) في الجانب النظري، وتم البرهنة عليه في الجانب التطبيقي في النتيجة رقم (08).

ثالثا: التوصيات

بناء على النتائج أعلاه، يمكن صياغة التوصيات التالية:

- 1- ضرورة العمل بشكل مستمر على نشر الثقافة المالية الإسلامية، بهدف إزالة أي غموض أو لبس قد يكتنف عملية الاستثمار في أدوات التمويل الإسلامي عامة والصكوك خاصة.
- 2- من المهم إيجاد سوق ثانوية منظمة تعمل بالشفافية المطلوبة، وبها أنظمة رقابة فعالة تضمن طرح الصكوك الإسلامية وتداولها بكل يسر.
- 3- من الملح خلال المرحلة المقبلة أن تأخذ مؤسسات القطاع الخاص زمام المبادرة واستغلال التطور الملحوظ الذي تشهده الصناعة المالية الإسلامية، لاسيما في إصدار الصكوك والعمل على التحول بشكل تدريجي نحو السوق المالية بهدف تنشيطها واستغلال رؤوس الأموال المكدسة، وبالتالي تحقيق الكفاءة الشرعية والاقتصادية للاستثمار المال.
- 4- ضرورة استكمال الإطار التشريعي للصكوك الإسلامية على أن يشمل كافة الجوانب والأنشطة المتعلقة بها سواء على مستوى السوق الأولى أو الثانية، مع مراعاة ضوابط الشريعة الإسلامية في صياغة هذا الإطار.

- 5-لابد من قيام وكالات تصنيف إسلامية تعمل على تصنيف وتقييم الصكوك المصدرة، بالشكل الذي ينعكس على ترشيد القرار الاستثماري وتحقيق كفاءة تخصيص الموارد المالية.
- 6-ضرورة القيام بدراسات بحثية تقييمية للتجارب الرائدة في العالم الإسلامي، بهدف تثمينها والاستفادة منها في تطوير هذه المنتجات وجعلها تتوافق مع متطلبات توزيع المخاطرة أي تخفيفها.
- 7-ضرورة الاستفادة من الأزمة المالية العالمية بغية نشر ثقافة الصناعة المالية الإسلامية عامة، والصكوك خاصة.
- 8-العمل على إنشاء معاهد ومراكز تدريبية رائدة تؤهل العنصر البشري للعمل في ظل السوق المالية الإسلامية، وذلك من الناحية الشرعية والاقتصادية.

رابعاً: آفاق الدراسة

- إن البحث في موضوع كفاءة الصكوك الإسلامية في معالجة الأزمات المالية، بعد أن قطعت صناعة الصكوك الإسلامية شوطاً من الزمن قد فتح لنا باباً لطرح جملة من التساؤلات حول جوانب متعددة في مجال الصيرفة الإسلامية وأهميتها في علاج الاختلالات والتقلبات الاقتصادية، والتي يمكن إدراجها في المواضيع التالية:
- 1- التحوط بالعقود المالية الإسلامية كآلية بديلة لمنتجات التحوط التقليدي ودورها في مواجهة التقلبات الاقتصادية.
 - 2- قياس كفاءة المؤشرات العالمية للصكوك الإسلامية ومقارنتها مع مؤشرات أسواق الأوراق المالية التقليدية.
 - 3- دراسة تقييمية لواقع سوق الصكوك الإسلامية، قبل وبعد الأزمة المالية العالمية 2008.

قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

القرآن الكريم

الحديث الشريف

أ - الكتب

- 1- أشرف محمد دواية: "صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق"، دار السلام للنشر والتوزيع والترجمة، الإسكندرية، مصر 2006.
- 2- الطاهر لطرش: "تقنيات البنوك"، ديوان المطبوعات الجامعية للنشر، الجزائر، الطبعة 7، 2010.
- 3- حسن كريم حمزة: "العولمة المالية والنمو الاقتصادي"، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان الأردن 2011، ص 283.
- 4- حسيني علي خربوش وآخرون: "الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات"، دار زهران للنشر والتوزيع الأردن، 2010.
- 5- دريدي كمال آل شبيب: "المالية الدولية"، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
- 6- شهاب أحمد سعيد العززي: "إدارة البنوك الإسلامية"، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، ط 1 2012.
- 7- عبد الغني بن محمد: "سلسلة أتعرف على الأزمة المالية"، دار البحار للطباعة والنشر والتوزيع الجزائر، 2008.
- 8- عرفان تقي الحسين: "التمويل الدولي"، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1999.
- 9- علي عبد الفتاح أبو شرار: "الاقتصاد الدولي-نظريات وسياسات"، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، ط 1 2007، ط 2 2010.
- 10- ماجد سلام الهدمي: "مبادئ إدارة الأزمات الإستراتيجية والحلول"، دار زهران للنشر والتوزيع الأردن، 2009.
- 11- ماجد عبد المهدي المساعدة: "إدارة الأزمات المداخل، المفاهيم-العمليات"، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزرقاء، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، 2012.
- 12- محمد أيوب: "النظام المالي في الإسلام"، أكاديمية إنترنا شيونال ومؤسسة محمد بن راشد آل مكتوم، بيروت، 2009.
- 13- محمد سرور: "إدارة الأزمات، المشكلات الاقتصادية المالية والإدارية"، دار البداية للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص 138.
- 14- محمود الصعدي: "التحديات التي تواجه منظمات الأعمال المعاصرة"، الأزمة المالية العالمية والآفاق المستقبلية، ج 3، مكتبة المجتمع العربي عمان، الأردن، 2010.

- 15- محمود جاد الله: "إدارة الأزمات"، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.
- 16- محمود عبد الكريم، أحمد رشيد: "الشامل في معاملات وعمليات المصارف الإسلامية"، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط2، 2007.
- 17- مصطفى العمواسي وآخرون: "الأزمة الاقتصادية العالمية وتداعياتها على الشرق الأوسط" دار جليس للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
- 18- موسى اللوزي وآخرون: "التحديات التي تواجه منظمات الأعمال المعاصرة"، الأزمة المالية العالمية والآفاق المستقبلية، مكتبة المجتمع العربي عمان، الأردن، 2011.
- 19- نزيه حمّاد: "في فقه المعاملات المالية والمصرفية المعاصرة"، قراءة جديدة، دار القلم، دمشق ط1 2008.
- 20- هشام أحمد عبد الحي: "الصناديق والصكوك الاستثمارية الإسلامية - دراسة تطبيقية فقهية- منشأة المعارف للنشر، الإسكندرية، مصر، 2010.
- ب - الرسائل والأطروحات الجامعية**
- 1- أحميّة خالد: "أزمة الديون السيادية الأوروبية وانعكاساتها على موازين مدفوعات دول المغرب العربي"، رسالة مقدمة استكمالاً للحصول على درجة ماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاد دولي، جامعة بسكرة، 2013.
- 2- أسامة عبد الحليم الجورية: "صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد"، رسالة مقدمة استكمالاً للحصول على درجة ماجستير في الدراسات الإسلامية، معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية، 2009.
- 3- آمال لعمش: "دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المصرفية الإسلامية"، رسالة مقدمة استكمالاً للحصول على درجة ماجستير في العلوم التجارية فرع: دراسات مالية ومحاسبية معمقة، جامعة فرحات عباس-سطيف - 2012.
- 4- بن منصور نجيم: "الأزمات المالية العالمية والمهام الجديدة لصندوق النقد الدولي"، رسالة مقدمة استكمالاً للحصول على درجة الماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع المالية الدولية، جامعة تلمسان 2010.
- 5- ربيعة بن زيد: "الصكوك الإسلامية وإدارة مخاطرها"، رسالة مقدمة استكمالاً للحصول على درجة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعة ورقلة، 2011-2012.
- 6- زاهرة علي محمد بني عامر: "التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية"، رسالة مقدمة استكمالاً للحصول على درجة الماجستير، تخصص الاقتصاد والمصارف الإسلامية، جامعة اليرموك أيريد الأردن، 2008.

- 7- سرارمة مريم: "دور المشتقات المالية في تقنية التوريق في أزمة 2008"، رسالة مقدمة استكمالاً للحصول على درجة الماجستير في الاقتصاد، تخصص مالية، جامعة قسنطينة، 2011-2012.
- 8- محمد عدنان بن الضيف: "الاستثمار في سوق الأوراق المالية-دراسة في المقومات والأدوات من وجهة نظر إسلامية"، رسالة ماجستير، تخصص نقود وتمويل، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2008.
- 9- موسى مبارك خالد: "صبغ التمويل الإسلامي كبديل للتمويل التقليدي في ظل الأزمة المالية العالمية"، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص تحليل إستراتيجي مالي، جامعة سكيكدة 2012/2013.

ج-المجلات والدوريات

- 1- حازم الببلاوي: "الأزمة المالية العالمية- محاول للفهم"، مقال من المجلة الاقتصادية، الأزمة المالية العالمية، العدد الأول، 15 إلى 31 أكتوبر 2008، نشر بتاريخ 2008/10/14.
- 2- حسين حامد حسان: "صكوك الاستثمار الإسلامي"، الدورة التاسعة عشر لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، إمارة الشارقة، الإمارات العربية المتحدة أيام 26-30 أبريل 2009.
- 3- شوقي جباري، أحمد طرطار: "فعالية الصكوك الإسلامية في معالجة الأزمة المالية العالمية" مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، العدد الحالي سبتمبر 2014.
- 4- الصديق محمد أمين الضيرير: "مجلة مجمع الفقه الإسلامي برابطة العالم الإسلامي"، العدد 13 جدة، السعودية، 2000.
- 5- محسن أبو عوض: "الصكوك الإسلامية ومخاطرها"، مجلة الدراسات المالية والمصرفية -آليات ومتطلبات إصدار الصكوك الإسلامية- الأوراق العلمية، العدد الأول، 2013.
- 6- محمد بوجلal: "مقاربة إسلامية للأزمة المالية العالمية الراهنة"، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد السادس، 2009.
- 7- منير سليمان الحكيم: "استخدام الصكوك الإسلامية ضمن عمليات السوق المفتوحة (صكوك المشاركة والمضاربة نموذجاً)"، مجلة الدراسات المالية والمصرفية- آليات ومتطلبات إصدار الصكوك الإسلامية- الأوراق العلمية، العدد الأول، 2013.
- 8- نبيل حشاد: "الأزمة المالية العالمية وتأثيراتها على الاقتصاد العربي"، مقال من المجلة الاقتصادية، الأزمة المالية العالمية، العدد الأول، 15 إلى 31 أكتوبر 2008.
- 9- نوال بن عمارة: "الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية"، تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية- البحرين- مجلة الباحث، جامعة ورقلة، عدد 09/2011.

10- هناء محمد هلال الحنيطي: "دور الصكوك الإسلامية في التمويل في ظل الوضع الاقتصادي

الراهن"، مجلة الدراسات المالية والمصرفية- آليات ومتطلبات إصدار الصكوك الإسلامية- الأوراق العلمية العدد الأول، 2013.

د - البحوث والملتقيات العلمية

1- أبوغدة: "مخاطر الصكوك الإسلامية"، بحث مقدم إلى مؤتمر إدارة المخاطر في المصارف

الإسلامية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، 2004.

2- أحمد دودين: "دور القطاع المصرفي الأردني من التخفيف من آثار الأزمة الاقتصادية العالمية

على الاقتصاد الأردني من وجهة نظر العاملين بالمصارف الأردنية"، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الدولي السابع، تداعيات الأزمة الاقتصادية على منظمات الأعمال، جامعة الزرقاء الخاصة، 2009.

3- أحمد زغدار: "فصول الأزمة المالية العالمية: أسبابها، جذورها وتبعيتها الاقتصادية"، بحث

مقدم إلى المؤتمر العلمي الدولي السابع، تداعيات الأزمة الاقتصادية على منظمات الأعمال، جامعة الزرقاء، 2009.

4- برودي نعيمة، صالح حامد أسامة: "تسونامي الرهن العقاري أزمة مالية عالمية إلى أين وإلى

متى؟" - Ralentissement économique mondial et effets sur les économies euro-maghrébienes Bejaia 2009.

5- بريش عبد القادر، طرشي محمد: "التحرر المالي وعدوى الأزمة المالية"، مداخلة إلى الملتقى

الدولي الثاني حول الأزمة المالية العالمية والبدائل المالية المصرفية، المركز الجامعي خميس مليانة يومي 5، 6 ماي 2009.

6- بلعزوز وآخرون: "استخدام الهندسة المالية الإسلامية في إدارة المخاطر بالمصارف

الإسلامية"، المؤتمر العلمي الدولي السنوي السابع حول إدارة المخاطر واقتصاد المعرفة، جامعة الزيتونة الأردنية، 2007.

7- بن ثابت علي، فتني مايا: "التجربة السودانية والأردنية في التمويل بالصكوك الإسلامية

والدروس المستفادة: الجزائر نموذجا"، الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية حول آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير بعنابة-الجزائر- يومي 8-9 ديسمبر 2013.

8- بن حبيب عبد الرزاق، صحراوي بن شيحة: "تأثير الأزمة المالية العالمية على الصعيد

الاقتصادي والاجتماعي في الجزائر- دراسة حالة المشاريع الاستثمارية وتأثير الأزمة على المجتمع

المدني"، مداخلة مقدمة للملتقى الدولي بكلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة حول: "الأزمة المالية يومي 14 و 15 نوفمبر 2009.

- 9- بن معتوق صابر، شوترى آمال: بحث بعنوان "الأزمة المالية العالمية"، أولى ماجستير المركز الجامعي: برج بوعريريج، قسم الدراسات العليا تخصص نقود بنوك مالية، 2010/2009.
- 10- ثريا الخزرجي: "الأزمة المالية العالمية الراهنة وأثرها في الاقتصاديات العربية التحديات وسبل المواجهة"، بحث مقدم إلى مؤتمر العلمي الثالث-الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على اقتصاديات الدول التحديات والآفاق المستقبلية- جامعة الإسراء 2009.
- 11- جمعة محمود عباد: "الأزمة المالية الاقتصادية العالمية وآثارها الحالية والمتوقعة على الجهاز المصرفي الأردني"، بحث مقدم إلى مؤتمر الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي، جامعة الجنان، لبنان، 2009.
- 12- حسيني علي خربوش: "دور المصارف الإسلامية في الحد من تداعيات الأزمة المالية العالمية"، (دليل المصارف الإسلامية الأردنية)، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر العلمي الدولي الرابع، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الكويت، 15-16 ديسمبر 2010.
- 13- خديجة جمعة الزويني، حسن عبد الكبير سلوم: "الأزمة المالية العالمية وخصخصة الشركات"، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الدولي السابع تداعيات الأزمة الاقتصادية على منظمات الأعمال، جامعة الزرقاء الخاصة.
- 14- رابح بوقره وآخرون: "آثار الأزمة المالية على مسار تحقيق أهداف الألفية للتنمية OMD"
Ralentissement économique mondial et effets sur les économies euro-maghrébienes Bejaia 2009.
- 15- زايدي عبد السلام، مقران يزيد: "انعكاسات الأزمة المالية العالمية على الاقتصاديات المغربية"، مداخلة إلى الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية العالمية والبدائل المالية المصرفية المركز الجامعي خميس مليانة، يومي 5، 6 ماي 2009.
- 16- زكرياء مطلق الدوري، سعد علي العنزي: "تحليل علاقة الثقافة التنظيمية بالأزمة من منظور الفردية-الجماعية"، بحث مقدم إلى مؤتمر العلمي الثالث-الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على اقتصاديات الدول التحديات والآفاق المستقبلية- جامعة الإسراء 2009.
- 17- زهية كواش، فتحية بن حاج جيلالي مغراوة: "الأزمات المالية وعلاقتها بسعر الفائدة" مداخلة إلى الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية العالمية والبدائل المالية المصرفية، المركز الجامعي خميس مليانة، يومي 5، 6 ماي 2009.
- 18- زياد الدماغ: "دور الصكوك الإسلامية في دعم الموازنة العامة من منظور إسلامي"، ورقة بحث: International coference on islamic banking and finance: cross border practices and litigations(15-16 june 2010).

- 19- سليمان ناصر، ربيعة بن زيد: "الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية ومدى إمكانية الاستفادة منها في الجزائر", بحث مقدم إلى المؤتمر الإسلامي منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية يومي 5، 6 ماي 2014 جامعة ورقلة.
- 20- سليمان ناصر، ربيعة بن زيد: "دور الحوكمة في إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية", بحث مقدم للمؤتمر: دور الحوكمة في تفعيل أداء المؤسسات والاقتصاديات، جامعة الشلف، يومي 19 و 20 نوفمبر 2013.
- 21- سمية زيار: "الأزمة المالية العالمية...وحتى الحلول", Ralentissement économique mondial et effets sur les économies euro-maghrébienes Bejaia 2009.
- 22- شوكمال عبد الكريم، براهيم سمير: "انهيارات الأسواق المالية وحلول اقتصاد المشاركة" محور المشاركة: السوق المالية الإسلامية، بحث مقدم للملتقى الدولي الأول: الاقتصاد الإسلامي، الواقع ... ورهونات المستقبل، غرداية.
- 23- صالح صالحي، د عبد الحليم غربي: "كفاءة التمويل الإسلامي في ضوء التقلبات الاقتصادية الدورية", مداخلة للملتقى الدولي حول: "أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبدائل البنوك الإسلامية"، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، 05-06 ماي 2009.
- 24- صالح صالحي، عبد الحليم غربي: "كفاءة صيغ وأساليب التمويل الإسلامي في احتواء الأزمات والتقلبات الدورية", مداخلة في الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة سطيف، أيام 21، 20 أكتوبر 2009.
- 25- طارق الحاج: "الأزمة المالية وتداعياتها على الاقتصاد الفلسطيني", بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الدولي السابع، تداعيات الأزمة الاقتصادية على منظمات الأعمال، جامعة الزرقاء الخاصة 2009.
- 26- طالب دليلة وآخرون: "الأزمة المالية الراهنة وأثرها على الاقتصاد الجزائري" - euro-Ralentissement économique mondial et effets sur les économies maghrébienes Bejaia 2009.
- 27- عبد القادر زيتوني: "التصكيك الإسلامي ركب المصرفية الإسلامية في ظل الأزمة العالمية" المؤتمر العالمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي عمان / الأردن، 1-2 ديسمبر 2010.

- 28- عبد القادر زيتوني: "التصكيك الإسلامي ودوره في الرفع من كفاءة الأوعية المصرفية في تعبئة مدخرات القطاع العالي في الجزائر"، مداخلة للملتقى الدولي الثاني: آليات ترشيد الصناعة المالية المصرفية، يومي 8-9 ديسمبر 2013، بجاية.
- 29- علي حناشي: "تحليل ظاهرة الأزمة المالية الحالية أسبابها وتداعياتها"، بحث مقدم إلى الملتقى الاقتصادي الدولي الأول حول أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، يومي 6-7 أبريل 2009.
- 30- علي فلاح المناصير، وصفي عبد الحكيم الكساسبة: "الأزمة المالية العالمية حقيقتها.. أسبابها.. تداعياتها.. وسبل العلاج"، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الدولي السابع، تداعيات الأزمة الاقتصادية على منظمات الأعمال، جامعة البلقاء الخاصة، 2009.
- 31- علي محي الدين القره داغي: "بيع الصكوك لحاملها دراسة فقهية اقتصادية"، بحث مقدم إلى ندوة مستقبل العمل المصرفي الإسلامي الرابعة، جدة، السعودية يومي 13-14 نوفمبر 2011.
- 32- عمر ياسين محمود خضيرات: "دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمة الاقتصادية والمعاصرة"، ورقة بحث ص7: International conference on islamic banking and finance: cross border practices and litigations (15-16 june 2010).
- 33- فتح الرحمان علي محمد الصالح: "إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية بالإشارة للحالة السودانية"، بحث مقدم إلى ملتقى الخرطوم بعنوان: التحوط وإدارة المخاطر في المؤسسات المالية الإسلامية النسخة الرابعة، 5 - 6 أبريل، 2012.
- 34- فتحة حبشي: "تحليل سبل الأزمة المالية العالمية وسبل معالجتها"، مداخلة للملتقى الدولي حول: الأزمة المالية، جامعة منتوري، قسنطينة.
- 35- فريد كورتل، كمال رزق: "الأزمة المالية: مفهومها، أسبابها وانعكاساتها على البلدان العربية"، بحث مقدم إلى مؤتمر العلمي الثالث-الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على اقتصاديات الدول التحديات والآفاق المستقبلية- جامعة الإسراء 2009.
- 36- كمال العقريب، بلحمدي سيد علي: "أهم الأزمات المالية الناتجة عن أنشطة الأسواق المالية التقليدية وخيار الأسواق المالية الإسلامية كبديل" مداخلة إلى الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية العالمية والبدائل المالية المصرفية، المركز الجامعي خميس مليانة، يومي 5، 6 ماي 2009.
- 37- كمال آيت زيان، إلفي محمد: "تحليل وتشخيص الأزمة المالية العالمية الراهنة من منظور الاقتصاد الإسلامي" (محاولة لاستنباط الدروس واستخراج الحلول)، مداخلة إلى الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية العالمية والبدائل المالية المصرفية، المركز الجامعي خميس مليانة، يومي 5، 6 ماي 2009.

- 38- كمال رزيق، حسن توفيق: "الجوانب النظرية للأزمة المالية"، ورقة بحث مقدمة للمؤتمر العلمي السابع، تداعيات الأزمة الاقتصادية على منظمات الأعمال، جامعة الزرقاء الخاصة، 2009.
- 39- محمد العمارة، صلاح الرواشدة: "أثر الأزمة المالية العالمية على تسويق الخدمات الفندقية"، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الدولي السابع تداعيات الأزمة الاقتصادية على منظمات الأعمال، جامعة البلقاء التطبيقية، 2009.
- 40- محمود محمد العجلوني: "إدارة الأزمات في القطاع المصرفي في إقليم الشمال"، بحث مقدم إلى مؤتمر الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على اقتصاديات الدول التحديات والآفاق المستقبلية جامعة الإسراء، 2009.
- 41- مراد رايق رشيد عودة: "الأزمة الاقتصادية الأسباب والحلول"، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الحادي عشر حول الأزمات الاقتصادية المعاصرة أسبابها، وتداعياتها، جامعة جرش، الأردن 14-16 سبتمبر 2010.
- 42- معطي الله خير الدين، شرياق رفيق: "الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية"، بحث مقدم إلى الملتقى الدولي: حول مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي، جامعة قالمة، يومي 3 و4 ديسمبر 2012.
- 43- مفتاح صالح، رجال فطيمة: "واقع صناعة الصكوك الإسلامية في دول مجلس التعاون الخليجي"، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي: منتجات تطبيقات الابتكار والهندسة المالية يومي 5، 6 ماي 2014، جامعة بسكرة.
- 44- منير سليمان حكيم، يزن سالم العطيات: "دور مؤسسات البنية التحتية الداعمة للجهاز المصرفي الإسلامي في منع المساهمة بالأزمة والتخفيف من آثارها"، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الدولي السابع، تداعيات الأزمة الاقتصادية على منظمات الأعمال، جامعة الزرقاء الخاصة، 2009.
- 45- موسى بلا محمود: "صكوك الإستصناع من البدائل الشرعية لسندات القروض الربوية": ورقة بحث مقدمة : International coference on islamic banking and finance: cross border practices and litigations(15-16 june 2010).
- 46- ميلود بوعبيدة: "الأزمات المالية العالمية الأزمة الآسيوية وأزمة أمريكا اللاتينية"، بحث سنة أولى ماجستير، فرع اقتصاد دولي، العولمة والمؤسسات الدولية، جامعة باتنة، 2003-2004.
- 47- ناصر المهدي، زغدار أحمد: "الأزمة المالية الآسيوية والعقارية الأمريكية... الأسباب والدروس المستخلصة من الأزميتين"، مداخلة إلى الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية العالمية والبدائل المالية المصرفية، المركز الجامعي خميس مليانة، يومي 5، 6 ماي 2009.

- 48- هناء الحنيطي، ملك خصاونة: "دور الجهاز المصرفي الإسلامي في ظل الأزمة الاقتصادية"، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي السابع الدولي "تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمات الأعمال"، جامعة الزرقاء الخاصة، 3-5/11/2009.
- 49- وليد أحمد صافي: "الأزمة المالية العالمية 2008/ طبيعتها، أسبابها وتأثيراتها المستقبلية على الاقتصاد العالمي والعربي"، مداخلة إلى الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية العالمية والبدائل المالية المصرفية، المركز الجامعي خميس مليانة، يومي 5،6 ماي 2009.
- 50- وهيب ليزيد: "المرض المالي العالمي: النشأة والتطور"، Ralentissement économique mondial et effets sur les economies euro-maghrébienes Bèjaia 10: 11/10 2009.
- 51- يوسف أبو فارة: "قراءة في الأزمة المالية العالمية 2008"، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الدولي السابع، تداعيات الأزمة الاقتصادية على منظمات الأعمال، الجامعة الزرقاء، 2009.
- 52- يوسف بن عبد الله الشبيلي: "إصدار وتداول الأسهم والصكوك والوحدات الاستثمارية المشتملة على النقود أو الديون وضوابطها الشرعية"، مداخلة مقدمة إلى ندوة الصكوك الإسلامية عرض وتقييم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 24-26/05/2010.
- هـ - الوثائق الرسمية
- 1- سوق دبي المالي، أمانة هيئة الفتوى والرقابة الشرعية: "مسودة معيار سوق دبي المالي لإصدار وتملك وتداول الصكوك"، 2013.
- 2- المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية: "المعيار (17) صكوك الاستثمار"، المنامة، البحرين، 2010.

ثانياً: المواقع الإلكترونية

- 1) <http://en.wikipedia.org/wiki/File:U.S.>
- 2) www.aljazeera.net/NR/exeres/FE3852AF-FB9E-4E4C-8537F4E
- 3) www.giem.info/article/details/ID/40