



أحمد ترطار  
أستاذ باحث  
جامعة تبسة/ الجزائر

شوقي جباري  
أستاذ مساعد  
جامعة أم البواقي/ الجزائر

## فعالية الصكوك الإسلامية في معالجة الأزمة المالية العالمية

الحلقة ( ١ )

### Abstract:

Islamic Sukuk's market have been grew rapidly in unprecedented manner in the wake of the current global financial crisis, with increased contributions of countries and various government agencies, especially central banks of many muslim countries, by offering such financial instruments, because of their immunity against crises and resilience during the successive crashes of capitalistic economies and particularly western economies, forcing them to take advantage of Islamic sukuk in treatment of affected corporations, especially as they are stable and have a high ability to absorb liquidity and giving financial markets elasticity in exchange, which will be reflected positively on the higher levels of optimal allocation of financial resources.

Islamic Sukuk are the most important source of Islamic funding used in collecting liquidity, mitigating risk, stabilizing and securing financial markets, which is lost in the traditional usurious funding sources.

Key Word(s): Financial instruments and derives, the global financial crisis, the optimal allocation of resources, risk sharpness, usurious funding sources, financial volatility, Islamic sukuk...

### الملخص:

لقد شهد سوق الصكوك الإسلامية نمواً سريعاً وملحوظاً وغير مسبق في أعقاب الأزمة المالية العالمية الراهنة، حيث تزايدت مساهمات الدول والجهات الحكومية المختلفة، لاسيما البنوك المركزية لعدد من الدول الإسلامية، عبر طرح مثل هذه المنتجات المالية، نظراً لمناعتها ضد الأزمة وصمودها إبان الانهيارات المروعة المتتالية التي أتت على اقتصاديات الدول الرأسمالية، لاسيما الغربية منها، مما دفعها إلى السعي للاستفادة منها في معالجة مؤسساتها المتضررة؛ خاصة وأنها ( أي الصكوك ) تتمتع بالاستقرار والقدرة الفائقة على امتصاص السيولة وإكساب الأسواق المالية حجماً من الاتساع والمرونة في التبادل، مما ينعكس إيجاباً على رفع مستويات كفاءة التخصيص الأمثل للموارد المالية .

وتعد الصكوك الإسلامية من أهم مصادر التمويل الإسلامي المعول عليها في جمع السيولة والتخفيف من حدة المخاطرة وإكساب الأسواق المالية درجة من الاستقرار والطمأنينة، لاسيما وأن هذه الخصائص أصبحت تمثل العملة المفقودة في مصادر التمويل الربوية التقليدية بلا منازع. بل وتتمتع هذه الصكوك بقدرة عالية في مواكبة تأثيرات التقلبات المالية وانعكاسات الأزمات المالية المتعاقبة.

الكلمات الرئيسية (المفتاحية): المنتجات والمشتقات المالية، الأزمة المالية العالمية، التخصيص الأمثل للموارد المالية، حدة المخاطرة، مصادر التمويل الربوية، التقلبات المالية، الصيرفة الإسلامية، الصكوك الإسلامية..

### المقدمة:

لقد انفصمت عرى نظام "بريتون وودز" في مطلع سبعينيات القرن الماضي، إثر السياسات والإجراءات التي سنّها الرئيس الأمريكي آنذاك "نيكسون" قبل أن تطيح به فضيحة "ووترغيت" الشهيرة. وهذا ما جعل الاقتصاد الرأسمالي، ومن خلاله الاقتصاد الدولي، يتخبط في دوامة من الأزمات المتتالية ويواجه تحديات مختلفة، وبأوجه متعددة منها "الاقتصادي البحث" ( ١٩٨٦ )، و منها "المالي المحض" ( ١٩٨٧ )، ومنها الذي هو في نطاق جغرافي معين: أزمة المكسيك ( ١٩٩٤ ) و أزمة النمر الأسبوية ( ١٩٩٧ )... ولعل بوادر الاستبشار خيرا بدأت تطفح على سطح المعمورة - على الأقل حسب المنظرين الغربيين - جرّاء انكفاء النظام الاشتراكي، وبداية تلاشيه كلياً عبر "بيرسترويكا" آخر رئيس للاتحاد السوفيتي المندحر "غورباتشوف" الذي توخّى مطلق الشفافية "غلاسنوست" في إظهار عيوب وخطايا النظام الذي ظل "يناطح" الرأسمالية كبديل لفترة معتبرة من الزمن، قاربت ثلاثة أرباع القرن، بل ومكّن العديد من حركات التحرر الناشئة عبر أرجاء هذه المعمورة من دحر فلول الاستعمار الرأسمالي المهيمن، أو ما يحلو لبعضهم تسميته "الاستكبار أو الاستعمار العالمي"، سواء في شكله العسكري أم في زيه المدني المبطن بل المنمق بغلاف الحماية لاستنزاف الخيرات وقهر الإرادة السياسية للشعوب المستضعفة...

إن استفحال هذه المنافسة بين المؤسسات المصرفية المختلفة، جعل من سوق رأس المال سوقاً رائجة و مربحة، مما أكسبها بعداً ريادياً في المجال الاقتصادي والمالي. وهذا ما دفع بالكي ومسيرى الرساميل البحث عن أفضل التوظيفات من خلال ابتكار صيغ جديدة لاستقطاب الزبائن وتفعيل دور الوساطة المالية، بالإضافة إلى المضاربات المختلفة التي أصبحت تسيّر بواسطتها سوق الأسهم والسندات.

وإثر ذلك بدأت ملامح الأزمة المالية العالمية تلوح في الأفق، وتفرز انعكاساتها وإرهاصات شبيهاً فشيئاً إلى أن تفاقمت واستفحلت لتسري بين عواصم الدول الرأسمالية كالنار في الهشيم من وولستريت إلى لندن إلى باريس وروما وطوكيو... وبناء على هذا التفاقم الكبير للأزمة المالية العالمية، وما رافقتها من انعكاسات سلبية على اقتصاديات جميع الدول دون استثناء، أصبح لزاماً على رجال السياسة و علماء الاقتصاد التفكير ملياً في البحث عن البدائل الكفيلة بتخطي هذه الآثار، باعتبارها وليدة النظام الرأسمالي خاصة، مما يستوجب طرح آليات جديدة، ليست في كنه هذا النظام ذاته، بل هي وليدة أنظمة أخرى.

ويجد النظام الإسلامي نفسه متوجاً كبديل، بما يتوفر عنده من آليات ومنتجات من شأنها كبح جماح القروض عالية المخاطر، و التصدي لعمليات التوريق المولدة للربا دون غيره، ومواجهة صناديق الاستثمارات العقارية وهمية الفوائد... الخ.

و تفعيلاً لهذا المسعى، ترمي هذه الورقة البحثية إلى إبراز قدرة المنتجات المالية الإسلامية على علاج الأزمة المالية الراهنة، بحكم متانة هذه المنتجات و قوة السياسات الاقتصادية الإسلامية المستنبطة من وهج الشريعة الإسلامية السمحاء، على التصدي للأزمات الاقتصادية و المالية عموماً... ولعل هذا ما تجلّى للعيان في عز الأزمة المالية العالمية الراهنة لدى بعض البلدان التي تتمتع بأسلمة أنظمتها المالية و المصرفية من خلال انتشار المصارف الإسلامية و أدوات الهندسة المالية الإسلامية المتوجه لها...

### أهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة إلى إمامة اللثام عن الدور الجديد الذي أصبحت تتبوأه المالية الإسلامية وأدوات هندستها المتزنة بورع الشرع الحنيف، وتوجيهية المقاصد، وصدقية المعاملات، بل وحتى تفاعل المتعاملين في سياق سعيهم الدائم والدؤوب لحسن الاستخلاف ومشروعية الكسب... وتعد الصكوك الإسلامية ديدن هذه الهندسة وواجهتها الأساس في المعاملات المالية خاصة.

لذلك فإن من بين الأهداف الرئيسة لهذه الورقة البحثية ما يلي:

- دراسة الأزمات المالية من حيث التعريف بها وبأنواعها، والهدف تنمية الفكر المعرفي والإحاطة ببعض الجزئيات النظرية للموضوع، ومن ثم إرساء اللبنة الأساسية للبحث.
- تشخيص الأزمة المالية العالمية الحالية من خلال الوقوف على الأسباب الحقيقية الكامنة وراء ظهورها، بل واستفحالها.

والأكثر من ذلك، أن النظام الاشتراكي لم يكن مطروحاً كبديل فحسب بل كان بمثابة الجنة المبشر بها لافتكاك الشعوب من ريقه و دنس الامبريالية العالمية التي تمثل أعتى طغيان بشري يجسد استغلال الإنسان لأخيه الإنسان، بكل صنوف التوحش و القهر والجبروت... ذلك أنه بتلاشي النظام الاشتراكي زالت الحرب الباردة التي سادت ردحاً من الزمن بين المعسكرين، لاسيما بعد الحرب العالمية الثانية، بل كانت من نتائجها، مما أدى إلى فسح المجال مجدداً للرأسمالية للاستحواذ على قيادة العالم بأسره، بصفة منفردة أو ما سمي بنظام أو صيغة القطبية الأحادية (بعد القطبية الثنائية). وهذا ما أعطى انطباع النشوة بالانتصار لرعاة النظام الرأسمالي، ممثلين في الولايات المتحدة و أوروبا العجوز، فراحوا يصدرون الأوامر و يسنون القوانين الدولية على مزاجهم، بما يكفل سيطرتهم المطلقة على كل شعوب المعمورة، وسريان النظام الرأسمالي في كل البلدان، دون مراعاة لأي خصوصية أو رد فعل أو معارضة... فكانت " مظلة العولة " هي الغطاء الواقى و الدواء الشافي الذي استرشدوا به في إحكام السيطرة على كل هذه الشعوب و البلدان، تارة باسم حرية السوق و تلاقائية المبادرة، وتارة أخرى باسم انسيابية المبادلات و التجارة الخارجية و فسح المجال للاستثمار المباشر، كي يشق طريق النماء مدججاً بترسانة التكنولوجيا الصناعية و الانتشار الرهيب لأنظمة المعلومات الرقمية، وما رافقها من توغل لا محدود للوسائل السمعية البصرية في حياة الناس و المجتمعات.

وتحت غطاء أو مظلة العولة استفرد الغرب الرأسمالي بدواليب الاقتصاد العالمي وبدأت آلياته في الدوران لتفعيل الاقتصاد المالي على الاقتصاد الحقيقي و تفتن منظروه في توسيع و تنويع المشتقات المالية لاجتذاب رؤوس الأموال.. ذلك أن العولة تقوم أساساً على معطين هما :

أ- عولة الإنتاج: حيث سعت الشركات متعددة الجنسية ( واجهة و قيودوم النظام الرأسمالي منذ القرن الخامس عشر) إلى الاستفادة من هذه الطفرة النوعية المتمثلة في فتح الحدود على الغارب، لاسيما من طرف الدول السائرة في طريق النمو، و إلغاء الحواجز الحمائية ( جمركية كانت أم جبائية )، مما أدى إلى زيادة الإنتاج أضعافاً مضاعفة. وهذا ما أفضى إلى تسارع رهيب في حركة المبادلات التجارية العالمية خلال عقد التسعينات من القرن الماضي، بمعدل ضعفي نمو الناتج الإجمالي.

ب- انتشار الاستثمار الأجنبي المباشر من خلال فتح الأسواق المالية المحلية للدول السائرة في طريق النمو وربطها بالأسواق العالمية.

ولقد فسح هذان البعدان المجال واسعاً لتداخل و اندماج حركة رؤوس الأموال على المستوى العالمي، لاسيما في الميدان المصرفي... ذلك أن الاندماج المصرفي هو نتاج العولة الرئيسي و المهم، بحكم ارتباطه بمتغيرين أساسيين من متغيرات هذه الأخيرة ( أي العولة )، وهما: تحرير الخدمات المصرفية (تتويجاً لحرية الاقتصادية )، وكفاءة رأس المال المدججة بثورة تكنولوجية المعلوماتية العارمة. وهو ما أدى إلى زيادة حدة المنافسة في السوق المصرفية العالمية.

**فرضيات الدراسة :**

تبنى هذه الدراسة على الفرضيات التالية:

- عدم نجاعة الأساليب التمويلية الربوية التقليدية، التي سادت على امتداد أرجاء المعمورة، منذ بدايات تشكل النظام الرأسمالي ( على أنقاض النظام الإقطاعي ) إلى يوم الناس هذا.
- عدم قدرة الأنظمة الوضعية التي سادت - وما زالت تسود - على توليد أو استنباط آليات، أو حتى مشتقات جديدة، من شأنها أن تجبر ما قد تكسر، أو تضمد وتخييط ما قد تمزق، بحكم اهتلاك كل البدائل الممكنة وعصف الأزمة المالية، وبعدها أزمة الديون السيادية بالأخضر واليابس.
- الدور الفعال الذي يمكن أن تلعبه الهندسة المالية الإسلامية بمشتقاتها المختلفة المتفردة لاسيما الصكوك المالية بما تتوفر عليه من مصداقية وكفاءة ونجاعة توظيف الأموال...

**منهجية الدراسة :**

تعتمد منهجية البحث على الدراسة النظرية الوصفية التحليلية لأدوات الهندسة المالية الإسلامية، باعتبارها أدوات مستحدثة لتعويض تلك الأدوات المستعملة والمتعارف عليها في المصرفية الربوية التقليدية، اعتماداً على تجارب الأنظمة الوضعية المستقاة من الواقع المعيش، وتركيزاً على محاكاة بعض التطبيقات القائمة على آليات التمويل الإسلامي المستلهمة من كتب الفقه والاقتصاد الإسلامي وتجربة المصارف الإسلامية اللاربوية... ولأجل ذلك يمكن تبني المنهجين على النحو التالي:

- المنهج الوصفي: حين التطرق إلى الإطار النظري للأزمات والصكوك الإسلامية وأنواعها وضوابط إصدارها.
- المنهج التحليلي: وذلك عند التطرق إلى تحليل الأزمة المالية العالمية وتحليل دور الصكوك الإسلامية في مواجهة انعكاساتها.
- كما يتم الاعتماد في هذه الدراسة على الأسلوب الاستقرائي الاستنباطي لمحاكاة الظواهر والأحداث المكرسة لتفاعلات الأزمة المالية على محك الواقع، بما يمكن من استنتاج البدائل الكفيلة بصد الآثار والانعكاسات السلبية التي خلفتها هذه الأخيرة في تفاعلات الأداء الاقتصادي والاجتماعي.

**تقسيمات الدراسة :**

وللإجابة عن الإشكالية المطروحة، وتماشياً مع مقتضيات المعالجة الرصينة والمتأنية للموضوع المطروح، فقد تم تقسيم هذه الورقة البحثية، على النحو التالي:

- مدخل نظري حول الأزمات المالية؛
- الأزمة المالية العالمية الحالية: الجذور والأسباب.
- ماهية الصكوك الإسلامية وضوابط إصدارها.
- تطور الصكوك في السوق المالية الإسلامية .
- دور الصكوك الإسلامية في معالجة الأزمة المالية.

• بيان عدم نجاعة التثبيت بالأساليب التمويلية الربوية التقليدية، التي مثلت دائماً قنابل موقوتة، كثيراً ما انفجرت وأججت - بالتالي - شرارة الأزمة المالية العالمية، بل وزجت بالبشرية في دائرة من المجازفات والمراهنات الخاسرة.

• لفت النظر إلى أهمية الاعتماد على الأخذ بصيغ وأساليب التمويل الإسلامي التي تحكمها معايير وضوابط الشرع الحنيف، بما يكفل تحقيق فلسفة التمويل الإسلامي الذي تقدمه المصارف الإسلامية كنموذج بديل للتمويل الربوي الذي تعمل به المصارف التقليدية الربوية، ذلك التمويل الذي يقوم على مبدأ المشاركة في الفهم والغرم، استناداً إلى أن الأموال المتاحة في هذه المصارف يجب أن تكون أموالاً منتجة إنتاجاً حقيقياً وليس افتراضياً وهمياً وان العائد يجب أن يكون حقيقياً ناتجاً عن تلاحم رأس المال والعمل بعقلية الإبداع التسييري.

• التعرف على الصكوك الإسلامية، باعتبارها آلية أو أسلوب تمويل إسلامي، في سياق إحلال البدائل الشرعية لأدوات التمويل الربوية التقليدية، وكذا بصفاتها ملجأ يشد أنظار العالم بأسره إليه في الآونة الأخيرة، من حيث تعريفها وأنواعها وضوابط إصدارها.

• تبيان القدرة التي تمتلكها الصكوك الإسلامية في معالجة الأزمة والتخفيف من حدتها، أو توفير الوقاية اللازمة لتجنب مثل هذه الأزمات في المستقبل.

• تقديم اقتراحات من شأنها تنمية ودعم الصناعة المالية الإسلامية عامة، وتثمين تجربة الصكوك التي لا تزال في حاجة ماسة إلى البحث والتعميق.

**مشكلة الدراسة :**

إن الإشكالية الرئيسية التي ترنو هذه الورقة البحثية إلى الإجابة عنها هي: ما مدى فعالية هذه الصكوك في معالجة الأزمة المالية العالمية، وما إمكانات التصدي لتأثيراتها الخطيرة على الاقتصاديات الناشئة خاصة..؟

تحمل هذه الإشكالية في طياتها الأسئلة الفرعية التالية:

- فيم تتمثل الأزمات المالية؟ وما أنواعها؟
- ما جذور الأزمة المالية العالمية الحالية؟ وما الأسباب الحقيقية التي أدت إلى الانهيارات والإفلاسات المروعة؟
- فيم تتمثل الصكوك الإسلامية؟ وما ضوابط إصدارها؟ وما طبيعة الفروق الجوهرية بينها وبين الأسهم والسندات التقليدية؟
- ما الدور الذي يمكن أن تضطلع به الصكوك الإسلامية في معالجة الأزمات المالية والوقاية منها؟



أولاً: مدخل نظري للأزمات المالية

١- تعريف الأزمات المالية:

ب- الأزمات المصرفية: وهي نوع من الأزمات يتعرض فيها بنك أو عدد من البنوك إلى تدافع شديد من جانب المودعين لسحب ودائعهم مع عدم القدرة على مواجهة طلبات السحب ويكون هذا التدافع نتيجة للديون أو الخصوم قصيرة الأجل في البنوك تفوق الأصول في نفس الآجال، أو عدم وجود مصدر سيولة لمواجهة الأزمات قصيرة الأجل أو عدم وجود مقرر نهائي.. الخ، المهم أن هذه الأزمة تحدث عندما يتوافر حجم كبير من الأصول غير القادرة على أداء واجباتها وتغدو غير كفوءة.

وتتميل الأزمات المصرفية إلى الاستمرار وقتاً أطول من أزمات العملة ولها آثار أشد على النشاط الاقتصادي، وقد كانت هذه الأزمات نادرة في الخمسينيات والستينيات من القرن الماضي بسبب القيود على رأس المال والتحويلات، ولكنها أصبحت أكثر شيوعاً منذ السبعينيات وتحدث بالتدافع مع أزمات العملة .

ولابد من التذكير أن الأزمات المصرفية تتصف بالذعر المالي لأنها قد تصيب المنظومة المصرفية برمتها بشكل يؤدي إلى زرع الذعر بين أوساط المودعين الذين يعملون في هذه الحالة على سحب ودائعهم سالكين في ذلك سلوك القطيع، لدرجة أن التجربة بينت للعيان أن آثار هذا السلوك لا يفرق بين البنوك السليمة التي تتمتع بأوضاع مالية جيدة أو رديئة، حيث يلاحظ غلق أبواب المصارف أملاً في استقرار الأوضاع واسترجاع الثقة المهترئة .

وقد حدث في التاريخ المالي للبنوك العديد من حالات الأزمات المصرفية مثل ما حدث في بريطانيا لبنك "Overend & Gurney" وما حدث في الولايات المتحدة عندما انهار "بنك الولايات المتحدة Bank of United States" في عام ١٩٢١ وبنك "Bear Stearns".

ج- أزمة المديونية: تحدث هذه الأزمة عند توقف المقترضين عن السداد، أو يتم توقع ذلك من المقترضين فيمتنعون عن الإقراض، وتتم تصفية القروض القائمة، كما أن المخاطر المتوقعة بتوقف القطاع العام عن سداد التزاماته قد تؤدي إلى هبوط حاد في تدفقات رؤوس الأموال إلى الداخل ثم إلى أزمة في الصرف الأجنبي.

يقصد بالأزمة المالية "وقوع خلل خطير ومفاجئ نسبياً يضرب السلوك المعتاد للمنظومة المالية ويتضمن أخطاراً وتهديدات مباشرة وكبيرة للدولة والمنظمات والأفراد وجميع أصحاب المصالح، ويتطلب هذا الخلل تدخلات سريعة وفاعلة من جميع الأطراف ذات العلاقة، وتؤدي الأزمة المالية إلى نتائج سلبية واضحة على مستوى الاقتصاد الجزئي والاقتصاد الكلي وخسائر في الموارد المادية والموارد البشرية، وتؤدي إلى اضطرابات حادة في التوازنات الاقتصادية قد يعقبها انهيارات حادة لمؤسسات مالية ومؤسسات أخرى" (وعرفت أيضاً بأنها: "الانهيار المتزامن لمجموعة من المؤسسات المالية المترابطة، بسبب محاولة المستثمرين، المضاربين، المقرضين والمودعين تصفية أصولهم. هذه التصفية تحدث بسبب تغير توقعاتهم من متفائلة إلى متشائمة، كما أن الحوادث الخارجية كالحرب مثلاً يمكن أن تهدد استقرار الأسواق وتؤدي إلى حدوث أزمة. وتحدث هذه الأزمة في اقتصاد واحد أو عدة اقتصاديات مترابطة فيما بينها، كما حدث سنة ١٩٢٩م).

وتأسيساً على ما سبق يمكن تعريف الأزمة المالية بأنها: انهيار مفاجئ وحاد في أسعار الأسهم والسندات - انهيار السوق المالي- أو في عملة الدولة يؤدي إلى إفلاس العديد من المؤسسات المالية ويؤثر سلباً على معدلات النمو الاقتصادي.

٢- أنواع الأزمات المالية:

يتميز المختصون بين الأنواع التالية من الأزمات :

أ- أزمات العملة: وتسمى بأزمة سعر الصرف، أو أزمة ميزان المدفوعات، وتحدث 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 (السلطات النقدية) على الدفاع عن العملة ببيع مقادير ضخمة من احتياطياته، أو رفع سعر الفائدة بنسبة كبيرة، ويكون التدهور الذي يفوق الحدود المعقولة التي في الغالب تقدر بنسبة ٢٥% مشكلاً لهذا النوع من الأزمات.



- فقدان الأصول المالية خاصية الشفافية (عدم وضوح الرؤيا)، ومن ثم يصبح السعر لا يعبر عن حقيقة قيمة الأصل المالي.

وتزداد خطورة الأزمة المالية بخروجها عن إطار الدائرة المالية (الأسواق المالية) لتلقي بظلالها على الدائرة الحقيقية أي الاقتصاد الحقيقي برمته، معلنة التحول إلى أزمة اقتصادية أي إلى الكساد، وهو السيناريو الذي حصل فعلاً في الأزمة المالية لسنة ٢٠٠٨ م.

هـ- الأزمات المالية المزدوجة: تميزت فترة ما بعد الحرب العالمية الثانية بتولد شكل جديد من الأزمات المالية هي الأزمات المزدوجة، وهي عبارة عن تركيبة من الأزمات المصرفية وأزمات الصرف. وتظهر هذه الأزمات من خلال تركيبة من مضاربة حادة ضد العملة الوطنية وموجة من الإفلاسات والضعف في البنوك، تجتمع مع شك وحذر بخصوص استقرار أسعار الصرف (وبالتالي نظام الصرف)، وكذلك الشك بخصوص سيولة وملاءة الوسطاء الماليين، والتي لها تأثير متبادل ورجعي الواحدة على الأخرى. وعموماً يمكن أن يحدث تزامن في أزمات العملة والبنوك والدين في وقت واحد، وذلك كنتيجة طبيعية للترابط الكبير الموجود بين مصادر الأزمات.

د- أزمات الأسواق المالية: تحدث العديد من الأزمات في أسواق المال نتيجة ما يعرف اقتصادياً بظاهرة "الفقاعة" "bubble" التي تتشكل عندما يرتفع سعر الأصول بشكل يتجاوز قيمتها العادلة، وهو ارتفاع غير مبرر. وهذا ما يحدث عندما يكون الهدف من شراء الأصل هو تحقيق الربح الناتج عن ارتفاع سعره، وليس بسبب قدرة هذا الأصل على توليد الدخل. في هذه الحالة يصبح انهيار أسعار الأصل مسألة وقت عندما يكون هناك اتجاه قوياً لبيع ذلك الأصل فيبدأ سعره في الهبوط، ومن ثم تبدأ حالات الذعر في الظهور فتتهار الأسعار ويمتد هذا الأثر نحو أسعار الأسهم الأخرى سواء في نفس القطاع أم في القطاعات الأخرى، وبالتالي فإن عدوى انتقال الأزمة المالية في الأسواق الحالية تتم من خلال قناة الأسعار، أي تغير أسعار الأصول المالية، وهذه العدوى تعرف كذلك بـ "Effet domino" أو كرة الثلج "Effet boule de neige" بحيث تنتقل من متعامل أو مؤسسة مالية إلى أخرى إلى أن تصبح الأزمة أزمة نظامية "crise systémique" تمس النظام المالي برمته، بل أكثر من ذلك فهي تنتقل من نظام مالي إلى آخر بفعل انفتاح الأسواق وعولمتها وتأخذ الأزمة في هذه الحالة بعداً عالمياً.

إن خطورة الأزمة النظامية تكمن في صعوبة معالجتها بالطرق التقليدية المعروفة لكونها تحمل خطراً كلياً غير قابل للتحويل أو التنوع. أي عدم جدوى استعمال استراتيجيات تنوع الاستثمارات كأسلوب لامتناص الأخطار المالية، كما أنه لا مجال لاستعمال المشتقات كاستراتيجية لتحويل الأخطار. ومن خصائص الأزمة النظامية ظهور خطر السيولة، أو أزمة السيولة، و ما ينجر عنها من آثار سلبية على نشاط الأسواق المالية بشكل عام. وتتجلى مظاهر هذه الأزمة فيما يلي:

- تضائل عدد المتدخلين في السوق المالي، أي فقدانه للعمق نتيجة انعدام الثقة.
- انخفاض كبير في قيمة الأصول المالية لارتباطها بمخاطر عالية بالنسبة لحائزيها.

#### المراجع:

1. Rajan, Ramkishen "Financial Crisis, Capital Outflows, and Policy Responses: Examples form East Asia" Journal of Economic Education. 2007. Vol. 38. No. 1; pp. 92-109
2. Donald Rutherford. routledge dictionary of economics. 2nd edition. ed. Routledge. New York. 2002. p: 218
3. كريستيان ملدر، "عين العاصفة - يدفع الطابع الجديد للأزمات إلى الإسراع بإعادة التفكير في إجراءات الوقاية و تدابير الحل". مجلة التمويل و التنمية، المجلد ٢٩، عدد ٤، ديسمبر ٢٠٠٢، ص. ٦٠.
4. المصدر نفسه، ص. ٦٠.
5. K. Michael FINGER, Ludger SCHUKNECHT, 'Commerce, finance et crises financiers', Organisation mondiale du commerc. 1999., p.22
6. Sylvie de Coussergues, Gestion de la Banque: Du Diagnostic a la Strategie. 4 eme Edition. Dunod. Paris. 2005p36
7. Andrew crockett. Liquidite de marché et stabilité financière. No 11. Banque de France. fevrier 2008. pp :13-18
8. Robert BOYER, Mario DEHOVE, Dominique PLIHON, 'les crises financières', Ed La Documentation française, Paris, 2004, P.P. 26- 27



أحمد طرطار  
أستاذ باحث  
جامعة تبسة / الجزائر

شوقي جباري  
أستاذ مساعد  
جامعة أم البواقي / الجزائر

## فعالية الصكوك الإسلامية في معالجة الأزمة المالية العالمية

الحلقة (٢)

### ثانياً: الأزمة المالية العالمية الحالية الجذور والأسباب

١- جذور ونشأة الأزمة:

يرجع الباحثون الاقتصاديون جذور الأزمة المالية ٢٠٠٨ إلى سنة ٢٠٠٠ عندما وقعت زيادة كبيرة في حجم القروض العقارية الممنوحة بإجراءات بسيطة وبرهونات ميسرة ومن غير ضمانات كافية، الأمر الذي دفع إلى تهاافت شديد على الاقتراض من أجل شراء العقارات في الولايات المتحدة الأمريكية، وهذا ما أدى إلى حدوث ما يعرف بأزمة القروض عالية المخاطر سنة ٢٠٠٦. وعرفت أيضاً هذه الفترة حدوث أزمة فقاعات شركة الانترنت حيث حدث ارتفاع كبير في أسعار الأسهم لتنفجر تلك الفقاعة. ويمكن بلورة أهم جذور الأزمة من خلال النقاط التالية:

١. انخفاض نسبة الفائدة على القروض الخاصة بالعقارات خلال ٢٠٠٠ / ٢٠٠٦ إلى ٥,١٪ ومن دون ضمانات كافية.
٢. قيام بعض البنوك بتحويل قيم القروض الممنوحة إلى سندات متداولة في السوق المالي الأمريكي. كما قام بعضهم الآخر ببيع الديون على شكل مستندات للمستثمرين.
٣. قيام المستثمرين برهن المستندات الحاصلين عليها مقابل الحصول على ديون جديدة يستعملونها في شراء المستندات، وذلك من أجل زيادة الأرباح بوتيرة سريعة.
٤. في بداية ٢٠٠٧ أصبحت قيمة العقارات أقل من قيمة السندات المتداولة.
٥. فشل الملايين من المقترضين على تسديد ديونهم، الأمر الذي تسبب في إفلاس العديد من البنوك، وتم سحب عدد هائل من المستثمرين لأموالهم من البنوك، وهذا ما سبب مشكلة سيولة لدى العديد من البنوك، التي حاولت بيع العقارات دون جدوى، فانهارت - بالتالي - هذه البنوك والمؤسسات المالية تبعاً.

وعليه، فأزمة ٢٠٠٨ هي أزمة رهن عقاري، نتيجة للإفراط في منح قروض العقارات من دون ضمانات مقدمة، وبأسعار فائدة منخفضة جداً... ولقد ظهرت ملامحها بوضوح مع بداية ٢٠٠٧ لتطفو على السطح وبشكل جلي للعيان سنة ٢٠٠٨، وخاصة مع توقف المقترضين عن الدفع وزيادة عدد المنازل المعروضة للبيع، وبروز ظاهرة استيلاء المقترضين 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.

٢- أسباب الأزمة:

إن أزمة الرهن العقاري، والتي تحولت فيما بعد إلى أزمة مالية، قد مست القطاع المصرفي الأمريكي وانتشرت العدوى إلى الدول الأخرى ذات العلاقة بالاقتصاد الأمريكي. ولم تكن وليدة مصادفة عابرة، وإنما هنالك أسباب دفعت إلى نشوئها وانتشارها. ولقد قسم الباحثون هذه الأسباب إلى مسببات مالية وأخرى اقتصادية، على النحو التالي:

أ- الأسباب المالية للأزمة: تتمثل الأسباب المالية التي أدت إلى حدوث الأزمة فيما حصل من أزمة في الرهن العقاري، نتيجة لتقديم القروض من دون ضمانات مقبولة وبسعر فائدة مخفض. ويمكن عرض هذه الأسباب المالية من خلال النقاط التالية:

١. بعد سنة ٢٠٠٠ شهدت أسعار العقارات الأمريكية ارتفاعاً كبيراً، دفع البنوك التجارية الأمريكية إلى تمويل هذا القطاع بقوة، ومن دون تردد. وفي ظل تشجيع الإدارة الأمريكية لتمويل هذا القطاع قامت البنوك بتقديم قروض بأسعار فائدة مخفضة ولأشخاص لا تتوفر فيهم القدرة على تسديد الديون - عدم وجود الضمانات اللازمة-.
٢. قيام البنوك الأمريكية بتوريق معظم القروض نظراً لحصولها على تقييط جيد (AAA) للجدارة الائتمانية للأصول المالية من قبل وكالات التقييط، الأمر الذي أدى إلى ارتفاع الطلب على العقارات.
٣. إن ارتفاع الطلب على العقارات أدى إلى بروز فقاعة مضاربة حول هذا القطاع دفعت البنوك إلى تقديم المزيد من القروض، على اعتبار أن القيم المرتفعة تزيد من حجم الضمان وتقلل من المخاطر.
٤. انتقال فقاعة المضاربة لتشمل الأصول المالية الناتجة عن توريق القروض العقارية وزيادة الطلب عليها. وتمثل هذه الأصول في حقيقتها منتجات مهيكلة.

ثالثاً: ماهية الصكوك الإسلامية وضوابط إصدارها

١. مفهوم الصكوك الإسلامية:

عرفها مجمع الفقه الإسلامي الدولي بأنها: " أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس المال إلى حصص متساوية، وذلك بإصدار صكوك مالية برأس المال على أساس وحدات متساوية القيمة، ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصاً شائعة في رأس المال وما يتحول إليه بنسبة ملكية كل منهم فيه " .

وعرفت أيضاً بأنها: " تحويل مجموعة من الأصول المدرة للدخل غير السائلة إلى صكوك قابلة للتداول مضمونة بهذه الأصول ومن ثم بيعها في الأسواق المالية مع مراعاة ضوابط التداول " .

وعرفت كذلك بأنها: " وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في ملكية موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله " .

لقد أطلقت المعايير الشرعية لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية على الصكوك الإسلامية اسم (صكوك الاستثمار) تمييزاً لها عن الأسهم وسندات القرض، وجاء هذا التفريق كنتيجة منطقية للفرق بين السهم والصك . فالأول يمثل حصة شائعة في شركة مساهمة، يتيح لحامله الحق في إدارة الشركة، بالمقابل يمثل الصك حقوقاً في موجودات متنوعة قد تشكل الأسهم بعضها، وقد تكون أعياناً تستثمر بمعرفة مدير الصكوك. كما تختلف العلاقة الرابطة بين حامل الصك ومدير الصكوك بشكل جوهري عن علاقة حامل السهم بإدارة الشركة، حيث أن حامل الصك لا يملك الحق في تعيين أو عزل إدارة الصكوك. أما بالنسبة للفرق بين السند والصك حيث يمثل الأول حقاً على الشيوع في ملكية الموجودات المثلة أساساً في ديون نقدية برياً، أما الموجودات في الصكوك فهي أعيان قد تختلط بشيء من الديون أو النقود، كما أن حاملها لا يضمن له المبلغ المستثمر أو أي عائد على عكس السندات.

بناءً على ما سبق فالصكوك الإسلامية لا تتعامل بالفائدة المحرمة، إذ تعتبر بديلاً شريعياً عن التعامل بالسندات، وتتميز بالخصائص التالية:

- القابلية للتداول وعدم القابلية للتجزئة.
- يمثل حصة شائعة في ملكية حقيقية.
- الإصدار يكون على أساس عقد شرعي، ويتفق مع مبادئ الشريعة الإسلامية.
- يتم حصول الربح من قبل حامله بالنسبة المحددة ويتحمل الخسارة بقدر الحصة التي يمثلها الصك.

٥. الانخفاض الذي عرفته أسعار العقارات في السوق الأمريكي فيما بعد الارتفاع الكبير لها دفع بالعثالث الأمريكية إلى التوقف عن دفع ديونهم للبنوك، وأدى ذلك إلى انهيار مؤسسات التمويل وضمان القروض، وانتقلت العدوى إلى البنوك والصناديق الاستثمارية التي اقتنت الأوراق المالية الناتجة عن تمويل القروض العقارية.

وعليه، وإثر تمحيص هذه الأسباب المالية، فيمكن القول أن أهمها يتمثل في:

- انفجار فقاعة الرهن العقاري.
- تفشي ثقافة الاقتراض والمضاربة.
- غياب الرقابة المالية الفعالة والمكاشفة أو الإفصاح.
- انتشار الفساد والاحتيال المالي.
- لمبالغة أو الغلو في استخدام المشتقات المالية.

ب- الأسباب الاقتصادية للأزمة: ليست الأسباب المالية وحدها هي ما أدى إلى تفشي واستفحال أزمة ٢٠٠٨م، بل رافقتها أسباب اقتصادية مختلفة، منها ما يلي:

- تسجيل الميزان التجاري الأمريكي لعجز تراكمي، السنة تلو الأخرى، خلال الفترة التي سبقت الأزمة وصل إلى حد ٧٥٨ مليار دولار سنة ٢٠٠٦م.
- عجز الميزانية، الذي وصل سنة ٢٠٠٨م إلى ٤١٠ مليار دولار ما يمثل ٢,٩٪ من الناتج المحلي الإجمالي وتخصيص نفقات عالية جدا للإنفاق على القطاع العسكري.
- الارتفاع الشديد في حجم الديون الحكومية الأمريكية من ٤,٢ تريليون دولار في عام ١٩٩٠م إلى ٨,٤ تريليون دولار في عام ٢٠٠٢م وإلى ٨,٩ تريليون دولار في عام ٢٠٠٧م.
- التضخم الذي عرفه الاقتصاد الأمريكي حيث بلغ ٤٪ وبطالة بلغت ٥٪.

خلاصة القول: تعد الأزمة المالية الحالية امتداداً طبيعياً لأزمات النظام الرأسمالي، لكنها ذات تأثير أعمق وأشمل، وهي ناجمة عن تداعيات أزمة الرهون العقارية التي طفت على السطح سنة ٢٠٠٧، بسبب فشل ملايين المقترضين لشراء مساكن وعقارات في الولايات المتحدة في تسديد ديونهم. وكانت شرارتها الأولى إعلان مؤسسة "الإخوة ليمان leman Brothers" المؤسسة المالية العملاقة في الولايات المتحدة الأمريكية عن إفلاسها الوقائي صيف ٢٠٠٨... وهذا ما ولد فقداناً للثقة عند المستثمرين والمتعاملين الماليين، فسرى الأمر إلى عديد من البنوك والمؤسسات المالية الأخرى سريان النار في الهشيم، ليصل عمق أوروبا وباقي دول العالم، وتهاوت إثره البورصات في كل أصقاع الدنيا...

ورغم التدخل المباشر للحكومات الغربية، ومحاولات الضخ التي انتهجتها هذه الحكومات باتجاه المصارف وبيوتات المال، إلا أن الأمر استفحل وانتشر بشكل مذهل وغير مسبوق.



## ٢- أهمية الصكوك الإسلامية :

يمكن إبراز الأهمية التي تتمتع بها الصكوك الإسلامية من خلال النقاط التالية :

- تساعد على النهوض بالاقتصاد الإسلامي نظرياً وعملياً. أما نظرياً فهي استكمال لحلقات الاقتصاد بجانب شركات التأمين والمصارف الإسلامية، أما عملياً فإن وجودها يساعد على رفع الحرج عن المستثمرين الذين يطلبونها.
- تلبى احتياجات الدولة في تمويل مشاريع البنية التحتية بدلاً من الاعتماد على سندات الخزينة والدين العام .
- يثري بها الأسواق المالية الإسلامية، لأنها الطرف المكمل للأسهم، والجناح الثاني للبورصة التي من خلالها تتحرك الأموال بحرية وسهولة.
- أن الوصول بفكرة الصكوك الإسلامية إلى مستوى التداول العالمي يوضح مدى سعة وحكمة وتكامل النظام الإسلامي.
- تعتبر من الأدوات الهامة لتنوع مصادر الموارد الذاتية، وتوفير السيولة اللازمة للأفراد والمؤسسات والحكومات.
- تغطي عدداً كبيراً من الشركات التي تحتاج إلى تمويل طويل الأجل.

## ٢- أنواع الصكوك الإسلامية:

ومن أهم الصكوك الإسلامية التي تم إصدارها :

أ- صكوك المضاربة: تمثل صكوك المضاربة أوراقاً مالية قابلة للتداول تعرض على أساس قيام الشركة المصدرة بإدارة العمل على أساس المضاربة، ويمثل فيها الملاك أصحاب رأس المال بينما المستثمر يمثل عامل المضاربة، ويحصل مالكوها على نسبة شائعة من الربح، وتتوافر فيها شروط عقد المضاربة من الإيجاب والقبول، ومعلومية رأس المال ونسبة الربح). ومن هذه الصكوك: صكوك المضاربة التجارية والخاصة بالمتاجرة في السلع وغيرها من الأمور التجارية، صكوك المضاربة الزراعية والخاصة بالأمور الزراعية كسواء المستلزمات الزراعية وتنفيذ المشاريع الزراعية، وصكوك المضاربة الصناعية؛ والخاصة بالأمور الصناعية كسواء الموارد الخام وتصنيعها. وقد اصدر مصرف شامل البحريني صكوك مضاربة تعادل ٣٦٠ مليون ريال سعودي.

ب- صكوك الاستصناع: هي وثائق متساوية القيمة غرض إصدارها تصنيع سلعة معينة ويصبح المصنوع مملوكاً لحامل الصكوك. ومثالها صكوك الدرة في البحرين التي تقوم بتمويل الاستصلاح والبنية التحتية الأساسية لإنشاء أكبر مدينة سكنية ترفيهية.

ج- صكوك السلم: وهي وثائق متساوية القيمة تمثل ملكية شائعة في رأس مال السلم، والغرض منه تمويل شراء سلع يتم استلامها في المستقبل، وبعد ذلك يتم بيعها. والعائد على صكوك يتمثل في الربح الناتج عن البيع، وهي غير قابلة للتداول إلا بعد أن يتحول رأس المال إلى سلع يعني ذلك بعد استلام السلعة وقبل بيعها. فهو عقد بيع يعجل فيه الثمن ،ويؤجل فيه المبيع، فهو بذلك بيع أجل بعاجل، وهو عكس البيع بثمن مؤجل .

د- صكوك المشاركة: تصدر هذه الصكوك بغرض إنشاء مشروع، أو تمويل نشاط على أساس المشاركة، حيث يتشارك كل من المقرض والمستثمر بحصة معينة، ويتحملان الربح والخسارة، ويصبح حامل الصك شريكاً في المشروع، وتدار هذه الصكوك على أساس الشركة أو على أساس المضاربة ومن أمثلة ذلك: صفقة صكوك طيران الإمارات بمبلغ ٥٥٠ مليون دولار أمريكي بغرض إنشاء مبنى جديد للشركة.

هـ- صكوك المرابحة: وهي صكوك متساوية القيمة تصدر لغرض تمويل سلعة مرابحة، وتصبح سلعة المرابحة مملوكة لحامل الصكوك، ومثال على صكوك المرابحة ما قام به بنك أركايتا من تنظيم صكوك مدعومة بالمرابحة متعددة العملات (بتكليف كل من مصرف بايرش هيبو، ومصرف ستاندرد بي ال سي، ومصرف ويست ال بي ايه جي - فرع لندن).

و- صكوك الإجارة: وهي صكوك متساوية القيمة تصدر بغرض تمويل عملية إيجار أعيان، وهي حصص شائعة، ويتم توزيع عائد الإجارة على الملاك حسب حصص ملكيتهم، وهي صكوك قابلة للتداول.

ز- صكوك المزارعة: وهي وثائق متساوية القيمة تصدر بغرض تمويل مشروع زراعي، ويصبح حاملها حصة في المحصول الناتج.

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

ط- صكوك المغارسة: وهي وثائق متساوية القيمة تصدر من أجل غرس الأرض بالأشجار على أساس عقد مغارسة، ولأصحابها حصة في الأرض والغرس.



- ضوابط إصدار الصكوك الإسلامية:  
إن إصدار وتداول الأوراق المالية الإسلامية مرتبط بضوابط شرعية استتبها العلماء المختصون من أجل الحفاظ على الدين الإسلامي وحفظ مال المسلمين من الوقوع في المخالفات والمعاملات المحرمة، ومن ثمة فإنه يجب على كل مستثمر أن يتوخى هذه الضوابط والتي تتمثل في:  
أ- الضابط الأول: يجب أن يمثل الصك ملكية لحصة شائعة في المشروع، وتكون بصفة مستمرة من بداية إلى نهاية المشروع، وتمثل موجودات المشروع العينية والمعنوية والديون، وبالتالي فإنه يترتب على ذلك للمالك جميع الحقوق والتصرفات المقررة في الشرع في الملك، كالبيع والهبة والرهن والإرث.  
ب- الضابط الثاني: يجب أن يقوم العقد في الصكوك الإسلامية على أساس شروط التعاقد التي تحددها نشرة الإصدار حيث يعبر الاكتتاب عن الإيجاب وموافقة الجهة المصدرة تعبر عن القبول إلا إذا كان هنالك تصريح في نشرة الإصدار أنها إيجاب ويكون الاكتتاب بذلك قبولا، كما يجب أن تتضمن نشرة الإصدار جميع البيانات المطلوبة شرعاً في العقد، ومنها بيان رأس المال، توزيع الأرباح، بيان الشروط الخاصة بالإصدار وبالطبع لا بد أن تكون هذه الشروط إسلامية غير ربوية، ويراعى فيها الشروط التالية كحد أدنى:  
• أن ينص في النشرة على الالتزام بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، وعلى وجود هيئة رقابة شرعية تعتمد آلية الإصدار، وتراقب تنفيذه طوال الوقت، وأن تتضمن النشرة تحديد مجال الاستثمار وتحديد صيغة التمويل الإسلامي الذي تصدر الصكوك على أساسها، كالإجارة، أو المضاربة، أو المشاركة، أو المرابحة، أو السلم، أو المزارعة.
- لا يجوز أن تشتمل نشرة الإصدار أو الصكوك على نص بضمان حصة الشريك في رأس المال، أو ضمان ربح مقطوع، أو منسوب إلى رأس المال، فإن نص على ذلك صراحة أو ضمناً بطل شرط الضمان ولا يجوز أن تشتمل نشرة الإصدار، ولا الصك الصادر بناء عليها على نص يلزم أحد الشركاء ببيع حصته، ولو كان معلقاً أو مضافاً للمستقبل. وإنما يجوز أن يتضمن الصك وعداً بالبيع. وفي هذه الحالة لا يتم البيع إلا بعقد، وبالقيمة التي يرتضيها الخبراء، وبرضا الطرفين.
- لا يجوز أن تتضمن نشرة الإصدار، ولا الصكوك المصدرة على أساسها نصاً يؤدي إلى احتمال قطع الشركة في الربح؛ فإن وقع كان الشرط باطلاً، ويصح العقد، وتوزع الأرباح بحسب رؤوس الأموال، إن لم يكن قد تم الاتفاق على نسب التوزيع.
- ج - الضابط الثالث: بعد انتهاء الفترة المحددة للاكتتاب فإنه يجب أن تكون الصكوك قابلة للتداول لأن ذلك مأذون به من الشركاء. ويراعى الشروط التالية:  
• يعتبر تداول الصكوك الإسلامية كمبادلة نقد بنقد، ومن ثم تطبق عليه أحكام الصرف من تقابض البديلين في مجلس الصرف قبل التفرق، والخلو عن الخيار والتماثل في حالة بيع أحد النقيدين بجنسه، هذا إذا كان رأس المال المتجمع بعد الاكتتاب وقبل مباشرة العمل في المشروع ما يزال نقوداً.  
• يجب تطبيق أحكام الديون في حالة إذا صار رأس المال ديوناً.  
• يمكن تداول الصكوك الإسلامية وفقاً لسعر التراضي بين الطرفين في حالة إذا صار رأس المال موجودات مختلطة من النقود والديون والأعيان والمنافع على أن يكون الغالي أعياناً ومنافع.

## المراجع:

١. مناور حداد، الأزمة المالية الحالية: جذورها، أسبابها، انعكاساتها، ملتقى دولي حول الأزمة المالية، أيام ١٤ و ١٥ نوفمبر ٢٠٠٩، قسنطينة، جامعة منتوري، ص: ٥-٦
٢. محمد شريف، الصيرفة الإسلامية قد تساعد على مواجهة أسباب الأزمة المالية. [www.aljazeera.net](http://www.aljazeera.net)
٣. شعبان، فرج، و حميد، عبد الله. مدى إسهام التوريق في إحداء أزمة الرهن العقاري المصري، ملتقى دولي حول الأزمة المالية، أيام ١٤ و ١٥ نوفمبر ٢٠٠٩، قسنطينة، جامعة منتوري / الجزائر، ص: ٩-١٠.
٤. Jean-Charles Bricongne ; Vincent Lapègue ; Olivier Monso ; , La crise des . subprimes . , de la crise financière à la crise économique au site d'internet : [www.insee.fr/fr/indicateurs/analys\\_\\_conj/.../mars2009\\_\\_d1.pdf](http://www.insee.fr/fr/indicateurs/analys__conj/.../mars2009__d1.pdf)
٥. لعراية مولود، هل هي أزمة مالية أم أزمة اقتصادية، ملتقى دولي حول الأزمة المالية، أيام ١٤ و ١٥ نوفمبر ٢٠٠٩، قسنطينة، جامعة منتوري، ص: ٩.
٦. أحمد طرطار، دور الهندسة المالية الإسلامية في علاج الأزمة المالية العالمية، ملتقى دولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية، ٢٠ و ٢١ أكتوبر ٢٠٠٩، جامعة سطيف / الجزائر، ص: ٥.
٧. مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي بجدة، الدورة الرابعة، المجلد الثالث، ١٩٨٨م، ص: ٢١٤٠.
٨. طارق الله خان و أحمد حبيب، إدارة المخاطر، تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، ط١، ٢٠٠٢م، ص: ٥٥.
٩. المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، ٢٠٠٧م، معيار رقم: ١٧، ص: ٢٨٨.
١٠. عبد العظيم أبو زيد، نحو صكوك إسلامية حقيقية: حقيقة الصكوك وضوابطها وقضاياها الشرعية، مجلة إسلامية المعرفة، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، العدد ٦٢، خريف ١٤٢١هـ/ ٢٠١٠، ص: ١١٢-١١٣.
١١. زياد الدماغ، دور الصكوك الإسلامية في دعم قطاع الوقف الإسلامي، مقدم إلى مؤتمر عالمي عن: قوانين الأوقاف وإدارتها: وقائع وتطلعات، ٢٠ - ٢٢ أكتوبر ٢٠٠٩م، ١-٢ ذي القعدة ١٤٢٠هـ، الجامعة الإسلامية العالمية بماليزيا، ص: ٤.
١٢. بركة، أحمد، الصكوك الإسلامية ما لها وما عليها، <http://www.badlah.com/page-745.html>
١٣. أحمد، التيجاني عبد القادر. السلم بديل شرعي للتمويل المصرفي المعاصر، السودان، دار السداد، ط١، ٢٠٠٦، ص: ٨.
١٤. علاء الدين زعتري، الصكوك: تعريفها، أنواعها، أهميتها، دورها في التنمية، حجم إصدارها، تحديات إصدارها، بحث مقدم لورشة عمل لشركة BDO بعنوان: الصكوك الإسلامية: تحديات، تنمية، ممارسات دولية، عمان، ١٨ و ١٩ جويلية ٢٠١٠، ص: ٢٩-٤١.



أحمد طرطار  
أستاذ باحث  
جامعة تبسة/ الجزائر

شوقي جباري  
أستاذ مساعد  
جامعة أم البواقي/ الجزائر

## فعالية الصكوك الإسلامية في معالجة الأزمة المالية العالمية

الحلقة (٣)

### رابعا: تطور الصكوك في السوق المالية الإسلامية

#### ١- حجم الصكوك المصدرة

إصدارات الشركات ١٩ مليار دولار. وسجلت سوق الصكوك الثانوية العالمية أعلى مستوياتها على الإطلاق بالغة نحو ١٧٨,٢ مليار دولار بزيادة قدرها ٢٤,٢٪ عن إصدارات سنة ٢٠١٠ التي بلغ حجم الإصدارات خلالها نحو ١٤٢,٣ مليار دولار، وبلغ معدل نمو إصدار الصكوك السيادية السنوي بلغ ٩٥,٦٪ خلال ٢٠١١ ليبلغ نحو ٥٨,٩ مليار دولار في حين نمت إصدارات صكوك الشركات في العام ذاته بنسبة ١٦٩,٦٪ مقارنة بالعام السابق وصولاً إلى ١٩ مليار دولار.

وتوقعت تقارير عالمية أن تتجاوز إصدارات الصكوك الإسلامية خلال ٢٠١٢ حاجز ٢٠٠ مليار دولار أمريكي بنسبة نمو تتراوح بين ٢٥ و ٢٠٪ عن عام ٢٠١١ نتيجة لعدد من العوامل الإيجابية منها الدور المتزايد للإصدارات الحكومية التي ستشكل العمود الفقري للسوق قصد إنعاش القطاع الخاص وتمويل مشاريع التنمية كذلك فإن الصناعة المالية الإسلامية نمت بمعدل ١٥ و ٢٠٪ سنويا خلال العقد الماضي لتصل إلى حوالي ١,٢ تريليون دولار عام ٢٠١١، وبرزت صناعة الصكوك باعتبارها واحدة من المكونات الرئيسية للنظام المالي الإسلامي.

#### ٢- ترتيب الدول المصدرة للصكوك

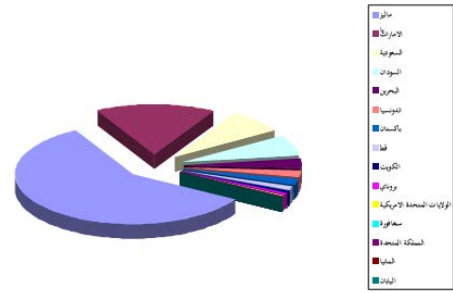
وتجدر الإشارة أن ماليزيا تتربع على المرتبة الأولى للصكوك الإسلامية المصدرة خلال سنة ٢٠١٠، وذلك بنسبة ٥٨,٥١٪، تليها كل من الامارات والسعودية بنسبة ١٦,٢٢٪ و ٧,٧٨٪ على التوالي، تتبعها السودان بنسبة ٦,٦٢٪ والبحرين بنسبة ٣,١٩٪ واندونيسيا بنسبة ٢,٣٦٪، أما باكستان وقطر فقد بلغت النسبة ١,٧٥٪ و ١,٢٧٪ على التوالي، كما شهدت السوق دخول متعاملين جدد كالمملكة المتحدة بنسبة ٠,١٤٪ وألمانيا بنسبة ٠,٠٦٪ واليابان بنسبة ٠,٠٥٪ وذلك يعتبر دليلا لماديا لبداية توجه العالم الغربي للاستفادة من امتصاص سيولة العالم الاسلامي عن طريق سوق الصكوك الاسلامية نتيجة لثباتها وصمودها وتمتعها بقلّة التقلبات (أنظر الشكل رقم ٢)

يوضح الشكل رقم ١ أن الصكوك الإسلامية شهدت رواجاً منقطع النظير حيث زاد حجم الإصدارات المحلية بأكثر من ثلاثة أضعاف المقدار ٥,٦٤٥ مليار دولار سنة ٢٠٠٤ إلى ١٧,٨٩٧ مليار دولار سنة ٢٠٠٦، ولقد سجل الإصدار المحلي أكبر إصدار له سنة ٢٠٠٧ بقيمة ٣٤,٩٩٧ مليار دولار أي بنسبة زيادة تعادل: ٢٢٪، في حين بلغ حجم الإصدار العالمي ١٣,٨١١ مليار دولار بنسبة نمو تقدر ب: ٢١٪، وذلك نظراً لفائض السيولة الذي ظهر لدى المصارف الإسلامية كنتيجة منطقية للطفرة النفطية التي عرفتها دول الخليج خاصة. أما في سنة ٢٠٠٨ فقد شهدت الصكوك الإسلامية تراجعاً بنسبة ٥٤٪ حيث بلغ حجم الإصدار المحلي قيمة ١٦,٢٥٢ مليار دولار، وبلغ حجم الإصدار العالمي ٢,١٤٠ مليار دولار مسجلاً انخفاضاً كبيراً بنسبة ٨٥٪، وذلك راجع إلى انعكاسات الأزمة المالية العالمية التي دفعت المستثمرين بالابتعاد عن الاستثمار في الأدوات الاستثمارية ذات العائد الثابت بما فيها الصكوك الإسلامية كرد فعل طبيعي للأزمة. لتعرف بعدها الصكوك الإسلامية المحلية ارتفاعاً سنة ٢٠٠٩ لتبلغ قيمتها ١٧,٨٨٥ مليار دولار، بالمقابل بلغ الإصدار العالمي ٨,٧ مليار دولار، إلا أن حجم الإصدار المحلي تضاعف سنة ٢٠١٠ لتبلغ قيمته ٤٢,٦٢٣ مليار دولار، في حين بلغ حجم الإصدار العالمي ٤,٦٥٨ مليار دولار، وذلك بسبب زيادة المشاريع والبرامج الاتفاقية الضخمة التي أطلقتها الحكومات، بالإضافة إلى التحسن الكبير الذي عرفته الصناديق السيادية، وعودة الحركية الاقتصادية لدى القطاع الخاص، والتوجه العالمي للاستفادة قدر الإمكان من امتصاص السيولة باستخدام الصكوك الإسلامية.

الشكل رقم ١: حجم الإصدار من الصكوك الإسلامية خلال الفترة ٢٠٠١-٢٠١٠

أما خلال سنة ٢٠١١ فقد بلغت قيمة الإصدارات نحو ٨٥ مليار دولار بزيادة نسبتها ٩٠,٢٪ مقارنة بعام ٢٠١٠، مع اتساع شعبية الصكوك والمبادرات الحكومية حيث كانت الإصدارات السيادية المحرك الرئيسي لسوق الصكوك خلال العام الماضي بالغة نحو ٥٩ مليار دولار في حين سجلت

الشكل رقم ٢: توزيع الصكوك الإسلامية المصدرة على الدول خلال سنة



### خامسا: دور الصكوك الإسلامية في معالجة الأزمة المالية

#### ١- دور الصكوك الإسلامية في توفير السيولة:

تعتبر السيولة هي المحرك الأساسي لأي نشاط اقتصادي وللدوران 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 والاقصاديون 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 عالمياً ارتفاعاً إلى حوالي تريليون دولار، بينما قفزت قيمة الصكوك المصدرة إلى ٣٦ مليار دولار خلال عام ٢٠١٠ أي بنسبة نمو تقارب ٢٠٪. وعليه أصبحت الصكوك الإسلامية في الوقت الراهن تمثل بديلاً فعالاً لوسائل التمويل التقليدية، 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" أول صكوك لها في عام ٢٠٠٧ لصالح وحدتها المالية.

#### ٢- دور الصكوك الإسلامية في تمتين أخلاقيات الرقابة:

يسود اعتقاد راسخ لدى كافة المحللين للأزمة المالية العالمية أن أحد أبرز أسباب الانهيارات المروعة والإفلاسات المتتالية للعديد من البنوك والشركات العالمية العملاقة، هو ضعف الضوابط التشريعية التي تحكم عمل هذه المؤسسات، حيث تشير التقارير إلى أن صناديق الاستثمار والتحوط وشركات السمسرة لم تكن تخضع لرقابة البنك الاحتياطي الفدرالي الأمريكي (البنك المركزي)، كما أنها لم تتقيد بمعايير بازل ١ أو حتى بازل ٢، وبعد اكتشاف المستور وهذه التجاوزات الصارخة، بدأ ينادي الكثير من المختصين بضرورة الاستفادة من ضوابط الصكوك الإسلامية المستلهمة من الصيرفة الإسلامية، بحيث أصدرت الهيئة الفرنسية العليا للرقابة على سبيل المثال لا الحصر قراراً يقضي بمنع تداول الصفقات الوهمية والبيوع الرمزية التي هي شعار النظام الرأسمالي، كما سمحت نفس الهيئة للمؤسسات والمتعاملين بالتعامل بالصكوك الإسلامية في السوق المنظمة الفرنسية.

٣- 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 للدولة، وفي هذا المقام لا بد من الإشارة أن المفكر والأكاديمي الفرنسي موريس آلييه Maurice Allais قد حذر من تراكم الديون بوتيرة أكبر بكثير من زيادة الثروة، 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 لهرم التوازن الاقتصادي بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المالي والنقدي، 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.

#### ٤- 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 تحقيقه على أرض الواقع ولو بشكل مقتضب، وبعليّة 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".

ومن أجل الوصول إلى التخصيص الكفء للموارد المالية فيجب توافر الشرطين التاليين:

أ- كفاءة التسعير: يطلق على كفاءة التسعير بالكفاءة الخارجية، ويقصد بها أن تعكس الأسعار كافة المعلومات المتاحة، حيث أن المعلومات تصل إلى المتعاملين في السوق دون فاصل زمني كبير، مما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة.

ب- كفاءة التشغيل: يطلق على كفاءة التشغيل الكفاءة الداخلية، والتي يقصد بها: قدرة السوق على إحداث التوازن بين الطلب والعرض، وذلك في ظل وجود تكاليف للمعاملات منخفضة، وبالتالي تحدث عملية التداول بسرعة وبحجم كبير، ومن ثم تكون

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، وما الأزمة المالية العالمية منا بعيد.

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.

خاتمة الدراسة (النتائج والتوصيات):

١. النتائج: من أهم ما توصلت إليها الدراسة من نتائج يمكن ذكر ما يلي:
  ١. يقصد بالأزمة المالية حدوث انهيار مفاجئ وحاد لأسعار الأسهم والسندات ينجر عنه إفلاس البنوك والمؤسسات المالية، وتكون آثارها وخيمة على الاقتصاد ككل.
  ٢. 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 بإجراءات بسيطة وبرهونات ميسرة ومن غير ضمانات كافية، الأمر الذي فتح شرهة الكثيرين ودفعهم للتهاوت الشديد على الاقتراض من أجل شراء العقارات في الولايات المتحدة الأمريكية، مما أدى ذلك إلى حدوث أزمة القروض العالية المخاطر سنة ٢٠٠٦م.
  ٣. أرجع الباحثون قيام الأزمة المالية الحالية إلى أسباب مالية تتمثل في: انفجار فقاعة الرهن العقاري بسبب التوسع في عملية منح القروض من دون ضمانات كافية وتوريق الديون. تفتي ثقافة الاقتراض والمضاربة، وغياب سلطة الرقابة المالية الفعالة وانتشار الفساد والاحتيال المالي، وأسباب اقتصادية تتعلق بحالة الاقتصاد الأمريكي أهمها: عجز الميزانية، ارتفاع معدلات التضخم وزيادة حجم المديونية.
  ٤. 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.
  ٥. تتنوع الصكوك الإسلامية تنوعاً واسعاً، فتشمل: صكوك المضاربة والمشاركة والسلم، والاستئناس، والإجارة، والمزارعة، والمساقاة، والمفارسة... الخ.
  ٦. تحقق الصكوك الإسلامية فعالية معالجة الأزمة المالية من خلال:
    - الصكوك الإسلامية أداة فاعلة في تجميع السيولة، وبالتالي توفير التمويل اللازم للمؤسسات والحكومة المتضررة من الأزمة.

فرصة المتخصصين في تحقيق هوامش ربح ضئيلة، ومن خلال زيادة الطلب على الأوراق المالية للمؤسسات غير الواعدة ستخفض أسعار أوراقها المالية، ويتغير العرض والطلب يحدث توازن في الاقتصاد الوطني وتحقق الكفاءة الاقتصادية للسوق.

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

وخلاصة القول: إن الصكوك الإسلامية تعمل على تحريك الموارد المالية وتوجيهها إلى الاستثمارات المنتجة الحقيقية، وتقليل حدة المضاربات وتلقي دائرة من الاهتمام 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 بوتقة تغطية الاحتياجات التمويلية والاستثمارية وتغطية عجز السيولة... الخ.

#### ٥- الصكوك الإسلامية أداة فعالة لتمويل عجز الموازنة العامة:

تعد 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 وحقنها في أنقاض النظام وعلى أمل التخفيف من وطأة الأزمة على المؤسسات المتهاوية، إلا أن هذا الإجراء جعلها تفرق أكثر في مشكلة العجز في الموازنة العامة، ولعل المتتبع لما يجري يوقن كيف أن استراتيجية 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 ٦٪ إلى فائض بنسبة ٦٪ 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 حذت فرنسا الخطا من أجل اللحاق ببريطانيا، بل لكي تكون السبابة في الحصول على الحصة الأكبر من التمويل الإسلامي في أوروبا.

#### ٦- 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

٢. التوصيات: بناء على النتائج أعلاه، يمكن صياغة التوصيات التالية:

١. 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.
٢. من المهم إيجاد سوق ثانوية منظمة تعمل بالشفافية المطلوبة، وبها أنظمة رقابة فعالة تضمن طرح الصكوك الإسلامية وتداولها بكل يسر.
٣. 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 المكسدة، وبالتالي تحقيق الكفاءة الشرعية والاقتصادية للاستثمار المال.
٤. 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.
٥. لابد من قيام وكالات تصنيف إسلامية تعمل على تصنيف وتقييم الصكوك المصدرة، بالشكل الذي ينعكس على ترشيد القرار الاستثماري وتحقيق كفاءة تخصيص الموارد المالية.
٦. ضرورة القيام بدراسات بحثية تقييمية للتجارب الرائدة في العالم الإسلامي، بهدف تميمها والاستفادة منها في تطوير هذه المنتجات وجعلها تتوافق مع متطلبات توزيع المخاطرة أي تخفيفها.
٧. ضرورة الاستفادة من الأزمة المالية العالمية بغية نشر ثقافة الصناعة المالية الإسلامية عامة، والصكوك خاصة.
٨. العمل على إنشاء معاهد ومراكز تدريبية رائدة تؤهل العنصر البشري للعمل في ظل السوق المالية الإسلامية، وذلك من الناحية الشرعية والاقتصادية.

- تساعد الصكوك الحكومات على التخلص من عجز الموازنة العامة المزمع، الذي أصبح في هذا العصر مرضاً يؤرق صانعي السياسات والحكومات على حد سواء، وقف كحجرة عثرة تعرقل المسار التنموي لدول العالم بأسره.
- تعمل الصكوك الإسلامية على تحريك الموارد المالية وتوجيهها إلى الاستثمارات المنتجة الحقيقية، وتقليل حدة المضاربات، وتلقي دائرة من الاهتمام المتوازنة والمتكافئة بين السوقيين الأولى والثانية، كما أن ازدياد كميتها ونوعيتها سيكون له بالغ الأثر في زيادة درجة تعمق السوق واتساعها، وذلك كله يصب في بوتقة تحقيق كفاءة السوق
- تتمتع الصكوك الإسلامية بقدرة تحقيق التوازن بين الاقتصاد الحقيقي والمالي نظراً لأن إصدارها يشترط وجود أصول قبل التصيكن، وابتعادها عن الربا واعتمادها على الربح، مما أكسبها إمكانات تجسيد المعادلة المفقودة بكل المقاييس مقارنة بنظيرتها من أدوات التمويل الربوية.
- يمكن من خلال الضوابط الشرعية المتعلقة بالصكوك الإسلامية تمتين أخلاقيات الرقابة داخل أسواق المال. بحيث أصدرت الهيئة الفرنسية العليا للرقابة على سبيل المثال لا الحصر قراراً يقضى بمنع تداول الصفقات الوهمية والبيوع الرمزية التي هي شعار النظام الرأسمالي.
- تتميز الصكوك الإسلامية بالقدرة على التحوط من المخاطر باعتبارها تعتمد على أسس مستلهمة من أحكام الشريعة الإسلامية، فيصبح المقرضون والمستثمرون غير قلقين بشأن ممتلكاتهم، لأن الشريعة الإسلامية تدعو إلى عدم المخاطرة والقمار في المعاملات المالية بين البشر.

#### الهوامش:

١. د نوال بن عمارة، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية - البحرين-، مجلة الباحث، العدد: ٩، جامعة ورقلة، الجزائر، ٢٠١١، ص: ٣٦١.
٢. موقع السوق المالية الإسلامية الدولية، العنوان الإلكتروني: www.iifm.net. (تاريخ الاطلاع على الموقع الإلكتروني: ٢٠١٢/٠٢/١٠)
٣. أخبار مصر - إيمان صلاح الدين، العنوان الإلكتروني: http://afroland.net/News/601-afro.htm. (تاريخ الاطلاع على الموقع الإلكتروني: ٢٠١٢/٠٢/٢٣)
٤. المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، http://www.cibafi.org/NewsCente
٥. عبد القادر زيتوني، التصيكن الإسلامي ركب المصرفية الإسلامية في ظل الأزمة العالمية، المؤتمر العالمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، عمان / الأردن، ١-٢ ديسمبر ٢٠١٠، ص: ١٦.
٦. د. كمال توفيق خطاب، الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دبي، ٢٠٠٩، ص: ٢٤-٢٥.
٧. أ.د محمد بوجلان، مقارنة إسلامية للأزمة المالية الراهنة، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد السادس، ٢٠٠٩، ص: ٦٧-٦٨.
٨. أ.د صالح صالح، د عبد الحليم غربي، كفاءة التمويل الإسلامي في ضوء التقلبات الاقتصادية الدورية، الملتقى الدولي حول: "أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبدائل البنوك الإسلامية"، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، ٠٥-٠٦ ماي ٢٠٠٩.
٩. د. منير إبراهيم هندي، أسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، ١٩٩٩، ص: ٤٢.
١٠. المعهد العربي للتخطيط، كفاءة أسواق الأوراق المالية، http://www.arab-api.org/course9/c9\_3\_1.htm
١١. زهرة علي محمد بني عامر، التصيكن ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية، رسالة ماجستير، جامعة الأردن، ٢٠٠٨، ص: ١٩٦.
١٢. المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، http://www.cibafi.org/NewsCente
١٣. بلعوز، بن علي و قندوز، عبد الكريم، استخدام الهندسة المالية الإسلامية في إدارة المخاطر بالمصارف الإسلامية، المؤتمر العلمي الدولي السنوي السابع حول إدارة المخاطر واقتصاد المعرفة، جامعة الزيتونة الأردنية، ٢٠٠٧م، ص: ١٧-١٨.